

决胜科创

——A股市场半年度展望

分析师：张启尧

执业证书编号：S0680518100001

2021.06.09

- 海外：Taper在接近，但无系统性风险
- 国内：下半年进一步宽松空间有限
- 资金：从增量入场到存量博弈
- 展望：走出“舒适区”，寻找高增速
- 结构：决胜科创

一、海外：Taper在接近，但无系统性风险

全球疫情改善，经济持续回暖

但全球性通胀风险也在显现

全球流动性已经过剩

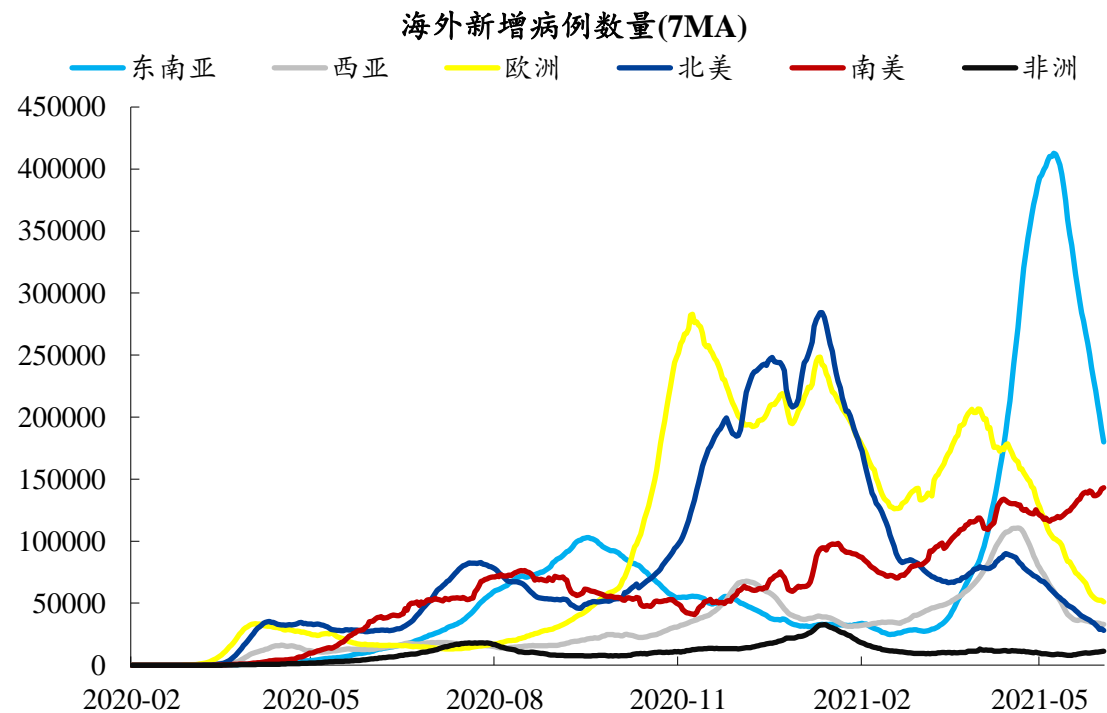
美联储将逐步进入Taper节奏

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

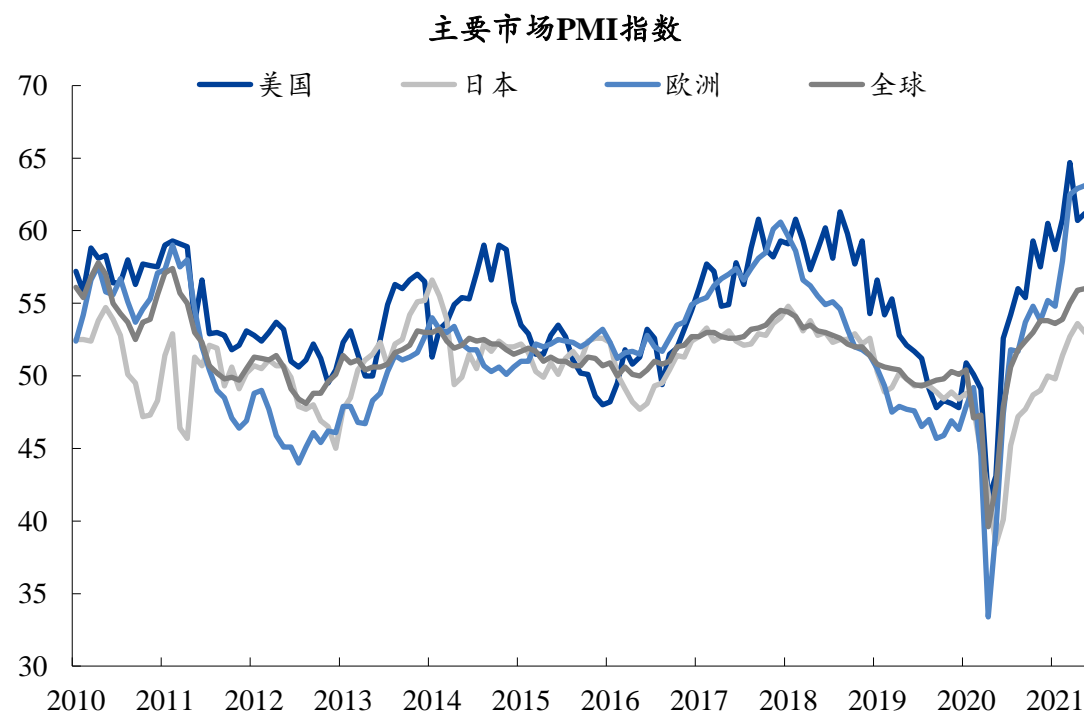
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- 今年1月以来，随着疫苗面世并加速接种，美欧疫情显著改善。
- 与此同时，美国、日本、欧洲等主要经济体PMI指数持续走高，其中美国制造业PMI已连续12个月处于枯荣线上。

图表1：5月以来，海外新增病例数量显著回落

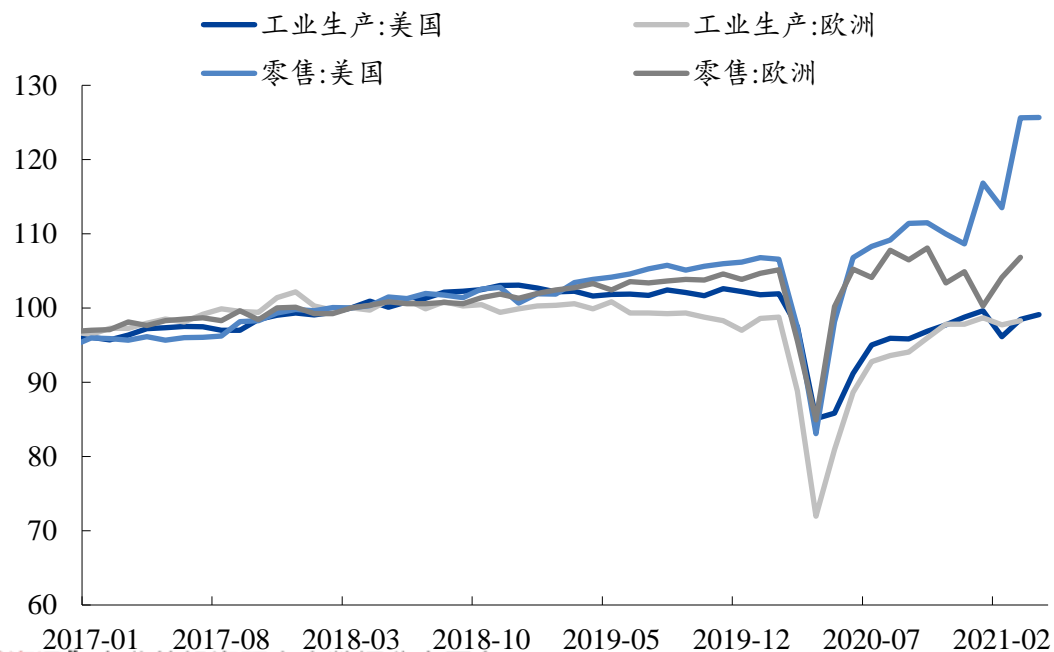


图表2：全球经济持续回暖

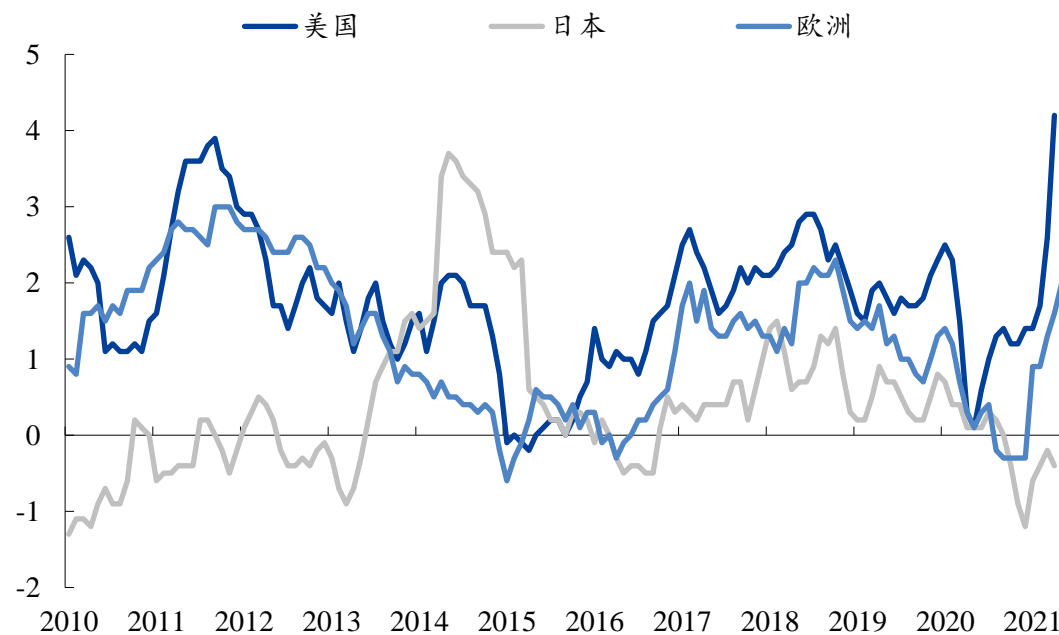


- ❑ 美欧史无前例的大放水、超低的利率环境，以及包括直接向居民、企业直接发放救助金在内的大规模财政刺激，已带动消费需求快速回暖，甚至超过疫情前水平。
- ❑ 与此同时，生产端的东南亚、南美等地区在疫苗接种、疫情治理上远逊于消费端的美欧发达市场，供需错配严重。叠加大放水，带动物价快速上行。
- ❑ 美国4月CPI同比4.2%，创2008年全球金融危机以来新高，且5月预计仍将继续大幅向上。核心CPI同比3%，也创1995年以来新高。

图表3：美欧消费需求显著修复(2017.12=100)

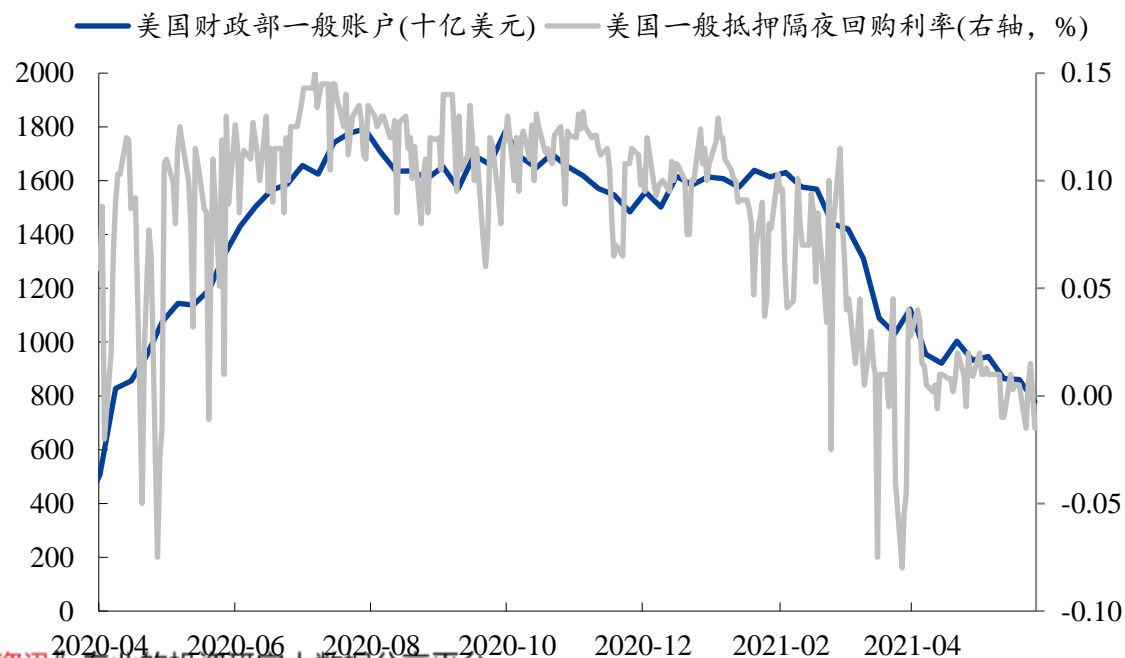


图表4：美欧CPI正快速上行，%

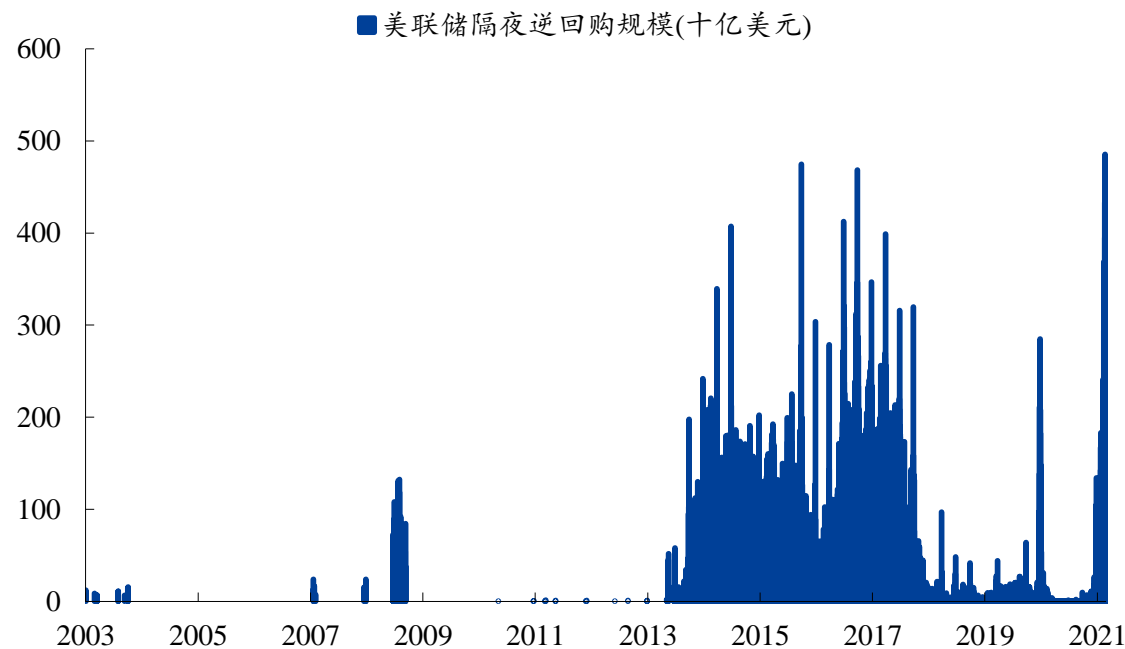


- 当前，海外尤其是美国流动性已经过剩。伴随去年3月以来持续的量化宽松，叠加近期由于债务上限即将恢复、向纳税人拨付疫情纾困资金等原因导致美国财政存款加速“泄洪”，以及当前美国居民历史最高的储蓄率，共同带动当前美国市场流动性陷入过剩状态，隔夜回购利率一度为负。
- 为避免短期利率失控，美联储被迫启用逆回购工具，继3月将隔夜逆回购的交易对手限额从300亿美元上调至800亿美元，5月27日隔夜逆回购规模已升至4853亿美元，突破2015年底历史记录。

图表5：财政存款“泄洪”加剧美国流动性过剩

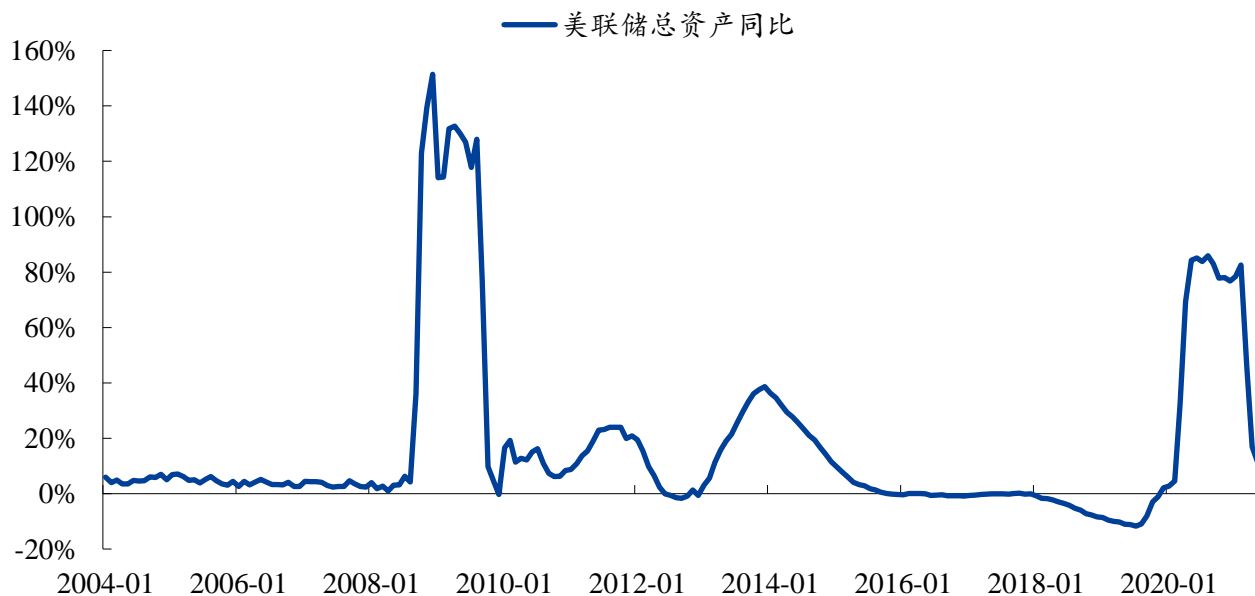


图表6：近期美联储隔夜逆回购规模创历史新高



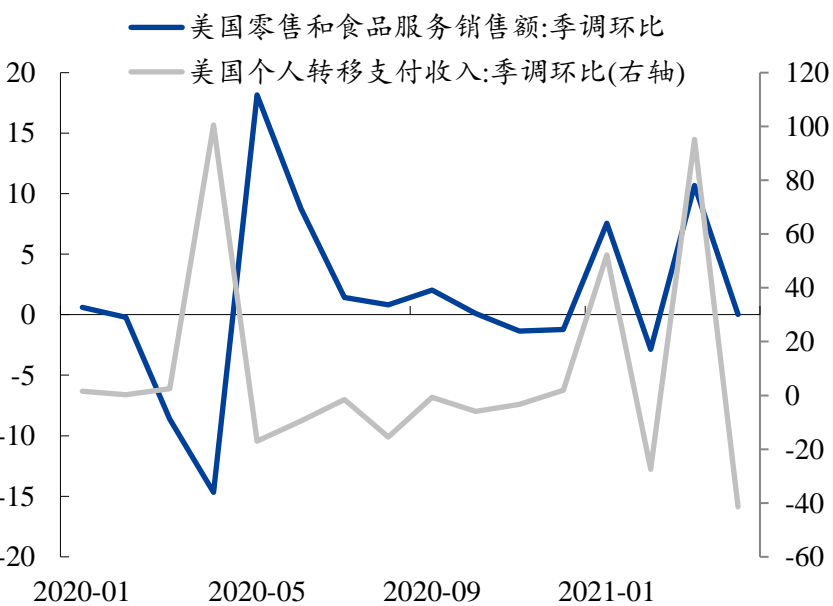
- 事实上，以量化宽松为主导的货币宽松，在很大程度上是通过释放大量流动性，维稳金融市场。
- 但对比来看，本轮全球衰退的症结在于疫情导致经济迟迟难以恢复正轨。对于资本市场，除了对基本面的冲击，主要是疫情带来的阶段性恐慌情绪导致资产价格暴跌、市场集中抛售导致的流动性挤兑。整体来看，对金融市场的破坏力和持续性远不及2008年国际金融危机。这意味着，本轮货币宽松在力度和时间上本便应逊于2008年那轮。
- 而行至当前，全球资产价格已显著修复，市场流动性极度充裕，美股三大指数更连创新高，量化宽松的必要性已在下降。叠加美国经济已在持续复苏、通胀压力快速显现。我们认为，下半年美联储便将逐步进入Taper轨道。

