



第二波主升浪 ——2021年A股中期策略展望

证券分析师：燕翔

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：许茹纯

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080007

证券分析师：朱成成

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080010

联系人：金晗

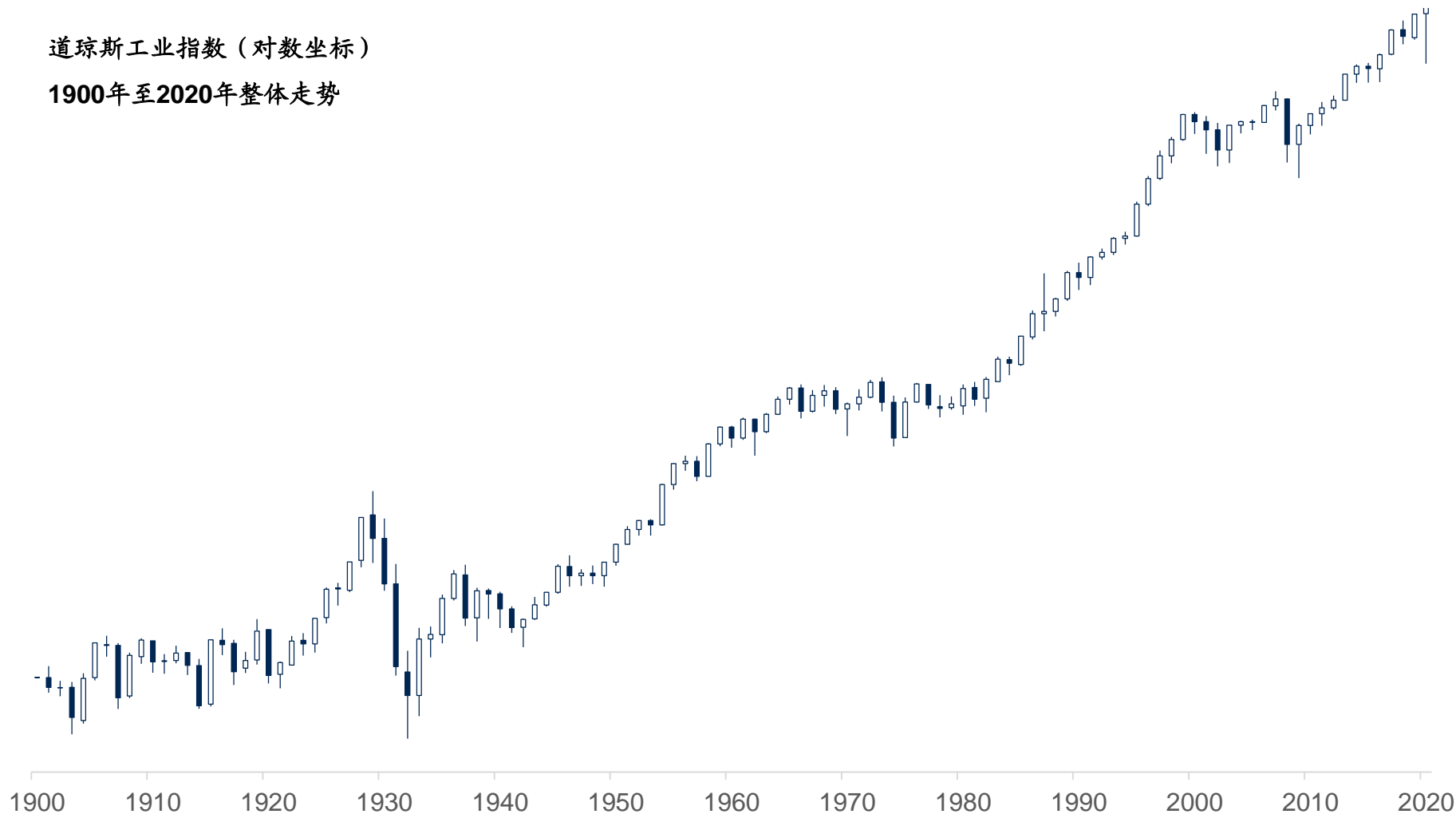
日期：2021年05月11日

1900年至2020年道指长期走势

