



2021年5月9日

五月展望：震荡过后，反弹延续

内容提要

4月行情回顾：股票市场先跌后涨，中旬成交量一度降至冰点，随后在白酒和医药为首的核心资产带领下展开反击。主要指数：创业板大涨12.07%独领风骚，上证50逆势跌1.36%。市场风格：消费风格强势反弹，金融拖累指数。市值风格：中盘指数领先。行业方面：抱团+顺周期表现优异，医药生物、有色金属和钢铁涨幅居前；碳中和概念熄火，公用事业领跌。期货方面：IC以3.84%的涨幅领涨，IH下跌1.13%，整体成交量下滑，持仓量上升，贴水幅度收窄。

年报一季报：股市整体：业绩增速明显回升，盈利能力加速修复，销售净利率是全部A股ROE回升的主要原因。板块方面：主板营收连续两个季度修复，创业板维持高景气，科创板盈利能力边际提升力度最强。市值风格：中盘股票景气度最优，中小盘股盈利能力修复力度更强。市场风格：低基数效应助周期风格业绩爆发、盈利能力大幅改善，金融风格盈利能力边际下滑。行业配置：上游资源和中游材料业绩表现亮眼，上游资源和TMT盈利能力持续提升。

政治局会议定调：(1) 经济形势判断：对经济复苏成果予以肯定，“经济运行开局良好，高质量发展取得新成效”。同时保持理性态度，“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固。”(2) 财政政策和货币政策：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。(3) 支持领域：有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。

5月行情展望：市场出现大跌的风险不高，但信用边际收紧VS盈利复苏的矛盾仍将贯穿二季度。北向资金流入幅度增大，公募基金股票仓位触底回升，资金面较为充裕。预计节后市场重拾升势延续反弹。

风险提示

重大突发事件冲击；货币政策超预期收紧；监管措施巨大变化

请务必仔细阅读正文之后的声明

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

联系人：刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com

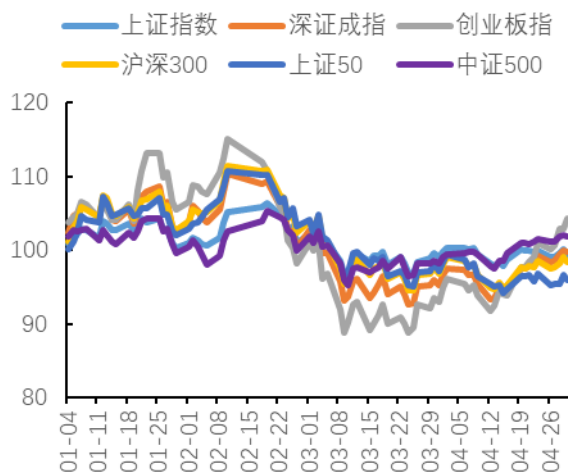
一、股票和股指期货市场回顾

四月 A 股市场延续区间震荡，以结构性行情为主。月初上证指数反弹至 3500 点区域遇阻回落，下旬跌破 3400 点后展开反击，最终收于 3446.86 点，月度上涨 0.14%。

1.1 股票市场回顾

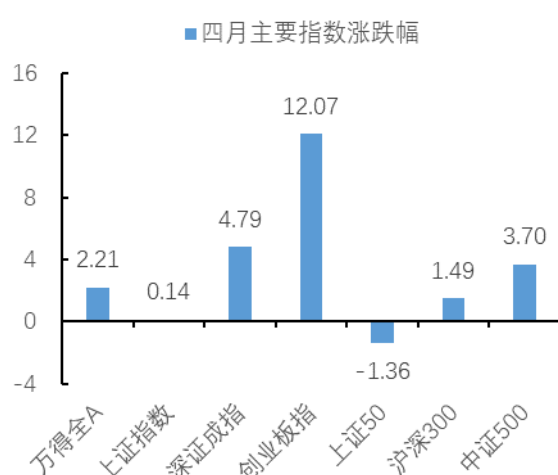
四月股票市场先跌后涨，核心资产出现分化，白酒和医药强势复苏，但个股表现萎靡。市场在经历了春节以来的急跌阶段后，情绪有所企稳，四月中旬两市成交额一度降至冰点，随后在核心资产的带领下展开了反击。四月沪深两市日均成交 7290.95 亿，较 3 月 7864.14 亿减少 7.29%。主要指数方面，截至 4 月 30 日，创业板单月大涨 12.07% 独领风骚，深证指数和深证成指分别涨 0.14% 和 4.79%，上证 50 逆势下跌 1.36%，中证 500 和沪深 300 分别上涨 3.70% 和 1.49%。市场风格方面，消费风格单月大涨 5.14% 强势反弹，成长风格涨 4.17% 紧随其后，金融风格则逆势下跌 3.32%。市值风格方面，中盘、大盘和小盘指数分别涨 3.55%、2.58% 和 1.45%。行业方面，抱团+顺周期表现优异，医药生物、有色金属、钢铁、电气设备和电子板块分别收涨 10.97%、9.01%、8.85%、6.87% 和 6.18%；碳中和概念熄火，公用事业单月大跌 8.97%，建筑装饰、国防军工、通信和非银金融分别下跌 5.19%、4.08%、3.61% 和 3.50% 位列倒数二至五位。

图 1：4 月市场区间震荡 (%)



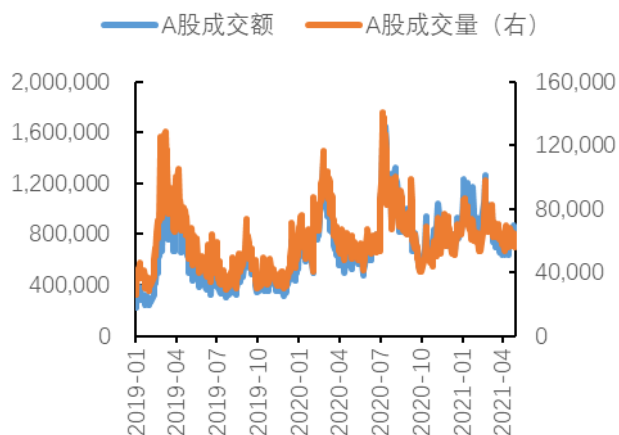
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：4 月创业板领涨 (%)



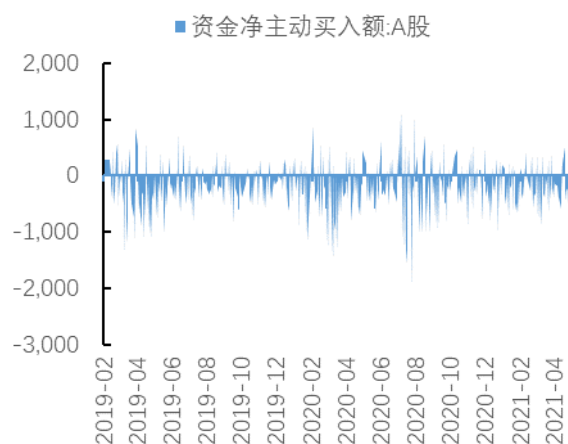
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 两市成交额下滑



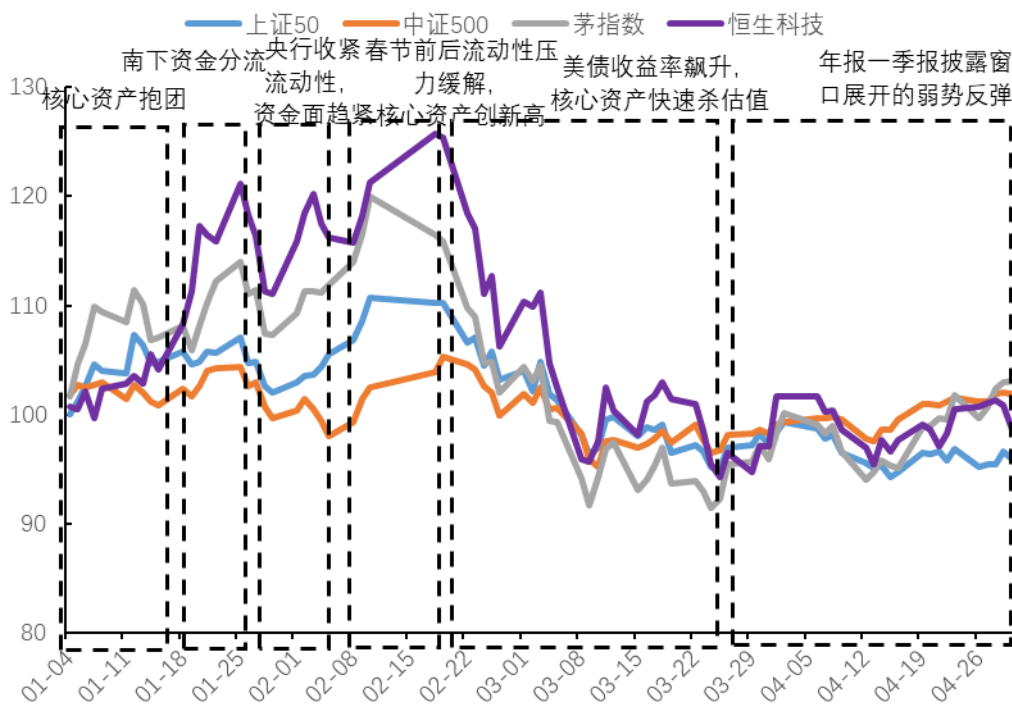
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 四月资金流出规模较上月减少 (亿)



