

# 一波三折

## ——2021年A股中期投资策略



### 分析师及联系人

• 包承超

(8621)61118778

baocc@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518040002

• 邓宇林

(8621)61118703

dengyl@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490520080020

• 吴安东

(8621)61118703

wuad@cjsc.com.cn

## 相关研究

- 《中国制造业的全球竞争力》2021-06-02
- 《5月观点：通胀接力对市场的影响》2021-05-05
- 《跨国巨头眼中的中国——2020年报版》2021-04-11

## A 股投资策略

# 一波三折——2021 年 A 股中期投资策略

### ● 矛盾的经济与市场

回顾上半年：市场普遍低估了外需和通胀，高估了流动性紧缩速率，权益市场弱于预期，债券市场强于预期。展望下半年：全球流动性取决于美联储，全球总需求取决于美国。外需不弱，内需偏稳，利率弱震荡。海外方面：我们认为 Fed 进行 Taper 只是时间问题，最早或于 Q4 实施并将持续 3 个季度，但其对市场影响有限。国内方面：中性情景下，出口难大降，投资有支撑，消费慢复苏，经济软着陆，制造业是最大看点。

### ● 大势研判：指数上有顶下有底，风格再均衡

我们匡算，下半年剩余流动性趋于上行，并将回到充裕区间，指数估值有支撑但难抬升。中性情景下，下半年宏观流动性或仍将保持中性，并无大幅收紧的必要。信用退坡最快的阶段已过，财政支出和制造业加杠杆或对信用端形成支撑。

估值裂口高位、利率难下、业绩收敛，风格持续再均衡。估值层面，当前大小盘风格、高低估值风格、成长价值风格估值裂口仍处极值位。盈利层面，经济复苏环境下，强弱风格业绩收敛。驱动力上，无风险利率水平窄幅震荡，指数风格难有大幅偏离。

### ● 配置主线：出口掘金，通胀传导，疫后修复，供给出清，产业景气

- 1) 出口掘金：考虑短期供需错配与长期产业重构，下半年出口增长潜力较大的细分行业：零部件（汽车零部件等），工程机械（挖掘机等），包装用具（塑料制品、纸板等）。
- 2) 通胀传导：关注近三轮国内通胀上行期间毛利率仍然提升的行业，包括上游的煤炭炼制、电解铝、工业用纸，中游的显示面板、半导体材料、油服，下游的种植、啤酒等。
- 3) 疫后修复：一季报净利润两年复合增速仍未修复到疫情前水平，且年初至今行业的全年盈利预期有所上调的消费服务业：公共交通、高速公路、多业态零售、软饮料等。
- 4) 供给出清：基于 CJ 供给侧行业比较框架进行筛选，左侧布局“供给平、需求强”，优选乘用车、乘用车零部件、磷化工、种业、光通信等。右侧关注“供给上、需求强”，优选农药、添加剂、氨纶、铜、门窗五金、轮胎、生活用纸、白酒、白电、调味品等。
- 5) 产业景气：对于需求驱动逻辑较强的成长板块，建议关注半导体、军工和电动车。

### ● 主题策略：持续关注国企改革

国企改革三年行动快速推进，重点关注一季报业绩改善、被低估的国有企业。年初国新办提出“力争到今年底完成三年总体改革任务的 70% 以上”后，国企改革持续升温。一方面，各地国资委陆续发布国企改革三年行动实施方案，另一方面央企经营业绩、市值的管理被重点提及。围绕国企基本面弹性，结构上建议关注国企相对非国企净利润增速趋势抬升的行业。个股层面，重点关注盈利预期上修且具备估值吸引力的上市国企。

### 风险提示：

1. 疫苗接种进度不及预期；
2. 国内政策出现重大调整。

## 目录

矛盾的经济与市场 .....	5
先理解央行，后情景应对 .....	6
海外：关注全球流动性的锚 .....	6
国内：关注供需错配下的情景应对 .....	11
大势研判：指数上有顶下有底，风格再均衡 .....	14
行业配置：供需缺口的指南针 .....	19
出口掘金：短期看供需错配，长期看产业重构 .....	20
通胀传导：涨价环境下毛利率仍然提升的行业 .....	21
疫后修复：盈利修复空间仍较大的消费服务业 .....	22
供给出清：疫情加速产能出清，优选传统行业 .....	23
产业景气：需求上行，空间广阔的成长产业链 .....	25
主题策略：持续关注国企改革 .....	27

## 图表目录

图 1：上半年回顾一览 .....	5
图 2：When to Taper? Fed 最早或于今年四季度正式实施 Taper，参照 4 月 FOMC 纪要，Taper 或将持续 3 个季度 .....	7
图 3：本质上，当前美国高位失业率源自就业供需曲线的系统性漂移 .....	8
图 4：结构上，服务业是当前美国失业问题最严重的领域 .....	8
图 5：居高不下的失业率是困扰 FED 的首要难题——不同于金融危机，本轮 Beveridge curve 的右移（用工荒&高失业率）主要源自服务业就业恢复较慢（%） .....	9
图 6：英美或将于三季度中达成全民免疫，新兴市场国家疫苗接种远落后于发达市场国家（%） .....	10
图 7：Fed Taper 对中美股市影响或较为有限，权益资产滚动回报率或仍在正区间 .....	10
图 8：下半年经济可能情形及后续资本市场表现 .....	11
图 9：发达国家制造业 PMI 恢复强劲 .....	12
图 10：海外供需错配情况或延续（%） .....	12
图 11：经济基准假设推断的证据——消费缓慢修复、地产保持“韧性”，制造业持续改善，基建表现平淡 .....	13
图 12：中国 CPI 预测 .....	14
图 13：美国 CPI 预测 .....	14
图 14：历史上社融单月新增值，具有明显的季节性（万亿元） .....	15
图 15：2018 年后，信托贷款压降明显（亿元） .....	15
图 16：三种情形下，货币偏中性甚至宽松，社融则小幅收缩，剩余流动性趋上行 .....	15
图 17：剩余流动性趋于上行，并将回到充裕区间，指数估值有一定支撑 .....	16
图 18：当前不同风格 PE 估值裂口仍大 .....	16
图 19：高低估值仍处极端分化 .....	16
图 20：盈利收敛是风格收敛的关键 .....	17

图 21: 中美利差仍处历史高位, 国债利率上行动力不足 (%) .....	17
图 22: R007 持续在利率走廊下沿波动, 进一步下探空间有限 .....	17
图 23: 不考虑盈利因素, 利率下行突破 3%-4%左右的阈值后, 投资者普遍给予具有长期增长前景的公司(长久期)更高的估值溢价 .....	18
图 24: 2021 年下半年五条配置主线 .....	19
图 25: 短期长期视角结合, 看未来出口增长潜力 .....	20
图 26: 三轮大宗商品涨价周期, 毛利率均上行行业 .....	21
图 27: 疫后经济修复中, 消费端恢复偏慢 (%) .....	22
图 28: 2021H2 修复空间仍较大的细分行业 .....	22
图 29: 供给侧视角下的投资逻辑, 及部分重点关注行业 .....	23
图 30: 左侧视角, Capex/D&A 指标处历史底部位置的传统细分行业 .....	23
图 31: 右侧视角, Capex/D&A 指标已处 1.5-2.0 倍“关键区间”的传统细分行业 .....	24
图 32: 全球半导体月度销售额(十亿美元) .....	25
图 33: 国防军工行业基本面梳理图 .....	25
图 34: 全球分地区新能源乘用车销量及渗透率(万辆) .....	26
图 35: 一季度国企净利润增速显著提升, 国企与非国企增速差大幅收敛 .....	28
图 36: 不同行业中, 国企和非国企净利润增速及增速差 .....	28
图 37: 国有企业“回购、增持、股权激励”组合 .....	29
表 1: 近期国企改革重要新闻汇总 .....	27

## 矛盾的经济与市场

### 超预期的外需，低预期的市场

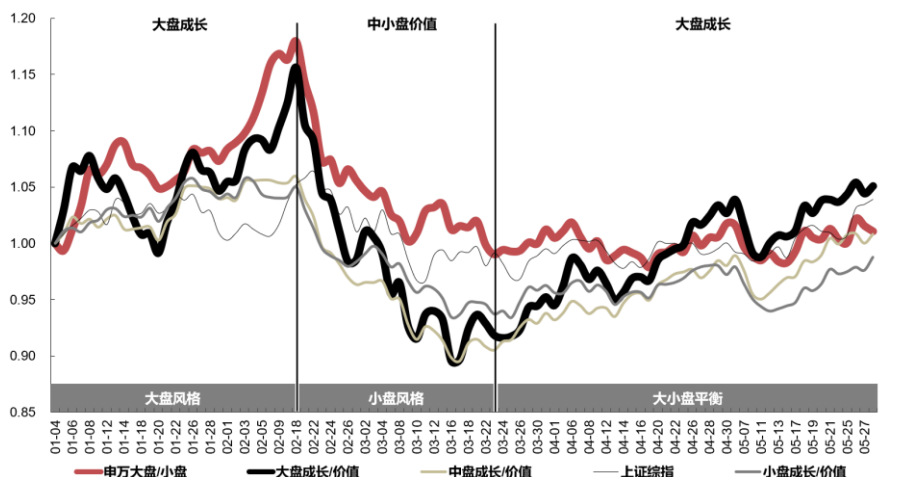
回顾上半年，疫情带来的全球供需错配持续发酵，宏观经济和资本市场依然出现了很多预期之外的结果。宏观层面，市场普遍低估了外需的强劲度和持续性，慢节奏的财政行为和强平稳的央行行为衍生出偏宽松的流动性环境。市场层面，权益市场弱于预期，债券市场强于预期。前者主要源于长久期资产的剧烈波动和内需敞口的不温不火，后者更多源于债市资金供需端的结构性失衡。

1. 宏观层面：上半年，外需超预期，内需低预期。1) 外需出口链：发达国家与发展中国家在疫情控制和疫苗接种方面差距明显，进一步导致供需缺口持续放大，中国超强的产业链优势驱动出口超预期。2) 制造业扩张：供需缺口是本轮制造业资本开支周期的源动力，产业链系统性优势、企业三表质量夯实则放大了周期弹性。3) 流动性偏松：财政收支显著慢于历史同期，稳健货币基调下衍生出偏松的流动性环境。
2. 市场层面：上半年，流动性环境和通胀预期反复，市场风格三轮切换。节前大小盘风格极致分化，基金发行热驱动抱团股节前“最后”的疯狂。节后国内外通胀压力飙升，长端利率快速上行对国内外长久期资产估值构成系统性压力，“茅”指数大幅回调。同时，经济乐观预期牵引大小盘盈利迅速收敛，中盘隐形冠军炙手可热。但4月以来，金融机构资负两端的结构性失衡再次压制了利率锚，估值扩张推动景气大盘成长股重回高位。

图 1：上半年回顾一览

日期	工业增加值当月同比 (%)				社会消费品零售总额当月同比 (%)				固定资产投资完成额累计同比 (%)				出口金额当月同比 (%)			
	2021年实际值	2021年机构预测中位值	2020-2021复合增速	2019年增速	实际值	机构预测中位值	2020-2021复合增速	2019年增速	实际值	机构预测中位值	2020-2021复合增速	2019年增速	实际值	机构预测中位值	2020-2021复合增速	2019年增速
上年12月	7.3	7.0	-	5.7	4.6	5.4	-	8.2	3.1	3.1	-	6.1	18.1	15.2	-	-4.6
2月	52.3	31.3	6.3	3.4	33.8	31.7	3.1	8.2	35.0	38.0	18.4	5.8	154.8	41.8	23.0	-20.7
3月	14.1	17.6	6.2	8.5	34.2	28.4	6.3	8.7	25.6	25.1	4.4	6.3	30.6	31.1	10.3	14.0
4月	9.8	11.0	6.8	5.4	17.7	23.8	4.3	7.2	19.9	19.4	3.9	6.4	32.3	22.5	16.8	-2.7

红色值为超预期值，浅红色为2020-2021复合增速已超过2019年同期



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 先理解央行，后情景应对

下半年，全球流动性取决于美联储，全球总需求取决于美国。我们对全球流动性持相对乐观的态度，外需不弱，内需偏稳，利率弱震荡。宏观环境对 A 股难构成下行压力。

1. **海外方面：**基于美国经济的良好复苏，我们认为 Fed 进行 Taper（缩减购债规模）只是时间问题，最早或于 Q4 实施并将持续 3 个季度<sup>1</sup>——通胀持续位于长期通胀目标之上，就业恢复触及“substantial further progress”（基于两个核心假设：美国将于 Q3 完成全民免疫，美国财政刺激由居民端向企业端的结构性过渡于 Q3 见效）。Taper 对美国国内流动性的影响有限，不同于 2014 年美欧经济和货币分化，本轮美欧同步复苏或驱动美元较难大幅走强。同时，Fed 仍在扩表周期，较高的中美利差对人民币资产提供了较厚的估值安全垫。
2. **国内方面：**下半年的市场宏观矛盾依然取决于全球供需错配下的量（内外需）价（通胀传导）关系。中性情景下，外需不弱，内需偏稳，经济软着陆，制造业是最大看点。虽然上半年银行间流动性充盈，但下半年并无大幅收紧必要，宏观流动性或仍将保持中性。我们倾向于认为国内因通胀压力带来的流动性风险可能有限：平稳的国内总需求将对冲有限的供给缺口，PPI 向 CPI 的传导可能面临较大阻力。同时，信用退坡最快的阶段已过，局部信用萎缩难构成系统性压力，财政支出和制造业加杠杆或对信用端形成支撑。我们对可能的上下行风险作了相应情景分析，详见正文。