图表7：从相对量上，本轮货币宽松不及2008年



- 一方面，尽管美国经济已显著复苏，但本轮美国经济的修复基础仍不稳固。在很大程度上依托于超低利率环境下地产、汽车市场繁荣，以及大规模财政刺激对居民消费的支撑。
- 但当前，三轮一次性的支票刺激已过，每周300美元的失业救济也将于9月6日结束，且当前已由一半的州将提前结束发放。美国居民商品消费面临回落。
- 这导致宽松政策难以快速抽离，整个Taper过程可能类似2010-2014，在经济复苏放缓时随时可能重启宽松。

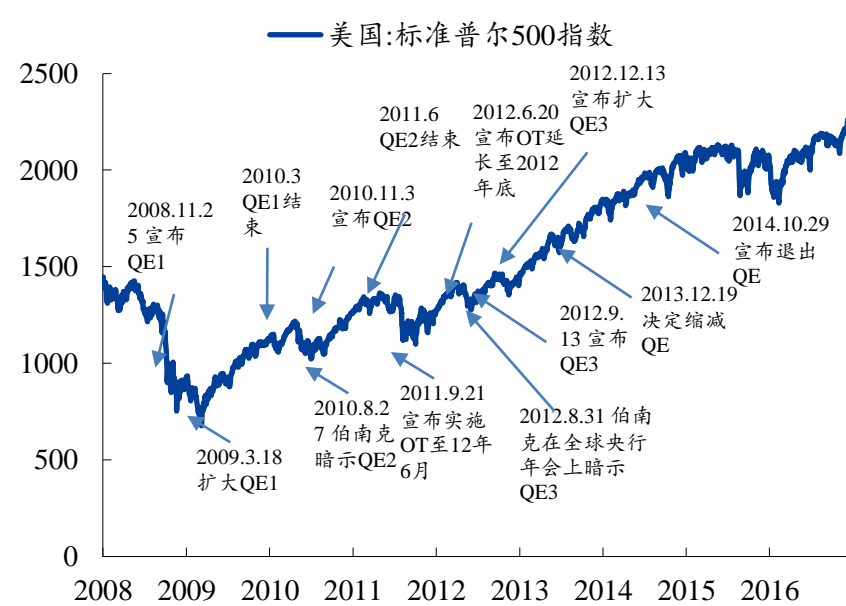
图表8：美国消费修复很大程度依托于财政刺激，%



图表9：9月6日联邦政府停发失业救济补助前提前结束失业救济的州

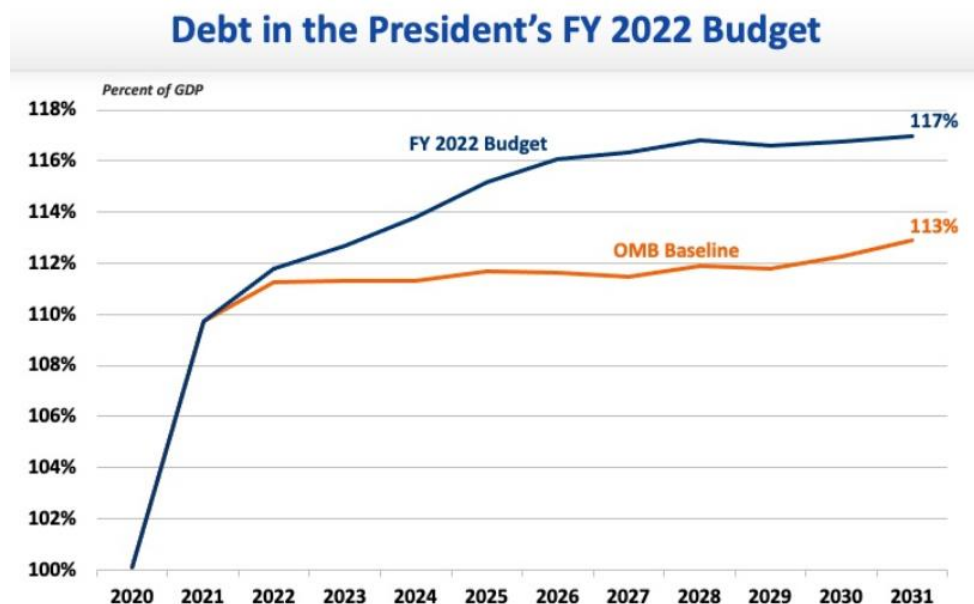
时间	结束失业救济的州
6月12日	阿拉斯加、爱荷华、密西西比、密苏里
6月19日	阿拉巴马、爱达荷、新罕布什尔、北达科他、西弗吉尼亚、怀俄明
6月26日	阿肯色、佛罗里达、乔治亚、俄亥俄、俄克拉荷马、南达科他、德克萨斯、犹他
6月27日	蒙大拿州
6月30日	南加利福尼亚
7月3日	马里兰、田纳西
7月10日	亚利桑那
7月19日	印第安纳

图表10：金融危机后，美股走势与美联储宽松节奏

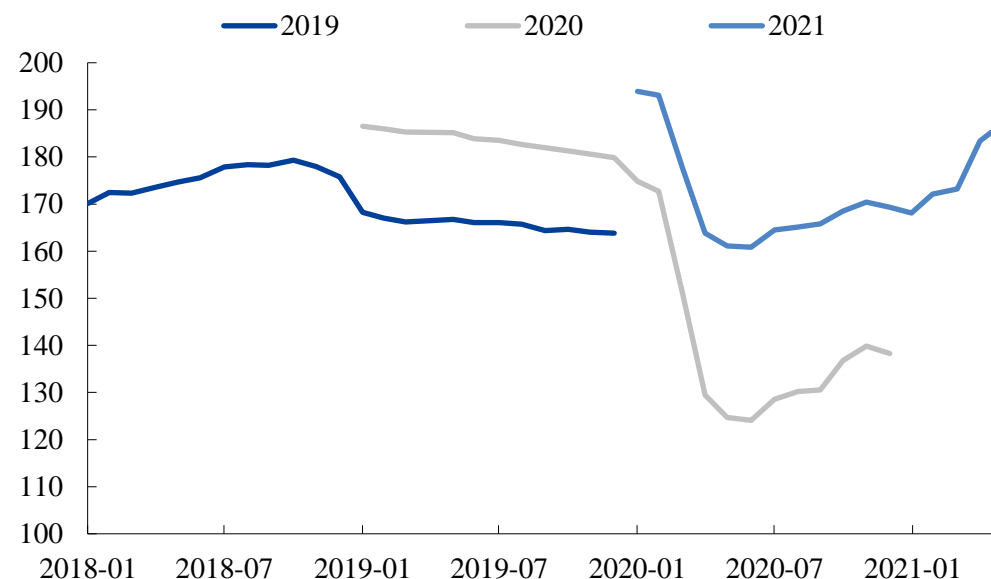


- 另一方面，拜登政府推动的政策刺激计划将持续托底。
- 与此同时，伴随经济复苏、企业盈利修复，基本面的改善将成为美股最有力的支撑力量。根据彭博预测，2021年标普500指数EPS将较2020年出现35.5%的修复，较2019年也有14.4%增长。

图表11：拜登财政刺激下，美国债务仍将扩张



图表12：标普500指数预测EPS



- 当前全球疫情仍在改善，经济持续回暖；
- 但去年以来美欧以需求为导向的刺激政策，叠加疫苗分配、疫情治理上的不对称带来的生产修复滞后。供需缺口进一步扩大，并逐渐酝酿全球性通胀风险；
- 当前海外尤其是美国流动性已经过剩，美联储可能已经到了开启Taper的时候；
- 但不必过度担忧美联储Taper：若美国经济复苏强劲，叠加拜登财政刺激计划推进，推动美国企业基本面持续修复，将对美股形成强力支撑，类似13-15年；若美国经济复苏不达预期甚至再度陷入衰退，则美联储将大概率重启宽松，类似2010年3月结束QE1后，又于8月启动QE2；
- 因此不管哪种情形，美股乃至全球市场出现系统性风险的概率较小。

二、国内：下半年进一步宽松空间有限

年初以来，经济复苏预期有所放缓

同比增长高点过后，经济韧性大概率持续

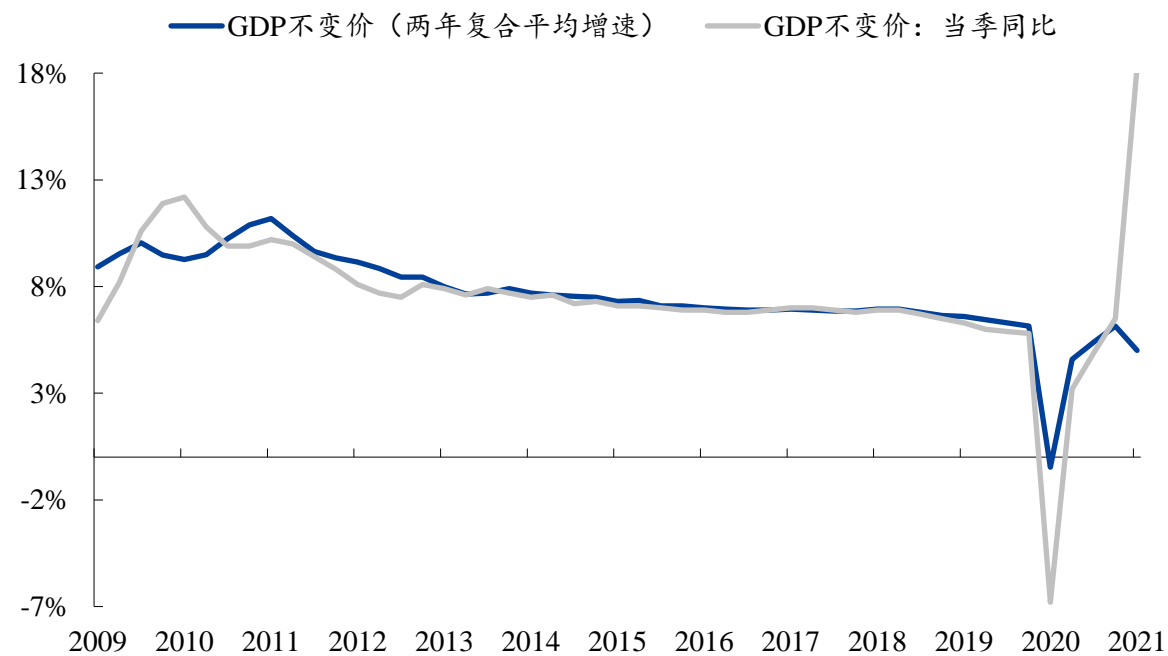
PPI预计在年中触顶，但三季度可能仍在高位维持

当前可能已是全年最宽松的时候，下半年货币进一步放松的空间有限

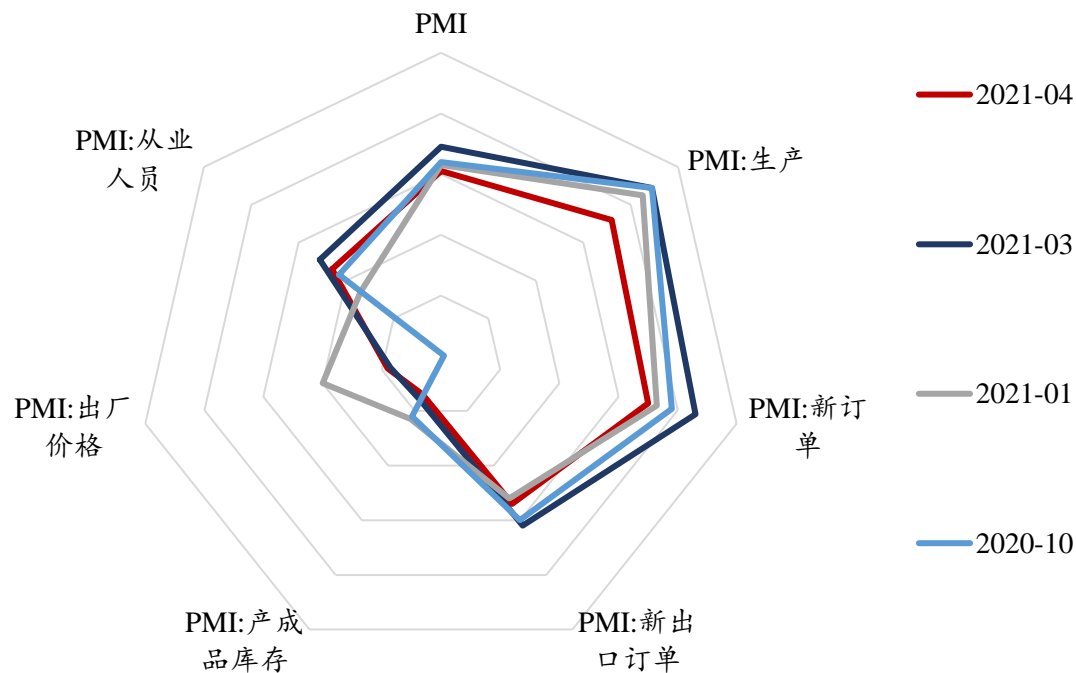
年初以来，经济复苏预期有所放缓

- 剔除基数扰动后，2021年一季度实际GDP增长并未提速。
- PMI结构图自去年11月之后便停止回升，2021年前4个月各分项指标均有所收缩。
- 综合制造业PMI和工业产出等表现，经济复苏斜率自年初以来有所放缓。

图表13：剔除基数后，2021年一季度GDP增长并未提速

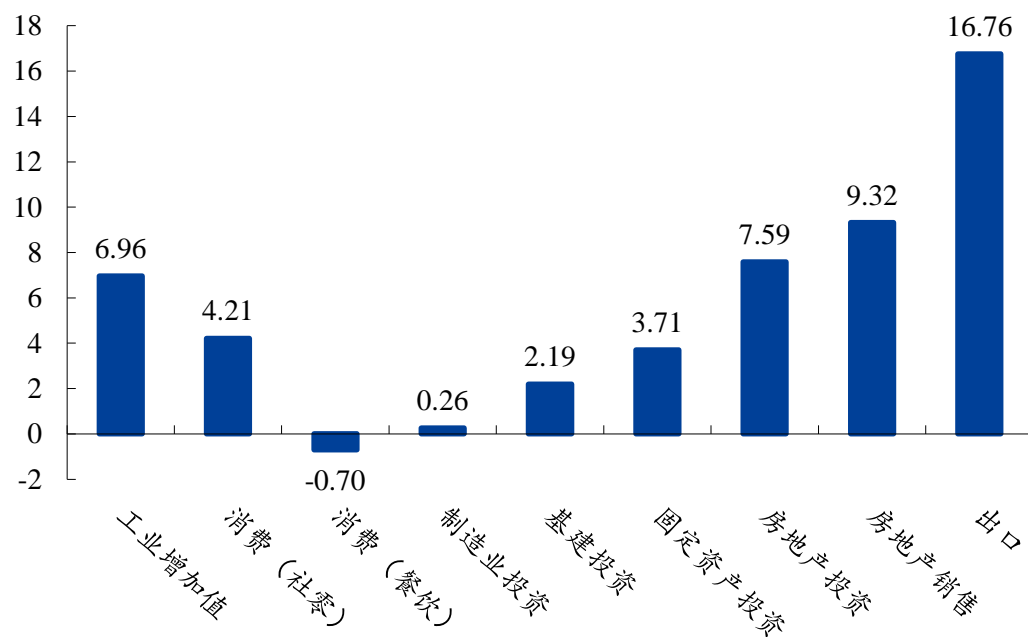


图表14：年初以来制造业PMI逐月收缩

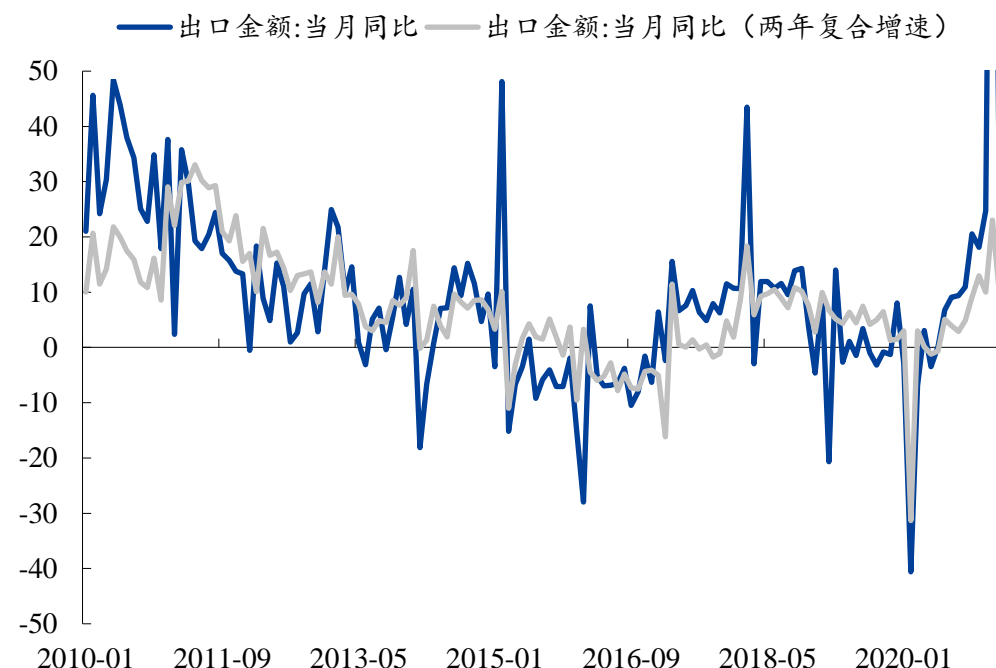


- 比较各项经济指标2021年前4个月相较2019年同期的复合增长率，虽然能看到消费、制造业的改善，但经济动能整体呈现出内弱外强的特征，恢复更多仍然依赖于地产、出口的双轮驱动；
- 去年下半年以来，出口增速持续显著偏强，即使今年4月基数提升背景下，出口增速依然处于上行趋势；全球贸易恢复以及新兴市场需求改善是出口持续超预期的主因。