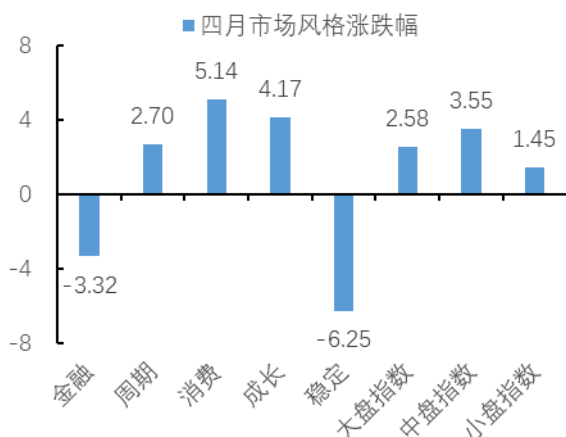
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 2021 年市场表现回顾 (%)



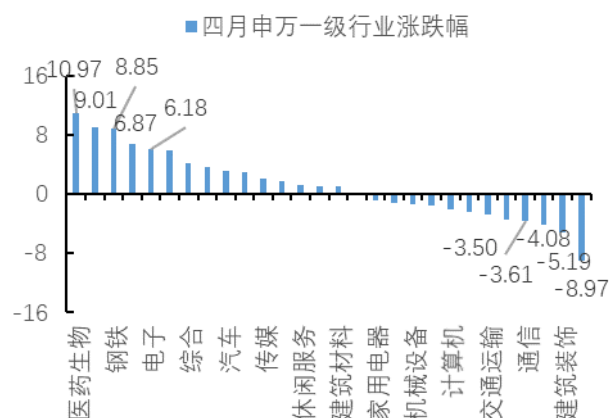
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6：四月消费风格强势反弹 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

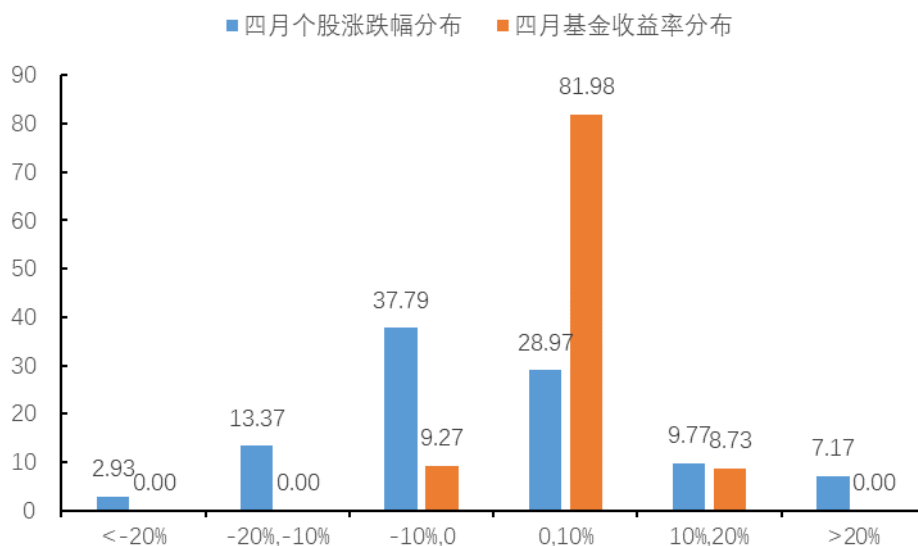
图 7：四月医药生物、有色金属和钢铁涨幅居前 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

个股方面，四月个股跌多涨少，明显弱于偏股型基金表现。全月有 45.91%的个股上涨，其中涨幅低于 10%的个股占 28.97%，跌幅小于 10%的个股占 37.79%；仅有 9.27%的偏股型基金出现亏损，81.98%的基金收益率低于 10%。

图 8：四月偏股型基金表现明显强于个股 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

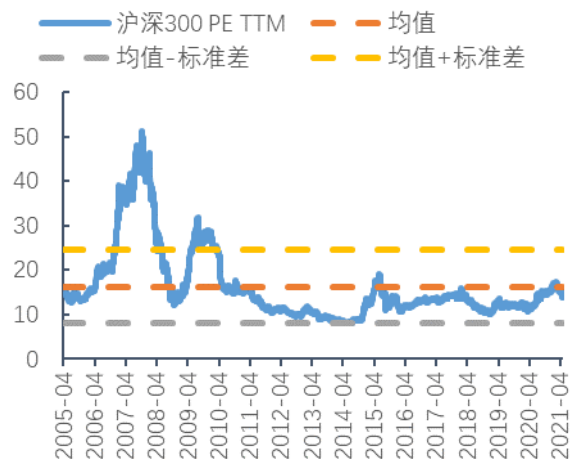
估值方面，万得全 A 估值有所回落，截至 4 月 30 日万得全 A 市盈率为 19.64 倍，较上月末下降 1.85。沪深 300、上证 50 和中证 500 当前市盈率分别为 13.97、11.87 和 24.48 倍，分别较上月末下滑 1.14、1.39 和 2.15。500/50 比价继续修复，目前回升至 1.86，仍低于历史均值 2.02 倍，高于历史均值减去一个标准差 1.46 倍。

图 9：500/50 比值继续回升 (%)



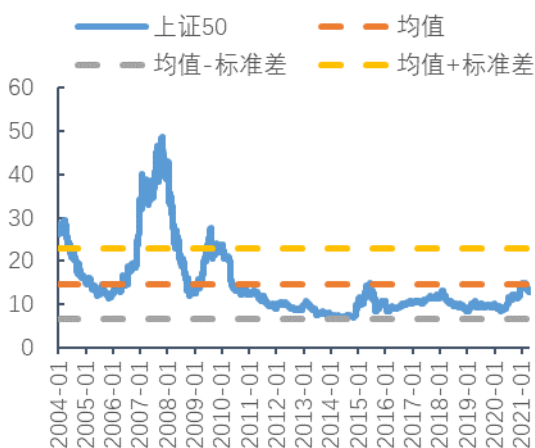
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：沪深 300 估值处于近年高位



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：上证 50 估值处于近年高位



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：中证 500 估值处近年低位

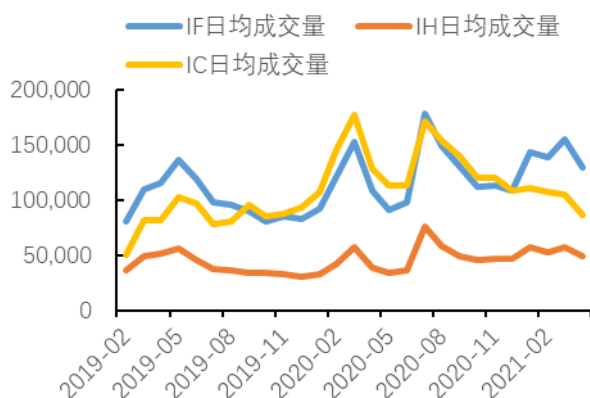


资料来源：Wind，优财研究院

1.2 期货市场回顾

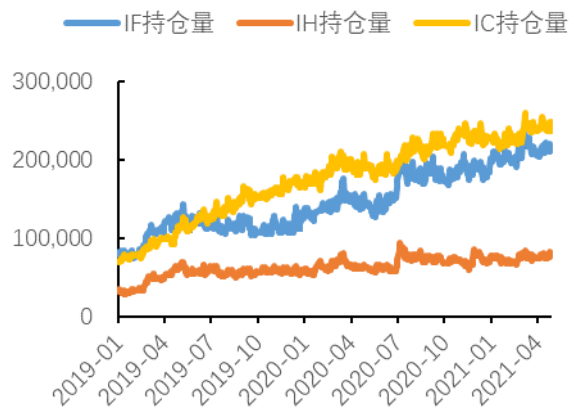
四月三大期指主力合约分化，IC 和 IF 分别收涨 3.84%和 1.78%，IH 下跌 1.13%。期货市场整体成交量下滑，持仓量上升。IF、IH 和 IC 合约日均成交均下滑，期末持仓量均上升。贴水幅度有所收窄，市场情绪回暖。截至 4 月 30 日，IF、IH 和 IC 主力合约分别贴水现货 16.69、8.59 和 8.11，IC/IH 主力合约比值为 1.86，较上月末上升 0.09。

图 13: 股指期货日均成交量下滑



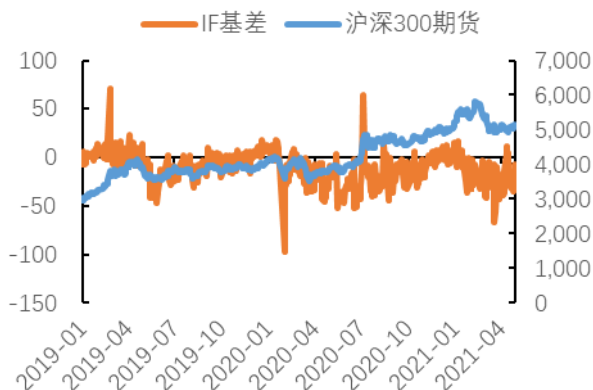
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 股指期货持仓量上升



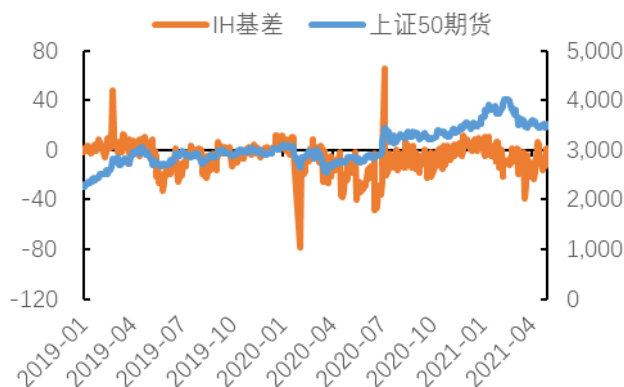
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: IF 基差



