

长牛未央

——2021下半年A股策略

分析师：

王德伦 S0190516030001

李美岑 S0190518080002

王亦奕 S0190518020004

张 兆 S0190518070001

张 勋 S0190520070004

吴 峰 S0190510120002

杨震宇 S0190520120002

研究助理：

张日升 李家俊 张媛

报告日期：2021-6-15

展望2021年下半年，我们整体认为长牛未央，仍在途中。从2019年初我们提出“长牛”至今，本轮牛市行情经过了2年半左右时间。根据过去30年A股的经验来看，有不少投资者认为本轮牛市进入尾声。但我们认为在国家重视、机构配置、居民配置、海外配置的“四重奏”下的权益时代，叠加开放红利、大创新、全球流动时钟等催化，牛市在途中，即“长牛未央”。基本面角度来看，经济在疫情后的恢复中，价格层面PPI等在高位震荡，全部A股非金融全年有望实现40%左右的盈利增长。从流动性层面来看，全球面临高债务，有PPI的胀难有CPI的胀，流动性很难发生实质性的收缩，易松难紧成为常态。同时，从全球资金流动时钟来看，中国股市仍将持续受益于本轮放水。对于市场而言，影响行情节奏较关键因素在于投资者对市场短期流动性松紧的预期，这一预期的变化可能来自于内部政策基调上的变化，也可能来自于海外以美联储为代表的央行表态。这样的变化将会对市场节奏，甚至是风格层面产生变化的关键因素。

基本面：全球经济持续恢复，上市公司企业盈利保持高速增长，股市正收益有保障。

全球复苏：1) 随着美欧有望在三季度实现疫苗一针70%覆盖；美欧经济生产端有望恢复至95%以上。目前来看，美国制造业和非制造业PMI双双持续位于55上方且呈现向上趋势。零售、制造业新订单（尤其耐用品和核心资本品新订单）景气上行。2) 发达国家后续刺激计划为全球复苏空中加油。美国6万亿刺激计划+6万亿财政支出，欧日财政刺激或正在进行、或逐渐加码。3) 中国经济仍在阶梯式复苏，现阶段较强的动力在于进出口。往后看，一方面消费在逐步恢复，专项债逐步发放，制造业投资开支增加，这将使得国内经济整体平稳态势。

全A非金融全年增速有望达到40%，市场能实现较好正收益。A股市场大约13-15个季度是盈利的一轮周期，A股企业累计归母净利增速上升时间平均在5个季度左右；本轮盈利周期从2019Q1开始，已有6个季度累计净利增速环比上升，新冠疫情可能拉长盈利向上区间1-2个季度。与2019Q1对比，2021Q1全A非金融归母净利依然高增长，年均复合增速达到13.52%，高于历史60%的时间，全A净利增速为7.74%，2020年全年净利增速实现正增长5.12%。展望未来，工业企业利润与全A非金融企业的利润相关度较高，而在全部A股利润中金融地产占比50%左右，周期占比25%，消费10%，制造、TMT和医药各占5%。PPI持续高位运行，叠加工业企业利润持续的高位区间，有望使得全A非金融2021年业绩超过40%增长。参考过去20年的历史，全A非金融盈利预测增速超过40%的时间段如2006、2007、2009、2010、2016、2017年。在这6个期间中，2006、2007、2009全年A股表现都比较强势，上证综指涨幅分别达130%、97%、80%，在2010、2016和2017年市场取得10%以上收益的机会。

流动性：流动性易松难紧，全球资金流动时钟回流股市，股市具备上行动力。

全球资金流动时钟：2008年至今全球风险资产经历四轮周期，分别为07-11年（次贷危机）、11-15年（欧美发达国家政府债务危机）、15-18年（新兴国家国际收支平衡危机）、18年至今（美国居民和企业资产负债表危机），每轮危机后全球资金流动顺序为“货币市场、债券市场、股票市场”。

2020年11月起，全球资金开启回流风险资产（以股票为代表）阶段。从历史经验来看，持续时间20-30个月不等。从资金维度来看，2020年3月1.2万亿美元资金流入货币基金（2007-2009年合计8000亿美元），目前仅有3000亿美元回流风险资产。

展望未来，在全球资金流动时钟大框架，时间和资金维度都还不够，市场具备上行动力。时间维度上，当前美股仅上行7个月，距离历史平均的20-30个月还有1年左右时间；资金维度上，美国几万亿的刺激，仅小几千亿流入风险资产，还有较多资金仍有望在未来从货币市场流向风险资产，对股市上行是较强的动力。2

行业配置：整体来看，下半年我们主要看好政策与业绩双催化的大创新科技成长方向。主要聚焦在以万物智联的AIoT、医药、新能源链条、高端制造设备等。具体来看四大细分链条：

- 1) **AIoT，万物互联**，以鸿蒙为代表的中国国产操作系统与智能终端手机、汽车等相互链接，孕育的机会值得重点关注。如：计算机、通信、电子等。
- 2) **医药**，创新、景气、科技与消费属性兼具，重点关注**医疗器械、医疗服务**等方向。
- 3) **新能源链条与智能驾驶**。媲美消费电子10年黄金成长周期，在碳中和和碳达峰背景下，政策+需求+技术变革三轮驱动，重点关注：**新能源材料、锂电设备、汽车、智能驾驶**等细分领域。
- 4) **高端制造设备**。主要围绕中国制造走向高端化、国产化，顺应行业需求和景气发展，可重点关注**半导体链条、军工**等方向。

主线之二：高分红主线。

从长期宏观环境来看，全球面临高债务和中国老龄化进程，利率呈现易下难上的态势。从大类资产适应低风险偏好人群而言，高分红与已发行的首批REITs相比，股市分红收益率更高、流动性更好。从历史数据和股市风格来看，中证红利全收益过去10年收益率甚至超过沪深300全收益。短期来看，在PPI高位运行区间，高分红红利方向相较于A股有明显超额收益。**重点关注银行、房地产、电力及公用事业以及煤炭。**

主线之三：出口关税受益链条。

降低关税符合中美两国共同利益，对经历疫情后，全球经贸往来和全球化起到积极促进作用。这也将是下半年A股市场行业配置一个重要变量和关注点。如果降低关税，一方面提振市场情绪，另一方面，此前增加关税的相关行业业绩有望得到修复，可**重点围绕机械设备、纺织服装、家电家居**等行业布局。

主题投资：可重点关注以碳中和、体育和国企改革三个主题性的机会

碳中和：政策加速落地，能源革命进行时

体育：多项赛事提上日程，体育大年持续催化

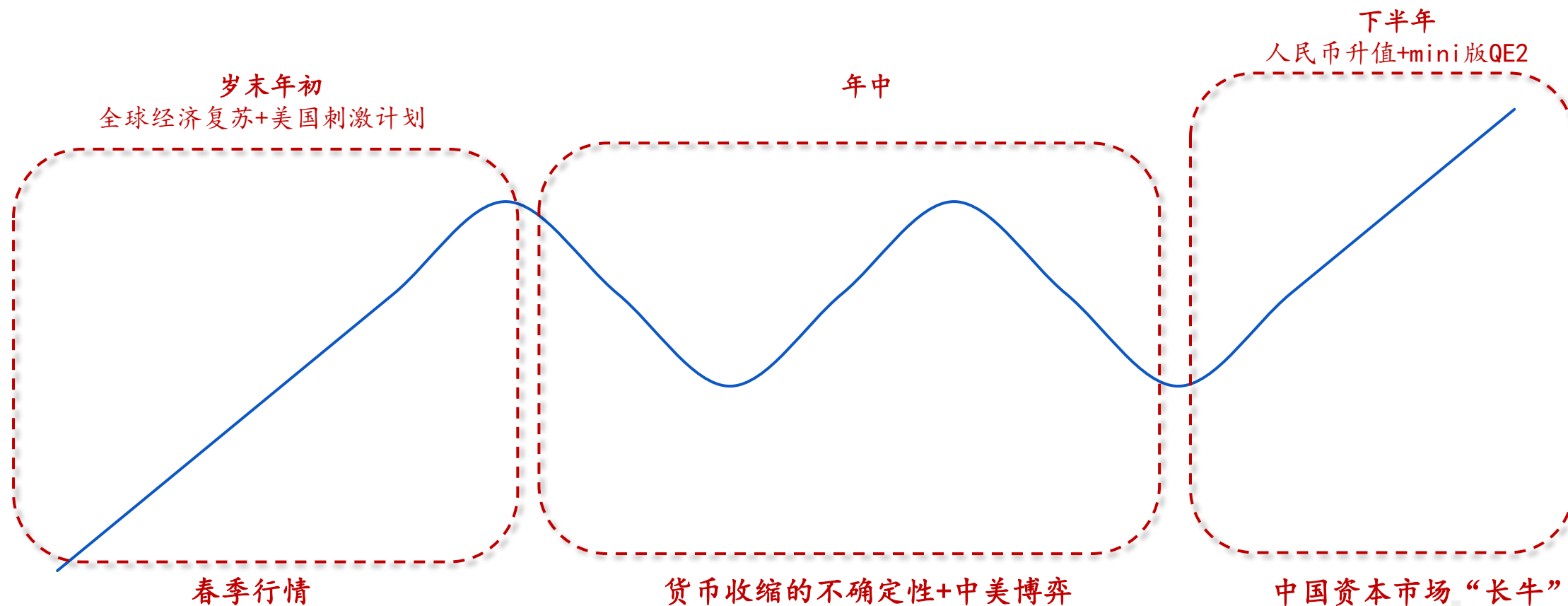
通胀预期：多因素支撑通胀预期，通胀受益股值得关注

风险提示：美债收益率的上行对全球股市波动、拜登加税美股动荡风险外溢、中美大国博弈、信用债与流动性风险等。

兴证策略团队重要观点回顾



2021年A股市场展望：震荡向上，基本面与流动性交替引领市场



2021年下半年市场展望：重要观察时间节点

6.20

- “夏日”行情积累盈利盘

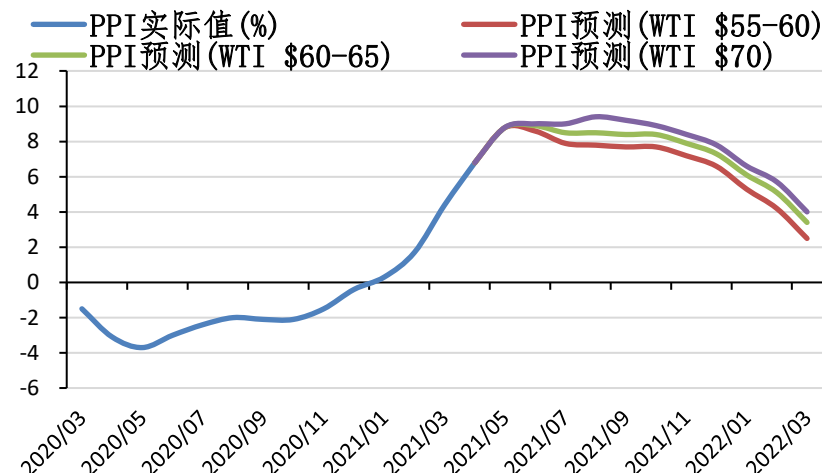
7月中上旬

- 7.09: 6月通胀数据
- 7.12: 6月金融数据
- 7.15: 6月经济数据

7月底8月初

- 政治局会议
- 央行货币政策执行报告

PPI同比实际值和预测值 (%)

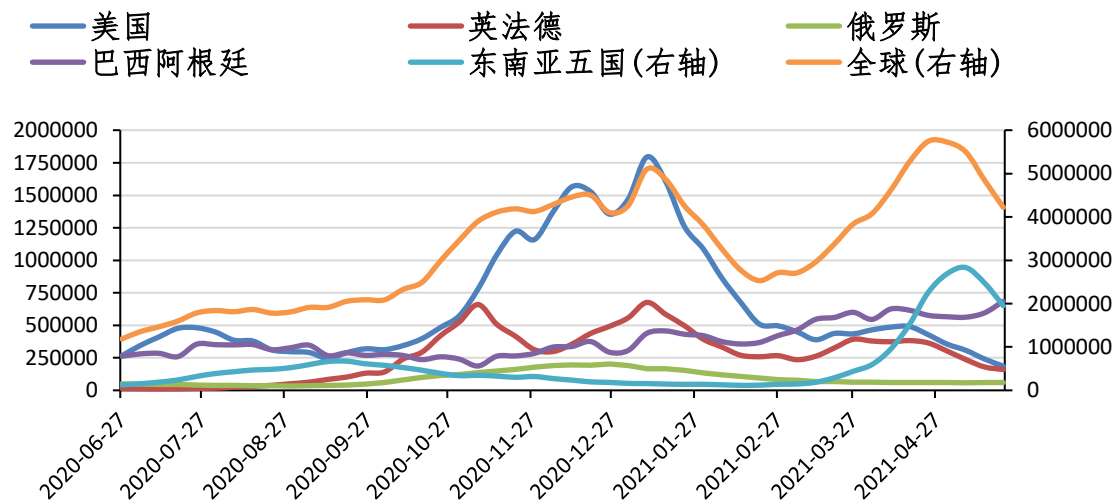


货币政策基调从12月底经济工作会议和3月初“两会”的“合理适度”调整为4月30日政治局会议强调“合理充裕”。使得二季度“夏日行情”成长股表现更优

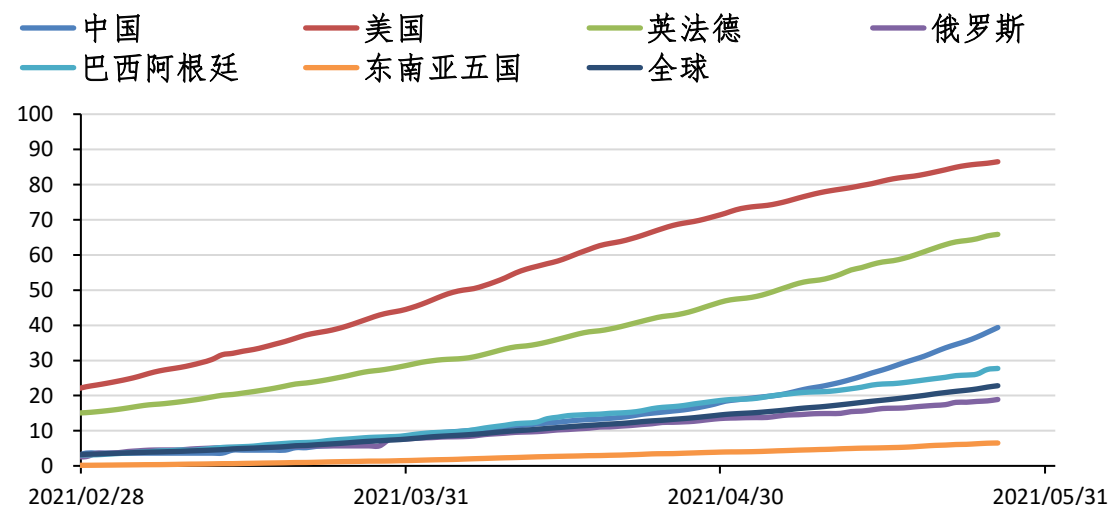
关注7月底对下半年的政策展望。

全球复苏：美欧有望在年中实现疫苗一针70%覆盖

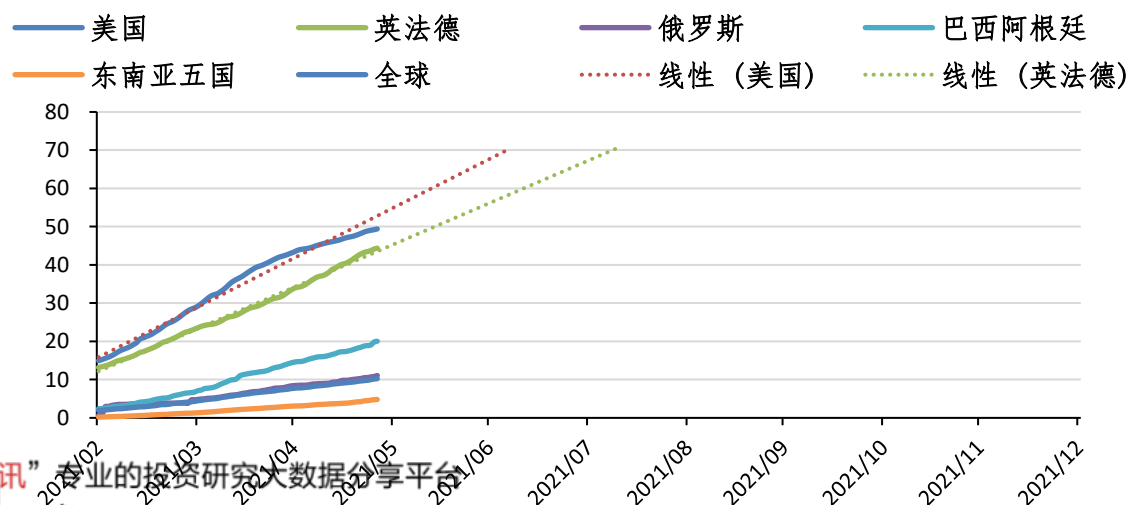
当周新增确诊病例（例）



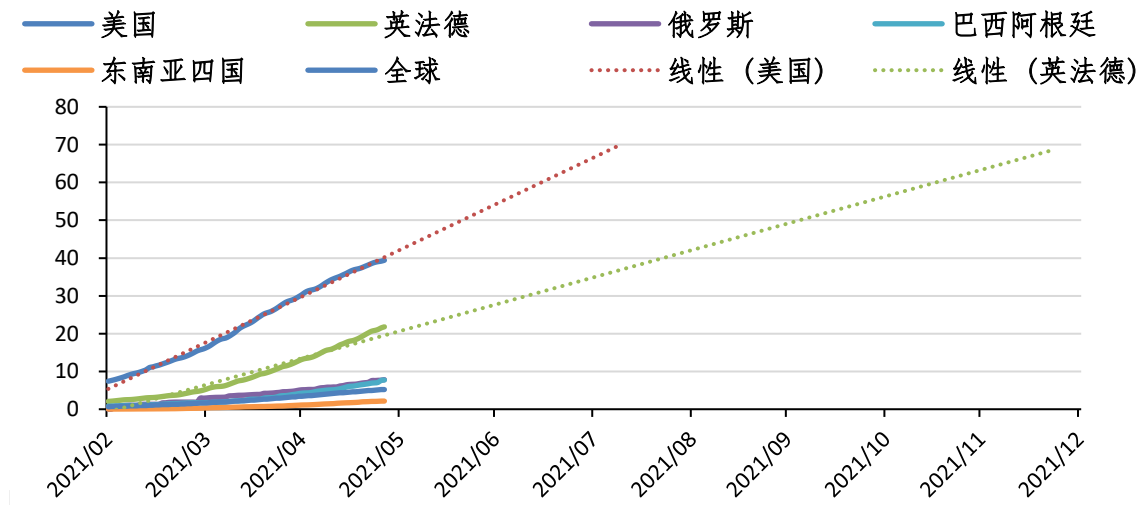
疫苗每百人接种剂次（剂/百人）



疫苗接种一剂次人数占比(%)



疫苗完全接种人数占比(%)

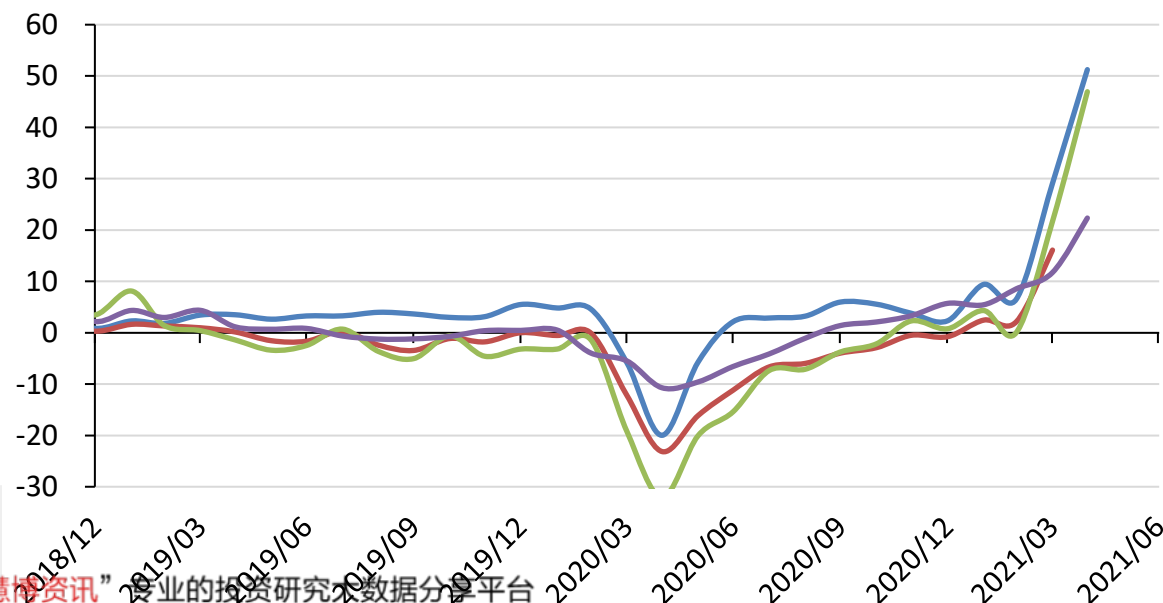


全球复苏：欧美经济加速复苏，就业改善是后续关注焦点

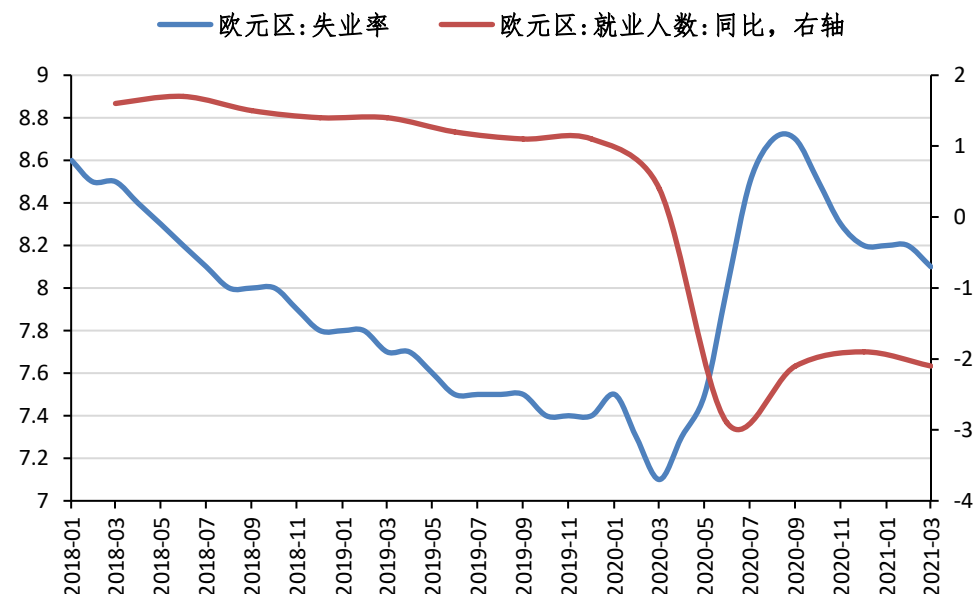
- 2020年8月以来至今，美国制造业和非制造业PMI双双持续位于55上方，并且呈现向上趋势，目前二者的最新读数均在60上方，显示市场对美国未来经济复苏景气度的乐观预期。美国零售表现出较强韧性，稳健增长；制造业新订单，尤其是耐用品和核心资本品新订单，也呈现持续上升的态势。
- 欧洲就业改善“差强人意”。尽管欧元区的失业率自2020年9月以来就进入下降过程，但目前仍有8.1%，明显高于海外疫情爆发前（2020年3月）的7%，此外，就业人数增长率连续三个季度为-2%左右，表明就业改善仍需一定时间。

美国零售消费额、制造业、耐用品及核心资本品新订单累计同比（%）

零售和食品服务销售额
 全部制造业新订单
 耐用品新订单
 核心资本品新订单



欧元区失业率与就业人数同比（%）

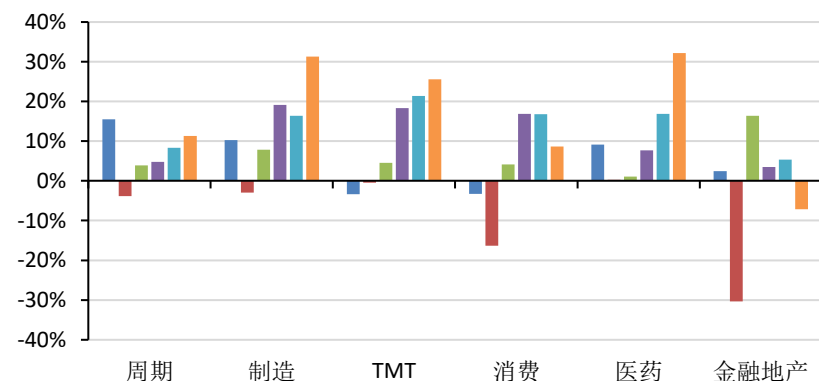


中国复苏：医药、制造业和TMT板块资本开支位列前三

- 以2019Q1为基数，医药、制造业和TMT板块资本开支的两年年均复合增速位列前三，分别为32%、31%和26%，所处历史分位分别为78%、72%和67%。
- 具体而言（均以2019Q1为基数计算两年年均复合增速），上游钢铁行业资本开支所处历史分位最高（88%），中游机械设备和电气设备资本开支所处历史分位最高分别为75%和70%，国防军工为55%，成长板块中除医药外，通信行业资本开支最高为65%，电子行业资本开支所处历史分位为62%。

