

投资策略专题

78个细分行业景气梳理与展望——20Q4及21Q1财报分析之二

上游资源——涨价带动业绩高增，继续关注煤炭和工业金属。全球经济复苏推动上游资源业绩高增，往后看，国内炼焦煤、动力煤供应处于偏紧状态，价格有望创新高；海外疫情限制铜供给，铜价也有望继续向上；石油石化及稀有金属大概率高位震荡。

中游材料——钢价继续看好，化纤玻璃及消费建材需求确定性强。全球经济复苏驱动中游材料景气向上，往后看，供需格局有望带动钢价继续向上；建议关注化纤、纯碱，前者受益于订单回流，后者受益于供给受限、需求扩张；看好竣工链上的玻璃、消费建材，以及受益于新能源需求的光伏玻璃。

中游制造——关注原材料冲击小、需求确定的光伏、造纸及家居。电力设备及新能源、轻工制造业业绩较疫前同期大幅提升，往后看，光伏需求确定性强，风电零部件厂商成本端或有压力，新能源汽车向上弹性有限；机械建议关注议价能力较强的产品；原材料涨价叠加需求继续修复利好造纸；国内地产竣工加速、美国地产周期启动，家居板块的需求有望继续向上。

可选消费——消费者服务加速修复，家电中期需求无忧。消费者服务仍有修复空间，往后看，疫苗接种加速，旅游休闲、酒店餐饮大概率迎来边际改善；免税板块将继续受益境外消费回流；地产竣工驱动家电需求继续向上。

必需消费——关注业绩弹性较高的纺织服装及啤酒。食品饮料韧性凸显，医药景气度向好，往后看，品牌服饰或在多种因素共同催化下呈现高业绩弹性；报复性消费尚未出现，商贸零售仍需要继续观察需求的变化；啤酒受益于体育赛事大年及毛利率的改善；医药建议精选细分领域个股。

其他服务业——航空板块有望继续复苏。电力行业受益于用电需求复苏，航空机场改善相对较小，往后看，随着疫苗接种的推进，居民出行意愿有望快速修复，航空板块业绩有较大的修复弹性。

TMT——疫情扰动过后，产业景气周期继续向上。电子行业尤其是半导体板块受益于需求改善与产能紧张的供需格局，景气大幅提升，往后看，半导体需求仍在回暖，而产能问题中短期难以缓解，高景气有望持续；光学光电将继续受下游需求以及 Mini-LED 发展的提振；此外建议关注通信子行业物联网、PCB上游。

金融——实际利率进一步下行，资本市场改革不断推进。一季度银行业利润释放、业绩较好，主要原因在于贷款利率回升以及资产质量整体改善，往后看，疫情冲击逐渐消退，利率边际回升、资产质量改善将继续支撑银行业绩。

风险提示：宏观经济政策超预期波动，疫情反复超预期。

作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

分析师 张倩婷

执业证书编号：S0680518060004

邮箱：zhangqianting@gszq.com

相关研究

- 1、《投资策略：如何应对通胀压力？——A股市场策略周报》2021-05-09
- 2、《投资策略：科创板一季报四大看点》2021-05-08
- 3、《投资策略：耶伦讲话后，美国货币政策怎么看？》2021-05-06
- 4、《投资策略：打破箱体的力量正在积蓄——2021年5月配置建议&金股推荐》2021-05-05
- 5、《投资策略：流动性的担忧进一步释放——A股市场策略月报》2021-05-05

内容目录

上游资源：涨价带动业绩高增，继续关注煤炭和工业金属	4
中游材料：钢价继续看好，化纤玻璃及消费建材需求确定性强	6
中游制造：关注原材料冲击小、需求确定的光伏、造纸及家居	8
可选消费：消费者服务加速修复，家电中期需求无忧	10
必需消费：关注业绩弹性较高的纺织服装及啤酒	12
其他服务业：航空板块有望继续复苏	15
TMT：半导体景气维持高位，PCB 上游有望高增	17
金融：银行业绩确定性高，有望逐季改善，非银业绩承压	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：上游资源板块净利润增速	4
图表 2：上游资源板块 ROE 水平（基于中证 800）	5
图表 3：全球经济复苏带动油价大幅反弹（美元/桶）	5
图表 4：动力煤及焦煤价格持续上行	5
图表 5：2021 年初以来贵金属震荡下行	5
图表 6：全球经济复苏代工铜铝价格大幅上行（美元/吨）	5
图表 7：中游材料板块净利润增速	6
图表 8：中游材料板块 ROE 水平（基于中证 800）	7
图表 9：钢材价格指数持续上行	7
图表 10：主要钢材库存较上年明显回落	7
图表 11：粘胶和腈纶价格持续上行（元/吨）	7
图表 12：纯碱价格持续上行（元/吨）	7
图表 13：“十四五”期间中国光伏装机规模预测（GW）	8
图表 14：光伏发电新增设备容量快速增长（万千瓦，%）	8
图表 15：中游制造板块净利润增速	9
图表 16：中游制造板块 ROE 水平（基于中证 800）	9
图表 17：2021 年年初以来纸浆价格大幅上涨	10
图表 18：全国建材家居景气指数（BHI）大幅向上	10
图表 19：可选消费板块净利润增速	11
图表 20：可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800）	11
图表 21：2021 年五一旅游人次快速修复，但未出现报复性消费	12
图表 22：2021Q1 汽车销售同比大幅增长	12
图表 23：房屋新开工与竣工缺口一同向上快速收敛（%）	12
图表 24：受益于海内外需求修复，家电销量持续回升（%）	12
图表 25：必需消费板块净利润增速	13
图表 26：必需消费板块 ROE 水平（基于中证 800）	14
图表 27：服装针纺类及社会消费品零售总额当月同比大幅回升（%）	14
图表 28：猪肉价格 2020 年高位震荡，2021Q1 逐渐回落	14
图表 29：单季度高端白酒营收增速（亿元）	15
图表 30：啤酒行业单月产量及增速（万吨）	15
图表 31：医药行业细分领域扣非后净利润增速	15

图表 32: 其他服务业板块净利润增速.....	16
图表 33: 其他服务业板块 ROE 水平 (基于中证 800)	16
图表 34: 2021Q1 用电需求复苏, 发电量同比大幅提升.....	17
图表 35: 2021Q1 原油运输指数 BDTI 底部反弹.....	17
图表 36: 北上广深机场旅客吞吐量同比增速开始反弹.....	17
图表 37: 铁路客运量逐渐接近疫前同期水平 (亿人)	17
图表 38: TMT 板块净利润增速	18
图表 39: TMT 板块 ROE 水平 (基于中证 800)	19
图表 40: 全球半导体景气持续向上	19
图表 41: 中国大陆集成电路芯片产量创新高.....	19
图表 42: 中国联通移动业务 ARPU 持续提升 (元)	20
图表 43: PCB 原料覆铜板价格大幅提升.....	20
图表 44: 金融板块净利润增速.....	20
图表 45: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800)	21
图表 46: 10 年期国债收益率逐步上行.....	21
图表 47: 商业银行净息差企稳向上, 不良率小幅下行.....	21
图表 48: 原保险和人身险保险收入累计增速下行.....	21
图表 49: 权益市场成交活跃度较去年下滑.....	21

上游资源：涨价带动业绩高增，继续关注煤炭和工业金属

石油石化以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速（此处指基于中证 800 计算的归母净利润增速，下同）分别为 298.1%和 103.5%，2020Q4 的业绩增速为-33.8%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升，全球经济复苏预期推动油价上行，叠加低基数效应，各细分行业业绩均有大幅改善。往后看，全球经济的平稳复苏将继续支撑原油需求，但 OPEC+决定从 5 月份起逐步增产也会对油价上行形成抑制，二季度油价大概率维持高位震荡。

煤炭以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 34.8%和 6.2%，2020Q4 的业绩增速为-5.6%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升，国内经济修复叠加碳中和要求下的供给收紧，带动煤价大幅上涨，各细分行业业绩均出现改善。往后看，继续看好焦煤和动力煤：一方面，前期进口数量的下滑已经使得国内炼焦煤供应处于偏紧状态，山东部分产能退出后将对全国炼焦煤供应造成巨大影响；另外动力煤社库处于历史绝对低位，夏季用煤高峰来临前补库压力巨大；整体来看，两者价格有望创新高。

有色金属以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 157.5%和 100.9%，2020Q4 的业绩增速为 31.5%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升，贵金属改善幅度相对较小。受益于供需的错配以及新能源景气度的向上，工业金属及稀有金属价格大幅上涨；而在全球避险情绪回落、货币政策边际宽松放缓的背景下，贵金属价格走弱。往后看，新兴国家疫情的反复使铜的供给也难快速释放，铜价也有望继续向上；稀有金属价格或有分化，锂方面受益资源端景气度持续抬升锂辉石价格有望继续上涨，碳酸锂高位震荡，氢氧化锂较碳酸锂有望从折价到溢价，钴方面价格大概率震荡；贵金属方面，随着加息预期升温，价格难有大幅上涨。