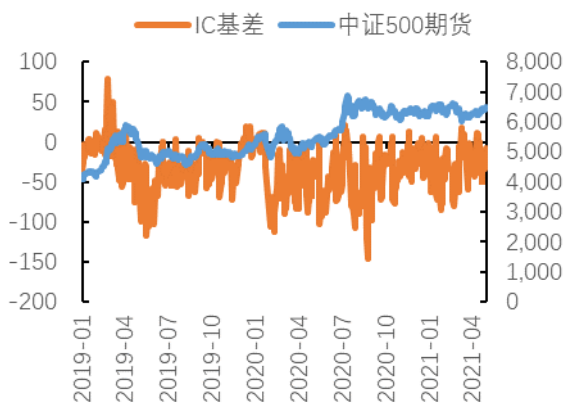
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: IH 基差



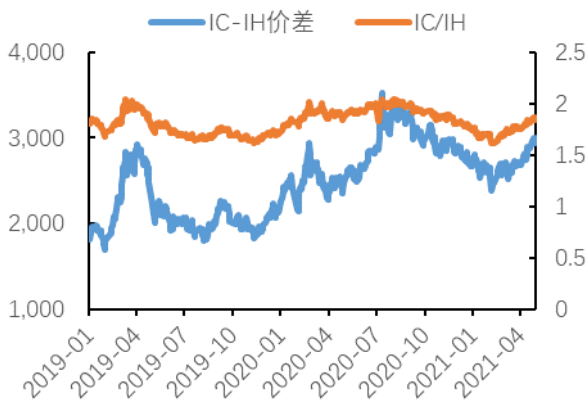
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: IC 基差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: IC/IH 比价回升



资料来源: Wind, 优财研究院

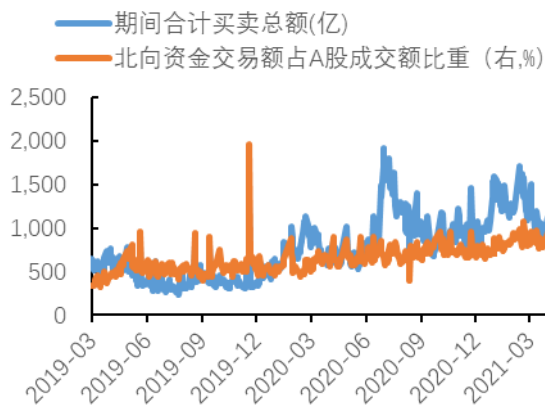
表一：截至 4.30 股指期货收盘情况

| | 合约收盘价 | 指数收盘价 | 升贴水 | 升贴水率 |
|-------|---------|----------|--------|--------|
| IF 主力 | 5,106.8 | 5,123.49 | -16.69 | -0.33% |
| IH 主力 | 3,482.6 | 3,491.19 | -8.59 | -0.25% |
| IC 主力 | 6,477.6 | 6,485.71 | -8.11 | -0.13% |

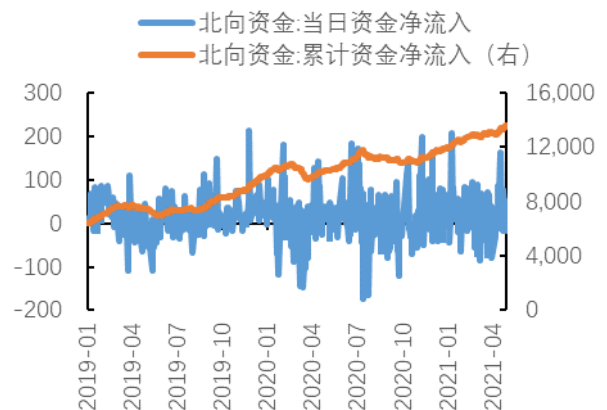
资料来源：Wind，优财研究院

二、股市资金面

四月北向资金加速进场，但交易活跃度下降。北向资金单月合计流入规模高达 526.07 亿，远超上月的 187.11 亿，其中 10 个交易日呈现净流入。北向资金交易额占 A 股成交额比重从上月的 13.66% 降至本月的 11.89%。北向资金分别配置型和交易型，配置型资金持股倾向于中长线，持仓波动较小，交易性资金注重短线交易，持仓变化较大，加速流入但交易频率降低，表明四月配置型外资占据主导地位，看好市场的中长期表现。

图 19：北向资金活跃度下降


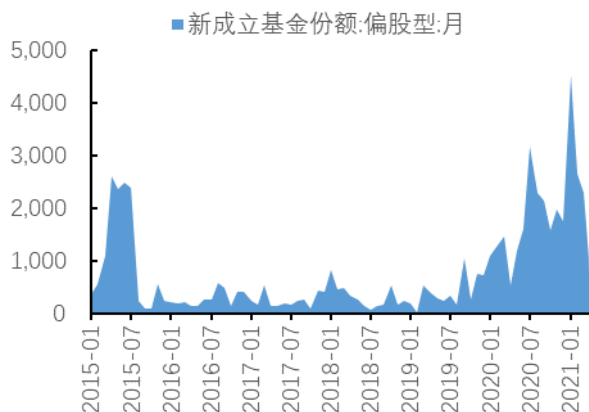
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：四月北向资金加速流入


资料来源：Wind，优财研究院

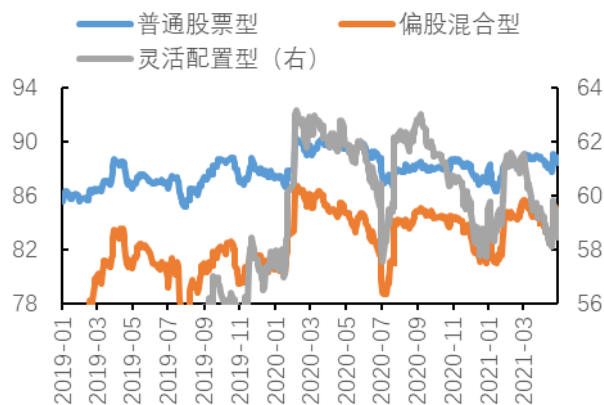
一月新发基金规模创出天量，但随后快速下降，四月偏股型基金股票仓位下降。继一月新发基金规模创出历史记录 4500.20 亿份后，二月发行速度忽然趋缓，一方面因长假因素交易天数减少，另一方面市场大幅回撤，基金重仓股大跌导致基金赚钱效应下滑，爆款基金认购力度急剧下降。四月新发基金规模仅为 716.72 亿份，创近一年新低，环比大减 68.78%。偏股型基金仓位下滑，四月普通股股票型、偏股混合型和灵活配置型基金股票仓位分别为 88.47%、83.91% 和 58.93%，较上月分别下降 0.42%、1.00% 和 1.20%。

图 21: 单月新发基金规模明显下降



资料来源: Wind, 优财研究院

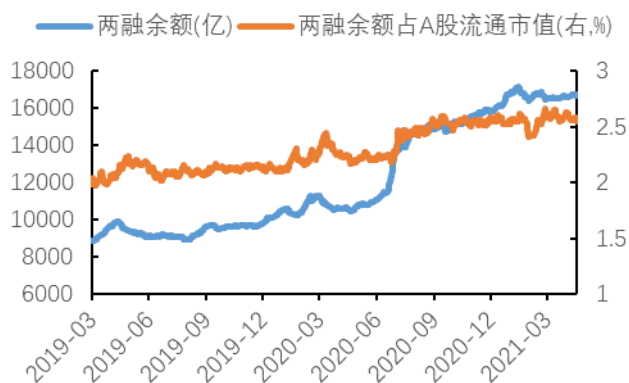
图 22: 四月偏股型基金平均仓位下降 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

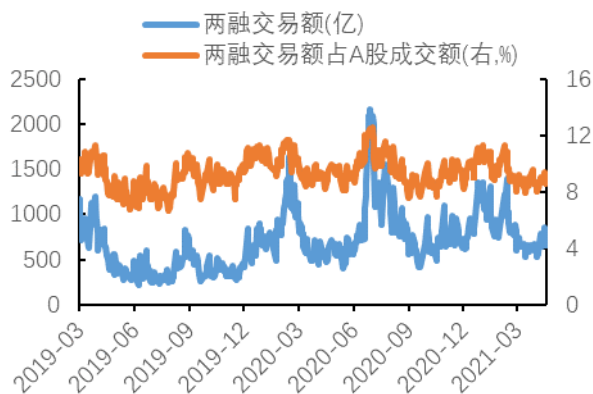
四月两融规模再创新高，交易活跃度上升。截至4月30日，两融余额增至16695.44亿，两融交易额占市场成交总体比例为9.12%，较上月末8.49%有所提升，逐渐修复的市场情绪使得场内加杠杆的意愿出现回升。