## 海外：关注全球流动性的锚

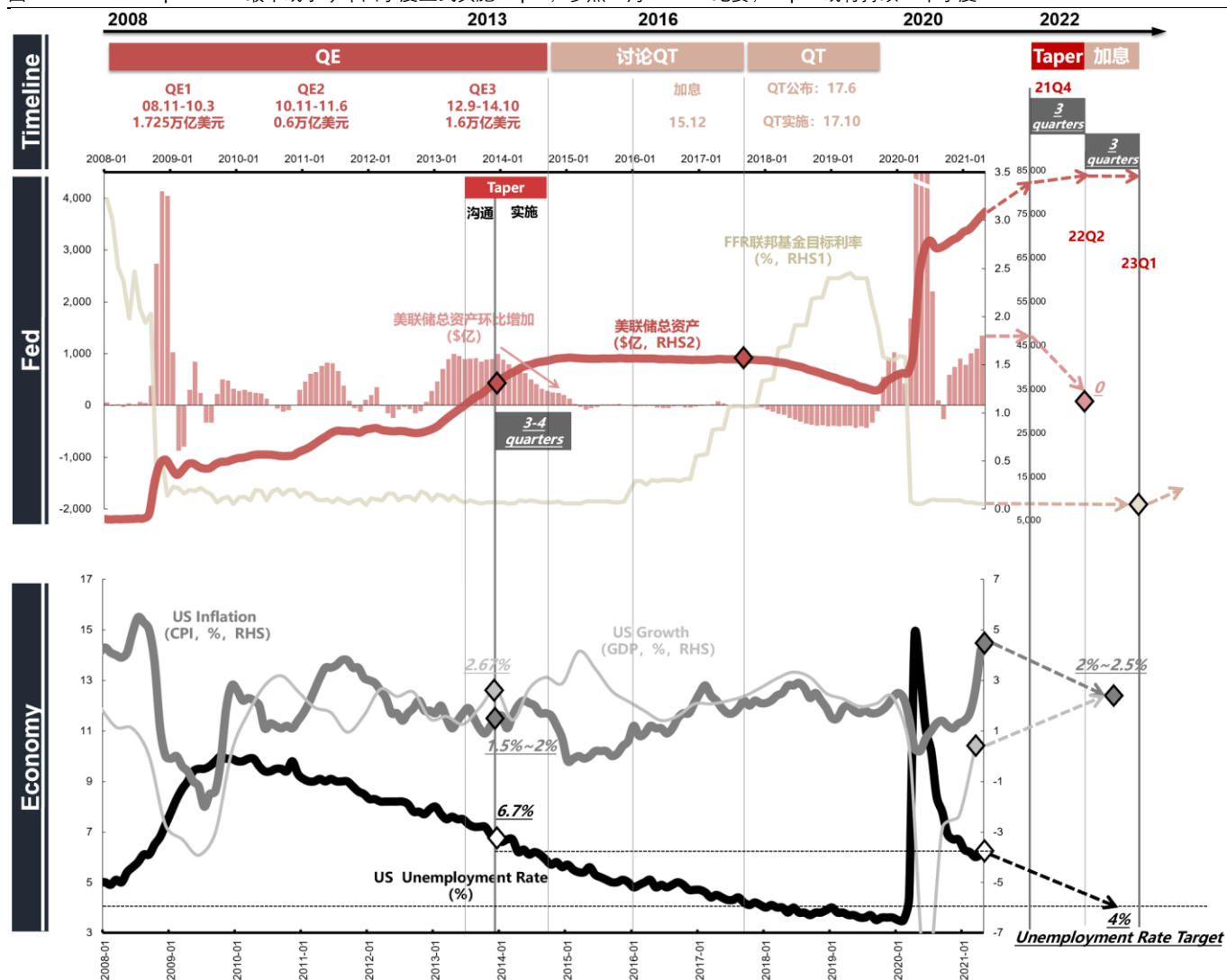
**When to Taper?** 我们认为 Fed 最早或于今年四季度正式实施 Taper，参照 4 月 FOMC 纪要，Taper 或将持续 3 个季度，届时将正式退出本轮宽松。关于美联储 Taper 的讨论要点如下：

1. **Taper 的触发条件是什么——美国经济取得“substantial further progress”。**那么应该如何定义所谓的实质性进步？答案的关键在于**就业**。参照去年修订后的美联储货币政策框架，产出缺口和通货膨胀依然是货币政策的锚，而就业目标会通过 Phillips curve 以及奥肯定律等反应函数进行定价。而当前美联储遇到的困境在于产出缺口和通胀的修复，并未拉动足够的失业率改善。就业情况的连续改善将是联储进行“Taper——加息——缩表”进而回到正常化货币政策状态的关键。

<sup>1</sup> 详见 2021 年 4 月美联储议息会议纪要。



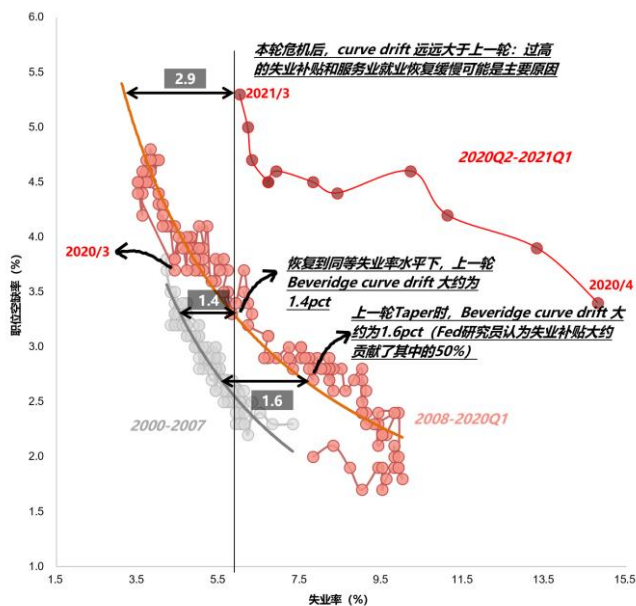
图 2: When to Taper? Fed 最早或于今年四季度正式实施 Taper, 参照 4 月 FOMC 纪要, Taper 或将持续 3 个季度



资料来源: USDOL, Fed, Wind, 长江证券研究所

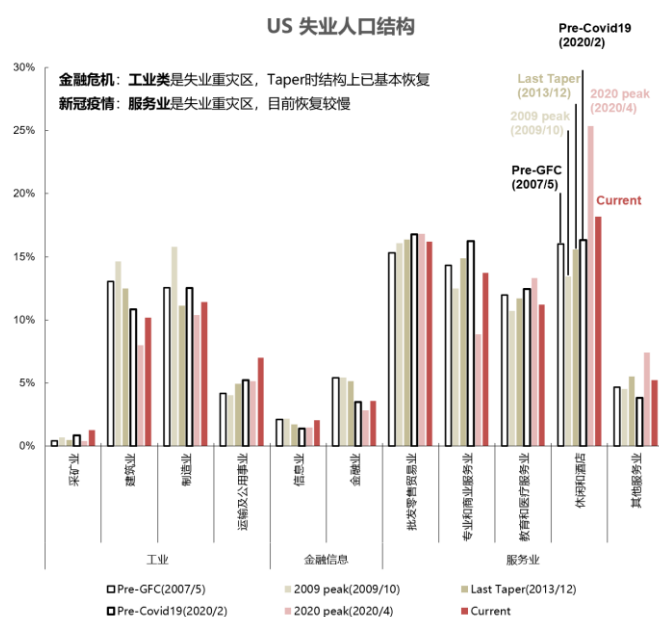
2. 失业率的改善真的慢吗——总失业率已修复至与上一轮 Taper 时相当, 但结构问题突出。事实上, 当前美国失业率水平已经从峰值的 14.8% 迅速修复至 6% 左右, 这一失业率水平已经大致与 08 年金融危机后 Fed Taper 时 (2013 年底) 相当, 甚至更低, 且修复速度更快。但美国失业的结构问题非常突出——无论是与上一轮危机相比, 还是与疫情前的正常水平相比, 当前美国服务业失业率依然处于非常高的水平, 而服务业占美国就业的比重超过 50%。

图 3：本质上，当前美国高位失业源自就业供需曲线的系统性漂移



资料来源：USDOL, A Decomposition of Shifts of the Beveridge Curve (Rand Ghayad, Federal Reserve Bank of Boston, 2013)，长江证券研究所

图 4：结构上，服务业是当前美国失业问题最严重的领域

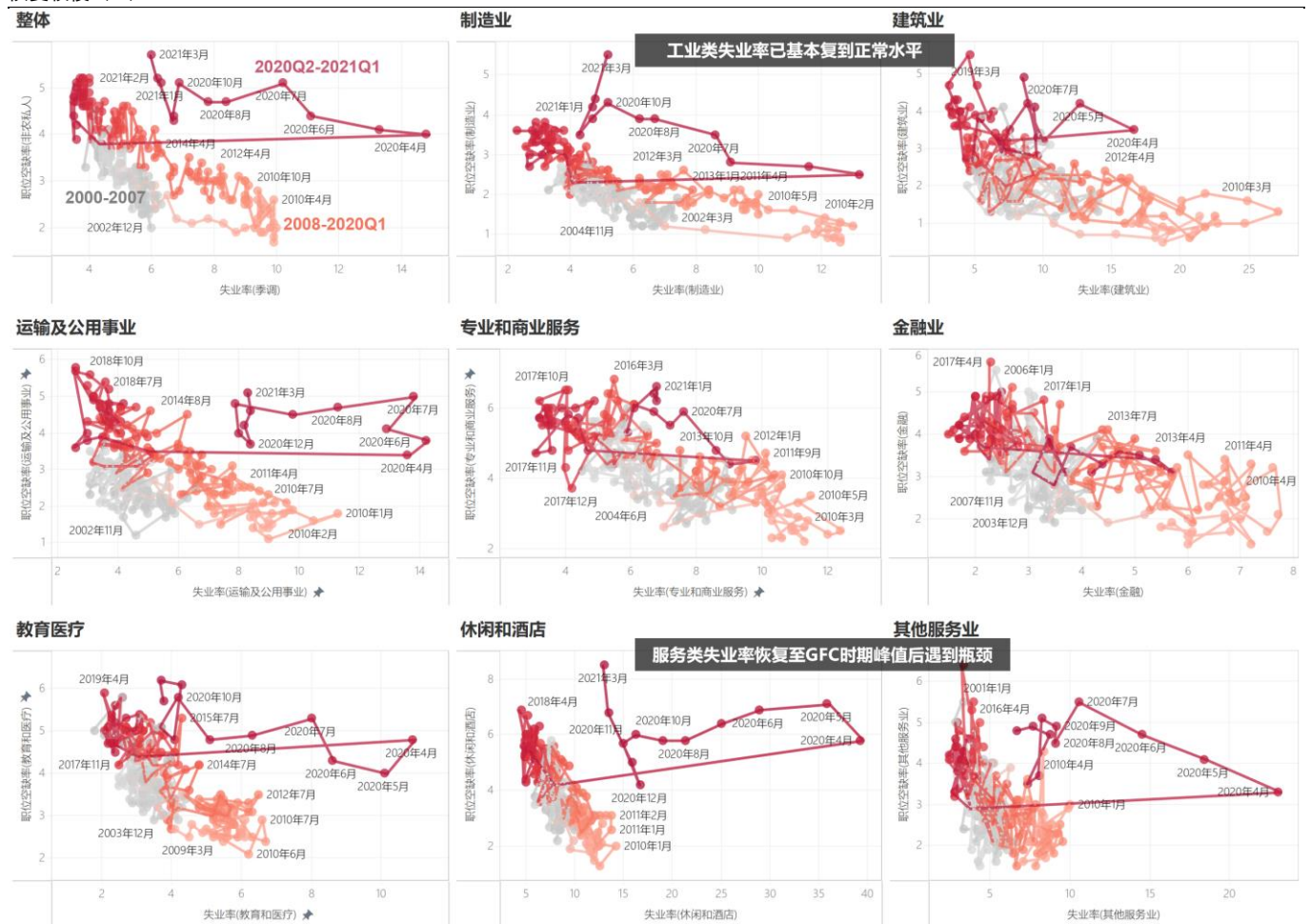


资料来源：USDOL，长江证券研究所

3. 为什么当前美国失业的结构问题如此突出？今年，美国出现“用工荒”与“高失业”并存的矛盾现象，其根源在于就业供需曲线（Beveridge curve）的系统性漂移。事实上，根据 Fed 的研究（*Shifts in the Beveridge Curve*, Federal Reserve Bank of New York, 2014），危机后出现 Beveridge curve drift 并不罕见。但显然本轮曲线的漂移率远远超过历史可比时期。我们认为核心原因在于两点：一是本轮救济补贴的覆盖广度和强度远超以往。二是美国疫情仍未恢复到常态化防控水平，这对服务业就业恢复构成较大困扰。



