



2021.05.13

通胀风再起，云涌强者胜

——策略联合行业特别专题

本报告导读：近期通胀风再起，国君策略联合行业推荐当前资源品涨价下直接受益的国内定价大宗品，同时握紧工业设备制造红利，布局具备强议价能力的消费制造龙头。

摘要：

- **近期，通胀风再起，云涌强者胜。**基于大势研判观点，维持震荡格局判断不变，指数区间 3300-3700。当前财报披露季后分子端进入空窗期，分母虽受流动性与通胀预期扰动，但新边际亦来自危机并存的分母端。行业配置层面，我们推荐受益于国内具供给侧逻辑、并续享碳中和政策红利下的部分大宗商品，紧抓更具盈利韧性和更大边际改善幅度的设备制造红利，布局具备更强议价能力的制造类消费龙头。
- **首先，继续关注“碳中和”主题及中澳贸易影响下的钢铁、煤炭、有色等行业机会。**在上游资源品方面，我们认为当前国内定价资源品种（钢铁/煤炭/铝）优于全球定价的资源品（石化/基化），此外“碳中和”主题下，有色中的铝具备供给端逻辑支撑与后续盈利弹性的释放。
- **持续推荐关注资本开支逻辑下的制造。**一方面，受“补足海外供需缺口+企业全球市场份额提升+国内实现进口替代效应”三重因素拉动，国内上中游制造业实现量价齐升，盈利显著改善。同时，4月政治局会议强调促进制造业投资，在信贷结构优化背景下，制造业扩表进程有望加快，可持续关注本轮制造业中边际改善幅度更大的细分领域。
- **此外，我们看好设备制造领域下游 2C 端属性的细分品种，具备更大提价空间，在成本端涨价环境中拥有更强的成本传导能力。**2C 模式和 2B 模式下的成本加成定价模式，以及竞争格局偏垄断和在下游原材料成本中占比偏低的设备类公司对上游涨价的传导能力较强。
- **最后，看好修复逻辑下具备较强成本传导和议价能力的消费龙头。**
- **1、大宗商品：重点推荐受益于供需缺口持续的国内定价周期**
钢铁：新繁荣起点继续进攻。**推荐：**华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份。
煤炭：受益碳中和，价格与盈利同步复苏。**推荐：**平煤股份、山西焦煤、潞安环能。
有色：铝创新高，铜具备向上弹性。**推荐：**云铝股份、神火股份。
化工：新一轮化工行情开启。**推荐：**华鲁恒升、万华化学、龙蟠佰利。
石化：原油价格的超级周期概率较低。**推荐：**中海油服、海油工程。
- **2、消费制造：关注紧抓议价权及下游需求快速修复赛道**
家电：大宗对家电企业的影响短期不可避免，龙头向下游转嫁能力好于二三线企业。**推荐：**海尔智家、新宝股份、老板电器。
家居：金属包装、定制及软体家具需求快速修复。**推荐：**奥瑞金、欧派家居、顾家家居。
- **3、工业设备：受益资本开支逻辑、具备更强提价空间和通胀下具盈利韧性的制造细分赛道。****推荐：**中集集团、郑煤机、天地科技。

感谢轻工组穆方舟、钢铁组李鹏飞、煤炭组翟望、有色组郭华宇、化工组段海峰、石化组孙义昱、机械组黄琨、家电组蔡雯娟对本文的贡献。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

报告作者



陈显顺(分析师)



021-38032683



chenxianshun@gtjas.com

证书编号

S0880519080006



陈熙淼(分析师)



021-38031655



chenximiao@gtjas.com

证书编号

S0880520120004

相关报告

全球通胀预期抬升，国内政策不急转弯

2021.05.13

海外风险预期回落，国内流动性平稳

2021.04.29

海外风险预期回升，国内信用周期放缓

2021.04.13

全球通胀担忧抬升，国内宽松预期纠偏

2021.03.24

风起朱格拉周期，机械景气上行东风已至

2021.02.28

目 录

1. 策略：通胀风再起，云涌强者胜.....	3
1.1. 大势：震荡格局不变，博弈天平暂向分母端倾斜.....	3
1.2. 看好国内定价且具备中长期逻辑的钢铁、煤炭及部分有色.....	6
1.3. 持续推荐盈利韧性十足及成本转嫁能力强的中游制造.....	7
1.4. 关注紧握议价权及下游需求快速修复的消费制造.....	9
1.5. 看好资本开支逻辑下的工业设备，关注 To C 端提价空间.....	9
2. 大宗商品：重点推荐受益于供需缺口持续的国内定价周期品	10
2.1. 钢铁：新繁荣起点，继续进攻	10
2.2. 煤炭：受益碳中和，价格与盈利同步复苏	12
2.3. 有色：铝创新高，铜具备向上弹性	19
2.4. 化工：新一轮化工行情或开启	20
2.5. 石化：原油价格的超级周期概率较低	21
3. 消费制造：关注紧握议价权及下游需求修复赛道	22
3.1. 家电：大宗对家电企业的影响短期不可避免，龙头向下游转嫁能力 好于二三线企业.....	22
3.2. 家居：金属包装、定制及软体家具需求快速修复.....	25
4. 工业设备：从竞争格局和成本占比看成本传导能力	29
5. 重点推荐金股组合及盈利预测.....	33

1. 策略：通胀风再起，云涌强者胜

大势来看，后续就指数而言，维持震荡格局判断不变，区间在 3300-3700。当前在财报披露季后分子端进入空窗期，分母虽受流动性与通胀预期的扰动，但新边际亦来自危机并存的分母端。近期，通胀风再起，云涌强者胜。行业配置层面，我们推荐受益于国内偏中长期供给侧逻辑、并持续享碳中和政策红利下的部分大宗商品，紧抓更具盈利韧性和更大边际改善幅度的设备制造红利，布局具备更强议价能力的消费制造龙头。

首先，继续关注“碳中和”主题以及中澳贸易影响下的钢铁、有色等行业机会。在上游资源品方面，我们认为当前国内定价资源品种（钢铁/煤炭/铝）优于全球定价资源品（石化/基化），此外，“碳中和”主题下，有色中的铝也具备供给端逻辑支撑和后续盈利弹性的释放。

然后，持续推荐关注资本开支逻辑下的制造。一方面，受“补足海外供需缺口+企业全球市场份额提升+国内实现进口替代效应”三重因素拉动，国内上中游制造业实现量价齐升，盈利显著改善。同时，4月政治局会议强调促进制造业投资，在信贷结构优化背景下，制造业扩表进程有望加快，可持续关注本轮制造业领域边际改善幅度更大的细分领域。

此外，我们看好设备制造领域下游 2C 端属性的细分品种，具备更大提价空间，在成本端涨价环境中拥有更强的成本传导能力。2C 模式和 2B 模式下的成本加成定价模式，以及竞争格局偏垄断和在下游原材料成本中占比偏低的设备类公司对上游涨价的传导能力较强。

最后，看好修复逻辑下具备较强成本传导和议价能力的消费龙头。

1.1. 大势：震荡格局不变，博弈天平暂向分母端倾斜

财报季后分子进入空窗期，新边际来自危机并存的分母端。分子端暂时进入空窗期：一季报盈利高增，20 个一级行业归母净利润同比增速的历史分位数（2010 年至今）超 80%，上游/中游周期、可选等大类行业增速均在 300% 以上。但当前通胀顶部形态不定，中期视角下盈利优势的产业结构仍较为模糊，博弈重心转向分母是必然选择。分母端约束暂放缓带来新的边际：市场原先预期 2021Q2 将是紧信用拐点斜率最大之时，但 4 月政治局会议重提“不急转弯”、新增“稳定预期”。因此尽管 3 月社融与信贷增速双回落，但未来信用收紧节奏将较预期放缓、利率中枢抬升过程或将拉长，缓解市场担忧。震荡格局下，结构性机会源于危机并存的分母。

图 1: 紧信用拐点斜率最大之日确是权益市场估值下杀之时, 但重提“不急转弯”稳定预期, 结构性机会源于危机并存的分母



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 2021 年一季度 20 个一级行业归母净利润同比增速的历史分位数 (2010 年至今) 超 80%

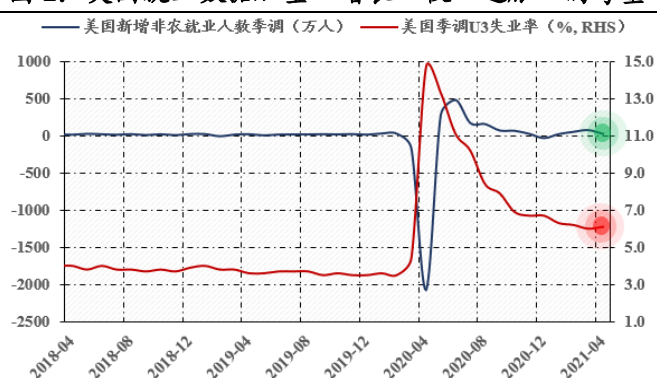
风格	行业	2021Q1 营收增速	2020Q4 营收增速	2020 全 年营收 增速	2021Q1 净利增速	2020Q4 净利增速	2020 全 年净利 增速	2021Q1 毛利率	2020Q4 毛利率	2020 全年毛 利率
金融	银行	3.6	6.3	5.6	4.6	41.9	0.6	-	-	-
	非银行金融	8.1	5.9	8.6	22.2	45.9	0.3	25.3	22.9	-
上游周期	石油石化	11.4	-20.7	-22.4	296.9	-5.4	-35.4	21.2	20.9	18.6
	有色金属	47.4	21.7	14.9	321.0	238.1	230.1	10.2	10.0	9.1
	煤炭	27.3	13.7	-0.2	63.7	67.7	-4.2	27.3	23.4	25.2
中游周期	钢铁	52.6	16.9	4.2	251.6	55.5	-2.3	11.7	9.7	10.3
	建材	59.8	14.3	7.8	94.1	55.0	15.5	27.7	28.3	29.4
	机械	52.6	21.0	9.6	185.7	1220.2	44.2	23.1	22.9	23.4
	基础化工	42.7	16.4	1.0	230.6	121.3	217.5	23.6	20.3	20.8
	电力及公用事业	26.2	3.5	0.3	49.0	74.8	21.6	19.9	20.5	24.0
下游周期	交通运输	39.2	8.5	-1.7	322.4	-343.2	-96.5	9.7	9.4	8.3
	建筑	56.6	20.0	12.3	72.2	16.5	3.7	10.0	12.2	11.4
	房地产	36.1	17.2	10.8	-14.3	-23.9	-19.1	22.6	26.2	26.8
必选消费	医药	32.1	21.5	7.2	73.9	45.0	27.2	35.2	33.5	34.9
	纺织服装	28.2	-36.2	-11.9	137.7	75.5	-17.0	25.2	24.0	23.9
	农林牧渔	46.5	24.1	25.9	0.5	-64.9	43.9	17.1	15.8	19.8
	食品饮料	23.5	10.1	7.5	26.9	28.6	16.1	49.4	42.8	45.6
	商贸零售	32.4	10.2	-3.9	186.6	-271.0	-64.2	13.5	9.7	12.8
可选消费	消费者服务	59.2	-6.8	-24.9	239.1	-194.0	-81.7	33.7	34.9	33.6
	汽车	75.2	10.7	-2.0	683.4	80.7	-3.5	13.2	13.5	13.6
	家电	46.4	15.6	1.5	105.4	217.3	10.5	22.4	24.9	23.9
	轻工制造	58.4	16.1	7.2	139.6	28.6	7.3	24.7	21.5	24.8
成长	电力设备及新能源	53.1	17.3	12.1	165.0	10348.5	55.5	22.0	19.5	21.4

电子	59.7	38.2	11.0	180.2	428.6	52.3	21.9	20.0	20.7
通信	19.9	6.8	4.8	90.8	371.7	112.0	80.6	17.3	18.4
计算机	31.4	3.8	-3.1	1165.9	219.6	9.3	18.6	21.5	20.2
国防军工	29.8	-3.8	2.3	-24.3	145.9	50.7	22.9	21.0	20.5
传媒	20.8	3.4	-6.1	83.6	38.8	146.3	30.2	26.4	28.1

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

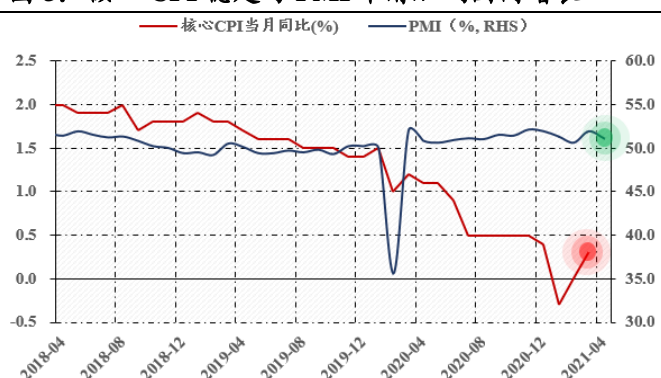
分母的危与机：锚的不确定性。当前分母端确实正在提供新的边际，但是更长来看方向上仍有分歧，分歧源于分母之锚的不确定性，锚定通胀还是增长？海外还是国内？美国方面，当前政策层淡化通胀、重心仍是经济增长。目前美国经济修复不及预期，核心体现在4月美国非农就业新增及失业率数据。但往后看通胀的持续以及对经济增长的逐渐乐观仍是悬顶之剑。4月CRB综合指数均值同比增长46%，未来伴随“美国家庭计划”实施，通胀在供需不平衡下将进一步向下游传导。国内方面，对通胀的容忍正在提升，重心亦是经济增长。一方面政治局会议未提通胀，以及当前核心CPI与通胀表现仍较稳定。另一方面是4月PMI超预期下滑，以及政治局“辩证看待一季度经济数据”、“经济基础不稳固”的强调。复苏之路上，通胀与增长如影相随，锚在何处？过去在海外通胀，眼下在国内增长，未来仍将持续变化。

图2：美国就业数据加重“增长”较“通胀”的考量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图3：核心CPI稳定与PMI下滑加码国内增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

中澳风险并无大碍，风险偏好的边际压力在内不在外。周四发改委宣布无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动，考虑到中澳贸易仅占中国对外贸易总额3.6%，低依赖度下中澳关系恶化对经济整体影响不大，对权益市场风险偏好亦无影响。但结构上来看，中澳关系继续恶化或将对有色、钢铁等行业带来边际上的影响。2021年可能的风险偏好边际压力在于国内地方金融风险。当前地方隐性债务已远高于显性债务规模、偿付压力较大，警惕下半年降杠杆、防风险对权益市场的冲击。此外地方金融风险不仅限于地方隐性、显性债务风险，还涉及地方国有企业债务风险管控。本次政治局会议首次提出“建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，比12月中央经济工作会议“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”进一步压实各方责任。

