

策略周报

盈利韧性犹在，市场企稳可期

流动性平稳过渡，经济加速上行，A股顺周期行情尚未迎来拐点。

- **国内经济有望维持较强韧性。**一季度经济数据虽然基数效应下出现高增，但幅度并未大超市场预期。分项来看，工业生产的环比趋弱是主要原因，3月生产端相比1-2月出现了较大程度的下行，我们认为：就地过年导致的年初工业生产高峰期前置，而工业原料价格的持续上行也一定程度影响了生产端节奏。不仅如此，我们看到海外疫情缓解后生产端的恢复也对国内生产形成一定程度的份额回流。从一季度的产能利用率数据环比变化来看，非金属矿物、汽车制造、计算机、医药等行业下降较快，也进一步印证了海外生产恢复的影响。投资端维持相对平稳，地产投资方面除了施工增速维持相对较高景气水平外，销售、新开工、土地购置增速均出现一定程度的下滑。基建和制造业投资略有加速，但制造业投资整体依然偏弱。消费增速加速回暖，汽车、家具等地产后周期品种以及日用品对消费增速回升拉动较快，餐饮收入改善明显，绝对值上来看基本恢复至疫情前同期（2019年3月）水平。往后看，随着海外疫苗接种不断推进，海外经济逐步正常化将会带来强劲外需，同时财政逐步发力也将对内需形成支撑，我们认为年内国内经济仍将维持高位震荡的状态，短期不存在超预期下行的可能。
- **美国零售增速大幅提升，服务业尚存修复空间。**3月美国零售增速大幅提升，当月同比27.7%，环比9.8%，汽车、建材及工业品量价齐升。随着疫情缓和带来消费意愿提升、前期投放的现金有望加速向消费转化。当前美服务业修复尚未至疫情前水平，仍存修复空间。随着群体免疫的推进，美服务消费将得到爆发，再通胀预期或进一步上行。3月美国消费者对一年期和三年期通胀的预期连续第5个月上升并双双创下2014年5月以来新高。此外，家庭开支增速预期提高至4.7%，连续三个月上行并创下2014年12月以来新高。美国消费者对劳动力市场也变得更加乐观，失业率年内增长概率预期均值从2月的39.1%降至3月的34.4%，创下疫情以来新低。
- **流动性平稳过渡，经济加速上行，A股顺周期行情尚未迎来拐点。**一季度经济数据基本在前期市场一致预期范围内，由于并未出现超预期高增，市场在数据披露后一度出现快速下行。我们认为，低基数效应下较为平稳的经济数据对于A股利大于弊，主要原因在于：1. 影响2021年A股市场基本面的主要因素在于经济相对高位持续性而非短期冲高幅度，强劲的外需拉动下出口总量效应大于替代效应，国内基本面有望维持高位震荡而非冲高回落，A股盈利也将体现为较强的韧性。2. 较为平稳的经济增速也降低了短期货币政策收紧的必要性，未来一段时间货币政策不会出现急转弯，仍将维持稳健为主。对于权益资产来讲，2021年是盈利与估值的博弈，只要盈利持续维持高位，流动性不出现超预期紧缩，A股出现系统性风险的可能性较低。方向上，流动性逐步回归，估值性价比优势将会逐步凸显，低估值顺周期板块有望获得超额收益。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

目录

观点回顾.....	4
盈利韧性犹在，行情尚未转向.....	5
风险提示.....	8

图表目录

图表 1. 不同行业产能利用率.....	5
图表 2. 基数效应对固定资产投资扰动尚存.....	5
图表 3. 消费超预期复苏.....	5
图表 4. 美服务业仍存修复空间.....	6
图表 5. A 股估值与社融增速.....	7

观点回顾

——20201129《循环牛大周期》：商品资本双循环，A股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领A股进入技术性牛市。

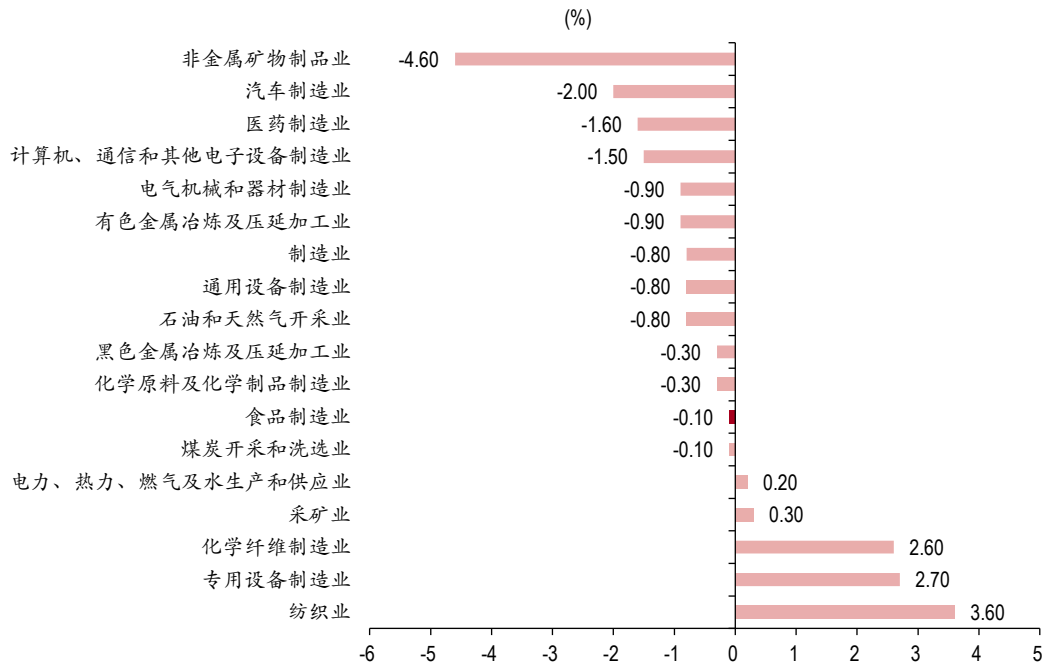
——20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。相比于2016-2017年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

