

2020 年 05 月 18 日

时滞期：配置盈利复苏+低估值

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

王况炜（联系人）

mouyiling@kysec.cn

wangkuangwei@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

证书编号：S0790120040033

● 基建产业链景气度回升，好于制造业和消费

基础设施投资建设加速，出现“深 V”反弹，4 月份，基建投资同比增速达到 4.79%，相较制造业固定资产投资和社零仍然不及 2019 年，基建复苏的趋势更为明确。钢铁生产稍显景气度，产量增多、库存下降，主要钢材的基差缩小。全国高炉开工率、代表钢厂产能利用率自 2020 年 2 月底至今稳步提升，已超过疫情前（2020 年 1 月初）水平；

挖掘机销量同比增速自 2020 年 3 月以来持续提升，重卡销量同比增速 4 月份由负转正。相关工业品景气度有所提升，但相对较慢。工程机械类中，挖掘机销量同比增长速度由负转正，水泥由于不可储存性，更能反应当期的需求，水泥产量增速在 2020 年 4 月由负转正，价格企稳；玻璃产量继续下行，处于去库存的过程中，库存天数保持稳定，价格企稳。

● 消费持续复苏，“五一”消费有亮点

我们此前发布《线下消费：复苏的验证》，论证了人口的流动是短期影响消费复苏的重要和直观变量。城市间管控在放松，我们跟踪的十大城市，除北京、天津为二级防控等级之外，其余均下调至三级。目前全国除吉林省舒兰市疫情出现反复，风险级别调整至高风险外，疫情基本稳定。而管控的放松开始带来人口明显回流，线下消费的复苏趋势明显。

餐饮消费上，由外卖转堂食的趋势持续，过去三周餐饮流水稳步提升。截止 5 月 16 日，餐饮营业门店恢复至疫情前 94%，账单数在每周周末达到高峰，过去各周峰值平缓；账单流水增长依然慢于账单数增长，但客单价缩水的趋势在减缓。从外卖来看，外卖营业门店恢复至高于年初水平 11 个百分点，过去两周峰值点，外卖每单金额有所提升，这与餐饮门店账单数平缓结合来看，疫情中养成的线上消费习惯仍然被消费者保持。

2020 年 4 月以来，疫情的稳定使线下场景重建，“五一”期间需求的集中释放使得汽车、家电、家居的销量超预期，体现出内需好于外需的特点。其中家居行业线上销售也迎来增长，京东装修服务同比增长达 130%，淘宝天猫生活电器、烹饪用具成交同比大增 196%和 89%，家装主材、灯饰分别同比增长 101%和 53%。

● 布局盈利复苏，抵抗“估值下行”

我们近期周报《时滞与近忧》中，提出社融“超预期”下，有流动性边际收紧所带来的估值承压，估值压力小+盈利复苏早成为配置思路。结合宏观和中观数据，我们认为基建产业链复苏速度强于、快于制造业和终端消费；推荐盈利确定性强、估值处于中位数水平的：机械设备、建筑建材。消费上，推荐优先配置偏向商务的消费：白酒（次高端）、酒店，航空（需结合高频数据逐步配置）；私人消费中配置目前表现出需求较旺盛的家电、汽车。

● 风险提示：基建政策与消费刺激政策落地与预期不符；疫情反复，导致防控升级

相关研究报告

《投资策略专题-开源金股，5 月推荐》
-2020.4.30

《投资策略点评-十年之变：创业板注册制试点》-2020.4.28

《投资策略周报-一季度业绩的“未揭之谜”》-2020.4.26

目 录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1、 基建产业链景气度回升，好于制造业和消费 | 3 |
| 2、 消费持续复苏，“五一”有两点 | 5 |
| 2.1、 管制放松，人口回流 | 5 |
| 2.2、 从餐饮来看，线下恢复的速度较平稳 | 6 |
| 2.3、 汽车、房地产产业链相关的消费回升较好 | 6 |
| 3、 布局盈利复苏，抵抗“估值下行” | 7 |
| 4、 风险提示 | 9 |