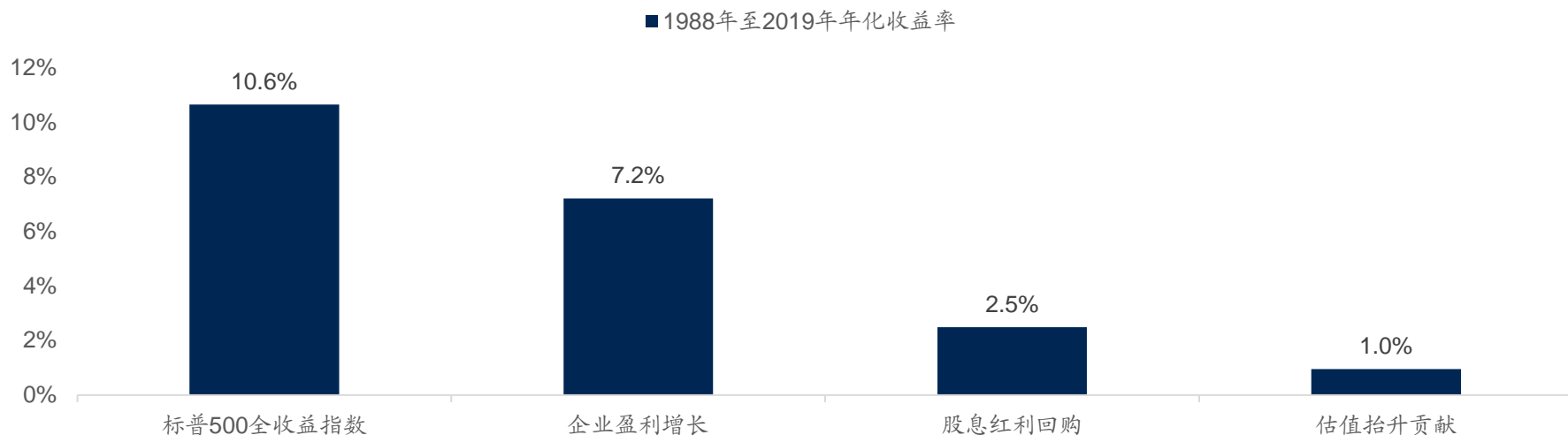


道琼斯工业指数（对数坐标）

1900年至2020年整体走势

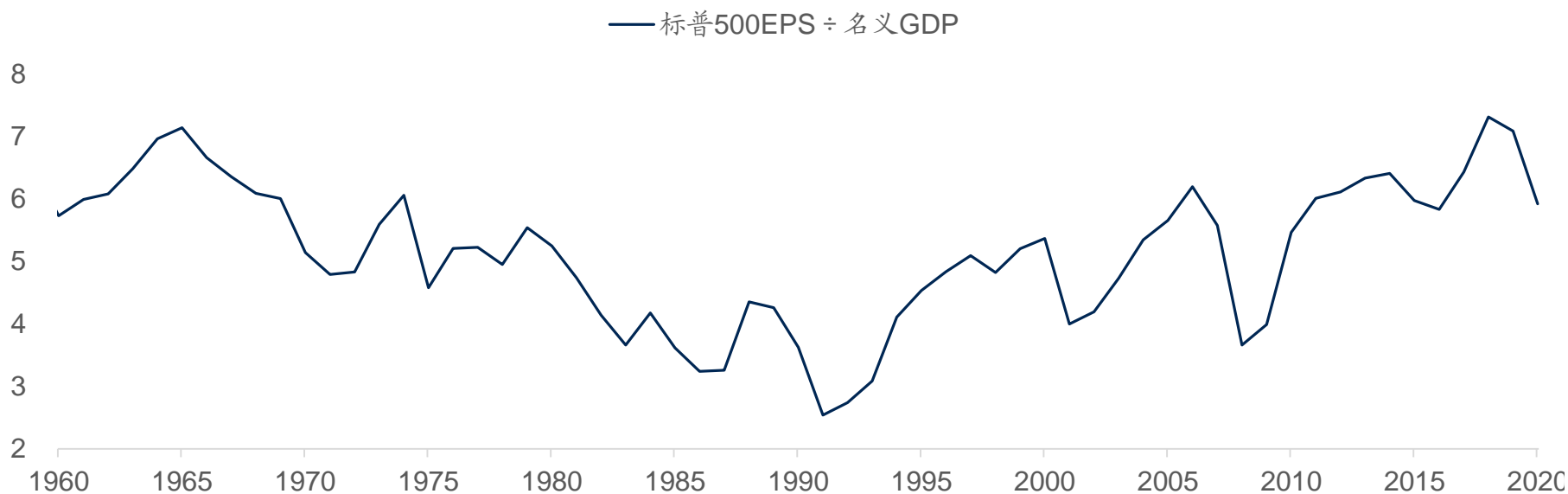


美股长牛收益率影响因子分解



长牛慢牛行情的核心驱动力

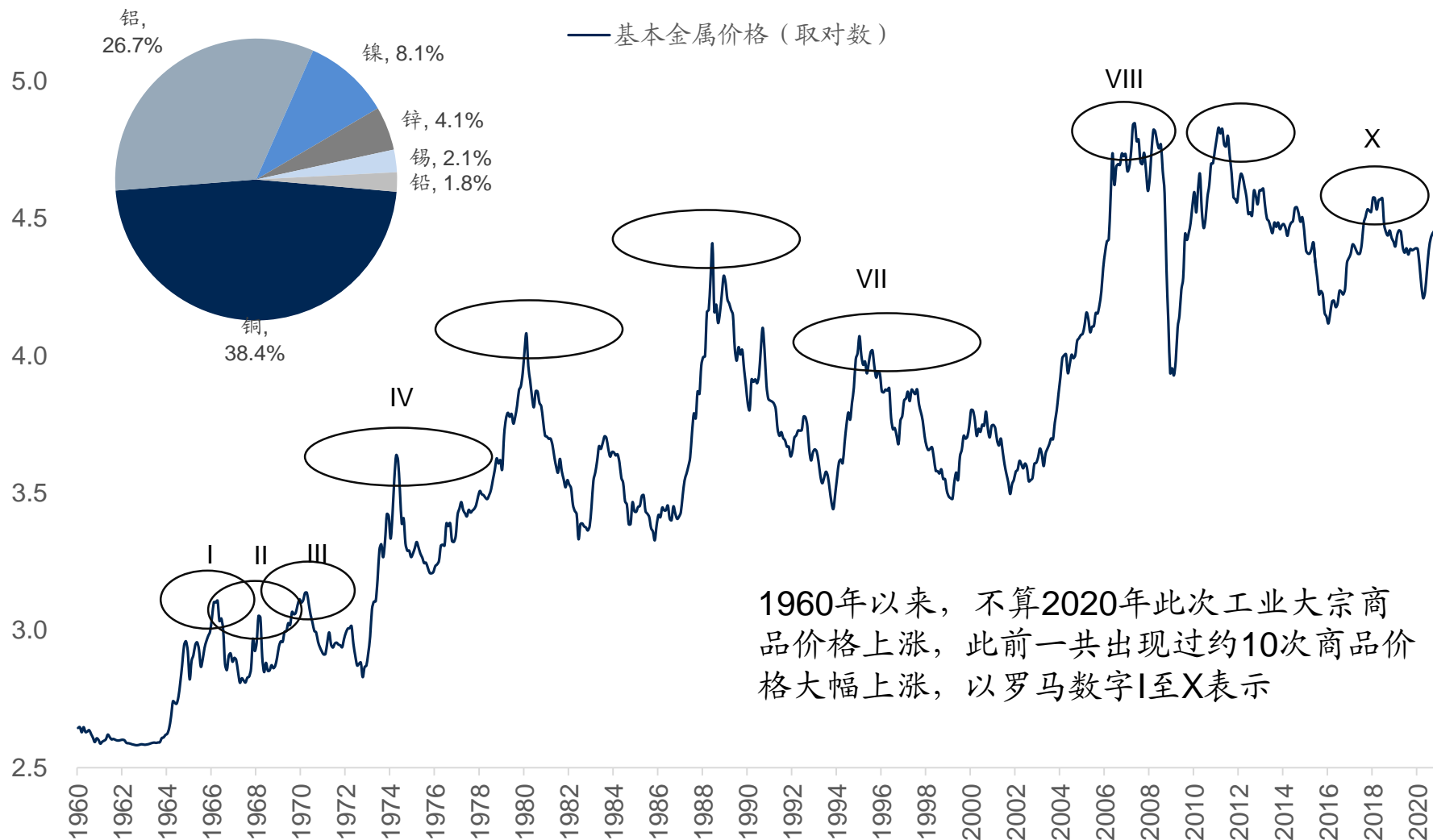
- 驱动力一：上市公司盈利能力显著增强，最重要的，7.2%
- 驱动力二：上市公司通过分红回购，更加注重股东回报，2.5%
- 驱动力二：利率下行估值缓慢提升，长期看不是最重要的，1%
- 驱动力四：从长牛到慢牛，股市脱敏短期经济波动