图表 1：上游资源板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
石油石化	298.1%	103.5%	-33.8%	296.9%	106.3%	-35.4%
石油开采 II	278.5%	166.6%	-57.0%	290.4%	170.7%	-63.3%
石油化工	305.7%	65.7%	-22.2%	290.4%	67.7%	-20.9%
油服工程	4.5%	115.5%	-5.4%	96.6%	309.8%	-6.0%
煤炭	34.8%	6.2%	-5.6%	63.7%	18.7%	-2.5%
煤炭开采洗选	30.8%	5.1%	-5.4%	52.3%	14.9%	-2.5%
煤炭化工	1181.3%	70.2%	-26.3%	1684.7%	100.7%	-2.1%
有色金属	157.5%	100.9%	31.5%	346.2%	129.3%	340.3%
贵金属	52.5%	104.7%	74.0%	64.3%	104.9%	167.5%
工业金属	178.3%	39.6%	-4.5%	488.1%	107.4%	106.0%
稀有金属	291.9%	267.7%	51.8%	1045.8%	197.4%	324.0%

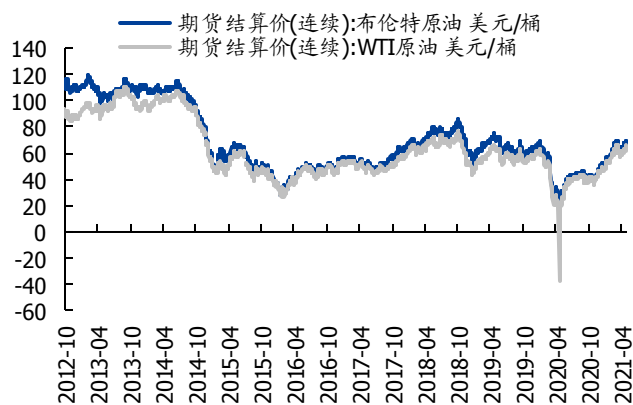
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2: 上游资源板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q1	2020Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
石油石化	6.6%	3.4%	3.6%	1.9%	89.8%	90.4%	51.1%	50.9%
石油开采 II	4.6%	1.5%	3.3%	1.0%	77.2%	76.7%	45.2%	45.6%
石油化工	9.2%	5.6%	4.0%	2.4%	103.8%	106.8%	55.4%	54.6%
油服工程	5.7%	5.7%	2.5%	2.6%	75.8%	72.8%	66.2%	67.3%
煤炭	10.2%	9.7%	9.9%	9.5%	56.9%	56.0%	44.9%	45.2%
煤炭开采洗选	10.1%	9.8%	9.9%	9.6%	56.9%	56.1%	44.8%	45.0%
煤炭化工	11.6%	6.3%	9.7%	5.5%	56.6%	50.7%	52.6%	55.5%
有色金属	6.3%	5.2%	2.5%	2.2%	112.1%	109.0%	55.7%	54.9%
贵金属	8.2%	8.0%	4.1%	3.9%	95.2%	98.2%	52.6%	52.5%
工业金属	4.5%	3.5%	1.4%	1.2%	132.8%	125.6%	57.8%	56.8%
稀有金属	7.9%	6.1%	4.3%	3.4%	84.4%	82.8%	54.2%	53.2%

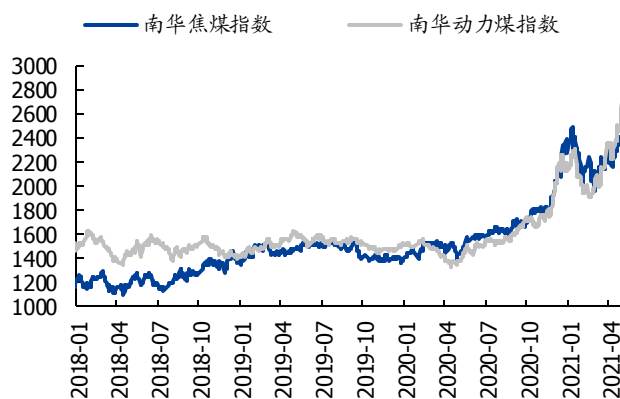
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 全球经济复苏带动油价大幅反弹 (美元/桶)



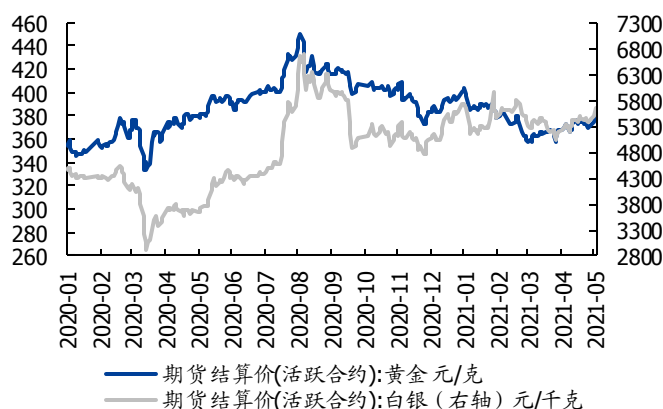
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 动力煤及焦煤价格持续上行



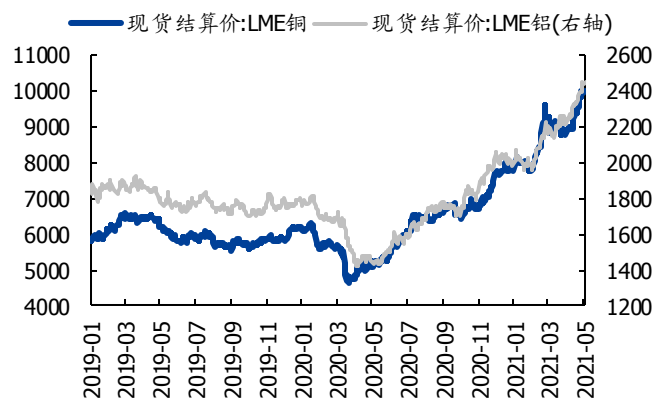
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2021 年初以来贵金属震荡下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 全球经济复苏代工铜铝价格大幅上行 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中游材料：钢价继续看好，化纤玻璃及消费建材需求确定性强

钢铁以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 221.5%和 99.5%，2020Q4 的业绩增速为-2.9%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升。全球经济共振复苏，国内外建筑业、制造业用钢需求持续改善，但供给方面受碳中和及限产政策的影响大幅收缩，带动钢价大幅上涨。往后看，当前供需格局有望带动钢价继续向上，但 5 月我国开始调整钢铁产品关税，后续需要关注政策对供需的缺口的调整。

基础化工以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 228.1%和 88.2%，2020Q4 的业绩增速为 3.1%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升。全球经济复苏的背景下，作为各行各业的上游，化工产品需求受益于下游需求的修复以及补库周期的驱动，行业景气持续向上。往后看，建议关注化纤和纯碱两个板块，前者受益于需求复苏以及印度、东南亚等地纺织订单的持续回流，后者受益于供给增长受限以及下游包括光伏等领域的需求持续快速增长。

建材以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 67.8%和 12.1%，2020Q4 的业绩增速为 12.0%，一季度业绩较 20 年同期有较大幅度提升，较疫前同期有小幅提升。从细分板块来看，装饰材料（主要是消费建材）和专用材料（玻璃纤维）业绩提升较为显著，结构材料（包括水泥和玻璃）相对疫前同期有小幅回落。往后看，房企融资“三道红线”倒逼房企加快资金周转，竣工的修复有望加速，但新开工可能存在分歧，短期新开工可能继续向上，但随着拿地的放缓或影响到新开工，整体来看竣工链表现会更强，因此作为开工链品种的水泥和作为竣工链品种的玻璃，表现上可能有分化，看好竣工链上的玻璃、消费建材，以及受益于新能源需求的光伏玻璃。

图表 7：中游材料板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
钢铁	221.5%	99.5%	-2.9%	249.2%	105.8%	-0.4%
基础化工	228.1%	88.2%	3.1%	233.3%	87.8%	217.6%
农用化工	483.5%	88.0%	-17.7%	283.4%	118.8%	134.3%
化学纤维	3644.3%	636.5%	18.7%	1202.8%	271.1%	-48.4%
化学原料	148.5%	90.9%	16.6%	254.1%	100.2%	-7.8%
其他化学制品 II	165.2%	59.7%	-12.3%	151.8%	53.6%	-17.2%
塑料及制品	246.5%	105.1%	60.8%	266.9%	109.8%	775.0%
橡胶及制品	110.2%	52.8%	18.8%	99.1%	51.6%	45.4%
建材	67.8%	12.1%	12.0%	94.1%	23.9%	15.5%
结构材料	43.9%	-2.7%	2.7%	72.4%	13.2%	1.3%
装饰材料	276.4%	64.4%	110.2%	487.6%	67.5%	66.9%
专用材料 II	198.1%	130.3%	27.3%	116.8%	67.9%	1436.8%