图 23: 四月两融规模冲高回落



资料来源: Wind

图 24: 四月两融活跃度上升



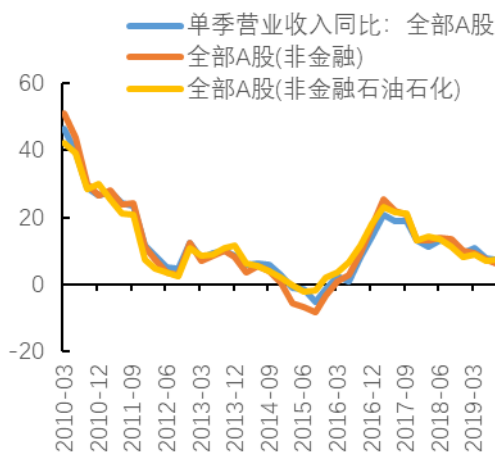
资料来源: Wind

二、年报一季报验证业绩高增长，盈利能力修复

2.1 股市整体：业绩增速明显回升，盈利能力加速修复

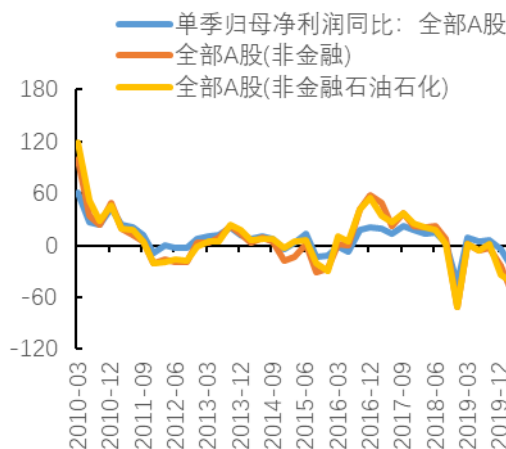
业绩增速方面，全部 A 股、全部 A 股（剔除金融）和全部 A 股（剔除金融、石油石化）2021Q1 营业收入分别增长 30.61%、38.45%和 43.28%，归母净利润分别增长 53.29%、166.06%和 115.00%。

图 25：2021Q1 全 A 单季营收同比大幅回升(%)



资料来源：Wind，优财研究院

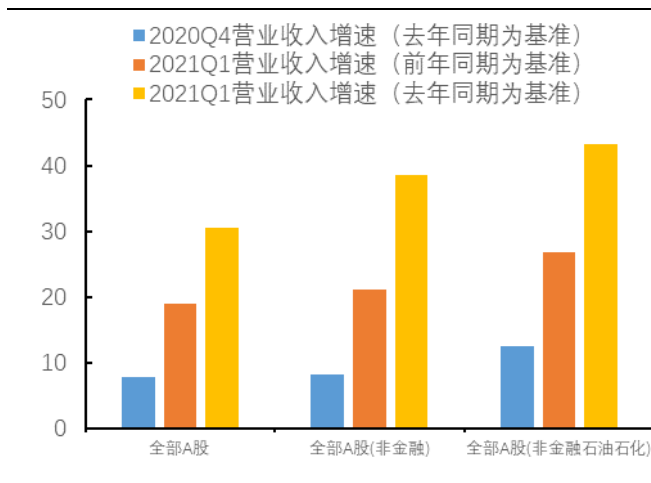
图 26：2021Q1 全 A 单季归母净利润增速大幅提升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

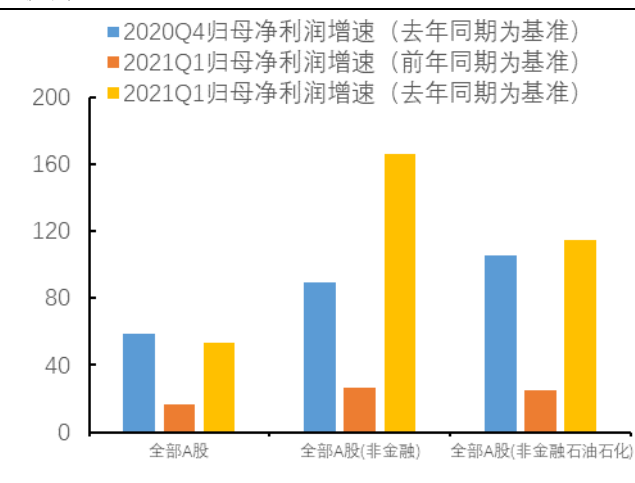
为剔除 2020 年 Q1 疫情引发的低基数效应，将 2020Q1 以及 2019Q1 作为基准的数据进行对比。计算发现，全部 A 股以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 30.61%和 18.91%，归母净利润增速分别为 53.29%和 16.41%；全部 A 股（剔除金融）以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 38.45%和 21.13%，归母净利润增速分别为 166.06%和 26.83%；全部 A 股（剔除金融、石油石化）以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 43.28%和 26.89%，归母净利润增速分别为 115.00%和 24.75%。全部 A 股的营业收入不仅环比大幅改善，且相对于疫情同期有明显提升；由于金融机构受到让利的影 响，非金融公司盈利相较于金融机构修复程度更高，全部 A 股（剔除金融）的归母净利润增速明显回升。

图 27: 2021Q1 全 A 单季营收较疫情前改善(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

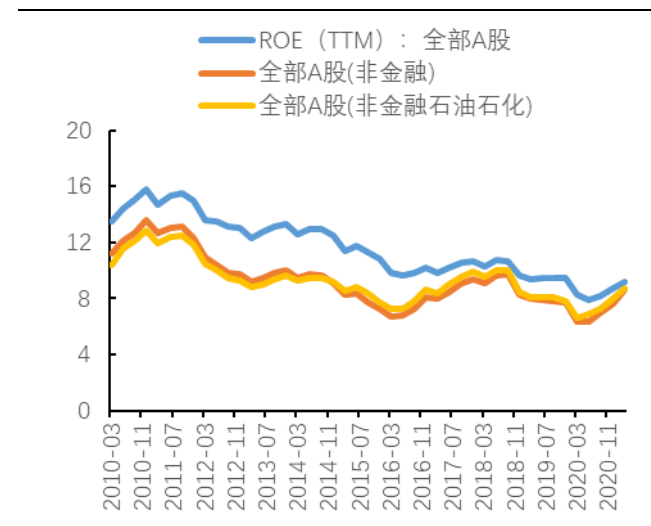
图 28: 2021Q1 全 A 单季归母净利润较疫情前提升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

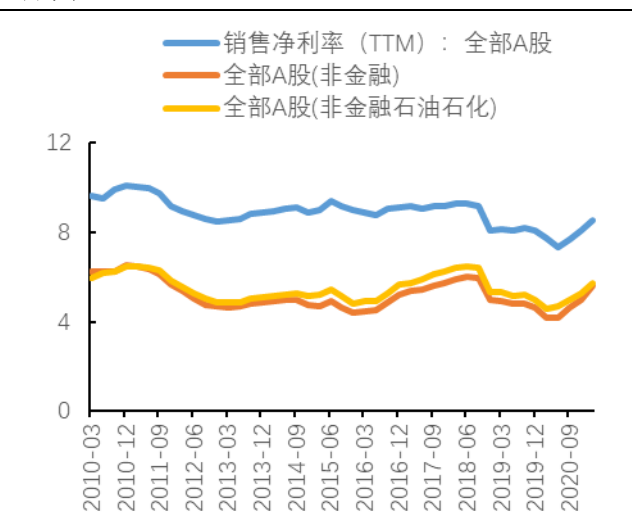
全部 A 股盈利能力持续修复, 销售净利率是 ROE 回升的主要原因。2021Q1 全 A 的 ROE (TTM) 为 9.18%, 较 2020Q4 环比上升 0.41%, 连续三个季度上升。2021Q1 全 A 销售净利率 (TTM) 为 8.52%, 较 2020Q4 环比上升 0.41%, 连续三个季度改善。资产周转率 (TTM) 0.18 次环比略下降, 权益乘数 6.11 倍环比略上升。

图 29: 2021Q1 全 A 盈利能力修复 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 2021Q1 销售净利率是 ROE 修复的主要原因 (%)

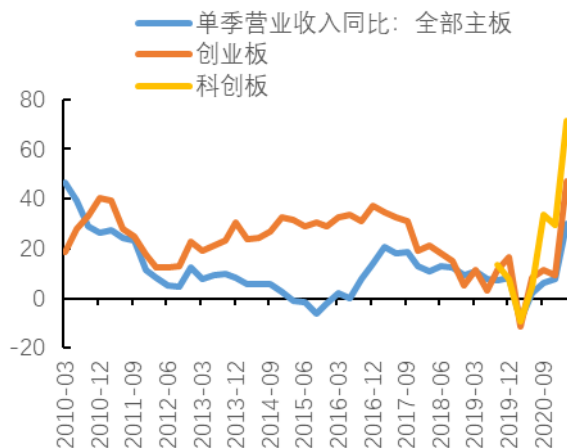


资料来源: Wind, 优财研究院

2.2 板块方面：主板营收连续两个季度修复，创业板维持高景气，科创板盈利能力边际提升力度最强

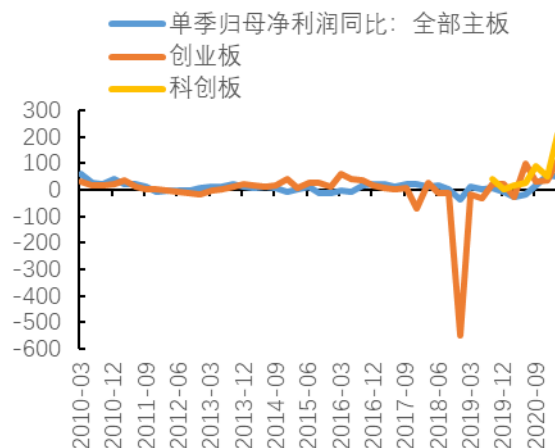
业绩增速方面，主板、创业板和科创板 2021Q1 营业收入分别增长 29.85%、47.19% 和 71.29%，归母净利润分别增长 50.90%、111.07%和 213.36%。

图 31：2021Q1 创业板单季营收同比大幅回升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

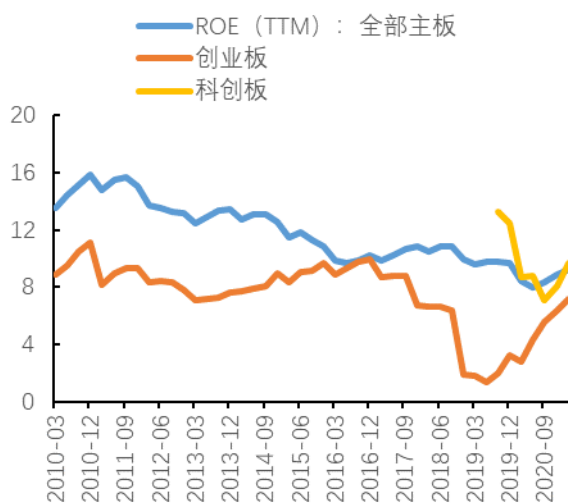
图 32：2021Q1 创业板单季归母净利润同比大幅提升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