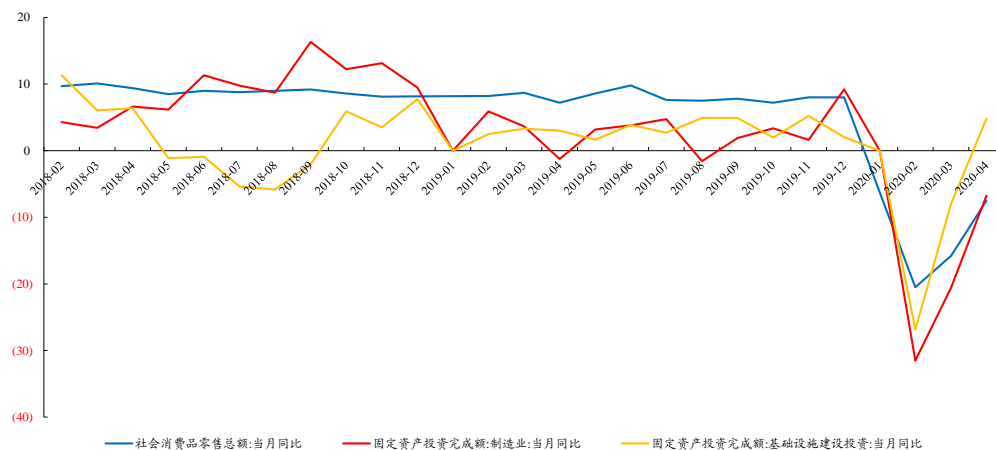
图表目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1: 4 月，基建投资同比增速由负转正，好于制造业和消费 | 3 |
| 图 2: 钢厂产能利用率持续爬坡 | 3 |
| 图 3: 钢材的内需强于外需 | 3 |
| 图 4: 主要钢材价格开始上浮 | 4 |
| 图 5: 主要钢材库存趋于下降 | 4 |
| 图 6: 挖掘机销量同比增速达到 59.9% | 4 |
| 图 7: 重卡销量增速 4 月由负转正 | 4 |
| 图 8: 水泥产量 4 月由负转正 | 5 |
| 图 9: 水泥价格企稳 | 5 |
| 图 10: 玻璃产量继续下行 | 5 |
| 图 11: 玻璃价格企稳回升 | 5 |
| 图 12: 公共出行过去两周接近 2019 年同期，北京>上海 | 6 |
| 图 13: 私人出行已超过 2019 年同期，北京>上海 | 6 |
| 图 14: 账单数在过去三周周末，提升速度趋缓 | 6 |
| 图 15: 客单价缩水的趋势减缓 | 6 |
| 图 16: 白电、黑电的销售增速 3 月确认拐点 | 7 |
| 图 17: 家电出口改善不明显，但空调出口同比由负转正 | 7 |
| 图 18: 汽车 4 月销量改善明显，接近年初水平 | 7 |
| 图 19: 高频的互补品数据显示汽车销售景气度高 | 7 |
| 图 20: 基建产业链的建筑建材仍然相对估值较低 | 8 |
| 表 1: 各行业估值与历史分位数情况 | 8 |

1、基建产业链景气度回升，好于制造业和消费

基础设施建设投资加速，出现“深 V”反弹，4 月份，基建投资同比增速达到 4.79%，相较制造业固定资产投资和社零仍然不及 2019 年，基建复苏的趋势更为明确。