通胀风再起，推荐行业配置三部曲：续享碳中和，紧抓制造红利，此外可关注具备较强议价能力的消费类龙头。行业层面，继续关注碳中和以及中澳影响下的钢铁、有色等行业。此外当前正步入制造中段，科技成

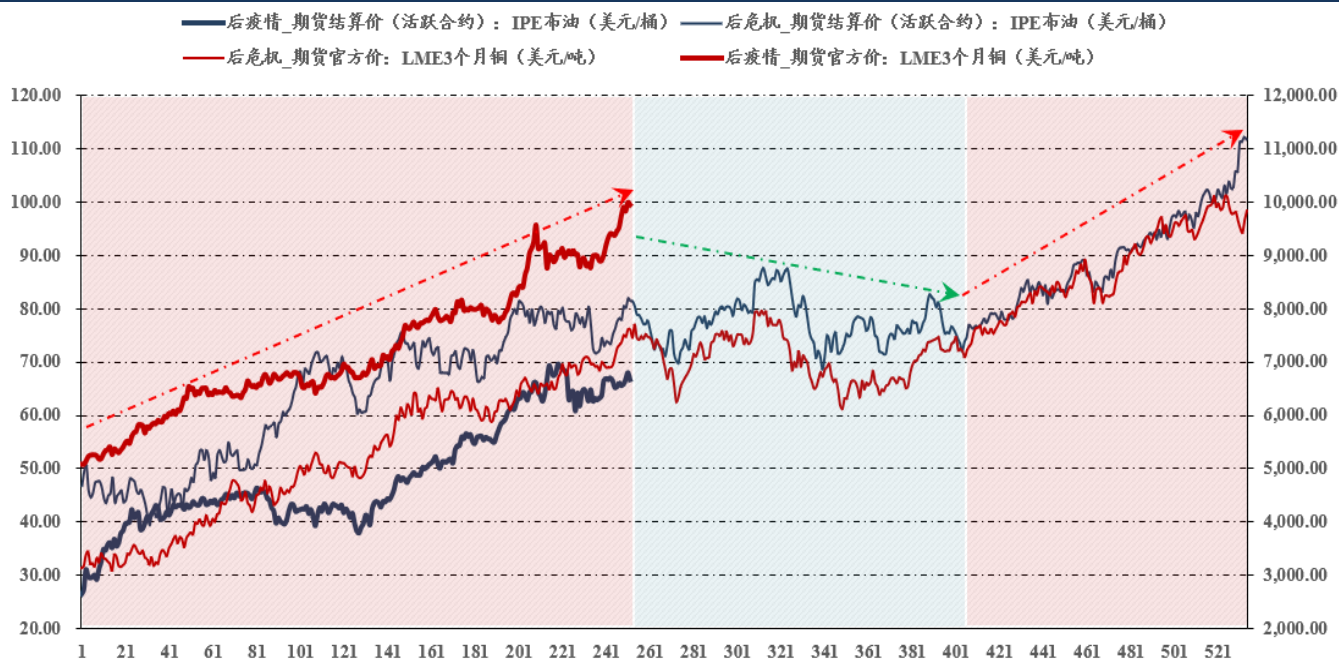
长起点，关注国内进口替代+供需缺口持续+资本开支逻辑下的设备制造，此外可关注具备较强议价能力和成本传导能力的消费制造类龙头公司。重点推荐：1) 碳中和主题：钢铁（华菱钢铁）。2) 制造：工业设备（中钢国际）、专用设备（先导智能）、油服设备（中海油服）。3) 消费龙头：家电（海尔智家）、家居（欧派家居/顾家家居）。

1.2. 看好国内定价且具备中长期逻辑的钢铁、煤炭及部分有色

近期大宗商品涨价猛烈，但我们认为后续涨价空间及持续性或相对有限。自 2008 年金融危机后，以油和铜为代表全球定价的大宗商品价格呈现一波三折的走势。若将新冠疫情后经济修复阶段与金融危机冲击后进行类比，当前油价与铜价走势已接近第一阶段的向下拐点。尽管后续伴随新增产能的边际放缓，铜油价格中枢大概率仍会上行，但从预期层面来看，当前市场对于“涨价”的理解或更多是“跟随式抬升”，短期空间相对有限。这也构成当前时点上游资源品国内定价优于全球定价的前提。

当前，相较全球定价的油、铜等上游资源品，我们更为看好国内具备供需两侧逻辑的钢铁、煤炭、有色（铝），并进一步基于供给侧视角推荐碳中和主题及因中澳贸易事件冲击而受益的上述周期品行业机会。5 月 6 日，发改委宣布无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动，考虑到中澳贸易仅占中国对外贸易总额 3.6%，低依赖度下中澳关系恶化对经济整体影响不大。但结构上看，中国从澳进口的铁矿石占总进口量超 60%，以及氧化铝、铝土矿、锌合金等产品占比也分别达到 66%、33%和 39%，中澳关系的恶化或持续拉开钢铁、煤炭、有色等外部资源依赖型行业的供需缺口，构成后续业绩释放的强力催化。此外，从中长期供给端逻辑来看，我们持续推荐“碳中和”主题下受益的钢铁、电解铝。

图 4：若将新冠疫情与金融危机作冲击的类比，当前全球定价的油铜已近第一阶段向下拐点



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

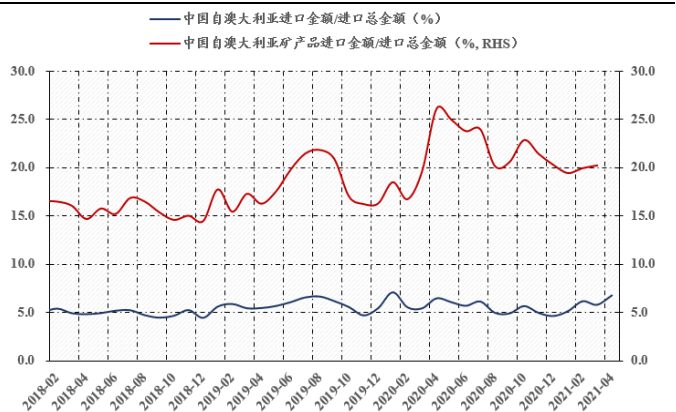
注：后危机的起点为 2009 年 1 月，后疫情的起点为 2020 年 5 月。

图 5: 钢铁、煤炭持续高景气



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 中澳关系恶化的影响, 结构>总量



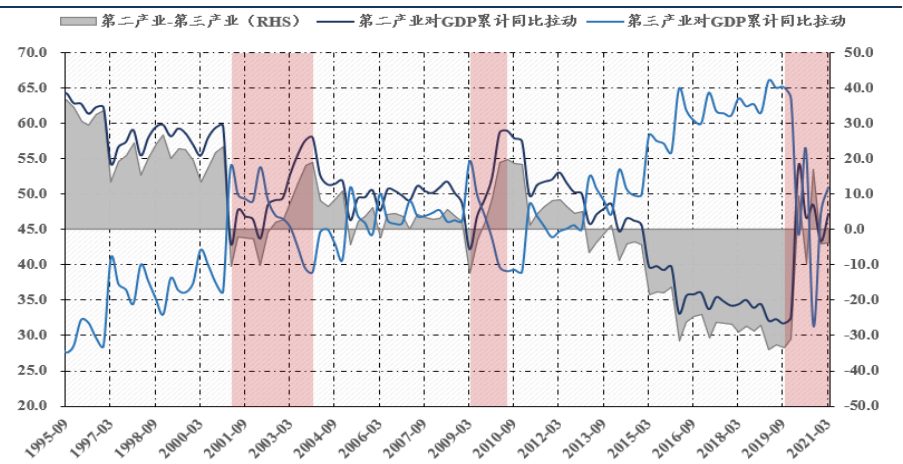
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.3. 持续推荐盈利韧性十足及成本转嫁能力强的中游制造

展望二季度, 无论是大盘指数或此前定价较充分的抱团股, “拔估值”均较困难。在国内外通胀、信用收缩及流动性收缩预期三重桎梏下, 二季度仍需寻找边际改善幅度较大的结构性机会。我们认为, 风格层面的版块间对比来看, 相较于必选消费和科技, 本轮大制造领域兼具成长属性与性价比。本轮制造业领先的小时代特征下, 结构上以设备制造为代表, 部分成本传导更为通畅的细分品种值得关注, 且本轮充裕的现金支持其通过产能扩张改善竞争格局, 实现估值的修复将是大概率事件。

经济冲击后的修复阶段, 制造业领先的小时代特征归来。每一轮经济修复阶段, 都率先出现“制造业领先”的小时代归来特征。复盘历史来看, 包括 2001 年-2003 年, 2009-2010 年间, 第二产业对 GDP 拉动作用均阶段性超过第三产业, 且持续提速, 而在两次后危机时代, 工业部门也均扮演了主导增长贡献的角色。本轮疫情冲击过后, 2021 年初至今, 国内“制造业领先”的中期阶段性“修复特征”再现。

图 7: 每一轮经济修复期, 制造均领先于服务增长

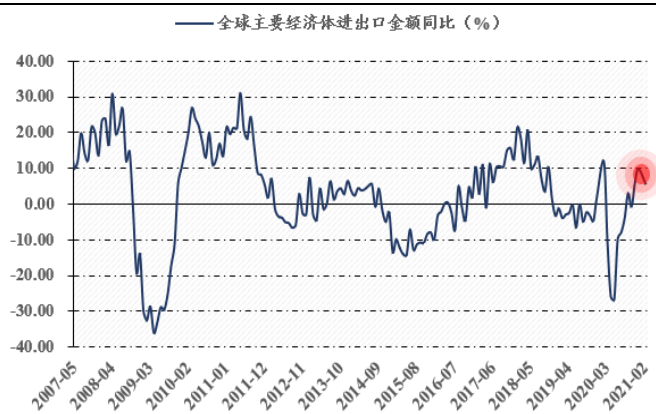


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

海外溢出效应+经济修复下的内外供需缺口, 利好制造业景气回升。本轮海内外经济需求复苏叠加温和再通胀背景, 利好国内第二产业景气的加速修复。价格方面, 自 2020 年下半年以来, 在海内外疫情-经济-金融

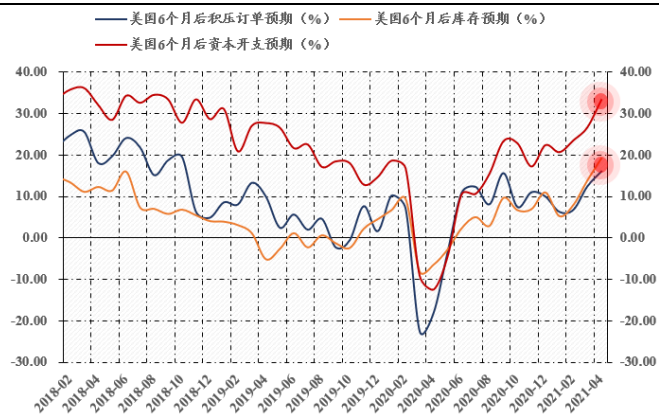
三重周期的错位背景下，国内温和再通胀持续演绎。而 2021 年初以来，伴随欧美疫情拐点出现，海内外经济修复共振叠加供给端短期相对受限，全球定价的上游资源品价格迅速拉升，加速再通胀的演绎。量方面，当前国内制造业充分享受了海外宽松政策的溢出效应，受“补足海外供需缺口+企业全球市场份额提升+国内实现进口替代效应”三重因素拉动，国内上中游制造业实现量、价双升，盈利显著改善。

图 8：制造业的周期修复依赖贸易的周期修复



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：美国积压订单仍未消化，延续补库存态势¹

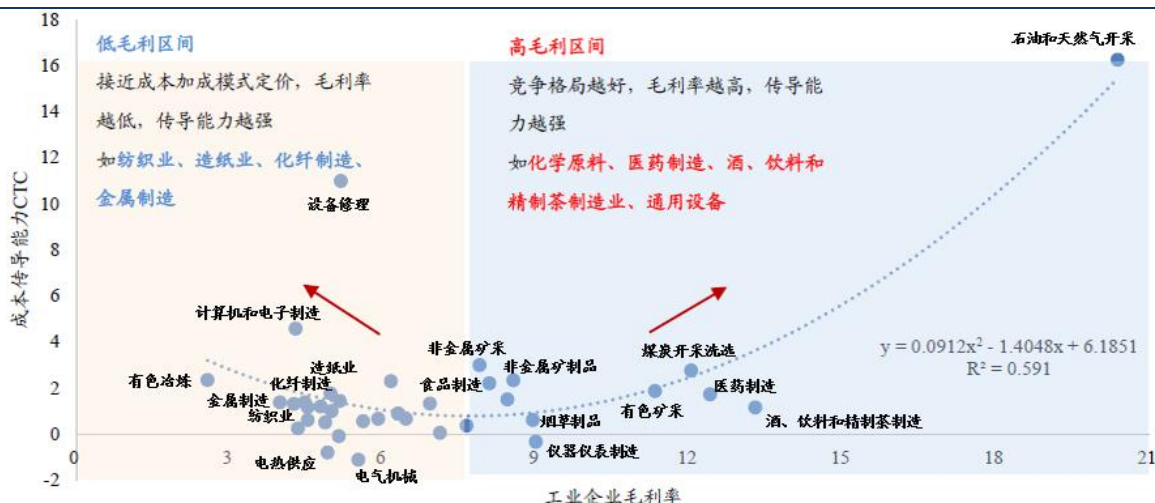


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本轮再通胀风起下，重点关注具备成本传导能力的优质制造企业。2016-2017 年供给侧改革及外需拉动涨价，但需求疲弱导致成本传导不足。而 2020-2021 年在内外需共振下，投资-利润（企业部门）-收入-零售（私人部门）的传导更为通畅，外需强劲下呈现“量价齐升”、“量缓升、价骤升”、“量骤升、价缓升”的三阶段演绎，当前第三阶段成本传导是重心。

在中下游制造业中挑选上游涉及涨价品种，疫情后成本加速上行（表明切实受到通胀影响）但毛利率仍企稳或上升的较强成本转嫁方向，并结合后续需求端修复方向判断，重点推荐：工业设备（中钢国际）、专用设备（先导智能）、油服设备（中海油服）。

图 10：毛利率与成本传导能力呈非线性关系，当前电子、高端装备、电气设备是成本转嫁较强的方向



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

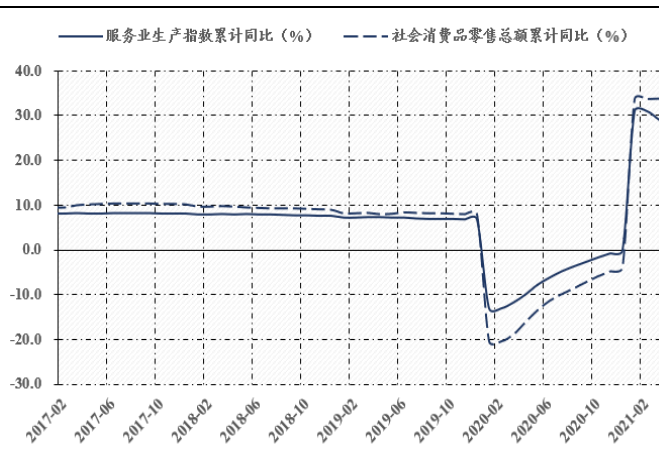
注：成本传导能力（CTC）= 产成品价格实际涨幅（RM）/ 产成品价格理想涨幅（MP）。