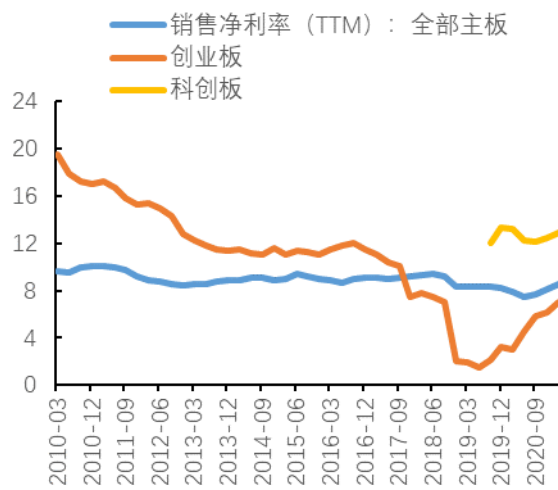
科创板盈利能力边际提升力度最强，创业板连续四个季度修复。2021Q1 主板、创业板和科创板的 ROE (TTM) 分别升至 9.25%、7.17%和 9.71%，环比分别提升 0.39%、0.81%和 1.60%，其中创业板 ROE 连续四个季度抬升。销售净利率仍然是三大板块盈利能力修复的主要原因，2021Q1 主板、创业板和科创板的销售净利率 (TTM) 分别为 8.54%、7.07%和 12.89%，环比分别提升 0.39%、0.88%和 0.49%。

图 33：2021Q1 创业板 ROE 明显提升 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 34：2021Q1 销售净利率是 ROE 修复的主要原因 (%)



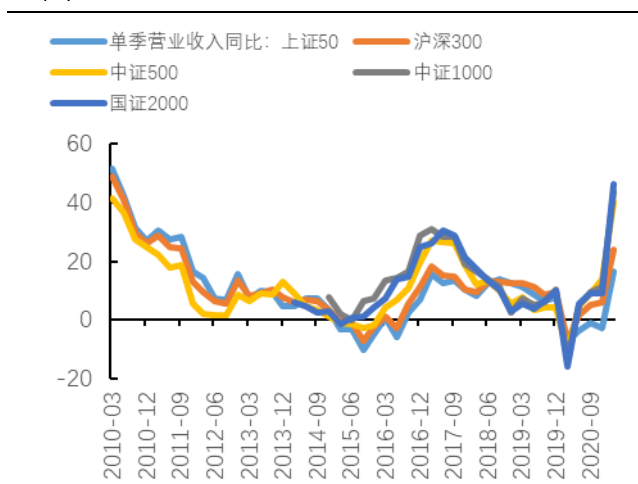
资料来源：Wind，优财研究院

2.3 市值风格：中盘股景气度最优，中小盘股盈利能力修复力度更强

我们分别用上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 代表大盘股、二线蓝筹股、中盘股、中小盘股以及小盘股。

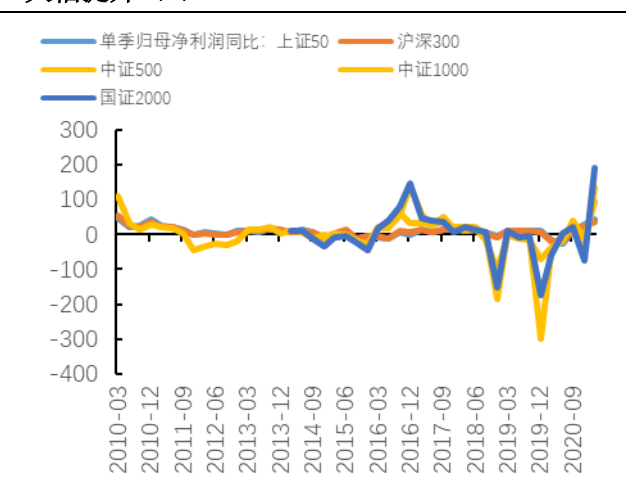
业绩增速方面，中小盘股的业绩弹性强于大盘股，中证 500、中证 1000 以及国证 2000 的业绩修复力度明显强于上证 50 和沪深 300。尽管小盘股为代表的国证 2000 以 2020Q1 为基准的净利润增速 193.75% 高于中证 500 为代表的中盘股 96.47%，但剔除疫情影响，前者以 2019Q1 为基准的净利润增速 22.60% 低于后者的 26.32%，综合看中盘股的景气度更优。

图 35: 2021Q1 小盘股单季营收同比大幅回升 (%)



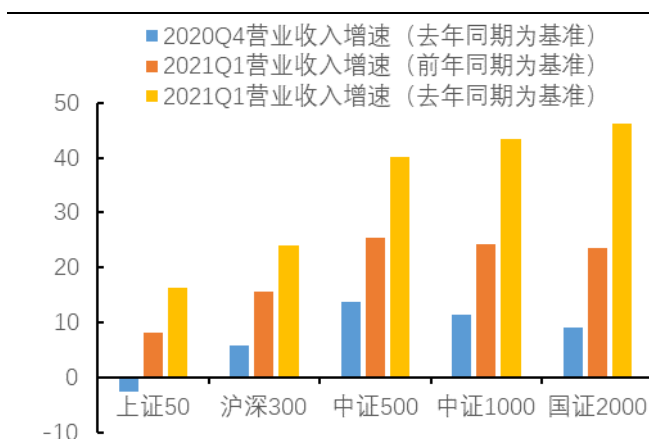
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 2021Q1 小盘股单季归母净利润同比大幅提升 (%)



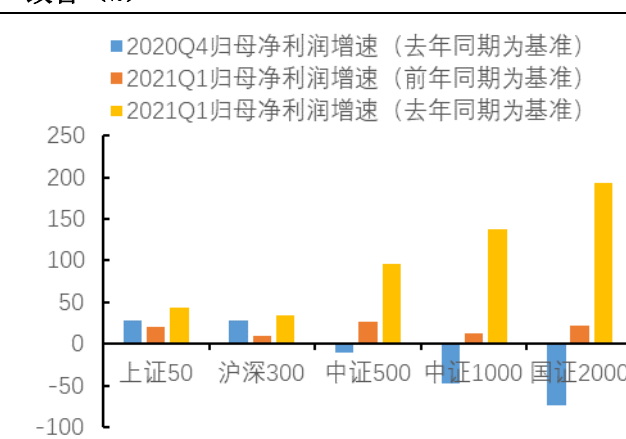
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 小盘股单季营收较疫情前明显改善 (%)



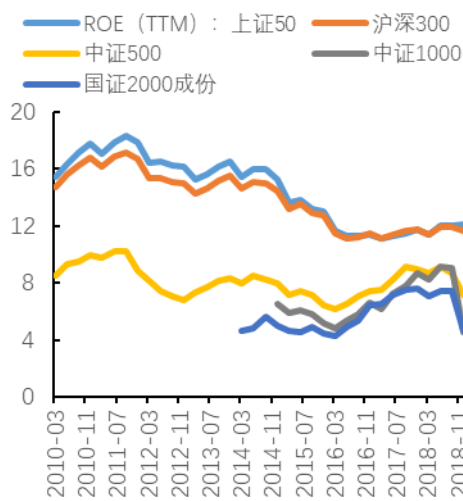
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 小盘股单季归母净利润较疫情前明显改善 (%)

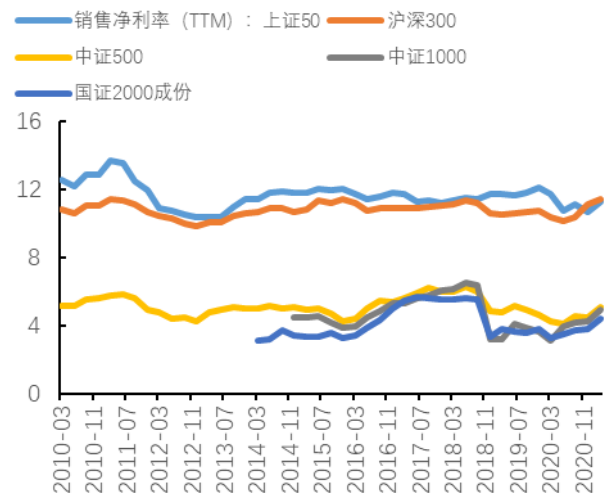


资料来源: Wind, 优财研究院

中小盘股盈利能力修复力度更强。2021Q1 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 的 ROE (TTM) 分别升至 10.91%、10.66%、7.49%、7.59%和 6.23%，环比分别提升 0.35%、0.08%、1.05%、1.16%和 1.06%，其中由中证 500、中证 1000 和国证 2000 为代表的中小盘股 ROE 连续四个季度抬升。销售净利率是各大指数盈利能力修复的主要原因，2021Q1 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 的销售净利率 (TTM) 环比分别提升 0.60%、0.30%、0.62%、0.69%和 0.62%。

图 39：2021Q1 中小盘股 ROE 提升力度更强(%)