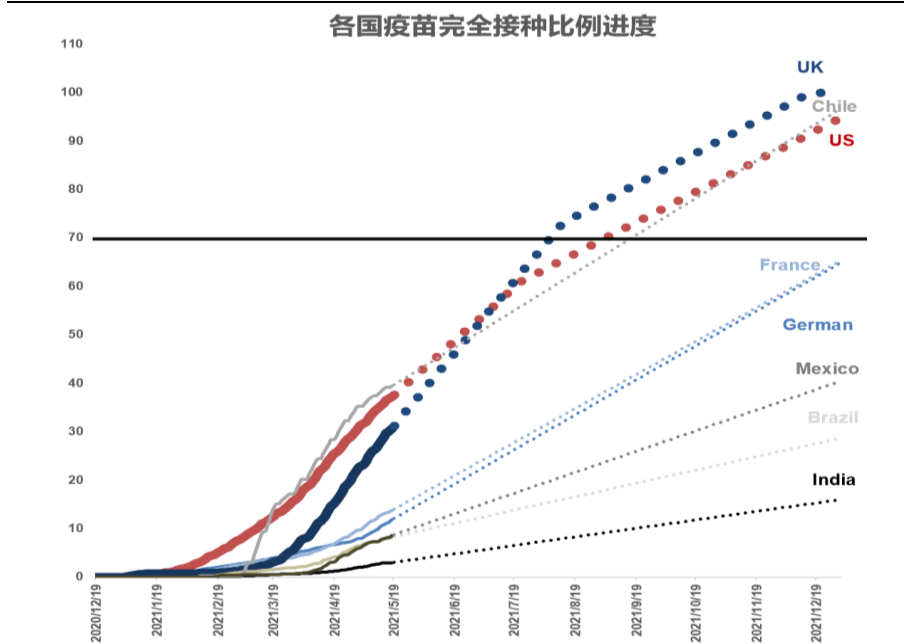
图 5：居高不下的失业率是困扰 FED 的首要难题——不同于金融危机，本轮 Beveridge curve 的右移（用工荒&高失业率）主要源自服务业就业恢复较慢（%）



资料来源：USDOL, Shifts in the Beveridge Curve (PETER A. DIAMOND, MIT, AYŞEGÜL ŞAHİN, Federal Reserve Bank of New York, 2014), 长江证券研究所

4. 失业率显著改善的窗口期是什么时候？我们认为三季度是重要的窗口期，主要基于两个核心假设：一是美国将于 Q3 完成全民免疫（70%疫苗接种率），服务业有望快速修复。二是美国财政刺激由居民端向企业端的结构性过渡于 Q3 见效。

图 6：英美或将于三季度中达成全民免疫，新兴市场国家疫苗接种远落后于发达市场国家（%）

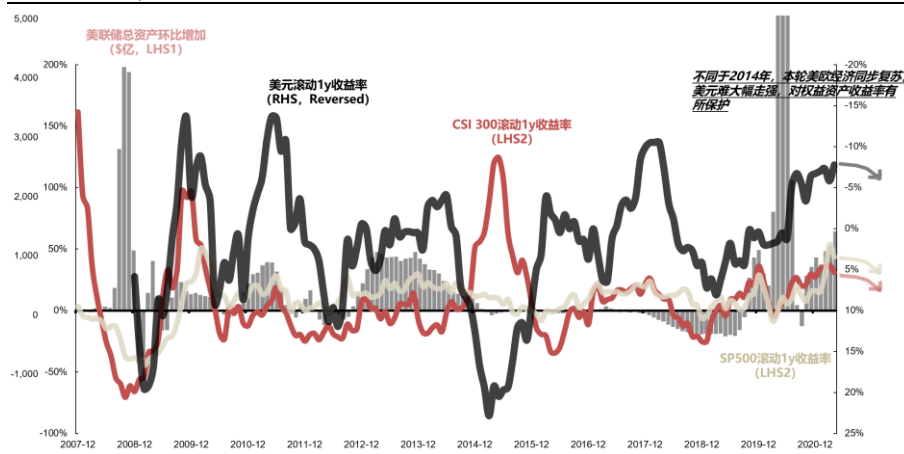


资料来源：Our World in Data，长江证券研究所

## 5. Taper 有何影响？我们倾向于认为本轮 Taper 对美国国内流动性的影响有限。

1) 基于前述分析，Fed 本轮 Taper 的动机源自美国经济增长的强劲复苏。现阶段，增长因子对中美权益市场而言都是正向拉动力。2) 不同于 2013-2014 年美欧经济和货币分化，本轮美欧同步复苏或驱动美元较难大幅走强。3) 本轮 Taper 沟通工作足够早，市场预期更为充分。4) Fed 仍在扩表周期，较高的中美利差对人民币资产提供了较厚的估值安全垫。

图 7：Fed Taper 对中美股市影响或较为有限，权益资产滚动回报率或仍在正区间



资料来源：Fed，Wind，长江证券研究所

6. 风险点在哪里？1) 服务业就业修复速度超预期，联储紧缩提前。我们注意到，与金融危机不同，本轮疫情危机后美国职位空缺率持续处在较高水平，而企业破产率也持续处于较低水平，这意味着疫情对企业端的冲击远弱于金融危机。而服务业的就业弹性较大，美国就业存在加速恢复的可能。2) 伴随就业恢复，疫情强相关出口波动加大，例如居家办公品。3) 疫苗对全民免疫的有效性仍不确定。目前，美国疫情仍维持日新增超 1 万例的水平。

## 国内：关注供需错配下的情景应对

下半年宏观环境的情景演绎是影响市场走势的关键。其中较为确定的是，外需整体不弱，通胀较难大幅转降，内需强弱和通胀压力可能是国内宏观流动性方向的决定性因素。中性情景下，我们倾向于认为外需仍强，内需不弱，通胀压力尚可，信用退坡最快的阶段已过，下半年信用环境整体不差，宏观流动性保持中性但边际趋紧。

图 8：下半年经济可能情形及后续资本市场表现

情景假设	内需	外需	通胀	货币	信用	年末M2 增速	年末社融 增速	剩余流动性	资本市场
乐观情形	↑	↑↑	↑↑	↓	↑	9.07%		-2.05%	估值压力较大，商品延续牛市，债市利空。大类风格平衡，但略偏向价值。
基准情形	→	↑	↑	→	→	9.30%	11.12%	-1.82%	股债震荡，估值中枢较难继续抬升，盈利驱动市场上升。大类风格平衡。
悲观情形	↓	→	↑	→	↓	9.94%		-1.18%	类滞胀，股债双杀，风格偏向防御。

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：关于 M2、社融、剩余流动性的测算参见第二章。

### 1、宏观经济：

1) 外需：基准情形下，下半年欧美经济体复苏力度仍强，外需旺盛，中国出口链在强大的产业链优势和产能替代优势下依然强劲。下半年外需的主要拉动力来自欧美经济体的周期性增长动能，以及全民免疫带来的服务性消费恢复。结构上，对于部分中国出口企业而言，可能的额外增量需求主要来自两方面：一是长期趋势性的，产业链优势下部分优势品类的国际份额持续扩张，例如电气设备类。二是短期外生性的，主要新兴市场制造业国家仍困于疫情，产能修复仍待时日，国产品牌出口替代是需求国为数不多的选择，例如部分中游机械器具。

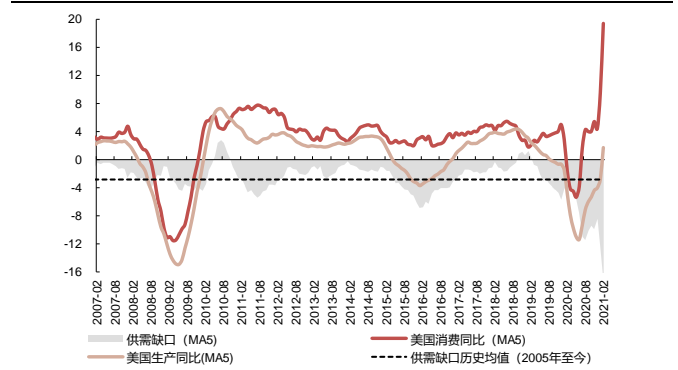
尽管如此，我们认为依然需要强调外需方面的潜在风险：持续的新兴市场供给短缺和旺盛的发达国家居民购买力，二者可能将供需缺口撕裂过大，过于高涨的外需可能推升过高的通胀。例如，有部分海外机构预测即使剔除基数因素，下半年美国通胀可能依然大超预期。另外，目前欧美国家新增病例仍居高不下，全民免疫是否能真的“免疫”存在较大不确定性，这对后续外需的持续性可能造成不小干扰。

图 9：发达国家制造业 PMI 恢复强劲

	美国	德国	英国	韩国	日本	欧元区
2020-09	55.4	56.4	54.1	49.8	47.7	53.7
2020-10	59.3	58.2	53.7	51.2	48.7	54.8
2020-11	57.5	57.8	55.6	52.9	49.0	53.8
2020-12	60.5	58.3	57.5	52.9	50.0	55.2
2021-01	58.7	57.1	54.1	53.2	49.8	54.8
2021-02	60.8	60.7	55.1	55.3	51.4	57.9
2021-03	64.7	66.6	58.9	55.3	52.7	62.5
2021-04	60.7	66.2	60.9	54.6	53.6	62.9
2021-05	61.2	64.4	65.6	53.7	53.0	63.1

资料来源：Wind，长江证券研究所

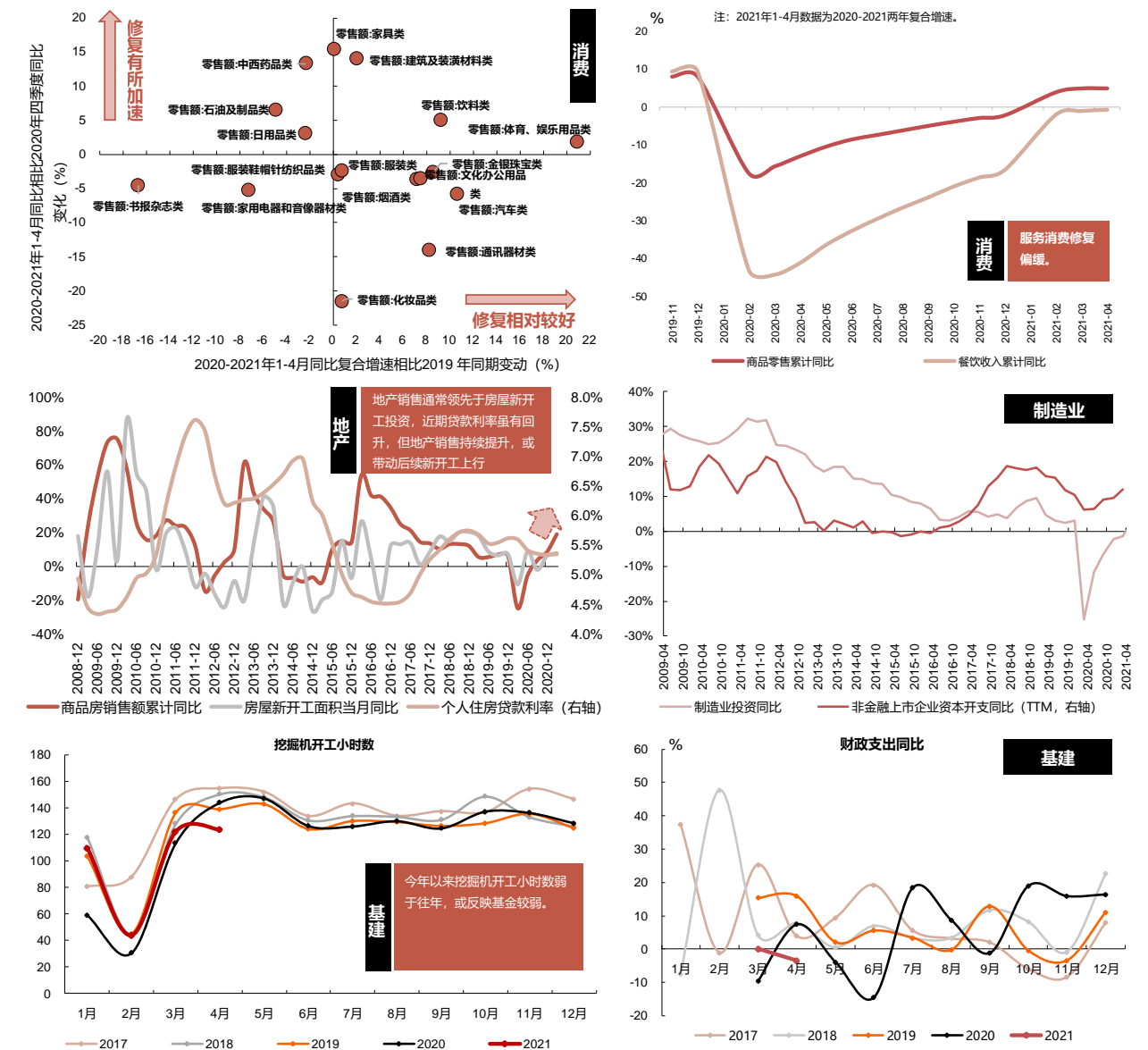
图 10：海外供需错配情况或延续（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