¹ 积压订单预期采用里奇蒙德、堪萨斯、达拉斯联储的均值，库存预期采用费城、堪萨斯、达拉斯联储的均值，资本开支预期采用费城、里奇蒙德、堪萨斯、达拉斯联储的均值。

1.4. 关注紧握手议价权及下游需求快速修复的消费制造

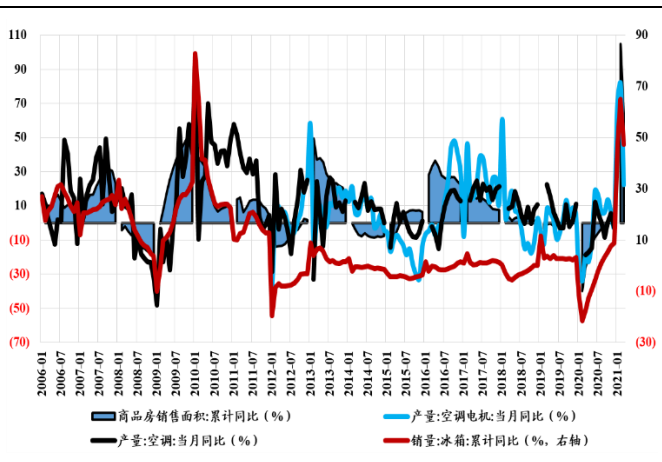
经济复苏的第三阶段，往后看消费的改善具备确定性。疫情冲击后国内经济已经历“复工复产”及“政策投资”驱动的两阶段复苏，整体进程过半，当前经济步入内外需共振的第三阶段，近期服务业生产指数及社零总额同比增速已反弹并维持高位。一方面考虑政府债券额度完成状况及“信用拐点论”的明牌，投资边际上行动力有限，2021年预计基建小幅下行，房地产本身具备较强韧性，将在调控之下重新进入微跌通道；另一方面，企业部门与居民部门的收入回升引发需求的内生修复，消费行为常态化，关注受益需求快速修复下具备议价能力的制造类消费龙头，包括家电、家居等。

图 11: 服务及社零增速维持高位，消费改善具确定性



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 12: 2021 年以来地产销售亮眼拉动家电产销数据



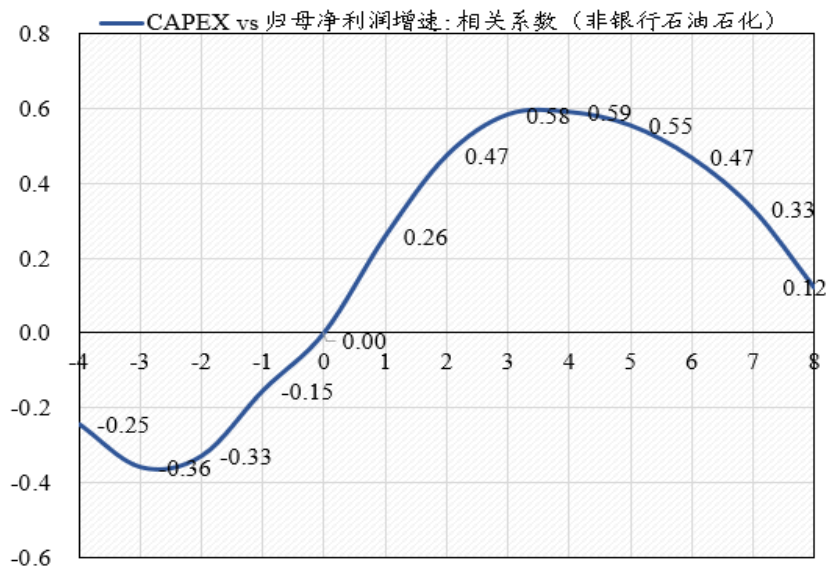
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.5. 看好资本开支逻辑下的工业设备，关注 To C 端提价空间

当前工业设备盈利韧性十足。受益于海外产能缺口对需求端的拉动和经济结构调整下的产业景气趋势变化，工业设备投资已呈现新旧动能转换特征。历史经验表明，利润增速领先资本开支4个季度，本轮由盈利驱动型的工业设备资本开支持续性或更强，更有助于规避信用收紧对资金供给面造成的扰动。近期政治局会议突明确政策支撑，有助于工业设备企业投资意愿提升，以削弱信用大环境收缩对微观企业行为的影响。

此外，工业设备领域中 To C 领域企业具备更强的提价空间，有望对冲上游成本端涨价影响，从而具备较强盈利韧性。根据我们的梳理，典型包括部分计算机软件类、机械设备中的专业化设备和高端装备，此外包括环保设备、餐饮食品制品设备、医药器械和农业设备类等都具有 To C 属性。

图 13: 历史经验表示, 利润增速领先资本开支 4 个季度



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

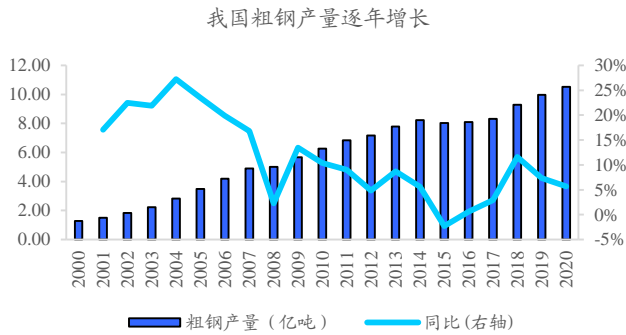
2. 大宗商品: 重点推荐受益于供需缺口持续的国内定价周期品

2.1. 钢铁: 新繁荣起点, 继续进攻

碳中和是工业品未来 5-10 年的重大主题, 碳中和背景下, 钢铁行业过去二十年产能扩张周期和产量增长结束。展望未来十年, 我们认为当下正是钢铁行业新繁荣的起点。我们前期不断强调的, 钢铁板块重要投资机会正稳步兑现, 继续推荐板块全年投资机会。继续推荐板材三大龙头华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份, 受益南钢股份; 螺纹三小龙方大特钢、三钢闽光、韶钢松山。从电炉钢占比上升的角度, 推荐成长股方大炭素。

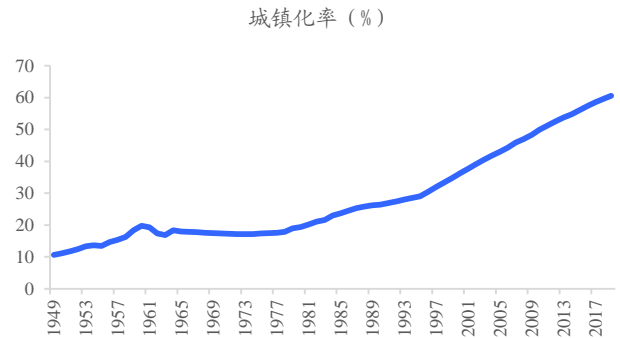
行业将迎来供需长周期的错配, 钢价大幅波动结束, 未来钢价易涨难跌。我们判断 2021 年靠提高产能利用率来提升产量的方式已经走到了极致, 产量端增长弹性在下降, 产能利用率目前在高位是这轮价格高的原因。从中长期需求来看, 在整个城镇化、工业化还没有结束的情况下, 我们认为未来 5-10 年国内的需求仍然会以 2% 左右的年化复合增速增长。从这个角度, 我们会看到历史上第一次出现供给曲线和需求曲线的长周期错配。碳中和将给行业带来两点影响: 一个是确定了产能周期的结束, 另一个是确认了产量无法再无序增长了。所以我们认为长期钢铁的估值会得到修复, 而不只是短期的炒作。

图 14: 2000 年钢铁行业的扩产周期已经结束



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

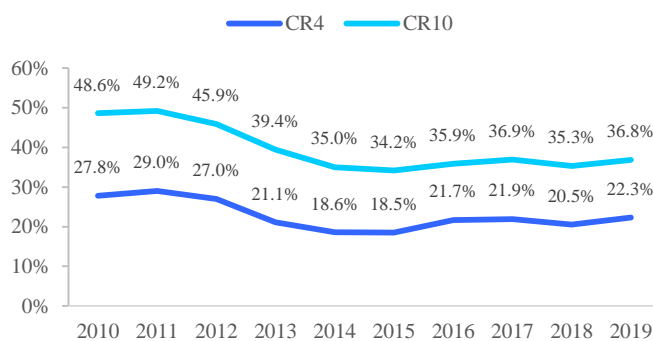
图 15: 我国城镇化率仍将上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

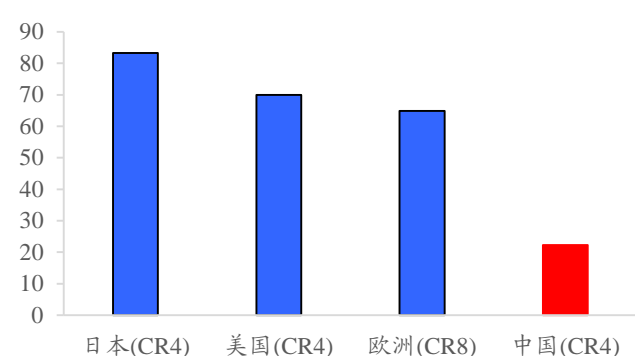
兼并重组加速推进，行业龙头优势更加明显。国有、民营企业开始追求存量产能下的产能扩张，行业集中度快速上升，龙头企业议价权快速提升。行业龙头通过持续的优化管理、变革激励机制、提升效率最终降低成本，同时科技将持续赋能制造，而环保和绿色发展将拉开龙头公司与其他企业的成本差距，龙头将产生超额收益。且随着产能周期的结束，扩产能的重资产发展模式不再，未来行业资产负债率下降、分红上升，行业逐渐向轻资产转变。

图 16: 我国钢铁行业集中度较低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

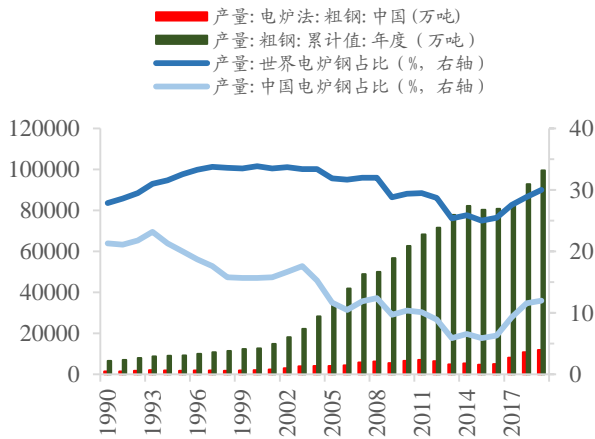
图 17: 我国钢铁行业集中度较发达国家仍有差距



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

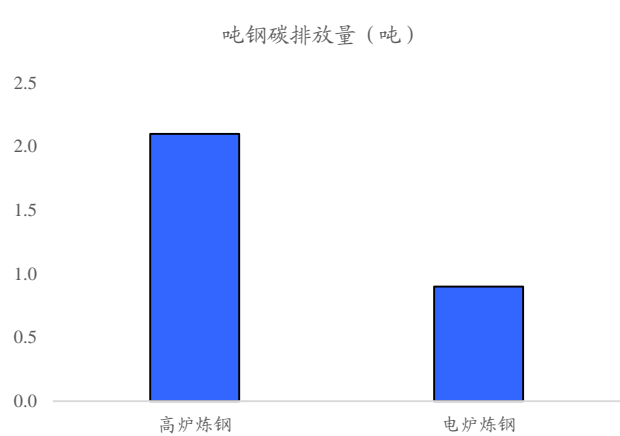
电炉快速发展，电炉钢占比提升。我国电炉钢占比 10% 左右，与国外平均 30% 以上的水平仍有较大差距。电炉的排碳量和高炉之比为 1:4，若未来收碳税，电炉和高炉的成本可能会有倒挂。随着废钢产量持续增加，废钢对铁矿的替代也是大势所趋。电炉钢的生产工艺是即开即停的，这将导致钢铁行业供给的易变性逐步增强。前期高炉关停困难，供给端很难灵活匹配需求，而电炉钢的即开即停会导致钢铁行业的供需匹配更加灵活，价格波动将持续下降。

图 18: 我国电炉钢产量占比较低



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19: 电炉炼钢碳排放量远小于高炉炼钢



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

普钢的估值正在面临修正。前期市场认为中信特钢和抚顺特钢是周期股，但两家公司逐步在自己的领域做好品牌、控制成本、兼并收购，随着业绩释放，两家的估值体系已从周期股回到稳定行业估值，再到偏成长性的估值。过去两年优特钢的估值切换，其催化剂就是持续的业绩释放，以及自身价值被市场所重新认知。2021 年我们全面转向推荐普钢板块，随着 2021 年业绩持续的释放，叠加中长期龙头业绩稳定性、盈利中枢的上修，2021 年普钢的估值正在面临修正。

供需长周期错配，行业盈利中枢上修。钢铁行业供需长周期错配，且电炉炼钢占比的上升意味着钢铁价格稳定性上升，行业整体业绩的中枢上修、波动性下降。从结构上看，行业龙头减碳成本低，且自身技术优势明显，其利润上升的幅度将超行业平均。

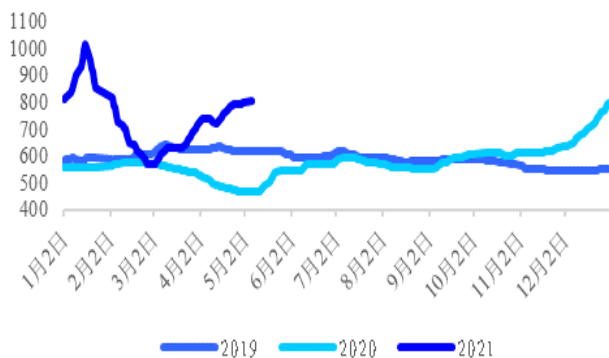
钢铁行业将保持长周期景气。根据中钢协数据，2021M1-M3，全国累计生产粗钢 2.7 亿吨左右，较 20 年同期上升 15.6%。假设 21 年粗钢产量同比持平，则 21 年 5-12 月粗钢产量将同比下降。而全球复苏背景下，美国钢价大幅上涨，国内钢材需求良好，钢铁行业将保持长周期景气。