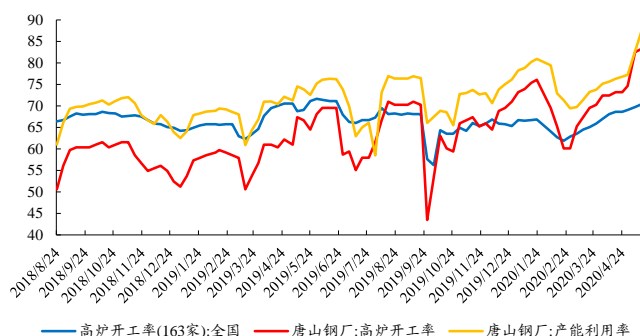
图1：4 月，基建投资同比增速由负转正，好于制造业和消费



数据来源：Wind、开源证券研究所

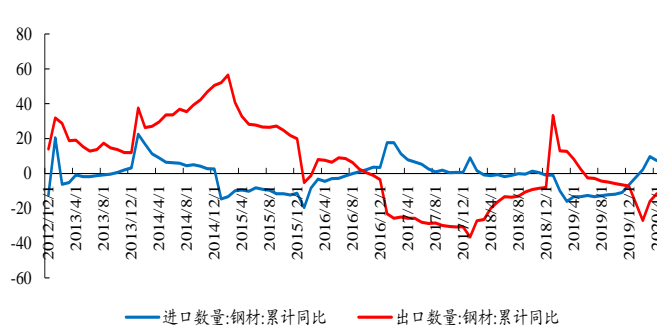
钢铁生产景气度持续，产量增多、库存下降，价格开始上浮，螺纹钢基差缩小。全国高炉开工率、代表钢厂产能利用率自 2 月底至今稳步提升，已超过疫情前（1 月初）水平；同时，螺纹钢、热卷、冷轧板库存虽仍然位于高位，但均自 3 月初起至今持续下降，主要钢材在疫情后价格保持稳定，进口数量累计同比高于出口数量，体现目前主要是国内需求驱动钢铁景气度上行。螺纹钢、冷轧板卷、热轧板卷价格均稳定上浮，螺纹钢期货价格涨幅高于现货，基差缩小。

图2：钢厂产能利用率持续爬坡



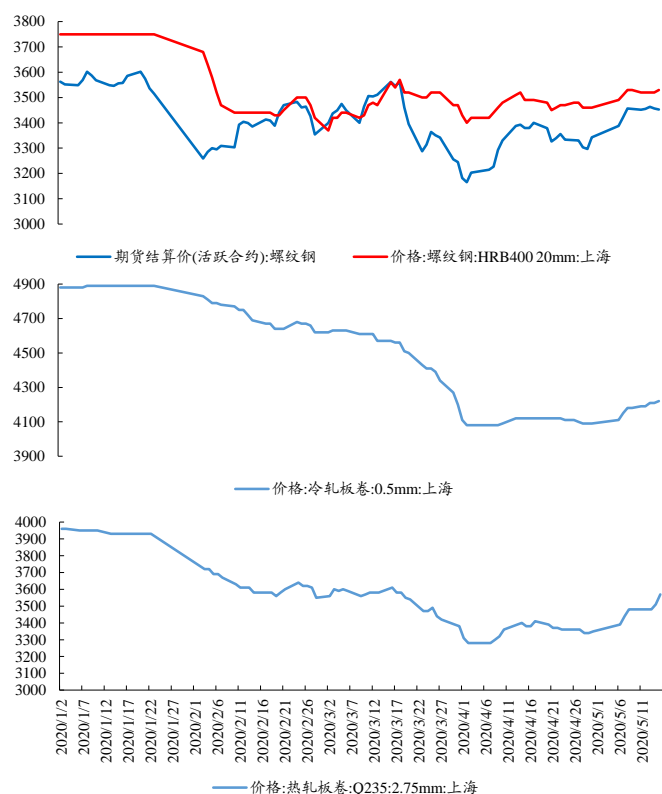
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：钢材的内需强于外需



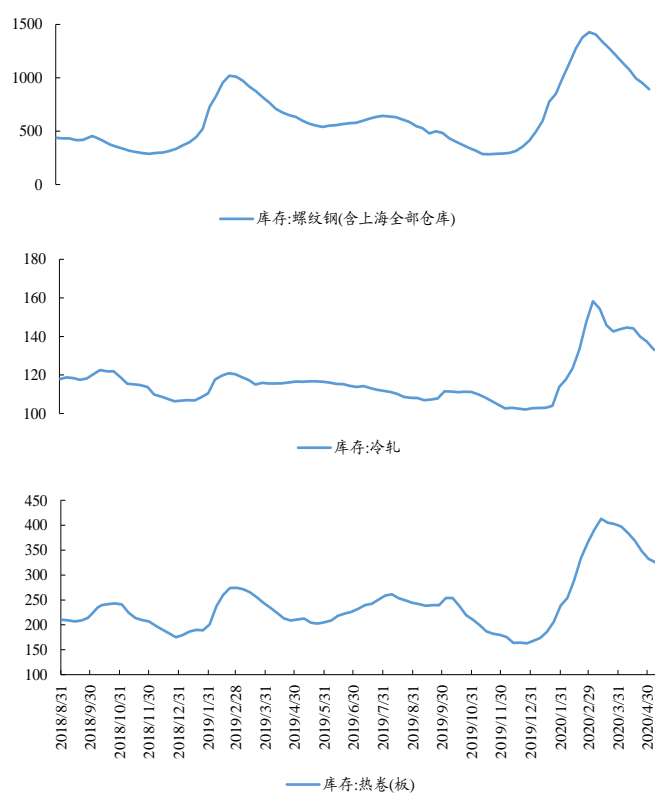
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：主要钢材价格开始上浮