**3) 内需：基准情形下，下半年内需整体不强不弱。制造业投资持续扩张。**制造业在外需拉动、比较优势支撑和扎实的企业报表助力下，资本开支有望持续扩张。**地产有望维持“韧性”。**前期地产销售高增带动新开工投资，企业拿地意愿不弱，后续有望维持韧性。**消费恢复可能依然较慢，但方向确定。**多数可选和服务类消费尚未恢复至疫情前正常水平，疫情无大碍，经济和居民收入正常化过程中，恢复至常态化水平只是时间问题。**财政端更可能作为逆周期调节项，平滑增长周期。**从支持空间上看，上半年财政融资和支出都明显偏慢，下半年理论空间较大。以上，意味着信用端疫后退坡最快的阶段已过，下半年信用环境有望维持平稳态。

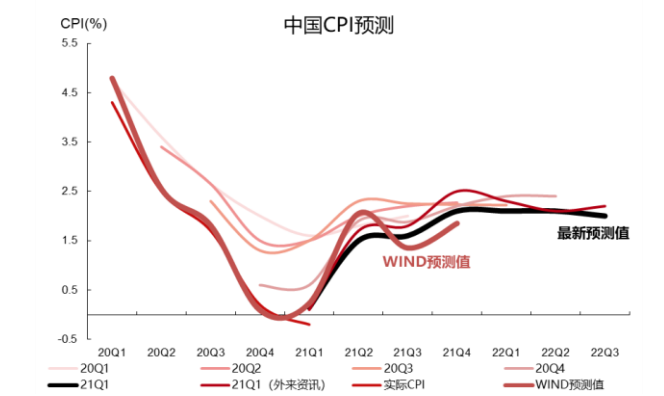
图 11：经济基准假设推断的证据——消费缓慢修复、地产保持“韧性”，制造业持续改善，基建表现平淡



资料来源: Wind, 长江证券研究所

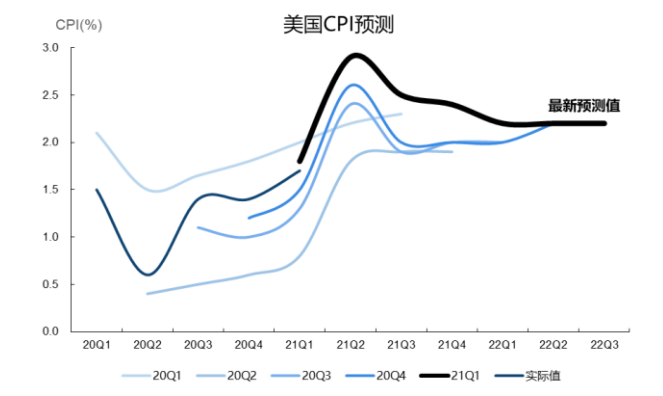
3) 通胀: PPI 维持高位, CPI 上行但幅度有限。PPI 难转弱, 全球疫后的服务消费修复或提振原油需求, 推升油价并带动年内油价二次冲高。PPI 持续高位情况下, 向 CPI 传导只是时间问题。但由于本轮内需不强, 猪周期未启动, CPI 高度有限, 这意味着通胀对宏观流动性的压力有限。

图 12: 中国 CPI 预测



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 美国 CPI 预测



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 大势研判：指数上有顶下有底，风格再均衡 剩余流动性企稳，指数估值有支撑

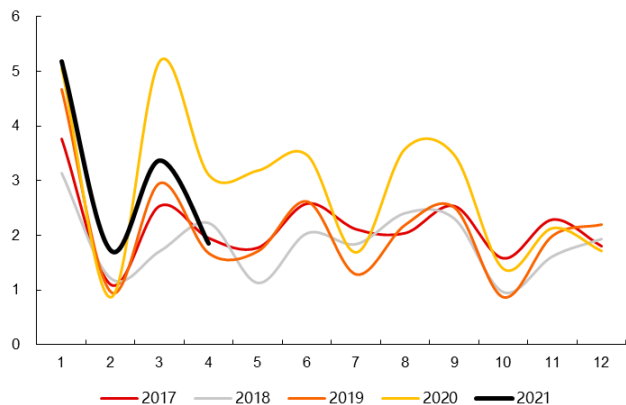
我们匡算，下半年剩余流动性趋于上行，并将回到充裕区间，指数估值有一定支撑。中性情景下，下半年宏观流动性或仍将保持中性。信用退坡最快的阶段已过，局部信用萎缩难构成系统性压力。其中，影响货币、信用的两点因素值得关注：1) 政府行为。下半年可能的财政支出和政府债融资加速将分别支撑 M2 和社融。鉴于 1-4 月政府债融资进度偏缓，下半年或将放量。2) 表外清理。基于资管新规过渡期延长至 2021 年底，下半年委托贷款和信托贷款或仍将保持大幅压降趋势，对社融形成拖累。整体而言，下半年货币环境维持中性，信用小幅收缩，剩余流动性趋上行回到充裕区间。可能的风险点：发生重大信用违约事件导致信用环境恶化，货币短期对冲。

- 1、M2 预测：**基于 M2 增速与经济增速相匹配，我们锚定 M2/GDP 比率对 M2 进行匡算。经济乐观情形下，下半年 M2/GDP 匀速回落至 2.12 水平；基准情形下，下半年 M2/GDP 匀速回落至 2.13 水平；经济悲观情形下，下半年 M2/GDP 匀速回落至 2.14 水平。
- 2、社融预测：主要基于两方面考量——1) 历史季节性规律。**社融单月新增规模具有明显季节性，我们以新增社融的历史季节性占比作为参考，根据 2015-2019 年<sup>2</sup>五年均值计算单月新增占全年比重，并反推今年余下季节的社融规模。**2) 今年特殊调整。**今年社融结构存在两点特殊性——下半年政府债融资或将放量，表外流动性大幅压降，因此我们将以上两项关键结构作单独季节性处理。

<sup>2</sup> 其中委托贷款和信托贷款根据近三年取均值计算，即 1-4 月取 2019-2021 年均值，5-12 月取 2018-2020 年均值

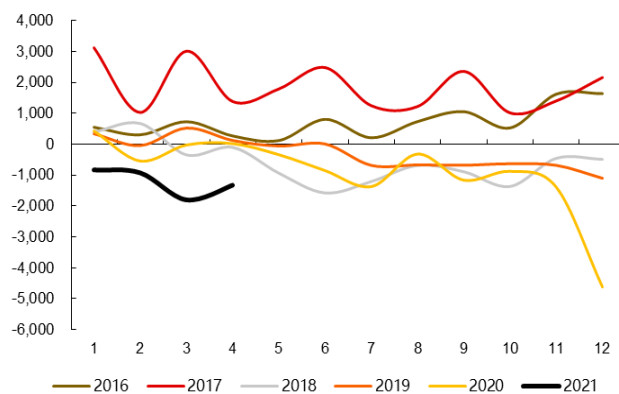


图 14: 历史上社融单月新增值, 具有明显的季节性 (万亿元)



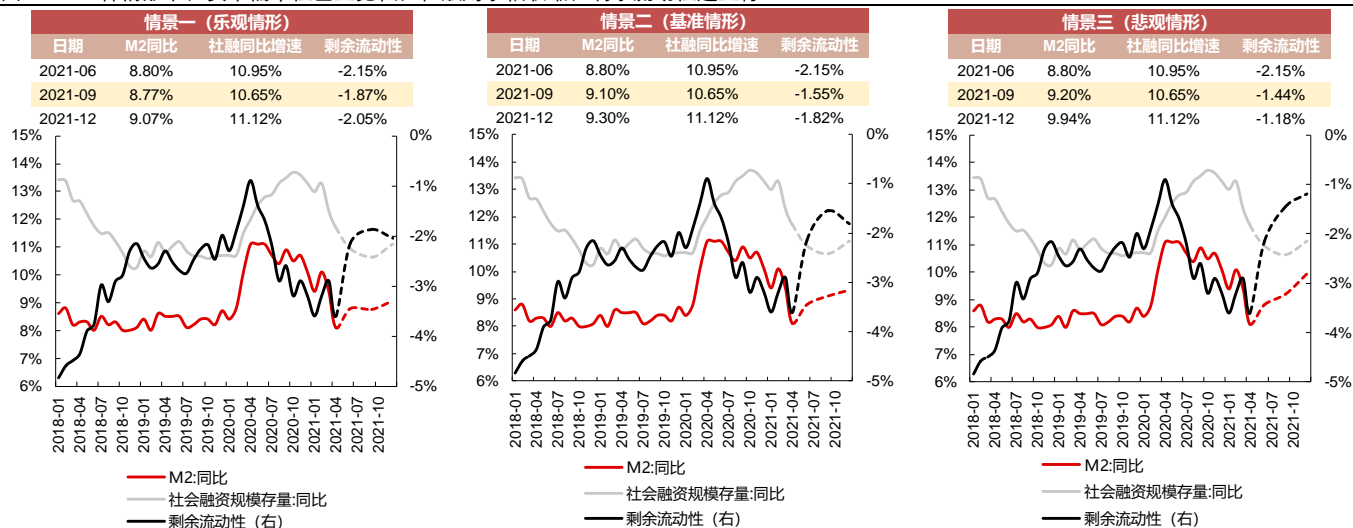
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 2018 年后, 信托贷款压降明显 (亿元)



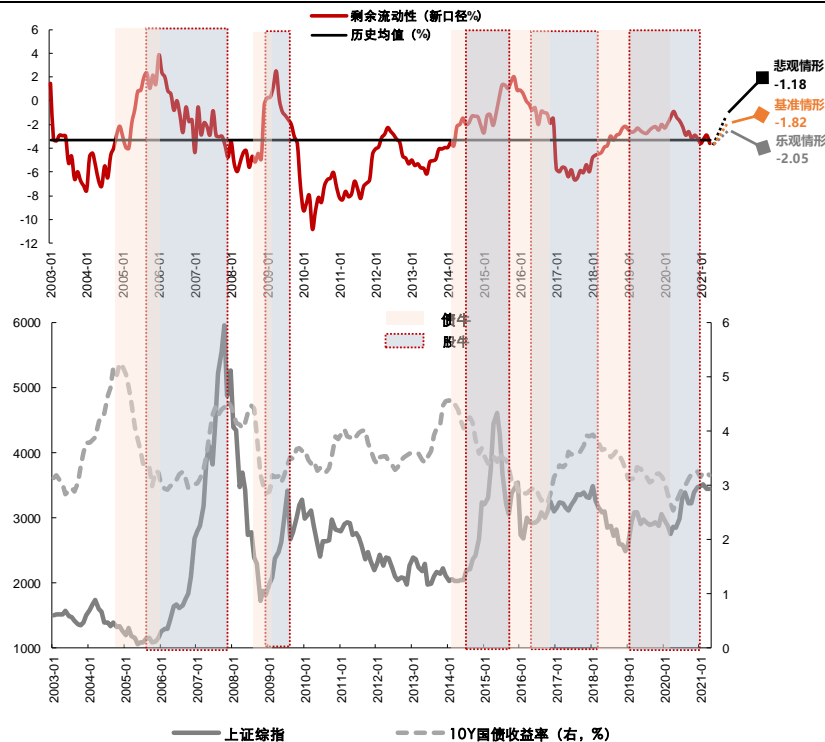
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 三种情形下, 货币偏中性甚至宽松, 社融则小幅收缩, 剩余流动性趋上行