图表15：各分项相比于2019年复合增长率，%

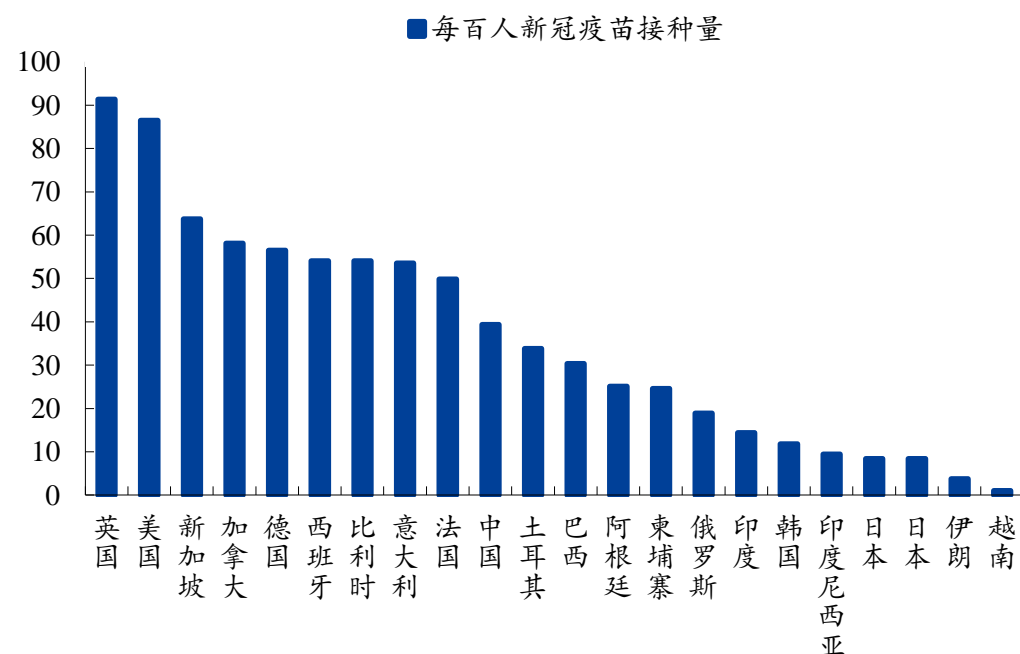


图表16：去年下半年以来，出口增速持续显著偏强，%



- 本轮信用扩张顶部出现于2020年末，按照信用到实体的传导关系，今年年中将见到本轮经济同比增长的高点；
- 但下半年经济总体环境不差，宏观基本面韧性仍在：考虑到全年贸易回暖，以及疫苗接种不均衡，外需景气仍会保持；内部制造业投资在盈利、需求改善拉动下有望继续发力；服务型消费改善尚有很大的空间，而财政后置下基建支出也存在加码空间。

图表17：疫苗接种不均衡-供需缺口-出口景气的逻辑仍在继续，剂次



图表18：制造业投资改善有望延续至四季度



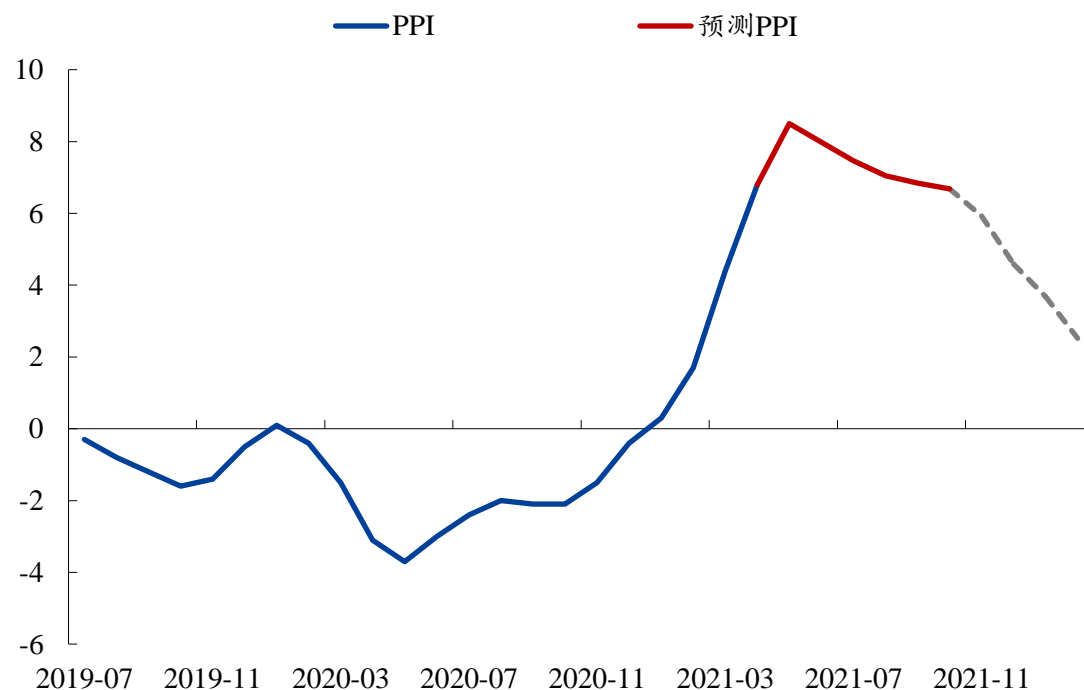
PPI预计在年中触顶，随后维持偏强震荡

- 根据先行指标走势，可以预计PPI上行临近高点，年中顶部或将达到8-9%；
- 本轮PPI快速拉升与09-10、16-17年较为类似，均伴随外部冲击后的需求修复以及全球流动性泛滥；
- 参考以往经验以及本轮内外经济特征，预计PPI筑顶后将维持1-2个季度的偏强震荡，下半年同比区间可能在5-7%之间。

图表19：信用周期拐点领先PPI半年

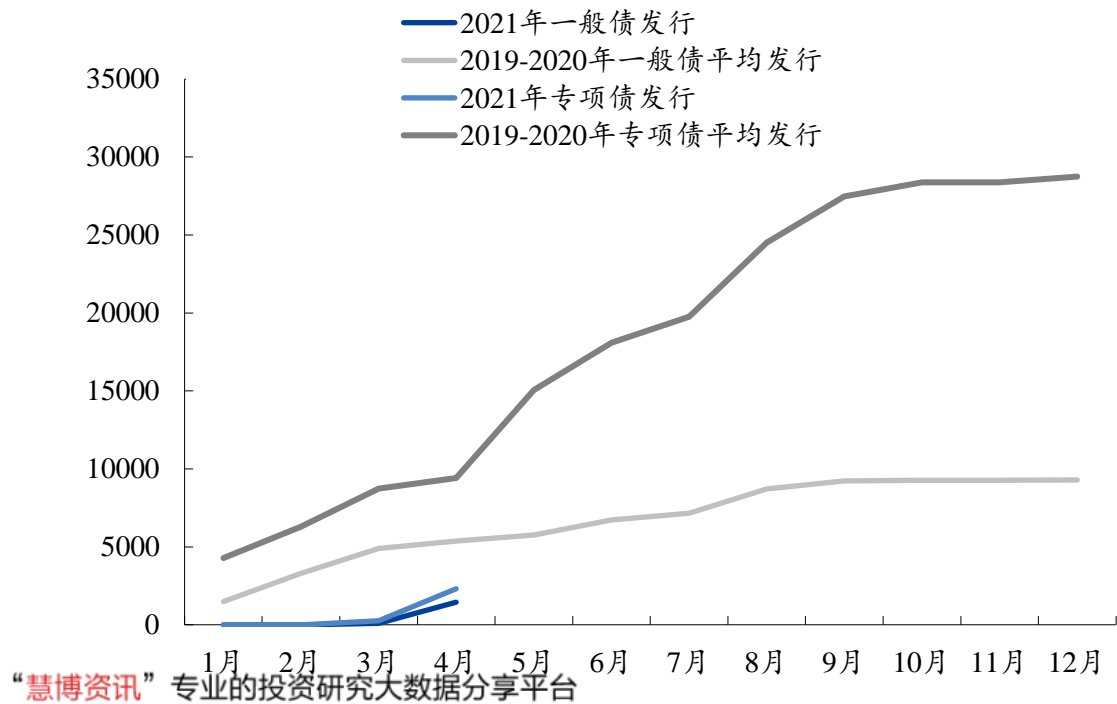


图表20：PPI筑顶后预计维持偏强震荡

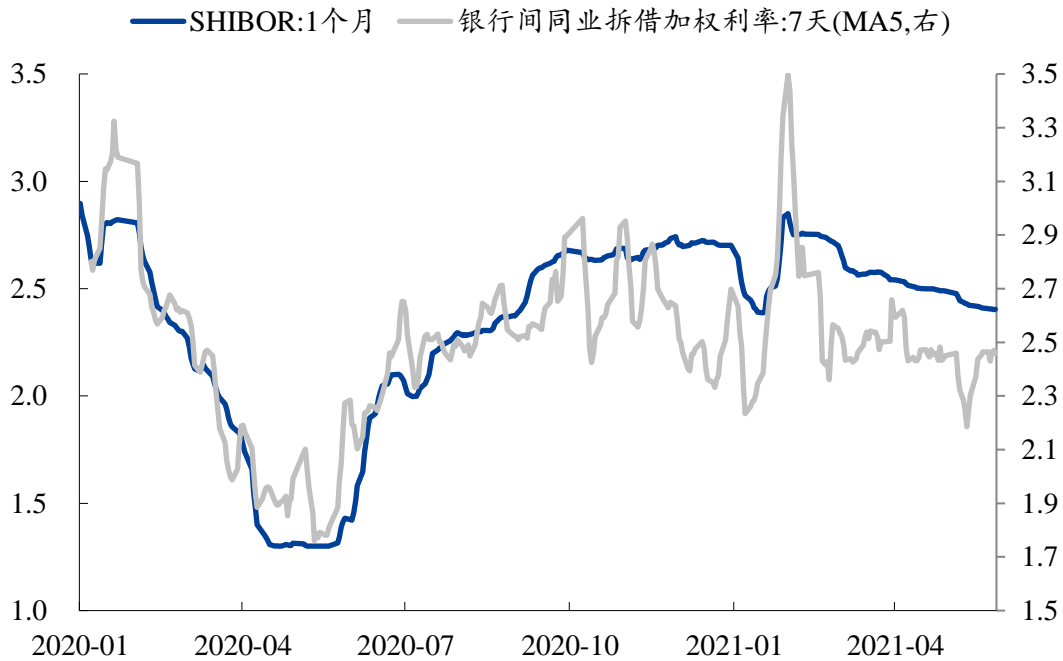


- 2021年二季度以来，国内短端流动性再度趋松，助推了国内股债双牛行情；
- 货币面宽松源于多重因素，包括财政发力迟缓、国际流动性外溢、人民币升值等；
- 自春节前后货币阶段性收紧后，资金价格再度趋于下行，银行间市场利率一度回落至去年疫情期间水平。

图表21：政府债发行迟缓，带来货币条件持续宽松，亿元



图表22：短端资金价格已经回落至疫情水平，%

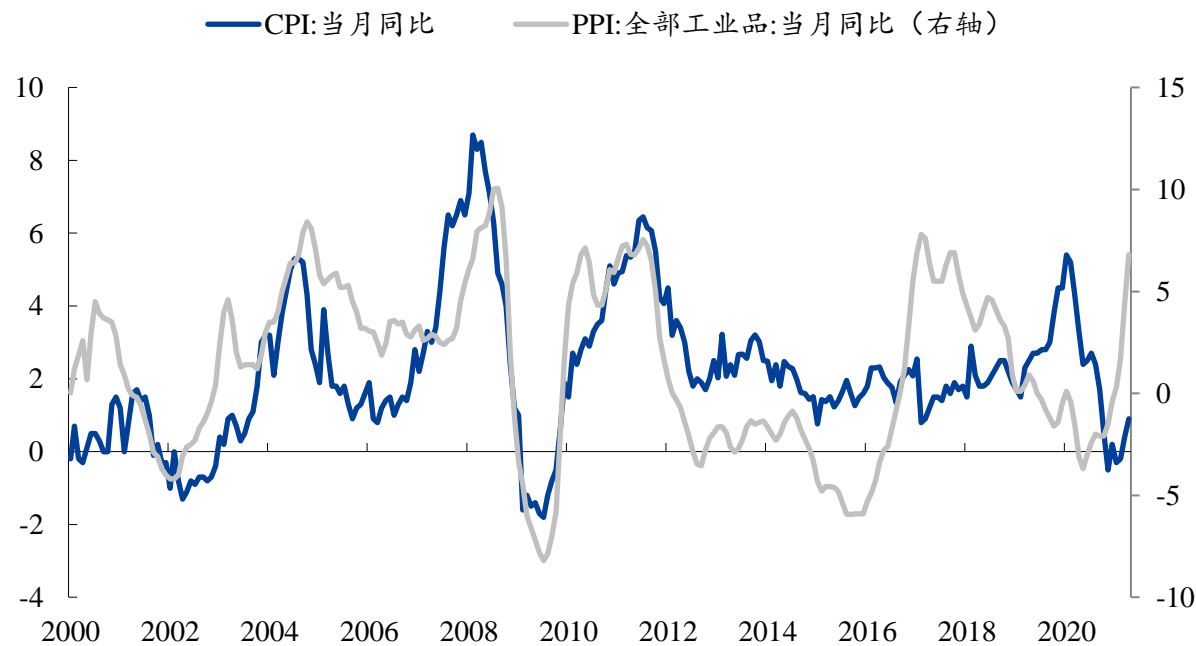


- 一方面，随着海外逐步开启Taper进程，中美利差或进一步收敛，国内当前享受的海外流动性外溢也可能退潮。
- 另一方面，PPI高位徘徊、经济韧性维持，也将制约货币政策进一步放松的空间。

图表23：当前中美利差仍处在历史极高水平，%



图表24：通胀压力也制约货币政策空间，%



- 剔除基数扰动后，2021年年初以来，经济实际复苏已经开始由快转缓；
- 经济动能整体呈现出内弱外强的特征，恢复更多仍然依赖于地产、出口的双轮驱动；
- 本轮经济扩张接近顶部，但下半年经济总体环境不差，宏观基本面韧性仍在；
- 预计PPI筑顶后将维持1-2个季度的偏强震荡，下半年同比区间可能在5-7%之间；
- 2021年Q2国内流动性再度趋松，源于财政发力迟缓、国际流动性外溢、人民币升值等多重因素；
- 当前可能已是全年最宽松的时候，下半年货币进一步宽松的空间有限。