走向成熟，A股市场开始具备长牛慢牛条件



短期焦点：商品价格大涨与通货膨胀



1960年以来，不算2020年此次工业大宗商品价格上涨，此前一共出现过约10次商品价格上涨，以罗马数字I至X表示

2016年以后商品价格不再由中国单极决定



— 基本金属价格（取对数） — 中国工业同比



商品定价从中国单极转向全球多极



海外版“四万亿”影响本轮全球经济复苏



▲ 金融机构:各项贷款余额:同比



— 美国:M2:同比



▲ 社会融资规模存量:同比



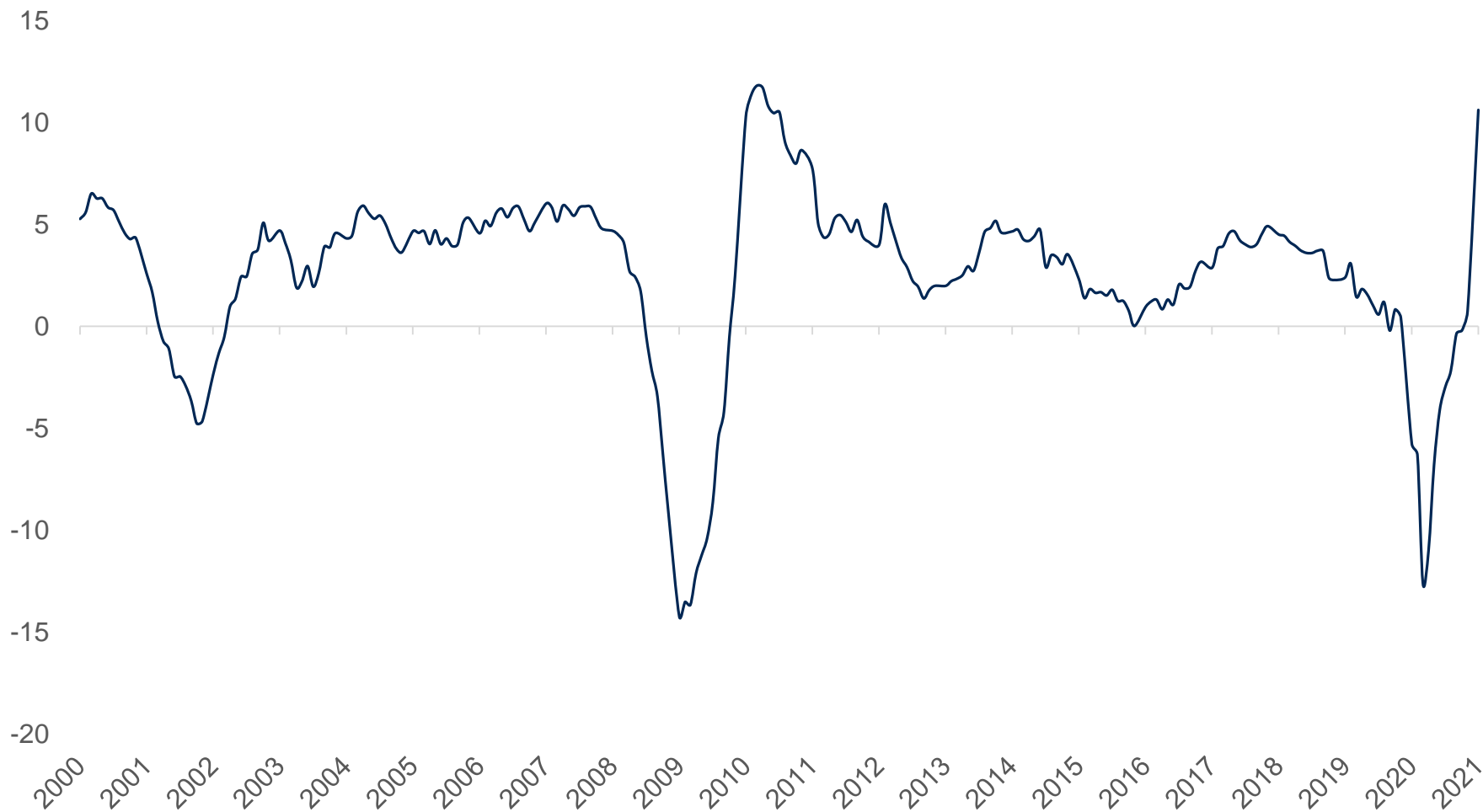
— 日本:货币供应量:平均余额:M2:同比 — 欧元区:M2:同比



从全球经济看本轮经济复苏



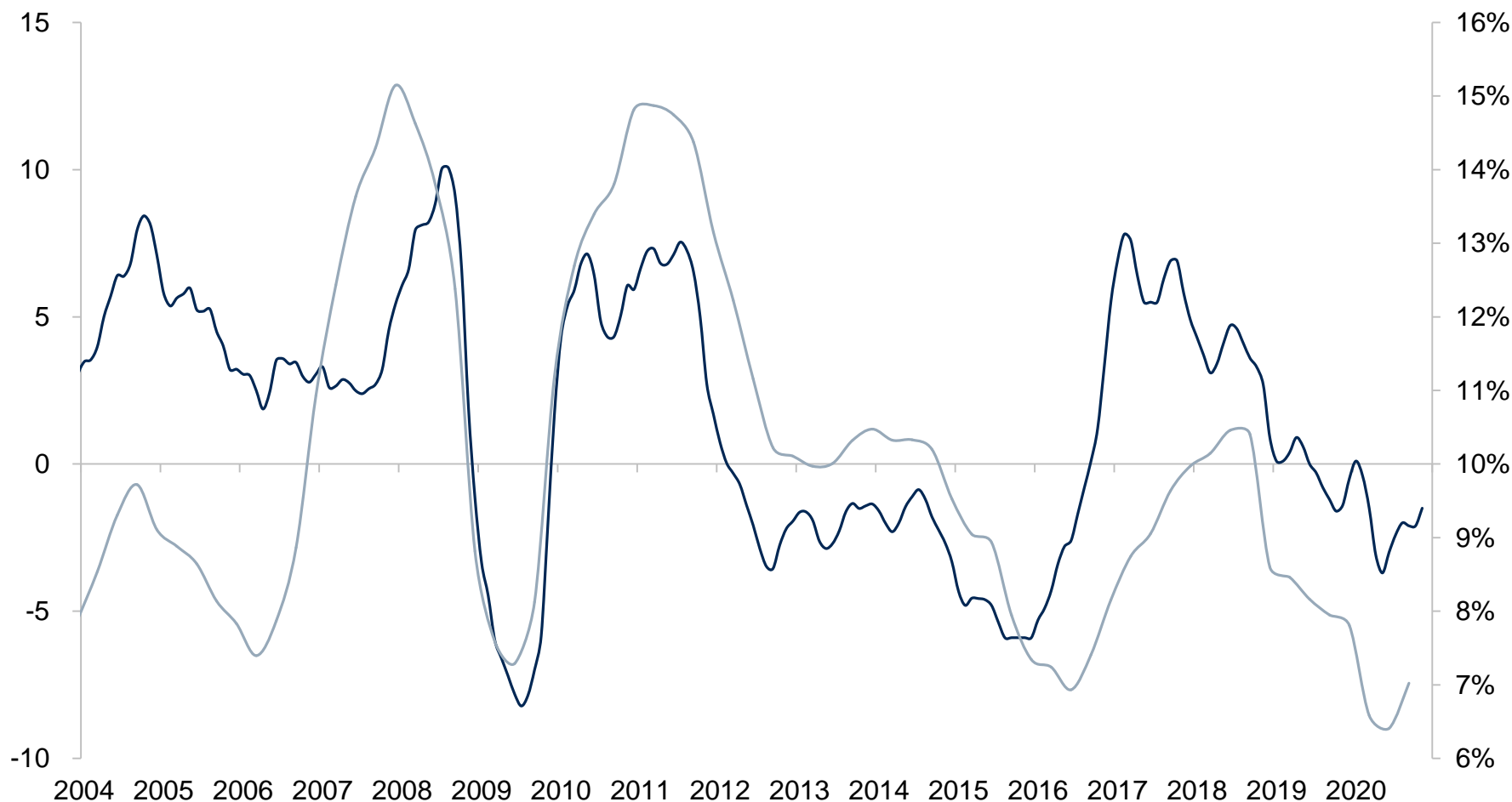
— 工业同比：中国+G7 (%)