数据来源: Wind、开源证券研究所

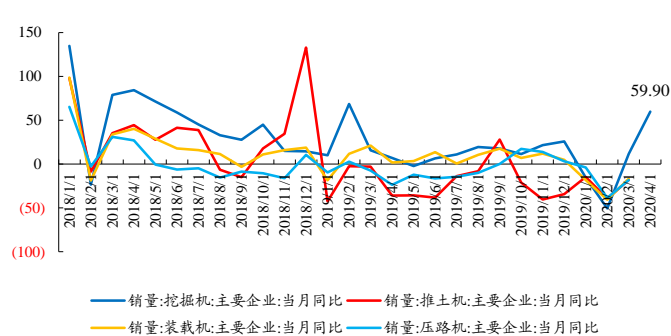
图5：主要钢材库存趋于下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

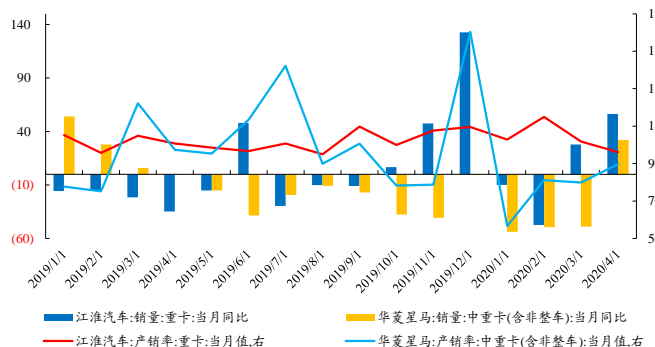
挖掘机销量同比增速 3 月以来持续提升, 重卡销量同比增速 4 月份由负转正。相关工业品景气度有所提升, 但相对较慢。工程机械类中, 挖掘机销量同比增长速度由负转正, 水泥由于不可储存性, 更能反应当期的需求, 水泥产量增速 4 月由负转正, 价格企稳; 玻璃产量继续下行, 处于去库存的过程中, 库存天数保持稳定, 价格企稳。

图6：挖掘机销量同比增速达到 59.9%

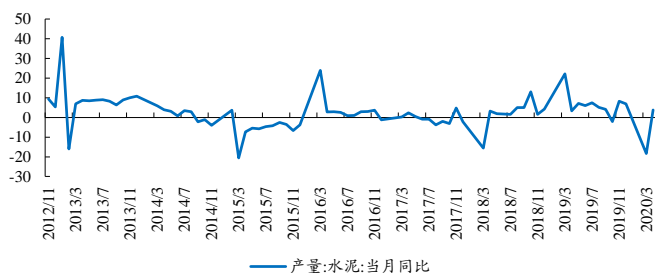


数据来源: Wind、开源证券研究所

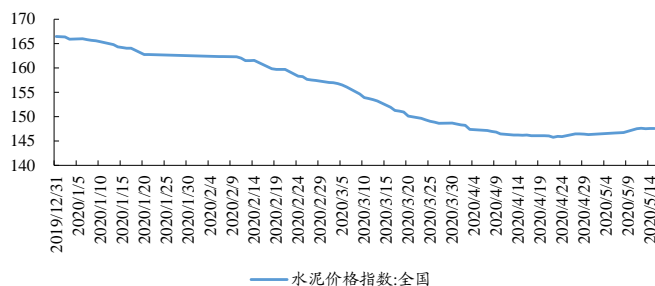
图7：重卡销量增速 4 月由负转正



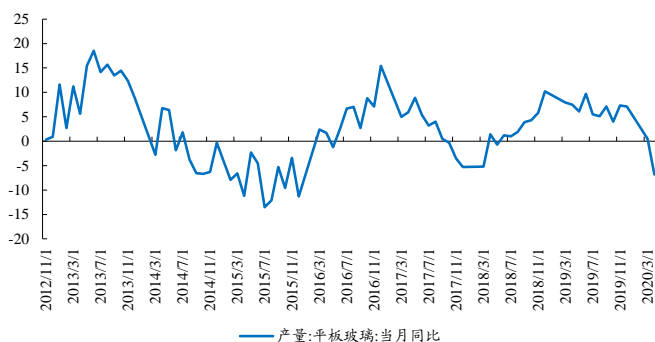
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8：水泥产量4月由负转正