2.2. 煤炭：受益碳中和，价格与盈利同步复苏

一、价格复苏：强需求和弱供给、煤焦价格全年均将维持高位

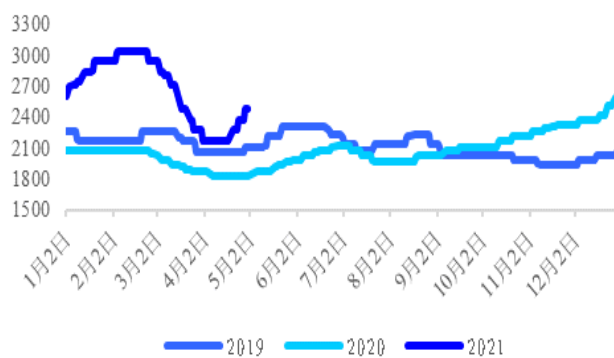
2020Q1 以来煤焦市场波动剧烈，尤其是 1 月份动力煤价格冲高回落、2 月份焦炭价格冲高回落后，动力煤、焦炭价格在 3 月份、4 月份均出现较大幅度反弹，且目前仍在持续反弹趋势之中。关于商品价格的强势，我们认为需求是核心根本驱动力，而供给端相对难以放量，虽然在此基础上供给端可能会有阶段性的波动（动力煤增产保供、进口放松预期、焦炭产能投放等），但由于行业全年均存在产能缺口，供给端的波动或将造成价格的短期调整或上涨受限，但全年价格大幅高于往年同期的大方向并不会发生变化。

图 20: 2021 年 CCI 动力煤价格指数淡季不淡 (元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 2021 年焦炭价格波动较大, 4 月触底回升 (元/吨)

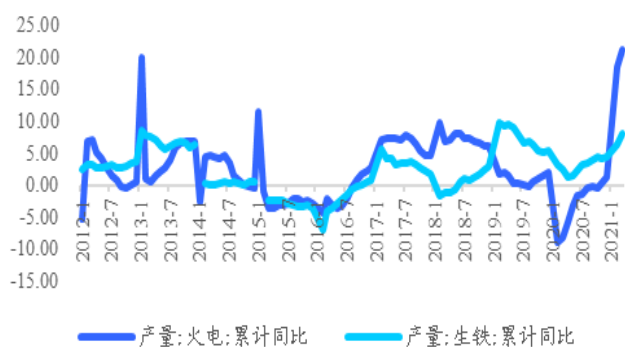


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

强需求助力价格淡季持续上涨。2021Q1 火电发电量 14379 亿度同比 +25.7%，较 1-2 月累计同比+18.4%的增速增加 7.3PCT，2021Q1 生铁产量 2.2 亿吨同比+8.0%，累计增速增加 1.6PCT。2021Q1GDP 同比增长 18.3%，2021 年 3 月 PMI51.9、4 月 51.1，宏观经济增速较快工业品指数持续提升。

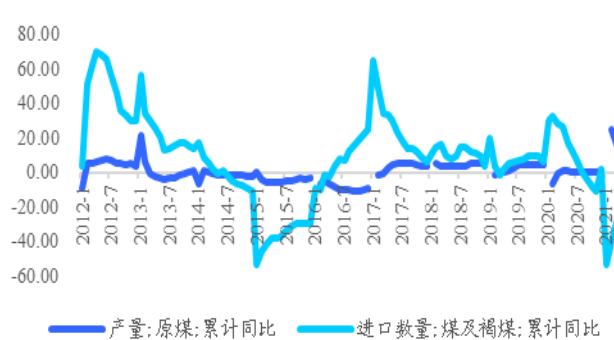
供给端，3 月煤炭产量 3.41 亿吨(-0.2%)，2021Q1 产量累计增速 16.0%，增速下降 9.0PCT，进口量 0.27 亿吨(-1.8%)均下降，其中往年的核心煤炭进口来源国澳大利亚自 2020 年 12 月以来，连续四个月煤炭零进口，蒙古煤炭进口亦难以放量，全年弱供给支撑价格强势。

图 22: 2021 年火电、生铁产量累计增速超预期(单位: %)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

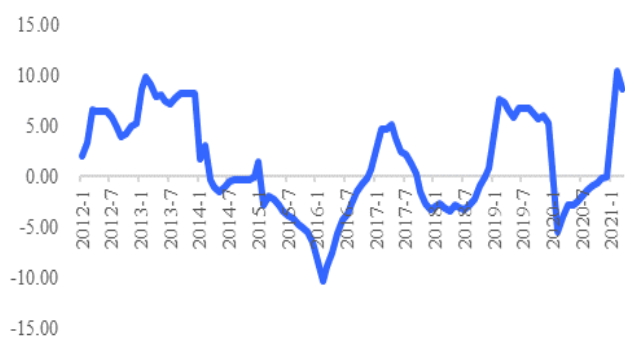
图 23: 2021 年煤炭产量累计同比大幅提升, 进口累计增速大幅下降 (单位: %)



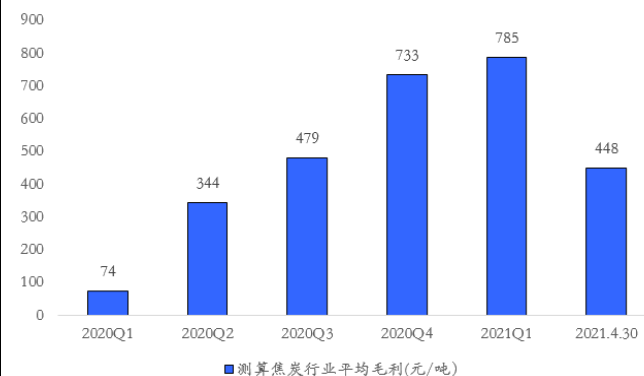
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

焦炭方面，2021Q1 累计产量增加 8.6%，累计增速较 1-2 月下降 1.7 个百分点，当价格出现大幅波动导致盈利快速下滑后，内蒙、山西的部分焦企开始积极减产，使得价格底部出现较强支撑，结合钢铁价格持续上涨和消费量提升，中期来看，政策对于诸如焦炭等高能耗行业的审核会越发严格，产能扩张空间非常有限，且存量项目的投产也或将不及预期，支撑价格和盈利依然将维持在相对高位。

图 24: 2021 年焦炭产量累计增速同比提升(单位: %) 图 25: 经测算焦炭盈利仍处于高位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

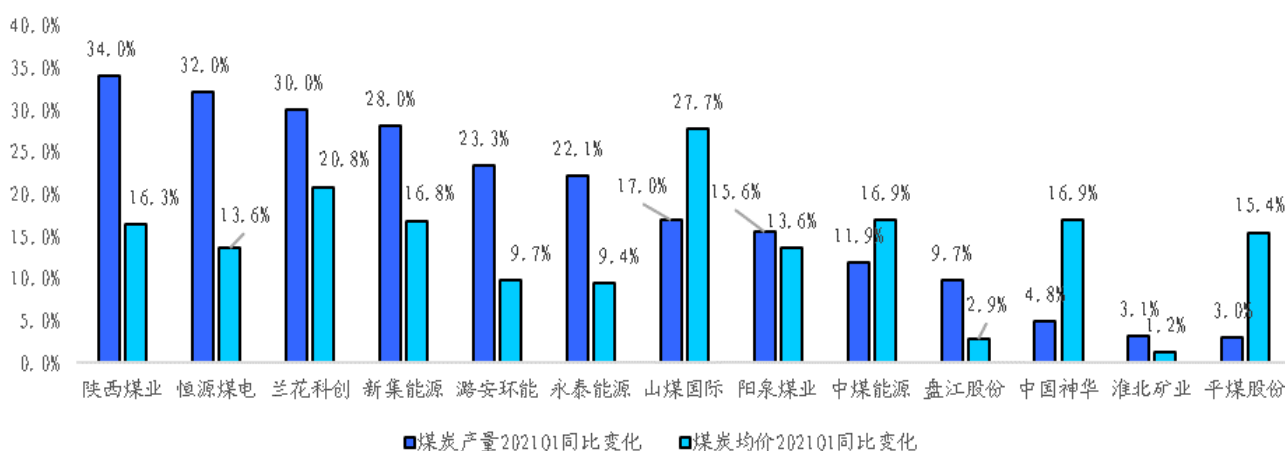


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

二、盈利复苏: 龙头迎量价双升, 高经营杠杆企业弹性优势显现

虽然市场担忧发改委进行价格调控, 但由于近期煤矿事故频发, 考虑到安全生产形势, 只能通过国有大型煤企增产, 由此带来龙头量价齐升。以动力煤龙头陕西煤业、中国神华、中煤能源等为例, 2021Q1 陕西煤业煤炭产量同比提升 34.0%, 煤炭均价同比提升 16.3%, 中煤能源分别提升 11.9%、16.9%, 中国神华分别提升 4.8%、16.9%。

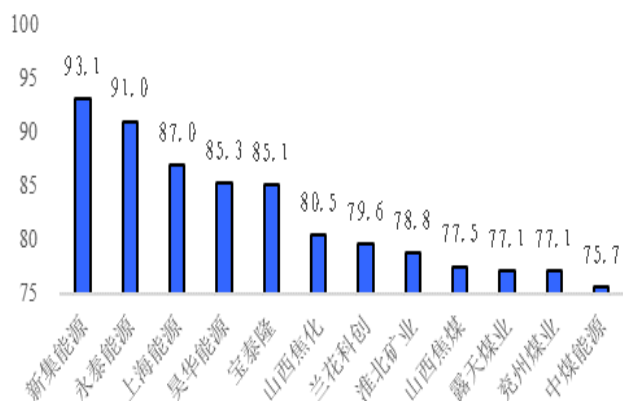
图 26: 2021Q1 煤炭业务同比量价双升的主要公司一览



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

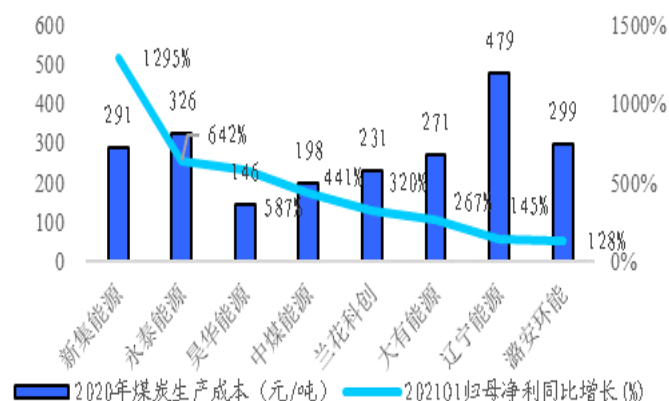
煤炭企业多为重资产, 2021Q1 上市公司非流动资产占比均值 68%、中位数 71%, 从 2021Q1 盈利同比情况来看, 高经营杠杆公司将具备更高盈利弹性。2021Q1 非流动资产占总资产比重 75% 以上的公司共有 10 家, 同期 CS 煤炭开采行业中归母净利润同比增速最高的前 5 名全部位于这 10 家公司里, 分别为新集能源、永泰能源、昊华能源、中煤能源、兰花科创。同时这 5 家业绩增速最快的公司大多具备较高的煤炭生产成本, 新集能源、永泰能源的吨煤生产成本分别为 291、326 元。

图 27: 2021Q1 非流动资产占总资产比重 75%以上的公司一览 (单位: %)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 2021Q1 归母净利翻番的公司的煤炭生产成本较高

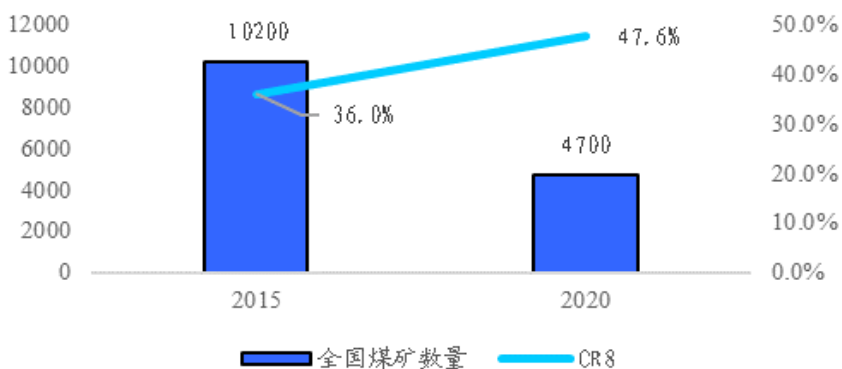


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

三、坐拥优质资源禀赋的企业将受益碳中和

受益于“十三五”的供给侧改革, 2020 年全国煤矿数量缩减至 4700 个, CR8 提升至 47.6%。据中国煤炭工业协会数据, “十三五”期间全国累计退出煤矿 5500 处, 合计退出落后产能 10 亿吨以上, 截止 2020 年底前 8 家大型煤企原煤产量 18.55 亿吨, 占全国 47.6%较 2015 年提升 11.6PCT。中国煤炭工业协会预计截至“十四五”末, 全国煤炭矿井将进一步缩减至 4000 处左右, 较 2020 年下降 14.8%, 上游资源端的供给优化具备可持续性。

图 29: 2020 年煤炭企业 CR8 为 47.6%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

碳中和下煤炭公司进入存量博弈市场, 拥有优质资源的龙头煤企矿业权的净资产有望迎来重估升值。受益于国内调控煤矿产能, 上市煤企产能扩张多来自外部并购, 统计近两年上市煤企经典并购案例可知, 焦煤的吨可采储量收购款约为 12 元, 动力煤约 7 元。而许多煤炭公司的存量矿井的采矿权由于上市时间较早而被严重低估, 根据中国神华 2019 年年报, 公司吨煤采矿权价值仅为 1.03 元, 若按照当前 7 元/吨的价格重估将增值 583%, 同理陕西煤业增值 293%、中煤能源 260%, 炼焦煤上市公司盘江股份增值 3476%、淮北矿业 416%、开滦股份 11869%。

表 2: 动力煤吨可采储量收购款约为 7 元/吨, 焦煤约 12 元/吨

收购方	时间	收购标的可采储量 (万吨)	标的煤种	收购价款 (亿元)	收购权益	吨可采储量收购 款 (元/吨)
西山煤电	2020-12-10	51,519	焦煤、肥煤	63.33	100%	12.29
西山煤电	2020-12-10	6,101	焦煤类	3.89	51%	12.50
兖州煤业	2020-10-01	97,835	长焰煤、不粘煤	108.18	49.315%	22.42*
盘江股份	2020-6-3	39,125	焦煤、瘦煤、贫瘦等	8.56	54.90%	3.99
潞安环能	2019-11-22	10,225	贫煤、无烟煤	7.52	100%	7.35

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 兖州煤业收购 108.18 亿收购的未来能源 49.315% 股份, 未来能源核心资产为金鸡滩煤矿以及煤制油等煤化工资产