资料来源: 长江证券研究所

图 17：剩余流动性趋于上行，并将回到充裕区间，指数估值有一定支撑



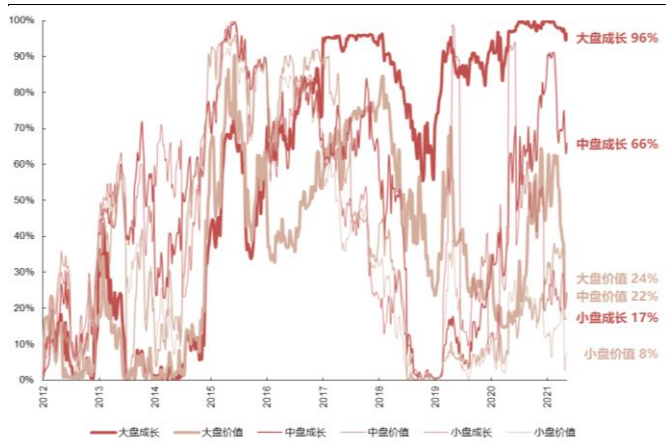
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 利率难下、业绩收敛，风格持续再均衡

### 1、当前风格裂口仍处极值位

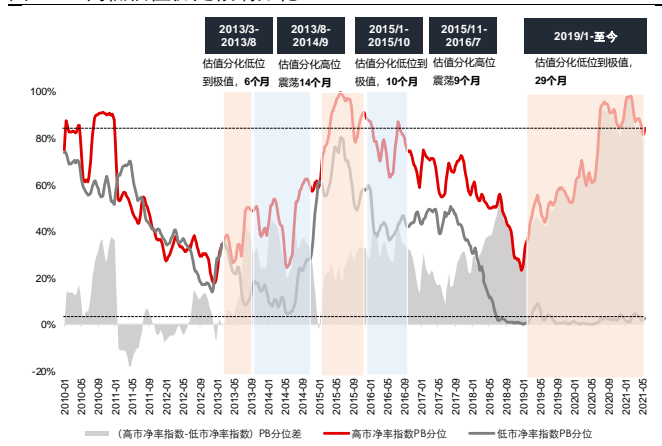
当前市场估值结构性分化，大小盘风格、高低估值风格、成长价值风格的估值裂口仍处于历史性高位。

图 18：当前不同风格 PE 估值裂口仍大



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：高低估值仍处极端分化

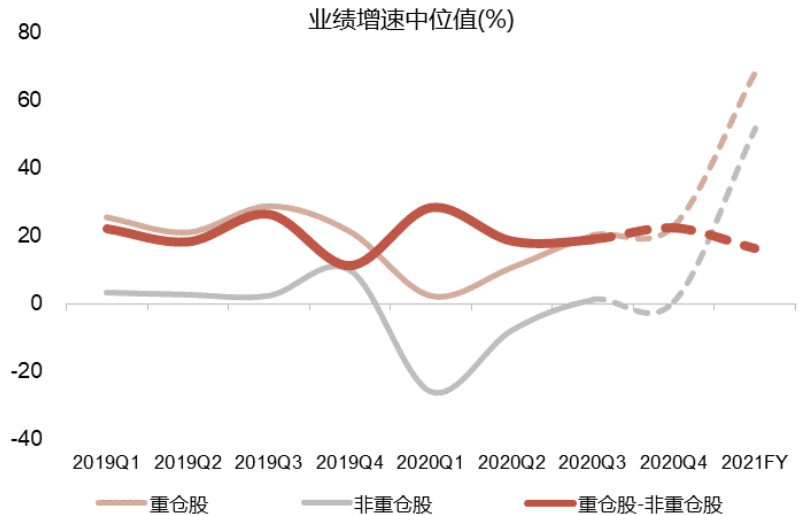


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 2、重仓股与非重仓股盈利收敛

与往年不同,当前重仓股与非重仓股的业绩增速差或将继续收敛。2020 年三季度以来,经济基本面的全面恢复带动中小型企业业绩改善,且弹性高于行业龙头。

图 20: 盈利收敛是风格收敛的关键

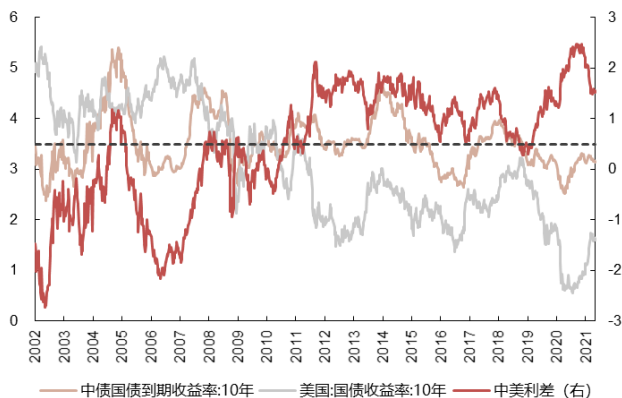


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 3、资金利率下探空间有限

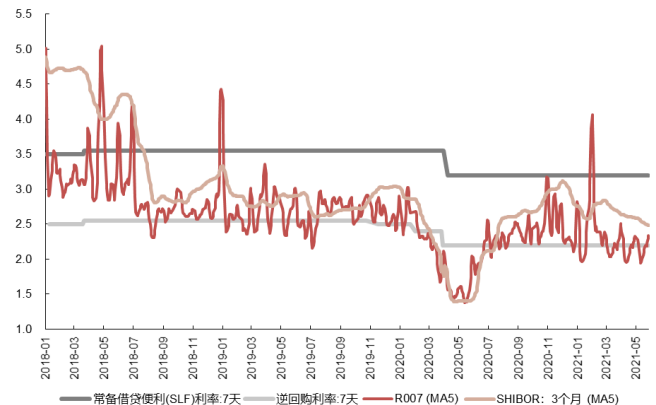
海外流动性趋紧,经济总需求不弱,已回到疫情前水平并紧贴利率走廊下沿的资金利率难再下行。历史比较下,利率突破 3%-4%左右的阈值后,利率上行对长久期资产的估值溢价将构成显著压力。

图 21: 中美利差仍处历史高位,国债利率上行动力不足 (%)



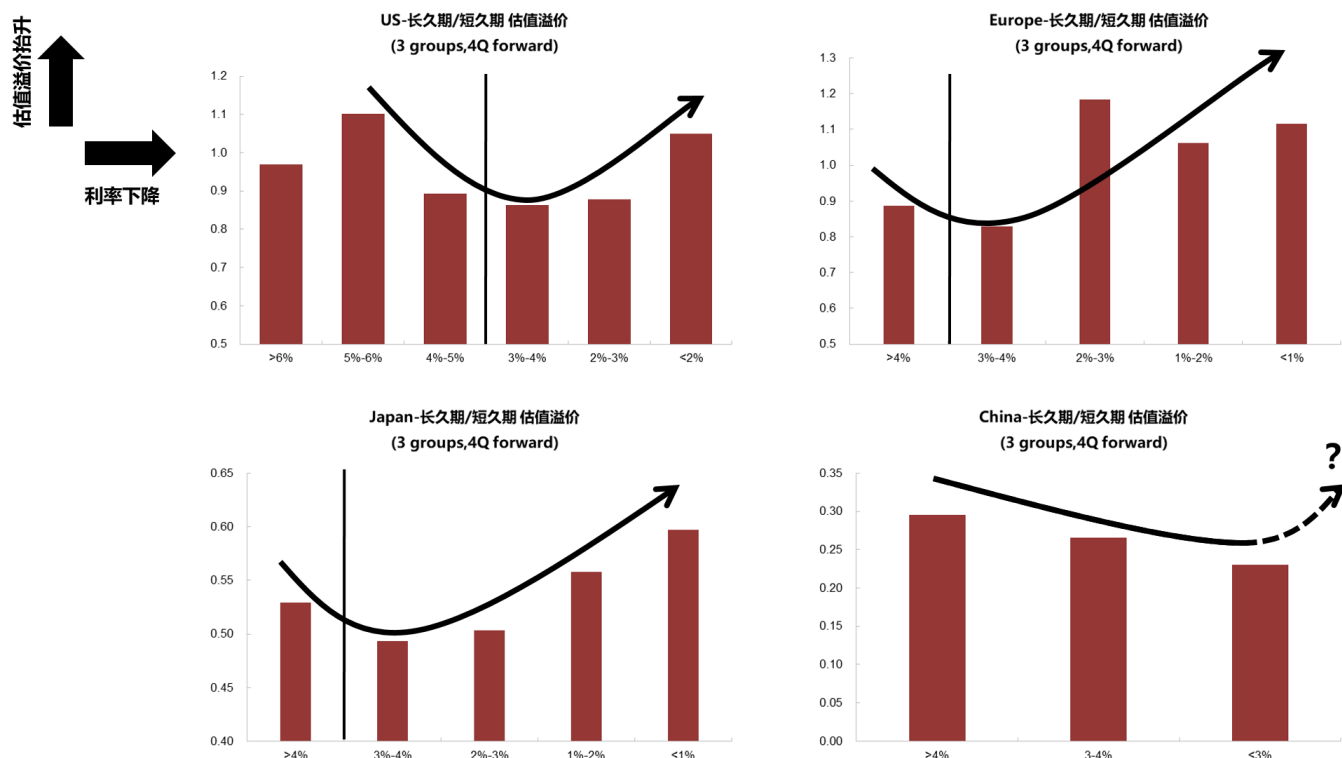
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: R007 持续在利率走廊下沿波动, 进一步下探空间有限



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23：不考虑盈利因素，利率下行突破 3%-4%左右的阈值后，投资者普遍给予具有长期增长前景的公司（长久期）更高的估值溢价



注：我们按照个股隐含久期从高到低分为3组，计算最高组相比最低组在4个季度后的PB估值溢价。

资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

## 行业配置：供需缺口的指南针

2021 年，随着疫苗接种稳步推进，多数经济体疫情已基本可控，全球经济活动继续修复，但因海内外政策方向与修复节奏不同带来供需缺口仍然明显。展望下半年，我们仍然认为难有板块性机会，因此我们自上而下遵循“供给”与“需求”的匹配逻辑，继续为投资者挖掘细分行业的配置线索。

1) 出口强劲：综合考虑短期供需错配与长期产业重构，未来一个时期的出口增长潜力较大的细分行业：零部件（汽车零部件、发动机零件、传动装置等），工程机械（挖掘机、推土机、筑路机等），包装用具（塑料制品、纸板等）。

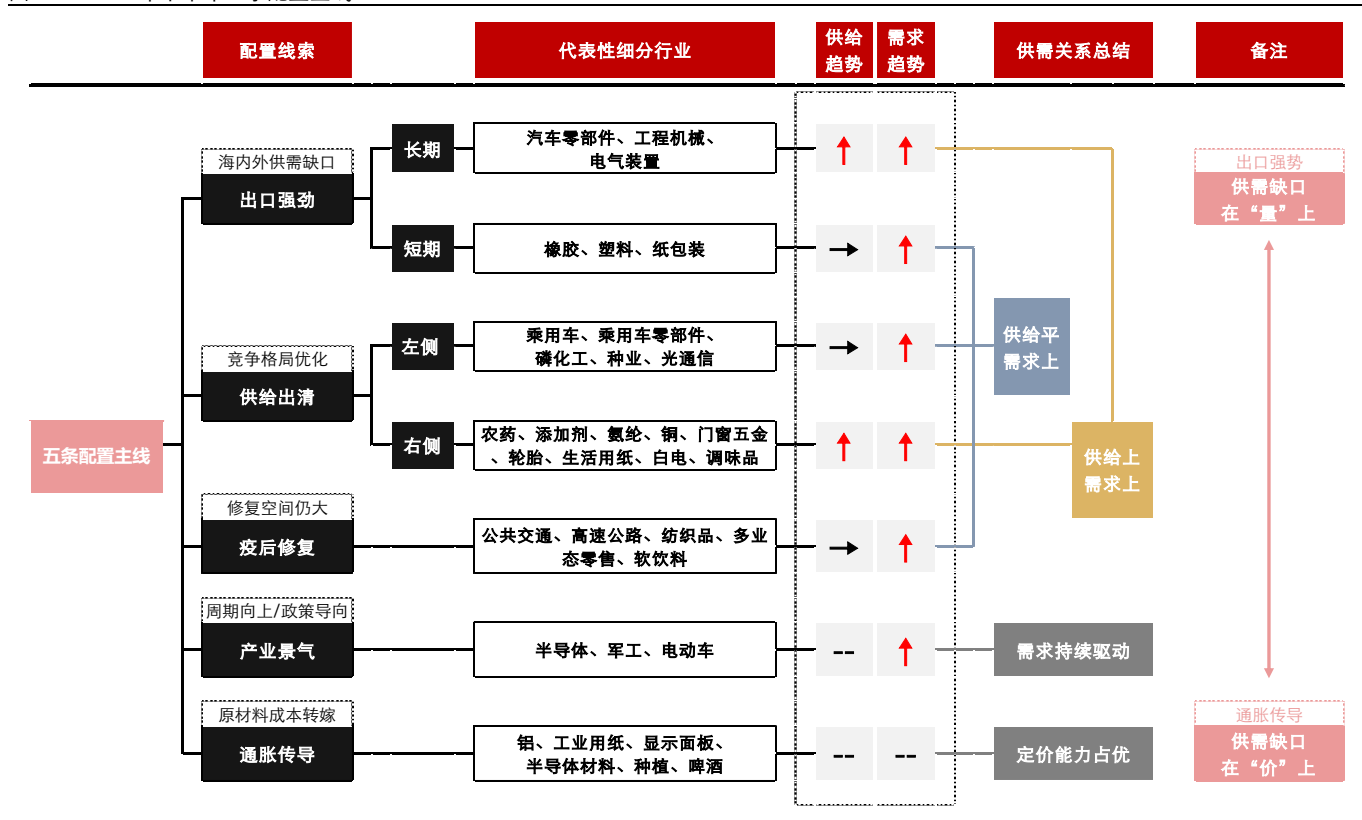
2) 通胀传导：关注近三轮国内通胀上行期间毛利率仍然提升的行业，包括上游的煤炭炼制、电解铝、工业用纸，中游的显示面板、半导体材料、油服，下游的种植、啤酒等。