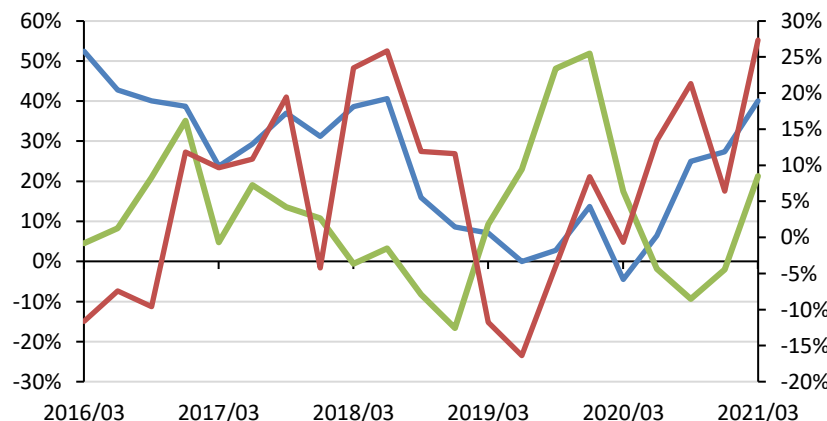
板块资本开支同比

■ 2019-12-31 ■ 2020-03-31 ■ 2020-06-30
 ■ 2020-09-30 ■ 2020-12-31 ■ 2021-03-31



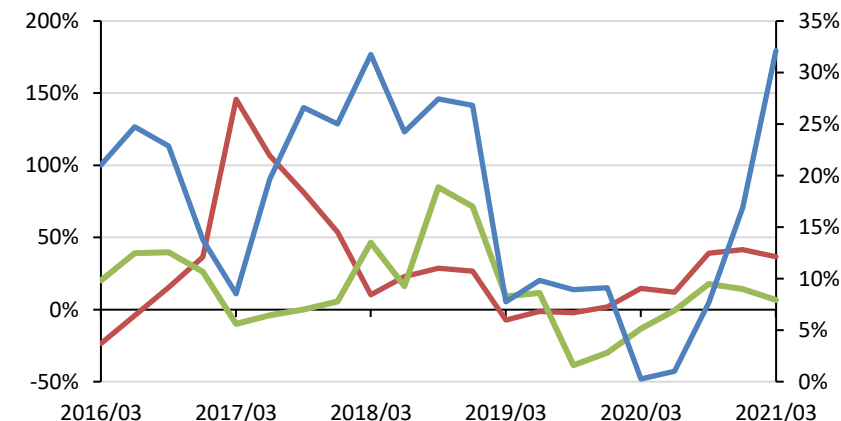
中游制造资本开支同比

— 电气设备 — 国防军工 — 机械设备(右)



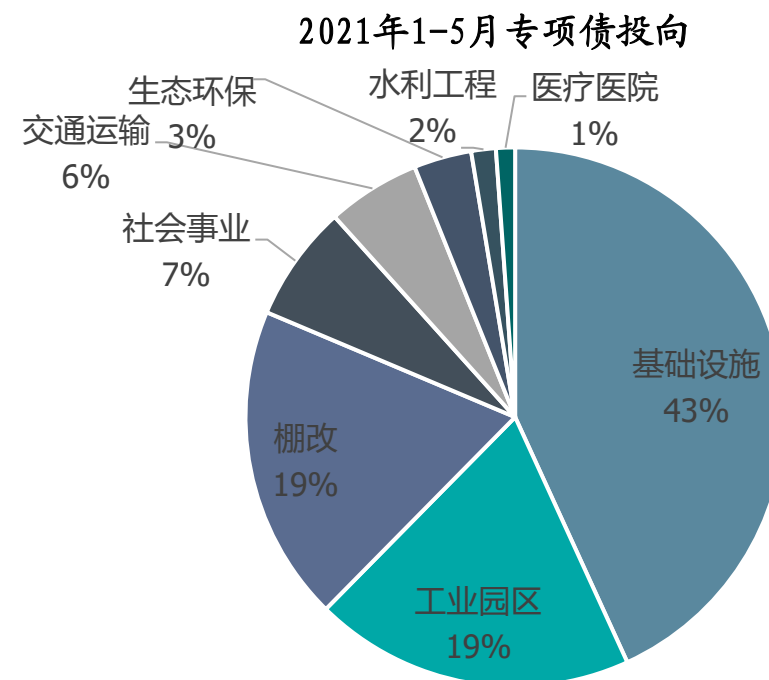
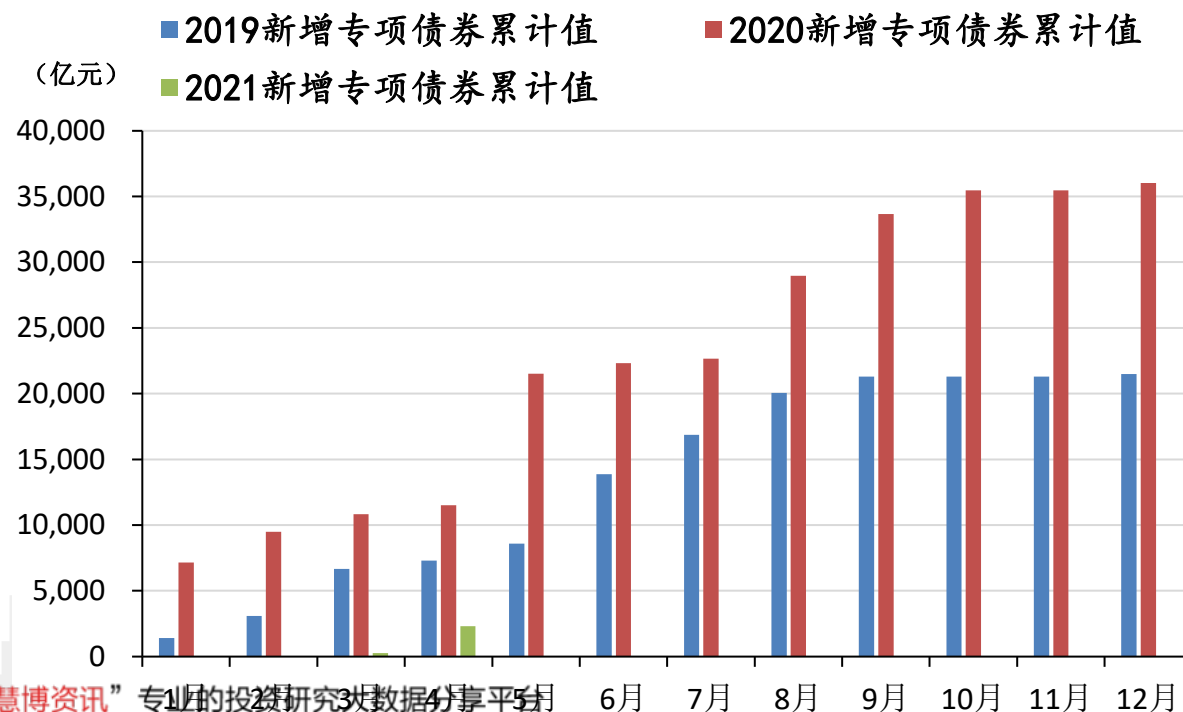
成长板块制造资本开支同比

— 电子 — 计算机 — 医药生物(右)



中国复苏：3.65万亿专项债额度，整体经济较为平稳

- 2021年3月5日，政府工作报告提出，为扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。这一规模略低于去年的3.75万亿元。根据安排，专项债将优先支持在建工程，合理扩大使用范围。
- 2021年1-4月，我国新增专项债累计发行2320亿元，规模明显低于2019-2020年同期水平，后续专项债发行有望加速。
- 地方政府专项债券重点用于九大领域：交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目（新增）、保障性安居工程（新增）等九大领域。



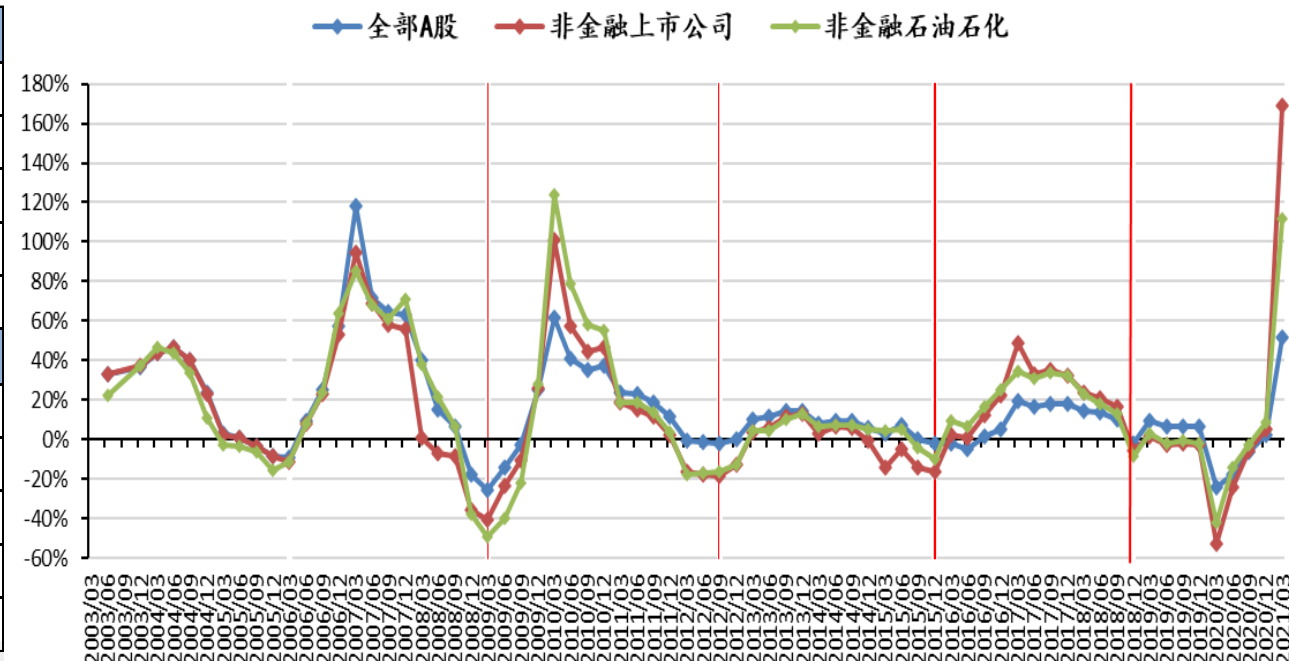
中国复苏：2021全A非金融有望实现40%以上增长

- A股市场大约13-15个季度是盈利的一轮周期，A股企业累计归母净利增速上升时间平均在5个季度左右；本轮盈利周期从2019Q1开始，已有6个季度累计净利增速环比上升，新冠疫情可能拉长盈利向上区间1-2个季度；
- 与2019Q1对比，2021Q1全A非金融归母净利依然高增长，年均复合增速达到13.52%，高于历史60%的时间，全A净利增速为7.74%，2020年全年净利增速实现正增长5.12%。
- 从历史的维度来看，在全部A股利润中金融地产占比50%左右，周期占比25%，消费10%，制造、TMT和医药各占5%。所以工业企业利润持续的高位区间，有望使得全A非金融2021年业绩超过40%增长。

各板块营收和净利润占全部A股的比重 (%)

营业收入占比	周期	制造	TMT	消费	医药	金融地产
2010-12-31	54.38%	5.90%	4.58%	12.12%	2.17%	20.85%
2013-12-31	53.00%	5.44%	5.03%	11.90%	2.41%	22.22%
2016-12-31	44.67%	8.23%	6.49%	17.01%	2.79%	20.81%
2019-12-31	42.97%	5.47%	7.73%	15.33%	3.55%	24.95%
2021-03-31	43.50%	6.54%	8.25%	14.78%	3.70%	23.22%
归母净利润占比	周期	制造	TMT	消费	医药	金融地产
2010-12-31	33.59%	4.27%	2.05%	5.03%	1.81%	53.25%
2013-12-31	23.57%	1.91%	2.43%	6.11%	1.96%	64.03%
2016-12-31	16.60%	3.31%	4.85%	11.30%	2.96%	60.98%
2019-12-31	20.88%	3.21%	2.14%	9.52%	2.57%	61.68%
2021-03-31	23.54%	5.58%	4.81%	10.11%	4.31%	51.65%

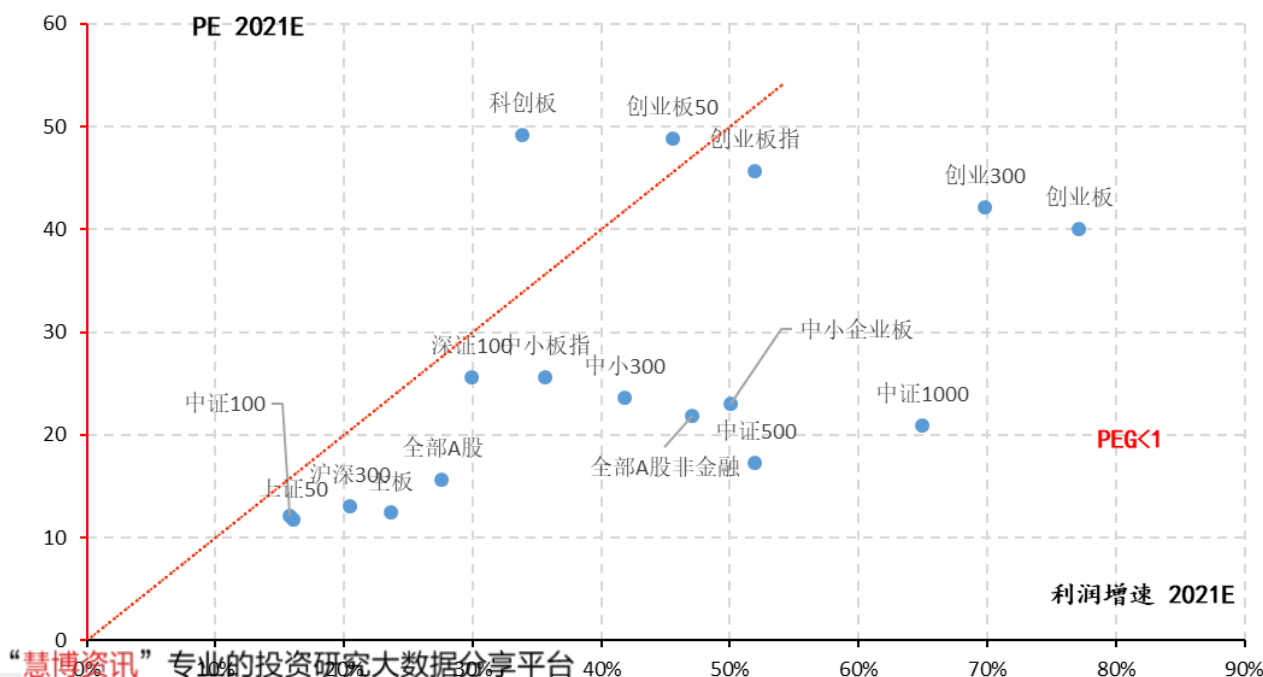
A股上市公司累计归母净利增速 (%)



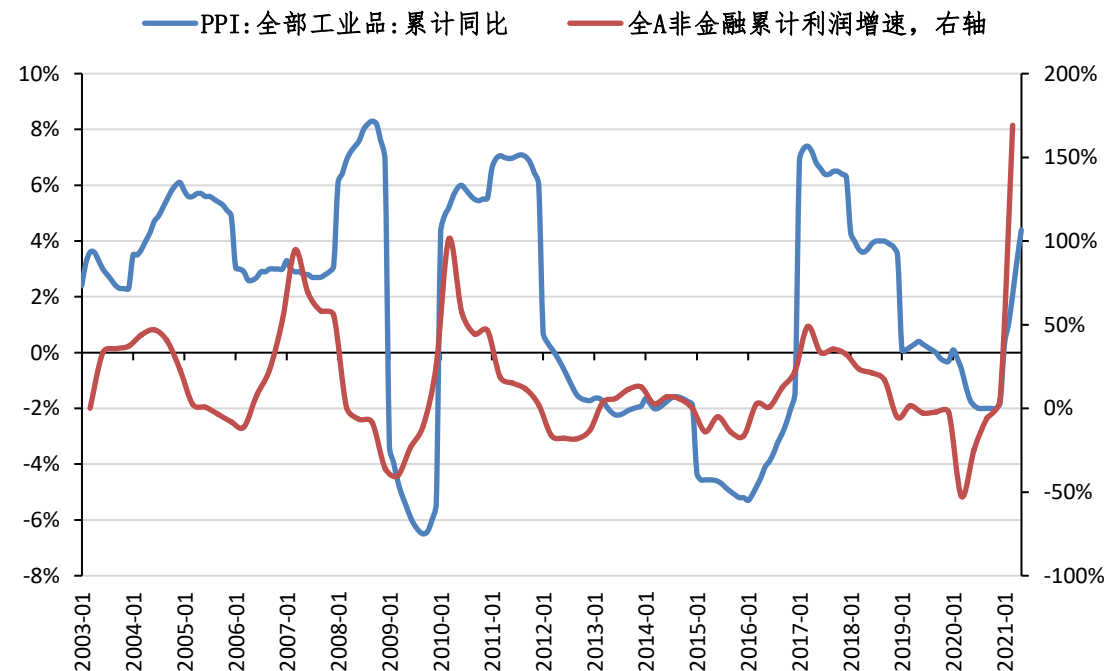
中国复苏：40%增速，历史来看市场能实现较好正收益

- 根据历年PPI累计增速和全A非金融企业利润增速的拟合，假定在年底全年PPI增速分别为6%、7%、8%，那么全A非金融企业利润增速分别对应将达到28.1%、31.1%、34.2%。
- 历史来看，全A非金融盈利预测增速超过40%，如2006、2007、2009、2010年、2016、2017年的预期利润增速超过40%。A股在上述6个期间都取得了较好的表现。2006、2007、2009全年A股表现都比较强势，上证综指涨幅分别达130%、97%、80%。在2010、2016和2017年市场为震荡市，但期间依然有取得10%以上收益的机会。