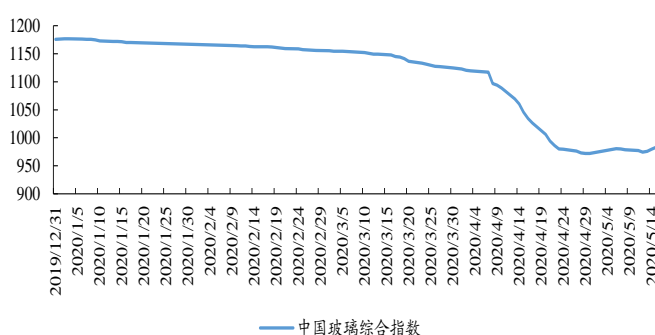
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：水泥价格企稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：玻璃产量继续下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：玻璃价格企稳回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

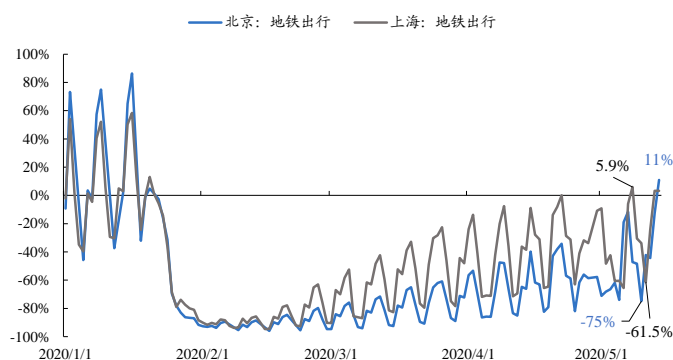
2、消费持续复苏，“五一”有亮点

2.1、管制放松，人口回流

城市管控放松，自2020年4月29日，北京、天津、河北等地防控级别降低到二级之后，上海在5月9日零时将防控级别降低至三级¹。目前，除吉林省舒兰市疫情出现反复，疫情风险级别调整至高风险外，全国疫情基本稳定。

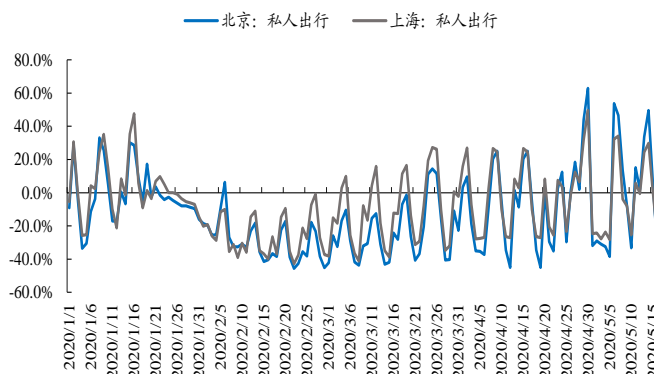
人口回流逐步增多，选择乘坐公共交通的人口已经在加速回流，这部分人群可能是之前缺失的消费人群。私人出行恢复情况仍然好于2019年农历同期，在4月29日之前，北京入城管制得更严（所有返京人员全部14天隔离），没有稳定工作和收入的人返程的意愿相对其它返程地更弱；这种前提下，北京的私人交通与上海一致已接近恢复2019年同期水平；而公共交通与上海的恢复情况相比差距较大。4月29日之后，北京实施返京不再一律隔离14天，公共出行迅速恢复，目前已高于2019年同期水平，增幅大于上海。