3) 疫后修复：一季报净利润两年复合增速仍未修复到疫情前水平，且年初至今行业的全年盈利预期有所上调的消费服务业：公共交通、高速公路、多业态零售、软饮料等。

4) 供给出清：疫情加速传统行业格局优化，基于 CJ 供给侧行业比较框架进行细分筛选，左侧布局“供给平、需求强”，优选乘用车、乘用车零部件、磷化工、种业、光通信等。右侧关注“供给上、需求强”，优选农药、添加剂、氨纶、铜、门窗五金、轮胎、生活用纸、白酒、白电、调味品等。

5) 产业景气：对于需求驱动逻辑较强的成长板块，建议关注半导体、军工和电动车。

图 24：2021 年下半年五条配置主线



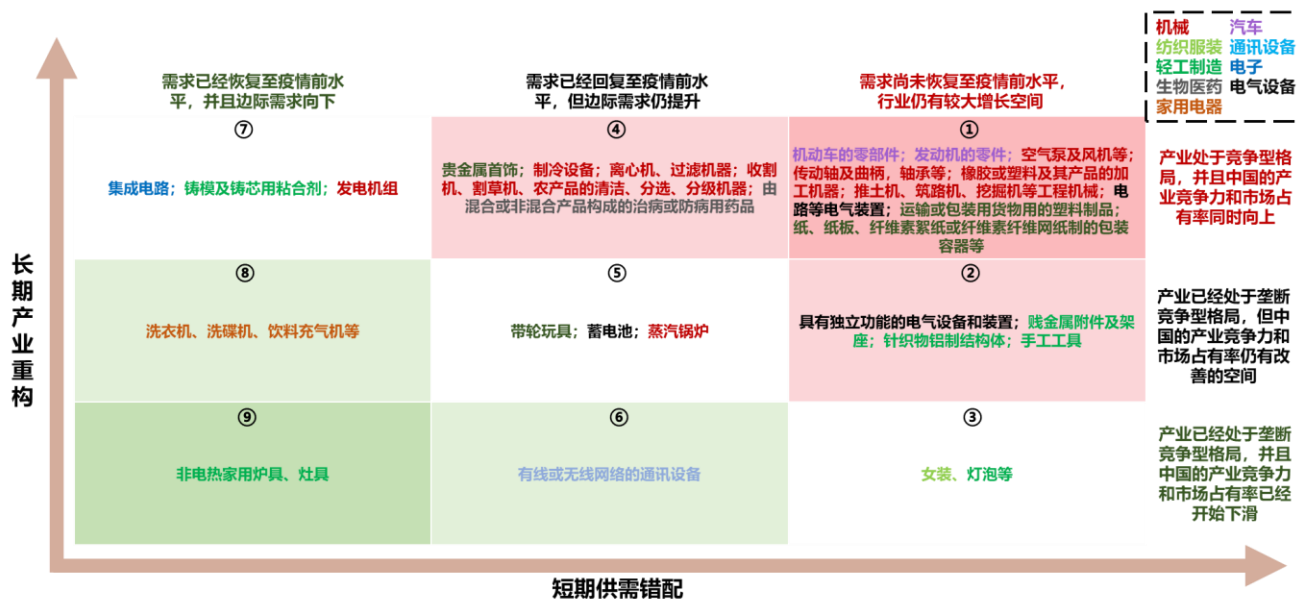
资料来源：长江证券研究所

## 出口掘金：短期看供需错配，长期看产业重构

今年以来，海外供需缺口延续，我国出口景气持续高位。1-4月，我国出口增速（2020-2021年复合）14.3%，处于近年高位。一季度以来，海外需求在制造业资本开支扩张及“地产热”拉动下持续扩张；而供给端修复偏缓，主要受过度补贴下就业意愿低迷影响，及部分新兴市场国家及地区疫情反复的扰动。

往后看，**短期视角下，海内外供需缺口或将延续；而长期视角下，同时考虑出口集中度和我国产业链优势，不少细分品类的出口竞争力有望持续提升。**综合考察短期及长期视角，我们汇总分析了各产业未来一个时期的出口增长潜力，如下图。

图 25：短期长期视角结合，看未来出口增长潜力



资料来源：长江证券研究所

其中经计算筛选，需求尚未恢复至疫情前水平、短期供需错配有延续，且我国在该产业的竞争力和市场占有率同时向上的行业主要包括：

- 1) 零部件：包括汽车零部件、发动机零件、传动装置等。
- 2) 工程机械：包括挖掘机、推土机、筑路机等。
- 3) 包装用具：包括包装用塑料制品、纸板等。
- 4) 电气装置：如电路等。



## 通胀传导：涨价环境下毛利率仍然提升的行业

**筛选思路：**行业是否能转嫁成本，主要受自身供需格局以及产业链定价能力的影响。我们筛选近三轮大宗商品涨价周期（前两轮分别为 2009 年-2011Q1 和 2016 年-2018Q2）中毛利率均上行的行业。

**具体方法：**结合长江策略“供给侧行业比较框架”，筛选出行业供需格局较好（出清末期、龙头进阶、部分行业洗牌期），且近三轮大宗商品涨价周期中毛利率提升的行业。

图 26：三轮大宗商品涨价周期，毛利率均上行行业

长江一级行业	长江二级行业	产业生命周期	2021Q1毛利率水平 (%)	2021Q1毛利率水平所处历史分位水平
煤炭	煤炭炼制	龙头进阶期	17.5	67%
油气石化	油气仓储与销售Ⅲ	行业洗牌期	26.6	93%
非金属材料	玻纤及制品Ⅲ	龙头进阶期	36.3	100%
化学品	氨纶	龙头进阶期	38.1	93%
化学品	其他纤维	龙头进阶期	20.8	94%
化学品	纯碱	出清的末期	25.2	96%
化学品	氟化工	行业洗牌期	15.9	44%
化学品	聚氨酯	龙头进阶期	29.9	72%
化学品	其他化学原料	行业洗牌期	30.9	94%
化学品	钛白粉	龙头进阶期	31.6	93%
化学品	炭黑	龙头进阶期	23.4	100%
化学品	氮肥	出清的末期	24.8	94%
化学品	复合肥	出清的末期	15.2	58%
金属材料及矿业	铝	龙头进阶期	14.2	69%
金属材料及矿业	超硬材料	出清的末期	29.7	30%
金属材料及矿业	特钢	龙头进阶期	15.4	90%
金属材料及矿业	铁矿石开采Ⅲ	龙头进阶期	53.9	100%
纸类及包装	其他包装印刷	出清的末期	23.5	57%
纸类及包装	工业用纸	龙头进阶期	24.5	94%
电力及新能源设备	传统发电设备Ⅲ	行业洗牌期	18.0	24%
机械设备	纺织服装设备	龙头进阶期	20.5	71%
机械设备	油气设备	龙头进阶期	23.8	71%
国防军工	通用装备Ⅲ	行业洗牌期	30.8	88%
交通运输	集运	龙头进阶期	32.0	94%
检测服务	电器检测	行业洗牌期	47.7	40%
纺织服装	鞋帽箱包	出清的末期	37.7	11%
商业贸易	化妆品	出清的末期	67.2	100%
农产品	种植	出清的末期	30.4	100%
农产品	水产养殖	出清的末期	17.3	17%
食品饮料	啤酒	出清的末期	43.9	92%
电子	半导体材料	龙头进阶期	15.9	39%
电子	被动元器件	行业洗牌期	35.7	99%
电子	显示面板	出清的末期	23.1	90%

资料来源：Wind，长江证券研究所

经计算筛选，近三轮通胀上行期毛利率提升行业：

**上游：**煤炭炼制、电解铝、工业用纸等。

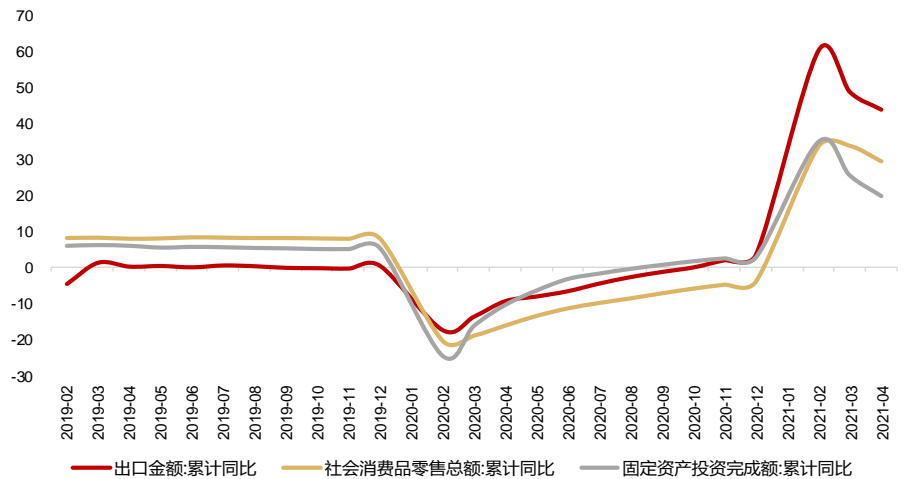
**中游：**显示面板、半导体材料、油服、纺机等。

**下游：**种植、啤酒等。

## 疫后修复：盈利修复空间仍较大的消费服务业

从宏观数据与企业财务数据来看，消费服务业修复依然偏慢。宏观经济层面，“三驾马车”中，出口一枝独秀，在外需增长与出口替代之下，自 2020 年下半年以来维持高景气；投资较出口而言景气较低，但在出口拉动及新一轮制造业资本开支兴起带动下，下半年景气预期也不弱。相较而言，国内消费端的恢复明显更慢，随着疫苗接种的稳步推进，国内消费需求仍有不小的释放空间。

图 27：疫后经济修复中，消费端恢复偏慢（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

微观业绩层面，我们按以下三条标准筛选下半年修复空间较大的细分行业：

- 1) 行业 2021Q1 的净利润（TTM）两年复合增速仍在负值区间。
- 2) 年初至今，市场对行业 2021 年的盈利预期有上调。
- 3) 主要聚焦消费服务业，包括消费大类及交通运输业。

图 28：2021H2 修复空间仍较大的细分行业

长江一级行业	长江三级行业	行业 21Q1 净利润两年复合增速	行业年初至今涨跌幅	行业年度盈利预期是否有上调
交通运输	公共交通	-16.0%	-7.6%	是
纺织服装	服装用纺织品	-11.3%	-3.3%	是
商业贸易	多业态零售	-8.2%	5.5%	是
食品饮料	软饮料 III	-6.9%	9.6%	是
交通运输	高速公路	-2.8%	5.8%	是
交通运输	干散货	-2.2%	-3.4%	是

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：行业盈利上调数据来自 Wind 一致预期，数据计算截至 5 月 24 日。

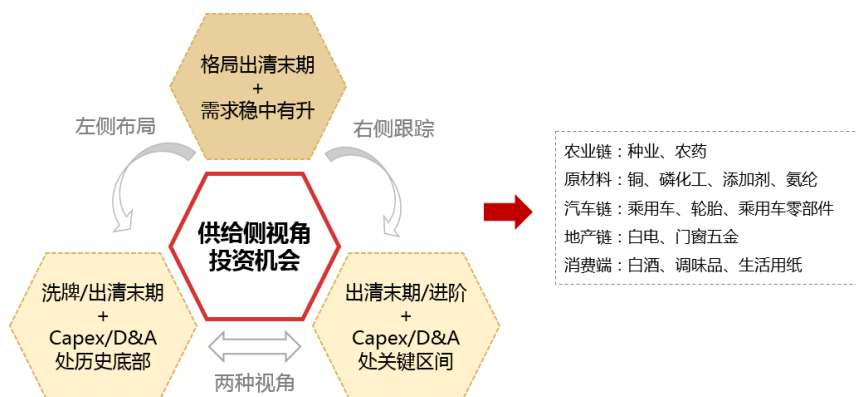
从筛选结果来看，交运中的公共交通、高速公路、干散货，纺服中的服装用纺织品，零售中的多业态零售，以及食品饮料中的软饮料，2021 年下半年的修复空间或较大。