上市公司盈利与PPI高度正相关



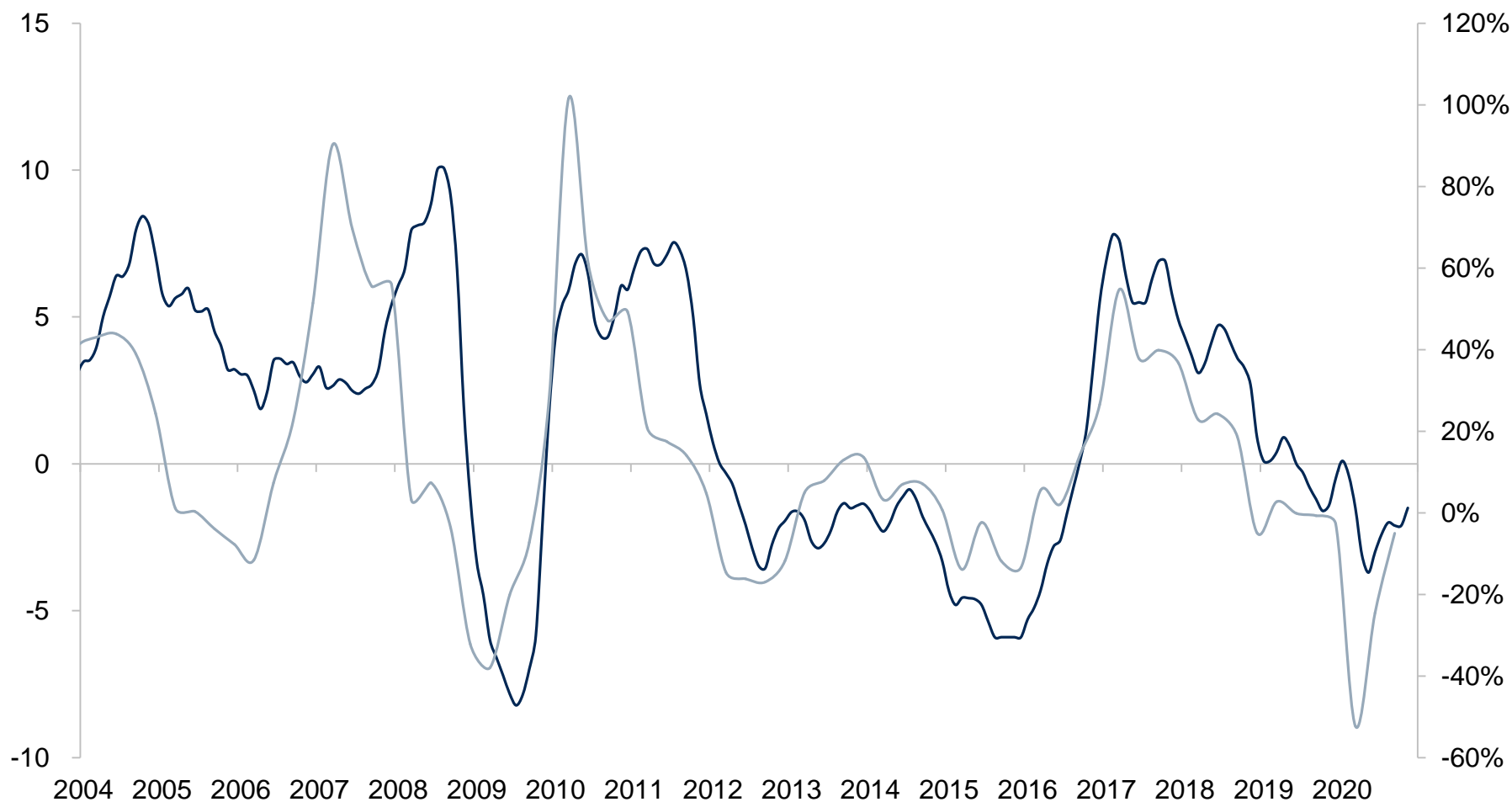
— PPI:当月同比 — 全部A股非金融企业ROE（右）



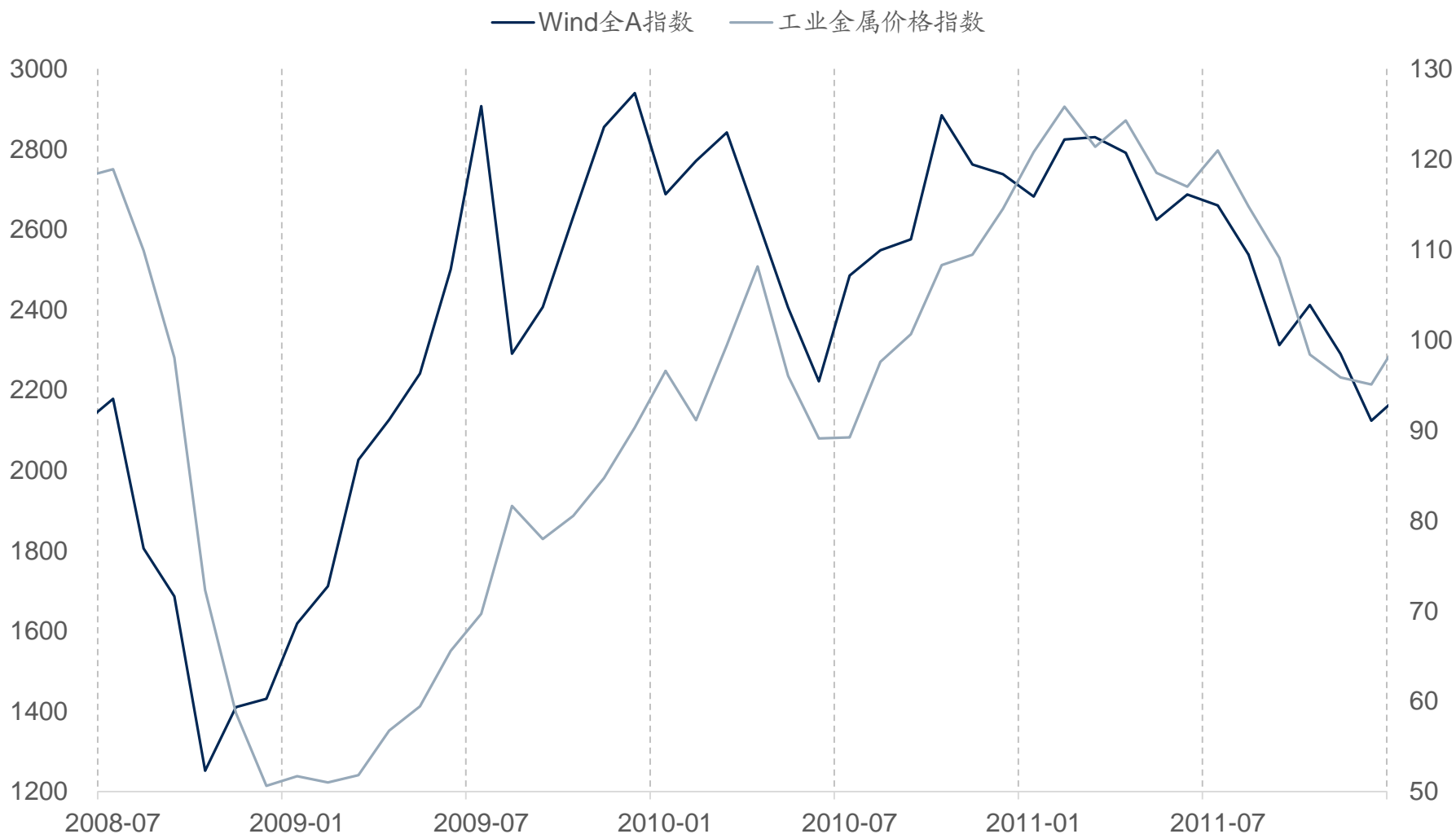
上市公司盈利与PPI高度正相关



—PPI:当月同比 —全部A股非金融企业盈利增速（右）



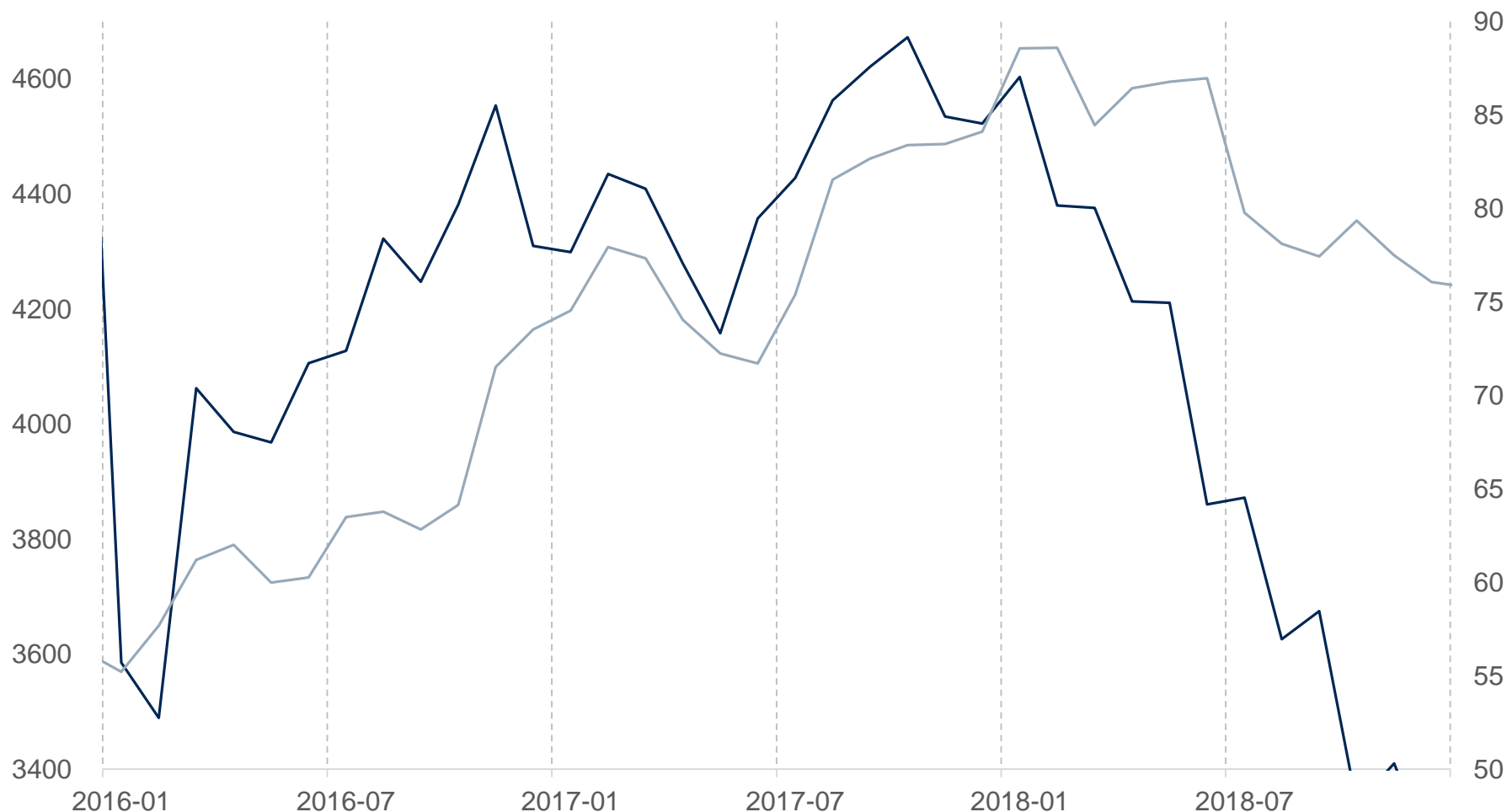
市场行情：2009至2010，股价物价整体同向



市场行情：2016至2017，股价物价整体同向



— Wind全A指数 — 工业金属价格指数



通胀上行中，利率与股市同向上行



— Wind全A（取对数） — 十年期国债到期收益率



盈利表现：资源周期品，量价齐升

表1：资源周期品行业通胀上行期表现情况汇总

行业	逻辑	销售净利率表现	营收增速表现	ROE 表现