¹ 北京、天津为二级，郑州、南京、杭州、广州、深圳、上海、重庆、哈尔滨为三级。

图12: 公共出行过去两周接近 2019 年同期, 北京>上海


数据来源: Wind、北京地铁官方微博、开源证券研究所

注: 图中显示相对于 2019 年农历同期的增长率

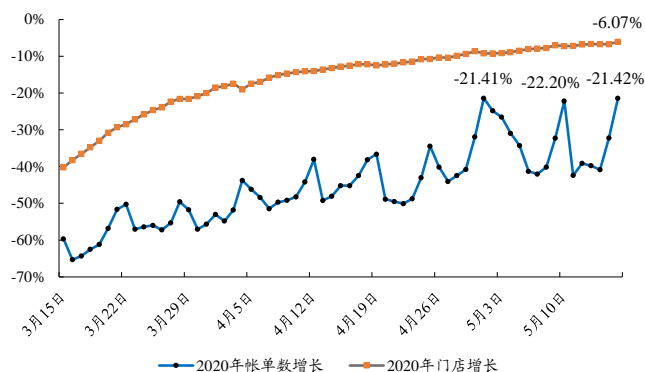
图13: 私人出行已超过 2019 年同期, 北京>上海


数据来源: 高德、开源证券研究所

注: 图中显示相对于 2019 年农历同期的增长率

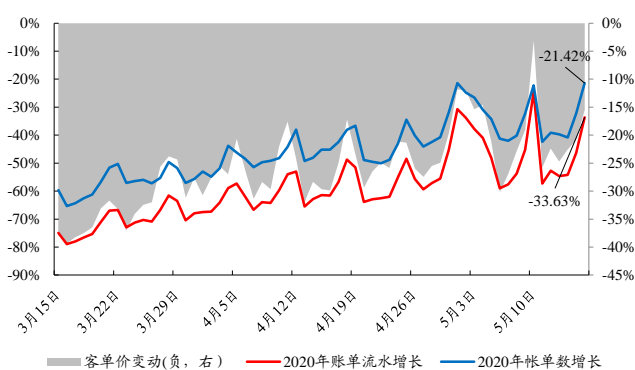
2.2、从餐饮来看, 线下恢复的速度较平稳

餐饮消费上, 由外卖转堂食的趋势持续, 过去三周餐饮流水稳步提升。截止 5 月 16 日, 餐饮营业门店恢复至疫情前 94%, 账单数在每周周末达到高峰, 过去各周峰值平缓; 账单流水增长依然慢于帐单数增长, 但客单价缩水的趋势在减缓。从外卖来看, 外卖营业门店恢复至高于年初水平 11 个百分点, 过去两周峰值点, 外卖每单金额有所提升, 这与餐饮门店账单数平缓结合来看, 疫情中养成的线上消费习惯仍然被消费者保持。

图14: 账单数在过去三周周末, 提升速度趋缓


数据来源: 哗啦啦、开源证券研究所

注: 图中显示相对于 2020 年 1 月 1 日的增长率

图15: 客单价缩水的趋势减缓


数据来源: 哗啦啦、开源证券研究所

注: 图中显示相对于 2020 年 1 月 1 日的增长率

2.3、汽车、房地产产业链相关的消费回升较好

4 月以来, 疫情的稳定使线下场景重建, “五一”期间需求的集中释放使得汽车、家电、家居的销量超预期:

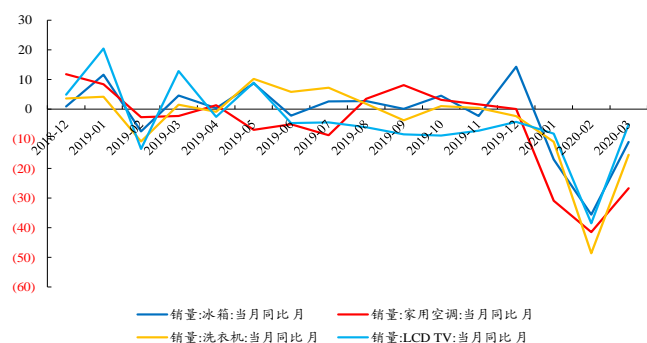
1) 家电: 冰箱、洗衣机、电视国内销量恢复弹性较好; 空调出口累计同比由负转正, 洗衣机、冰箱、电视出口累计出口同比三月相对改善;

2) 汽车: 乘用车销量稳步提升, 4 月份销量改善明显, 4.19-4.25 单周零售/批发日均销量均达到 4.9 万辆, 同比增长 12.3%和 12.5%, 我们以更高频的义乌小商品

价格指数作为侧面的观察，作为互补品的汽车装饰品价格指数 4 月底以来攀升，显示汽车销售景气度高；从出口数据来看，虽然出口数量仍不及 2019 年，但降幅在 4 月开始有改善迹象。

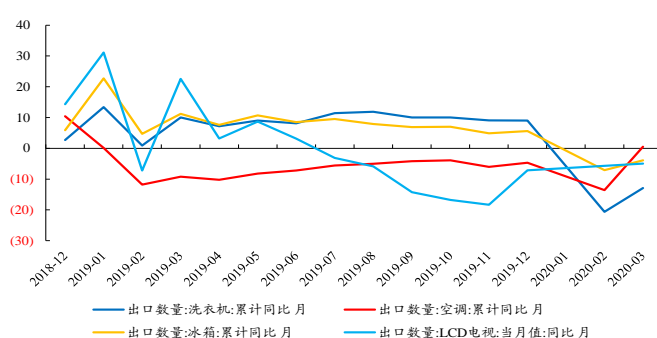
3) 家居：多个家居卖场“五一”销售情况好于 2019 年，红星美凯龙全国商场销售额超 87.06 亿元，同比增长 11.7%，消费人数达 29.5 万人；集美家居北京四家商场实际销售比预估销售超出约 4 倍。同时，行业线上销售也迎来增长，京东装修服务同比增长达 130%，淘宝天猫生活电器、烹饪用具成交同比大增 196%和 89%，家装主材、灯饰分别同比增长 101%和 53%。