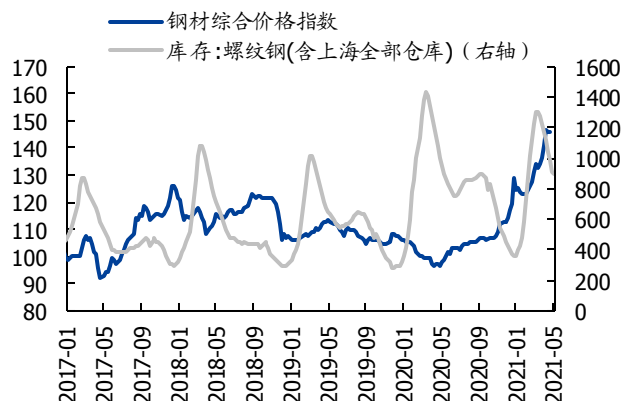
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 8: 中游材料板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
钢铁	8.6%	6.8%	4.3%	3.6%	87.7%	83.1%	55.8%	55.4%
基础化工	12.2%	9.6%	9.9%	8.2%	62.2%	60.8%	49.4%	48.4%
农用化工	8.4%	5.5%	6.8%	4.6%	60.9%	58.6%	50.8%	51.1%
化学纤维	19.7%	12.5%	13.9%	9.2%	79.0%	73.9%	44.3%	45.4%
化学原料	10.9%	9.2%	7.8%	6.7%	66.0%	65.8%	53.0%	52.6%
其他化学制品 II	14.0%	11.3%	13.6%	11.8%	53.4%	50.9%	48.2%	47.2%
塑料及制品	17.0%	14.5%	15.8%	14.2%	64.2%	62.1%	40.3%	39.1%
橡胶及制品	6.4%	5.7%	3.7%	3.5%	78.0%	85.1%	54.9%	47.8%
建材	18.2%	17.9%	16.3%	16.5%	76.1%	73.3%	31.9%	32.6%
结构材料	18.5%	18.0%	16.3%	16.7%	82.1%	78.0%	27.6%	28.0%
装饰材料	18.1%	20.3%	16.0%	16.4%	77.1%	79.7%	31.8%	35.5%
专用材料 II	16.3%	13.8%	16.9%	14.7%	44.5%	43.1%	54.0%	54.0%

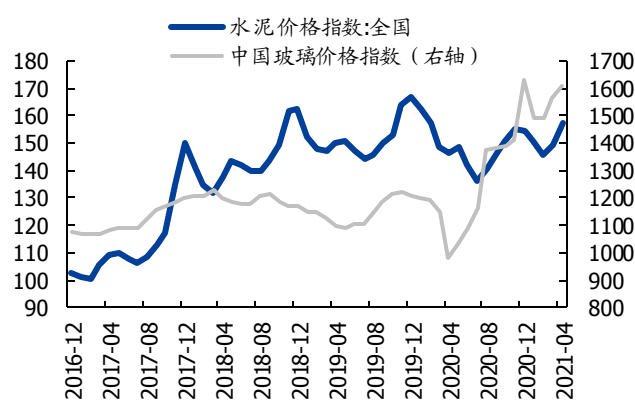
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 钢材价格指数持续上行



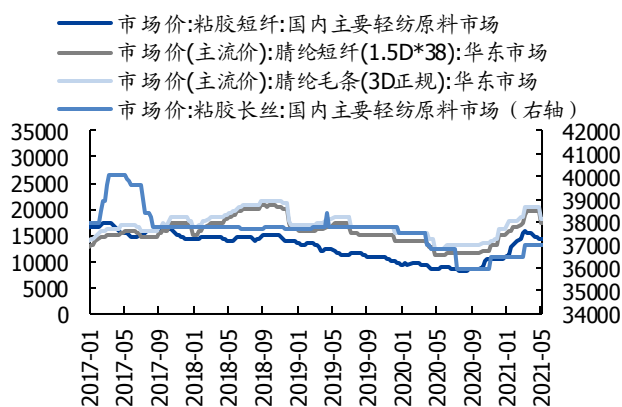
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 主要钢材库存较上年明显回落



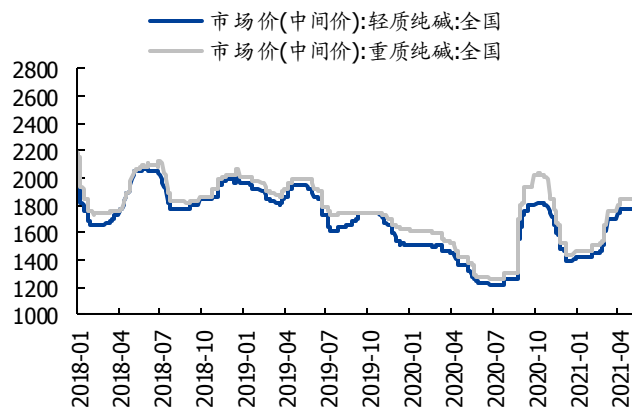
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 粘胶和腈纶价格持续上行 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 纯碱价格持续上行 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中游制造：关注原材料冲击小、需求确定的光伏、造纸及家居

电力设备及新能源以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 116.0% 和 114.7%，2020Q4 的业绩增速为 29.7%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升。从细分板块来看，风电、光伏以及新能源车行业受益于绿色发展的经济与政策导向，均处于较高的景气度水平。往后看，风电作为新能源的一种，在碳中和的驱动下，长期景气度向上，但是短期来看，上游钢价的快速上涨或对风电零部件企业带来成本压力，风机整机企业所受冲击相对较小，板块业绩或分化；光伏方面，需求确定性强，国内需求在 55~65GW，海外需求在 100~110GW，随着短期内产业链博弈接近尾声，组件环节盈利有望回升；新能源车方面，板块整体维持高景气，但二季度增速弹性或不大。

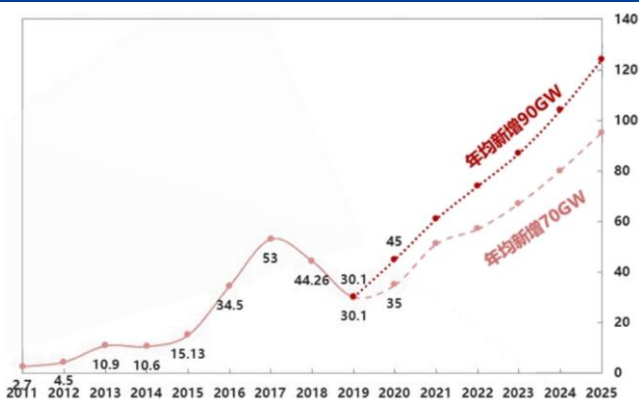
国防军工以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 61.3% 和 81.1%，2020Q4 的业绩增速为 18.8%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有较大幅度提升。我国国防政策已经由过去的“强军目标稳步推进”转变为“备战能力建设”，军工订单也在“十四五”期间转变为“加大订购，快速增长”，行业景气高企。往后看，考虑到 2020 年下半年军工业绩放量带来的高基数，后续板块或维持平稳增长，增速边际上可能有所放缓。

机械以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 166.2% 和 65.9%，2020Q4 的业绩增速为 24.7%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升，全球经济复苏拉动工程机械销量高增长。往后看，需要警惕上游钢、铜等原材料大幅涨价的冲击，二三季度成本对企业利润的冲击或逐步体现，建议关注议价能力较强的产品。

建筑以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 58.4% 和 26.0%，2020Q4 的业绩增速为 0.6%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升。低基数效应外，稳增长要求下基建投资超预期也是业绩保持韧性的重要原因。往后看，考虑到上游原材料涨价对下游利润的侵蚀，政策层面对基建需求进行调整，基建投资难超预期。

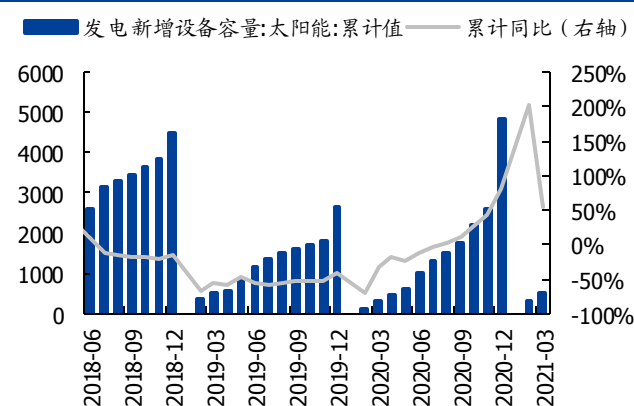
轻工制造以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 144.4% 和 100.6%，2020Q4 的业绩增速为 3.1%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升。从细分板块来看，造纸、家居行业业绩提升较为显著，前者主要受益于纸价上涨，而后者主要受益于住宅销售和竣工面积的边际改善，往后看，原材料涨价叠加需求继续修复，继续看好造纸板块，建议关注林浆纸一体化、议价能力提升的龙头纸企；另一方面，国内地产竣工加速，叠加美国地产周期启动，家居板块的国内外需求有望继续向上。

图表 13: “十四五”期间中国光伏装机规模预测 (GW)