采掘	量价齐升	2007-2008：销售净利率与PPI同步提升，提升幅度最为明显，高点与PPI高点同时出现； 2009-2011：销售净利率高位回落； 2015-2017：销售净利率同步提升，高点出现在PPI高点右侧	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
钢铁	量价齐升	2007-2008：销售净利率领先于PPI提升，高点出现在PPI高点左侧； 2009-2011：销售净利率与PPI同步提升，高点出现在PPI之前； 2015-2017：销售净利率同步提升，高点出现在PPI高点右侧	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
有色金属	量价齐升	2007-2008：销售净利率领先于PPI提升，高点出现在PPI高点左侧； 2009-2011：销售净利率与PPI同步提升，高点与PPI同时出现； 2015-2017：销售净利率同步提升，高点出现在PPI高点右侧	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
建筑材料	量价齐升	2007-2008：销售净利率领先于PPI提升，高点略领先于PPI高点； 2009-2011：销售净利率与PPI同步提升，高点与PPI同时出现； 2015-2017：销售净利率同步提升，高点出现在PPI高点右侧	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
农林牧渔	量价齐升	2007-2008：销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点； 2009-2011：销售净利率维持平稳； 2015-2017：销售净利率同步提升，高点几乎与PPI高点同时出现	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利表现：重化工制造业，以需求为主导