图16：白电、黑电的销售增速 3 月确认拐点



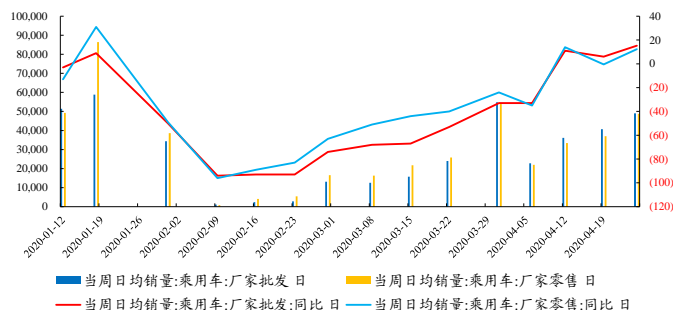
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：家电出口改善不明显，但空调出口同比由负转正



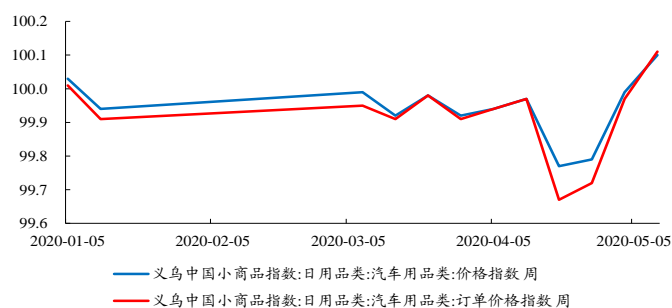
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：汽车 4 月销量改善明显，接近年初水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：高频的互补品数据显示汽车销售景气度高



数据来源：Wind、开源证券研究所

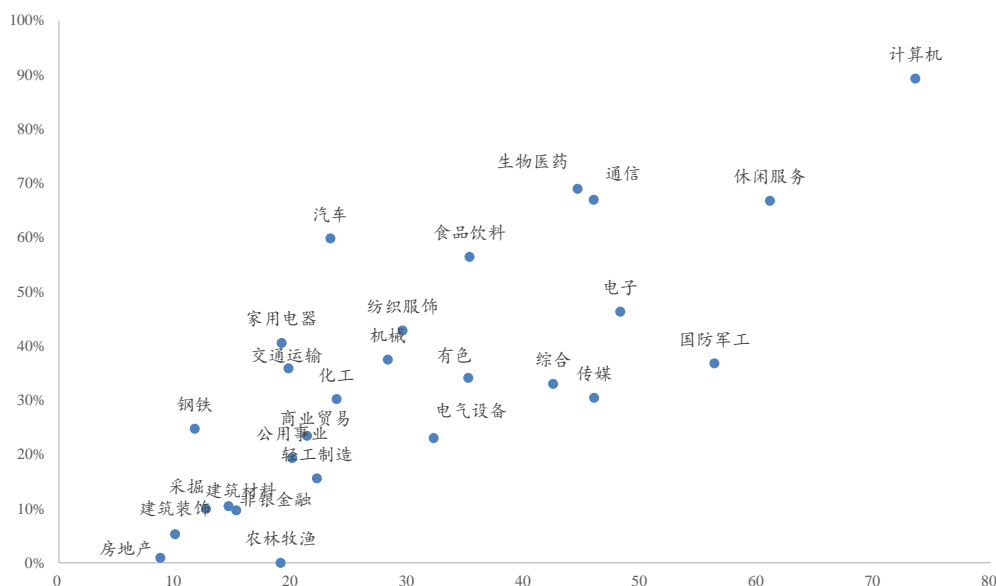
3、布局盈利复苏，抵抗“估值下行”

我们在周报《时滞与近忧》中提到，当前社融已经确认过底部，处于向上周期，但 M1-M2 剪刀差还在持续下探，短期看不到宏观数据确认经济复苏，流动性却转向实体，估值压力小+盈利复苏早成为配置思路。宏观和中观数据指示企业盈利的拐点存在先后之分：基建产业链复苏速度强于、快于制造业和终端消费；推荐盈利确定性强、估值处于中位数水平的：机械设备、建筑建材。