三、资金面：从增量入场到存量博弈

二季度基金发行降温，基金赎回潮并未发生

险资整体减仓，入市节奏放缓

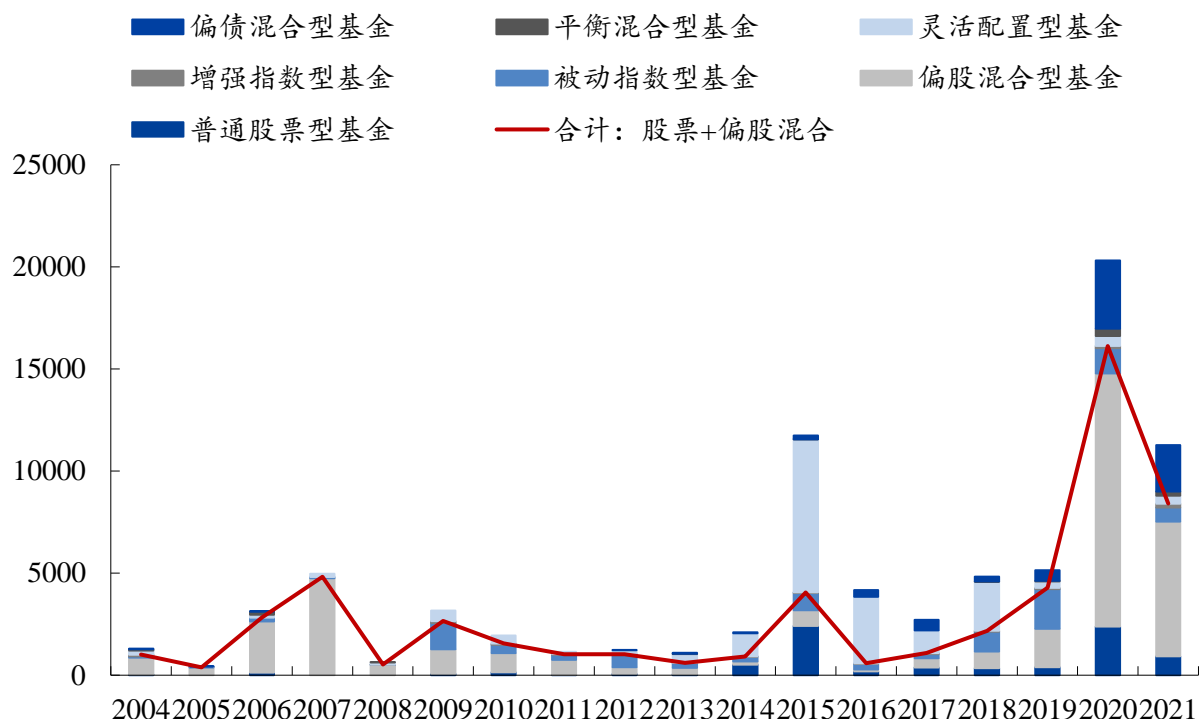
外资配置盘稳定流入，交易盘大进大出

保险、养老、社保、年金维持平稳

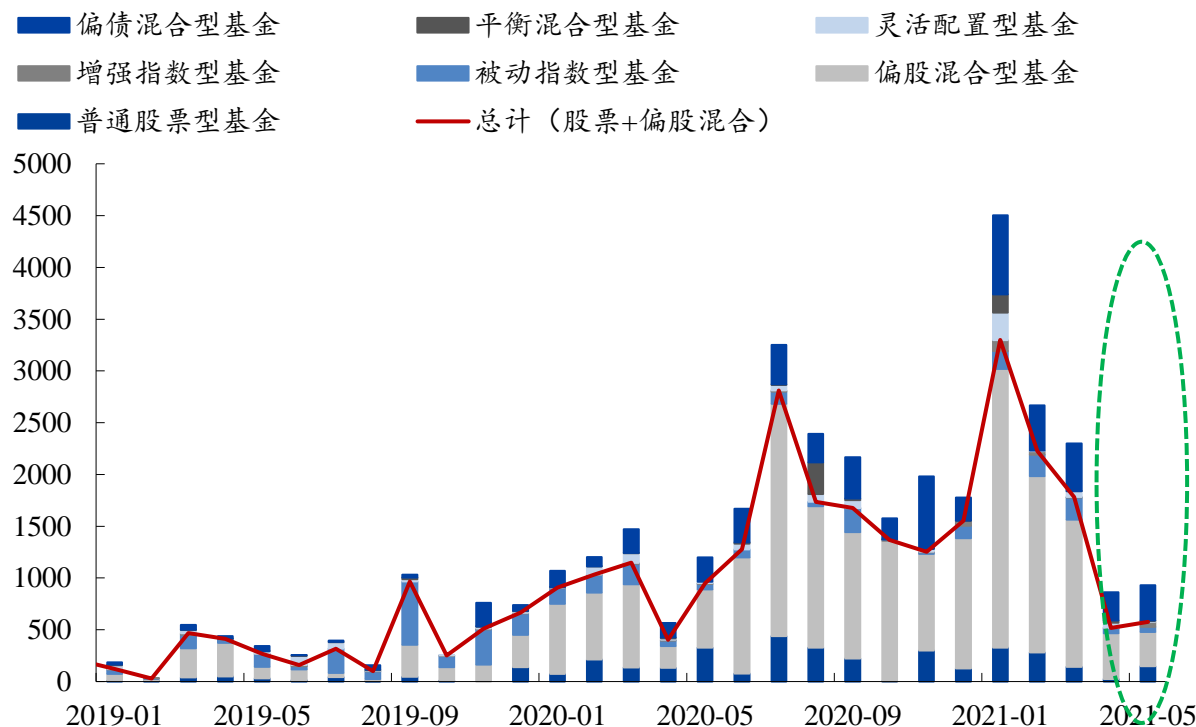
二季度以来基金发行降温

- 今年前5月新发偏股基金过万亿，一季度贡献9500亿规模。继2020年全年偏股基金发行2万亿创下历史最高后，今年前5月偏股基金（股票型+混合型）共发行11263亿元，再度超过万亿。
- 但二季度以来公募基金发行腰斩，基金入市放缓。一季度基金天量发行后，4月和5月发行规模不足千亿，分别是863亿和930亿。随着基金发行常态化，我们预计下半年仍有望维持单月千亿发行规模。

图表25：2004年至2021年5月偏股基金年度发行份额，亿份



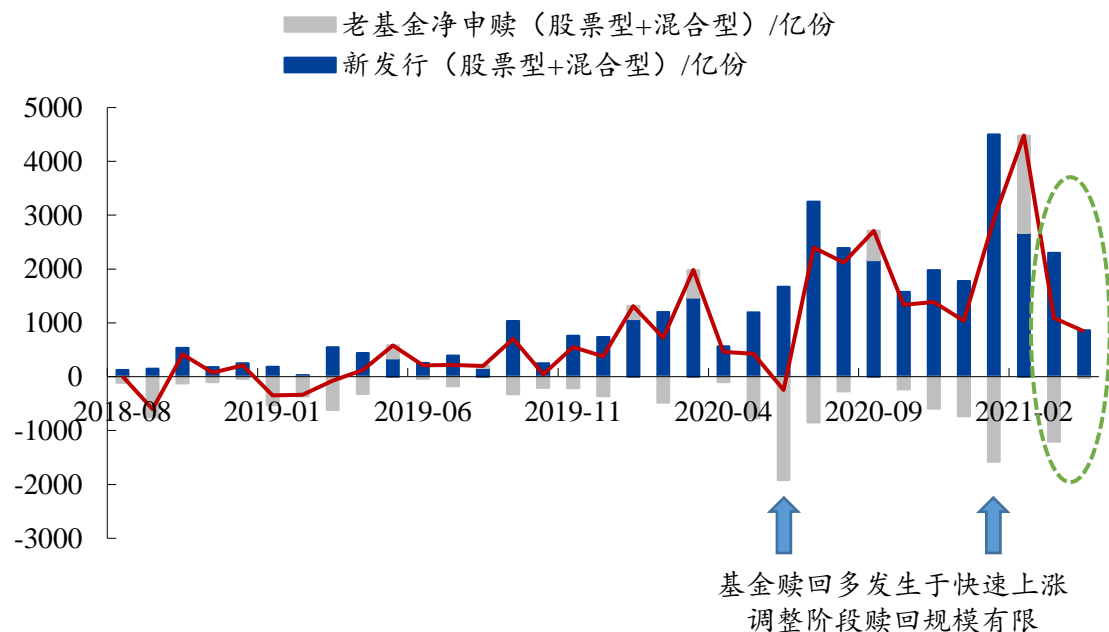
图表26：月度偏股基金（股票型+混合型）发行情况，亿份



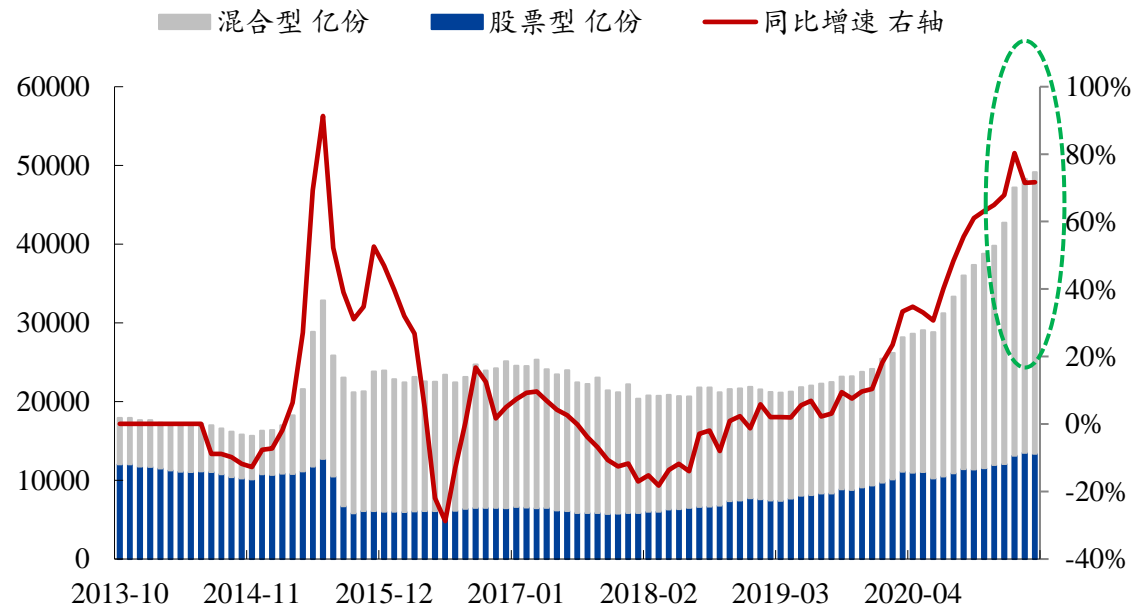
基金赎回潮并未发生，但净流入也明显放缓

- 前期市场大幅调整，但基金赎回潮并未发生。2月市场大幅回调，但老基金净申购1810亿元，3月市场延续震荡，老基金净赎回1208亿元，4月净赎回缩小至21亿元。前4月老基金累计净赎回仅有1000亿。正如我们此前提到的，基金赎回较多的月份大多为市场的快速上涨期，市场调整阶段的赎回规模相对有限，不必过度担心赎回带来的负反馈效应，今年再度得到验证。
- 从净流入来看，考虑新基金发行和老基金申赎，今年前4月偏股基金净流入达到9333亿元，主要源于1-2月净流入7400亿元，3-4月明显放缓。

图表27：偏股基金月度申购赎回情况，亿份

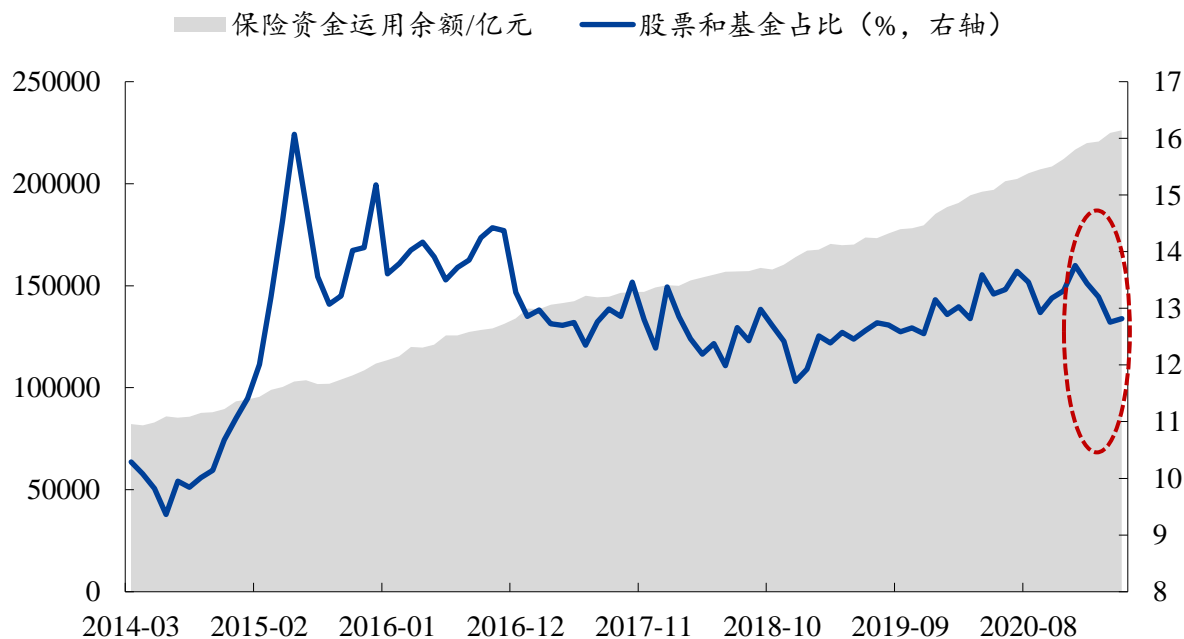


图表28：偏股基金总份额扩张放缓，亿份

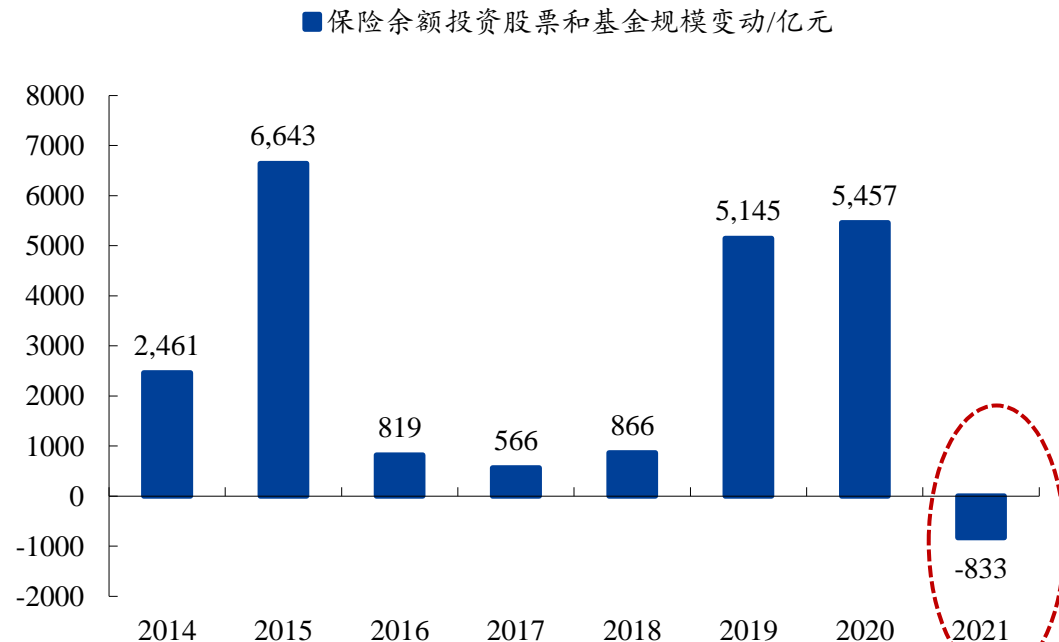


- 险资入市放缓，前4月保险资金持有股票和基金规模减少833亿，仓位从13.76%下降至12.82%。
- ◆ 近些年，保险资金运用余额稳步增长，权益类资产配置上限提升。截止2021年4月，险资运用余额达到22.6万亿元，年化增速高达17%。2020年7月放开权益类投资上限最高达到45%，险资权益配置力度有望加大。
- ◆ 但今年险资入市速度有所放缓，年初至今整体减仓。2019-2020年险资股票+基金持有规模各增加5000亿以上，但今年前4个月规模反而减少了833亿元，导致其股票+基金的仓位也从13.76%下降至12.82%。

图表29：今年险资权益类资产仓位比例下降



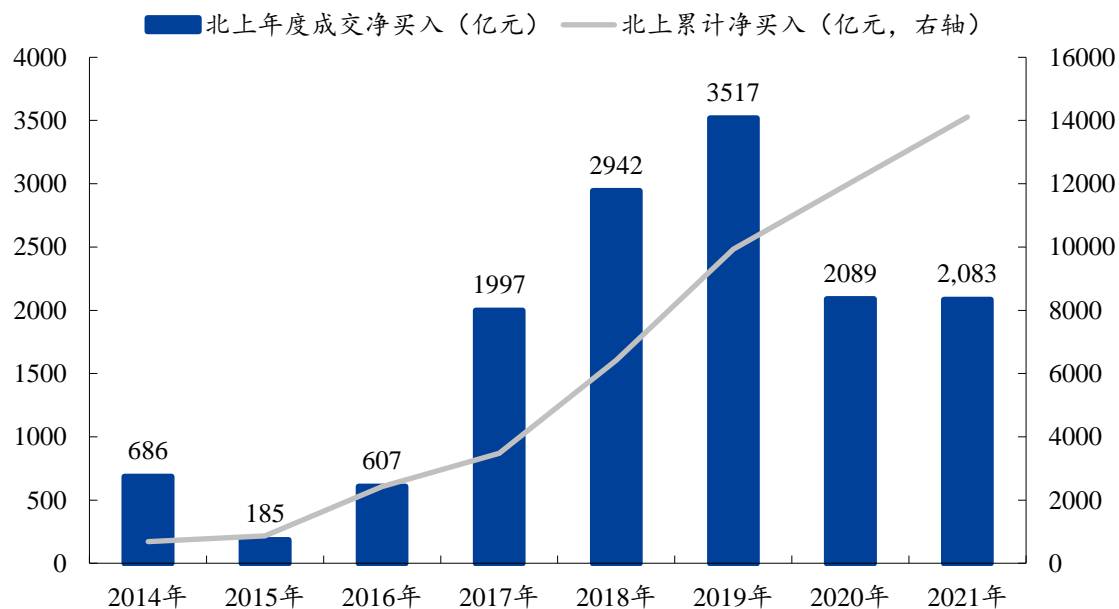
图表30：今年险资持有股票和基金规模减少



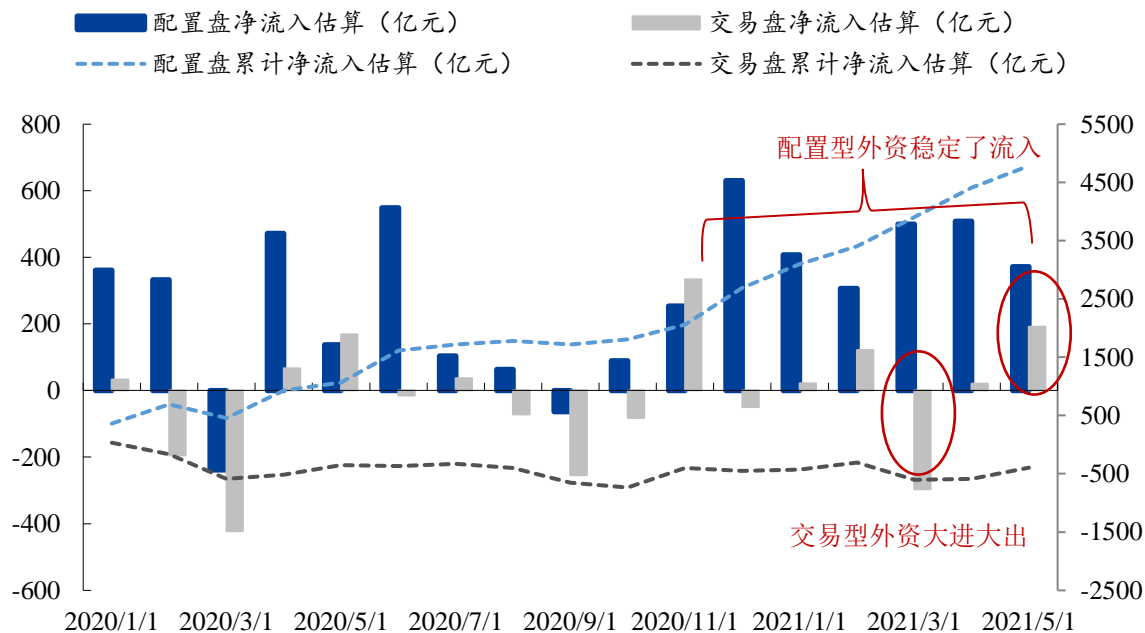
□ 前5月北上累计净流入达到2083亿元，我们预计全年外资有望净流入3000亿：