资料来源：中国光伏行业协会 CPIA，国盛证券研究所

图表 14: 光伏发电新增设备容量快速增长 (万千瓦, %)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 15: 中游制造板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
电力设备及新能源	116.0%	114.7%	29.7%	160.9%	127.8%	58.2%
电气设备	172.2%	156.4%	35.2%	256.7%	120.4%	74.3%
电源设备	93.1%	117.8%	33.9%	106.2%	132.6%	60.3%
新能源动力系统	173.0%	55.6%	-1.9%	249.4%	127.4%	26.9%
国防军工	61.3%	81.1%	18.8%	-7.8%	115.3%	59.9%
机械	166.2%	65.9%	24.7%	185.2%	63.3%	48.1%
建筑	58.4%	26.0%	0.6%	72.4%	25.0%	4.2%
轻工制造	144.4%	100.6%	3.1%	141.0%	80.3%	6.7%
造纸 II	163.0%	203.2%	2.6%	180.9%	215.1%	8.0%
包装印刷	78.1%	9.8%	1.8%	56.2%	5.7%	-2.1%
家居	296.0%	51.0%	0.5%	1691.2%	38.4%	-0.5%
文娱轻工 II	42.5%	26.9%	18.4%	-29.8%	37.5%	68.7%

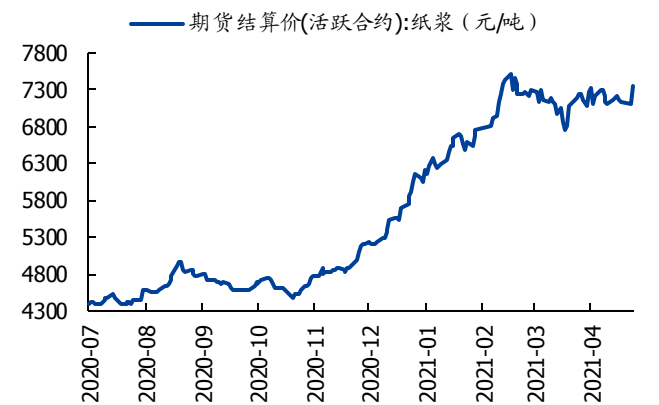
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 中游制造板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
电力设备及新能源	8.3%	7.4%	8.0%	7.5%	41.9%	39.9%	59.2%	59.6%
电气设备	10.1%	9.0%	9.7%	8.9%	51.0%	49.1%	51.0%	51.4%
电源设备	7.7%	7.0%	7.3%	6.9%	39.3%	37.2%	62.7%	63.4%
新能源动力系统	7.2%	6.0%	8.4%	7.6%	40.7%	39.7%	52.4%	50.2%
国防军工	5.0%	4.5%	6.0%	5.5%	42.4%	40.8%	49.4%	49.7%
机械	11.4%	10.1%	8.0%	7.4%	59.1%	57.7%	58.4%	57.5%
建筑	6.9%	6.5%	2.6%	2.6%	68.6%	65.6%	74.3%	73.9%
轻工制造	13.8%	11.8%	9.4%	8.7%	63.3%	58.7%	56.8%	56.6%
造纸 II	11.9%	9.3%	8.3%	7.0%	51.1%	47.2%	64.6%	64.3%
包装印刷	12.4%	11.4%	10.3%	10.0%	67.8%	65.2%	43.9%	43.0%
家居	17.7%	16.0%	11.6%	11.5%	90.8%	83.6%	40.3%	40.0%
文娱轻工 II	23.2%	23.1%	9.1%	9.6%	153.1%	135.3%	40.0%	44.0%

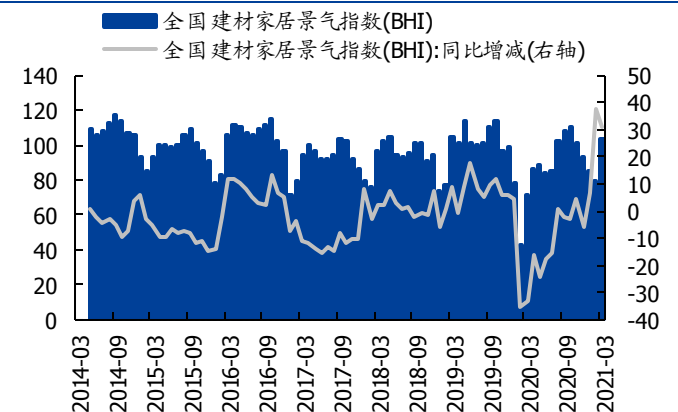
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2021 年年初以来纸浆价格大幅上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 全国建材家居景气指数 (BHI) 大幅向上



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

可选消费：消费者服务加速修复，家电中期需求无忧

消费者服务以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 1658.4%和-11.0%，2020Q4 的业绩增速为-27.9%，一季度业绩较 20 年同期有大幅提升，较疫前同期有小幅下降。从细分行业来看，旅游及休闲、综合服务修复较为显著，教育业绩韧性较强，酒店及餐饮行业修复相对较慢。往后看，随着疫苗接种的加速推进，国内需求已经强势复苏，清明节小长假旅游出行已基本恢复至疫前同期水平，“五一”长假旅游消费较清明假期更有显著提升，旅游休闲以及酒店餐饮行业大概率迎来边际改善；同时，近期海外疫情反复，今年出境游仍难有实质性恢复，免税板块将继续受益境外消费回流。

房地产以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为-22.0%和-51.2%，2020Q4 的业绩增速为-12.5%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅下降，业绩增速的下滑一方面在于“房住不炒”、三道红线等政策下房企经营承压，另一方面可能是因为行业景气向业绩传导较为滞后。往后看，房企融资环境仍然偏紧，拿地放缓，地产投资大概率下行；同时 4 月 30 日中共中央政治局召开会议，再度提及“房住不炒”，政策方面仍然偏紧。

家电以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 86.3%和 0.2%，2020Q4 的业绩增速为 4.0%，一季度业绩较 20 年同期有较大幅提升，较疫前同期有小幅提升，主要是受益于国内经济修复以及海外供需缺口的扩大。往后看，地产竣工逐渐改善，白色家电、厨房电器进入补库阶段，销量与价格有望同步提升，但短期成本端或受到通胀上行的压力；扫地机器人、智能投影等细分赛道高成长性有望持续。建议关注通胀压力下业绩保持较强韧性的白色家电、厨房电器龙头，以及高成长细分赛道的龙头标的。

汽车以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 491.6%和 6.3%，2020Q4 的业绩增速为-11.4%，一季度业绩较 20 年同期有较大幅提升，较疫前同期有小幅提升，一方面由于低基数效应，另一方面由于下游购车需求旺盛。往后看，随着近期行业芯片断供的风险不断发酵，车企停产/减产面积有所扩大，二季度销量可能承压，并对行业整体的盈利能力造成影响。

图表 19: 可选消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
消费者服务	1658.4%	-11.0%	-27.9%	239.1%	-41.0%	-82.3%
旅游及休闲	4347.4%	11.4%	-26.5%	316.9%	-21.1%	-92.8%
酒店及餐饮	-2.6%	-198.7%	-119.5%	18.0%	-247.1%	-126.4%
教育	23.0%	16.1%	23.1%	118.1%	-19.3%	-22.1%
综合服务	188.9%	36.8%	-34.1%	252.0%	52.6%	-39.4%
房地产	-22.0%	-51.2%	-12.5%	-14.1%	-52.3%	-19.0%
家电	86.3%	0.2%	4.0%	109.4%	0.4%	10.4%
汽车	491.6%	6.3%	-11.4%	665.4%	28.2%	3.6%
乘用车 II	20611.9%	2.6%	-13.1%	174335.5%	23.4%	-3.1%
商用车	214.2%	5.1%	-52.4%	451.0%	53.0%	-39.5%
汽车零部件 II	98.3%	14.2%	-2.2%	170.1%	25.1%	7.0%
汽车销售及服务 II	263.9%	-18.7%	-41.7%	318.3%	90.8%	-36.5%
摩托车及其他 II	-	-	-	2640.7%	109.7%	160.0%

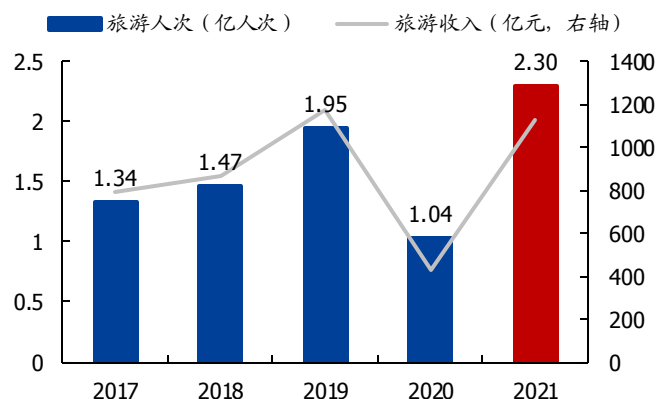
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
消费者服务	14.9%	11.9%	10.4%	8.6%	64.9%	70.9%	54.6%	49.0%
旅游及休闲	19.8%	12.9%	11.6%	8.2%	107.9%	104.7%	37.0%	33.7%
酒店及餐饮	-1.5%	-1.7%	-2.5%	-2.5%	20.4%	27.5%	66.5%	59.6%
教育	35.8%	36.3%	14.2%	14.8%	100.1%	105.0%	60.3%	57.0%
综合服务	10.4%	6.3%	24.3%	19.0%	22.8%	18.2%	46.4%	45.3%
房地产	8.0%	8.0%	7.6%	7.8%	21.2%	20.8%	79.9%	79.8%
家电	18.8%	17.2%	8.2%	7.8%	87.9%	84.4%	61.7%	61.7%
白色家电 II	20.2%	18.8%	9.0%	8.8%	80.7%	78.5%	64.2%	63.3%
黑色家电 II	7.4%	6.0%	2.3%	2.0%	122.7%	112.7%	62.6%	63.1%
小家电 II	21.1%	20.4%	9.2%	9.2%	130.9%	117.6%	42.9%	46.8%
照明电工及其他	20.6%	14.7%	16.1%	11.3%	84.6%	78.5%	33.9%	39.8%
厨房电器 II	20.7%	20.3%	20.2%	20.4%	69.3%	65.3%	32.4%	34.2%
汽车	7.7%	6.3%	3.6%	3.1%	83.9%	75.5%	61.0%	62.8%
乘用车 II	6.5%	5.2%	3.1%	2.6%	81.6%	72.3%	61.1%	63.5%
商用车	5.7%	3.1%	2.2%	1.3%	96.0%	87.7%	63.2%	63.3%
汽车零部件 II	11.0%	10.0%	5.7%	5.4%	79.0%	74.4%	59.3%	59.9%
汽车销售及服务 II	5.4%	3.2%	1.5%	1.0%	126.5%	107.8%	65.4%	67.9%