自下而上计算的主要指数和板块
2021年利润增速一致预期和估值

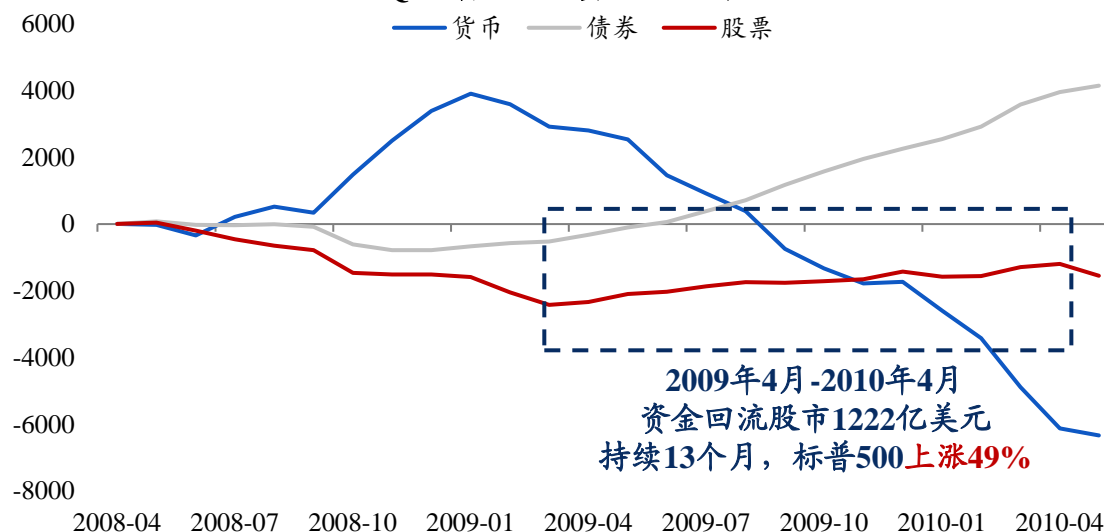


PPI同比与全A非金融累计利润增速

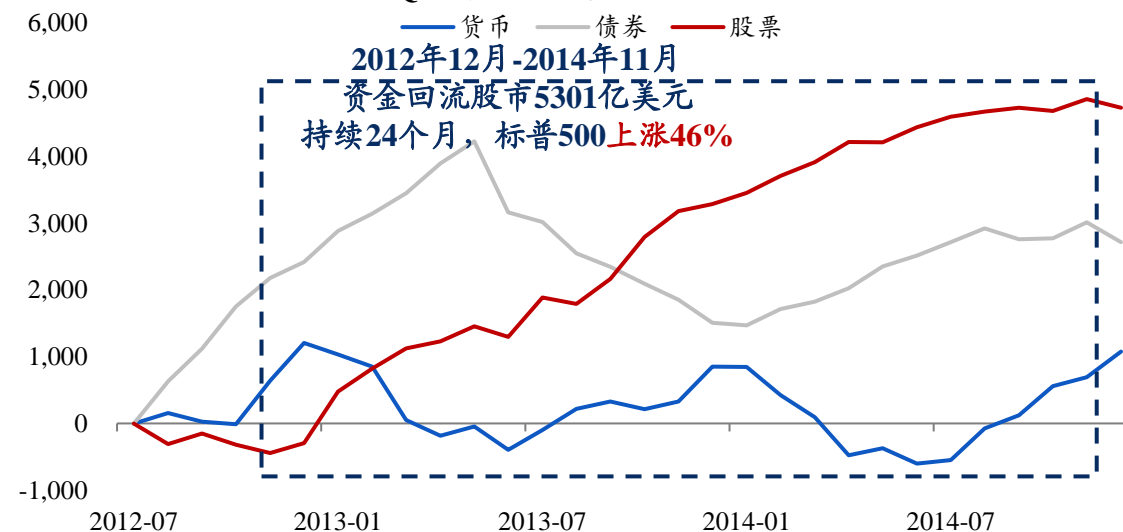


全球资金流动时钟：4轮QE资金从货币市场回流风险资产，全球股市走牛

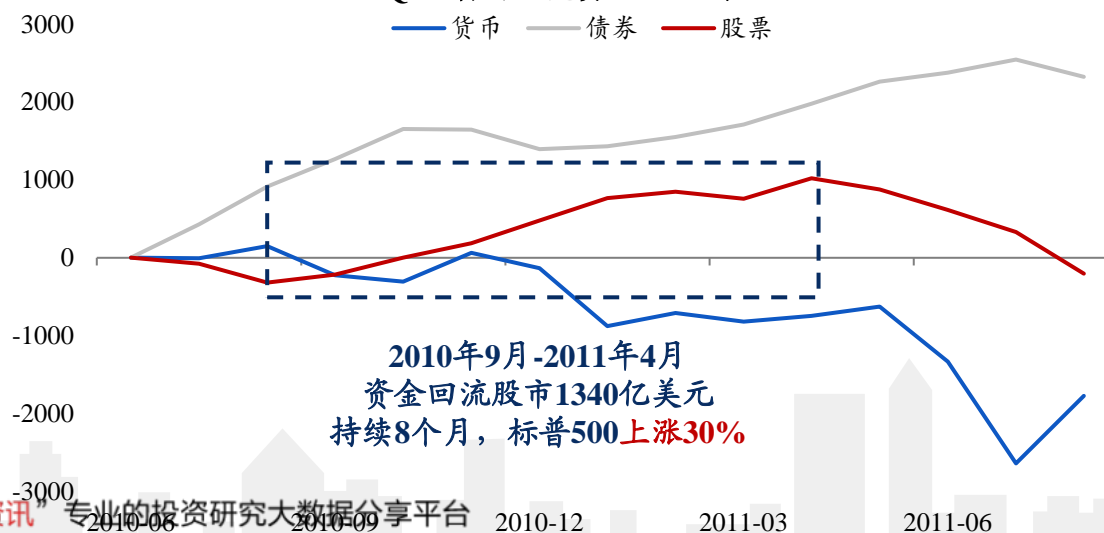
QE1期间大类资金流动情况



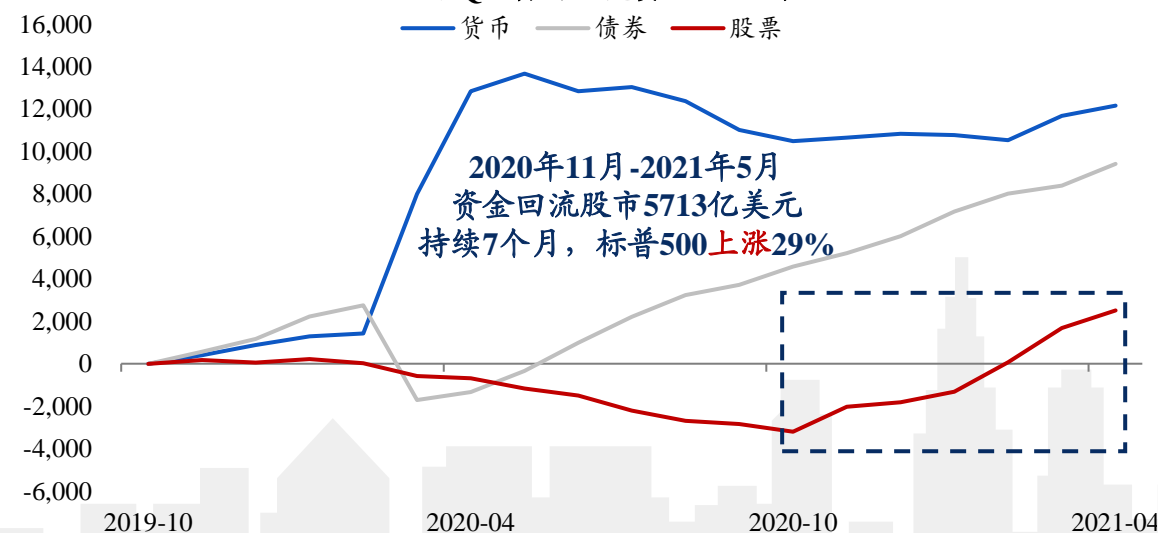
QE3期间大类资金流动情况



QE2期间大类资金流动情况

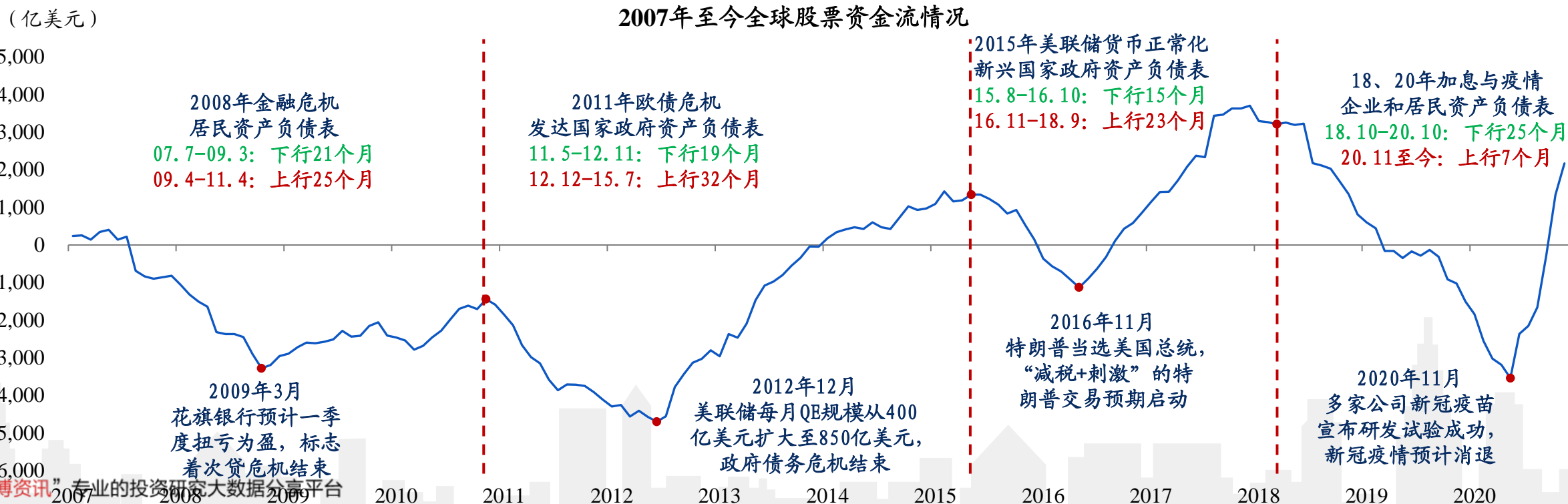


无限QE期间大类资金流动情况



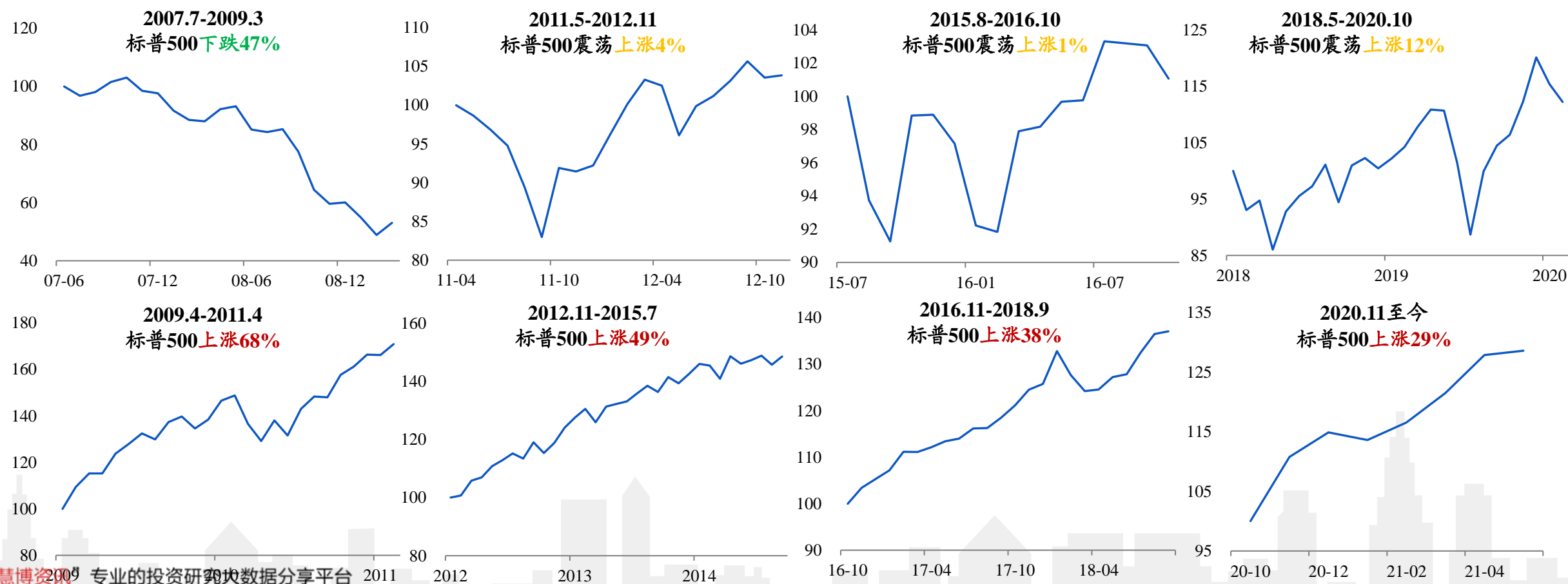
全球资金流动时钟：20年11月是全球资金回流股票的周期性大拐点

- 2008年至今全球风险资产经历四轮周期，分别为07-11年（次贷危机）、11-15年（欧美发达国家政府债务危机）、15-18年（新兴国家国际收支平衡危机）、18年至今（美国居民和企业资产负债表危机），每轮危机后全球资金流动顺序为“货币市场→债券市场→股票市场”。
- 2020年11月起，全球资金开启回流风险资产（以股票为代表）阶段。从历史经验来看，持续时间20-30个月不等。就今年而言，全球风险资产或许仍处在资金回流的“蜜月期”。



全球资金流动时钟：资金回流股市阶段，全球权益资产受益

- 资金流出股市阶段：以美股为代表的全球股市往往先下跌后震荡反弹，期间市场走平。
- 资金回流股市阶段：全球股市往往进入大牛市，平均上涨20个月，涨幅40%左右。
- 2020年11月起进入全球资金回流股市阶段，截止5月，美股已经上涨7个月，标普500涨幅29%。



全球资金流动时钟：全球资金流动时钟 —— 货币->债券->股票

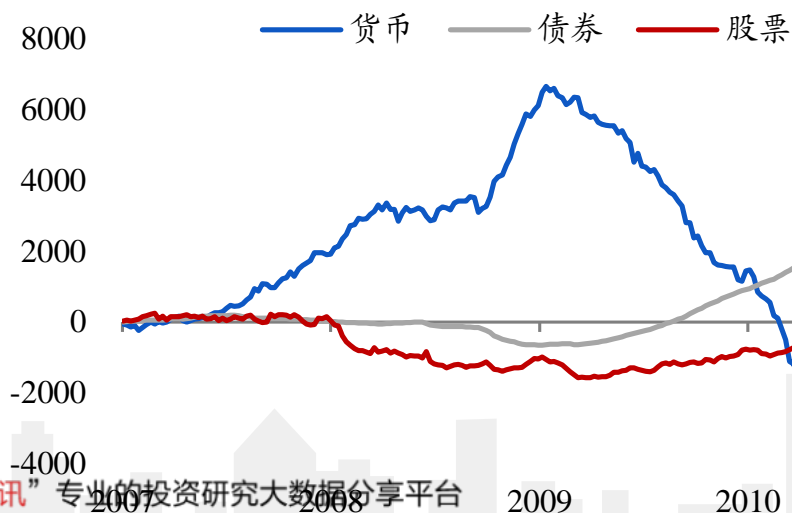
- 1) 20年3月-流向货币，爆发危机，股市暴跌。央行紧缩货币，资产负债表危机爆发，经济周期走向衰退和萧条，投资者规避风险。资金从债市和股市流出转入货币市场是危机指标，股市暴跌、利率下降。
- 2) 20年4月至11月-流向债市，消化危机，股市反弹。央行宽松救市，资产负债表维稳，经济周期渐渐触底回升，投资者情绪好转。资金从几乎零收益货币市场重新流入债市时，股市开启震荡反弹，利率温和回升。
- 3) 20年11月至今-流向股市，走出危机，股市长牛。央行维持宽松格局，资产负债表回归常态，经济周期向复苏/繁荣演进，投资者风险偏好抬升。资金进一步重新流入股票时，股市重回牛市，利率持续上行。



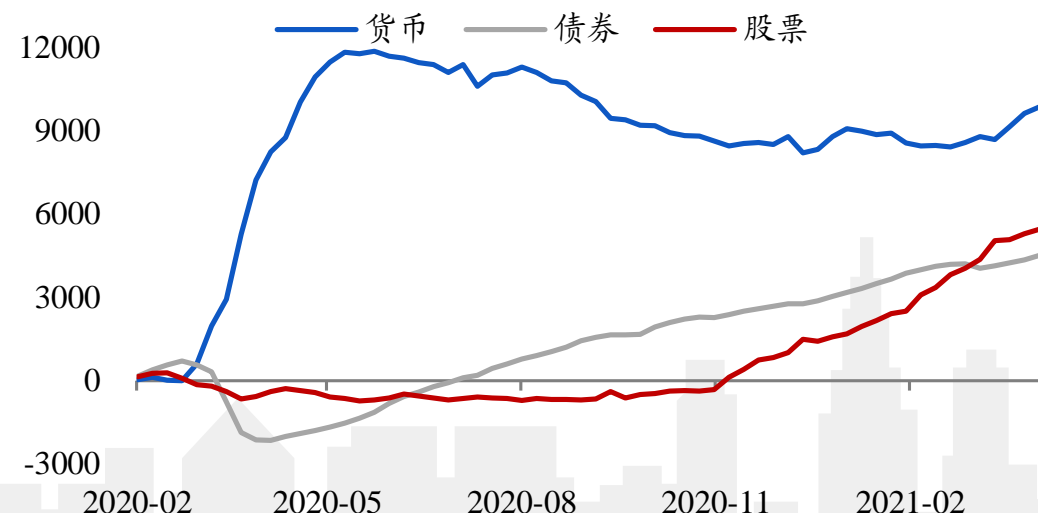
全球资金流动时钟：流动性比大家预想的更松

- 美联储释放流动性包括两个步骤：1) 资金释放进货币市场；2) 资金从货币市场流入各类风险资产。美联储Taper主要影响释放进货币市场的资金，只有缩表才能将已放出的流动性收回。
- 若年内美联储不缩表，已经放出来的水将继续发酵。跟踪口径下，去年3月1.2万亿美元资金流入货币基金（2007-2009年合计8000亿美元），目前仅有3000亿美元回流风险资产。
- 4月以来，美国1.9万亿美元刺激计划给居民发钱的效应正在显现。4月居民每月发钱从600美元提升至1400美元，3周内货币基金膨胀1000亿美元，数字货币、发达股市、新兴股市、大宗商品轮番表现。

2007-2011年期间资金流动情况



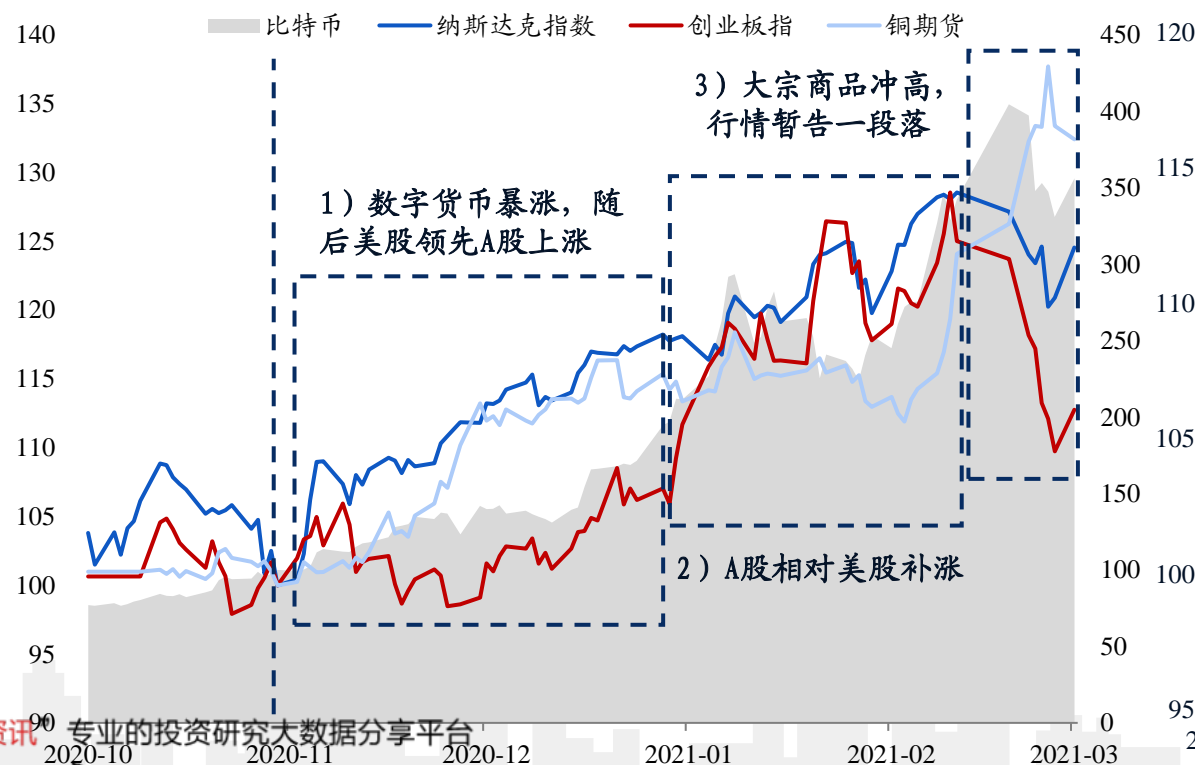
此轮疫情后期间资金流动情况



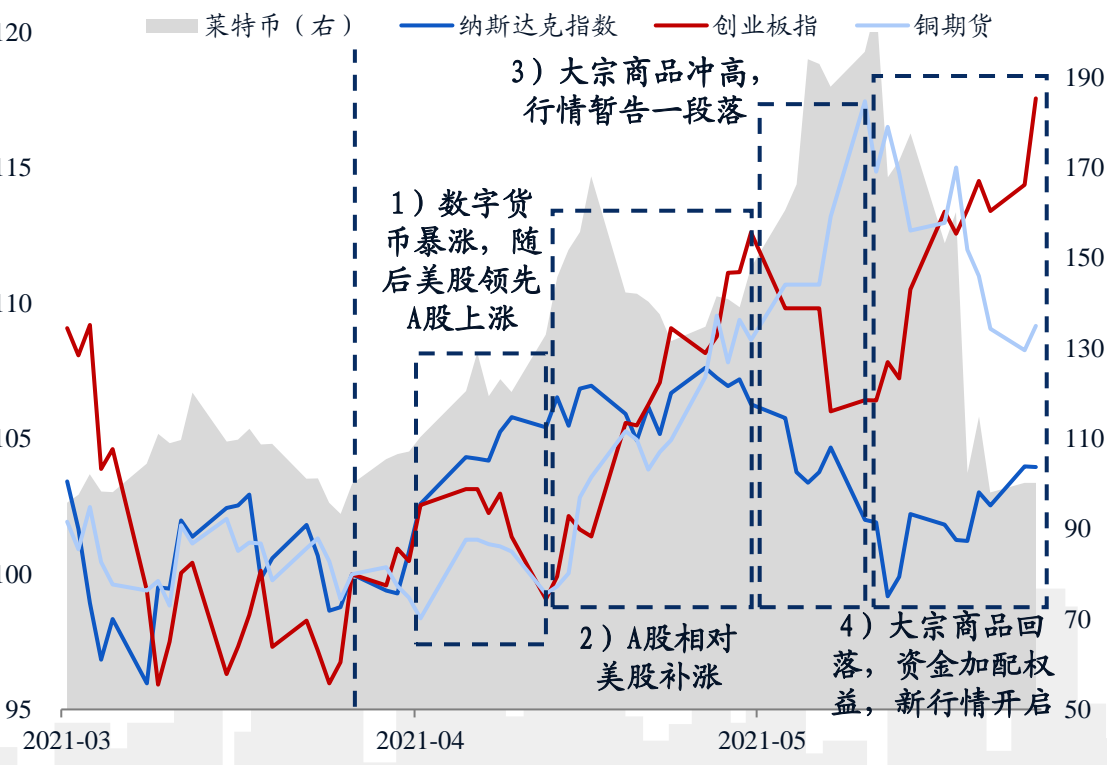
全球资金流动时钟：20年11月和21年3月放水行情的资产轮动经验和信号

- 回顾近2次“放水”行情（20年11月资金回流风险资产和12月为居民发钱+21年3月美国1.9万亿美元刺激计划），我们发现形成较为固定模式：1）数字货币最先反映且幅度最大，是启动信号；2）美股先于A股进入上行阶段；3）A股跟随美股补涨，幅度差异取决于两个市场的宽松程度和风险偏好；4）大宗商品最后冲高往往引发通胀和收水担忧，是行情阶段性休整的信号。

20年10月-21年3月资产轮动顺序

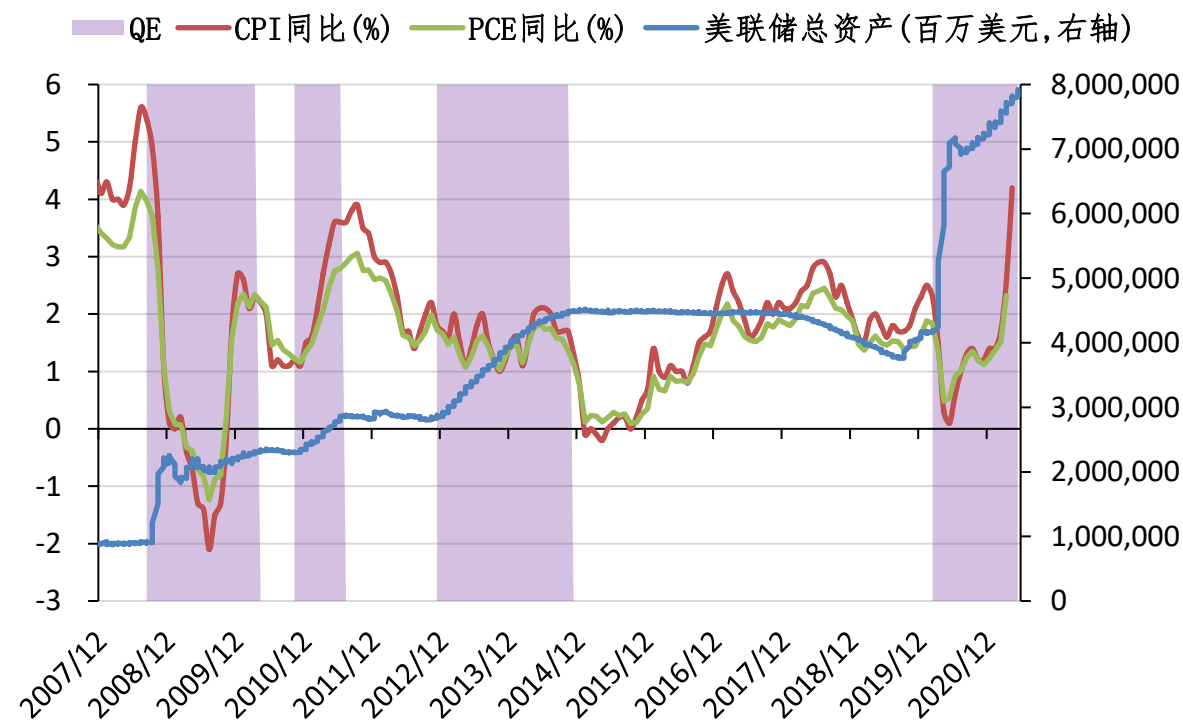
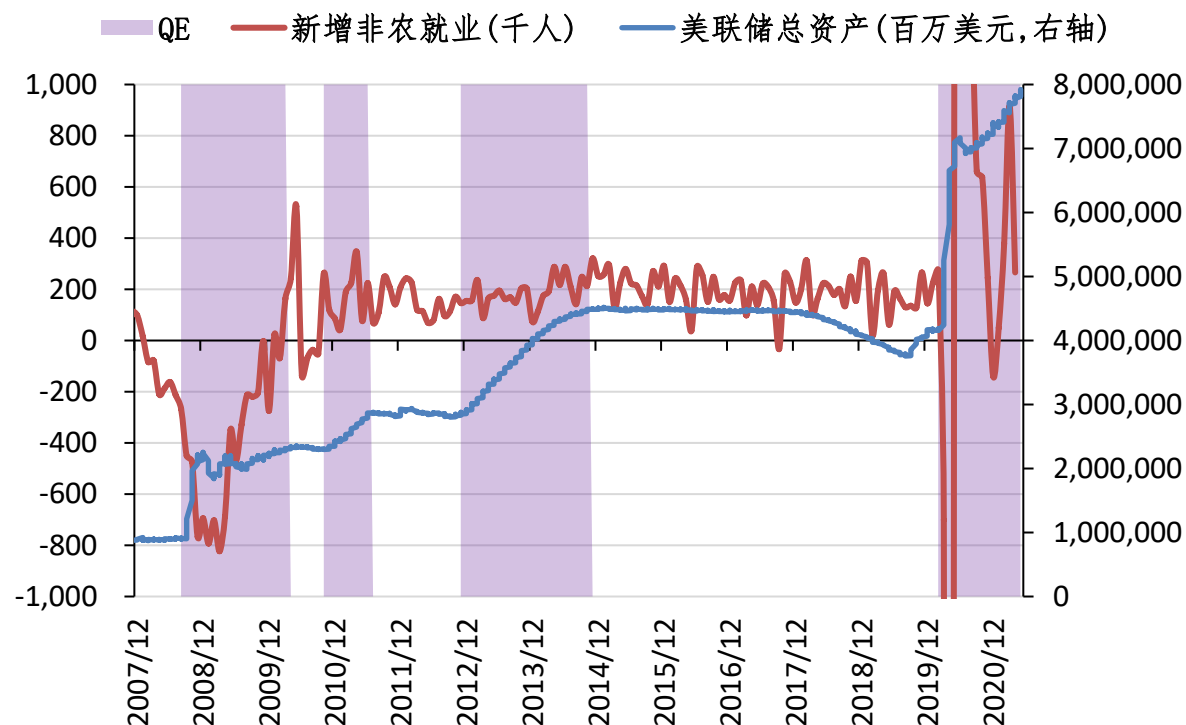