## 供给出清：疫情加速产能出清，优选传统行业

过去一年，我们一直强调，寻找传统行业的机会需要从“供给侧”角度寻找，即需要判断行业的竞争格局来筛选龙头。因此 2020 年上半年，我们构建了长江策略“供给侧行业比较框架”来分析细分制造业的竞争格局<sup>3</sup>。疫情加速产能出清，产业竞争格局进一步明朗，后续需求若能维持平稳或略有改善，则细分行业龙头公司的盈利优势将持续显现。

另一方面，我们基于 Capex/D&A（资本开支/折旧摊销），从左侧与右侧来筛选制造业细分。我们以资本开支/折旧摊销指标作为衡量企业新增产能相对存量产能去化程度的有效指标。最终发现：当资本开支/折旧摊销指标明显跌入历史低位且处于 1.5~2.0 倍区间时，通常行业存量产能去化的基本到位、行业景气的见底、或有下一轮资本开支<sup>4</sup>。

图 29：供给侧视角下的投资逻辑，及部分重点关注行业



资料来源：长江证券研究所

1) 左侧筛选：筛选“供给平、需求强”，生命周期处“出清末期”+“洗牌期”，Capex/D&A 跌入底部区间，未明显上行，或意味着存量产能基本去化到位，具备中长期逻辑。重点行业包括乘用车、乘用车零部件、磷化工、种业、光通信等。

2) 右侧跟踪：筛选“供给上、需求强”，生命周期处“出清末期”+“龙头进阶”，Capex/D&A 处于 1.5-2.0 倍“关键区间”，或意味着产能基本去化到位，且现向上拐头趋势。重点行业包括农药、添加剂、氨纶、铜、门窗五金、轮胎、生活用纸、白酒、白电、调味品等。

图 30：左侧视角，Capex/D&A 指标处历史底部位置的传统细分行业

长江三级行业	18Q2	18Q4	19Q2	19Q4	20Q2	20Q4	历史分位数 (Since 2009)	生命周期阶段
航空公司Ⅲ	1.32	1.44	1.66	1.27	1.02	0.95	4.35%	出清的末期
乘用车	2.30	2.29	2.24	1.93	1.11	1.06	4.35%	出清的末期
光通信	3.84	3.94	2.46	2.34	1.67	1.64	4.35%	成长→洗牌
铁合金	0.36	0.19	0.92	0.36	0.10	0.13	8.70%	出清的末期
信托	0.62	0.96	0.76	0.55	0.43	0.30	8.70%	出清的末期
林木及加工Ⅲ	1.12	1.46	0.51	0.43	0.71	0.46	8.70%	出清的末期
红酒	1.14	1.36	1.15	0.98	0.46	0.50	8.70%	出清的末期
磷化工	0.86	0.88	0.90	0.67	0.51	0.56	8.70%	出清的末期
无烟煤	1.54	1.11	1.30	0.75	0.66	0.75	8.70%	出清的末期
超硬材料	3.44	4.59	2.29	3.24	0.32	0.92	8.70%	出清的末期
种业	1.42	1.85	0.99	1.20	0.77	0.96	8.70%	出清的末期
多业态零售	1.64	1.67	1.23	1.15	0.86	1.00	8.70%	出清的末期
乘用车零部件	2.07	1.95	1.52	1.41	1.03	1.04	8.70%	出清的末期
家电零部件Ⅲ	1.62	1.71	1.30	1.31	0.99	1.13	8.70%	出清的末期
服装用纺织品	1.68	1.66	1.46	1.63	1.06	1.22	8.70%	出清的末期

资料来源：Wind，长江证券研究所

<sup>3</sup> 详见长江策略供给侧行业比较框架报告《产业生命周期视角，看行业比较》

<sup>4</sup> 详见长江策略供给侧行业比较系列报告《资本开支和折旧的黄金比例》

图 31：右侧视角，Capex/D&amp;A 指标已处 1.5-2.0 倍“关键区间”的传统细分行业

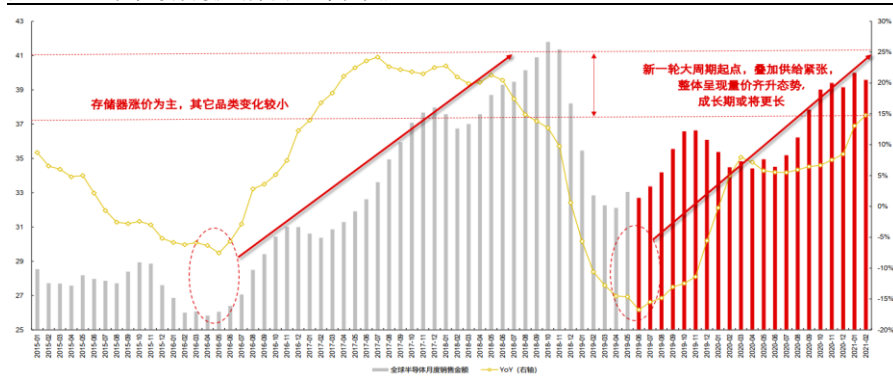
长江三级行业	18Q2	18Q4	19Q2	19Q4	20Q2	20Q4	2012年以来 趋势图	历史分位数 (Since 2009)	生命周期阶段
电网终端	2.52	2.29	1.22	1.24	1.32	1.50		17.39%	出清的末期
电信应用 III	0.78	1.03	1.36	2.24	1.40	1.51		34.78%	出清的末期
磁性材料	0.90	1.10	1.17	1.34	1.34	1.51		56.52%	出清的末期
制冷空调设备	1.85	1.95	2.18	2.23	1.32	1.53		21.74%	出清的末期
无线设备	1.59	1.69	2.48	1.81	1.33	1.54		26.09%	出清的末期
其他专用软件	8.59	4.70	1.83	1.60	1.46	1.54		21.74%	出清的末期
其它专用机械	1.66	1.83	1.44	1.74	1.14	1.54		26.09%	龙头进阶段
印刷包装机械	2.48	2.22	2.16	1.97	1.34	1.56		26.09%	出清的末期
机场	2.01	2.22	1.94	1.72	1.01	1.56		47.83%	出清的末期
通用装备 III	1.08	1.42	1.34	1.66	1.28	1.56		52.17%	出清的末期
金属包装	1.29	1.42	0.83	1.05	1.07	1.58		43.75%	龙头进阶段
农药	2.27	1.73	1.24	1.54	1.31	1.59		30.43%	龙头进阶段
煤炭贸易 III	0.04	0.05		0.17	0.10	1.60		65.00%	出清的末期
复合肥	0.89	1.20	0.61	1.04	0.89	1.60		43.48%	出清的末期
火发电运营	1.13	1.32	1.16	1.30	1.20	1.63		47.83%	龙头进阶段
工业自动化	1.83	1.57	1.56	1.65	1.92	1.64		17.39%	出清的末期
生活用纸	2.76	2.60	2.97	2.30	1.25	1.64		30.00%	龙头进阶段
北斗	1.55	1.75	1.41	1.06	1.35	1.64		34.78%	出清的末期
添加剂	2.52	2.80	2.34	2.33	1.40	1.65		47.83%	龙头进阶段
LED芯片	3.59	3.80	2.16	1.60	1.19	1.67		21.74%	出清的末期
LED应用	1.32	1.33	1.09	1.44	1.24	1.67		47.83%	出清的末期
其他电池	5.22	4.06	2.42	2.04	0.82	1.68		13.04%	出清的末期
钢丝绳	3.02	2.65	1.96	2.18	1.66	1.68		43.48%	出清的末期
氨纶	0.96	1.04	1.70	4.51	1.59	1.72		82.61%	龙头进阶段
轮胎	1.13	1.62	1.36	2.00	1.07	1.73		86.96%	龙头进阶段
塑料制品	1.98	1.67	1.56	1.31	1.84	1.74		26.09%	出清的末期
中药	2.04	2.45	1.92	1.95	1.47	1.75		13.04%	出清的末期
白色家电	2.04	2.34	1.77	1.66	1.58	1.76		43.48%	龙头进阶段
教育信息化	0.67	1.26	0.53	1.35	1.01	1.79		86.96%	出清的末期
通用硬件	2.02	2.56	1.33	1.59	1.48	1.82		60.87%	出清的末期
铜	1.92	2.29	1.71	2.01	1.69	1.85		47.83%	龙头进阶段
民爆	1.83	1.75	1.55	1.61	2.29	1.86		47.83%	龙头进阶段
门窗五金	0.80	0.85	1.71	1.42	1.69	1.88		77.27%	龙头进阶段
调味品	1.10	1.26	1.05	1.40	1.71	1.92		47.83%	龙头进阶段
塑料包装	1.53	1.54	0.85	0.96	1.12	1.94		91.30%	龙头进阶段
白酒 III	1.41	1.63	2.42	3.06	1.70	1.98		43.48%	龙头进阶段
IT服务	0.71	0.80	0.68	1.05	0.70	1.98		47.83%	龙头进阶段

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 产业景气：需求上行，空间广阔的成长产业链

**半导体：全球供需失衡，景气周期延续。**根据长江电子组最新研究观点，日本地区集成电路相应指数或可侧面验证行业景气周期的来临，2020年下半年日本集成电路生产者成品库存指数、存货率指数均快速下滑，在生产端受地震、火灾等影响同样下滑的情况下仍与工业生产指数、生产者出货指数拉开较大差距。长江电子组认为，结合近期全球缺芯的情况，行业下一轮景气周期将在供需失衡、真实需求快速扩张的共振中开启。

图 32：全球半导体月度销售额（十亿美元）



资料来源：Wind，SIA，长江电子组，长江证券研究所

**军工：展望十四五，从终端产品形态和产业链两个维度优选军工行业中的高景气赛道。**首先，按照终端产品形态来分类，重点推荐军工高值消耗品赛道，包括但不限于军机、导弹、信息化等；其次，从产业链角度看，看好上游军用电子元器件和关键原材料，将受益于型号牵引和国产替代共振，包括但不限于连接器/MLCC/主动器件/高温合金/碳纤维/石英纤维等。

图 33：国防军工行业基本面梳理图

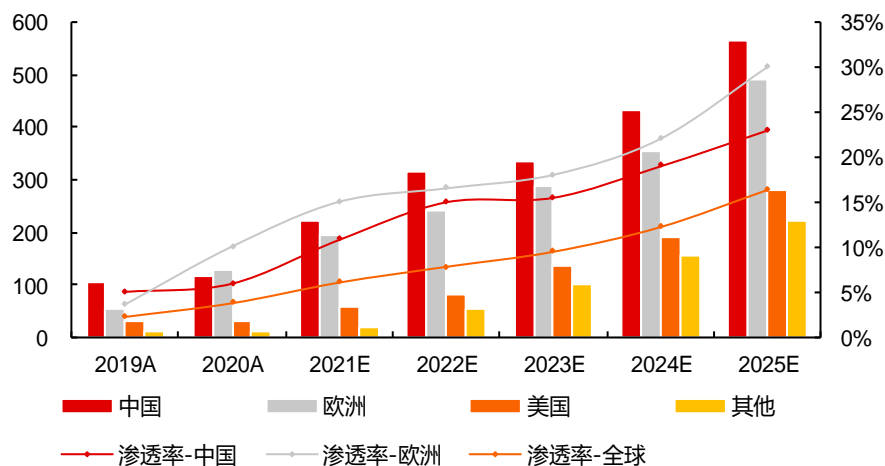


资料来源：长江军工组，长江证券研究所

**新能源车：迈过产业拐点，进入全球共振阶段。**一是碳中和背景下，政策底线大幅上修，二是产品力迭代下，消费端崛起成为超越政策的驱动因素。2020年全球新能源车产销不到300万辆，渗透率3%左右；长江电新组预计2025年预计达到1500-1800万辆，渗透率在15-20%；考虑备货后，对应的动力电池出货达到1000-1300GWh，复合增速

在 40-50%。此外电力储能方兴未艾，预计 2025 年达到 100-130GWh，同样能够实现 40%以上的复合增长，行业高贝塔的成长性成为板块中期的核心主线。

图 34：全球分地区新能源乘用车销量及渗透率（万辆）



资料来源：Marklines，合格证数据，长江电力设备与新能源组，长江证券研究所



## 主题策略：持续关注国企改革

在年初国新办提出“力争到今年底完成三年总体改革任务的70%以上”后，国企改革持续升温。一方面，各地国资委陆续发布国企改革三年行动实施方案。另一方面，央企经营业绩被重点提及。我们认为，若今年国企改革取得实质性突破，则其中蕴含的投资机会，值得投资者重点关注。