- ◆ 从结构来看，配置型外资稳定流入，交易型外资大进大出。2020年全球风险偏好下降，北上流入2089亿元，其中配置型流入2691亿元、但交易型流出452亿元。今年全球经济共振，截止5月底，北上净流入达到2083亿元，已经与去年持平，其中配置型净流入2000亿，交易型3月大幅流出、5月大幅流入，大进大出后基本无净流入。
- ◆ 外资占比仍较低，维持每年2000~3000亿净流入。截止2021年一季度，A股外资占流通市值比为5.24%，较海外仍有较大提升空间。尽管指数扩容暂缓，但是参考台韩，MSCI扩容间隔期，外资仍会保持持续流入趋势。

图表31：近年来外资每年维持2000~3000亿净流入（截止5月）

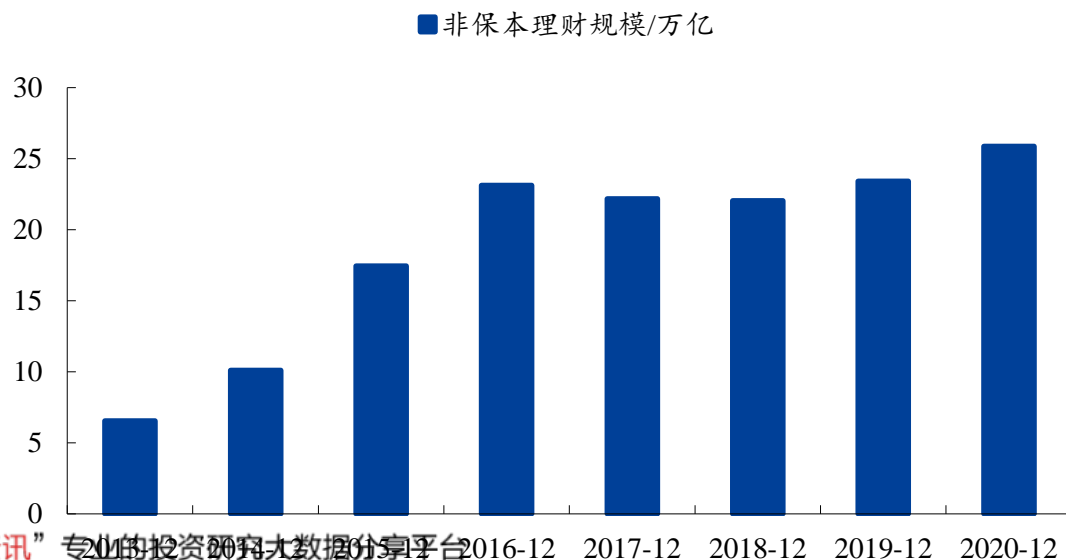


图表32：2020年至2021年5月外资配置盘和交易盘净买入规模(亿元)

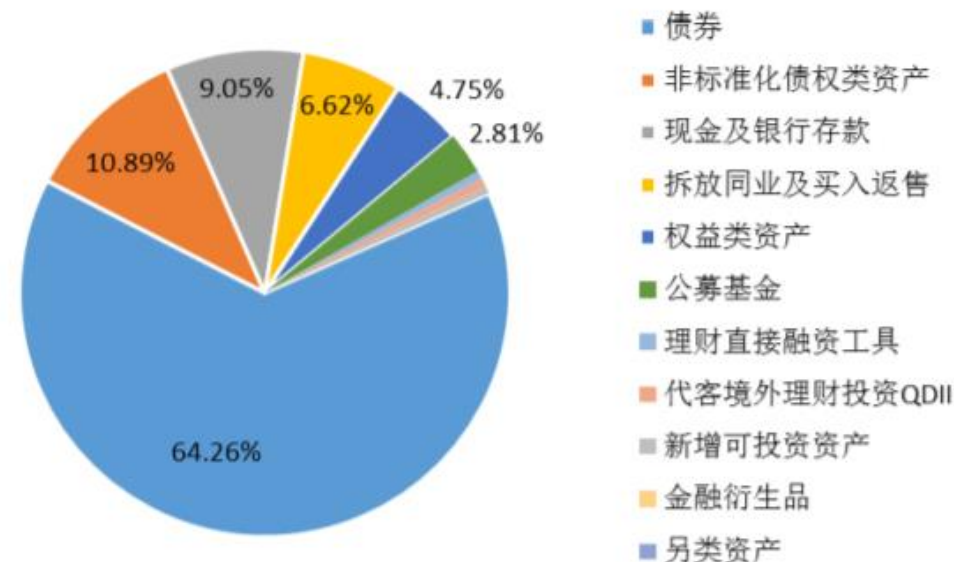


- 前5月银行理财增量约400亿，整体规模预计与去年持平，但权益类理财产品发行仍较为缓慢：
- ◆ 首先，银行非保本理财规模稳步扩张。截至2020年，非保本理财25.9万亿元，年化增速11%。考虑到后续银行理财产品结构优化，未来有望迎来稳步增长，假设未来按照10%增速，2021年底有望达到28.4万亿。
- ◆ 其次，银行理财权益类占比提升略低于预期。2020年底银行理财权益类资产占比仅有7.56%，权益类理财产品数量占比仅为0.34%，权益类占比仍有非常大的提升空间。监管层多次表明要加大权益类资管产品发行力度，支持理财子公司提高权益类产品比重，将银行理财直接持股比例提升至2%~5%，但当前布局权益类理财产品的进度仍较为缓慢。假设2021年维持直接持股比例为1.5%，有望带来1000亿增量资金。

图表33：银行理财非保本规模快速扩张



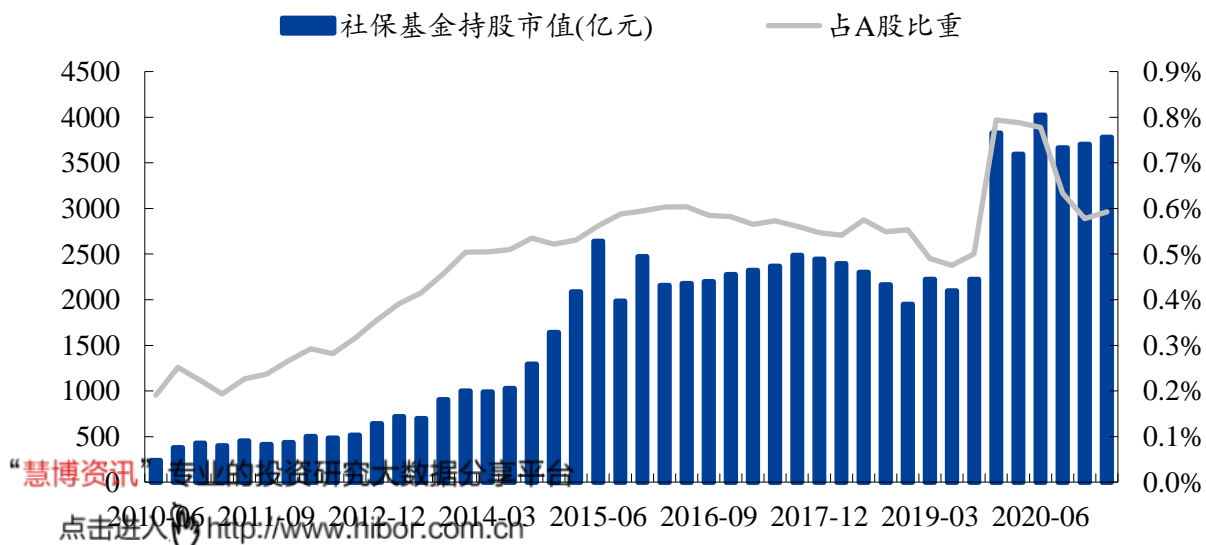
图表34：2020年非保本理财产品资产配置情况



□ 前5月社保、养老金、年金增量约为833亿元，我们预计全年约2000亿增量：

- ◆ 社保基金今年增量预计1000亿元。2019年社保基金资产总额2.6万亿元，同比增加16.1%。假设维持16%增速，则2021年底社保资产有望达到3.6万亿元。2016年底社保配置A股比例21.4%，假设20%占比不变。
- ◆ 基本养老金全年增量400亿元。截至2021年3月，全国所有省份签署委托合同，共1.25万亿元，累计到账1.07亿元，所有省份启动城乡居民养老保险基金委托投资工作。预计未来一年合同金额陆续到账。基本养老金也是由社保理事会管理，参考社保基金20%股票配置，估计基本养老金20%股票配置比例。
- ◆ 企业年金和职业年金全年增量600亿元。截至2020年底，全国企业年金实际运作金额已达2.2万亿，同比增速25%。若保持25%增速，则2021年底有望达到2.77万亿。近几年企业年金股票投资占比在7%左右，假设2021年维持不变，我们预计全年增量将在400亿左右。与此同时，截至2020年，全国职业年金资金规模约10000亿元。根据我们的测算，每年约增加2000亿左右，股票投资比例约7-10%，则我们预计全年增量也将有200亿左右。

图表35：社保基金持股（前十大股东统计）

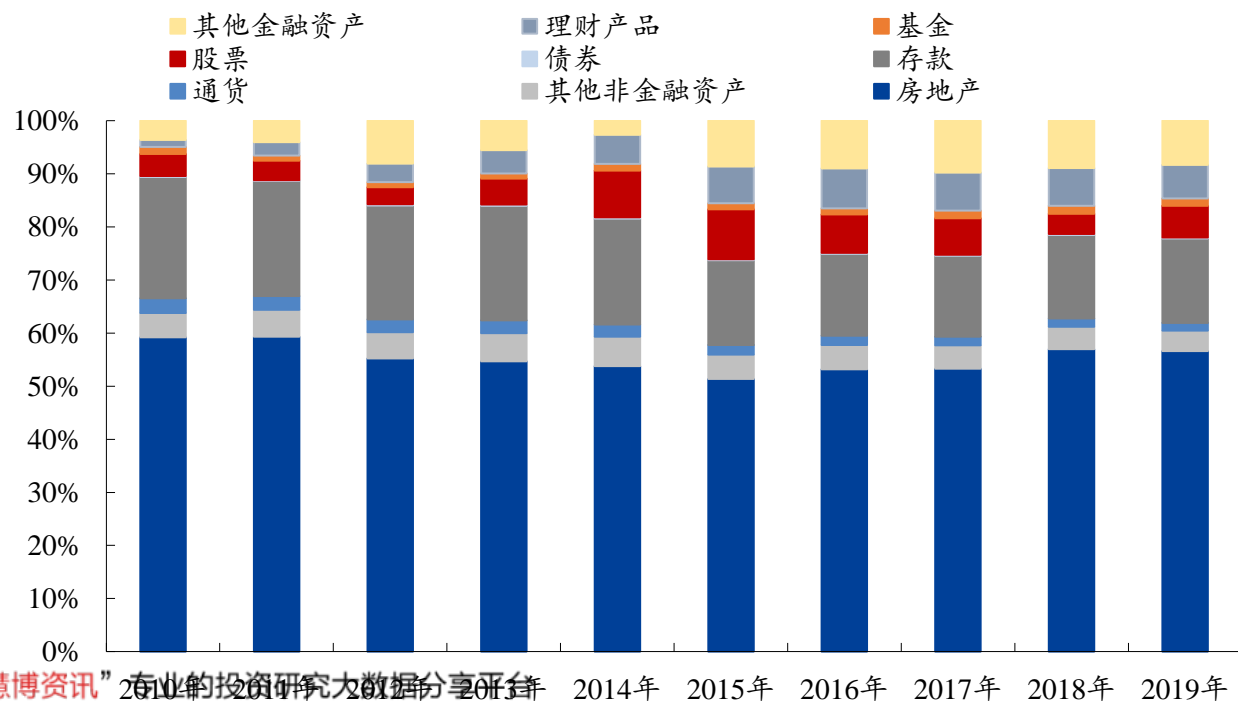


图表36：基本养老保险基金仍在以较快速度增长(亿元)

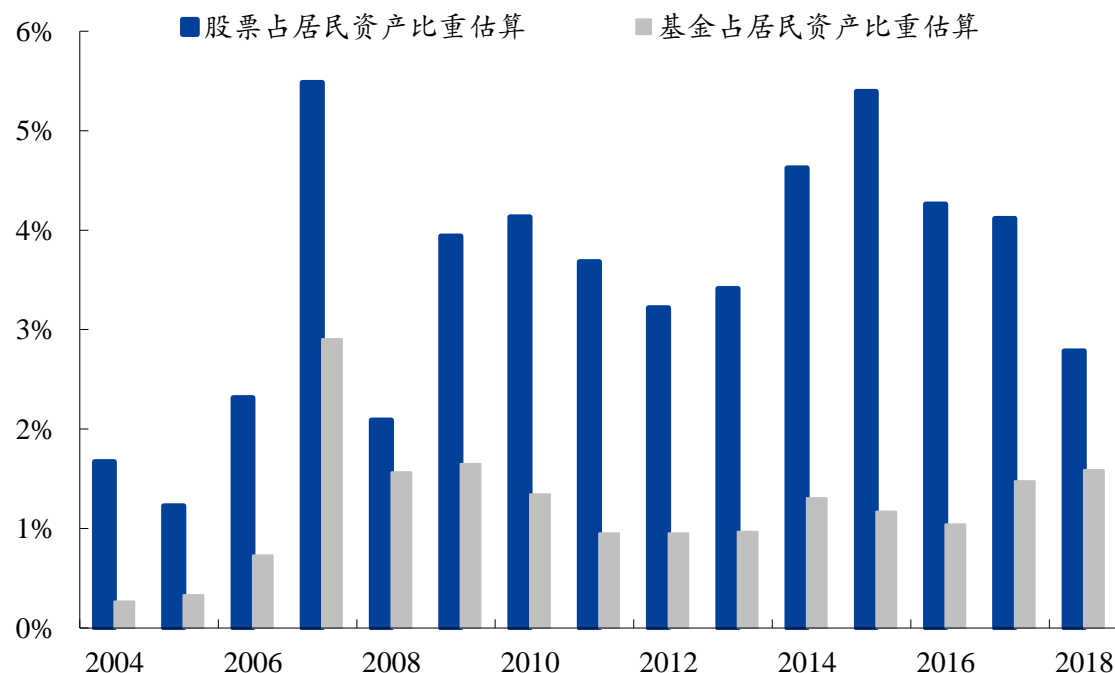


- 长期居民财富增配持续权益资产趋势不变。中国居民资产中房地产占到6成左右，权益投资的比例较低。未来随着国内房地产的投资属性持续受到抑制，同时股票市场长牛开启，居民资产有望加速向权益市场转移。
- 更重要的是，本轮居民入场方式从直接持股转为通过机构的间接持股。监管层也通过资管新规、理财新规等改革，鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，推动居民资金由直接持股向间接持股转变。

图表37：2020年非保本理财产品资产配置情况



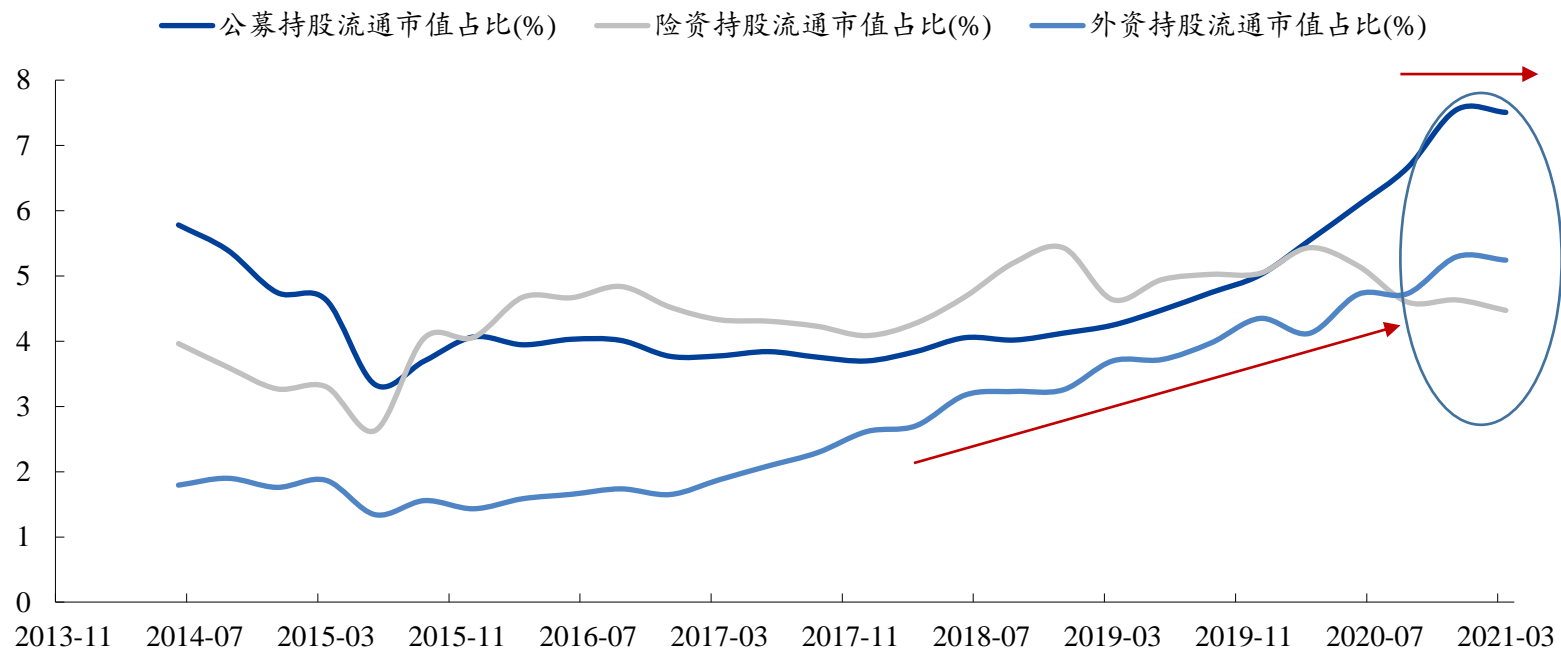
图表38：近年来居民财富由股票向基金分流



但今年资金面主要矛盾：从增量入场到存量博弈

- 一是机构资金绝对流入额较去年有所减少。基金二季度以来发行明显放缓，保险资金出现减仓，外资、理财、养老、社保、年金等维持稳定，并未大幅加仓。
- 二是机构资金边际推动力量减弱。过去几年，机构力量由弱到强，机构话语权提升，以公募和外资为代表的机构资金在市场中占比大幅提升。但随着市场与机构体量扩容，资金的边际推动力量有所减弱，即使绝对流入金额并未大幅下降，但其占A股流动市值比例已经出现小幅回落。