表 3: 上市公司采矿权价值被严重低估

公司	煤炭类型	目前可采储量收 购价 (元/吨)	采矿权现 值 (亿 元)	采矿权占无形资 产比重	可采储量 (亿吨)	吨煤采矿权价 值 (元/吨)	重估增值
中国神华	动力煤	7	150.5	40.6%	146.8	1.03	583%
陕西煤业	动力煤	7	172.05	78.9%	96.61	1.78	293%
中煤能源	动力煤	7	268.04	57.4%	137.95	1.94	260%
兖州煤业	动力煤	12	431.26	87.5%	30.25	14.26	-16%
淮北矿业	炼焦煤	12	31.29	30.7%	13.46	2.32	416%
山西焦煤	炼焦煤	12	73.00	89.0%	-	-	-
露天煤业	褐煤	-	4.96	44.2%	26	0.19	-
潞安环能	炼焦煤	12	75.13	94.0%	14.05	5.35	124%
冀中能源	炼焦煤	12	51.02	95.2%	7.05	7.24	66%
山煤国际	动力煤	7	60.78	93.0%	9.56	6.36	10%
平煤股份	炼焦煤	12	5.42	66.9%	9.5	0.57	2003%
华阳股份	炼焦煤	12	50.84	93.1%	15.62	3.25	269%
开滦股份	炼焦煤	12	0.385	4.7%	3.84	0.10	11869%
盘江股份	炼焦煤	12	3.99	56.1%	11.89	0.34	3476%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

注: (1) 上表公司为市值超过 100 亿的 CS 煤炭开采及洗选公司 (截至 2021.03.12 收盘价), 剔除 ST 公司; (2) 兖州煤业因包含海外矿井吨煤采矿权价值较高。

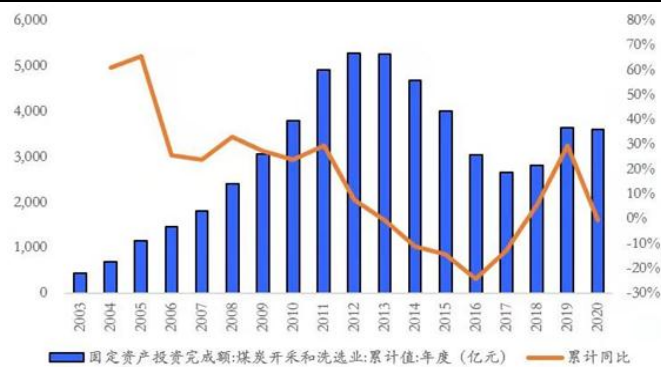
碳中和下国家新批煤矿减少, 煤炭企业经营有望更加稳健, 稳分红和现金流将促使企业价值重估。国内煤炭行业固定资产投资在 2016 年供给侧改革后逐步提升, 而 2019 年以来伴随国内煤矿建设放缓, 行业整体投资趋缓, 煤炭公司资本开支逐渐下行。叠加国内煤炭行业 2020 年末仍有 66% 的负债率, 煤企有意愿降低资本开支, 现金流将进一步优化, 带动资产负债表修复。

《西部地区鼓励类产业目录 (2020 年本)》2021 年 1 月 18 日发布、2021 年 3 月 1 日起施行。结合 2020 年 4 月出台的《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》(财政部[2020]23 号), 明确 2021.1.1-2030.12.31 对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税, 优惠税率结合现金流优化, 报表修复将带来财务费用的持续下降。

进一步展望, 长协煤政策叠加市场集中度的提升, 预计煤炭价格中枢将

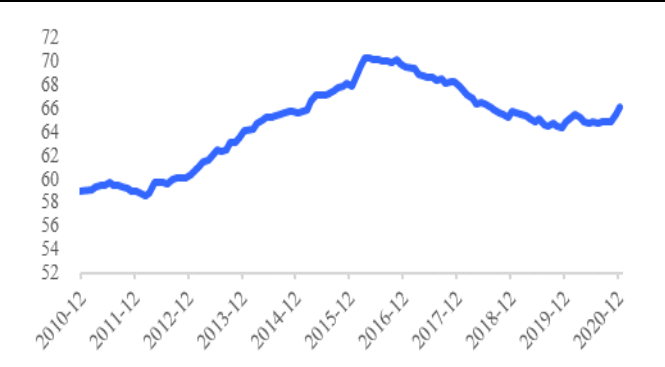
维持在高位稳定水平，煤企将进入经营稳、分红稳的时代，新时代下的煤企价值将迎来重估空间。

图 30: 煤炭开采行业资本支出进入下行周期



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 2020 年全国煤炭行业负债率仍有 66%



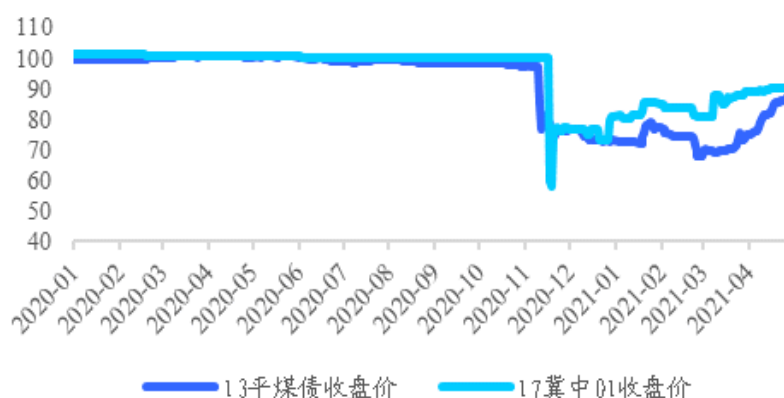
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

四、估值进攻：融资预期好转，分红比率提升

煤炭集团债务问题迎转机，助力板块估值进攻。4 月至今可看到五个积极的信号：河南省政府常务会议通过《河南能源化工集团改革重生方案》、山西副省长王一新与央行副行长潘功胜举行工作会谈、华阳集团将所属阳煤化工等化工资产整体划转（移交）至潞安化工集团、银保监会发布《关于筹建山西银行股份有限公司的批复》、山西省召开金融机构进晋入企大会。伴随债务问题解决的预期转好，将解除压制高成本煤企估值的因素，助力估值回升。

融资层面，受益于行业盈利整体向好及债务问题迎转机，行业融资压力逐步下降。其中较直观的数据是 13 平煤债和 17 冀中 01 债在受永煤违约影响后收盘价已持续反弹。

图 32: 2020 年煤炭企业 CR8 为 47.6%

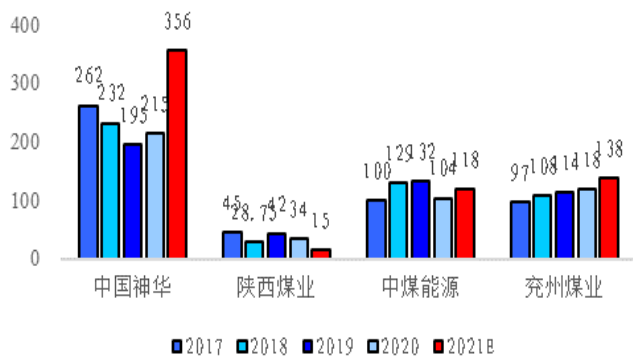


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

煤炭板块的高分红可以维持。上市公司持续高分红的原因主要有四点：（1）维持较强的现金创造能力；（2）资产结构合理，债务规模无需超预期下降；（3）未来资本开支趋势下行或稳健；（4）大股东持股比例较高，或有较强资金需求。我们认为，当前煤炭行业在煤价向下空间有限的判

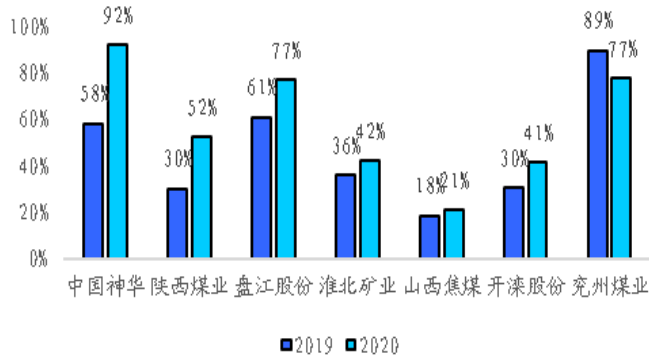
断之下，现金流未来依然能维持在相对稳健水平，且负债率可控，在手项目完成后基本没有新的资本支出，结合煤炭企业多为国企、大股东持股比例高，将有充足分红意愿和动力，分红率和股息率具备长期吸引力。

图 33：煤炭龙头公司 2017~2020 年整体资本开支处于均衡或下降状况（单位：亿元）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 34：部分煤炭公司 2019-2020 年分红率对比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

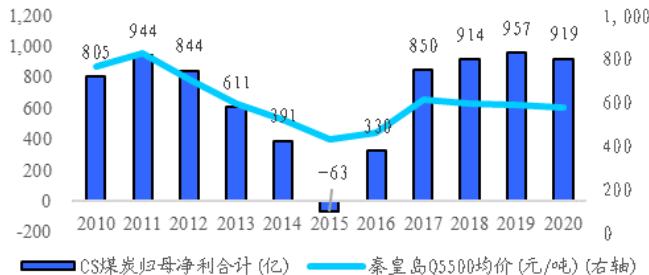
煤炭板块市净率仍处于历史较低分位，截至 2021 年 4 月 30 日收盘市净率为 1.09，而 2020 年盈利虽有下降仍处于 2011-2012 年水平，2021Q1 全行业盈利同比大幅提升，板块估值进攻蓄势待发。

图 35：煤炭板块市净率仍处于历史较低分位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 36：2020 年煤炭板块净利润在 2011-2012 年水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

五、商品牛市下煤炭股投资纬度：短期区域分级、弹性为王，龙头具备长期绝对回报

我们认为，煤炭板块 Q1 的亮眼表现并不是结局，行业目前正站在复苏的起点，短期来看，强势的需求和受控制的供给带来确定的供需缺口，将使得全年商品价格和盈利维持在历史相对高位，对于过去受高成本影响难以释放利润的企业，高经营杠杆将带来充分的盈利弹性；中长期来看，碳中和大方向下行业格局优化思路不变，优质公司在相当长的时期内具备可观的价值回报。

我们认为煤炭股在当前时点重点的关注依然在于弹性，从推荐顺序上，可分为两个层次：

- 1、以资产质量相对优质但成本较高的河南山西煤炭开采公司、焦炭公

司、业务包含大型煤化工的煤炭公司，由于具备高成本、高经营杠杆，在煤价上行期间具备可观的盈利，属于明显的相对收益品种。推荐：平煤股份、山西焦煤、潞安环能、中煤能源、兖州煤业、中国旭阳集团，受益标的包括晋控煤业、陕西黑猫。

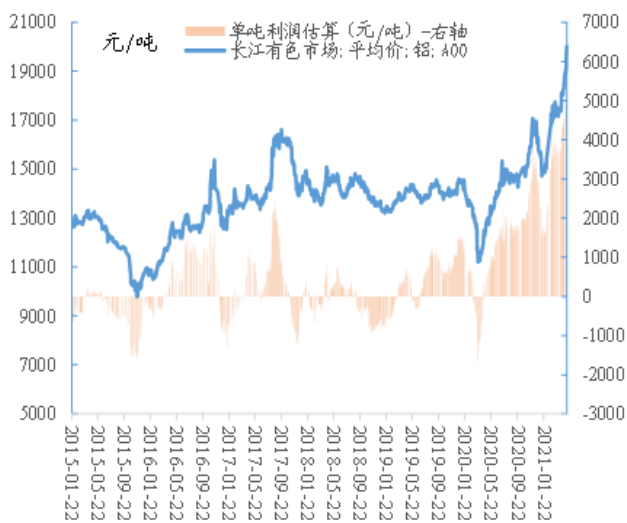
- 2、其他短期或受制于区域政策等因素，但远期具备盈利释放空间的公司，未来也将具备跑出相对收益的基础。主要包括：盘江股份、靖远煤电。以陕西煤业、淮北矿业、中国神华等为代表的高 ROE 公司，在市场景气度较差时已经取得了明显的相对收益，但由于单位盈利能力较强，且长协比例较高，短期在煤价上行阶段盈利弹性相对较小；但从中长期来看，由于其所在区域优、运输配套好、盈利能力强，分红层面将为市场提供可观回报。推荐作为板块贝塔配置的绝对收益品种。

2.3. 有色：铝创新高，铜具备向上弹性

一、铝：铝创新高，不是供改却胜似供改

铝价已顺利突破 2 万元/吨，价格超预期主要系供需基本面超预期：供给端而言，2017 年供改设定 4400 万吨产能天花板，目前已接近产能投放尾声，待投放只有 400 万吨左右，但此前市场一直担心产能指标是否会再度放开，而碳中和彻底坐实天花板（铝行业二氧化碳排放约占全行业排放量 5%-6%），且天花板数值或小于大家预期：待投放的 400 万吨产能中内蒙古的 140 万吨大概率已不能投放，因而实际的产能天花板可能在 4200-4300 万吨左右，较市场预期的 4400 万吨明显缩减；而需求端而言：市场认为 2020 年超 10%，超 300 万吨的表观需求增长大概率难以再现，但我们认为铝消费增长潜力仍被明显低估，近看有支撑，远看有期盼。近看国三条红线高压下内地产竣工延续、下游应用全面开花及海外消费需求恢复仍将有力拉动增长，足以对冲 2021 年供给增量，远看新能源车放量及光伏装机有望拉动当前消费增长 20%以上，未来 2-3 年全球产能天花板将至，整个行业将迎来实质性拐点。而从景气度而言，此轮景气度远超 2017 年供改：铝价已完全超越：当前 2 万/吨，2017 年最高点 1.7 万/吨，成本端氧化铝价格明显下降：当前 2400 元/吨，2017 年 3800 元/吨，高铝价低成本，此轮盈利景气度已远超 2017 年供改，但相关标的股价如云铝、神火等尚未触及 2017 年高点，铝往后看或仍有可观空间。标的：云铝股份，神火股份，天山铝业，南山铝业，中国宏桥（H）。

图 37: 煤炭板块市净率仍处于历史较低分位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 38: 2020 年煤炭板块净利润在 2011-2012 年水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

二、铜: 供需紧张延续, 或仍具备向上弹性

供给端资本开支过去5年一直维持低水平, 未来供给增量有限, 预计2021年供给增量可能在2%左右; 需求端, 全球经济复苏影响叠加产业趋势, 预估2021年总体需求增长75万吨左右(+4%)(传统60万吨+新兴15万吨), 铜行业供需更加紧张, 铜价仍具备向上弹性。标的: 紫金矿业(AH)、西部矿业、五矿资源(HK)、江西铜业(AH)、云南铜业。