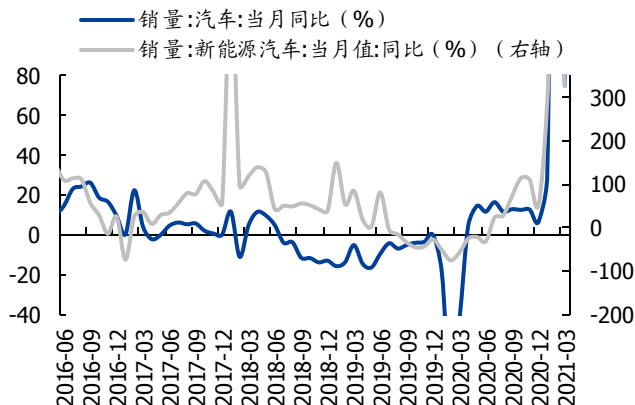
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2021 年五一旅游人次快速修复, 但未出现报复性消费



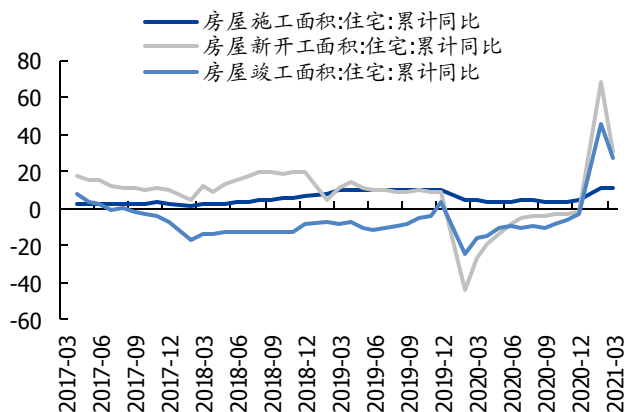
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2021Q 汽车销售同比大幅增长



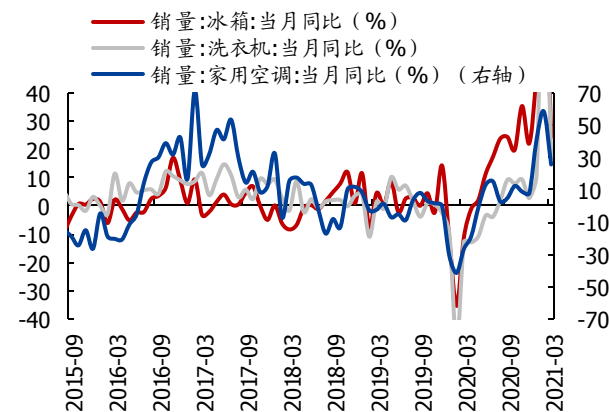
资料来源: 中免集团, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 23: 房屋新开工与竣工缺口一同向上快速收敛 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 受益于海内外需求修复, 家电销量持续回升 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

必需消费: 关注业绩弹性较高的纺织服装及啤酒

纺织服装以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 15.9%和-38.2%, 2020Q4 的业绩增速为-19.1%, 一季度业绩较 20 年同期有小幅提升, 较疫前同期有小幅下降。从细分板块来看, 纺织制造行业业绩有所下滑, 或与防疫用品出口放缓有关; 品牌服饰行业以 20Q1 为基准的 2021Q1 业绩高增主要是因为低基数效应, 以 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速为负, 仍有持续恢复和增长的空间。往后看, 品牌服饰板块业绩弹性相对强于纺织制造板块, 去年以来纺织制造板块业绩得到防疫用品高出口的支撑, 而品牌服饰板块受疫情冲击较为严重, 后续随着疫情逐渐好转, 品牌服饰板块或在低基数效应、出口增长、国货热潮、新疆棉事件等因素的共同催化下呈现的更高业绩弹性, 建议关注强零售管理能力的服饰品牌商和龙头制造商。

农林牧渔以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为-7.2%和 1101.2%, 2020Q4 的业绩增速为 54.7%, 一季度业绩较 20 年同期有小幅下降, 较疫前同期有大幅提升。去年以来猪肉价格从高位回落、饲料成本上升, 行业业绩较 2020Q1 有所回落。往后看, 受北方非洲猪瘟弱毒疫情的影响, 问题猪的加速出栏导致短期供给增加, 需求端没有较

大增长，猪价大概率震荡走弱。

商贸零售以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 57.7%和-26.2%，2020Q4 的业绩增速为-82.7%，一季度业绩较 20 年同期有较大幅度提升，较疫前同期有小幅下降，距疫前同期水平还有一定差距。往后看，从清明节和五一假期的数据来看，出行数据较疫情前提升，但旅游收入增长却动力不足，表明当前下游消费需求恢复仍然较弱，后续需要继续观察需求的变化。

食品饮料以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 22.8%和 26.1%，2020Q4 的业绩增速为 12.8%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升，食品饮料作为必需消费品的业绩韧性凸显，行业整体保持平稳增长。往后看，白酒、调味品及乳制品业绩大概率平稳增长，啤酒受益于体育赛事大年及毛利率的改善，业绩有较大弹性。

医药以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 58.5%和 46.1%，2020Q4 的业绩增速为 31.6%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有较大幅度提升，景气度向好。往后看，由于 2020 年高基数的影响，医药行业细分领域增速或呈现分化，建议精选个股，重点关注 21Q1 中加速增长的眼科、ICL、CRO 和创新疫苗，以及复苏明显的专科连锁服务、IVD、创新药、流通、品牌中药等。

图表 25: 必需消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
纺织服装	15.9%	-38.2%	-19.1%	138.0%	-15.9%	-13.1%
纺织制造	-58.3%	-31.5%	-1340.0%	162.8%	-6.8%	-0.7%
品牌服饰	17.4%	-38.2%	-9.9%	130.0%	-18.7%	-16.4%
农林牧渔	-7.2%	1101.2%	54.7%	0.5%	469.1%	44.0%
商贸零售	57.7%	-26.2%	-82.7%	177.8%	-13.0%	-69.1%
食品饮料	22.8%	26.1%	12.8%	26.9%	26.8%	16.6%
酒类	18.7%	27.3%	11.7%	21.7%	27.5%	12.1%
饮料	115.0%	12.4%	-8.1%	139.5%	9.2%	-17.5%
食品	15.9%	28.5%	34.3%	21.8%	34.0%	54.5%
医药	58.8%	46.1%	31.6%	77.7%	54.0%	27.0%
化学制药	36.7%	30.8%	13.9%	34.1%	28.0%	23.3%
中药生产	10.8%	-3.9%	7.9%	16.1%	-17.4%	-118.5%
生物医药 II	84.6%	93.6%	71.9%	98.2%	100.2%	51.7%
其他医药医疗	120.6%	97.0%	50.2%	162.9%	137.5%	83.1%