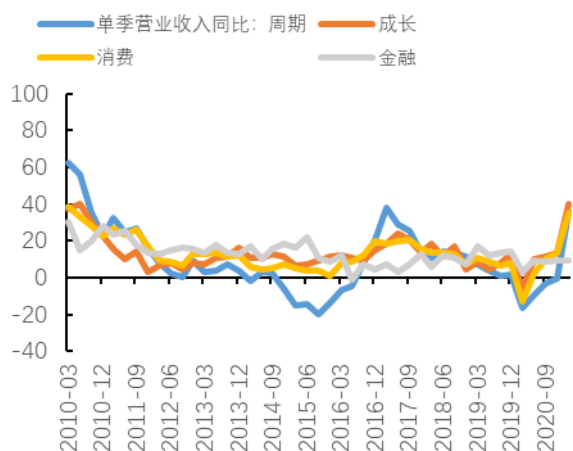
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：2021Q1 销售净利率是 ROE 修复的主要原因 (%)


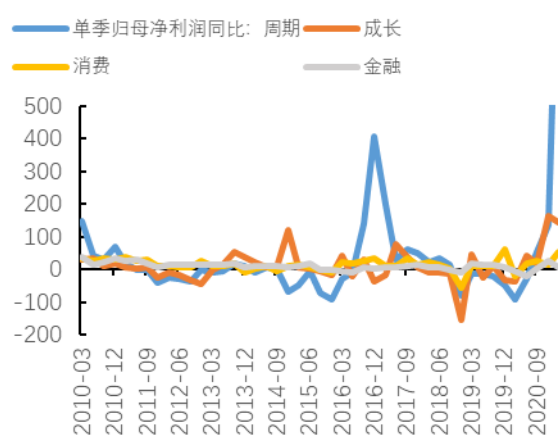
资料来源：Wind，优财研究院

2.4 市场风格：低基数效应助周期风格业绩爆发、盈利能力大幅改善，金融风格盈利能力边际下滑

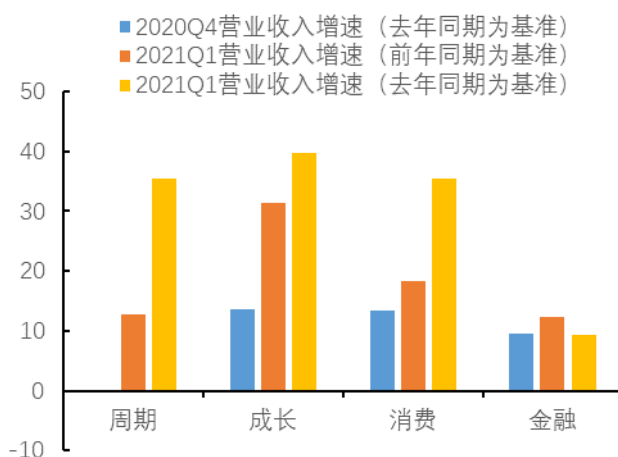
2021Q1 周期风格归母净利润同比大增 1124.97%，明显高出成长风格（142.77%）、消费风格（54.77%）和金融风格（6.82%）。但周期风格暴增的业绩更多的低基数效应所致，周期风格以 2019Q1 为基准的净利润增速仅为 27.37%，低于 2020Q4 的净利润增速 136.84%。成长风格同样受到低基数效应影响。金融风格则表现不佳，2021Q1 金融风格的净利润增速 6.82% 低于 2020Q4 的 27.88%。消费风格业绩边际改善，剔除疫情影响后，以 2019Q1 为基准的净利润增速 24.68% 仍然高于 2020Q4 的净利润增速 16.78%。

图 41: 2021Q1 消费、周期和成长风格单季营收同比大幅回升 (%)


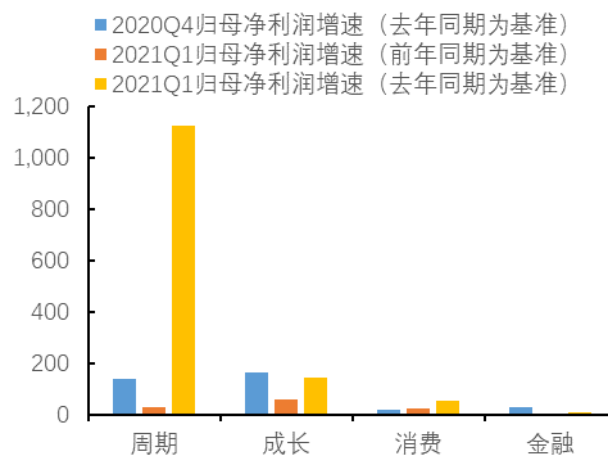
资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 2021Q1 周期风格单季归母净利润同比大幅提升 (%)


资料来源: Wind, 优财研究院

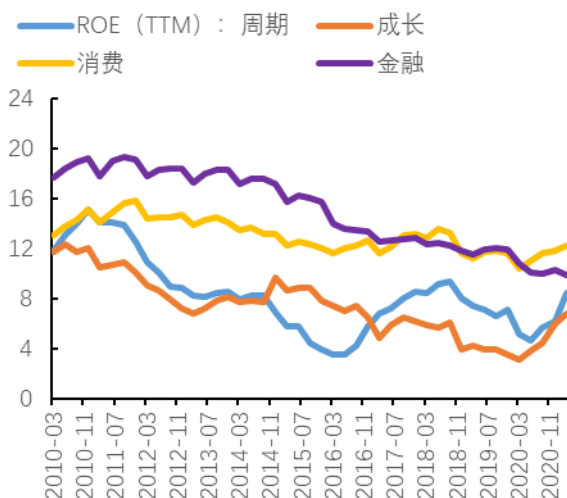
图 43: 周期风格单季营收较疫情前明显改善 (%)


资料来源: Wind, 优财研究院

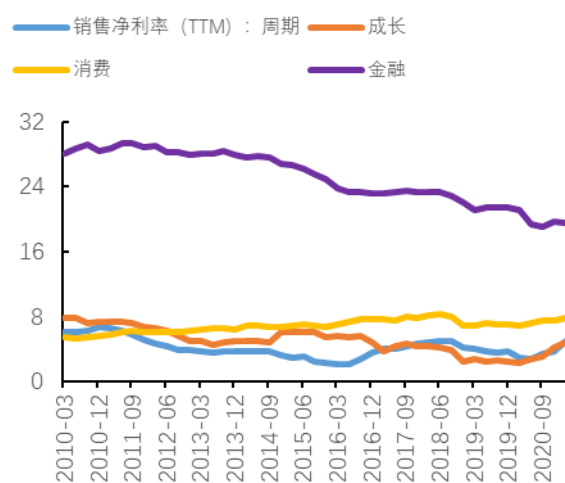
图 44: 周期风格单季归母净利润较疫情前明显改善 (%)


资料来源: Wind, 优财研究院

周期风格盈利能力大幅改善，金融风格盈利能力受销售净利率和资产周转率双重压制。2021Q1 周期、成长和消费风格的 ROE (TTM) 分别升至 8.48%、6.86%和 12.29%，环比分别提升 2.26%、0.84%和 0.40%，其中成长和消费风格盈利能力连续四个季度提升，周期和成长风格盈利能力抬升斜率陡峭，金融风格受到社融增速高位放缓以及让利影响，ROE (TTM) 较 2020Q4 下降 0.48%。销售净利率影响各风格盈利能力的主要原因，2021Q1 周期、成长和消费风格的销售净利率 (TTM) 分别升至 5.02%、4.86%和 7.81%，环比分别提升 1.26%、0.61%和 0.21%，金融风格小幅下降 0.06%。

图 45：2021Q1 金融风格 ROE 下降 (%)


资料来源：Wind，优财研究院

图 46：2021Q1 周期和成长风格销售净利率明显提升 (%)


资料来源：Wind，优财研究院

2.5 行业配置：上游资源和中游材料业绩表现亮眼，上游资源和 TMT 盈利能力持续提升

业绩增速方面，2021Q1 上游资源的采掘和有色金属归母净利润增速分别为 967.89% 和 344.49%，远超 2020Q4 的 4.90% 和 205.85%。中游材料中化工和钢铁业绩提升明显，2021Q1 归母净利润增速分别高达 6415.18% 和 240.24%。

表 1：行业景气修复程度 (%)

| 大类板块 | 申万行业 | 2021Q1 营收增速 | 2020Q4 营收增速 | 2020 全年营收增速 | 2021Q1 归母净利润增速 | 2020Q4 归母净利润增速 | 2020 全年归母净利润增速 | 2021Q1 毛利率 | 2020Q4 毛利率 | 2020 全年毛利率 |
|------|------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|
| 上游资源 | 采掘 | 13.78 | -16.51 | -15.15 | 967.89 | 4.90 | -23.82 | 24.06 | 23.40 | 21.39 |
| | 有色金属 | 50.23 | 19.34 | 14.70 | 344.49 | 205.85 | 152.11 | 10.34 | 10.16 | 9.14 |
| 中游制造 | 化工 | 22.77 | -7.18 | -16.06 | 6415.58 | 280.18 | 34.06 | 21.86 | 20.02 | 19.29 |
| | 钢铁 | 49.46 | 14.85 | 2.52 | 240.24 | 61.84 | 8.63 | 11.90 | 9.99 | 10.47 |
| | 建筑材料 | 58.27 | 17.24 | 8.57 | 94.32 | 29.96 | 18.87 | 25.05 | 25.73 | 27.29 |
| 中游制造 | 建筑装饰 | 54.85 | 13.68 | 12.18 | 75.51 | 14.78 | 10.54 | 9.75 | 12.14 | 11.25 |
| | 电气设备 | 54.42 | 21.09 | 15.84 | 138.58 | 272.60 | 67.73 | 21.10 | 18.66 | 20.91 |
| | 国防军工 | 28.38 | -0.09 | 0.99 | -13.17 | 125.34 | 34.81 | 18.54 | 18.41 | 17.06 |
| 必需消费 | 农林牧渔 | 42.04 | 23.90 | 23.63 | 3.97 | -62.87 | 46.82 | 17.44 | 14.66 | 18.45 |
| | 食品饮料 | 22.88 | 6.05 | 7.13 | 26.41 | 31.94 | 23.86 | 49.48 | 43.18 | 45.73 |
| | 纺织服装 | 28.99 | -2.54 | -13.27 | 285.17 | 51.29 | -14.70 | 31.87 | 28.43 | 30.46 |
| | 医药生物 | 30.39 | 18.31 | 6.56 | 81.90 | 64.56 | 39.27 | 34.94 | 33.31 | 34.70 |