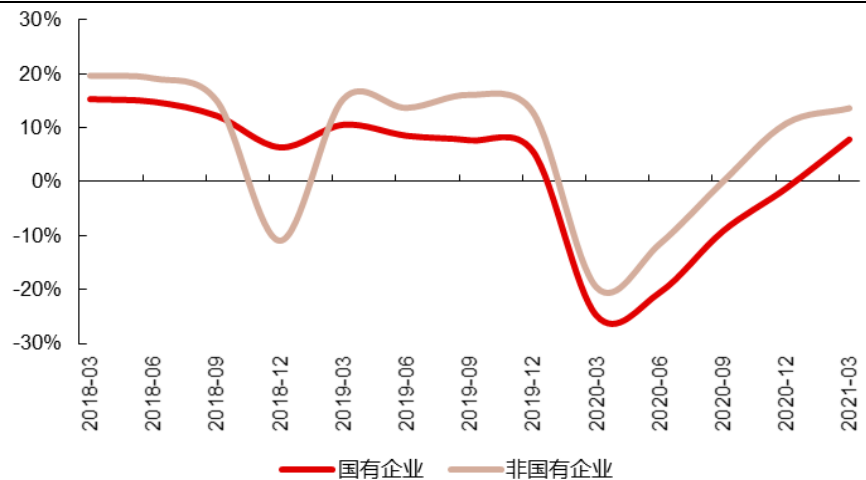
表 1：近期国企改革重要新闻汇总

日期	出台单位	关键词	一句话总结
2021-04-09	北京国资委	三年行动	《北京市国企改革三年行动实施方案（2020-2022 年）》近日以市委办公厅、市政府办公厅名义印发。方案中推出了一系列市场化改革导向的新机制、新举措， <b>花样激励引入职业经理人</b> ，追加研发力争重大项目落地，将积极引导国企大力服务北京国际科技创新中心建设，形成更加开放、协同的创新体系，加快盘活国企登上新舞台。
2021-04-08	广西国资委	市场化选聘	近日，广西国宏集团 <b>经理层任期制和契约化管理</b> 签约仪式在南宁举行，成为经理层任期制和契约化管理政策正式落地的首家区直企业。通过大胆探索、锐意创新、先试先行，配齐建强董事会，国宏集团实现外董多于内董；严格按照董事会选聘经理层相关程序，完成了市场化选聘经理层，完善了公司法人治理结构；建立完善董事会授权清单，充分保障经理层经营自主权；推行三项制度改革，实行全员竞争上岗和全员绩效考核，实现职务能上能下、员工能进能出、收入能增能减等。
2021-03-31	宁夏国资委	三年行动	近日，宁夏回族自治区国有资产管理改革专项小组第 1 次会议暨国企改革三年行动动员部署会议在银川召开。会议强调，今年是国企改革三年行动的攻坚之年、关键之年，做好今年国企改革各项工作至关重要、意义重大。各地、各相关部门、各国有企业要切实增强责任感紧迫感使命感，按照国务院国有企业改革领导小组年底前力争完成三年改革任务的70%以上的要求。
2021-03-26	财联社	央企经营	国资委近日下发的《关于做好央企控股上市公司 2021 年投资者沟通工作有关事项的通知》，要求，中央企业要全面梳理上市公司投资者沟通工作情况，指导境内上市公司在 2020 年年度报告披露后及时召开业绩说明会，结合集团对上市公司的战略定位，就行业状况、发展战略、生产经营、财务状况、分红情况、风险与困难等投资者关心的内容进行说明，以帮助投资者更好了解上市公司情况，消除信息不对称稳定市场预期。 <b>《通知》强调，原则上要求上市公司董事长、总经理亲自参加。</b>
2021-03-09	经济参考报	市值管理	近日召开的上海市国资国企改革暨党建工作会议提出，2021 年上海将持续优化国资布局，深化国企综合改革，健全市场化经营机制；服务国家战略，大力实施科技创新；管好国有资本，完善国资监管体制机制，以高质量党建引领发展。根据会议披露的信息，2021 年上海将开展上市国企高质量专项行动， <b>探索将市值管理纳入企业考核评优体系。</b>
2021-03-04	云南国资委	三年行动	云南省委办公厅、省政府办公厅近日印发《云南省国企改革三年行动实施方案（2020—2022 年）》。《方案》立足云南实际，发掘云南优势，在顶层设计和配套政策上高位推动，通过实施新一轮国企改革三年行动，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效，做强做优做大国有资本和国有企业。
2021-02-23	国务院新闻办	央企经营	在国新办就国企改革发展情况举办的新闻发布会上，国务院国有资产监督管理委员会主任郝鹏介绍，2021 年中央企业的经营目标，就是要 <b>推动中央企业净利润、利润总额增速高于国民经济的增速，营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率都要有明显提高</b> ，同时还要保持资产负债率的稳健可控。
2021-01-19	国务院新闻办	三年行动	2021 年是国企改革三年行动攻坚之年，是承上启下的关键之年，我们将按照“可衡量、可考核、可检验、要办事的”要求，倒排工期、挂图作战，全力打好攻坚战， <b>力争到 2021 年底完成三年总体改革任务的 70% 以上，在重要领域、关键环节取得实质性突破</b> ，为 2022 年全面完成三年行动任务奠定坚实基础。

资料来源：国资委，财联社，长江证券研究所

**一季报国企利润大幅增长，业绩考核效果显著。**疫情后国企和非国企业绩增速均负增长，在经过两个季度的修复后，非国企净利润增速于 2020 年三季度率先实现由负转正，而国企整体在 2020 年年报仍未实现正增长。到今年一季度，国企净利润大幅释放，同比增长 51%。即使剔除基数效应，国企整体相对 2019 年同期的复合增速也在 7% 以上，国企和非国企业绩增速差大幅收敛。

图 35：一季度国企净利润增速显著提升，国企与非国企增速差大幅收敛



资料来源：Wind，长江证券研究所。注：2021 年一季度采用两年复合增速

结构上，重点关注国企相对非国企净利润增速差呈抬升趋势的行业。分行业来看，不同行业国企和非国企净利润增速存在较大差异。其中，一季度国企相对非国企的净利润增速差为正的行业主要集中于原材料、工业、金融、信息技术与硬件以及房地产板块。此外，一季度国企相对非国企净利润增速差为正，且呈抬升趋势的行业有：上游的金属材料、纸类包装，中游的建筑工程、军工、交运，以及保险和地产。

图 36：不同行业中，国企和非国企净利润增速及增速差

长江初级行业	长江一级行业	国有企业		非国有企业		增速差 (国企-非国企)	
		2020Q4	2021Q1	2020Q4	2021Q1	2021Q1	2019Q1-2021Q1
能源	煤炭	-8.1%	7.8%	226.8%	79.4%	-71.6%	
	油气石化	-46.1%	26.1%	55.4%	94.4%	-68.3%	
原材料	非金属材料	7.4%	5.8%	-0.2%	30.9%	-25.0%	
	化学品	254.7%	58.4%	23.9%	34.2%	24.2%	
	金属材料及矿业	16.9%	51.7%	166.5%	36.5%	15.2%	
	纸类及包装	-7.1%	128.7%	9.3%	35.4%	93.4%	
工业	电力及新能源设备	48.6%	32.7%	49.6%	59.4%	-26.7%	
	机械设备	4.9%	14.4%	92.3%	39.9%	-25.6%	
	建筑产品	430.8%	41.8%	23.1%	20.3%	21.6%	
	建筑工程	8.6%	14.9%	2.7%	-1.7%	16.6%	
	国防军工	28.6%	45.5%	556.3%	43.4%	2.1%	
	交通运输	-105.1%	-19.5%	558.7%	-62.0%	42.5%	
	环保	-15.7%	23.2%	36.8%	35.0%	-11.8%	
	检测服务	20.4%	-49.7%	67.8%	82.9%	-132.5%	
可选消费	纺织服装	-65.3%	-20.0%	16.1%	6.4%	-26.5%	
	家电制造	44.4%	-12.1%	3.6%	0.8%	-12.5%	
	家用装饰及休闲	311.7%	79.8%	5.1%	15.4%	64.4%	
	汽车	-3.4%	10.3%	32.9%	18.6%	-8.3%	
必选消费	社会服务	-39.9%	-14.4%	-274.2%	-67.9%	53.5%	
	商业贸易	-37.1%	-12.5%	-69.7%	0.0%	-12.5%	
	农产品	73.0%	46.1%	47.6%	162.5%	-116.4%	
医疗	食品饮料	13.2%	12.5%	20.9%	16.4%	-4.0%	
	医疗保健	17.3%	4.7%	34.8%	33.9%	-29.3%	
金融	银行	1.6%	4.3%	-6.0%	8.7%	-4.4%	
	综合金融	29.4%	1.4%	-42.0%	-20.2%	21.6%	
	保险	-10.7%	14.1%	-24.5%	-12.7%	26.9%	
信息技术与硬件	电子	689.0%	116.5%	6.3%	40.7%	75.8%	
	计算机	184.5%	-31.0%	7.8%	-35.6%	4.6%	
通讯业务	电信业务	-3.0%	-0.9%	157.4%	1.1%	-2.0%	
	传媒互联网	-50.0%	-11.0%	59.1%	0.7%	-11.1%	
公用事业及服务	公用事业	22.0%	6.6%	54.7%	25.4%	-18.8%	
房地产及服务	房地产	-8.1%	-21.8%	-14.7%	-32.7%	10.9%	

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：2021Q1 为两年复合增速

经营业绩考核下，重点关注盈利预期上修且估值偏低的国有企业。一方面，经营业绩考核使得国企存在提升盈利的动力；另一方面，市值管理<sup>5</sup>要求下国企估值有待提升。综合来看，具体筛选标准如下：①2020 年以来进行回购、增持或股权激励行为的国有企业；②当前盈利预期相对于年初有所提升；③PB 估值低于 2 倍。组合筛选如表所示：

图 37：国有企业“回购、增持、股权激励”组合

代码	简称	长江一级行业	长江三级行业	总市值 (亿元)	PE-TTM	PB (LF)	2021Q1 ROE TTM	2021Q1 净利润 (亿元)
600104.SH	上汽集团	汽车	乘用车	2,358.9	9.02	0.88	9.8%	95.25
601668.SH	中国建筑	建筑工程	房屋建设III	2,063.8	4.27	0.71	15.5%	143.01
600019.SH	宝钢股份	金属材料及矿业	普钢	1,754.8	10.64	0.93	8.7%	60.47
003816.SZ	中国广核	公用事业	新能源发电运营	1,398.8	13.45	1.43	10.6%	38.09
600018.SH	上港集团	交通运输	港口	1,107.7	11.55	1.23	10.6%	31.66
002024.SZ	苏宁易购	商业贸易	电商	626.6	-19.18	0.81	-4.2%	3.65
000800.SZ	一汽解放	汽车	卡车	515.8	12.06	1.95	16.2%	17.88
002202.SZ	金风科技	电力及新能源设备	风机制造	497.7	16.37	1.55	8.3%	9.90
601117.SH	中国化学	建筑工程	化学工程	315.2	7.99	0.88	10.2%	8.29
000967.SZ	盈峰环境	环保	环卫	252.1	18.08	1.50	8.2%	1.65
002081.SZ	金螳螂	建筑工程	建筑装饰III	238.6	9.50	1.37	14.5%	4.81
600297.SH	广汇汽车	汽车	汽车销售及服务	235.2	9.17	0.58	6.2%	8.09
300070.SZ	碧水源	环保	水环境工程设备	225.6	20.77	1.09	5.2%	0.09
002745.SZ	木林森	电子	LED封装	204.4	42.03	1.61	3.8%	2.97
600340.SH	华夏幸福	房地产	地产开发	200.8	-6.92	0.48	-5.0%	-37.38
600141.SH	兴发集团	化学品	磷化工	178.6	18.71	1.89	9.7%	3.82
603077.SH	和邦生物	化学品	纯碱	164.3	50.84	1.46	2.9%	2.42
600116.SH	三峡水利	公用事业	电网运营	162.7	21.53	1.60	7.3%	1.59
600057.SH	厦门象屿	交通运输	物流及供应链III	142.8	10.28	1.26	9.1%	4.95
002701.SZ	奥瑞金	纸类及包装	金属包装	133.2	13.89	1.98	13.9%	2.99
002672.SZ	东江环保	环保	危废	66.9	23.95	1.46	6.1%	0.30
300190.SZ	维尔利	环保	湿垃圾	52.8	14.46	1.28	8.4%	0.55
002068.SZ	黑猫股份	化学品	炭黑	51.2	13.61	1.56	11.5%	2.92
300360.SZ	炬华科技	电力及新能源设备	电网终端	37.4	12.26	1.57	12.4%	0.59

资料来源：Wind，长江证券研究所。注：数据日期截至 5 月 21 日

<sup>5</sup> 经营业绩考核和市值管理要求出处见表 1。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