图表39：公募、险资、外资持股占比

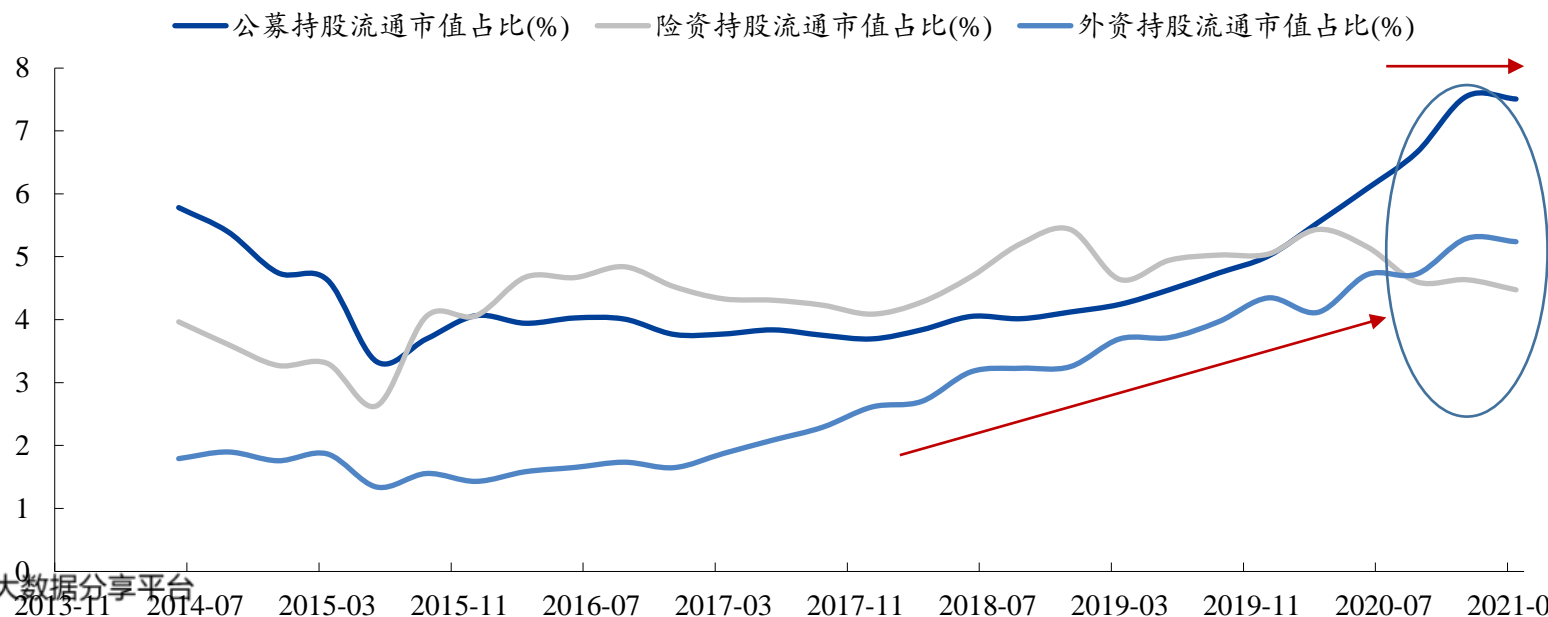


四、行情展望：走出“舒适区”，寻找高增速

- 历史上，指数级别的大行情，通常伴随大规模的货币宽松，或者经济繁荣带来企业盈利基本面的大幅提升。
- 但从目前来看，下半年海外大概率进入Taper进程，与此同时国内经济有韧性但难高增，并且通胀等压力下货币宽松空间也有限。因此，我们预计下半年指数整体仍将延续震荡。
- 但与过去几年集中在几个主线赛道中不同，今年的市场结构更加百花齐放，行业轮动、精选结构带来的超额收益更加显著。

- 资金从增量入场到存量博弈。
- 近几年，以公募、外资、保险为代表的机构投资者成为A股市场最重要的增量资金：2017-2020年占比分别从3.7%、2.6%、4.1%提升至7.6%、5.3%、4.6%，公募与外资占比翻倍。
- 但2021年以来，增量资金入市节奏暂缓，21Q1相比20Q4三大机构占比下滑4pct、16pct、5pct。
- 一季度公募天量发行，预计下半年公募发行低于上半年；外资今年已经流入2000亿，全年维持3000亿上下，意味着下半年外资流入速度可能边际减弱；保险股票仓位持续下行，下半年也很难大幅流入。

图40：公募、险资、外资持股占比



□ 过去几年，利率下行+机构增量资金加速入市，跟着外资和公募买入以茅台为代表的核心资产，就可以取得明显的超额收益。2018年我们提出“跟着外资买茅台”，2019年提出“外资与内资核心资产统一战线”，这一观点几乎完美地抓住了过去几年A股投资的逻辑。2019年之前外资是最重要的增量资金，2019-2020年公募成为最大增量，内外资统一战线建立，显著改变了市场的审美偏好，外资和公募重仓的高ROE资产大幅跑赢。叠加流动性环境整体宽松，带来核心资产估值进一步抬升。

图41：公募重仓股大幅跑赢后超额收益回落

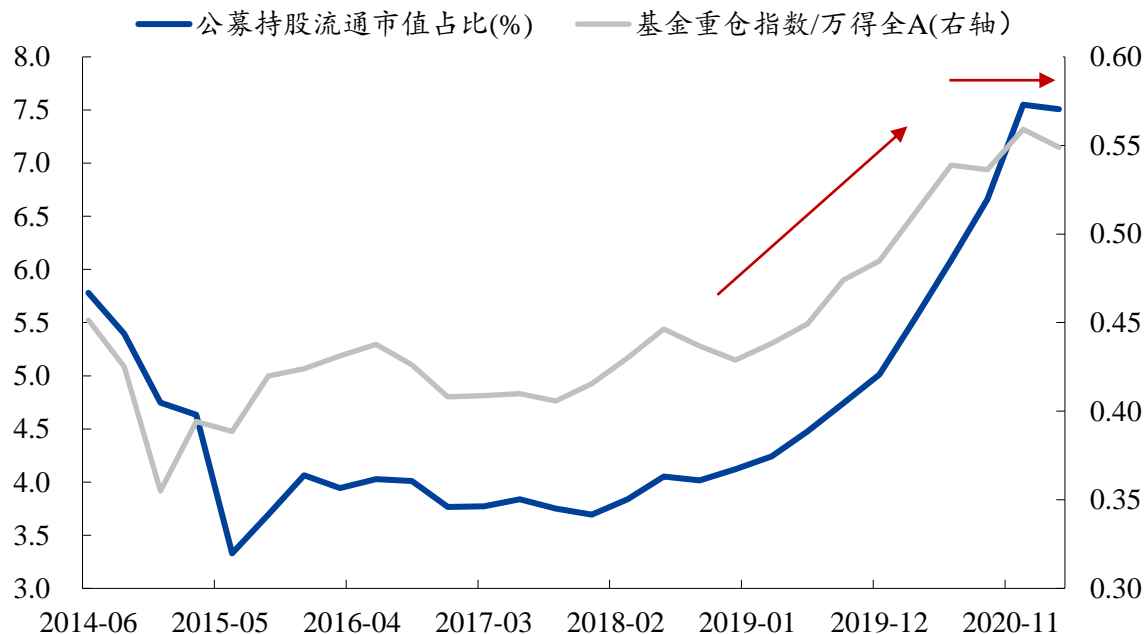
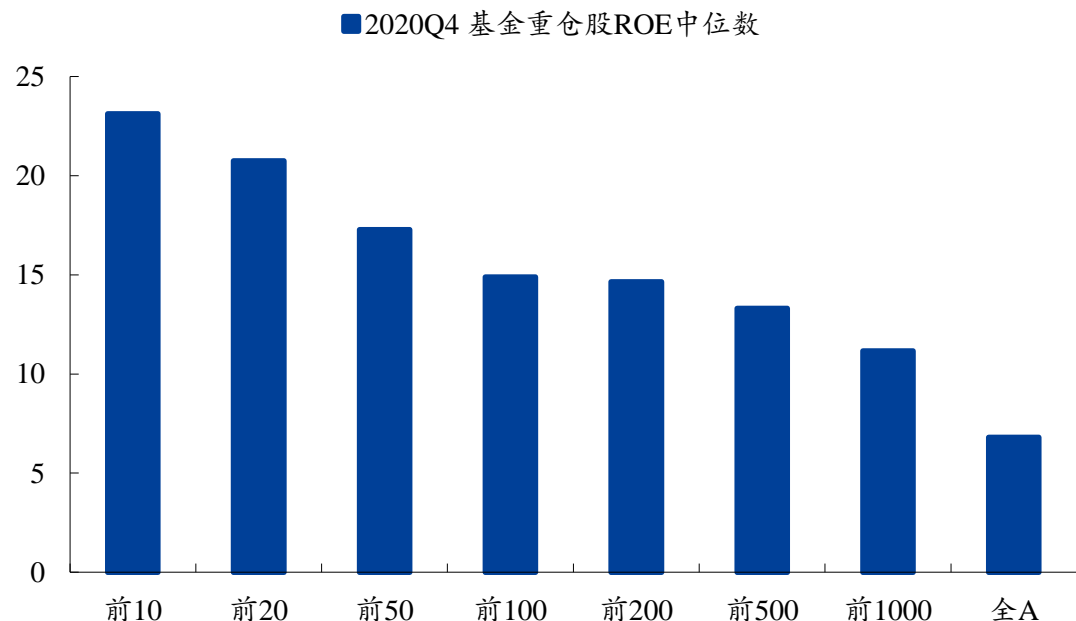


图42：基金重仓高ROE个股



今年为何不一样：从增量入场到存量博弈

- 但今年利率边际上行+股市资金的主要矛盾从增量入市到存量博弈，带来投资逻辑的改变。流动性边际收紧，核心资产估值承压。且随着机构资金入市放缓，以公募为例，公募重仓股开始跑输全A指数，存量资金开始追求弹性更高的个股以增厚收益，比增速、比手速式的投资带来今年市场风格轮动加快。
- 资金博弈加剧，风格轮动明显加快。从行业风格来看，从周期金融（1-2月）→稳定（3月）→消费与成长（4-5月）；从大小盘及价值风格来看，大盘成长（1月）→中小盘价值（2月）→小盘价值（3月）→重回大中盘成长（4月）→中小盘成长（5月）。
- 今年前5月来看，与此前消费成长持续占优不同，周期与小盘风格占优。

图43：2021年前5月各风格涨跌幅（行业风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	前5月
金融	-1.8	3.2	-2.4	-3.3	4.3	-0.3
周期	2.1	4.0	-3.6	2.7	3.9	9.2
消费	0.5	-1.9	-3.1	5.1	5.1	5.6
成长	0.0	-2.8	-4.9	4.2	6.4	2.6
稳定	-3.7	1.7	8.5	-6.2	1.7	1.4

图44：2021年前5月各风格涨跌幅（成长价值及大小盘风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	前5月
国证成长	4.8	-2.0	-5.4	5.7	4.8	7.7
大盘成长	5.8	-2.4	-6.4	6.1	4.5	7.1
中盘成长	3.9	-1.7	-5.2	6.3	5.0	8.2
小盘成长	0.5	0.0	-0.4	3.3	6.1	9.7
国证价值	-0.4	5.0	-1.6	-2.2	2.4	3.1
大盘价值	0.3	4.4	-2.3	-3.5	2.4	1.0
中盘价值	-0.1	6.2	-2.0	0.2	1.4	5.6
小盘价值	-3.7	6.1	2.5	0.9	3.6	9.4

- 利率向上+资金存量博弈，分母端不支撑估值继续抬升，过去几年抱团式的投资难以跑赢，必须走出“舒适区”；
- 今年高增长不再稀缺，估值提升方式从分母端转移至分子端，为战胜与当前不一样的市场，应当寻找高增速。

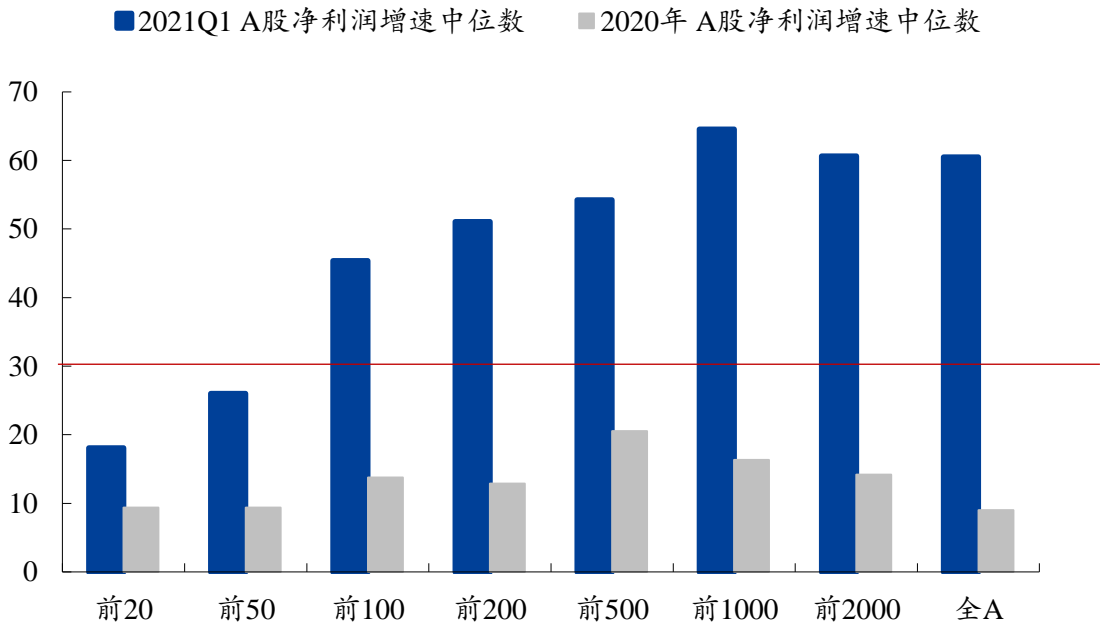
图45：提升估值的方法从分母端转移至分子端

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 \times \prod_{i=1}^t (1 + g_i)}{(1 + r)^t}$$

↓

$$PE = \sum_{t=1}^n \frac{d_0 \times \prod_{i=1}^t (1 + g_i)}{(1 + r)^t}$$

图46：高增长不再稀缺，%



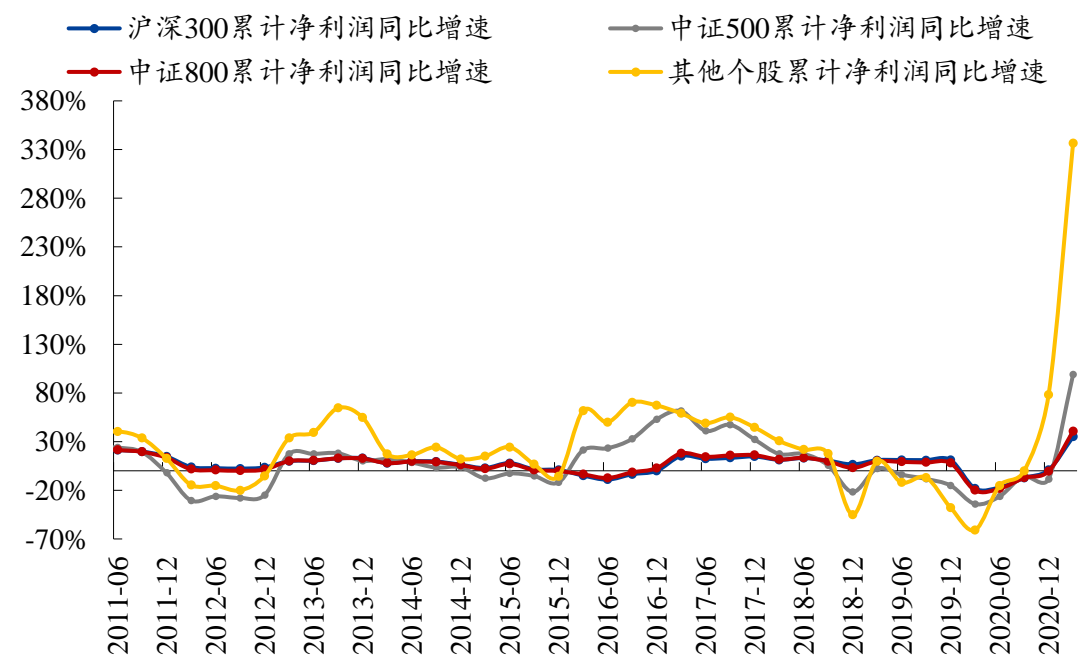


- 今年前5月为何周期风格与小盘风格跑赢？——源于业绩高弹性，这正是资金寻找高增速的体现。
- 一季度业绩高增长行业主要集中在周期行业及成长行业。有色、化工、钢铁、煤炭、建材、机械、轻工等周期行业，以及高景气的电子、电新等成长行业。
- 一季度业绩高增长集中在小盘股。沪深300 < 中证800 < 中证500 < 其他个股（中证800以外的个股）

图47：2021年Q1高增长集中在周期板块和成长板块

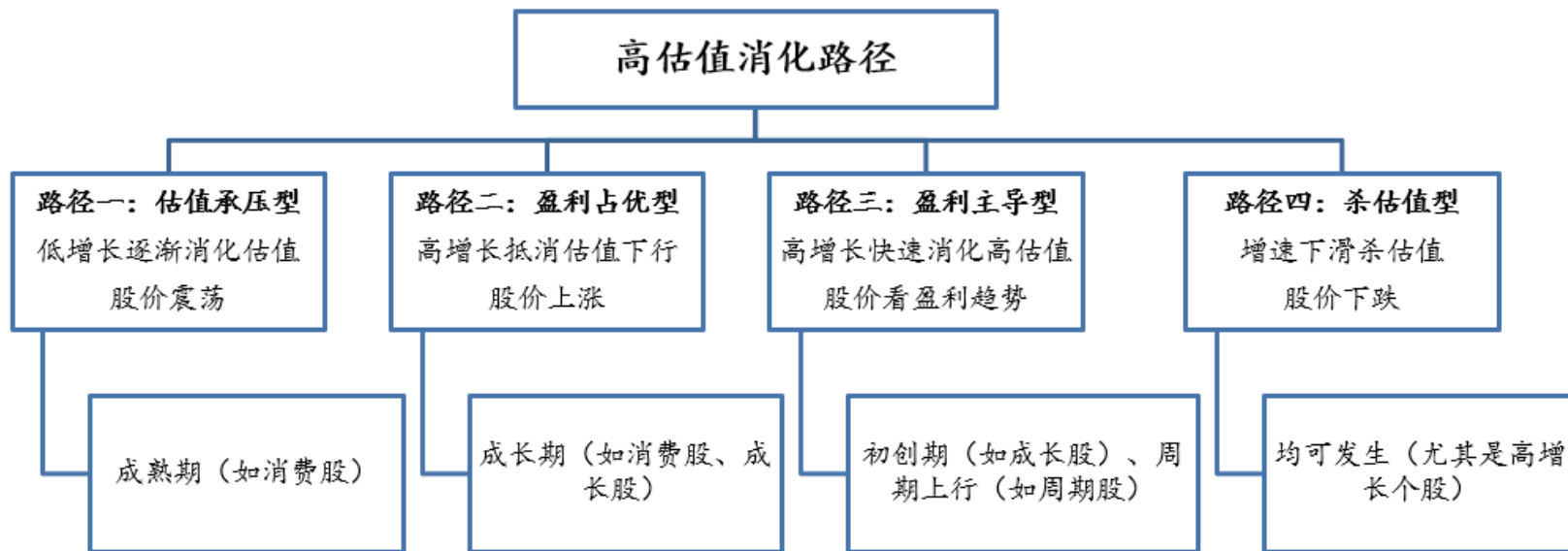


图48：小票业绩弹性高于大票



- 即使对于核心资产或“茅指数”，增速差异也会导致其走势分化。参考美股，在龙头公司整体估值处于高位后，同样应寻找高增长个股以对抗估值压力。高估值低增长个股大概率通过时间换空间，通过震荡靠盈利消化估值；高估值高增长个股大概率抵抗估值下行，有望带动股价继续向上；高估值但盈利不及预期的个股，可能会出现杀估值。