2.4. 化工: 新一轮化工行情或开启

近期化工行情复盘: 2020年10月份化工大涨之前, 我们做出了前瞻性的判断, 10月份以后, 在外需的催生下, 化工行情整体表现非常好。最近有色钢铁煤炭表现比化工相对好一点, 主要市场对化工有一些担心: 一是担心化工前期涨得非常多, 估值相对偏贵; 另一点是担心化工整体行情价格端可能会见底, 景气度可能会下滑。这些前期担忧也导致2021年2月中旬以后化工整体行情的一些回调。把整个行情进行复盘理解, 我们觉得做出这个判断非常符合现在的基本面与行情逻辑。

涨价行情复盘: 从2020年4月份开始, 整个周期价格端开始复苏。由于海内外需求复苏节奏不同导致不同产品价格的复苏节奏不同。

- (1) 去年四月份时主要依赖内需端, 国内行情先于国外, 煤炭钢铁有色等产品价格开始上涨, 建材玻璃等等对内需依赖度更高的品种开始上涨。
- (2) 2020年6月底、7月初, 内需占比高、外需占一定比例的化工产品才开始涨价, 比如出口占比接近36%的钛白粉, 和出口占比接近40%的聚合MDI。他们滞后纯内需的品种两个月左右的时间才开始上涨。
- (3) 到2020年9月底、10月初, 对外需依赖度更高的纺织链开始上涨。我们在10月底强调未来对海外需求依赖度更强的、关联度更高的品种或开始上涨, 比如油价端资产, 这也是10月份之后催生整体化工行情的

重要引爆点，后面油价从 10 月底到 2 月中旬上涨幅度接近 50%。从产品价格角度来看，化工产品相对煤炭钢铁等有所滞后。

当前煤炭、有色、钢铁板块行情非常好，那么当前赚的是多少钱？我自己理解上有二点：一是受益于景气超预期，即很多产品价格的上涨幅度超出大家想象；第二通过计算年化或动态的 PE，发现现在估值普遍便宜，再叠加碳中和的催化、供给端的一些影响，行情提升持续性会比大家的预期要好。总结下来：一是估值提升；二是景气超预期；从 2 月中旬到现在，化工行情整体回调相对比较多，这是因为部分短周期化工品种的海外需求不及预期，化纤链、油价等也出现震荡回调，大家前期对景气度的低预期也有部分体现。

往后如何？从当下时间点出发，我们认为：化工未来行情也将依托于景气超预期。从当下时间节点往后看，我们认为化工行情也是赚两端钱。第一点很多品种并未像大家预期的那样出现景气度的大幅下滑，很多品种的整体盈利韧性与景气度韧性还是非常强的。第二，在景气度比较高的情况下计算当前动态年化 PE，其实许多龙头股已经回归到了非常合理的位置，比如说华鲁恒升、万华化学等等这些股票的动态 PE 已非常合理。后续如果景气度能够进一步提升，再叠加当前非常偏合理的估值状态，我们认为化工板块还会有一波非常好的行情。那么后期的催化点在哪里？我们觉得就是在于海外需求的推升下，带动整个油价以及与油价相关品种的景气上行，还有一些格局较好的化工品景气继续上行，这是催生整个板块的一次机会。

2.5. 石化：原油价格的超级周期概率较低

2021Q3 布伦特原油价格可能冲击年内高点，时点价格可能触及 75-80 美元/桶。5 月短期原油价格仍有不确定性，月差并未进一步走强反映市场观点的分歧。原油价格启动的关键驱动因素在于疫苗推进背景下欧美疫情的好转，疫情封锁措施的解除。我们认为这一时间点可能出现在 6 月前后。中期需求复苏的方向较确定，考虑到夏天是北半球需求旺季，我们认为供给增幅将低于需求增幅，库存在三季度将回归正常化水平，布伦特原油价格时点价格将冲击 75-80 美元/桶。我们认为后续需要关注的事件有①伊朗原油的产量恢复节奏。②美联储流动性收紧预期。③欧洲疫情封锁措施的解封节奏。④OPEC+后续产量政策。

原油价格存在超级周期的概率较低，但未来 1-2 年价格中枢不排除进一步抬升的可能。从全球产能情况来看，OPEC 仍有剩余产能可供调节，出现原油超级周期的概率并不高。但是我们认为未来 1-2 年原油价格中枢可能进一步抬升好于市场预期，主要由于供需出现阶段性错配。2014 年以来油气行业 CAPEX 不足导致长期产能增速放缓。主要由于①供给端 OPEC 的减产托底价格以及美国页岩油产量短期无法反弹，页岩油将不再扮演原油产量的边际增量角色。②需求端我们看到疫苗落地后大宗商品的需求预期逐渐改善，新能源对于传统能源需求的冲击将逐步体现而非一蹴而就。

我们认为轻烃板块及上游品种在油价上涨背景下最为受益。我们认为在

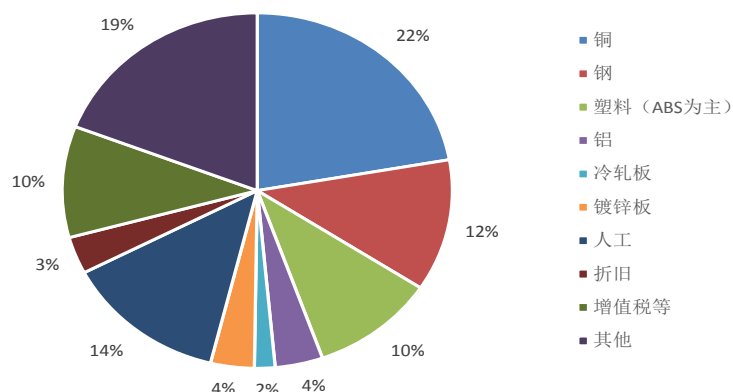
原油价格上行背景下，油公司作为油气资源生产商直接受益，主要包括中国海洋石油(0883.HK)，中国石油(601857.SH)，中国石化(600028.SH)。同时我们认为油田服务企业受益于油公司资本开支的抬升带来的行业景气度复苏，以及自身技术实力的提升带来的护城河增强；油价上行积极影响中海油服(601808.SH)及海油工程(600583.SH)。

3. 消费制造：关注紧握议价权及下游需求修复赛道

3.1. 家电：大宗对家电企业的影响短期不可避免，龙头向下游转嫁能力好于二三线企业

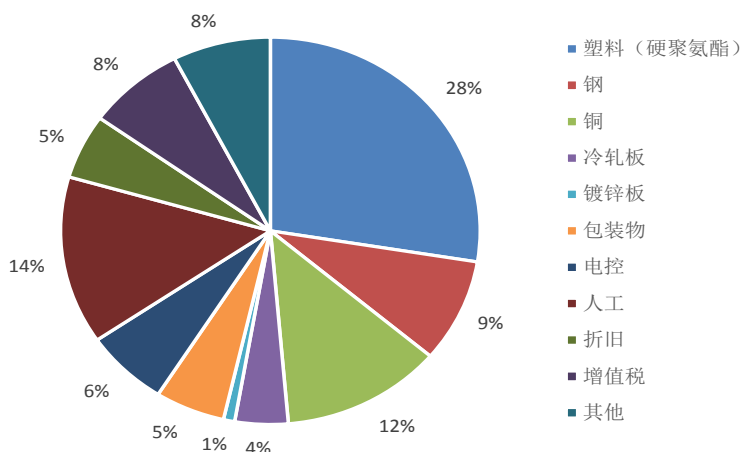
原材料价格上涨对家电企业的影响短期不可避免，但是龙头企业缓冲原材料价格所带来的盈利波动会好于中小企业。分版块，由于白电、厨电企业主要原材料为铜和钢，小家电在原材料中的塑料占比较高，原材料价格波动对白电、厨电企业的毛利率的影响会略大于小家电。空调成本中，铜和钢占比分别为 22%\12%。冰箱成本中，铜和钢占比分别为 12%\9%。洗衣机成本中，铜和钢占比分别为 6%\29%。厨电成本中，铜占比为 65%。

图 39：空调成本中，铜和钢占比分别为 22%\12%



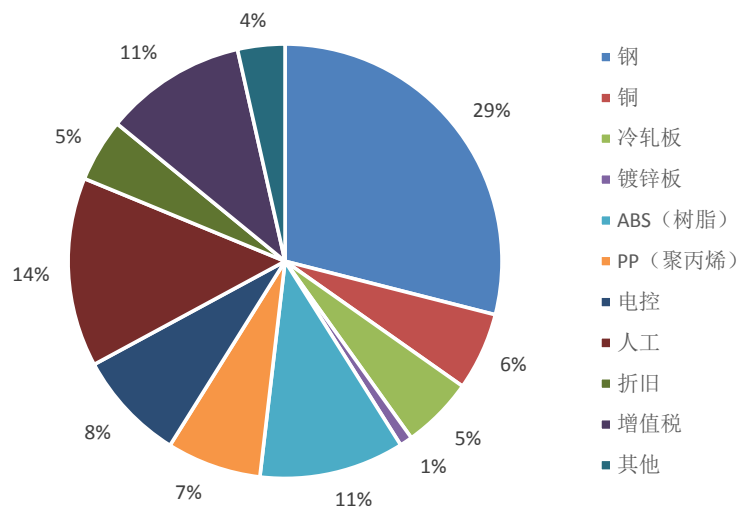
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 40：冰箱成本中，铜和钢占比分别为 12%\9%



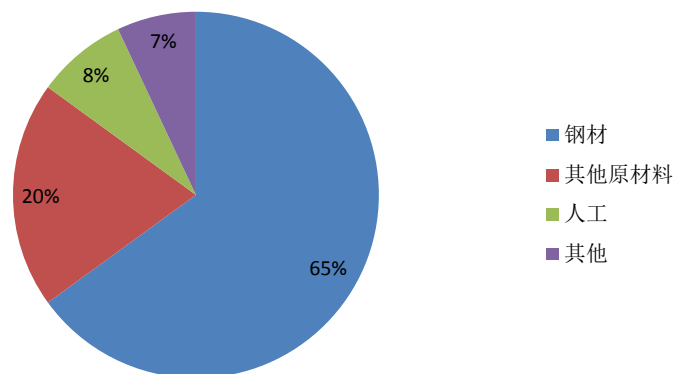
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 41：洗衣机成本中，铜和钢占比分别为 6%\29%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

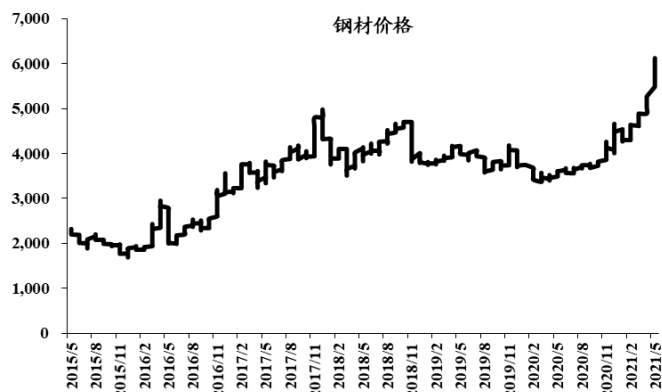
图 42：厨电成本中，钢占比分别为 65%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

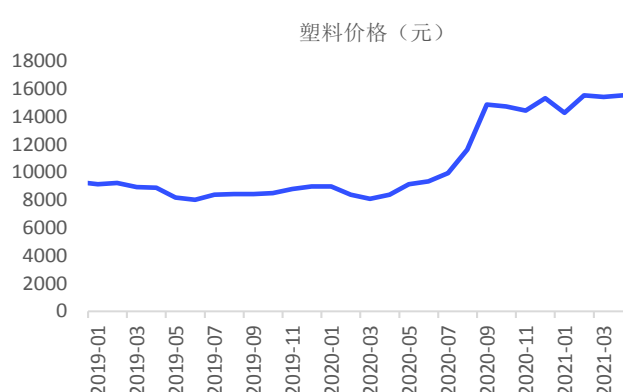
2020H1 以来，大宗原材料价格走势步入上升通道，与家电制造关联紧密的原材料铝、铜、塑料以及钢板均出现不同幅度的涨价。进入四季度后，涨价幅度进一步扩大，趋势愈加明显，其中，铜、铝、塑料以及钢材从 2020H1 至今同比分别提升约 72.1%\48.6%\20.0%\66.3%。面对原材料价格的波动，家电企业主要以提价及调整产品结构的方式去往下游转嫁。从已披露的一季报情况来看，我们认为家电企业终端调价的节奏慢于原材料上涨的速度。

图 43: 钢价格持续上行 (+20%)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 44: 塑料价格自 2020H1 以来上涨 66.3%



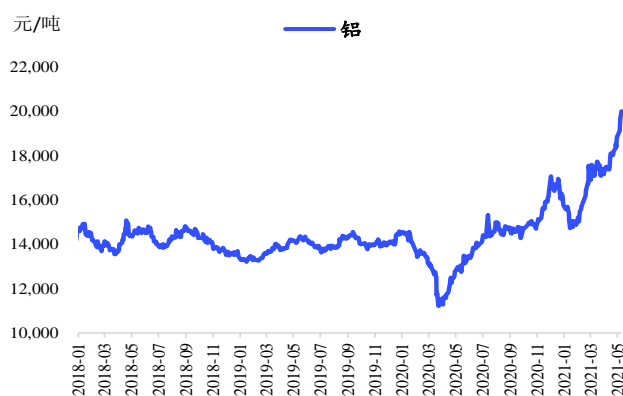
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 45: 铜价自 2020H1 以来大幅上涨 72.1%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

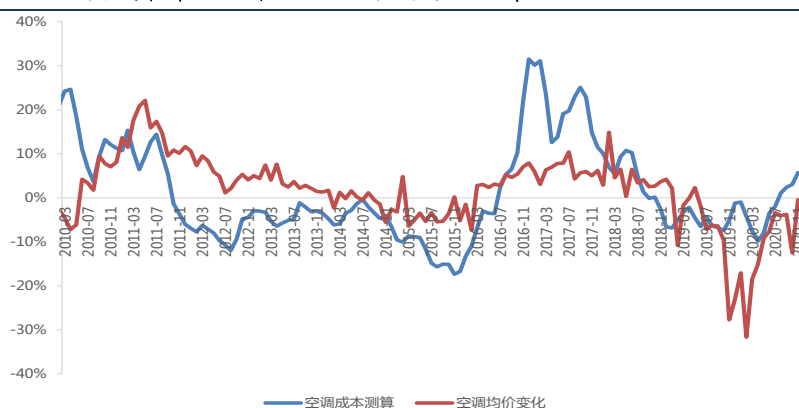
图 46: 铝价自 2020H1 以来上涨 48.6%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

我们以空调为例对此次原材料涨价做一个大致的拟合, 通过测算, 我们发现空调成本在 2020 年 8 月开始出现拐点, 之后随着原材料价格涨幅的扩大, 空调成本提升幅度进一步扩大。我们从国内品牌空调均价的同比变化看, 零售终端价格提升的情况慢于原材料价格的涨幅节奏。因此我们认为未来随着原材料价格企稳或持续上行, 家电整体提价或是一个逐步反馈的状态, 另一方面, 2021 年空调行业整体销量仍有一定压力, 考虑到行业竞争持续的环境下, 对企业盈利的影响时间或拉长。