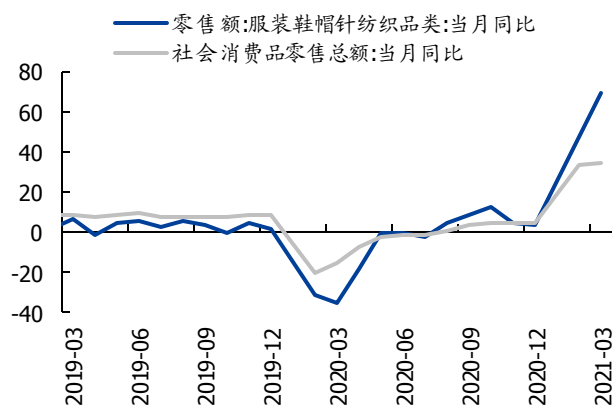
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 必需消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
纺织服装	9.6%	9.7%	10.8%	10.7%	41.0%	41.2%	53.8%	54.5%
纺织制造	-4.6%	-4.5%	-5.1%	-5.2%	53.1%	49.8%	41.7%	42.7%
品牌服饰	13.6%	13.9%	15.5%	15.1%	38.4%	39.3%	56.3%	57.1%
农林牧渔	18.4%	19.4%	11.0%	12.1%	79.4%	84.0%	52.7%	47.8%
种植业	5.6%	5.1%	5.8%	5.3%	53.5%	56.1%	44.4%	41.7%
畜牧业	20.9%	22.3%	12.0%	13.4%	81.7%	87.1%	53.0%	47.7%
农产品加工 II	6.4%	5.3%	3.8%	3.3%	76.0%	77.0%	55.1%	52.9%
商贸零售	3.3%	1.3%	1.1%	0.5%	100.2%	104.6%	66.8%	60.7%
食品饮料	21.8%	22.1%	20.8%	20.9%	72.7%	70.7%	30.5%	33.1%
酒类	21.9%	22.6%	31.1%	31.5%	52.7%	50.7%	25.3%	29.4%
饮料	19.7%	17.6%	8.0%	7.2%	113.1%	115.5%	53.9%	53.0%
食品	22.1%	22.7%	11.9%	12.2%	126.6%	125.3%	31.7%	32.4%
医药	12.6%	11.9%	9.2%	8.7%	78.8%	77.9%	42.5%	42.7%
化学制药	11.3%	10.9%	13.5%	13.1%	52.3%	51.4%	37.7%	38.1%
中药生产	10.1%	10.2%	8.5%	8.5%	73.8%	73.1%	38.0%	38.7%
生物医药 II	17.0%	15.9%	30.6%	29.3%	44.5%	43.4%	20.2%	19.9%
其他医药医疗	13.8%	12.3%	6.2%	5.6%	104.9%	104.5%	52.7%	52.7%

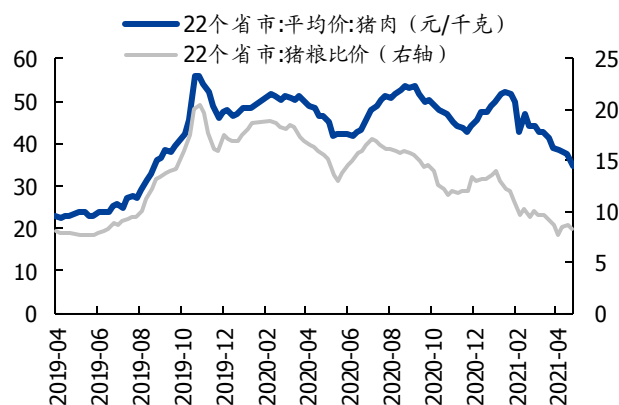
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 服装鞋帽类及社会消费品零售总额当月同比大幅回升 (%)



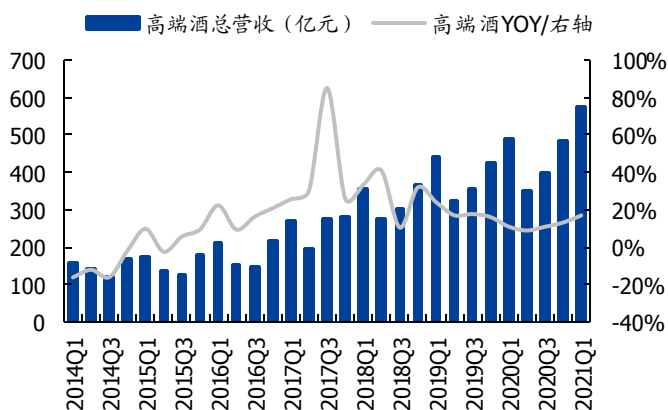
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 猪肉价格 2020 年高位震荡, 2021Q1 逐渐回落



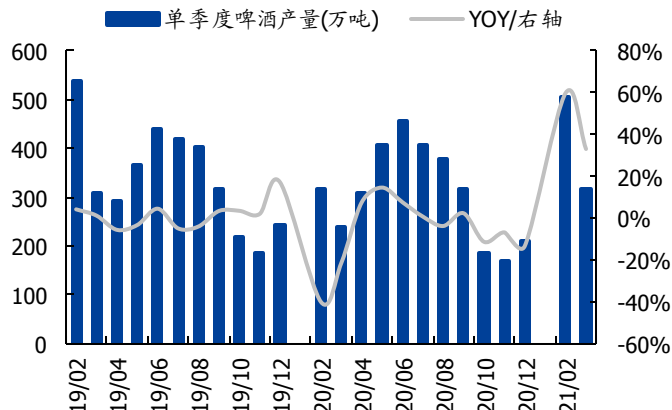
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 单季度高端白酒营收增速 (亿元)



注: 包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 啤酒行业单月产量及增速 (万吨)



注: 2 月数据为 1-2 月累计值
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 31: 医药行业细分领域扣非后净利润增速

项目	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
医药 X 之眼科	42.16%	52.36%	-93.02%	2838.05%
医药品牌连锁之 ICL	13.55%	352.41%	-58.35%	1838.64%
医药科技创新之 CRO	30.90%	31.53%	-12.89%	128.98%
医药科技创新之创新疫苗	52.77%	52.98%	-24.00%	102.32%
医药 X 之 IVD	34.73%	15.27%	-9.66%	81.70%
医药科技创新之 CDMO	42.94%	37.16%	33.45%	62.50%
医药健康消费之儿科特色消费	45.45%	62.33%	34.59%	59.95%
医药科技创新之创新器械+特色龙头	25.33%	30.85%	10.86%	50.03%
医药健康消费之品牌中药消费	-36.27%	29.84%	-8.54%	37.92%
医药科技创新之创新药	6.99%	8.95%	-11.74%	29.64%
医药 X 之流通龙头	21.87%	5.49%	-8.47%	25.62%
医药品牌连锁之药店	26.49%	33.21%	28.92%	23.46%
医药 X 之特色原料药	77.93%	14.48%	34.08%	20.79%
医药 X 之特色专科药	10.29%	22.18%	2.35%	18.85%
医药 X 之血制品	13.96%	9.10%	5.02%	3.11%
医药品牌连锁之专科连锁服务	-52.14%	97.79%	-733.61%	扭亏

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其他服务业: 航空板块有望继续复苏

电力及公用事业以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 52.7%和 7.9%，2020Q4 的业绩增速为 18.8%，一季度业绩较 20 年同期有较大幅提升，较疫前同期有小幅提升。从细分行业来看，发电及电网板块业绩主要受益于一季度用电需求的全面复苏，而环保产业更多受到环保政策的驱动。往后看，国内经济稳步修复背景下，用电需求有

望继续改善，但动力煤价格上涨从成本端对火电板块盈利能力产生制约，水电板块经营相对稳健，碳中和碳达峰等政策催化下环保行业也有望平稳增长。

交通运输以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 678.9% 和 -50.3%，2020Q4 的业绩增速为 -66.9%，一季度业绩较 20 年同期有大幅提升，较疫前同期有较大幅度下降。从细分行业来看，航运港口、公路铁路业绩修复较多，航空机场改善相对较小，物流方面则因价格战“增量不增利”而普遍业绩下滑。往后看，随着疫苗接种的推进，居民出行意愿有望快速修复，特别是春节就地过年缩减的出行需求，将在后续的节假日集中释放，航空板块业绩有较大的修复弹性。

图表 32: 其他服务业板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
电力及公用事业	52.7%	7.9%	18.8%	50.7%	10.2%	21.1%
发电及电网	56.3%	8.7%	23.1%	39.7%	1.9%	23.4%
环保及公用事业	28.6%	1.2%	-6.4%	89.0%	39.4%	10.3%
交通运输	678.9%	-50.3%	-66.9%	333.5%	-45.2%	-96.5%
公路铁路	110.7%	-39.6%	-29.1%	3788.4%	-27.9%	-35.1%
物流	-80.1%	-81.3%	-3.7%	-30.5%	-43.4%	577.6%
航运港口	229.3%	225.3%	17.2%	203.8%	185.3%	14.2%
航空机场	-2.0%	-250.6%	-282.5%	16.5%	-255.1%	-537.0%

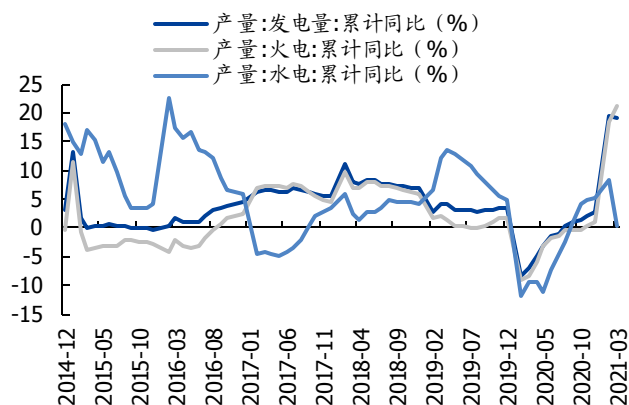
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 其他服务业板块 ROE 水平（基于中证 800）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
电力及公用事业	7.3%	6.9%	10.6%	10.3%	27.5%	26.2%	60.2%	60.8%
发电及电网	7.5%	7.1%	10.8%	10.5%	27.6%	26.3%	60.4%	61.0%
环保及公用事业	6.1%	5.9%	9.3%	9.3%	27.0%	25.8%	58.8%	59.3%
交通运输	3.3%	2.4%	2.9%	1.9%	47.1%	50.8%	59.3%	60.2%
公路铁路	4.4%	6.4%	13.6%	12.4%	20.9%	32.1%	35.3%	37.7%
物流	6.5%	7.9%	1.7%	2.1%	112.6%	124.2%	70.8%	66.9%
航运港口	9.9%	7.6%	12.5%	9.8%	38.2%	35.9%	51.8%	53.7%
航空机场	-13.5%	-12.7%	-16.1%	-15.7%	22.8%	24.5%	72.7%	69.8%