——20210306《雷雨居檐下，雨后拾青梅》：高估值板块在时间上并不占优，但其中被错杀的标的可以开始关注。短期内美债可能还会面临较大波动，中期上行趋势不改。估值中等偏高股票，则有望随着业绩增长来实现估值的明显消化。

盈利韧性犹在，行情尚未转向

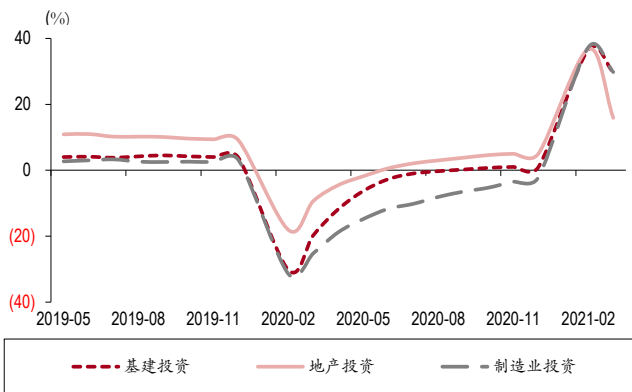
国内经济有望维持较强韧性。一季度经济数据虽然基数效应下出现高增，但幅度并未大超市场预期。分项来看，工业生产的环比趋弱是主要原因，3月生产端相比1-2月出现了较大程度的下行，我们认为：就地过年导致的年初工业生产高峰期前置，而工业原料价格的持续上行也一定程度影响了生产端节奏。不仅如此，我们看到海外疫情缓解后生产端的恢复也对国内生产形成一定程度的份额回流。从一季度的产能利用率数据环比变化来看，非金属矿物、汽车制造、计算机、医药等行业下降较快，也进一步印证了海外生产恢复的影响。投资端维持相对平稳，地产投资方面除了施工增速维持相对较高景气水平外，销售、新开工、土地购置增速均出现一定程度的下滑。基建和制造业投资略有加速，但制造业投资整体依然偏弱。消费增速加速回暖，汽车、家具等地产后周期品种以及日用品对消费增速回升拉动较快，餐饮收入改善明显，绝对值上来看基本恢复至疫情前同期（2019年3月）水平。往后看，随着海外疫苗接种不断推进，海外经济逐步正常化将会带来强劲外需，同时财政逐步发力也将对内需形成支撑，我们认为年内国内经济仍将维持高位震荡的状态，短期不存在超预期下行的可能。

图表 1.不同行业产能利用率



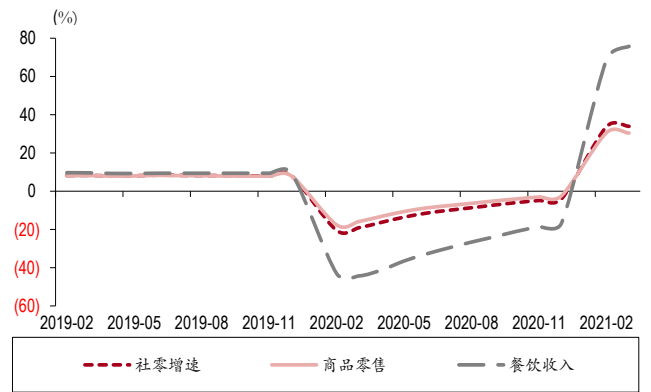
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基数效应对固定资产投资扰动尚存