21年3月-21年5月资产轮动顺序



全球资金流动时钟：非农数据仍然高波动，年内美联储难以轻言退出QE

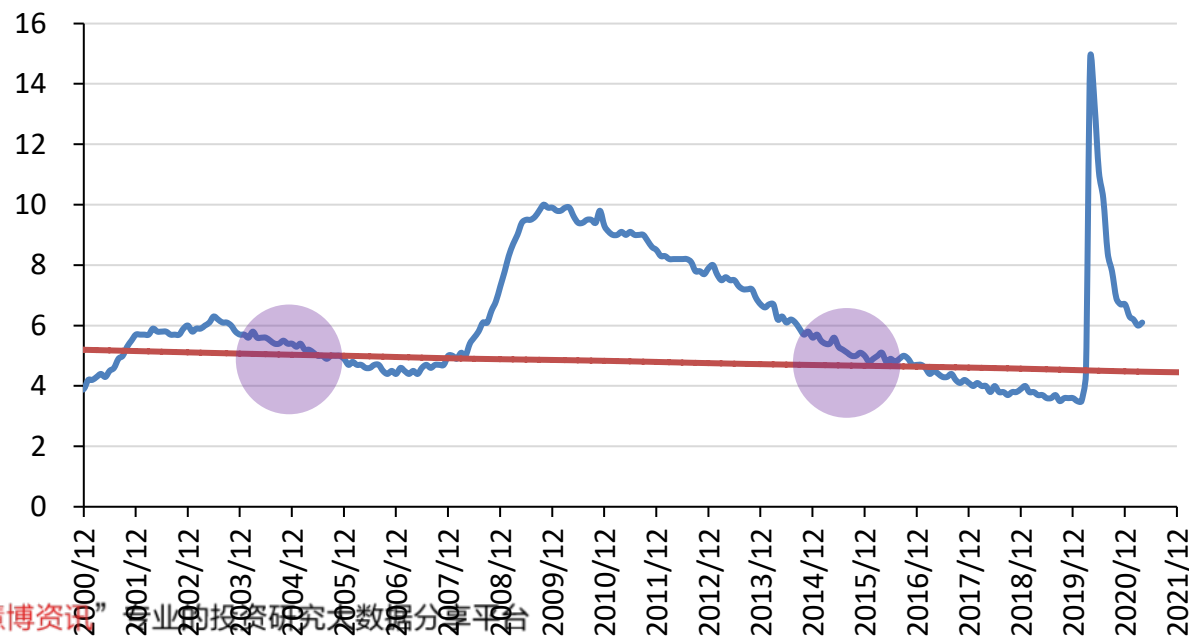
- 2010年3月美联储结束QE1时，非农数据显示当时美国劳动市场的确出现了可观的复苏，另一方面通胀也恢复至2%左右的温和区间，但QE1结束后劳动市场又受重创，美联储不得不继续开启QE2、QE3
- 2014年10月美联储结束QE3时，当时非农数据已经稳定在20万人附近较长一段时间；而目前美国非农数据仍处于大幅波动状态，劳动市场复苏不稳固，我们认为年内美联储难以轻言退出QE



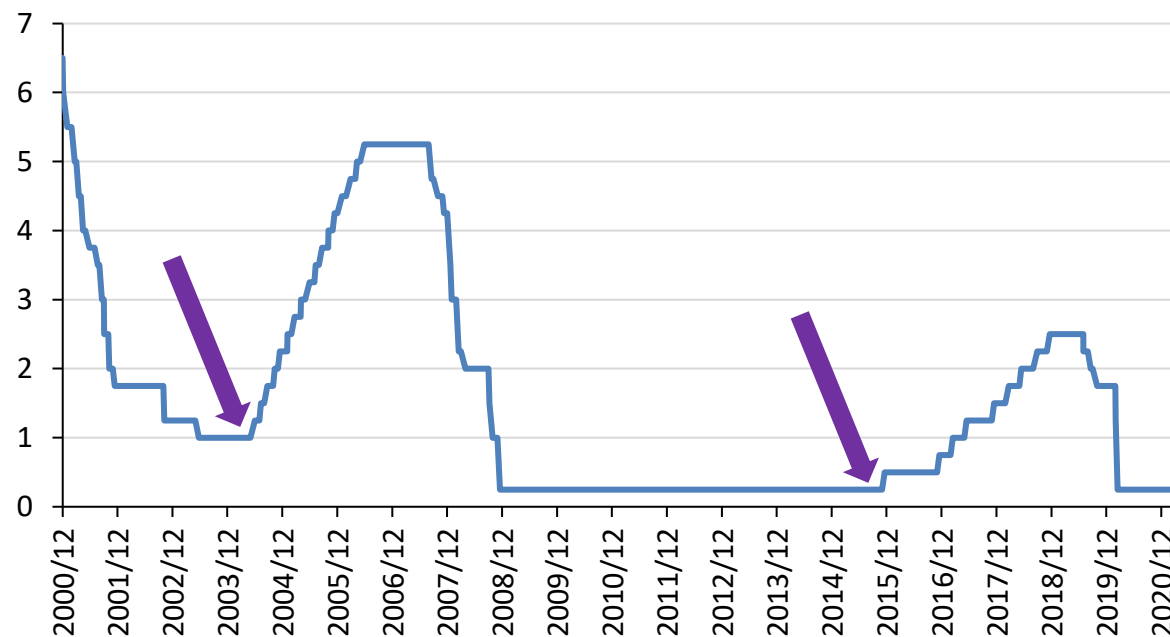
全球资金流动时钟：充分就业实现之前，美联储难加息

- 2004年6月，美国失业率已经从前期6.3%的高点回落至5.6%，逐步靠近彼时5.1%左右的潜在自然失业率。另一方面，持续上行的大宗商品价格不断推高通货膨胀水平，2004年5月、6月CPI当月同比分别录得3.1%、3.3%，美联储着手开始解决通胀问题。之后直至2006年8月，美国CPI当月同比几乎一直位于3%上方，美联储在此期间17次加息至5.25%。
- 2015年12月，美国领先的复苏使联储充分就业和长期通胀预期稳定这两大政策目标逐渐得到满足（实际失业率5.0%、潜在自然失业率4.7%）美联储开启加息，至2018年底基准利率上调至2.5%。
- 目前美联储的货币政策决策框架，提高了对就业的关心和对通胀的容忍，当下美国实际失业率6.1%、潜在自然失业率4.5%，我们认为实现充分就业的目标至少还需18个月左右的时间，2023年之前看到美联储加息的概率较低。

—— 失业率 (%) —— 潜在失业率 (%)



—— 联邦基金目标利率 (%)

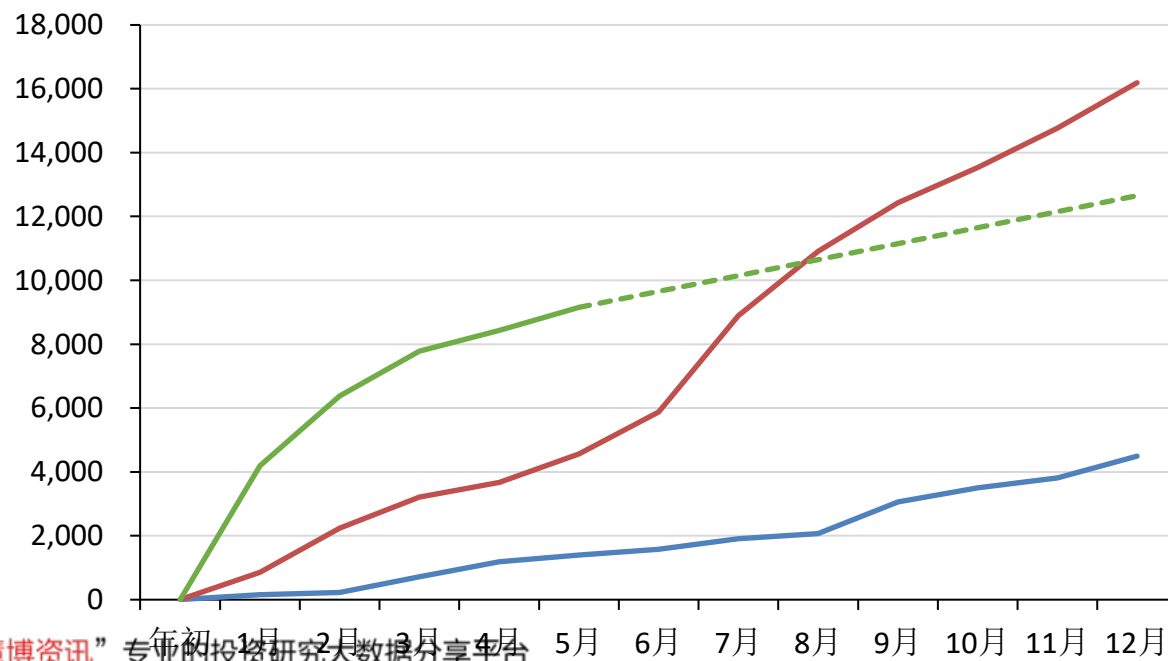


股市资金：全年新发权益类基金有望1.2万亿，下半年4-5千亿

- 2021年1-5月，权益类基金累计发行规模超过9000亿元，全年新发权益类基金12000亿可期。
- 历史来看，2019年权益类基金月均发行规模约为370亿，2020上半年约为980亿，2020下半年约为1700亿。
- 2021一季度权益类基金月均发行规模高达2600亿，4-5月降至700亿/月左右，虽然略不及2020上半年的水平，但仍是2019年月均发行规模的2倍。假设下半年月均发行规模500亿，全年发行规模有望达到12000亿左右。

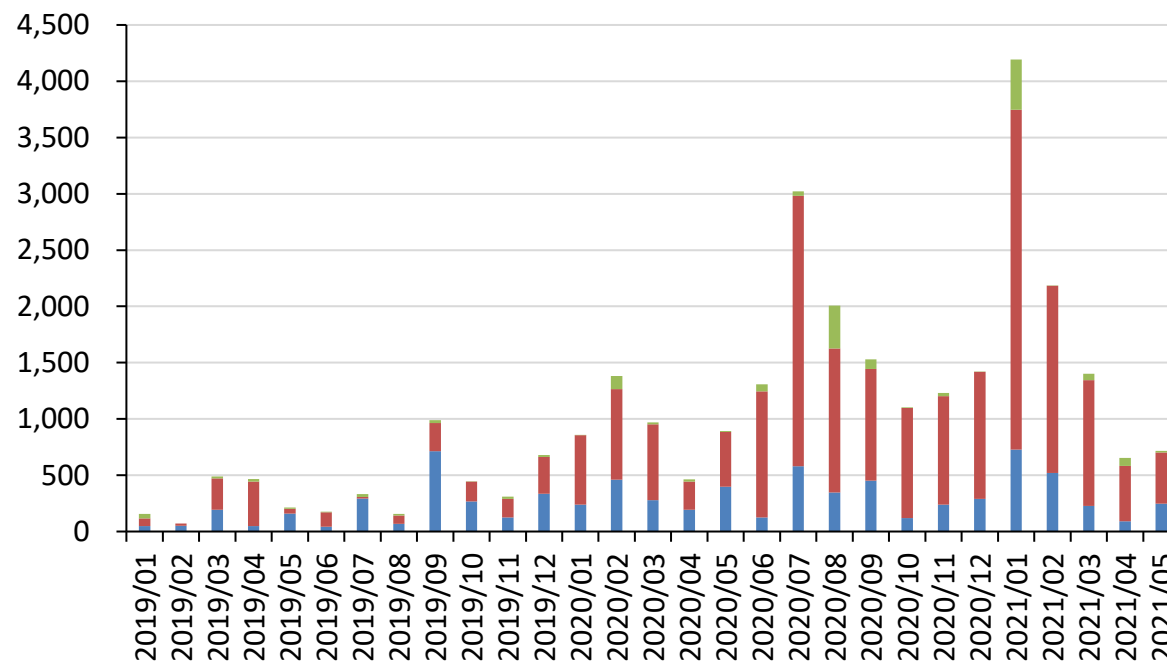
权益类基金累计发行规模（亿元）

— 2019年 — 2020年 — 2021年



权益类基金月度发行规模（亿元）

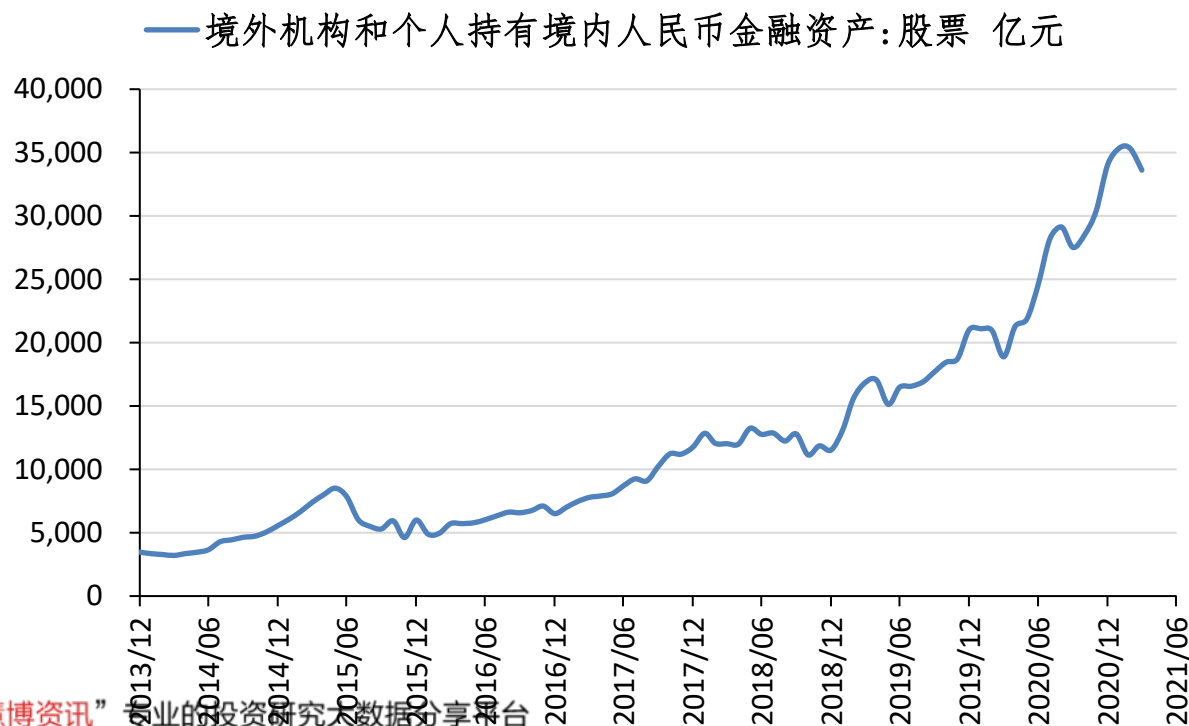
■ 股票型 ■ 偏股混合型 ■ 平衡+灵活配置



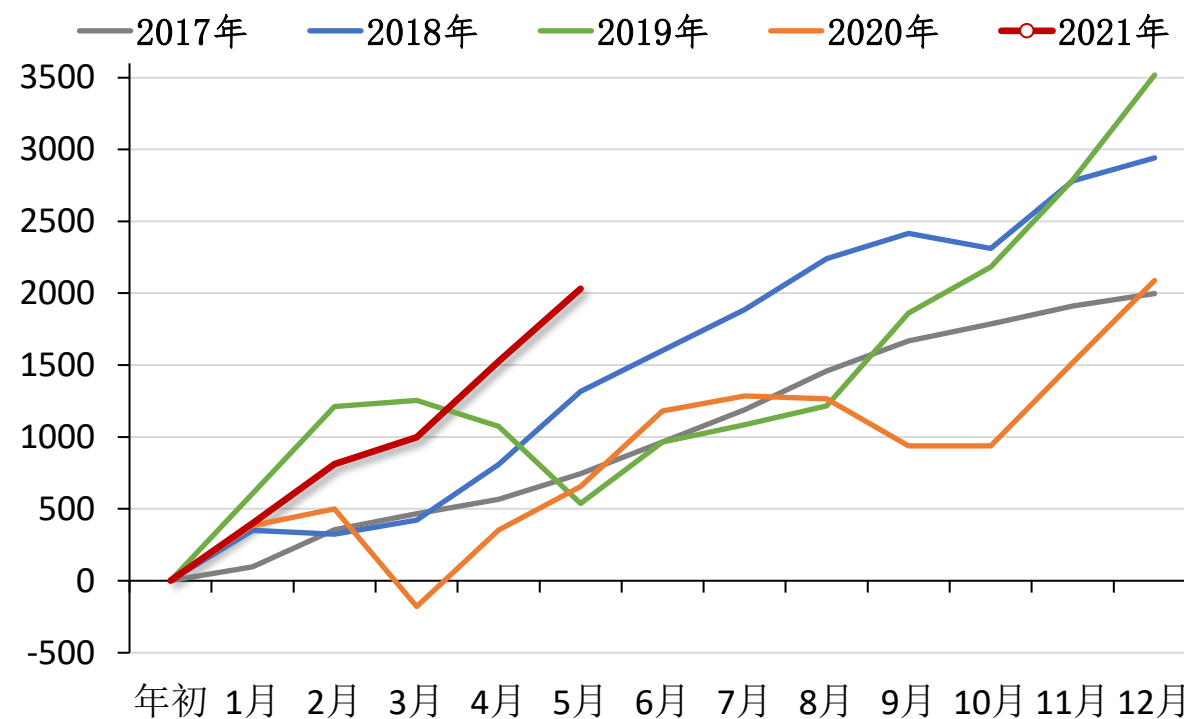
股市资金：未来五年万亿外资流入，今年前5月净流入创历史同期之最

- 截至5月底，陆股通当月净流入达到558亿，今年以来净流入约2083亿，持股市值2.65万亿。
- 从「持股市值规模」来看，陆股通持股较多的行业是：食品饮料(4478亿)、医药(3228亿)、电新(2303亿)、银行(2215亿)、家电(1931亿)。
- 从「持股市值占自由流通市值比例」来看，陆股通持股较多的行业是：家电(18.7%)、消费者服务(14.6%)、食品饮料(12.9%)、建材(12.3%)、电新(9.1%)。

外资持股市值（亿元）

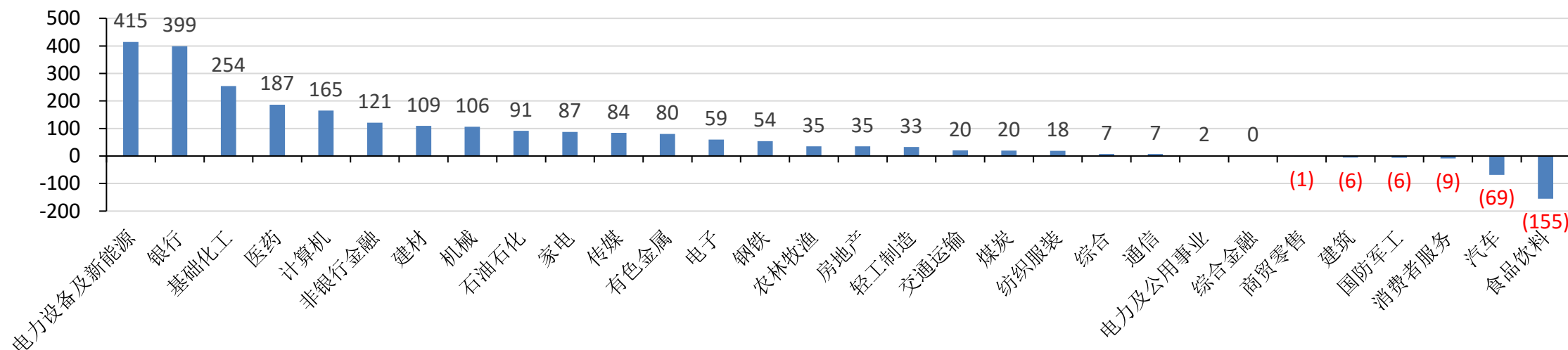


陆股通历年累计净流入额（亿元）



股市资金：今年以来外资流入电新、银行较多，食品饮料流出较多

■ 今年1-5月陆股通行业净流入(亿)

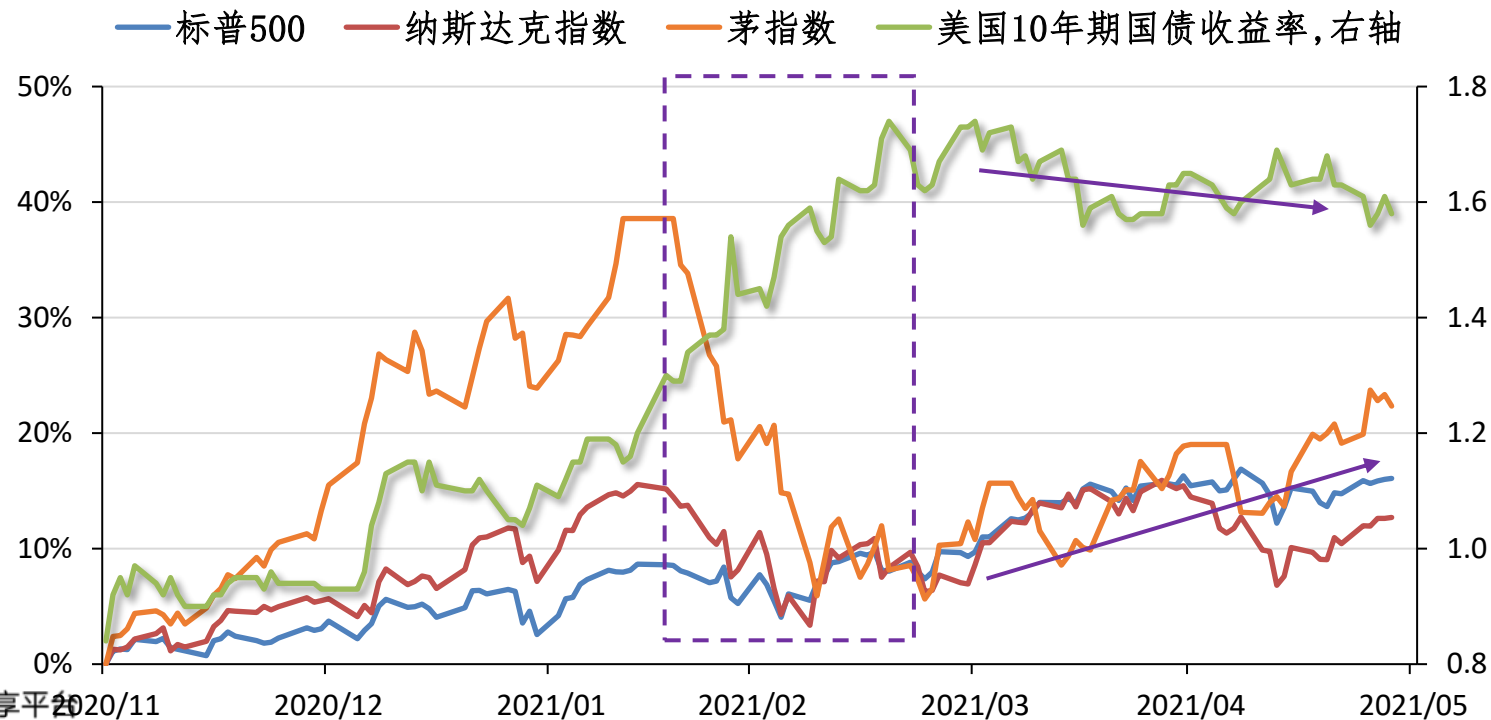


今年1-5月陆股通净流入(出)前20大个股名单

今年1-5月陆股通净流入前20								今年1-5月陆股通净流出前20							
排名	证券名称	行业	净流入(亿)	排名	证券名称	行业	净流入(亿)	排名	证券名称	行业	净流入(亿)	排名	证券名称	行业	净流入(亿)
1	招商银行	银行	140.13	11	东方财富	计算机	48.51	1	贵州茅台	食品饮料	-167.21	11	三一重工	机械	-26.26
2	宁德时代	电力设备及新能源	108.60	12	兴业银行	银行	48.28	2	海康威视	电子	-132.75	12	中联重科	机械	-26.22
3	平安银行	银行	70.05	13	中国平安	非银行金融	40.49	3	格力电器	家电	-59.75	13	泰格医药	医药	-24.79
4	东方雨虹	建材	64.05	14	恩捷股份	基础化工	40.15	4	五粮液	食品饮料	-50.78	14	中国联通	通信	-23.89
5	分众传媒	传媒	61.19	15	亿纬锂能	电力设备及新能源	38.06	5	上海机场	交通运输	-46.26	15	爱尔眼科	医药	-22.82
6	隆基股份	电力设备及新能源	59.60	16	紫金矿业	有色金属	37.86	6	比亚迪	汽车	-43.63	16	恒瑞医药	医药	-21.75
7	三花智控	家电	59.38	17	歌尔股份	电子	34.03	7	潍柴动力	汽车	-40.52	17	海螺水泥	建材	-17.42
8	美的集团	家电	59.21	18	深信服	计算机	33.75	8	云南白药	医药	-38.39	18	海天味业	食品饮料	-13.47
9	阳光电源	电力设备及新能源	58.14	19	顺丰控股	交通运输	30.67	9	伊利股份	食品饮料	-38.25	19	上汽集团	汽车	-10.75
10	先导智能	机械	53.97	20	国瓷材料	基础化工	27.94	10	中国中免	消费者服务	-28.00	20	中公教育	消费者服务	-10.48

风险1：美债收益率上行，互联互通背景下，A股受全球股市波动影响

- 在通胀预期抬升背景下，前期10年美债收益率迅速上升，最高触及1.74%，美股市场随之出现回调。美债利率上行不但直接影响市场资金面流动性，而且通过分母端使股票估值承压。在A股国际化程度越来越高、外资掌握不小的边际定价权的背景下，外资风险偏好降低，对A股带来下行压力。
- 4月份以来，美国通胀预期一定程度上稳定，美债收益率有所下行，目前在1.6%附近位置震荡，美股和A股茅资产也出现了一定的反弹。但在美国仍然高通胀预期，叠加互联互通背景下，需要关注A股核心资产和科技成长股受到全球股市波动的影响。