| | | | | | | | | | | |
|------|------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | 商业贸易 | 36.03 | 12.21 | -0.41 | 182.73 | -189.97 | -65.69 | 12.18 | 8.49 | 11.81 |
| | 休闲服务 | 62.56 | -10.56 | -31.39 | 218.92 | -128.21 | -102.56 | 32.81 | 32.88 | 31.42 |
| 可选消费 | 家用电器 | 46.14 | 15.42 | 1.30 | 106.00 | 290.32 | 14.80 | 22.10 | 24.51 | 23.57 |
| | 轻工制造 | 54.78 | 10.23 | 3.36 | 164.08 | 288.09 | 29.15 | 21.45 | 21.10 | 23.26 |
| | 房地产 | 32.99 | 16.66 | 10.68 | -14.88 | -13.52 | -5.89 | 22.64 | 26.18 | 26.94 |
| | 汽车 | 70.46 | 4.11 | -1.94 | 515.08 | 20.70 | 4.23 | 13.35 | 13.65 | 13.82 |
| 金融服务 | 银行 | 3.73 | 6.25 | 5.48 | 4.62 | 42.04 | 6.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 非银金融 | 8.79 | 6.30 | 8.98 | 22.66 | 47.51 | 7.72 | 34.08 | 26.29 | 26.94 |
| TMT | 电子 | 41.46 | 17.92 | 9.84 | 153.76 | 37.05 | 39.18 | 17.93 | 16.85 | 17.06 |
| | 计算机 | 29.75 | 14.34 | 6.21 | 296.30 | 223.80 | 6.50 | 26.31 | 28.29 | 27.79 |
| | 传媒 | 26.77 | -8.32 | -12.14 | 99.18 | 30.96 | 109.90 | 27.32 | 24.07 | 25.53 |
| | 通信 | 19.64 | 5.48 | 3.02 | 110.55 | 61.82 | 328.83 | 25.26 | 23.51 | 24.79 |
| 公共产业 | 公用事业 | 28.06 | 5.68 | 0.46 | 54.61 | 267.46 | 29.32 | 20.87 | 21.20 | 24.52 |
| | 交通运输 | 40.75 | 7.65 | -0.42 | 353.46 | -271.00 | -91.07 | 8.67 | 8.45 | 7.47 |
| 综合 | 综合 | 17.01 | 12.85 | 5.10 | 4.83 | -250.18 | -83.58 | 20.60 | 17.75 | 18.31 |

资料来源：Wind，优财研究院

为剔除疫情带来的影响，我们再次引入基于 2019 年 Q1 的净利润增速与基于 2020 年 Q1 的净利润增速进行对比。

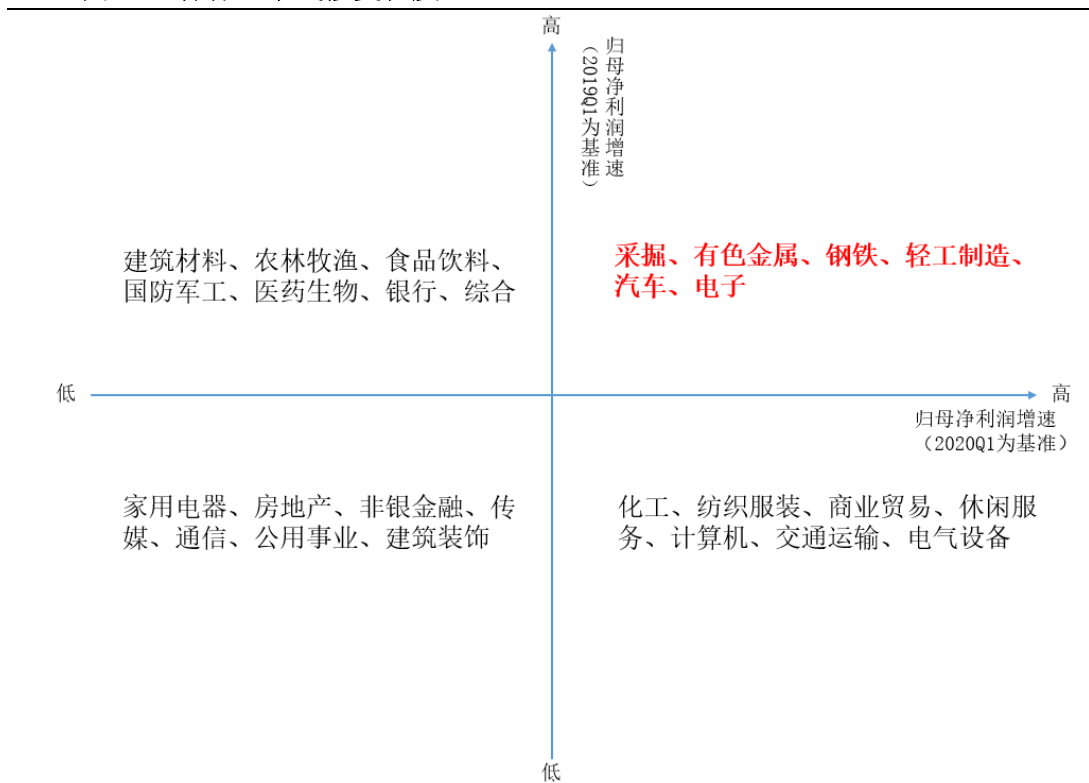
以 2020Q1 以及 2019Q1 为基准的净利润增速均高于行业中位数的有：采掘、有色金属、钢铁、轻工制造、汽车和电子。以上行业景气度居前，且在疫情冲击后，业绩修复能力较强。

以 2020Q1 为基准的净利润增速高于行业中位数，但以 2019Q1 为基准的净利润增速低于行业中位数的有：化工、纺织服装、商业贸易、休闲服务、计算机、交通运输和电气设备。以上行业 2021Q1 净利润增速居前的原因可能是去年疫情造成的低基数效应。

以 2019Q1 为基准的净利润增速高于行业中位数，但以 2020Q1 为基准的净利润增速低于行业中位数的有：建筑材料、农林牧渔、食品饮料、国防军工、医药生物、银行和综合。以上行业原来景气度较高，且受到疫情影响有限，因此 2020Q1-2021Q1 的业绩增速较低。

以 2020Q1 以及 2019Q1 为基准的净利润增速均低于行业中位数的有：家用电器、房地产、非银金融、传媒、通信、公用事业和建筑装饰。以上行业的景气度较低，且在疫情后业绩修复能力弱。

图 47：各行业景气修复程度（%）



资料来源： Wind， 优财研究院

盈利能力方面,2021Q1 上游资源的采掘和有色金属 ROE 环比分别上升 2.24%和 1.82%。在大宗商品涨价背景下,上游资源销售净利率明显提升,带动盈利能力上行。电子、传媒、计算机和通信 ROE 均上行,其中电子行业呈现高景气度。2021Q1 电子行业 ROE 为 8.97%,环比上升 1.25%,其中销售净利率和权益乘数分别提升 0.72%和 0.04,资产周转率下降 0.06 次。传媒和通信得益于销售毛利率的改善,ROE 从底部反转,较 2020Q4 分别提升 0.88%和 0.48%。计算机毛利率下滑,但费用率下降更多,促使 ROE 提升 0.50%。

表 2: 各行业盈利能力程度 (%)

| 大板块 | 申万行业 | ROE (TTM) | 销售净利率 (TTM) | 资产周转率 (TTM) | 权益乘数 | ROE 边际变化 | 2021Q1 毛利率 | 2020Q4 毛利率 | 2020 全年 毛利率 |
|------|------|-----------|-------------|-------------|------|----------|------------|------------|-------------|
| 上游资源 | 采掘 | | | | | 2.24 | 24.06 | 23.40 | 21.39 |
| | 有色金属 | | | | | 1.82 | 10.34 | 10.16 | 9.14 |
| 中游制造 | 建筑装饰 | | | | | 0.04 | 9.75 | 12.14 | 11.25 |
| | 电气设备 | | | | | 0.59 | 21.10 | 18.66 | 20.91 |
| | 国防军工 | | | | | -0.15 | 18.54 | 18.41 | 17.06 |
| 中游材料 | 化工 | | | | | 3.09 | 21.86 | 20.02 | 19.29 |
| | 钢铁 | | | | | 1.91 | 11.90 | 9.99 | 10.47 |
| | 建筑材料 | | | | | -0.10 | 25.05 | 25.73 | 27.29 |
| 必需消费 | 农林牧渔 | | | | | -1.83 | 17.44 | 14.66 | 18.45 |
| | 食品饮料 | | | | | -0.60 | 49.48 | 43.18 | 45.73 |
| | 纺织服装 | | | | | 1.44 | 31.87 | 28.43 | 30.46 |
| | 医药生物 | | | | | 0.78 | 34.94 | 33.31 | 34.70 |
| | 商业贸易 | | | | | 1.01 | 12.18 | 8.49 | 11.81 |
| | 休闲服务 | | | | | 4.08 | 32.81 | 32.88 | 31.42 |
| 可选消费 | 家用电器 | | | | | 0.98 | 22.10 | 24.51 | 23.57 |
| | 轻工制造 | | | | | 1.40 | 21.45 | 21.10 | 23.26 |
| | 房地产 | | | | | -0.86 | 22.64 | 26.18 | 26.94 |
| 金融服务 | 汽车 | | | | | 1.78 | 13.35 | 13.65 | 13.82 |
| | 银行 | | | | | -0.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 非银金融 | | | | | -0.09 | 34.08 | 26.29 | 26.94 |
| TMT | 电子 | | | | | 1.25 | 17.93 | 16.85 | 17.06 |
| | 计算机 | | | | | 0.50 | 26.31 | 28.29 | 27.79 |
| | 传媒 | | | | | 0.88 | 27.32 | 24.07 | 25.53 |
| | 通信 | | | | | 0.48 | 25.26 | 23.51 | 24.79 |
| 公共产业 | 公用事业 | | | | | 0.19 | 20.87 | 21.20 | 24.52 |
| | 交通运输 | | | | | 1.69 | 8.67 | 8.45 | 7.47 |
| 综合 | 综合 | | | | | 0.29 | 20.60 | 17.75 | 18.31 |