消费可能出现的分化是：一方面，由于复工复产顺利推进，商务消费预计将率先回暖；另一方面，由于居民收入由企业盈利转化而来，私人消费的“爆发”可能会相对企业盈利得到确认更晚。推荐优先配置偏向商务的消费：白酒（次高端）、酒店，

航空（需结合高频数据逐步配置）；私人消费中配置目前表现出需求较旺盛的家电、汽车。

图20：基建产业链的建筑建材仍然相对估值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横轴为行业 PE，纵轴为历史分位数

表1：各行业估值与历史分位数情况

| 行业 | PE | PE 历史分位数 | PB | PB 历史分位数 | PEG | PS |
|------|-------|----------|------|----------|----------|--------|
| 农林牧渔 | 19.02 | 0.0% | 3.66 | 54.0% | 0.0776 | 2.2456 |
| 采掘 | 12.62 | 10.0% | 0.93 | 0.3% | -0.5957 | 0.5015 |
| 化工 | 23.83 | 30.2% | 1.82 | 9.4% | -0.7581 | 0.6657 |
| 钢铁 | 11.66 | 24.7% | 0.83 | 6.1% | -0.2791 | 0.3768 |
| 有色 | 35.14 | 34.1% | 1.96 | 10.1% | -2.7826 | 0.8077 |
| 建筑材料 | 14.55 | 10.5% | 2.04 | 29.9% | 2.5542 | 1.6282 |
| 电子 | 48.19 | 46.3% | 3.7 | 62.8% | 2.5981 | 2.1462 |
| 家用电器 | 19.12 | 40.6% | 3 | 57.0% | -17.5572 | 1.2666 |
| 食品饮料 | 35.24 | 56.5% | 6.52 | 80.2% | 4.5935 | 6.2424 |
| 纺织服饰 | 29.49 | 42.9% | 1.73 | 13.6% | -1.2978 | 1.1432 |
| 轻工制造 | 22.15 | 15.6% | 1.64 | 13.0% | -6.2124 | 1.8296 |
| 生物医药 | 44.52 | 69.0% | 3.95 | 41.5% | -3.641 | 3.0943 |
| 公用事业 | 20.02 | 19.4% | 1.29 | 0.2% | -2.3085 | 1.442 |
| 交通运输 | 19.7 | 35.9% | 1.27 | 5.0% | -0.727 | 0.8753 |
| 房地产 | 8.7 | 0.9% | 1.15 | 0.1% | -14.452 | 0.8333 |
| 商业贸易 | 21.29 | 23.4% | 1.42 | 3.6% | -0.9354 | 0.508 |
| 休闲服务 | 61.03 | 66.8% | 3.59 | 38.8% | -1.4361 | 2.8491 |
| 综合 | 42.42 | 33.0% | 1.89 | 16.0% | -2.8674 | 2.3168 |

| 行业 | PE | PE 历史分位数 | PB | PB 历史分位数 | PEG | PS |
|------|-------|----------|------|----------|---------|--------|
| 建筑装饰 | 9.96 | 5.3% | 0.91 | 0.2% | -2.7146 | 0.2519 |
| 电气设备 | 32.16 | 23.0% | 2.39 | 18.5% | 1.5305 | 2.0477 |
| 国防军工 | 56.26 | 36.8% | 2.58 | 31.4% | 1.1778 | 2.9998 |
| 计算机 | 73.52 | 89.3% | 4.52 | 60.3% | -5.9173 | 4.0037 |
| 传媒 | 45.95 | 30.4% | 2.62 | 10.1% | 0 | 2.9499 |
| 通信 | 45.91 | 67.0% | 2.98 | 62.3% | -3.4239 | 1.8282 |
| 非银金融 | 15.22 | 9.7% | 1.57 | 2.0% | 0.7011 | 1.6245 |
| 汽车 | 23.3 | 59.8% | 1.49 | 9.1% | -0.9218 | 0.7462 |
| 机械 | 28.23 | 37.5% | 2.1 | 21.1% | -3.0685 | 1.8141 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注:表格中测算的 PE/PB/PEG/PS，股价日期为 5 月 15 日,采用收盘价计算。

4、风险提示

基建政策与消费刺激政策落地与预期不符;疫情发生反复导致防控升级

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835