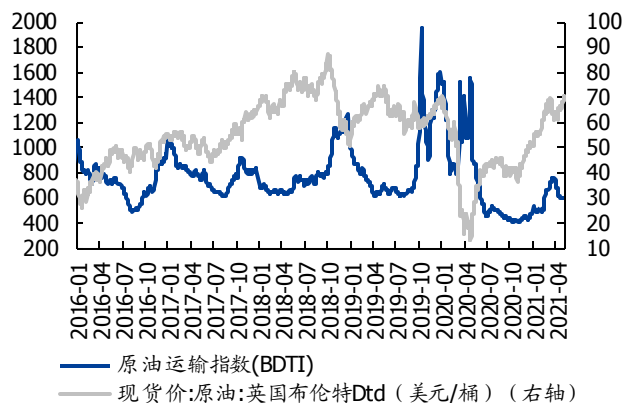
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2021Q1 用电需求复苏, 发电量同比大幅提升



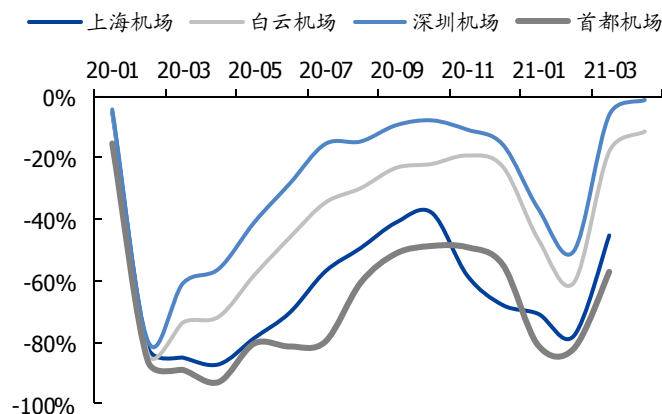
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2021Q1 原油运输指数 BDTI 底部反弹



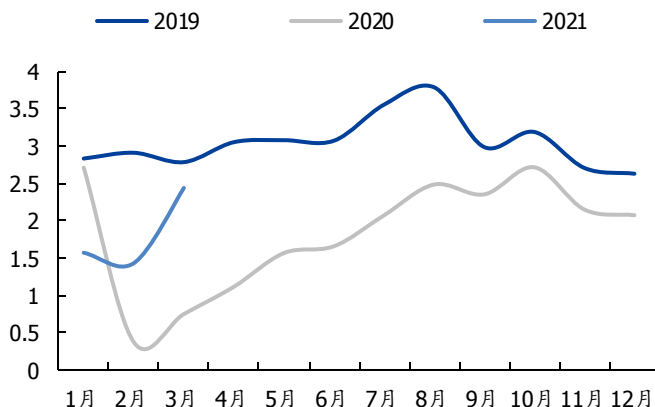
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 北上广深机场旅客吞吐量同比增速开始反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 铁路客运量逐渐接近疫前同期水平 (亿人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

TMT: 半导体景气维持高位, PCB 上游有望高增

电子以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 145.9%和 148.1%, 2020Q4 的业绩增速为 26.7%, 一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有大幅提升。从细分领域来看, 仅元器件板块业绩增速相对较低, 半导体、光学光电、消费电子板块均处于极高景气度水平, 半导体板块业绩受益于需求改善与产能紧张的供需格局, 光学光电、消费电子板块业绩主要受下游需求扩张的驱动, 面板板块同时还受到 Mini-LED 爆发增长的催化。往后看, 消费电子行业受到 AirPods 等无线耳机下游需求缩减的影响, 业绩或有所放缓, 后续可能需要 AR/VR 设备为代表的新产品开启新产业周期; 半导体行业需求仍在回暖, 而产能紧张问题在未来中短期难以缓解, 高景气度有望持续; 光学光电将继续受大尺寸液晶电视面板等下游需求的提振以及 Mini-LED 快速发展的带动继续向上。

通信以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 57.8%和 20.3%, 2020Q4 的业绩增速为 12.8%, 一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升。从细分板块来看, 电信运营板块业绩保持稳定, 通信设备制造行业业绩景气度相对较好, 通讯工程服务受疫情冲击较大。往后看, 随着 2020 年 5G 建设计划基本完成, 行业业绩增速将逐步放

缓，后续景气爆发将集中于下游应用，建议关注物联网板块等；另外原材料大幅上涨的背景下，下游需求好同时具有涨价能力的 PCB 上游值得关注；最后电信运营在 5G 渗透率加速提升，移动业务 ARPU 大幅改善的背景下业绩同样有望平稳增长。

计算机以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 280.6%和-4.4%，2020Q4 的业绩增速为-10.7%，一季度业绩较 20 年同期有大幅提升，较疫前同期有小幅下降。从细分板块来看，计算机设备、计算机软件、云服务均较疫前同期仍有修复空间，产业互联网板块呈现高景气。往后看，国内计算机行业新技术带来的变化已逐步显现，建议关注围绕产品化/云/人工智能的产业升级。

传媒以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 29.9%和 5.7%，2020Q4 的业绩增速为 131.5%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升。从细分板块来看，广告营销和互联网媒体业绩提升更为显著，媒体和文娱娱乐板块业绩弹性收敛，主要原因在于院线受疫情影响业绩表现不佳，而广告行业受益于流量价值凸显，互联网传媒板块内容创新与变现能力增强。往后看，低基数效应或带来短期业绩弹性，但政策监管仍是需要关注的内容，建议精选个股为主。

图表 38: TMT 板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
电子	145.9%	148.1%	26.7%	176.8%	138.1%	52.9%
半导体	122.9%	271.5%	84.0%	145.4%	305.4%	76.5%
元器件	33.8%	54.4%	16.5%	59.7%	77.5%	13.4%
光学光电	320.6%	173.6%	17.7%	412.4%	119.3%	36.6%
消费电子	84.8%	128.8%	24.2%	128.8%	142.2%	119.3%
其他电子零部件 II	312.1%	13.9%	-35.7%	156.4%	111.5%	-47.4%
通信	57.8%	20.3%	12.8%	90.8%	9.2%	134.3%
电信运营 II	16.4%	2.5%	831.4%	16.4%	2.5%	238.3%
通信设备制造	69.8%	26.0%	-6.2%	121.5%	16.4%	56.0%
增值服务 II	-	-	-	-6.2%	-48.8%	74.3%
通讯工程服务	199.4%	-50.0%	23.7%	223.4%	-10.3%	196.1%
计算机	280.6%	-4.4%	-10.7%	2131.9%	-20.9%	-17.4%
计算机设备	599.7%	-44.2%	-17.2%	198.1%	-62.8%	6.3%
计算机软件	237.1%	-28.8%	-10.1%	157.7%	-58.7%	447.1%
云服务	1.0%	-33.1%	1.4%	78.5%	14.4%	-192.2%
产业互联网	68.4%	56.4%	-10.2%	72.3%	59.3%	-7.3%
传媒	29.9%	5.7%	131.5%	87.6%	-9.4%	131.2%
媒体	33.1%	-19.2%	-2.8%	37.2%	-32.4%	-30.8%
广告营销	239.4%	89.3%	210.8%	35065.0%	5.5%	-102.6%
文化娱乐	-3.3%	2.1%	544.2%	69.3%	1.3%	74.9%
互联网媒体	112.2%	51.8%	22.2%	101.2%	38.4%	9.7%