图 47: 空调成本中, 铜和钢占比分别为 22%\12%



数据来源: Wind, 中怡康, 国泰君安证券研究

从板块财务指标看，毛利率的波动是影响家电企业 2021Q1 净利润的核心因子。2021Q1 白电板块整体毛利率相比 2019 年-3.85pct，重点公司格力电器、海尔智家、美的集团、海信家电的毛利率相比 2019 年分别-6.16pct、-0.63pct、-5.36pct、+0.93pct。家电板块毛利率受原材料价格波动影响，滞后于原材料价格上涨的节奏，自 2021Q1 起开始逐步体现。一方面，企业对于核心原材料有一定的备货体量，另外本轮家电终端涨价的节奏慢于原材料的价格上涨，并且目前终端涨价幅度难以消化掉大宗急速上行的波动。

表 4：相比 2019 年，白电板块毛利率下滑约 3.95%

指标	19Q4	20Q4	同比变动	19Q1	20Q1	21Q1	同比19Q1变动	同比20Q1变动
毛利率	26.23%	29.40%	3.18%	28.36%	24.14%	24.41%	-3.95%	0.27%
销售费用率	13.94%	12.41%	-1.53%	12.75%	11.04%	10.67%	-2.09%	-0.38%
毛销率	12.29%	16.99%	4.71%	15.60%	13.10%	13.74%	-1.86%	0.64%
管理费用率	4.58%	3.94%	-0.64%	2.79%	3.65%	2.96%	0.18%	-0.68%
研发费用率	3.70%	4.23%	0.53%	2.93%	3.72%	3.36%	0.43%	-0.37%
财务费用率	-0.61%	-0.81%	-0.20%	-0.01%	-0.38%	-0.81%	-0.81%	-0.44%
净利率	4.10%	9.86%	5.76%	8.53%	5.54%	7.08%	-1.46%	1.54%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 5：受原材料价格波动影响，家电板块公司毛利率相比 2019 年均受损

公司	19Q4	20Q4	同比变动	19Q1	20Q1	21Q1	同比19Q1变动	同比20Q1变动
格力电器	18.3%	34.4%	16.1%	30.6%	17.5%	24.4%	-6.16%	6.94%
海尔智家	32.0%	34.3%	2.3%	29.1%	27.4%	28.5%	-0.63%	1.04%
美的集团	28.0%	24.6%	-3.4%	28.4%	25.1%	23.0%	-5.36%	-2.14%
海信家电	24.1%	25.0%	0.9%	19.8%	20.5%	20.7%	0.93%	0.18%
长虹美菱	19.0%	16.1%	-2.9%	20.0%	12.7%	16.2%	-3.83%	3.46%
澳柯玛	23.7%	20.2%	-3.5%	21.3%	21.7%	20.1%	-1.21%	-1.62%
春兰股份	60.6%	47.3%	-13.4%	44.9%	53.5%	35.5%	-9.41%	-18.01%
惠而浦	20.5%	11.1%	-9.4%	22.8%	13.7%	13.0%	-9.82%	-0.74%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

对后续趋势的判断，我们认为原材料价格上行趋势的斜率是影响家电盈利表现的关键因子。如果原材料价格呈现平稳上涨态势，龙头企业可以更好的对原材料未来的价格进行判断，从而或提前去进行终端的调价以及产品结构的调整进行缓冲。如果原材料价格持续急速上涨，那么对于家电盈利端的短期波动会比较显著。

从实业的角度考虑，企业需要的是一个确定性的规划，明确的排产计划。对实业来说会尽量避免波动，去拥抱确定性。因此大部分家电企业学习了美国企业的机制，比如出口订单，下订后就按照流程锁差价，外汇大宗同时锁定，去做企业的风险管理。

优秀的企业会尽量把风险对冲掉，越稳定越好，能力范围之外的钱不赚。囤积原材料对冲一定会有成本，也会有得失。大宗赚的钱是家电企业本质经营范围之外赚的钱，自身经营赚的钱是企业能力的体现。

3.2. 家居：金属包装、定制及软体家具需求快速修复

一、金属包装：龙头企业议价能力突显

金属包装中的三片罐和二片罐的主要原材料成本分别来自于马口铁和

铝材。根据嘉美包装招股说明书的数据估算，三片罐的单位成本结构中，近 50% 为马口铁，二片罐的单位成本结构中，超过 55% 来自于铝材，因此原材料价格的波动对产品毛利率或产生一定影响。

表 6：三片罐和二片罐的原材料成本占比相对较高

三片罐（指标/比例）		二片罐（指标/比例）	
直接成本	83%	直接成本	84%
马口铁	49.8%	铝材	57.1%
易拉盖	24.9%	易拉盖	21.0%
其他（涂料、稀释剂、油墨、包装材料）	8.3%	其他（涂印材料包装材料）	5.9%
直接人工	4%	直接人工	1.3%
制造费用	13%	制造费用	14.7%

数据来源：根据嘉美包装招股说明书及行业平均水平进行估算，国泰君安证券研究

二片罐的下游客户对价格相对敏感，随着供求关系改善以及原材料价格的提升，二片罐制造企业的议价能力及产品价格或存在改善空间。二片罐由于过度的市场竞争以及新产能的非理性集中投放，其定价模式为市场化定价，二片罐的毛利率和单个价格出现持续下降，与原材料价格变化的方向无关。进入 2017 年以来，原材料价格不断上涨使得部分小企业难以负担成本进而退出市场，行业集中度的提升使得龙头企业具备一定的提价能力。目前二片罐行业尚未完整最终的整合，但相较于以往已经呈现供求关系改善趋势，制造端的议价能力仍具备较多的提升空间，因此原材料价格的波动或成为影响二片罐价格变化的重要因素。

三片罐定价方式主要为成本加成法，盈利能力的波动和产品定价均与原材料成本变化相关。三片罐的产品销售价格是以上海宝钢的马口铁销售价格作为基数，根据客户不同工艺要求、罐型测算的其他原辅材料成本、劳动力成本以及制造费用及毛利水平来确定。当马口铁的市场价格波动超过一定幅度时，经过与客户的协商确认，三片罐的销售价格也随之产生变化，供应商可以通过提价向下游进行成本转嫁，并且可对超过盈亏平衡点后边际销量对固定成本进行分摊。

假设原材料中仅有铝材价格发生变化，在不同的变化幅度、产品定价调整的情况下，二片罐的毛利率也随之变化。根据公司的二片罐成本结构，我们假设直接材料中的易拉罐和其他（涂料）等价格不变，当铝材等直接材料的价格同比变化从-10%-10%时，假设二片罐价格变化幅度同样为-10%-10%，测算结果显示盈利能力均有不同的变化。

表 7：随着原材料价格优化、产品价格提升，二片罐毛利率有提升空间

指标	二片罐价格变化（横向为价格波动幅度、价格变化绝对值，假设 2020 年单个价格 0.4 元/个）										
原材料价格	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%
变幅（纵向）	-0.04	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04
-10%	1.9%	3.8%	5.7%	7.8%	9.9%	12.1%	14.4%	16.7%	19.2%	21.7%	24.3%
-8%	0.9%	2.8%	4.7%	6.8%	8.9%	11.0%	13.3%	15.6%	18.1%	20.6%	23.1%

-6%	0.0%	1.8%	3.7%	5.7%	7.8%	10.0%	12.2%	14.5%	16.9%	19.4%	22.0%
-4%	-1.0%	0.8%	2.7%	4.7%	6.8%	8.9%	11.1%	13.4%	15.8%	18.3%	20.8%
-2%	-1.9%	-0.1%	1.7%	3.7%	5.7%	7.8%	10.0%	12.3%	14.7%	17.1%	19.6%
0%	-2.9%	-1.1%	0.7%	2.7%	4.7%	6.8%	9.0%	11.2%	13.5%	16.0%	18.5%
2%	-3.9%	-2.1%	-0.3%	1.6%	3.6%	5.7%	7.9%	10.1%	12.4%	14.8%	17.3%
4%	-4.8%	-3.1%	-1.3%	0.6%	2.6%	4.7%	6.8%	9.0%	11.3%	13.7%	16.1%
6%	-5.8%	-4.1%	-2.3%	-0.4%	1.6%	3.6%	5.7%	7.9%	10.2%	12.5%	14.9%
8%	-6.7%	-5.0%	-3.3%	-1.4%	0.5%	2.5%	4.6%	6.8%	9.0%	11.4%	13.8%
10%	-7.7%	-6.0%	-4.3%	-2.4%	-0.5%	1.5%	3.5%	5.7%	7.9%	10.2%	12.6%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

假设原材料中仅有马口铁（镀锡板）价格发生变化，在不同的原材料价格变化幅度、产品定价调整的情况下，三片罐的毛利率也随之变化。根据公司的三片罐成本结构，我们假设直接材料中的易拉罐和其他（涂料）等价格不变，当马口铁价格同比变化从-10%-10%时，假设三片罐价格变化幅度同样为-10%-10%，测算结果表明盈利能力均有不同变化。

表 8：随着原材料价格优化、产品价格提升，三片罐毛利率有提升空间

指标	三片罐价格变化（横向为价格波动幅度、价格变化绝对值，假设 2020 年单个价格 1 元/个）										
原材料价格 变幅（纵向）	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%
	-0.10	-0.08	-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06	0.08	0.10
-10%	27.5%	29.9%	32.5%	35.1%	37.8%	40.5%	43.4%	46.3%	49.3%	52.4%	55.6%
-8%	26.9%	29.4%	31.9%	34.5%	37.2%	39.9%	42.8%	45.7%	48.7%	51.8%	54.9%
-6%	26.4%	28.8%	31.3%	33.9%	36.6%	39.3%	42.1%	45.0%	48.0%	51.1%	54.2%
-4%	25.8%	28.2%	30.7%	33.3%	35.9%	38.7%	41.5%	44.4%	47.4%	50.4%	53.5%
-2%	25.2%	27.6%	30.1%	32.7%	35.3%	38.1%	40.9%	43.7%	46.7%	49.7%	52.9%
0%	24.7%	27.1%	29.5%	32.1%	34.7%	37.4%	40.2%	43.1%	46.0%	49.1%	52.2%
2%	24.1%	26.5%	29.0%	31.5%	34.1%	36.8%	39.6%	42.4%	45.4%	48.4%	51.5%
4%	23.6%	25.9%	28.4%	30.9%	33.5%	36.2%	38.9%	41.8%	44.7%	47.7%	50.8%
6%	23.0%	25.4%	27.8%	30.3%	32.9%	35.6%	38.3%	41.1%	44.1%	47.0%	50.1%
8%	22.4%	24.8%	27.2%	29.7%	32.3%	34.9%	37.7%	40.5%	43.4%	46.4%	49.4%
10%	21.9%	24.2%	26.6%	29.1%	31.7%	34.3%	37.0%	39.8%	42.7%	45.7%	48.7%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

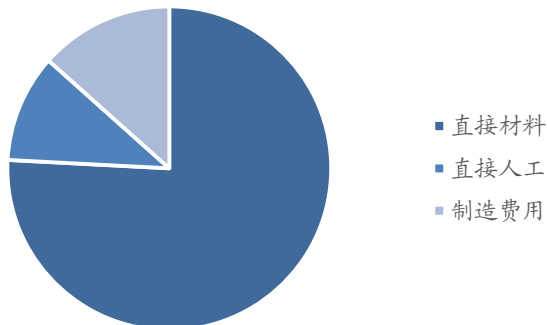
龙头企业议价能力突显。近期铝材、钢材等大宗商品价格上涨幅度较大，短期可能构成一定压力，但行业龙头公司可通过成本加成机制传递、产能利用率提升、技术改造计划、出口业务增加、未来价格招标协商等综合措施，可部分缓解本轮原料成本上涨的压力。在市场需求增长、产业链持续整合集中和原材料价格上涨推动等因素共同作用下，有望打开二片罐价格提升通道，并实现更好的盈利水平。

二、定制家具：原材料价格波动的盈利影响有望随着产品升级和结构优化得到一定程度的缓解

定制家具的主要原材料为刨花板、石英石板、功能五金等产品。定制家具的生产成本结构相对稳定，其中直接材料占比约为 75~80%，直接人工占比为 10%左右，其余为制造费用。根据欧派家居招股说明书中披露的数据测算，板材类（刨花板+中纤板）占直接材料比例约 20%，占生产成本比例约为 15%，功能五金类（水槽+铝材+拉篮+龙头）占生产成本比例约为 6.6%，上述两类直接材料占生产成本比例超过 20%。

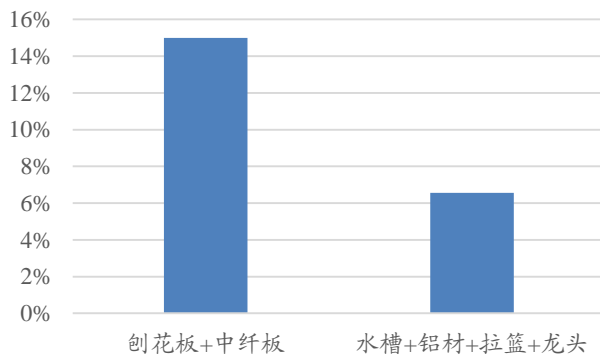
假设出厂价格、直接人工、制造费用等均不变的情况下，原材料价格上涨幅度的差异或对综合毛利率产生一定影响。为确保数据口径的统一与可比性，我们参考欧派家居 2016 年的成本结构和毛利率作为基数参考，假设原材料上涨不同比例时，对毛利率的影响也将有所不同。

图 48：2020 年欧派家居的主要生产成本为直接材料



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 49：欧派家居的直接材料中，刨花板、中纤板、功能五金类是主要的原材料



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 9：原材料价格的波动影响定制家具的毛利率水平

原材料上涨幅度	毛利率下降幅度
1%	0.48%
2%	0.96%
3%	1.44%
4%	1.92%
5%	2.41%

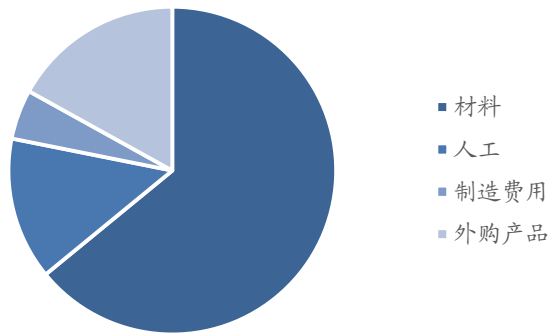
数据来源：欧派家居招股说明书，Wind，国泰君安证券研究

原材料价格波动对定制家具盈利能力的影响有望随着产品升级和结构优化得到一定程度的缓解。定制家具产品的定价水平通常会参考同行业可比公司定价模式、产品定位等多方面因素，不仅仅依赖于简单的成本加成，且终端的报价与消费者的空间设计方案、产品搭配等多方面因素相关；加之定制家具产品为低频次购买的耐用消费品，消费者对单位价格的敏感性较低，随着消费升级以及部分中高端新品的推出，成本端的压力或存在一定程度的缓解空间。此外，头部定制企业在生产环节的效率提升、降本增效等环节进行深度挖掘，在后端有望释放更多的盈利空间，来弥补成本波动以及终端可能出现的竞争加剧的情况，因此原材料价格的波动对定制家具行业的影响或小于表格中的测算水平。