资料来源：万得，中银证券

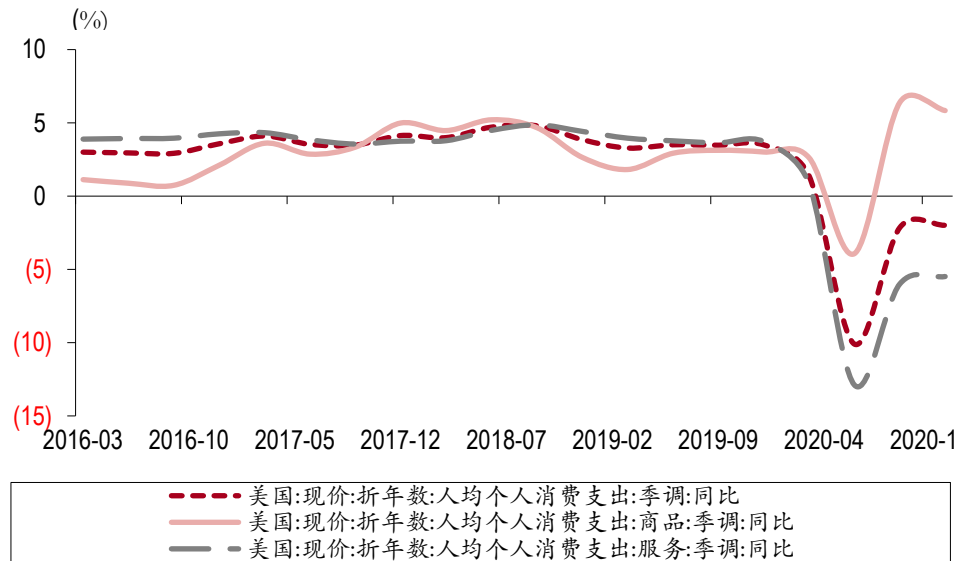
图表 3. 消费超预期复苏



资料来源：万得，中银证券

美国零售增速大幅提升，服务业尚存修复空间。3月美国零售增速大幅提升，当月同比27.7%，环比9.8%，汽车、建材及工业品量价齐升。随着疫情缓和带来消费意愿提升、前期投放的现金有望加速向消费转化。当前美服务业修复尚未至疫情前水平，仍存修复空间。随着群体免疫的推进，美服务消费将得到爆发，再通胀预期或进一步上行。3月美国消费者对一年期和三年期通胀的预期连续第5个月上升并双双创下2014年5月以来新高。此外，家庭开支增速预期提高至4.7%，连续三个月上行并创下2014年12月以来新高。美国消费者对劳动力市场也变得更加乐观，失业率年内增长概率预期均值从2月的39.1%降至3月的34.4%，创下疫情以来新低。

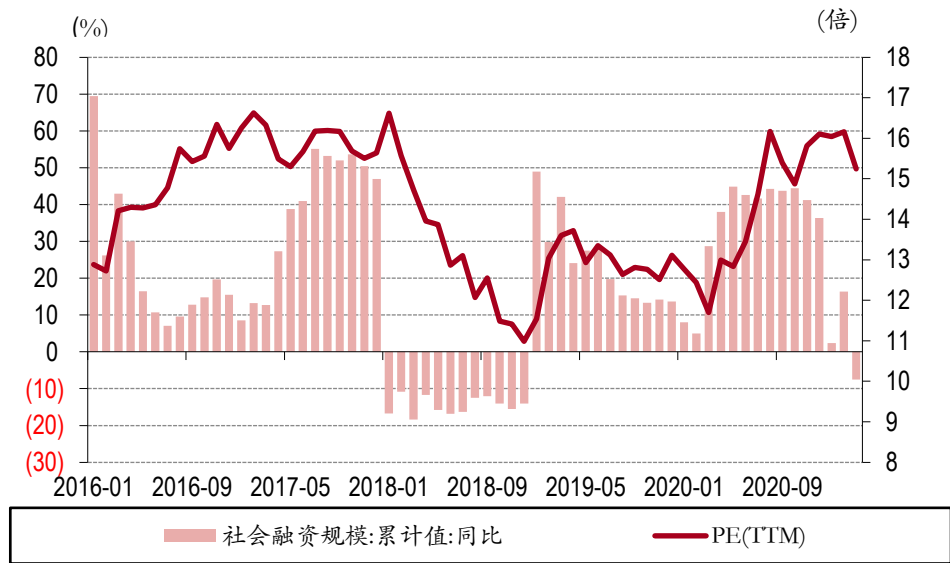
图表4. 美服务业仍存修复空间



资料来源: 万得, 中银证券

流动性平稳过渡，经济加速上行，A股顺周期行情尚未迎来拐点。一季度经济数据基本在前期市场一致预期范围内，由于并未出现超预期高增，市场在数据披露后一度出现快速下行。我们认为，低基数效应下较为平稳的经济数据对于A股利大于弊，主要原因在于：1. 影响2021年A股市场基本面的主要因素在于经济相对高位的持续性而非短期冲高幅度，强劲的外需拉动下出口总量效应大于替代效应，国内基本面有望维持高位震荡而非冲高回落，A股盈利也将体现为较强的韧性。2. 较为平稳的经济增速也降低了短期货币政策收紧的必要性，未来一段时间货币政策不会出现急转弯，仍将维持稳健为主。对于权益资产来讲，2021年是盈利与估值的博弈，只要盈利持续维持高位，流动性不出现超预期紧缩，A股出现系统性风险的可能性较低。方向上，流动性逐步回归，估值性价比优势将会逐步凸显，低估值顺周期板块有望获得超额收益。

图表 5. A 股估值与社融增速



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371