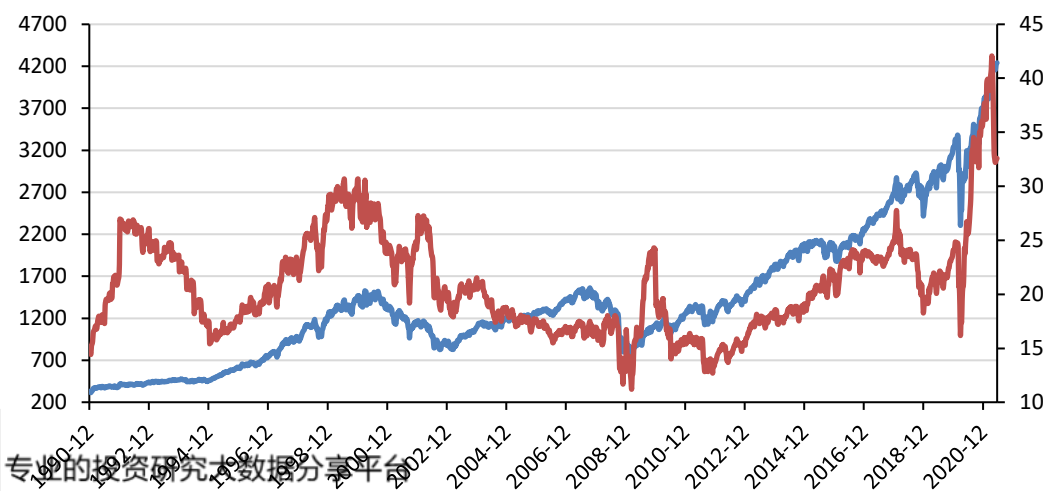
风险2：警惕美股动荡的风险外溢

- 目前美股标普500指数PE估值从40倍附近有所回落，但仍处于绝对的历史高位，超过科网泡沫时期30倍的水平。高估值叠加通胀预期上行不断冲高市场风险，或对A股带来拖累。
- 2017-2018年，特朗普减税法案成为企业盈利的主要拉动，但当前拜登增税计划将对企业盈利造成较大冲击，或拖累标普500盈利增速10个百分点，全球化背景下或造成相关产品及原材料价格上行从而影响我国企业盈利水平；
- 美联储表示在疫苗接种率达到75%后将开始讨论缩减QE规模，全球美元资金回流，流动性收缩或对A股估值造成下杀

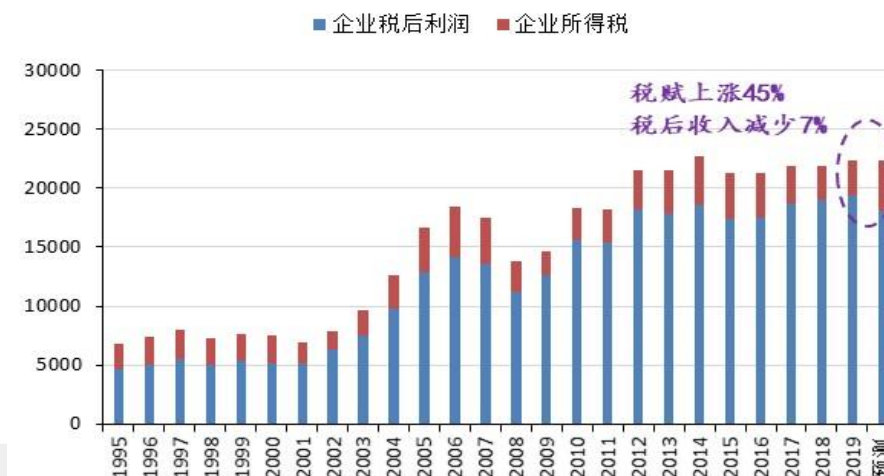
拜登税改计划

将企业所得税率由21%上调至28%
上调企业海外利润最低税率至21%，取消企业海外投资中前10%利润免税的规定
建议各国均提高最低企业税率
对美国公司通过并购海外公司进行避税的行为进行打击
禁止公司通过离岸工作和信贷费用以获得税收减免
消除特朗普税改中针对海外无形收入的税收减免政策
对大企业的账面收入征税15%的最低税
停止对化石燃料的税收优惠，确保污染行业为环保付出代价
加强美国税务局的税收执法能力

— 标普500 — PE_TTM, 右轴

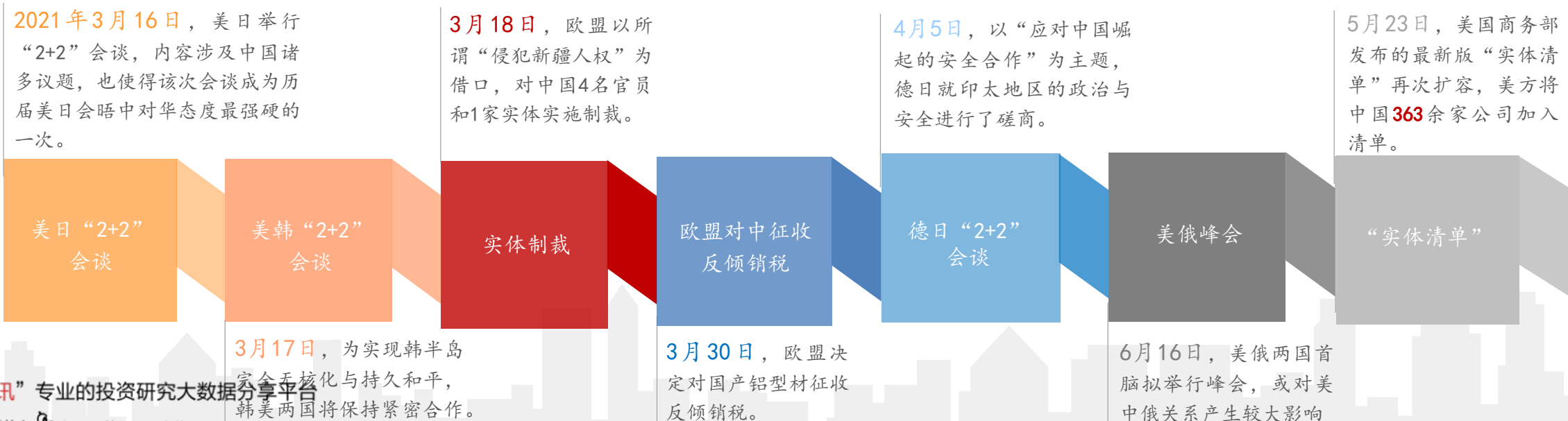


美国企业税后利润及企业所得税（亿美元）



风险3：大国博弈——拜登逐步聚焦外交，联合欧洲等盟友构建对华包围圈

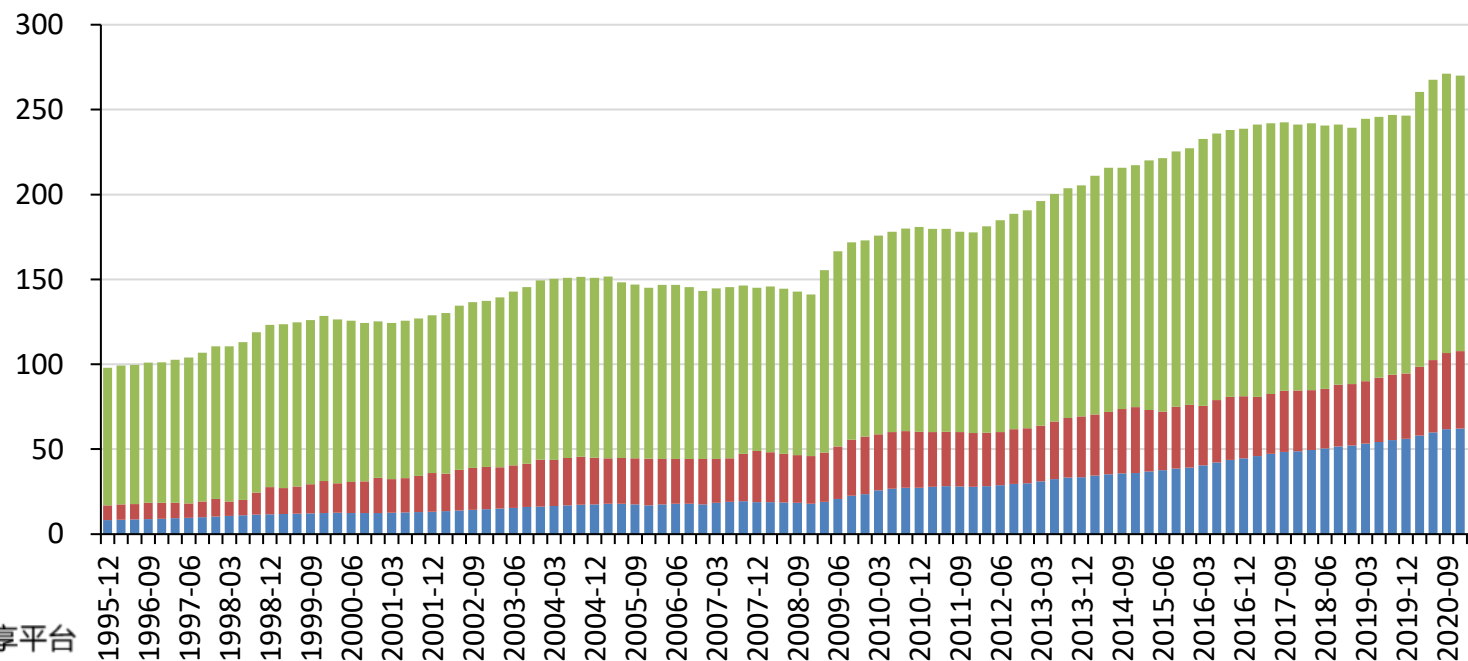
- 未来美国打压将被长期化。美国共和党与民主政策上对华均呈强硬态度、将保持征收中国商品的高关税。
- 中美多家科技公司遭到封锁。白宫下令对中国企业进行芯片断供后，中兴与华为等多家公司因“缺芯”问题陷入困境，历经五个月后，AMD在十月中旬恢复对华芯片供应；中美争端加速互联网分裂，中国互联网巨头腾讯与字节跳动被白宫“信息安全”禁令制约，互联网逐步走向分裂网；2021年5月19日，拜登宣布延长特朗普2019年签署的行政命令。
- 美国联合其他国家和地区的行为值得关注。2021年3月16日、17日美日、美韩分别举行“2+2”会谈，3月18日欧盟27国对中国4名官员和1家实体实施制裁，3月30日欧盟决定对国产铝型材征收反倾销税，4月5日德日举行“2+2”会谈，6月16日的美俄峰会或通过一致对华强硬缓和美俄关系。联系到上一届民主党政府（即奥巴马政府）期间美国企图通过TPP等协议联合制约我国发展的行径，美国欲拉拢其他国家重塑美国联盟体系、以增加对华要价筹码的意图日益清晰，后续美国盟友如欧洲、日本、俄罗斯等国家和地区的动向值得关注。



风险4：关注信用债风险加速对市场流动性的担忧

- 2020年12月11日，中共中央政治局会议指出要抓好各种存量风险化解和增量风险防范，再次强调金融监管的必要性，为日后可能出现的金融监管加剧埋下伏笔。存量风险包括，过去几年中中小型金融机构、影子银行盲目扩张，做通道、加杠杆、做同业，叠加互联网金融平台违规运营，从而给金融市场带来的潜在风险。
- 华融遭到信用风险危机，关注海外信用风险对于境内的传导影响。作为中国四大AMC之一的华融，近期由于2020年年度延迟披露引爆了债务危机，4月9日标普将中国华融及其子公司评级列入负面观察名单，4月13日穆迪将中国华融发行人评级列入下调观察名单，惠誉将中国华融长期发行人评级列入负面观察名单。与此同时，境外中资美元债除了华融旗下美元债遭抛售之外，恐慌情绪的蔓延也牵连到了其他多个板块。

■ 居民部门杠杆率 ■ 政府部门杠杆率 ■ 非金融企业部门杠杆率



风险5：类似2013年Tapering Talk带来短暂的市场恐慌

- 2013年5月伯南克发表了著名的Tapering Talk，提出逐步削减并最终退出QE，投资者迅速调高了对美国政策利率的预期，这引起了美国股市的波动，标普500当日下跌0.8%，之后大约一个月时间里回调5%左右。但由于基本面向好，美股整体向上趋势未改，尤其是在2013年12月QE3实施减量、2014年10月QE3正式退出后，美股并未大幅回撤。
- 2015年12月，美联储时隔7年首次加息，联邦基金目标利率从0.25%提升至0.5%，标普500当日下跌1.5%，之后大约一个月时间里回调10%左右。

Taper Talk至美联储加息期间，大类资产涨跌幅（%）

		标普500	ICE布油	LME铜	伦敦金
2013/5/22	Tapering Talk				
		8.5%	5.2%	-1.2%	-11.5%
2013/12/18	QE3减量				
		11.3%	-20.0%	-7.0%	-1.6%
2014/10/29	QE3结束				
		2.9%	-56.4%	-33.0%	-14.4%
2015/12/17	美联储加息				

Taper Talk至美联储加息期间，各行业涨跌幅（%）

	2013/5/22	2013/12/18	2014/10/29
	2013/12/18	2014/10/29	2015/12/17
能源	4.2%	0.8%	-29.2%
材料	9.2%	6.3%	-10.0%
工业	15.1%	7.9%	-2.3%
非必需消费	13.8%	3.9%	17.1%
必需消费	2.4%	10.3%	8.7%
医疗	11.3%	22.8%	8.7%
信息技术	10.8%	17.0%	10.0%
通信设备	-7.2%	5.7%	-6.5%
金融	7.7%	11.2%	2.5%
房地产	-14.8%	21.2%	5.5%
公共事业	-5.3%	19.2%	-3.8%



“慧博资讯”专业的投资研究数据分享平台

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



行业配置主线之一：大创新科技成长主线

整体来看，下半年我们主要看好政策与业绩双催化的大创新科技成长方向。主要聚焦在以万物智联的AIoT、医药、新能源链条、高端制造设备等。具体来看四大细分链条：

- 1) AIoT，万物互联，以鸿蒙为代表的中国国产操作系统与智能终端手机、汽车等相互链接，孕育的机会值得重点关注。如：计算机、通信、电子等。
- 2) 医药，创新、景气、科技与消费属性兼具，重点关注医疗器械、医疗服务等方向。
- 3) 新能源链条与智能驾驶。媲美消费电子10年黄金成长周期，在碳中和和碳达峰背景下，政策+需求+技术变革三轮驱动，重点关注：新能源材料、锂电设备、汽车、智能驾驶等细分领域。
- 4) 高端制造设备。主要围绕中国制造走向高端化、国产化，顺应行业需求和景气发展，可重点关注半导体链条、军工等方向。

政策端：“十四五”人工智能+国产互联

板块	要点	“十四五”纲要	“十三五”纲要
科技	战略地位	制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能	把发展基点放在创新上，以科技创新为核心，以人才发展为支撑，推动科技创新与大众创业万众创新有机结合。
	重点研究领域	瞄准 人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海 等前沿领域，集中优势资源攻关新发突发 传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发 等领域关键核心技术。	加快突破新一代信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术。加强深海、深地、深空、深蓝等领域的战略高技术部署。
	企业研发费用	实施更大力度的研发费用加计扣除、高新技术企业税收优惠等普惠性政策。健全鼓励国有企业研发的考核制度， 设立独立核算、免于增值保值考核、容错纠错的研发准备金制度 ，确保中央国有工业企业研发支出年增长率明显超过全国平均水平。	落实企业研发费用加计扣除和扩大固定资产加速折旧实施范围政策，强化对创新产品的首购、订购支持，激励企业增加研发投入。

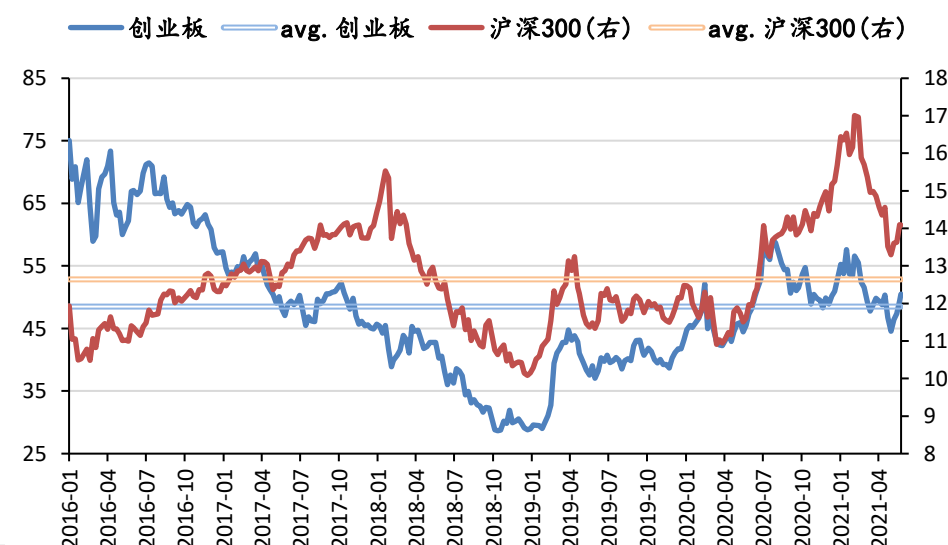
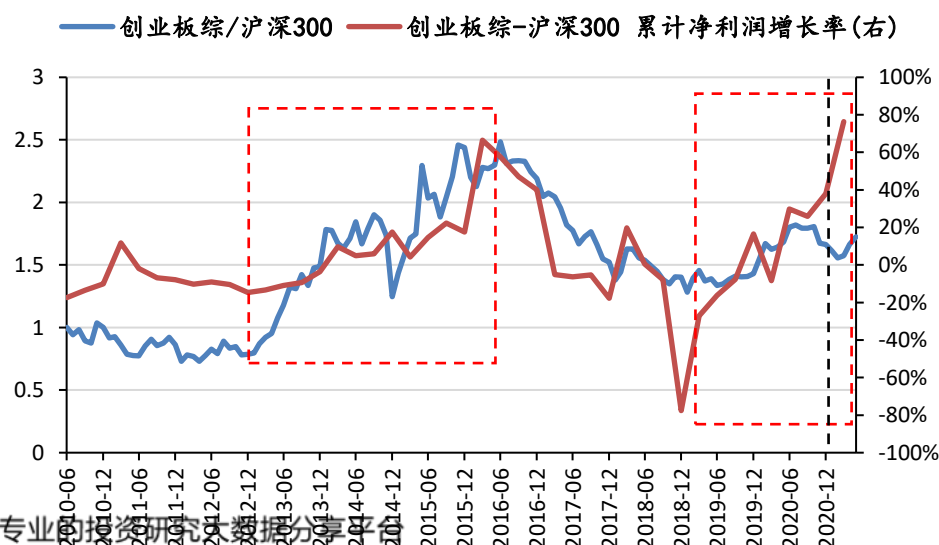
政策端：“十四五” 自主可控+国产高端设备

板块	要点	“十四五” 纲要	“十三五” 纲要
制造	战略定位	坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展。	深入实施《中国制造2025》，以提高制造业创新能力和基础能力为重点，推进信息技术与制造技术深度融合，促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，培育制造业竞争新优势。
	重点领域	培育先进制造业集群，推动 集成电路 、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、 先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备 等产业创新发展。	实施智能制造工程，加快发展智能制造关键技术装备，强化智能制造标准、工业电子设备、核心支撑软件等基础。
	产业链供应链	坚持 经济性和安全性 相结合，补齐短板、锻造长板，分行业做好供应链战略设计和精准施策，形成具有 更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链 。推进 制造业补链强链 ，强化资源、技术、装备支撑，加强国际产业安全合作，推动产业链供应链多元化。	无专门论述

业绩端：创业板业绩加速增长

- 创业板累计净利润增长率相对沪深300持续增长时，创业板综合指数相对沪深300可取得超额收益。
- 历史上创业板相对全A的业绩持续增长期共有两轮：
 - 1) 2012Q4-2016Q1，创业板相对沪深净利增速由-14.7%迅速提升至66.49%，创业板综合指数相对沪深300的超额收益率为242.5%；
 - 2) 2018Q4至今（已有财务数据到2021Q1），创业板相对沪深的净利增速由-77.6%上升至76.3%，创业板综相对沪深300的超额收益率为40.4%，其中创业板业绩持续增长的2020年下半年至今，创业板相对沪深300的超额收益反而下跌5%，显示股价对业绩差的反映不完全，可能是核心资产风格持续演绎的结果
- 创业板比沪深300的PE历史分位数低20pct，估值性价比高。创业板整体PE历史分位数为63%，沪深300为85%，高业绩增长下，创业板估值有望持续消化。

创业板和沪深300的估值及其均值

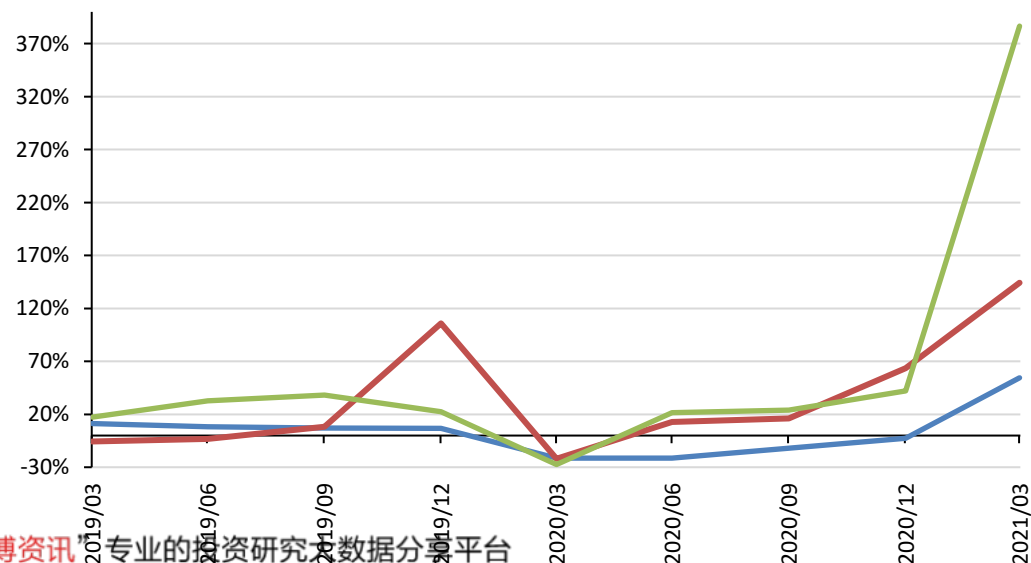


业绩端：2021Q1创业板ROETTM上升至2018Q3以来最高值

- 科创板和创业板2021Q1业绩改善加速。以2020Q1为基数，创业板扣非后净利增长145%，科创板扣非后净利增长387%，主板增长55%，若以2019Q1为基数，创业板两年年均复合增速为38%，科创板为88%，主板为10%。
- 创业板ROE-TTM升至近两年来新高，与主板之间ROE的差距持续缩小。2019Q1以来，创业板与主板之间ROE的差距逐步缩小，而科创板与主板ROE之间的差距相对稳定
- 综合净利增速与ROE，创业板当前景气度较高。