资料来源: Wind, 优财研究院

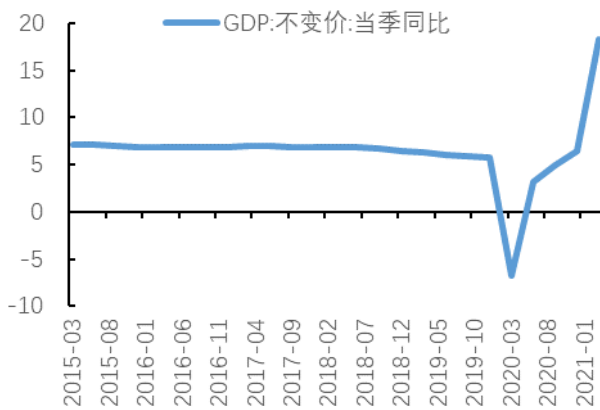
三、政策面：四月政治局会议定调“辩证看待”、“不急转弯”

3.1 经济形势判断：辩证看待，恢复不均衡、基础不稳固

本届四月政治局会议首先对经济复苏成果予以肯定，“各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动**我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效**”。同时，对经济形势保持理性态度，“要**辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固**。要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点，为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力”。

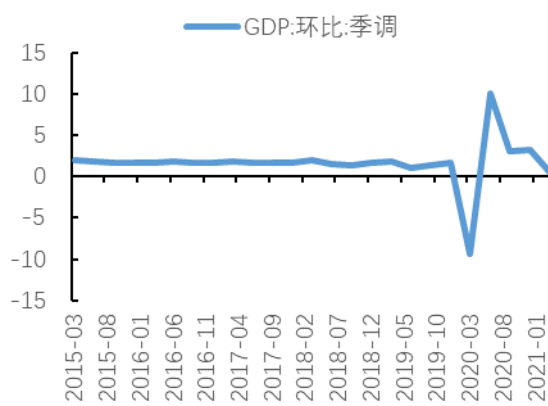
一季度经济延续复苏，**稳增长压力较小**，完成政府工作报告全年 6% 的 GDP 目标难度不大。一季度 GDP 同比增速为 18.3%，但增速不及市场预期的 20%。一季度 GDP 环比仅 0.6%，低于往年同期，反映**经济基础不稳固**。**经济恢复不均衡**主要集中在需求方面，消费和制造业投资回升，但还未达到疫情前水准。针对当下经济恢复不均衡的问题，会议提及，“要**促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复**，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。”

图 48：GDP 同比增速回升（%）



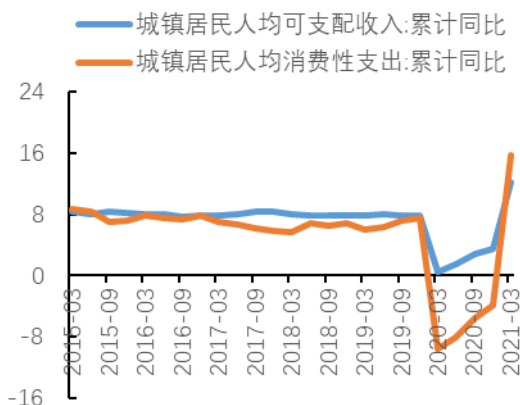
资料来源：Wind，优财研究院

图 49：GDP 环比下降（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 50：人均可支配收入同比上升（%）



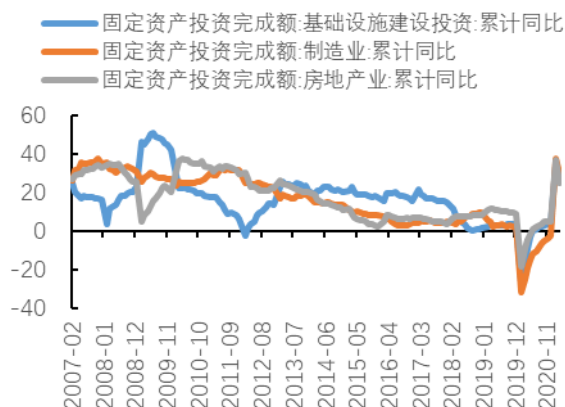
资料来源：Wind，优财研究院

图 51：城镇调查失业率下降（%）



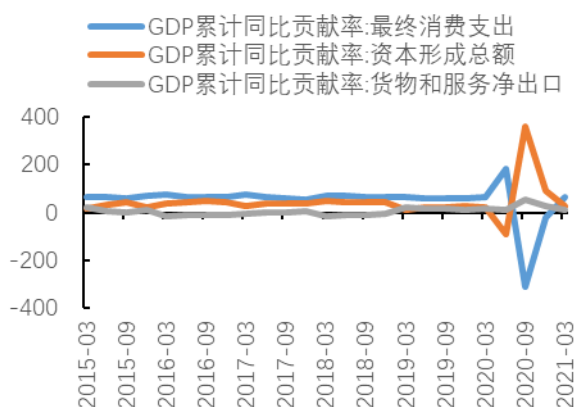
资料来源：Wind，优财研究院

图 52：固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 53：GDP 贡献率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

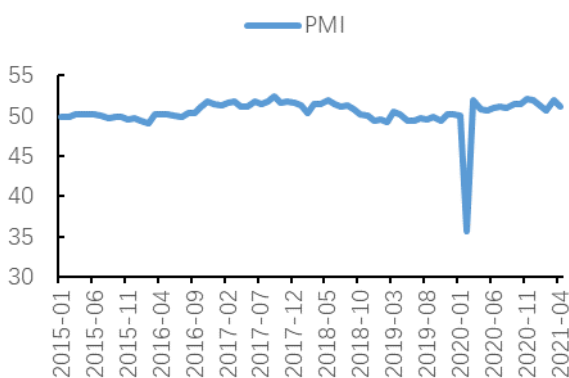
3.2 财政政策和货币政策：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯

本届四月政治局会议对于宏观政策的总定调是：精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，**不急转弯**，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。

财政政策方面，**积极的财政政策要落实落细**，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。赤字率和专项债适当下调与当前经济持续恢复的形势密切相关，二季度财政政策的落脚点在于提高效率和落实落细。针对财政金融风险，此次会议提出“**要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制**”。近期中央持续强调要严控地方政府隐性债务，城投债风险上升，为防止局部信用风险向全局扩散，需要关注地方性的信用风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。

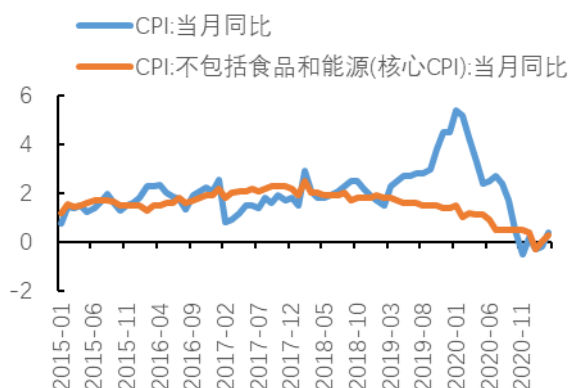
货币政策方面，**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕**，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，结合当前经济形势和通胀环境，二季度货币政策仍将维持“**不急转弯**”的态度，货币政策回归**稳健中性并开始边际收紧**，信贷收紧的斜率或将趋缓。一方面稳增长压力较小，意味着货币政策重现宽松的概率不高。但经济复苏的速率不及预期，4月PMI下滑至51.1，先行指标反映经济复苏动能减缓；另一方面，当前CPI同比仅为0.4处于低位，历史上往往只有通胀处于高位时，货币政策才会急转弯。近期管理层反复强调对于大宗商品价格上涨的关注，但本次政治局会议并未提及，表明当前通胀并非是制约货币政策的因素。

图 54：4 月 PMI 回落



资料来源：Wind，优财研究院

图 55：CPI 处于低位



资料来源：Wind，优财研究院

3.3 支持领域：有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源

会议强调，要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。要**有序推进**碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。对近期的热点碳中和强调“有序推进”，是为了防止对短期大宗商品的价格形成扰动。在环保限产的政策下，大宗商品供给受限，推动价格大幅上涨。对此近期管理层也作出了回应，调整部分钢铁产品关税、取消部分钢铁产品出口退税，对冲国内压降钢铁产量造成的影响。

四、后市展望：震荡过后，反弹延续

在经济复苏、货币政策不急转弯的背景之下，市场出现大跌的风险不高，但信用边际收紧 VS 盈利复苏的矛盾仍将贯穿二季度，市场有望延续结构性行情。资金面上，近期北向资金流入幅度增大，一季度公募基金股票持仓仅小幅下降，近期仓位触底回升，资金面较为充裕。在政策面的担忧缓解后，预计节后市场重拾升势延续反弹。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。