三、软体家具：丰富的产品矩阵是抵消原材料价格波动的法宝

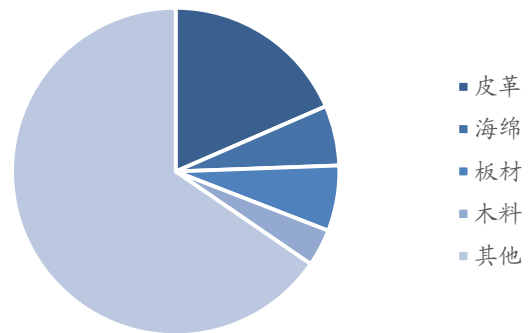
软体家具的主要原材料是皮革、海绵、板材和木料。以软体家具企业顾家家居为例，2020 年生产成本中的材料占比 64.1%，人工占比 14.1%，制造费用 4.91%，其余为外购产品。在直接材料中，皮革、海绵、板材和木料是主要的原材料，上述四类原材料占生产成本比例超过 20%。

图 50: 2020 年顾家家居的主要生产成本为直接材料



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 51: 2019 年顾家家居的直接材料中皮革、海绵、板材和木料是主要的原材料



数据来源：顾家家居债券信用评级报告，国泰君安证券研究

表 10: 原材料价格的波动影响软体家具的毛利率水平

原材料上涨幅度	毛利率下降幅度
1%	0.42%
2%	0.85%
3%	1.27%
4%	1.70%
5%	2.12%

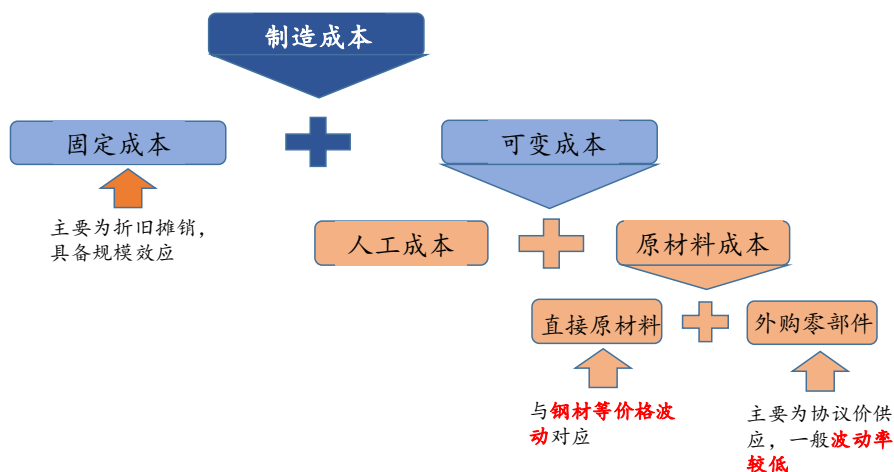
数据来源：顾家家居债券信用评级报告，Wind，国泰君安证券研究

头部企业通过供应链管理、效率升级和适度的提价进行成本转嫁，丰富的产品矩阵也适度抵消了原材料价格波动对综合毛利率的影响。顾家家居等软体家具头部企业在订单、采购、仓储物流等环节具备供应链管理变革与优化提升的空间，通过向管理要效率，能够为提升价值链效率、降低价值链成本夯实流程基础。此外，通过适度的提价向下游传导也能够一定程度上缓解大宗原材料上涨的压力，头部品牌的市场影响力进一步助力品牌溢价的提升。

4. 工业设备: 从竞争格局和成本占比看成本传导能力

装备类主机厂直接原材料采购占比较低，受影响较小。机械设备公司成本可以拆分为固定成本、可变成本两部分，其中固定成本主要为设备和厂房的折旧摊销，可变成本主要包括人工成本和原材料成本，其中与钢材价格直接相关的原材料中的直接原材料，而外购零部件由于有长期协定存在，价格一般较为稳定，甚至在大部分零部件采购中存在年降，因此对于装备类主机厂而言，原材料涨价对成本端影响较小。

图 52：钢价波动主要影响原材料成本中的直接原材料



数据来源：国泰君安证券研究

机械设备公司原材料占比普遍相对较高，但直接原材料占比各行业差异较大。我们可以将其划分为三类：

- 第一类为装备主机厂，如工程机械、叉车、矿山机械等，以三一为例，2018 年三一营业成本中，钢材成本占比 11.34%，其他原材料则为底盘、发动机、马达、液压件等零部件。
- 第二类为简单加工件，如电梯、集装箱等，简单指的是不需要装配大量控制及动力部件，以中集集团为例，钢材成本约占营业成本 50% 左右；
- 第三类为基础加工件，如液压件、减速机，铸锻件自供比例较高，则采购直接原材料比重也较高，以恒立液压为例，原材料占营业成本比重 65% 左右，其中废钢采购占原材料比重 40%，其余为特种钢、零部件等，原材料占比整体上较高。
- 第四类为精密加工件，如绿的谐波，原材料采购占比较低，且其中直接原材料占比更低（10-15%），采购成本受原材料影响相对较小。

表 11：原材料采购占比较高，直接原材料占比差异较大

行业	代码	公司简称	2020 年原材料采购占比(%)
工程机械	600031.SH	三一重工	90.78
	603338.SH	浙江鼎力	90.74
轨交设备	601766.SH	中国中车	85.21
基础件	601100.SH	恒立液压	65.23
	603915.SH	国茂股份	76.69
	603583.SH	捷昌驱动	76.44
船舶	600150.SH	中国船舶	69.58
集装箱	000039.SZ	中集集团	81.95
油气装备	002353.SZ	杰瑞股份	73.78
电梯	600835.SH	上海机电	90.38
光伏设备	300751.SZ	迈为股份	92.75
矿山机械	601717.SH	郑煤机	76.18
叉车	603298.SH	杭叉集团	92.89
锂电设备	300450.SZ	先导智能	81.84

其他通用机械	688017.SH	绿的谐波	28.97
其他专用机械	002833.SZ	弘亚数控	81.81

数据来源：各公司年报，国泰君安证券研究。

表 12：三一重工钢材成本占比 11%左右

项目	占总成本比例	主要品牌
底盘	5.19	五十铃、奔驰、沃尔沃
马达、发动机	9.37	道依茨、日野、潍柴
液压减速机、液压泵	5.75	力士乐、川崎、布雷维尼
钢材	11.34	武钢、湘钢
产品主体及总成	8.08	沃尔沃、奔驰
其他	60.27	
合计	100.00	

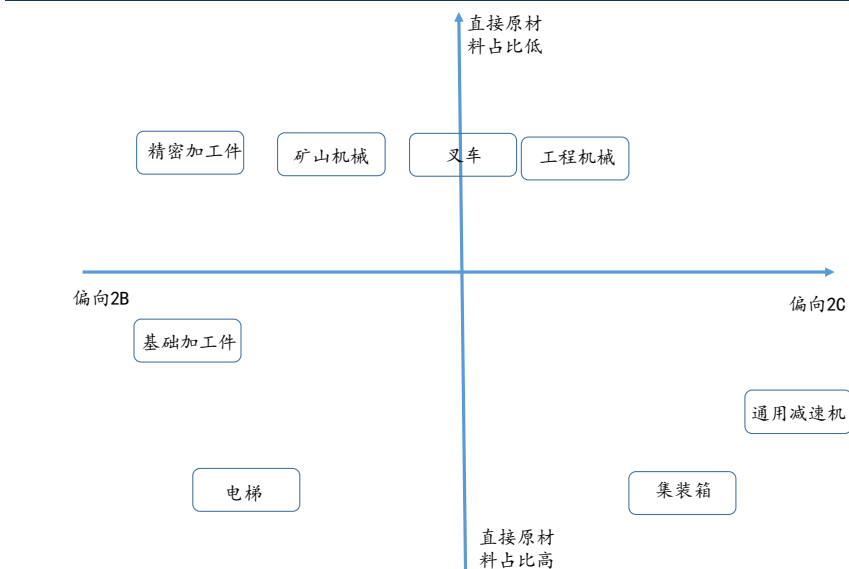
数据来源：2019 年三一重工债券评级报告，国泰君安证券研究

整体上看，对装备类主机厂和精密加工件厂商而言，由于直接原材料占比较低，因此成本端受原材料涨价影响不大，对于简单加工件和基础加工件厂商而言，原材料占比较高，可以通过提前备货平缓成本增加压力，另外部分厂商采用成本加成定价策略，可以与下游厂商一并分担原材料涨价压力。

从竞争格局、直接原材料占比两个维度看待成本转移能力，2C 模式和 2B 模式下的成本加成定价模式、竞争格局偏垄断和在下游原材料成本中占比偏低的公司对成本端涨价的传导能力较强。我们拎出一些典型行业，按照两个维度进行分类，首先看竞争格局，竞争格局主要受两个因素影响，一是下游客户以大客户为主的 2B 模式还是以小客户为主的 2C 模式，2C 模式可以通过涨价转移部分或者全部原材料成本提升带来的压力（例如通用减速机），2B 模式下一般比较难通过涨价来应对，但对于某些领域来说，采用成本加成定价策略，因此也可以与下游厂商一并分担原材料成本提升压力；二是竞争策略，如行业竞争格局仍面临较大变化，新进入者产能大幅扩张，则厂商涨价策略有很难得到经销商支持，终端执行效果往往不尽如意。其次，直接原材料占比较低的公司受原材料涨价影响较小。

通过对比分析一些类似行业的毛利率我们可以看出成本转移的两条路径，第一，产能出清后议价能力提升，如工程机械行业，2016-2017 年金属品涨价对毛利率影响仅为阶段性影响；第二，通过产能持续扩张，规模效应下摊薄其他成本对冲原材料成本增加，如基础加工件，原材料采购比例与电梯行业同属于比较高水平，但毛利率稳定性较好。

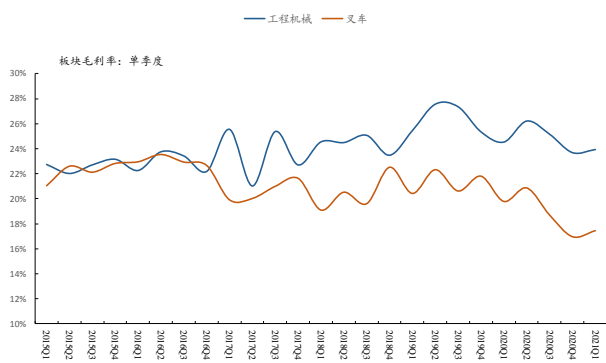
图 53：钢价波动主要影响原材料成本中的直接原材料



数据来源：国泰君安证券研究

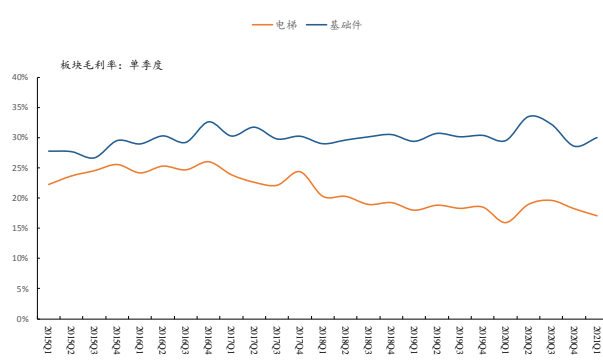
注：规模效应同样重要，对各行业影响类似，主要受到产能扩张及行业景气度影响。

图 54：竞争格局更好的工程机械成本转移能力更强



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 55：产能持续扩张也可实现成本转移



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 重点推荐金股组合及盈利预测

表 13: 重点推荐国君通胀受益 23 只金股组合盈利预测及评级表

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			评级
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
000932.SZ	华菱钢铁	522	8.5	1.20	1.21	——	4.17	4.14	——	增持
600019.SH	宝钢股份	1957	8.8	0.90	0.99	——	7.07	6.44	——	增持
600782.SH	新钢股份	223	7.0	1.12	1.20	——	3.64	3.38	——	增持
601666.SH	平煤股份	175	7.4	0.87	0.95	1.01	7.62	6.92	6.51	增持
000983.SZ	山西焦煤	319	7.8	0.88	0.93	0.99	6.49	6.10	5.74	增持
601699.SH	潞安环能	343	11.5	1.75	1.79	1.88	4.24	4.14	3.94	增持
601808.SH	中海油服	729	15.3	0.71	1.13	1.71	18.64	11.70	7.74	增持
600583.SH	海油工程	201	4.5	0.18	0.33	0.47	23.68	13.19	9.21	增持
000807.SZ	云铝股份	470	15.0	1.18	1.68	1.80	8.33	5.86	5.47	增持
000933.SZ	神火股份	295	13.2	1.22	1.34	1.40	8.09	7.34	7.06	增持
600426.SH	华鲁恒升	647	39.8	4.26	4.89	5.56	35.99	31.39	27.58	增持
600309.SH	万华化学	3323	105.8	6.58	6.99	7.56	17.21	16.19	14.99	增持
002601.SZ	龙蟠佰利	810	36.2	1.94	2.29	2.50	14.89	12.59	11.51	增持
600690.SH	海尔智家	2796	29.8	1.51	1.79	——	16.76	14.14	——	增持
002705.SZ	新宝股份	253	30.6	1.77	2.14	——	26.56	21.99	——	增持
002508.SZ	老板电器	354	37.3	2.08	2.36	——	16.10	14.20	——	增持
002701.SZ	奥瑞金	134	5.6	0.38	0.44	0.49	15.25	12.91	11.66	增持
603833.SH	欧派家居	919	152.5	4.26	4.89	5.56	35.99	31.39	27.58	增持
603816.SH	顾家家居	475	75.1	2.50	2.98	3.61	32.10	26.91	22.22	增持
000039.SZ	中集集团	597	16.6	1.90	1.61	1.74	8.17	9.61	8.92	增持
300450.SZ	先导智能	696	76.7	1.82	2.70	3.56	48.05	32.41	24.56	增持
600582.SH	天地科技	156	3.8	0.40	0.46	0.54	9.03	7.85	6.64	增持
601717.SH	郑煤机	193	11.1	1.06	1.65	1.92	11.86	7.63	6.57	增持
000928.SZ	中钢国际	158	12.6	0.70	0.87	1.09	18.62	14.89	11.92	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 表中 EPS 均采用国泰君安证券研究所预测, 收盘价和总市值数据截至 2021 年 5 月 12 日。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		