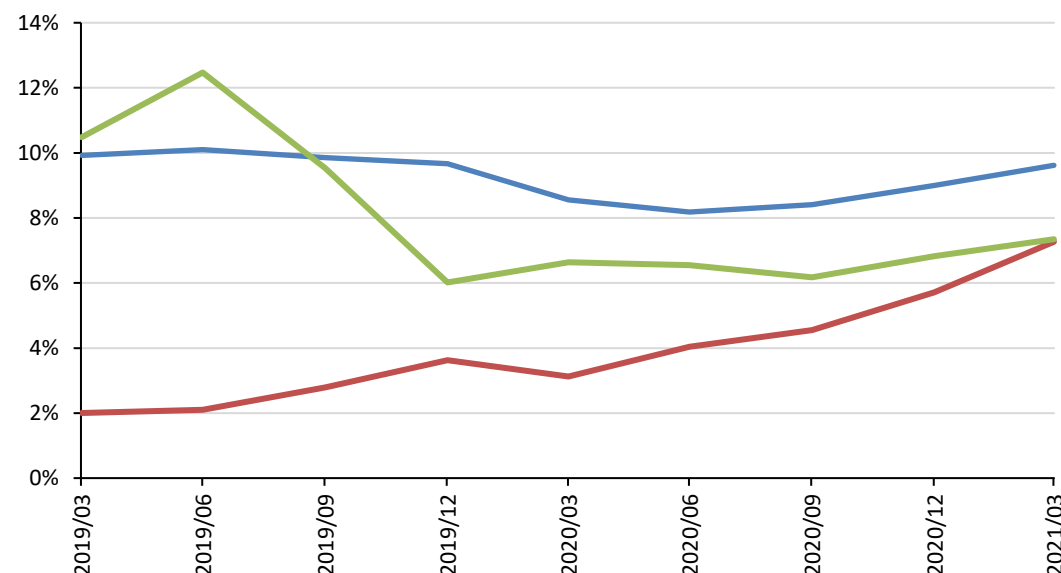
各板块累计扣非净利增速

— 主板 — 创业板 — 科创板

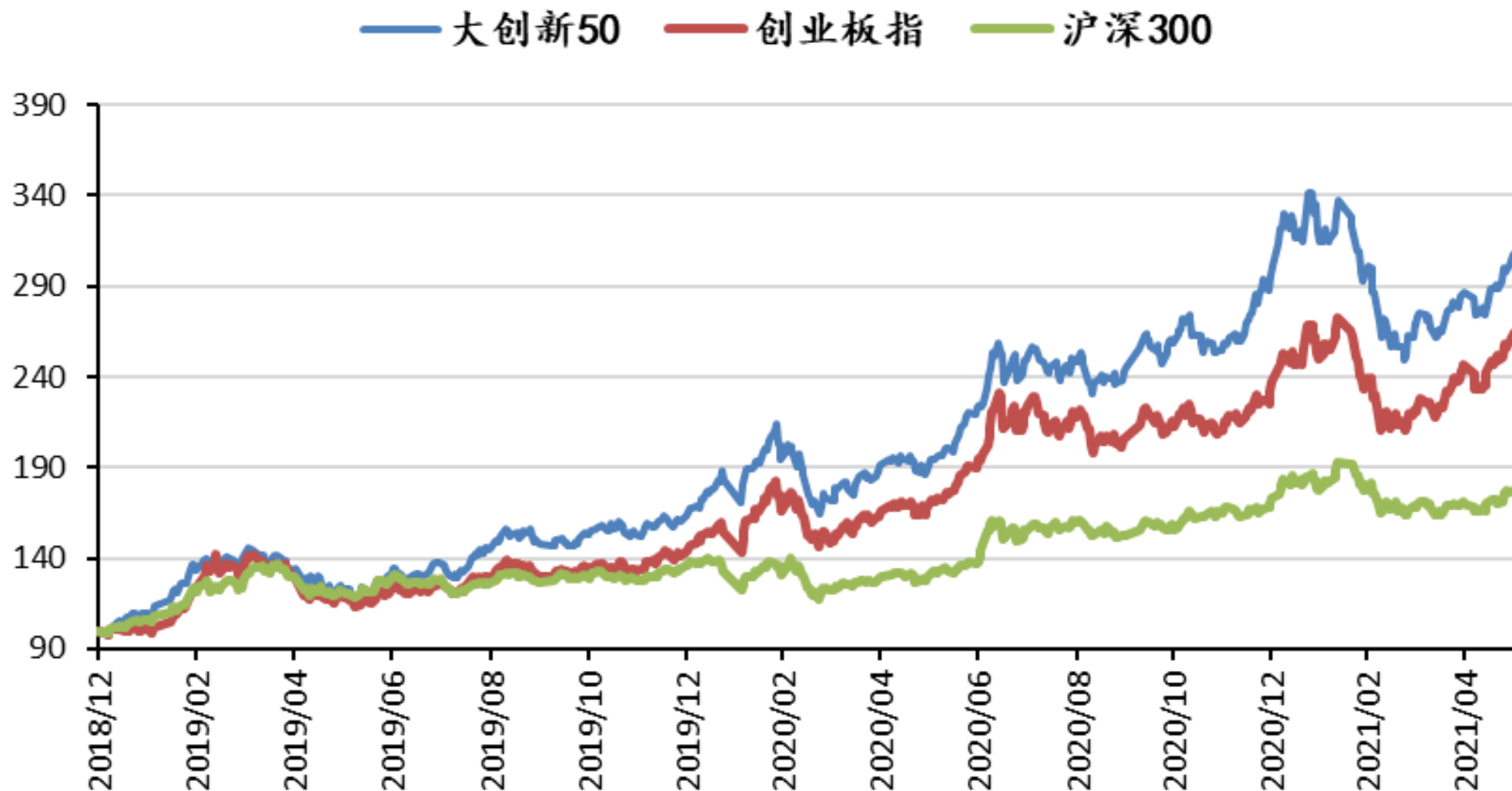


各板块ROE (TTM)

— 主板 — 创业板 — 科创板



“大创新50”组合持续创造超额收益



大创新科技成长之一：AIoT，万物互联，关注电子行业

- 2021年6月2日，华为鸿蒙系统发布，与安卓和苹果IOS系统相比，鸿蒙的最大区别在于系统可以搭载在多种IoT设备上，智能互联、万物互联的应用场景被极大拓宽
- 鸿蒙“1+8+N”战略，打造IoT生态。“1”是指智能手机，它是整个设备互联网络接入口；“8”指的是八大终端，分别是车机、音箱、耳机、手表/手环、平板、大屏、PC和AR/VR；“N”是其他IOT设备，包括智能家居和智能运动设备，如打印机、耳机、投影机、扫地机等。
- 合作生态圈不断扩大，开启多方产品新入口。鸿蒙OS生态不断拓展边界，根据华为消费者业务软件部总裁、AI 与智慧全场景业务部部长王成录预计，华为手机将从6月初开始分批升级鸿蒙系统，今年系统的总覆盖目标是3亿台，其中华为品牌设备2亿台，另有1亿台是第三方品牌IoT产品。

华为鸿蒙 “1+8+N” 战略



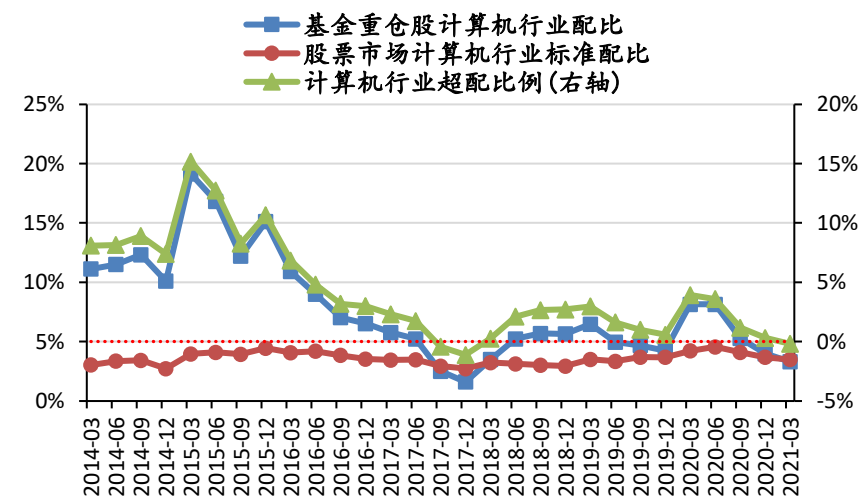
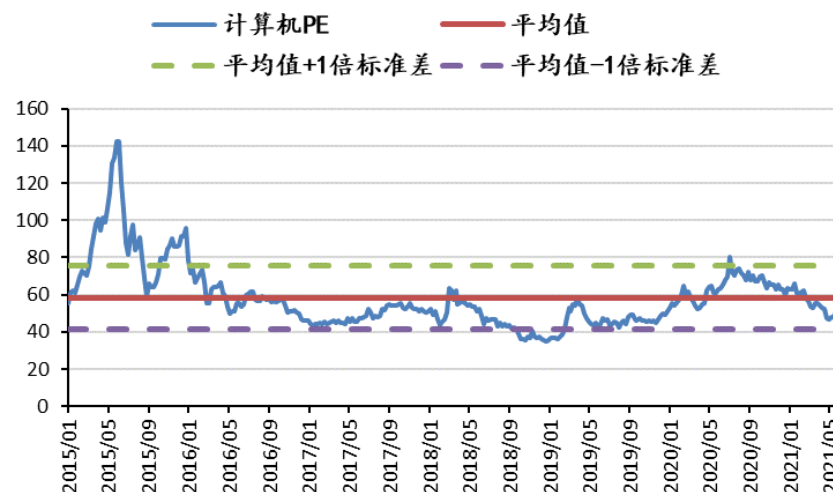
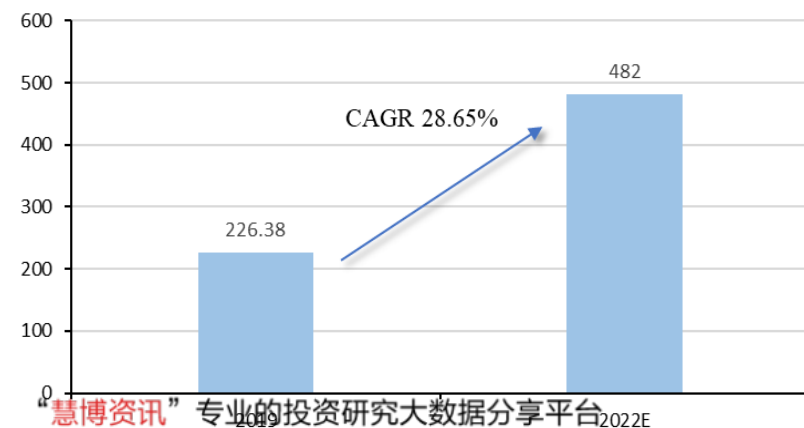
华为鸿蒙OS全场景智慧生态先行者



大创新科技成长之一：AIoT，万物互联，关注计算机行业

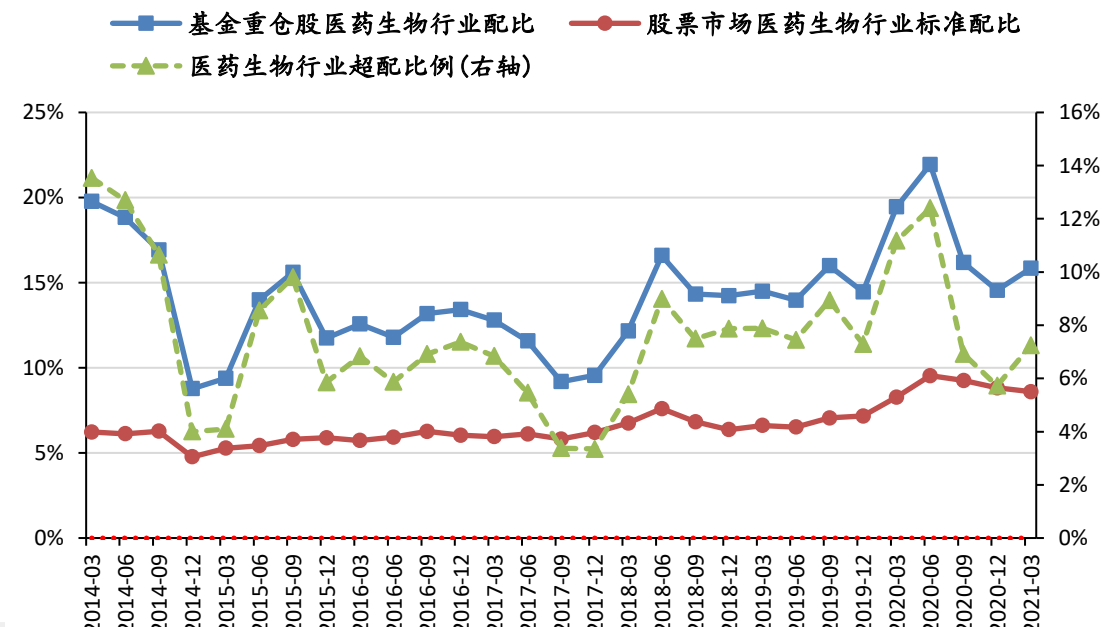
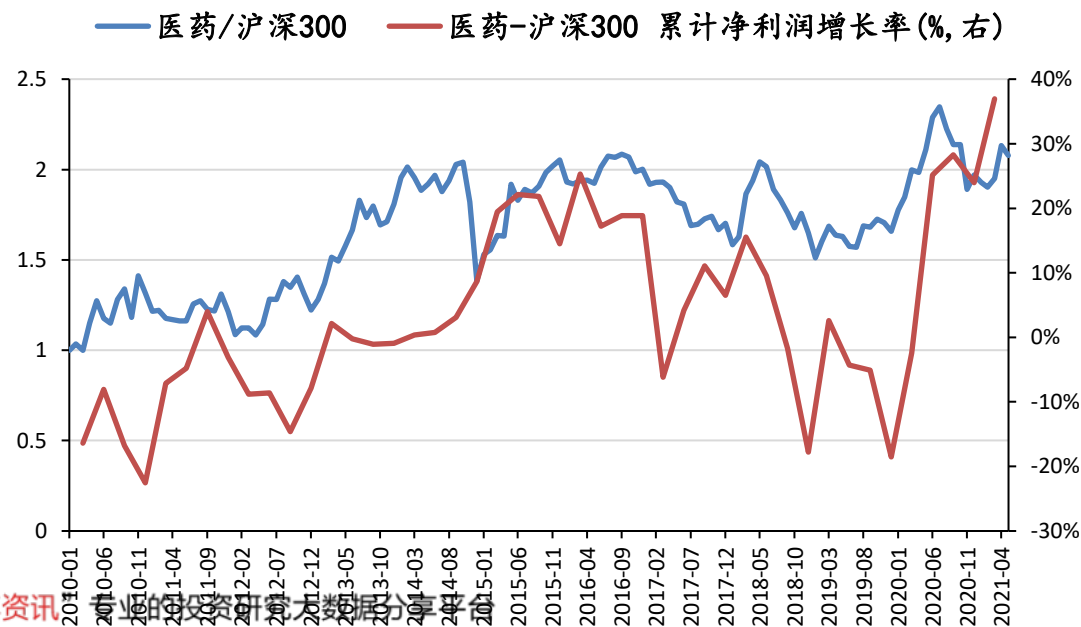
- 万物智联映射到计算机板块体现为基础层的基础软硬件、云计算以及中间层的网络安全和人工智能
- 国家政策对云计算和人工智能等领域高度重视，《十四五规划》对云计算和人工智能领域均着墨较多，并且是相对于《十三五规划》的新增重点方向，类比《十三五规划》中与之地位类似的智能制造、生物医药等领域，它们在过去5年中均取得较快发展，预测未来5年以云计算、人工智能等串联起的万物智联板块也将有长远发展
- AIoT产业高速发展。2019年至2022年，全球AIoT市场规模年均复合增速将达到28.65%，2019年至2025年万物互联数据规模增速将达到34.19%。
- 估值和交易结构角度，计算机PE历史分位38%，2021Q1基金超配比例的历史分位为7.14%，而2021年的Wind一致净利预测增速为65.91%，意味着当前计算机板块估值性价比高，交易结构优

2019及2022年全球AIoT市场规模(十亿美元)



大创新科技成长之二：生物医药的创新药、医疗器械

- 医药兼具成长科技属性与消费属性，在科技成长领域，A股医药类上市公司尤其是龙头企业，科技创新实力强，业绩增长确定性高，在消费领域，医药类上市公司业绩高增长，能够持续消化估值
- 2021Q1消费类板块的业绩高增长普遍来自低基数效应，而医药板块则是剔除基数效应后，业绩仍然高景气的行业。以2019Q1为基数，2021Q1医药板块净利增长21%，高于2019Q1的15%，毛利率为34.7%，也高于2019Q1的33.7%，ROE为3.6%，为近十年来一季度ROE的最高值，显示当前医药板块景气度较高。
- 2021上半年，医药板块受新冠疫苗影响导致波动增加，业绩高景气下，下半年有望迎来业绩驱动式的上涨
- 医药板块当前基金超配比例的历史分位数为46%，低于历史50%的时间，筹码结构优。



大创新科技成长之三：新能源汽车产业链、智能驾驶

- 2010年iPhone 4的发布、4G移动互联网的飞速发展带来了苹果产业链的辉煌十年，以A股上市公司为例，2010至2019十年间，消费电子在TMT板块中风光无二，涌现出如立讯精密、信维通信、闻泰科技等多只大牛股，10年之间的涨幅分别为22.63倍、10.42倍和8.89倍，同时期苹果公司涨幅为10.16倍
- 新能源产业链具有优势制造、国产替代、自主可控三重属性，长期业绩确定性高，重点关注新能源产业链中的新能源材料、光伏、锂电设备、新能源动力系统等。
- 2021年热销新能源新车型基本都配备智能驾驶功能。2021年激光雷达开启量产上车元年，小鹏、蔚来、极狐等车企明确搭载激光雷达，各大车企今年上市的新车型开启了AI芯片上车的时代，自主AI芯片厂商具有较强竞争力。

苹果链上市公司过去十年涨幅及市值

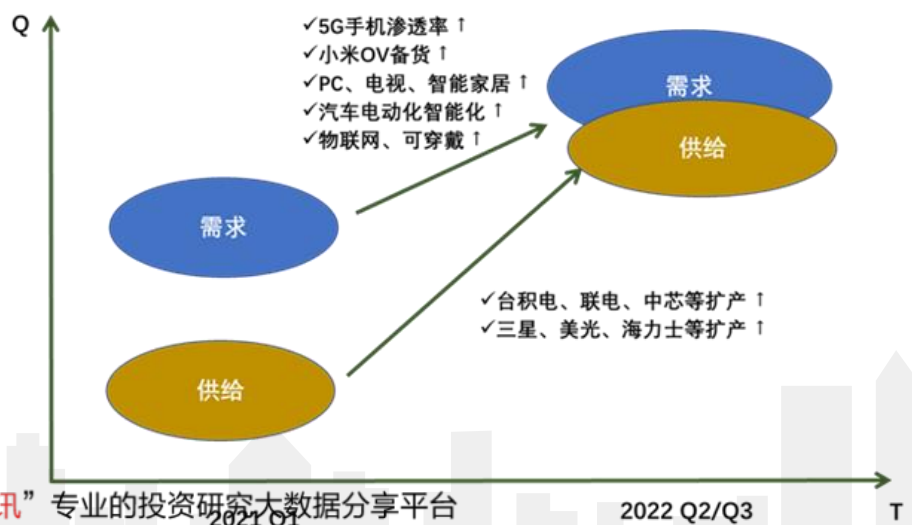
	十年涨幅 (倍)	总市值(亿元)				
		2009/12/31	2010/12/31	2012/12/31	2014/12/31	2019/12/31
APPLE	10.16	1,898	2,959	5,006	6,474	13,048
立讯精密	22.63	2010.9上市 市值70亿元	97	101	230	1,952
信维通信	10.42	2010.11上市 市值35亿元	45	21	51	440
闻泰科技	8.89	30	29	34	66	1,040
歌尔股份	6.85	66	205	320	374	646
欧菲科技	5.88	2010.8上市 市值44亿元	66	81	195	423
硕贝德	5.44	2012.6上市 市值13亿元		18	43	83
欣旺达	5.37	2011.4上市 市值39亿元		31	65	302

智能驾驶各环节所需技术	
感知端	硬件预埋、激光雷达、摄像头、传感器
决策端	AI芯片、域控制器、软件算法
执行端	线控制动
网联端	车、路、云的连接和多环节协同
智能座舱	人机交互、软件集成

大创新科技成长之四：高端制造之半导体制造产业链

- 半导体短期供需错配，行业高景气度将持续。供给端无实质性增加，需求端增加显著。去年受疫情影响，全球晶圆厂和存储厂担心未来需求将有所放缓，在扩产节奏上相对谨慎，供给端没有较多增加，而需求端受以下因素影响有了较大的提升：1) 5G手机渗透率持续提升，拉动PMIC、射频、模拟、CIS等芯片的需求；2) 后华为时代，小米OV等厂商为了抢占市场份额，充分备货带来的需求提升；3) 疫情带来居家消费习惯改变，催化PC、电视、智能家居、电动自行车、游戏机等需求提升，带动MCU、驱动芯片、功率、PMIC等芯片需求；4) 汽车需求逐渐复苏，叠加电动化智能化趋势，驱动功率、MCU、传感器等需求提升；5) 可穿戴产品（TWS耳机、手表手环）、物联网相关产品、云计算数据中心等需求逐渐提升拉动。
- 中长期来看，半导体行业国产替代的主线不变。国内晶圆厂存储厂未来2-3年处于持续扩产期，资本开支加速，带来设备、材料市场空间快速提升。

全球半导体供需紧张有望持续到明年



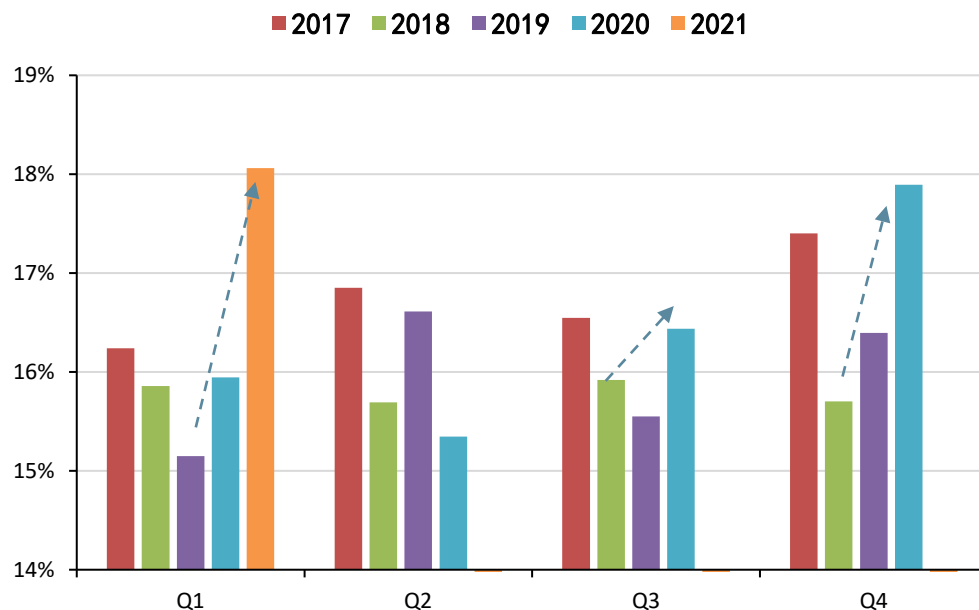
国内主要12英寸晶圆厂存储厂（国资）产能规划情况

逻辑代工/存储厂	地点	工厂编号	工艺参数	规划 (万片/月)	月产能 (万片/月)				
					2019	2020	2021E	2022E	2023E
逻辑代工	中芯国际	上海 SN1	14nm	1.5	0	1	1.5	1.5	1.5
		B1	90-40nm	5	5	6	7	7	7
		B2	90-28nm	7	5	7	7	7	7
		B3	90-28nm	10	0	0	0	3	8
	华力微电子	G2	65-28nm	4	0	0	0	2	4
		Fab 5	65-40nm	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
	华虹半导体	Fab 6	28-14nm	6	1	2	3	4	6
		Fab 7	90-65nm	12	1	2	6.5	8.5	12
	广州粤芯	ICRD	40-28nm	2.5	0	0	0.5	1.5	2.5
		Fab 1	90-180nm	8	0	2	3	6	8
存储 (3D NAND)	长江存储	Fab 3	90-65nm	8	0	1	3	6	8
		Fab 1	90-65nm	4	0	1	2	3	4
	合肥长鑫	Fab 1	90-65nm	3	0	0	0	1	3
		Fab 2	90-65nm	6	0	1	2	4	6
	合肥长鑫	N1	90-65nm	12	2	2	6	10	12
		N2	90-65nm	10	0	0	0	0	5
	长江存储	Fab 2	90-65nm	5	0	0	0	1	3
		Fab 3	90-65nm	10	0	0	0	0	5
	长江存储	Fab 1	3D NAND	10	2	5	10	17.5	27.5
		Fab 2	3D NAND	10	0	0	0	6	10
存储 (DRAM)	长鑫存储	Fab 3	3D NAND	10	0	0	0	0	6
		Fab 1	3D NAND	10	0	0	0	0	6
	长鑫存储	Fab 1	DRAM	10	2	4	8	10	10
		Fab 2	DRAM	12	0	0	0	5	10
	长鑫存储	Fab 3	DRAM	12	0	0	0	0	5
		Fab 1	DRAM	10	2	4	8	15	25
	长鑫存储	Fab 2	DRAM	12	0	0	0	0	5
		Fab 3	DRAM	12	0	0	0	0	5
	长鑫存储	Fab 1	DRAM	10	2	4	8	15	25
		Fab 2	DRAM	12	0	0	0	0	5

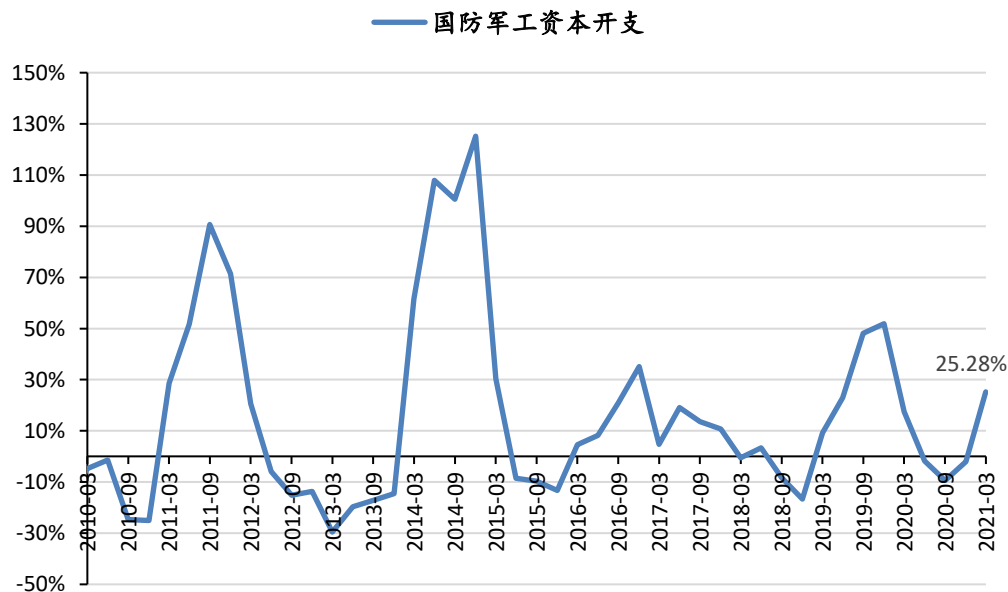
大创新科技成长之五：高端制造之军工的航空航天

- 需求端，战略看多“十四五”。展望未来五年，在面向实战打造军队的背景下，军工行业有望迎来结构性加速，如航天装备的系统性改善、航空装备方向新型军机研发提速，信息化建设下电子装备发展持续推进，地面装备与舰船装备有望保持平稳增长。
- 2020Q2以来，国防军工板块毛利率加速上升，显示高景气度下，军工板块盈利能力持续向好。此外，板块资本开支也在疫情后充分增长，意味着在手订单和未来可获得订单较高，盈利持续性较好。
- 估值角度，国防军工PE历史分位低于50%，十四五规划下的成长确定性高，估值提升空间大。