图49：高估值消化的四条路径



未来盈利增速决定高估值如何消化

五、结构：决胜科创

科创板：战胜市场的最强主线

把握业绩确定性高增机会，关注两个配置方向

- ❑ 科创板整体业绩一直维持较快增长。科创板自设立以来，营收与净利润一直保持较快增长，即使2020年疫情冲击之下，科创板营收仍保持正增长，2021年一季度科创板整体营收与净利润同比增速分别达到191.28%和53.80%，科创成长性优势持续凸显。
- ❑ 科创50指数业绩相对优势显著。2021年一季度，科创50指数营收、净利润增速分别达到67.52%和85.42%，均明显领跑创业板指、上证综指与沪深300，指数相对优势显著。

图50：科创板营收与业绩持续保持较快增长

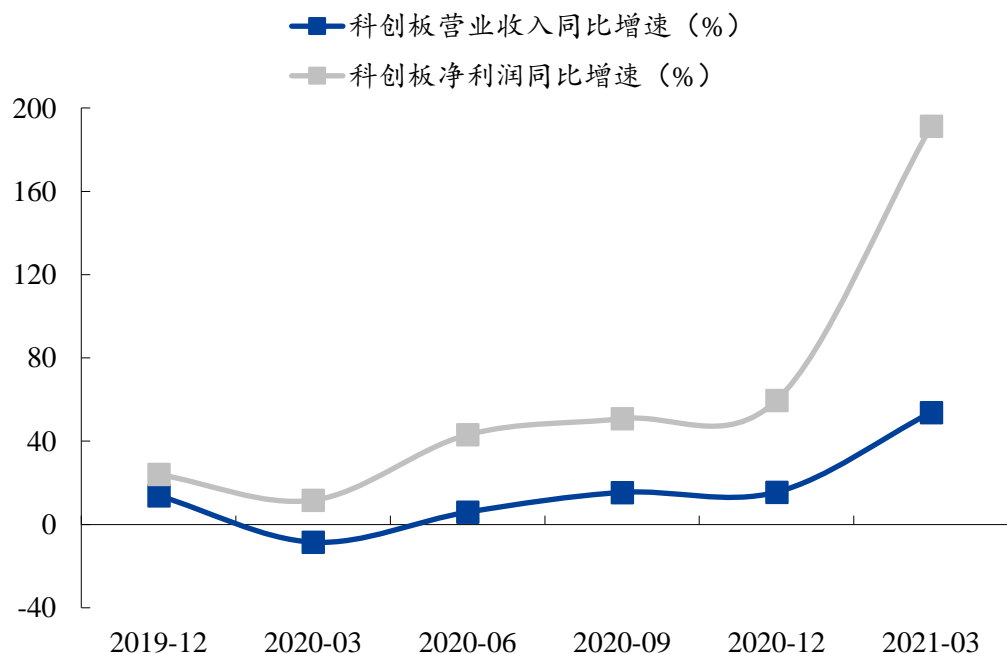
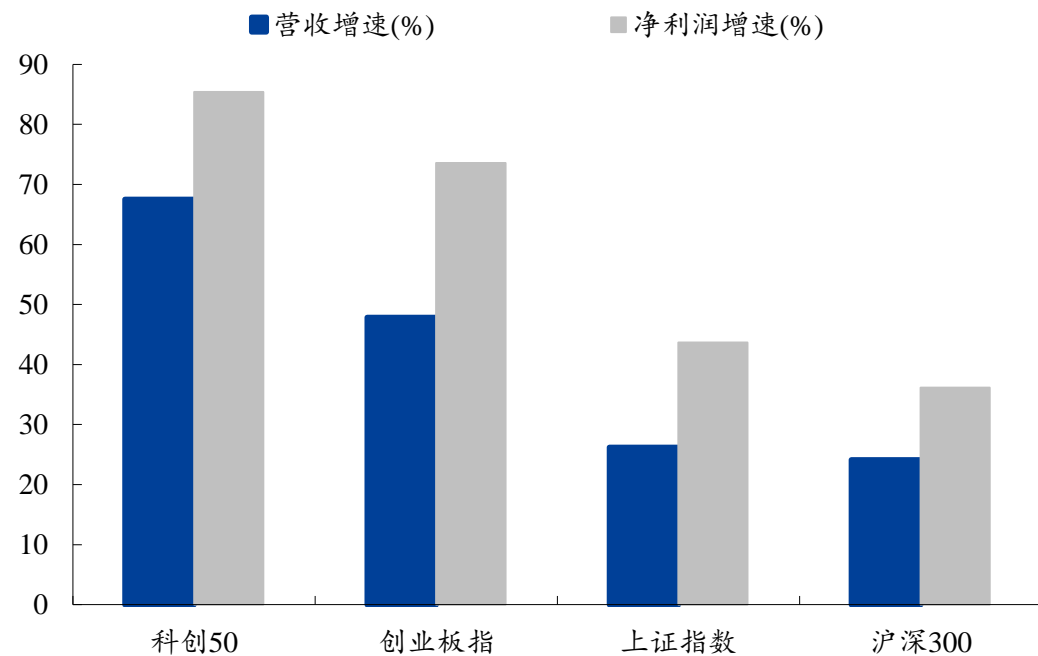
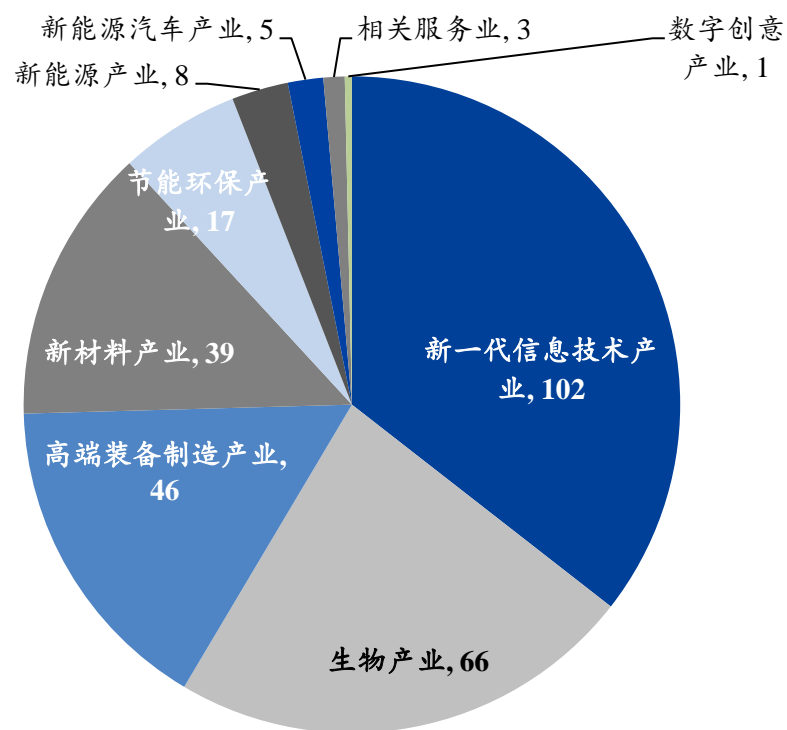


图51：科创50营收增速与净利润增速均领跑其他核心指数



- 科创板企业中，新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业和新材料产业企业占比靠前。
- 科创板作为中国未来、尤其是硬科技核心资产的摇篮，经历2年的发展成长，已经到了可以集中挖掘、关注的时候。

图52：科创板企业行业分布



□ 科创板秉承突破核心技术的定位，研发投入保持较快增长，且研发投入意愿普遍增强。科创板自设立之初，就肩负着支持国家科技创新融资功能，致力于突破核心技术，而科技创新与技术突破源自背后长期大规模的研发投入。2021年一季度，约93%的科创板公司继续加大研发投入，且研发投入同比增速超50%的公司占比也达到50%，研发投入增速明显高于同期非科创板公司；同时，约24%的科创板公司研发投入营收占比超过20%，环比增加7个百分点，高研发投入公司比例明显高于同期非科创板公司。

图53：科创板公司研发投入增速普遍高于同期非科创板公司

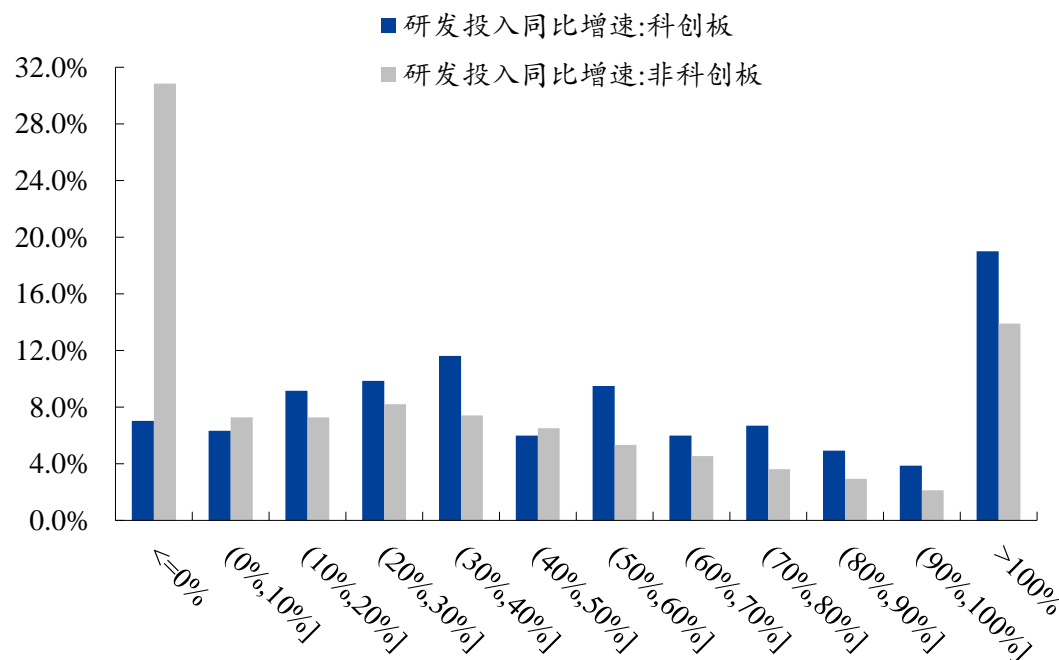
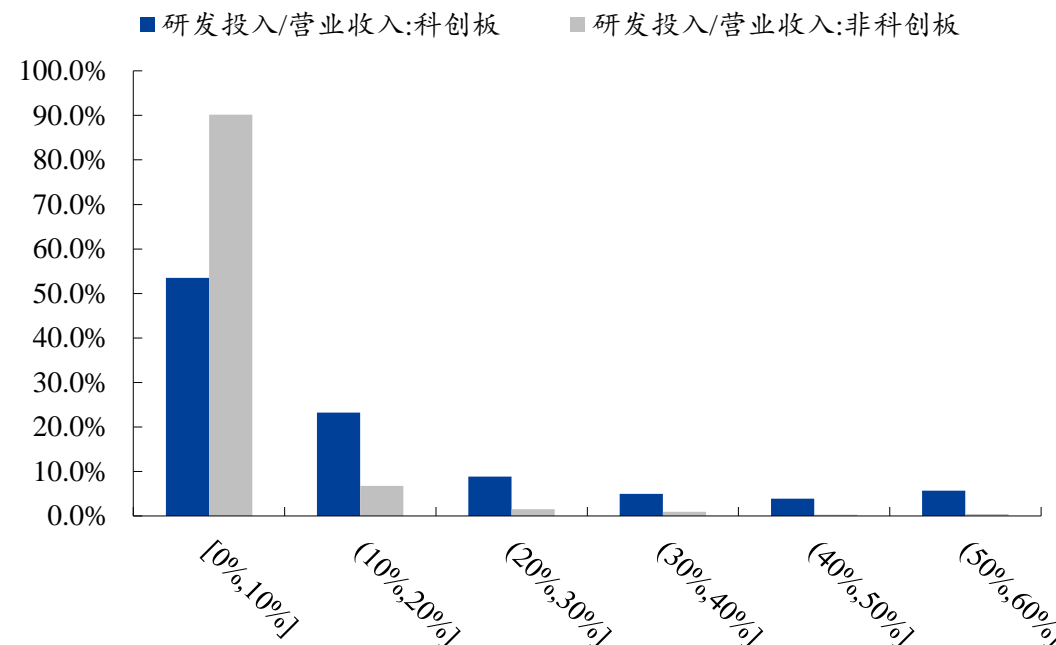


图54：科创板公司研发投入意愿明显强于同期非科创板公司



- ❑ 公募基金的科创板配置长期处于低配状态。从板块配置看，公募基金的科创板配置比例持续不及板块市值规模，仅徘徊在其流通市值比例附近，反映了流通比例在一定程度上对机构增配形成了一定限制。
- ❑ 对标创业板，科创板掘金仍处早期阶段，仍具备较大增配空间。一方面，科创板目前已获得了近两年的发展与成长，伴随早期打新热情的降温，已经到了可以集中挖掘、关注的窗口；另一方面，相较创业板而言，创业板持续获基金超配，而科创板作为中国未来、尤其是硬科技核心资产的摇篮，仍处于相对低配，未来伴随科创研究的持续深入与拓展，国内机构对科创板增配潜力巨大。

图55：科创板基金配置长期处于低配状态

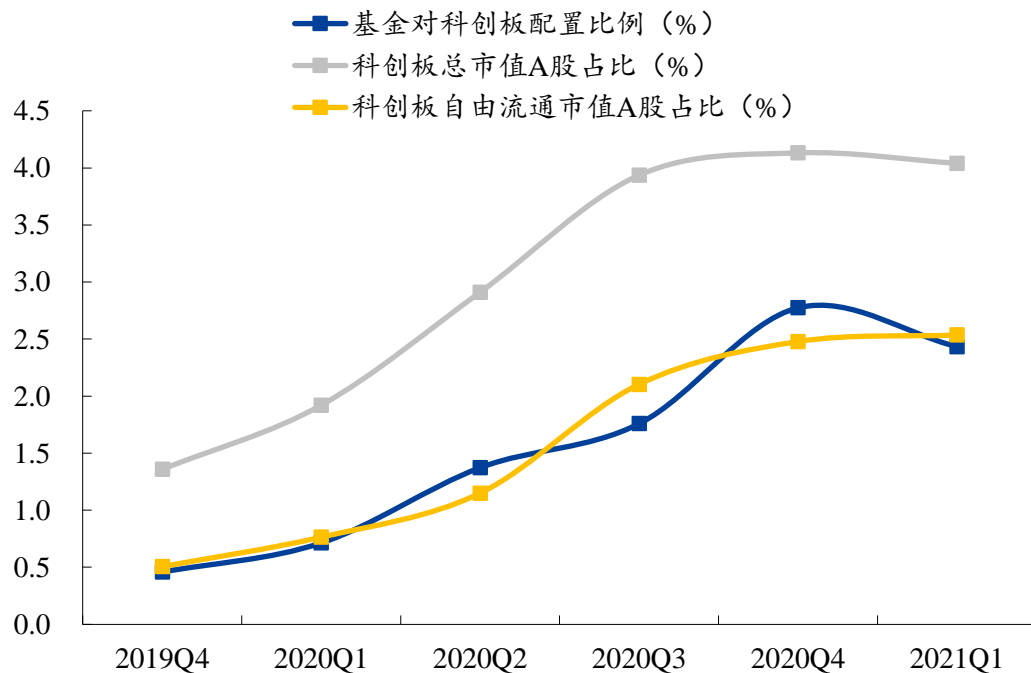
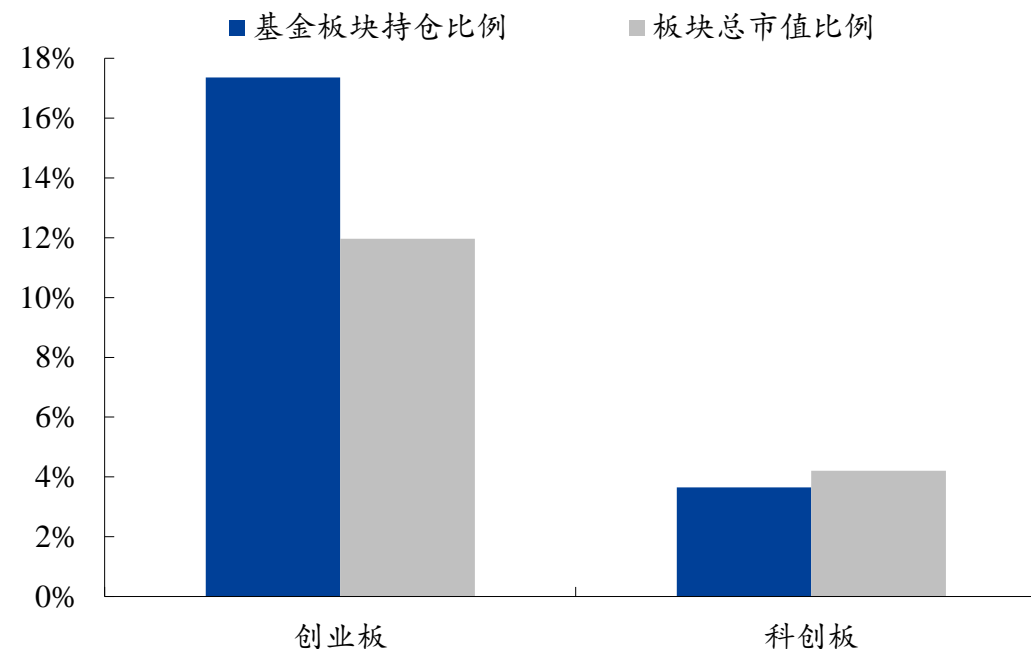