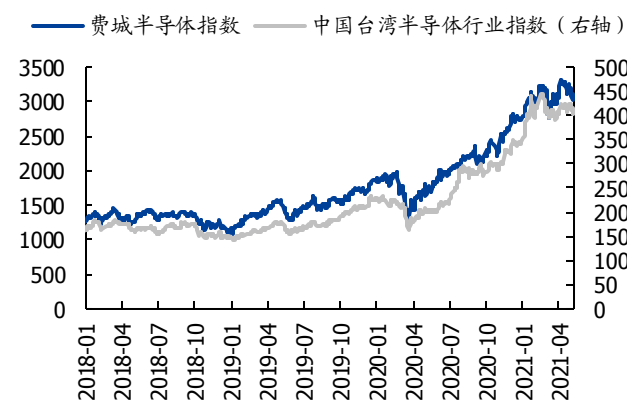
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: TMT 板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
电子	10.0%	8.7%	7.9%	7.2%	60.4%	56.7%	52.4%	53.0%
半导体	12.0%	10.6%	11.5%	10.6%	59.3%	57.7%	43.1%	42.3%
元器件	13.7%	13.6%	11.0%	11.2%	74.4%	70.6%	40.0%	41.8%
光学光电	8.0%	6.2%	8.7%	7.5%	40.8%	36.5%	55.5%	55.6%
消费电子	11.6%	11.0%	5.4%	5.1%	97.9%	95.4%	54.6%	56.0%
其他电子零部件 II	3.0%	2.4%	3.2%	2.8%	71.6%	65.6%	23.3%	22.8%
通信	6.4%	6.0%	3.8%	3.6%	87.1%	83.4%	48.7%	50.1%
电信运营 II	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	54.5%	52.0%	42.2%	44.1%
通信设备制造	11.7%	11.0%	4.6%	4.3%	116.6%	112.6%	54.6%	55.6%
通讯工程服务	3.4%	2.5%	3.3%	2.6%	56.6%	51.2%	44.8%	46.7%
计算机	7.4%	6.5%	7.3%	6.6%	53.0%	52.2%	47.7%	47.0%
计算机设备	5.7%	5.3%	3.4%	3.3%	90.9%	86.5%	45.5%	46.3%
计算机软件	6.6%	4.9%	6.0%	4.6%	58.3%	54.6%	46.7%	48.6%
云服务	6.3%	6.3%	8.2%	8.3%	49.7%	49.2%	35.3%	34.8%
产业互联网	11.0%	10.1%	47.4%	44.9%	10.4%	11.0%	55.5%	50.9%
传媒	9.0%	8.8%	12.3%	12.2%	47.8%	48.4%	34.7%	33.0%
媒体	6.2%	5.9%	12.5%	12.0%	33.6%	33.7%	32.3%	30.8%
广告营销	24.4%	23.0%	14.1%	13.8%	109.1%	106.9%	36.9%	36.1%
文化娱乐	6.4%	7.0%	10.3%	10.9%	39.2%	42.1%	36.5%	34.2%
互联网媒体	11.5%	10.3%	12.4%	11.6%	60.1%	57.4%	35.5%	35.0%

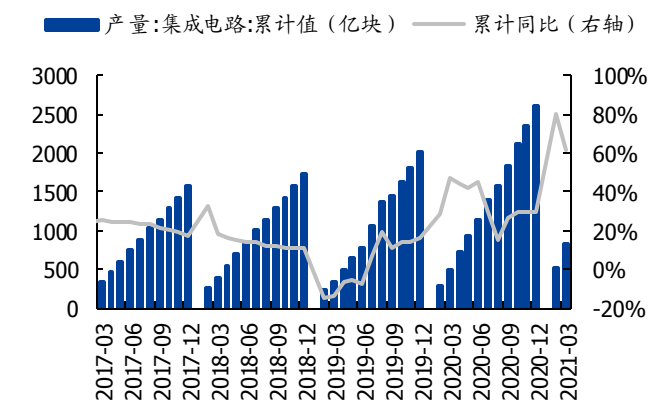
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 全球半导体景气持续向上



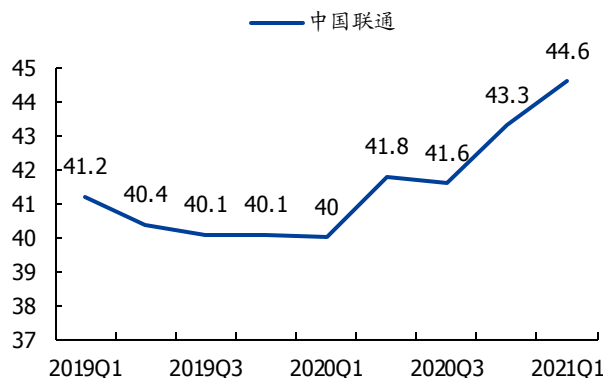
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 中国大陆集成电路芯片产量创新高



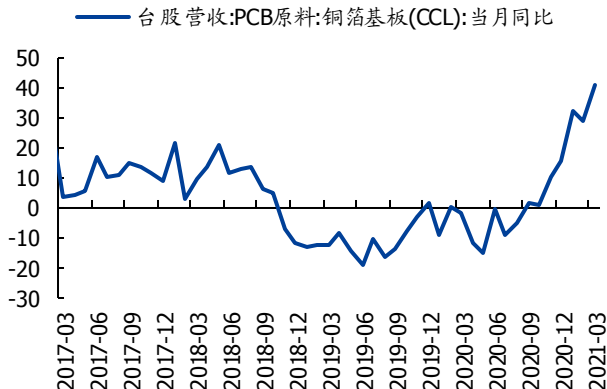
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 中国联通移动业务 ARPU 持续提升 (元)



资料来源: 中国联通, 国盛证券研究所

图表 43: PCB 原料覆铜板价格大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

金融：银行业绩确定性高，有望逐季改善，非银行业绩承压

银行以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 4.6%和 10.4%，2020Q4 的业绩增速为 0.7%，一季度业绩较 20 年同期与疫前同期均有小幅提升。一季度银行业利润释放、业绩较好，主要原因在于贷款利率回升以及资产质量整体改善。往后看，疫情冲击逐渐消退，利率边际回升，资产质量改善将继续支撑银行业绩，但银行间业绩分化或将持续，建议关注存款增长较好且负债优势较强、业务收入来源多元化、资产质量改善程度较好的基本面优质标的。

非银行金融以 20Q1 和 19Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速分别为 26.5%和-5.2%，2020Q4 的业绩增速为 0.1%，一季度业绩较 20 年同期有小幅提升，较疫前同期有小幅下降。从细分行业来看，证券和保险行业以 20Q1 为基准的 2021Q1 业绩增速均有小幅提升，但保险行业业绩相比疫前同期有所下滑。往后看，证券市场活跃度较去年有明显下滑，市场情绪也大幅回落，对券商业绩带来压力；保险方面，负债持续低迷、续期保费承压明显，需要观察后续四五联动、产品推动等措施的改善效果。

图表 44: 金融板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4	2021Q1 (20Q1 为基准)	2021Q1 (19Q1 为基准)	2020Q4
银行	4.6%	10.4%	0.7%	4.6%	10.4%	0.7%
非银行金融	26.5%	-5.2%	0.1%	25.7%	-7.1%	-0.5%
证券 II	29.7%	1.3%	34.2%	29.2%	-0.4%	34.7%
保险 II	26.9%	-6.6%	-10.3%	26.9%	-6.6%	-10.3%
多元金融	-46.1%	-63.0%	-126.4%	-25.3%	-57.8%	-86.3%
综合金融	16.6%	-48.7%	-4.8%	41.7%	-50.6%	24.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
银行	9.8%	9.9%	31.7%	31.6%	2.5%	2.6%	91.9%	91.8%
非银行金融	9.8%	9.4%	10.5%	10.1%	14.0%	14.1%	85.0%	84.8%
证券 II	7.9%	7.5%	29.5%	29.2%	5.9%	5.9%	77.7%	77.1%
保险 II	12.3%	11.8%	7.7%	7.4%	18.2%	18.4%	88.6%	88.5%
多元金融	-2.1%	-1.4%	-6.8%	-4.3%	5.5%	6.0%	82.0%	82.2%
综合金融	6.7%	6.5%	14.9%	18.1%	15.0%	13.2%	66.4%	63.5%

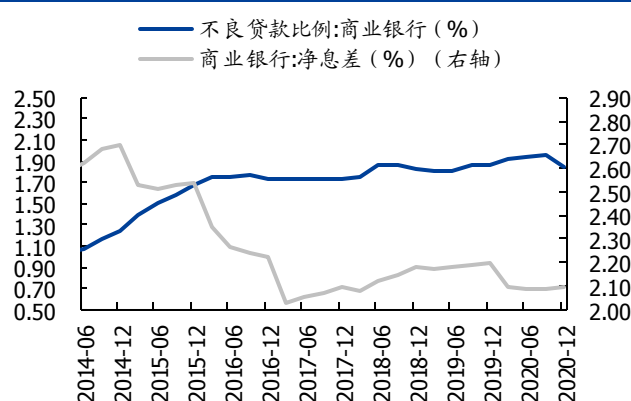
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 10 年期国债收益率逐步上行



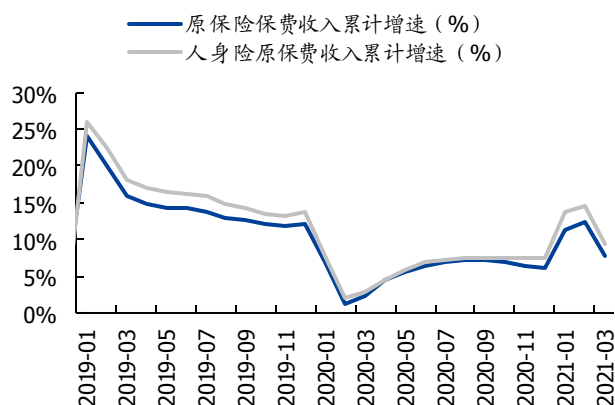
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 商业银行净息差企稳向上, 不良率小幅下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 原保险和人身险保险收入累计增速下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 权益市场成交活跃度较去年下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

宏观经济政策超预期波动, 疫情反复超预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com