表2：重化工制造业通胀上行期表现情况汇总

行业	逻辑	销售净利率表现	营收增速表现	ROE 表现
化工	量价齐升	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2009-2011: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2015-2017: 销售净利率领先于PPI提升，高点出现在PPI高点右侧	后两轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
机械设备	以需求为主导	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2009-2011: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2015-2017: 销售净利率没有显著提升	2009-2010 年营收增速显著提升	前两轮显著提升
电气设备	以需求为主导	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2009-2011: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2015-2017: 销售净利率基本维持平稳	前两轮营收增速提升更为明显	前两轮显著提升
通信	以需求为主导	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点几乎与PPI高点同时出现； 2009-2011: 销售净利率持续下降； 2015-2017: 销售净利率基本维持平稳	前两轮营收增速领先于通胀显著提升	前两轮显著提升
汽车	以需求为主导	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2009-2011: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2015-2017: 销售净利率基本维持平稳	前两轮营收增速出现了显著提升	前两轮显著提升
国防军工	以需求为主导	2007-2008: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2009-2011: 销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现； 2015-2017: 销售净利率基本维持平稳	前两轮营收增速出现了显著提升	前两轮显著提升

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

盈利表现：生活资料制造业，趋势大于周期



表3：生活资料制造业通胀上行期表现情况汇总

行业	逻辑	毛利率表现	营收增速表现	ROE表现
食品饮料	趋势大于周期	整体呈现上升趋势	三轮通胀中均出现了显著提升	前两轮显著提升
医药生物	趋势大于周期	整体呈现上升趋势	三轮通胀中均有提升，第二轮提升幅度最为显著	前两轮提升较为显著
纺织服装	趋势大于周期	整体呈现上升趋势	2009-2010提升幅度最为显著	前两轮提升较为显著
轻工制造	趋势大于周期	2012年前趋势下降，2012后持续回升	三轮通胀中均有提升，第二轮提升幅度最为显著	前两轮提升较为显著
家用电器	通胀上行毛利率下降，但营收扩张弥补企业盈利	毛利率与通胀负相关，通胀上行，毛利率下降	三轮通胀中均出现了显著提升	显著提升
计算机	趋势大于周期	2010年后趋势上升	三轮通胀中均有提升，第二轮提升幅度最为显著	前两轮提升较为显著
电子	趋势大于周期	2014年前持续上升，2014年后趋势下降	三轮通胀中均有提升，第三轮提升幅度最为显著	前两轮提升较为显著

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利表现：服务运输及其他，敏感程度普遍较低



表4：服务运输及其他行业通胀上行期表现情况汇总

行业	逻辑	销售净利率表现	营收增速表现	ROE表现
商业贸易	通胀敏感性较低	基本维持稳定在1%~3%	三轮通胀中均出现了显著提升	前两轮显著提升
休闲服务	通胀敏感性较低	基本维持稳定在7%左右	三轮通胀中均出现了显著提升	前两轮显著提升
传媒	通胀敏感性较低	基本趋势向上	前两轮营收增速有所提升	前两轮显著提升
交通运输	以需求为主导	2007-2008：销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现；2009-2011：销售净利率领先于PPI提升，高点领先于PPI高点出现；2015-2017：销售净利率维持平稳	三轮通胀中均出现了显著提升	前两轮显著提升
建筑装饰	通胀敏感性较低	基本维持稳定在1%~3%	第一轮通胀中营收增速提升	第一轮显著提升
房地产	通胀敏感性较低	2009年达到高点后开始趋势下行	三轮通胀中均出现了显著提升	第一轮显著提升
综合	通胀敏感性较低	与通胀相关性不大	后两轮营收增速有所提升	第二轮显著提升
公用事业	不抗通胀	三轮PPI上升阶段，公用事业行业的销售净利率都有不同程度的下降	三轮通胀中均有提升	除第二轮显著提升外，其余两轮通胀ROE均趋势下降

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

结论

- 对比海外成熟市场，A股市场正走向成熟，未来走出长牛慢牛行情的条件已经开始具备。
- 本轮全球经济复苏方兴未艾，我们预计商品价格上涨将持续到四季度。通胀具有两面性，抬升利率与增加企业盈利，后者影响更大。
- 2021年基本面重要性远大于流动性，我们判断二季度后，A股市场会有年内第二波主升浪行情。
- 结构上看，中国优势竞争企业依然是长期投资方向，不会受通胀和流动性变化太大影响，短期通胀交易机会可关注周期和金融。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

感谢观赏

Thanks for Watching