国防军工单季度毛利率（%）



国防军工资本开支同比（%）



行业配置主线之二——高分红主线

主线之二：高分红主线。

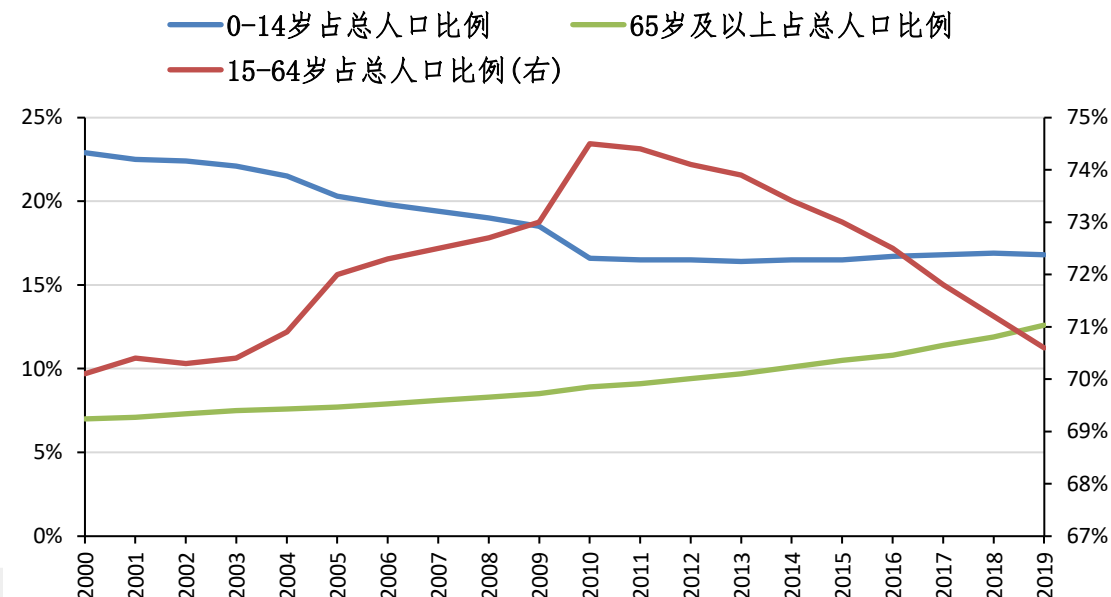
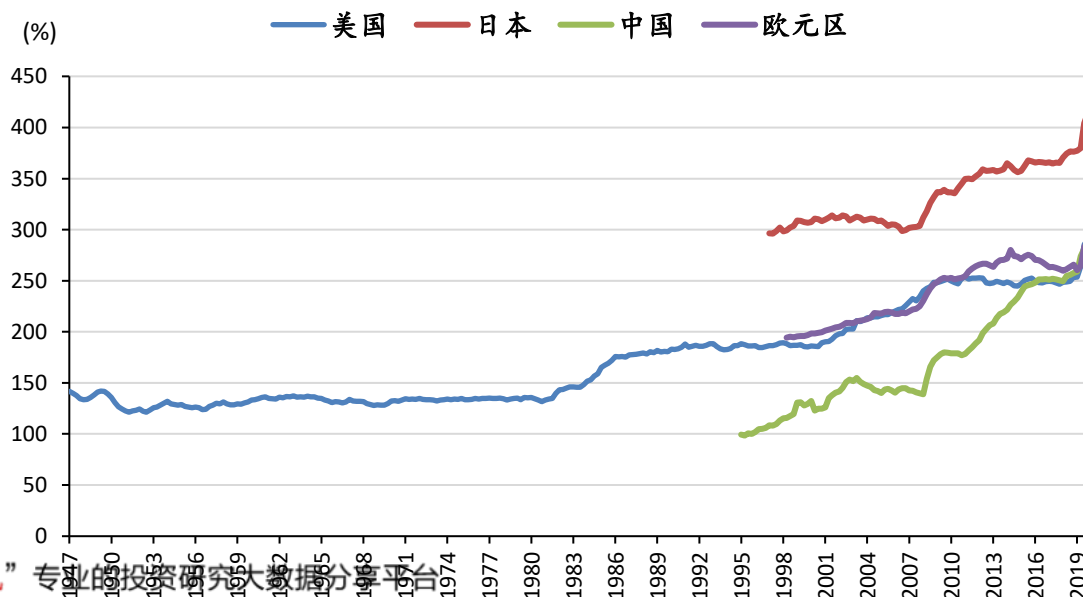
从长期宏观环境来看，全球面临高债务和中国老龄化进程，利率呈现易下难上的态势。从大类资产适应低风险偏好人群而言，高分红与已发行的首批REITs相比，股市分红收益率更高、流动性更好。从历史数据和股市风格来看，中证红利全收益过去10年收益率甚至超过沪深300全收益。短期来看，在PPI高位运行区间，高分红红利方向相较于A股有明显超额收益。重点关注银行、房地产、电力及公用事业以及煤炭。

宏观背景：高债务、老龄化，中长期利率易下难上

- 截止2020Q3，中美欧日四国和地区中，日本债务/GDP规模最高，达到413.6%，其次为美国290.2%，欧元区288.5%和中国285%。2020年，各国债务占GDP比重加速上升。
- 债务占GDP比重越高的国家，国债收益率通常越低。2016年后，日本10年期国债基准利率通常在0附近；1980年后，美国债务占GDP比重加速上升，与此同时，美国国债收益率开始下降区间。
- 我国人口结构变化可能给利率带来的潜在长期下行压力。由于我国债券市场发展时间较短，国债收益率的趋势性还不明显，大体呈现出区间震荡的走势。但考虑到我国人口红利逐渐兑现，劳动人口占比在未来可能持续回落，以及人口抚养比可能快速上升，未来人们对债券的投资需求可能会持续增加。因此，这一人口结构变化对利率的潜在长期下行压力值得关注。

中美欧日债务占GDP比重 (%)

我国各年龄段人口占比 (%)



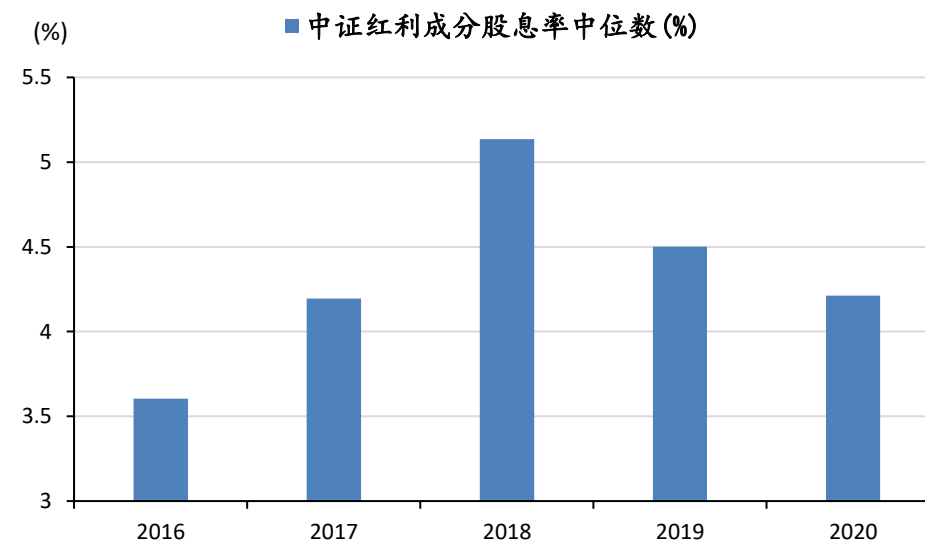
大类资产比较：中证红利收益率4%以上媲美REITs，流动性更好

- 与已发行的首批REITs相比，高股息标的具有流动性好、股息率相对较高、信息透明度高的优点。
- 《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》要求现金流分派率原则上不低于4%，首批REITs前两年的预计现金流分配了也基本在4%以上，与之对比，中证红利指数成分股近5年来股息率中位数也基本均在4%以上
- REITs封闭期较长，在二级市场的流动性小于股票，可能带来折价风险
- REITs净值额计算多是半年度或年度，不能实时跟踪底层资产状况，而股票收盘价每个交易日都是公开的，上市公司信息披露规则也较为严格。

首批REITs基金概览

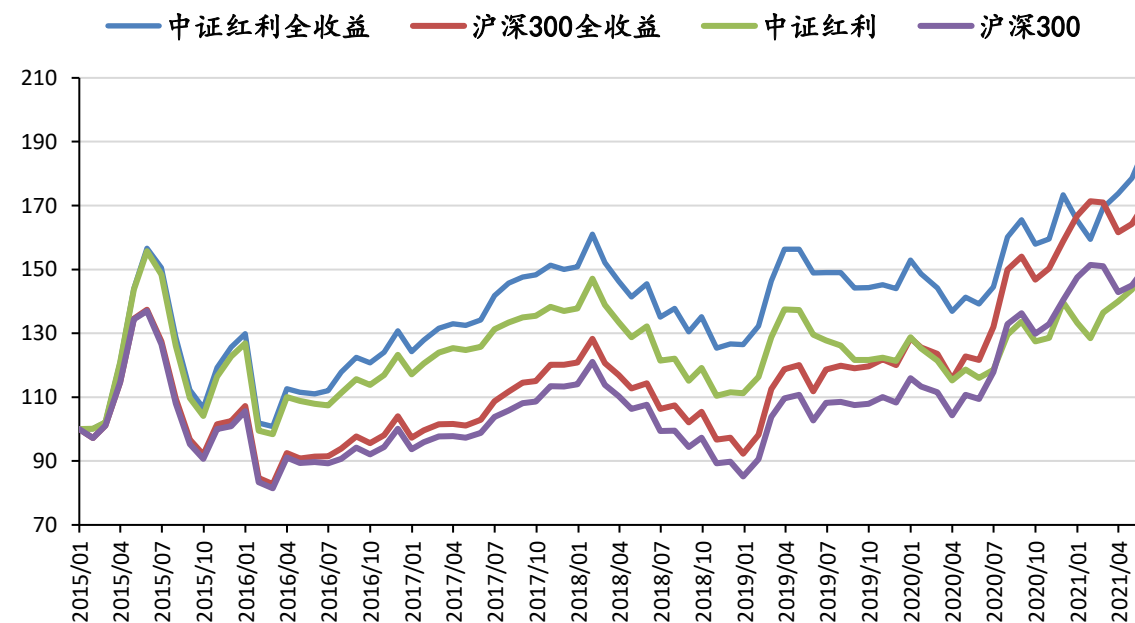
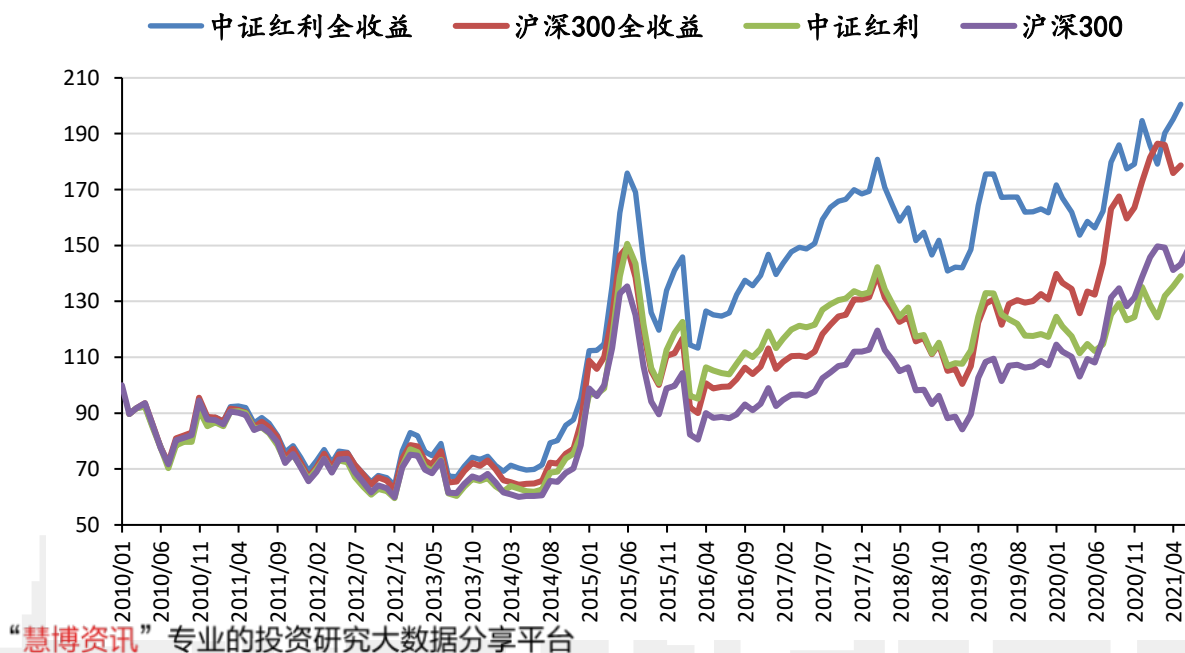
简称	基础设施项目类型	预计发行规模（亿元）	封闭期	净现金流分派率	
				2021	2022
蛇口产业园	产业园	22.3	50年	4.10%	4.16%
浙商证券沪杭甬高速REIT	收费公路	41.35	20年	10.10%	10.36%
首钢绿能	污染治理	12.49	21年	9.13%	8.17%
张江光大园REIT	产业园	14.7	20年	4.74%	4.11%
普洛斯仓储REIT	仓储物流	56.18	50年	4.45%	4.48%
东吴苏州工业园区产业园REIT	产业园	33.5	40年	3.12%	4.76%
富国首创水务REIT	市政设施	18.36	26年	8.74%	9.15%
广州广河	收费公路	86.74	99年	6.19%	7.20%
盐港REIT	仓储物流	17.05	36年	4.47%	4.75%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



大类资产比较：与沪深300收益率旗鼓相当，被忽略的“稳稳幸福”

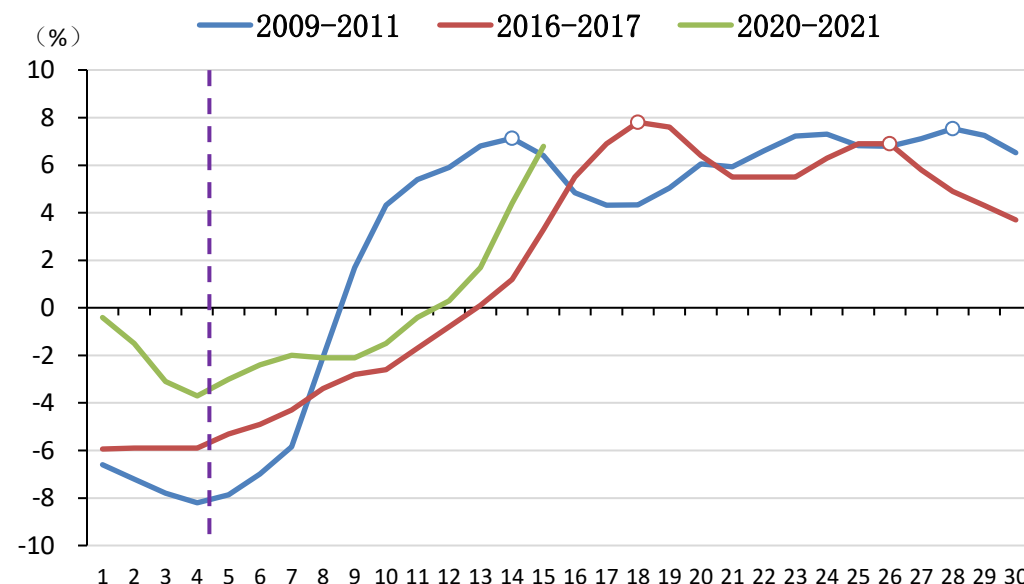
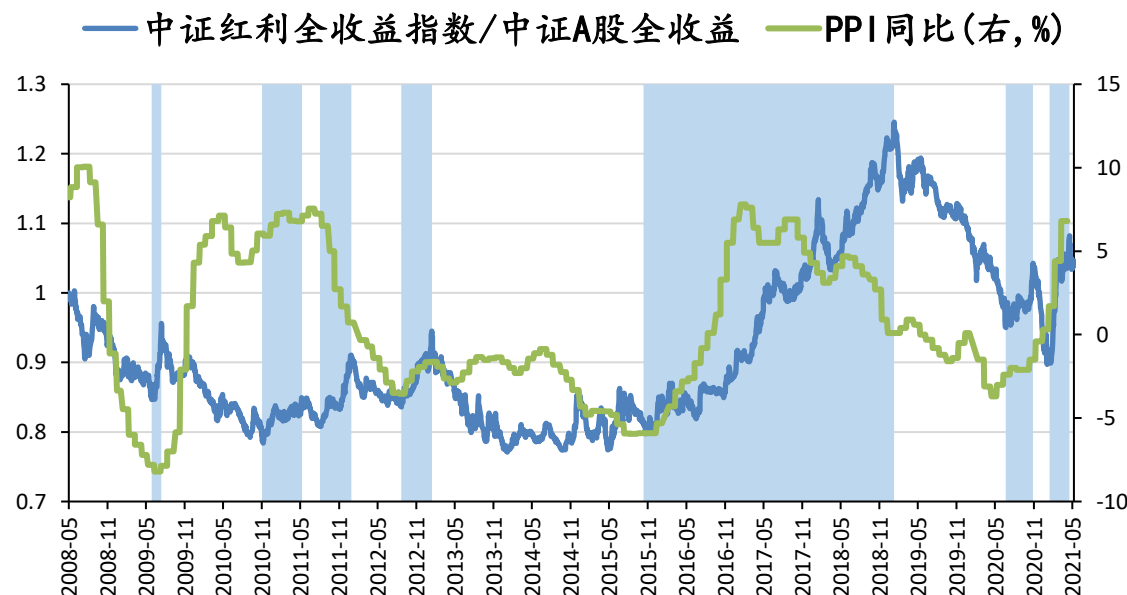
- 2010年至2020年，中证红利全收益指数的累计收益率为85.74%，沪深300全收益指数的累计收益率为81.57%。
- 以中证红利指数为例，2010.1-2021.5，中证红利全收益指数累计收益率为110%，其中分红贡献60%的收益，沪深300全收益指数累计收益率为86%，分红贡献43%的收益；
- 2015.1-2021.5，中证红利全收益指数累计收益率为87%，其中分红贡献43%的收益，沪深300全收益指数累计收益率为71%，分红贡献29%的收益。



历史比较：PPI高位运行，中证红利表现占优

- 中证红利成分中周期、金融地产占比超7成，其中周期占比43.42%，金融地产占比26.44%。
- PPI同比高位，意味着大宗价格在创阶段性新高的过程中，或者仍然维持在较高水平，此时经济尚处于复苏过程中，以银行为代表的金融板块业绩可能较好，同时周期股业绩也可能持续超预期，带动指数上涨，从而周期和金融地产成分占比较高的中证红利指数此时表现占优。
- 历史上2009-2011年、2016-2017年两次明显的PPI上行期，PPI同比到达高点后从来不是单一向下，而是在顶部波动，呈M顶形态。

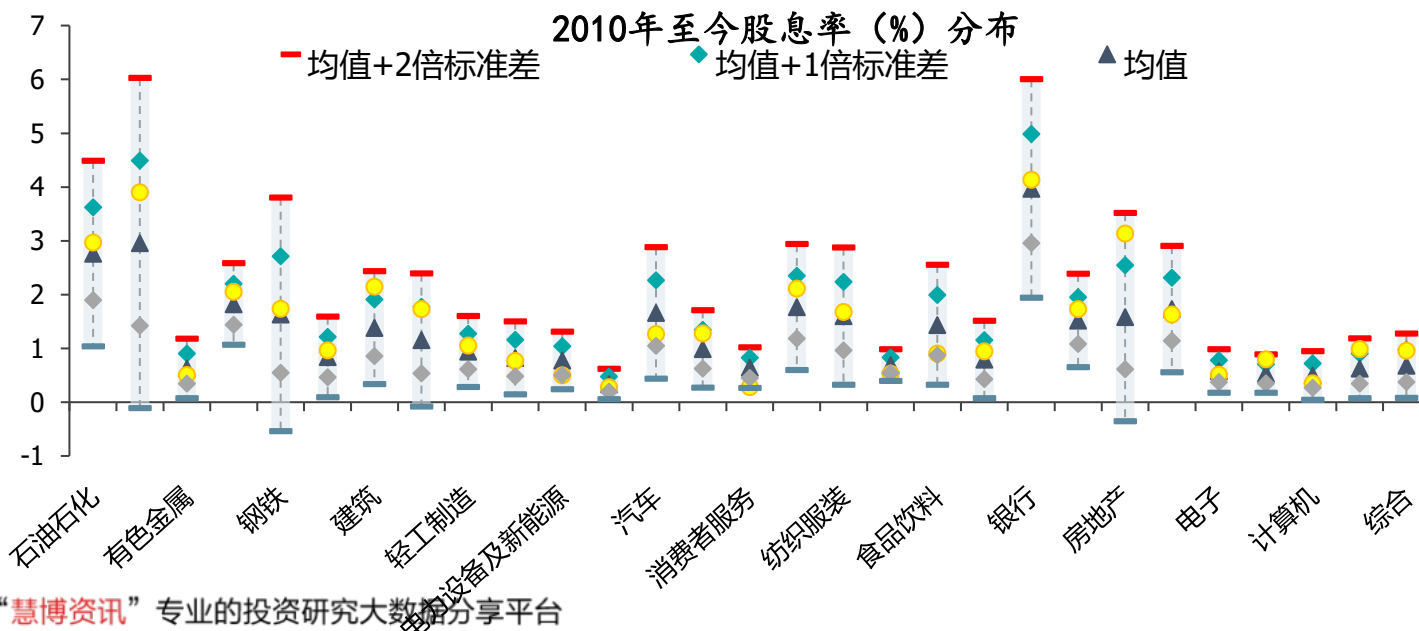
不同阶段下，PPI同比 (%)



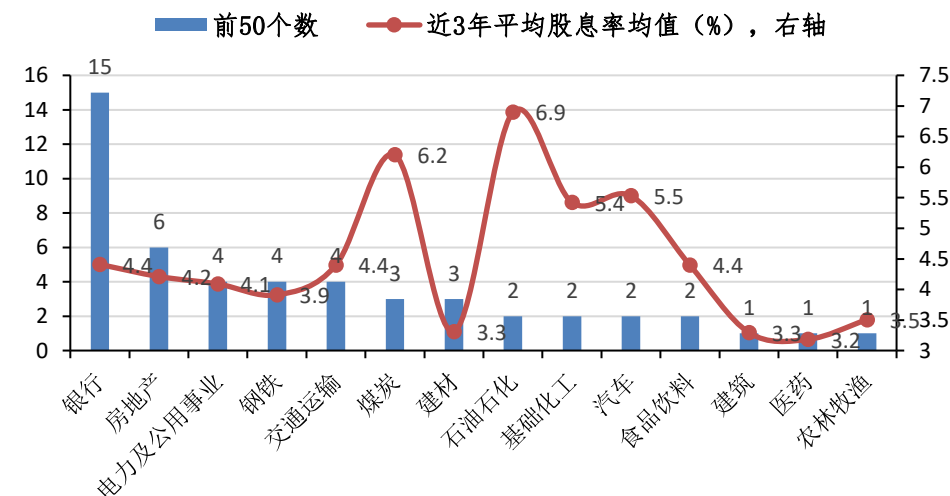
注：右图为三轮PPI同比快速上行期间，以PPI同比最低点往前倒推3个月为起点，向后看30个月内PPI同比的走势；蓝色线代表2009/4-2011/10期间PPI同比走势，最低点为2009/7，左M顶点为2010/5，右M顶点为2011/7；红色线代表2015/9-2018/3期间PPI走势，最低点为2015/12，左M顶点为2017/2，右M顶点为2017/10；绿色线代表2020/2至今PPI同比走势，最低点为2020/3。

高分红行业主要关注银行、房地产、电力公用、煤炭

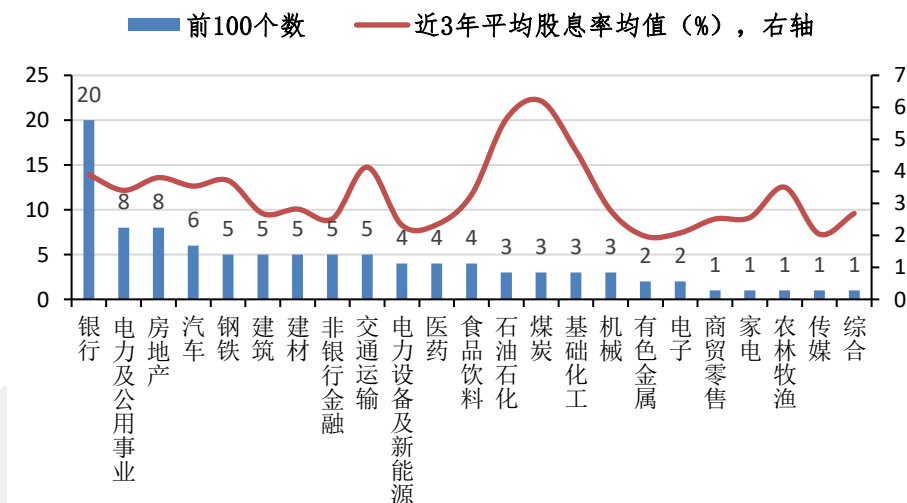
- 行业层面上，2010年以来TTM股息率均值居前的行业有银行、煤炭、石油石化、电力公用和家电，平均股息率分别达到了3.97%、2.96%、2.76%、1.82%和1.77%；当前TTM股息率较高的行业有银行、煤炭、房地产、石油石化及建筑，股息率为4.14%、3.90%、3.13%、2.97%和2.15%。
- 个股层面上，同时满足近3年股息率均值居前且市值位于A股前10%这两个条件的股息率排前50的个股中，标的行业主要分布于银行（15）、房地产（6）、电力公用（4）、钢铁（4）、交运（4）。在股息率排前100的个股中，标的数分布居前的行业有银行（20）、电力公用（8）、房地产（8）、汽车（6）。



“高股息50”个股的行业分布



“高股息100”个股的行业分布



“高股息50”组合名单

证券名称	行业名称	近三年股息率均值 (%)	估值 (倍)	证券名称	行业名称	近三年股息率均值 (%)	估值 (倍)
兖州煤业	煤炭	9.00	8.41	双汇发展	食品饮料	4.12	19.58
中国石化	石油石化	8.46	7.58	陕西煤业	煤炭	4.06	7.47
君正集团	基础化工	6.65	9.01	上海银行	银行	4.05	5.70
大秦铁路	交通运输	6.56	8.52	南京银行	银行	4.03	7.81
上汽集团	汽车	6.34	9.06	招商蛇口	房地产	3.93	7.42
交通银行	银行	5.70	4.62	宝钢股份	钢铁	3.83	10.64
北京银行	银行	5.56	4.78	兴业银行	银行	3.76	6.91
中国神华	煤炭	5.54	9.69	万科A	房地产	3.75	7.46
绿地控股	房地产	5.40	4.64	陆家嘴	房地产	3.74	11.16
上海石化	石油石化	5.35	13.15	江苏银行	银行	3.69	7.04
中国银行	银行	5.20	5.05	长江电力	电力及公用事业	3.69	16.80
金地集团	房地产	5.17	5.01	成都银行	银行	3.60	7.76
民生银行	银行	5.04	6.38	农业银行	银行	3.56	5.24
光大银行	银行	4.77	5.37	温氏股份	农林牧渔	3.51	14.65
浙能电力	电力及公用事业	4.77	7.54	海螺水泥	建材	3.36	7.21
工商银行	银行	4.74	5.86	浦发银行	银行	3.35	5.05
华域汽车	汽车	4.73	11.79	大唐发电	电力及公用事业	3.35	15.96
养元饮品	食品饮料	4.67	22.58	招商公路	交通运输	3.34	11.50
桂冠电力	电力及公用事业	4.55	17.70	中国建筑	建筑	3.29	4.24
中信银行	银行	4.55	5.13	华新水泥	建材	3.29	7.60
建设银行	银行	4.53	6.34	旗滨集团	建材	3.28	17.77
宁沪高速	交通运输	4.42	13.90	青岛港	交通运输	3.27	10.40
中信特钢	钢铁	4.35	17.96	保利地产	房地产	3.27	5.57
鞍钢股份	钢铁	4.25	12.88	华菱钢铁	钢铁	3.22	5.70
龙蟠佰利	基础化工	4.20	31.05	丽珠集团	医药	3.18	25.34

行业配置主线之三——出口关税受益链条

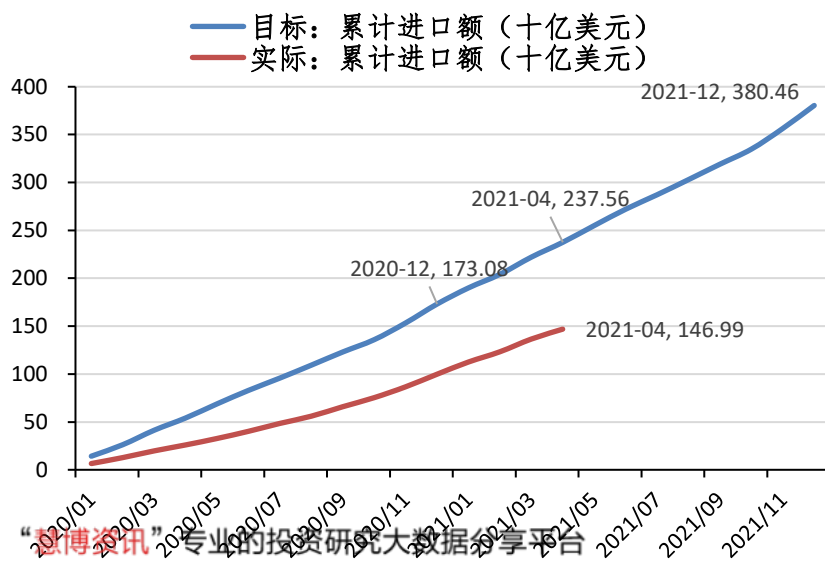
主线之三：出口关税受益链条。

降低关税符合中美两国共同利益，对经历疫情后，全球经贸往来和全球化起到积极促进作用。这也将是下半年A股市场行业配置一个重要变量和关注点。如果降低关税，一方面提振市场情绪，另一方面，此前增加关税的相关行业业绩有望得到修复，可重点围绕**机械设备、纺织服装、家电家居**等行业布局。

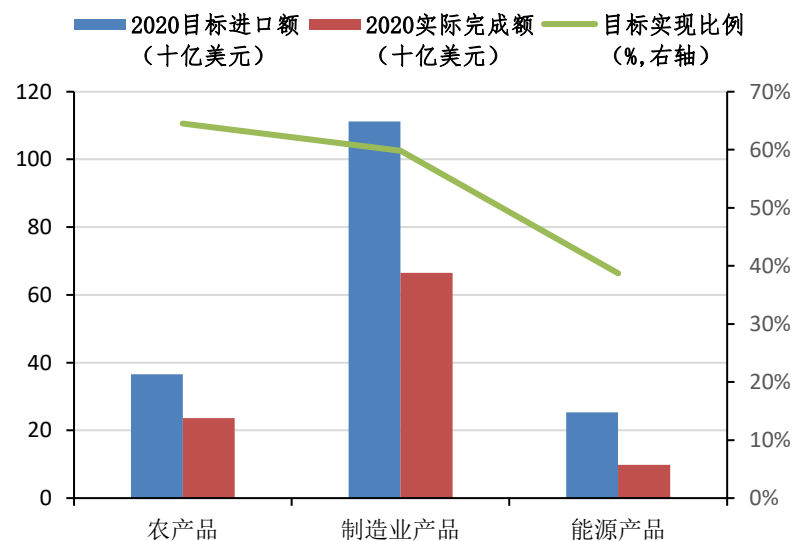
降低关税符合中美两国共同利益，是下半年行业配置重要关注点

- 按照协议，美方取消2019年12月15日对剩余1600亿美元自华进口商品加征关税，同时对2019年9月已加征的约1200亿美元商品的关税税率由15%降为7.5%，但继续保留对2500亿美元商品加征25%关税不变。作为交换条件，我们答应在2020-2021年增加自美购买与进口制成品、农产品、能源产品与服务，较2017年基准金额增加不少于 2000亿美元。目前我国进口完成的进度约60-70%。
- 降低关税对提高稳定出口，全球经贸往来，保持经济平稳发展起到重要意义。
- 美国目前对从中国进口的商品平均征收了19.3%的关税，对世界其他地区进口的商品平均征收了3%的关税，多数涨价成本都由美国消费者承担，降低关税有助于缓解美国通胀压力。

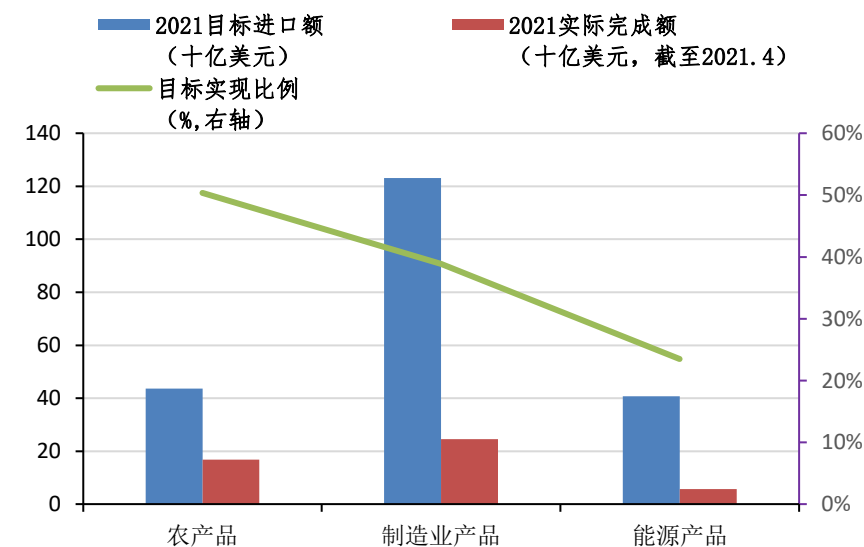
目标和实际累计进口额（十亿美元）



2020年商品目标进口与实际完成额（十亿美元）



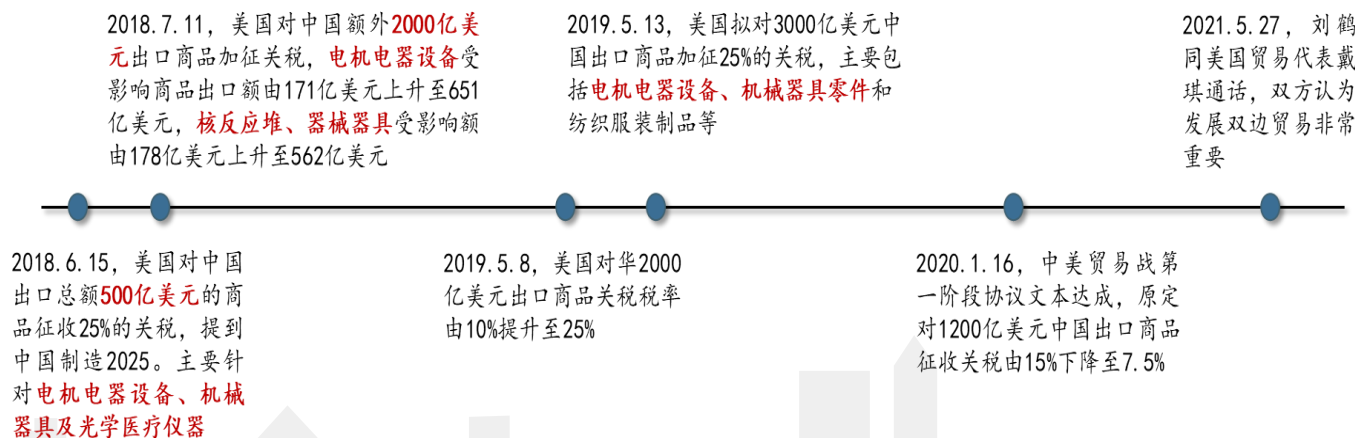
2021年商品目标进口与实际完成额（十亿美元）



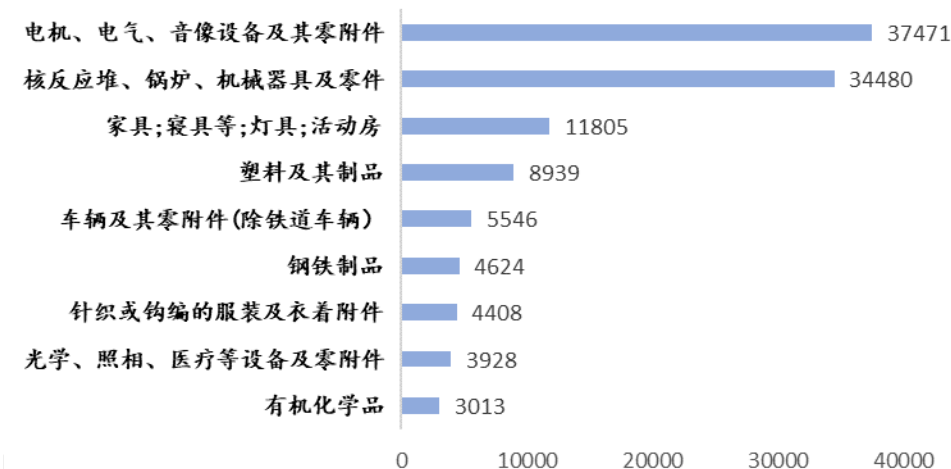
降低关税，围绕机械设备、纺织服装、家电家居等行业布局

- 2021年1月至4月，中国对美国出口商品金额较多的是机电类产品，金额占比达到44.6%，如电机、电气设备以及机械器具等；其次为杂项制品，金额占比13.2%，如后地产周期相关的家具和灯具等；纺织服装类总体金额占比为7.8%。
- 中美贸易摩擦发生以来，美国陆续对对中国商品进口总额中500亿美元、2000亿美元和3000亿美元加征关税，主要加税品种也集中在机电类产品
- 中美贸易摩擦若得到实质性缓解，市场情绪将得到较大修复，有利于风险偏好提升，利好成长板块，其次，关税得到减免的领域内，企业业绩有望迎来再度修复

中美贸易摩擦时间表



2021.1-2021.4中国对美国出口商品金额(百万美元)



主题投资

碳中和：政策加速落地，能源革命进行时

体育：多项赛事提上日程，体育大年持续催化

国企改革：建党百周年，国企改革三年行动迎来下半场

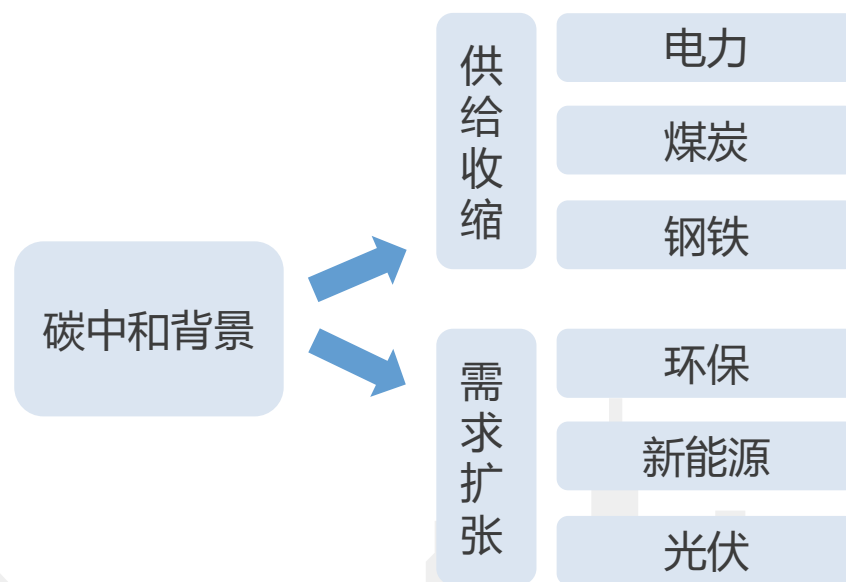
碳中和——政策加速落地，能源革命进行时

- “碳达峰-碳中和”政策逐步落地，助推能源革命开展。中国承诺努力争取“2030年前碳达峰，2060年前碳中和”，“碳中和、碳达峰”也成为“十四五”规划污染防治攻坚战的重要目标。当前发改委正抓紧编制2030年前碳达峰行动方案，“1+N”政策体系正加速成形。如拟于6月底前启动全国碳市场上线交易、出台金融支持举措、出台《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》等，持续利好碳中和板块。
- 建议关注受益于行业供给收缩的电力、煤炭、钢铁等板块；受益于行业需求扩张的环保、新能源、光伏等板块。

2021年以来碳中和相关会议和政策

时间	会议/政策	主要内容
2021.1.11	《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	以二氧化碳排放达峰目标与碳中和愿景为牵引，以协同增效为着力点，坚持系统观念，全面加强应对气候变化与生态环境保护相关工作统筹融合，增强应对气候变化整体合力，推进生态环境治理体系和治理能力现代化，推动生态文明建设实现新进步
2021.1.21	全国生态环境保护工作会	要编制实施2030年前碳排放达峰行动方案，加快建立支撑实现国家自主贡献的项目库，加快推进全国碳排放权交易市场建设，深化低碳省市试点，强化地方应对气候变化能力建设
2021.2.1	《碳排放权交易管理办法（试行）》	应对气候变化和促进绿色低碳发展中发挥市场机制作用，推动温室气体减排，规范全国碳排放权交易及相关活动，适用于全国碳排放权交易及相关活动
2021.2.8	2020年第四季度中国货币政策执行报告	下一阶段，央行将围绕绿色金融发展三大功能、五大支柱，完善绿色金融政策框架和激励约束机制，引导金融机构按照市场化原则支持绿色低碳发展，推动实现碳达峰、碳中和目标
2021.2.19	中央全面深化改革委员会第十八次会议	建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，统筹制定2030年前碳排放达峰行动方案，使发展建立在高效利用资源、严格保护生态环境、有效控制温室气体排放的基础上，推动我国绿色发展迈上新台阶
2021.2.22	国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见	加快基础设施绿色升级，构建市场导向的绿色技术创新体系，到2025年绿色低碳循环发展的生产、流通、消费体系初步形成。到2035年，绿色发展内生动力显著增强，绿色产业规模迈上新台阶，重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平，碳排放达峰后稳中有降
2021.3.12	政府工作报告	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，制定2030年前碳排放达峰行动方案。推动绿色发展，森林覆盖率达到24.1%。落实2030年应对气候变化国家自主贡献目标。单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低13.5%、18%

碳中和背景下的板块机会



体育——多项赛事提上日程，体育大年持续催化

- 受2020年疫情影响，多项大型体育赛事如欧洲杯、东京奥运会、残奥会等延期到2021年举办，叠加各单项世锦赛、全运会等赛事，2021年将成为体育大年。体育产业链围绕持续升温。围绕赛事的版权转播、体育营销、体彩销售及相关娱乐活动的需求增长，2020年对体育板块的压制因素逐步消退，体育板块有望迎来全面业绩复苏。
- 建议关注体育产业链，如赛事版权运营、体育传媒、体育娱乐、体育服饰等。

2021年下半年大型体育赛事日程

时间	事件
2021.6.11-7.11	欧洲足球锦标赛
2021.7.23-8.8	东京奥运会
2021.8.24-9.5	东京残奥会举办
2021.9.15-9.27	中华人民共和国第十四届运动会在陕西省举办
2021.10.22-10.29	中国第十一届残疾人运动会暨第八届全国特殊奥林匹克运动会在陕西省举办
2021.11.20-11.28	第三届亚洲青年运动会在汕头举行

国企改革——建党百周年，国企改革三年行动迎来下半场

- **国企改革行动计划成效显著。**2020 年政府工作报告提出：提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动（2020-2022）。2020年以来，中央企业在航空、电网、电力等垄断领域的混改取得实质性突破，基本面得到改善，2021Q1央企营收同比增速209.8%，高于非国有企业的94.41%，改革成效显著。
- 进入2021年，国企改革三年行动计划迎来下半场，又有“建党百周年”庆典持续催化情绪。未来国企混改、重组整合、国资监管体制改革等方面都将进入快速推进、实质进展的新阶段，落实十四五“深化国资国企改革”的中长期目标。**建议关注国企改革持续推进的军工、机械、钢铁、化工、交运等板块。**

国企改革“1+N”政策体系中部分政策

“1+N” 分类	文件
1	中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见
N：分类推进国有企业改革	关于国有企业功能界定与分类的指导意见（国资发研究〔2015〕170号）
	关于完善中央企业功能分类考核的实施方案（国资发综合〔2016〕252号）
N：完善现代企业制度	国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见（国办发〔2017〕36号）
	国务院办公厅关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知（国办发〔2017〕69号）
	金融机构国有股权董事议案审议操作指引（财金〔2019〕6号）
N：完善国有资产管理体制	国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见（国发〔2015〕63号）
	关于进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知（国资发法规〔2019〕117号）
N：发展混合所有制经济	中央企业混合所有制改革操作指引（国资产权〔2019〕653号）
	关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知（国资发考分规〔2019〕102号）

附录：重大事件表

时间	事件	相关板块
2021. 6. 2	鸿蒙操作系统及华为全场景新品发布会	消费电子
2021. 6. 3-6. 4	华为智慧金融峰会2021	金融、数字经济
2021. 6. 3-6. 4	2021年华为用户大会	数字经济
2021. 6. 7-6. 10	十三届全国人大常委会第二十九次会议在北京举行	——
2021. 6. 8	华为共赢未来5G+AR峰会	消费电子
2021. 6. 8	苹果全球开发者大会	消费电子
2021. 6. 16	普京和拜登在瑞士日内瓦举行会晤	——
2021. 6. 17	美联储议息会议	——
2021. 6	伊朗总统选举	地缘政治/军工、能源
2021. 6. 11-7. 11	欧洲足球锦标赛	体育
2021. 7. 1	青藏铁路通车15周年	西藏
2021. 7. 1	中国共产党成立100周年	——
2021. 7. 8-7. 10	2021世界人工智能大会	数字经济
2021. 7. 23-8. 8	东京奥运会	体育
2021. 7. 27-7. 28	美联储议息会议	——
2021. 8	2021 Jackson hole会议	——
2021. 8	达沃斯论坛预计在新加坡举办	——
2021. 8. 24-9. 5	东京残奥会举办	体育
2021. 8	韩国央行启动数字货币试验	数字货币
2021. 9	德国举行联邦大选	地缘政治/军工
2021. 9	日本主要执政党自民党举行总裁选举	地缘政治/军工
2021. 9. 5	香港第七届立法会选举	地缘政治/军工
2021. 9. 11	9.11事件20周年	地缘政治/军工
2021. 9. 15-9. 17	2021世界新能源汽车大会	新能源车
2021. 9. 15-9. 27	中华人民共和国第十四届运动会在陕西省举办	体育
2021. 9. 21-9. 22	美联储议息会议	——

附录：重大事件表

时间	事件	相关板块
2021.10	日本众议院任期届满，面临换届选举	地缘政治/军工
2021.10	伊拉克议会选举	地缘政治/军工、能源
2021.10	俄罗斯将发射该国首个月球探测器“月球25号”	航天军工
2021.10.1-2022.3.31	迪拜世博会举办	——
2021.10.15-10.24	中国进出口商品交易会	商贸零售
2021.10.22	红军长征胜利85周年	——
2021.10.22-10.29	中国第十一届残疾人运动会暨第八届全国特殊奥林匹克运动会在陕西省举办	体育
2021.11.1-11.12	英国将主办第26届联合国气候变化大会（COP 26）	环保
2021.11.2-11.3	美联储议息会议	——
2021.11.5-11.10	第四届中国国际进口博览会在上海举办	商贸零售
2021.11.20-11.28	第三届亚洲青年运动会在汕头举行	体育
2021.12.14-15	美联储议息会议	——
2021.12.11	中国加入WTO20周年	——
2021.12	苹果第二次发布会	消费电子
2021.12	资管新规过渡期结束	金融
2020四季度	华为将陆续推出子品牌汽车；阿尔法S华为 HI版汽车将开始小批量交付	智能驾驶、华为产业链
预计2021年召开	G7峰会	——
	G20峰会	——
未定时间	2021年底，英镑、欧元、瑞士法郎、日元以及1周和2个月美元的LIBOR将在2021年12月31日之后停止公布	——
	2021年下半年，百度李震宇称Apollo自动驾驶将迎来量产高峰，每个月都会有一款新车上市	智能驾驶
	2020年11月中国表态将积极考虑加入《跨太平洋伙伴全面进展协定》（CPTPP）	——
	区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）预计2021年底批准	——
	日本众议院换届选举	地缘政治/军工
	中日韩自贸协定谈判	——
	Facebook稳定币项目Diem计划试点推行	数字货币
	国产28nm芯片产线落地	国产替代

风险提示

美债收益率的上行对全球股市波动、拜登加税美股动荡风险外溢、中美大国博弈、信用债与流动性风险等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深证成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台