图56：创业板获明显超配，而科创板仍处于低配阶段



- ❑ 科创板成功纳入陆股通，外资入场渠道扩容。今年2月，首批12家科创板公司正式纳入陆股通名单，外资科创板配置渠道进一步扩容。截止5月底，陆股通对科创板的累计净流入已达50亿元。
- ❑ 国际指数纳入陆续生效，加速外资增配步伐。5月11日MSCI季度指数调整也首次将科创板个股纳入，并已于5月27日收盘生效，后续科创板还将迎来富时罗素首次纳入，海外资金科创板增配有望继续提速。

图57：陆股通渠道外资科创板配置规模变动

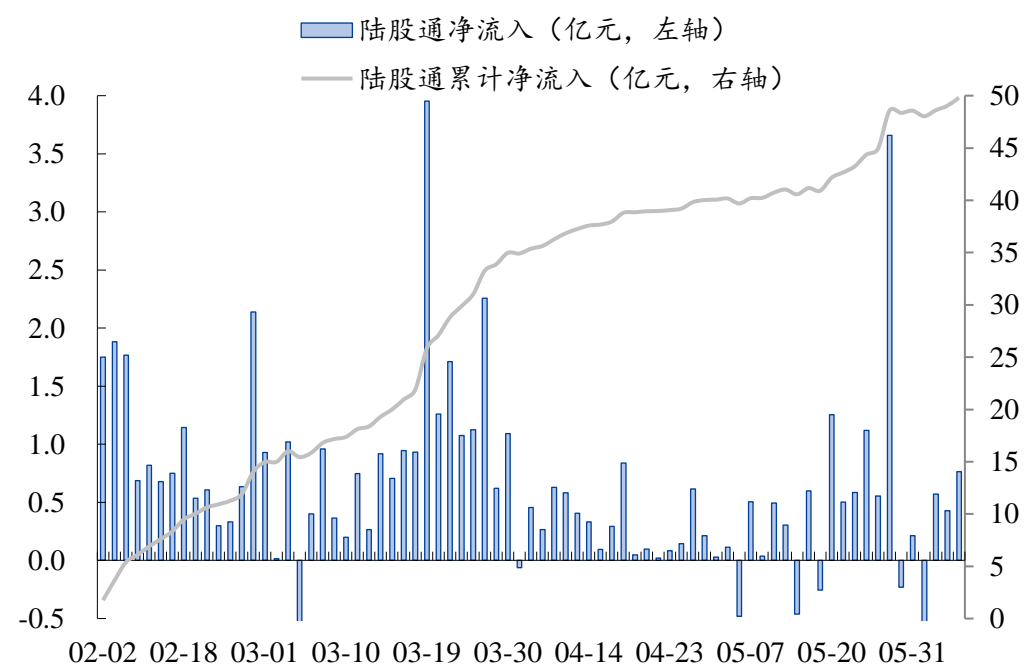


图58：科创板标的国际指数纳入情况

证券代码	证券简称	科创主题	科创细分主题	被纳入国际指数
688185.SH	康希诺-U	生物产业	生物医药产业	MSCI、FTSE
688009.SH	中国通号	新一代信息技术产业	下一代信息网络产业	MSCI、FTSE
688008.SH	澜起科技	新一代信息技术产业	电子核心产业	MSCI、FTSE
688002.SH	睿创微纳	新一代信息技术产业	电子核心产业	MSCI、FTSE
688006.SH	杭可科技	新一代信息技术产业	电子核心产业	MSCI、FTSE
688180.SH	君实生物-U	生物产业	生物医药产业	FTSE
688012.SH	中微公司	新一代信息技术产业	电子核心产业	FTSE
688122.SH	西部超导	新材料产业	先进有色金属材料	FTSE
688366.SH	昊海生科	生物产业	生物医药产业	FTSE
688139.SH	海尔生物	生物产业	生物医学工程产业	FTSE
688019.SH	安集科技	新一代信息技术产业	电子核心产业	FTSE

建议结合业绩、赛道和估值三个维度，自下而上精选优质科创标的：

□ **业绩：公司业绩持续高增，领跑科创板，具备可持续业绩优势。**

指标选取：1) 营收同比增速（如高于同期科创板公司营收同比增速中位数）；2) 净利润同比增速（如高于同期科创板公司净利润同比增速中位数）

□ **赛道：公司在业务、技术等方面具备独特领先优势，且可比A股上市公司仍较为稀缺，甚至暂无对标。**

指标选取：1) 主营业务（公司在所属细分业务方向是否具备显著业务优势）、2) 专利数（公司报告期内专利数是否在所属细分领域具备优势）、3) 核心技术（公司在所属细分行业是否具备较强核心竞争力）

□ **估值：打新热度淡去，估值回归相对合理区间。**

指标选取：1) 上市以来最大回撤幅度（如回撤达30%以上）、2) 上市以来累计涨跌幅（是否破发）、3) 估值所处历史分位数（如位于历史中枢附近及以下）、4) 估值溢价幅度（相对所属细分行业或科创主题的估值溢价水平）

- 下半年油价大概率继续上行，继续看好石油石化。虽然OPEC+决定从5月份起逐步增产会对油价上行形成抑制，但全球经济的复苏将继续支撑原油需求；特别是随着欧美疫苗接种快速推进，航空、运输等下游需求的改善有望继续推动油价上行。
- 疫情好转全球经济重启下，化工品景气度显著提升。全球共振复苏与通胀预期增强的背景下，作为各行各业的上游，化工产品需求受益于下游生产的修复以及补库周期的驱动，行业景气持续向上。
- 建议关注化纤和纯碱两个板块，前者受益于纺服链的需求复苏，以及印度、东南亚等地纺织订单持续回流国内带来的需求拉升，后者受益于供给增长受限以及下游包括光伏等领域的需求持续快速增长。

图59：今年以来油价已经反弹至疫情前水平

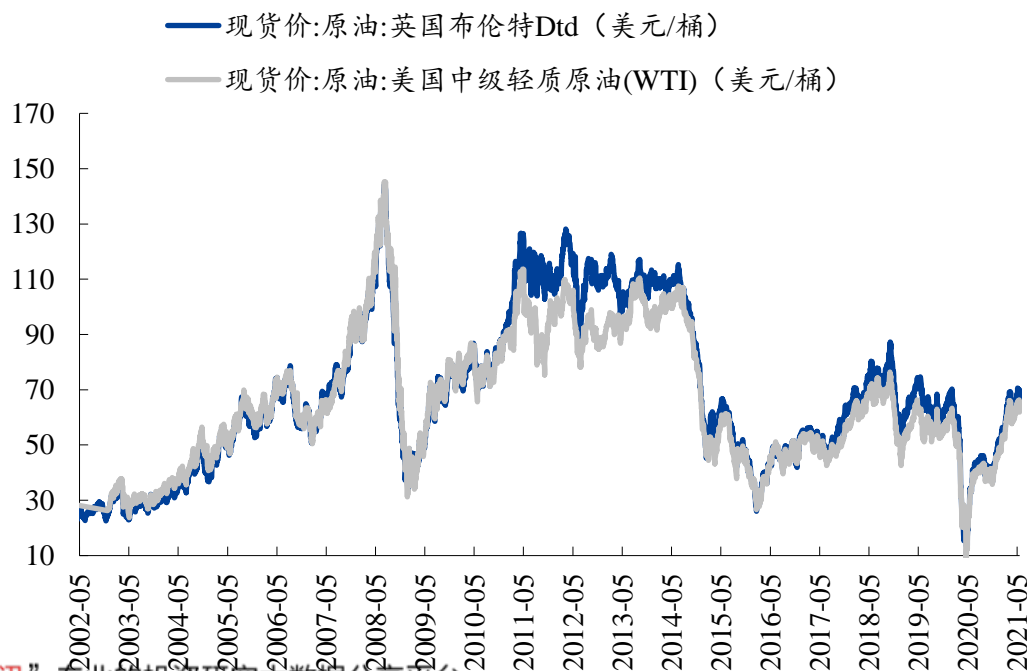
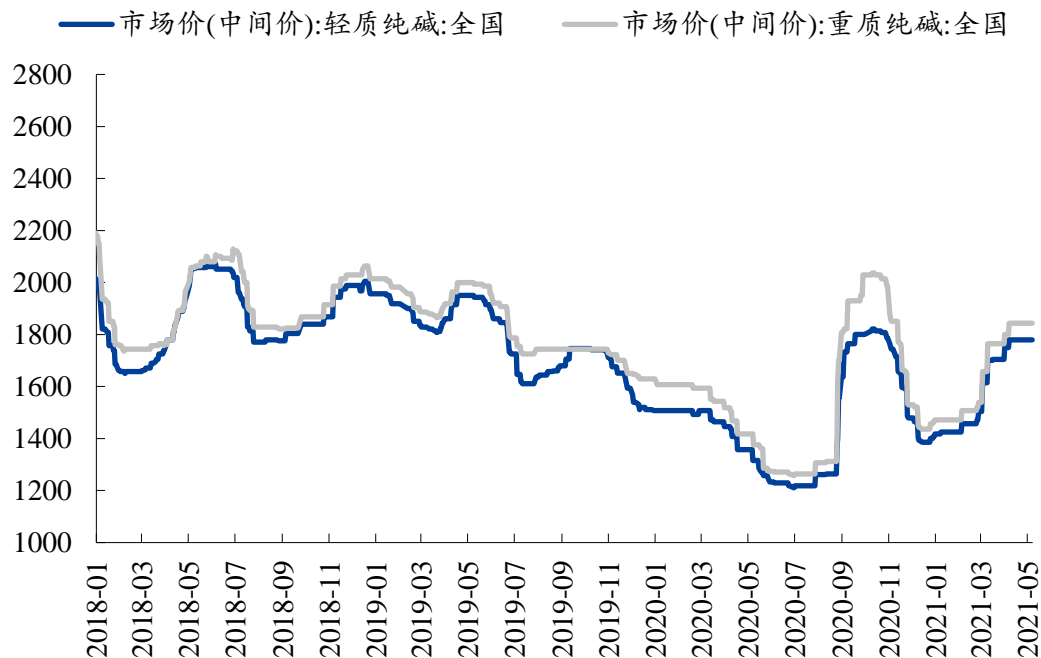


图60：纯碱价格持续上行（元/吨）



- 受益于供需的错配以及全球经济共振复苏，以铜铝为代表的工业金属价格大幅上涨，行业景气度向上。
- 工业金属的供需错配或将在更长的时间继续维持。铜矿生产国因受到疫情影响，当前供给仍然受到限制，同时三大交易所的铜的现货库存仍然位于近年的低位；从需求的角度来看，海外经济及工业水平持续复苏或将继续带动铜表观库存去化，铜在新能源应用方面的需求也在大幅增长，铜的供需错配或维持更长的时间。
- 海外经济持续复苏带动出口规模，中国房地产仍处竣工高景气周期，铝原料下游需求维持高位，电解铝价格率先降低为下游带来低价补库机会，表观库存去化；而从供给角度看，多地区限电现象将加剧铝供应扰动。

图61：全球经济复苏带动铜铝价格大幅上行（美元/吨）

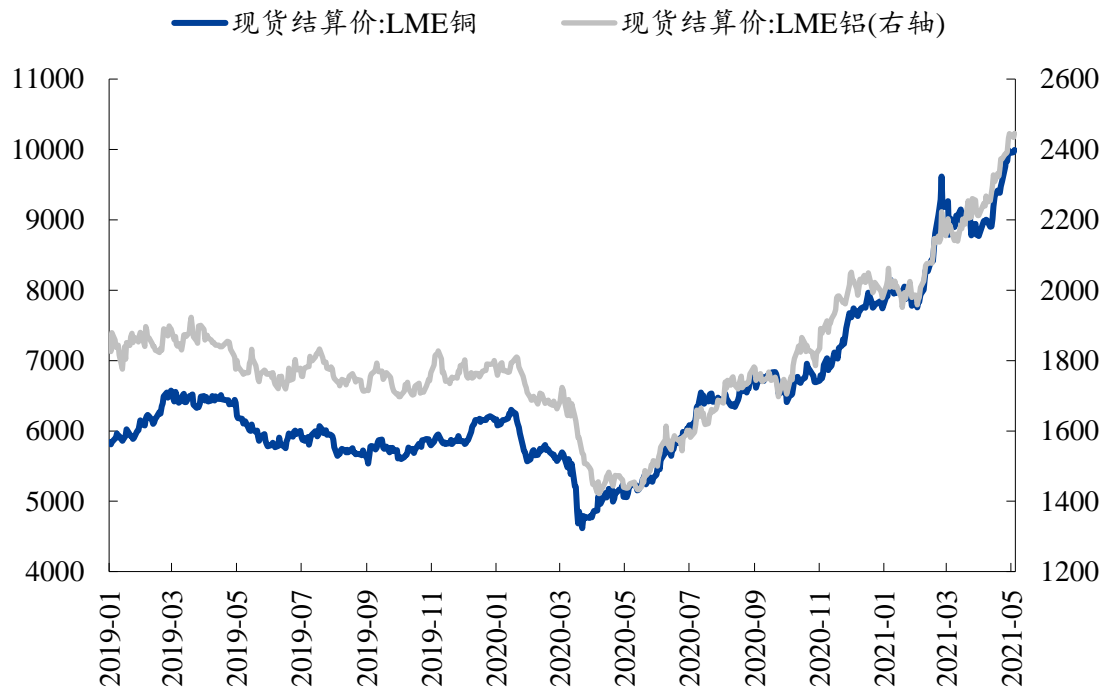
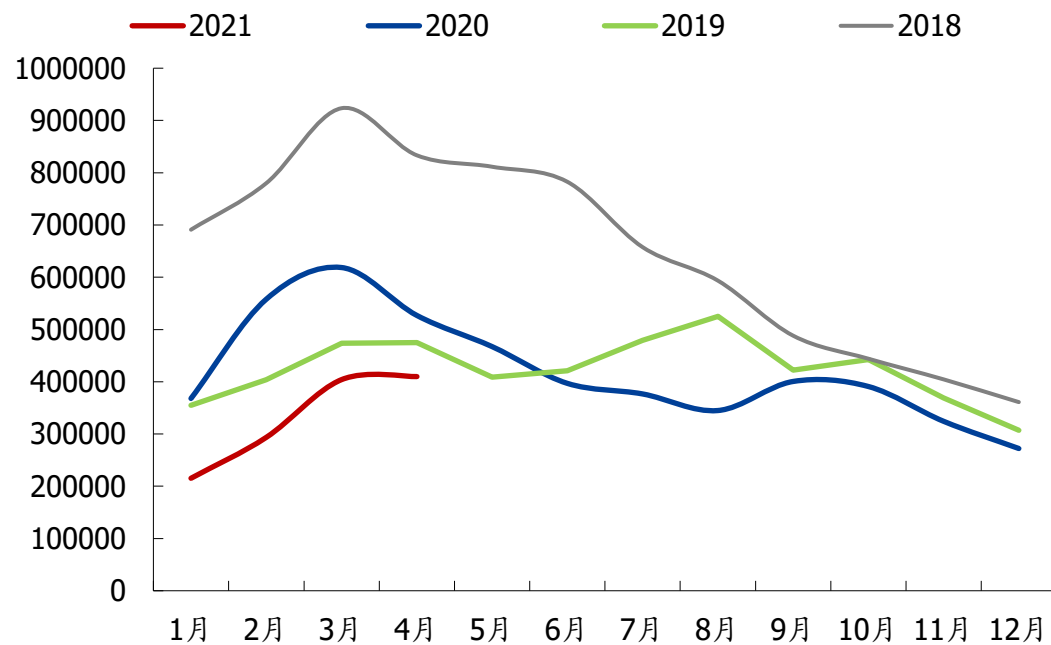


图62：三大交易所现货铜库存仍处于低位（单位：吨）



- 海内外需求复苏叠加供给瓶颈逐渐解除，装机量快速提升、产业链利润分配合理化有望提振行业景气。各国纷纷制订更激进的碳减排目标，加大对光伏行业的支持力度，国内发布风电光伏建设管理办法，存量项目将加速在今年完成并网，下半年装机需求有望实现复苏。此外，硅料产能从今年下半年开始将逐步投产释放，预计行业发展的最大瓶颈迎来解除，后续各公司业绩确定性将进一步加强，光伏板块估值有望提前完成切换。
- 产能周期叠加需求周期，关注硅料环节高景气。在行业需求高速增长的大背景下，由于硅料新增产能释放较慢，全年新增有效产能有限，硅料环节量价齐升，有望维持较高景气，板块盈利确定性更强。

图63：美国2010-2030E光伏新增装机预测 单位：GW

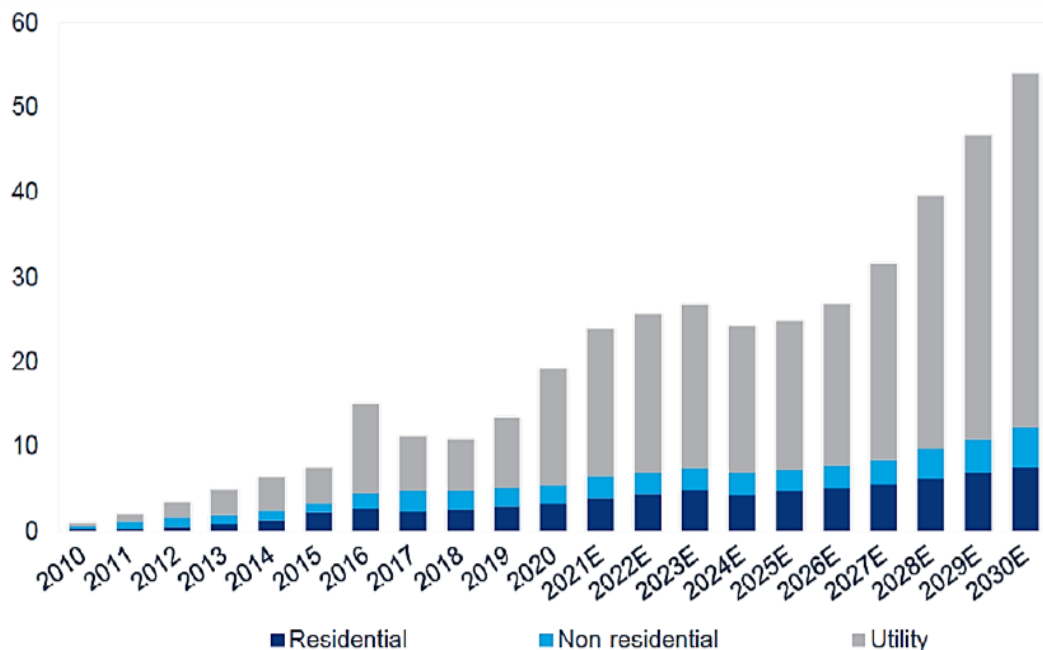
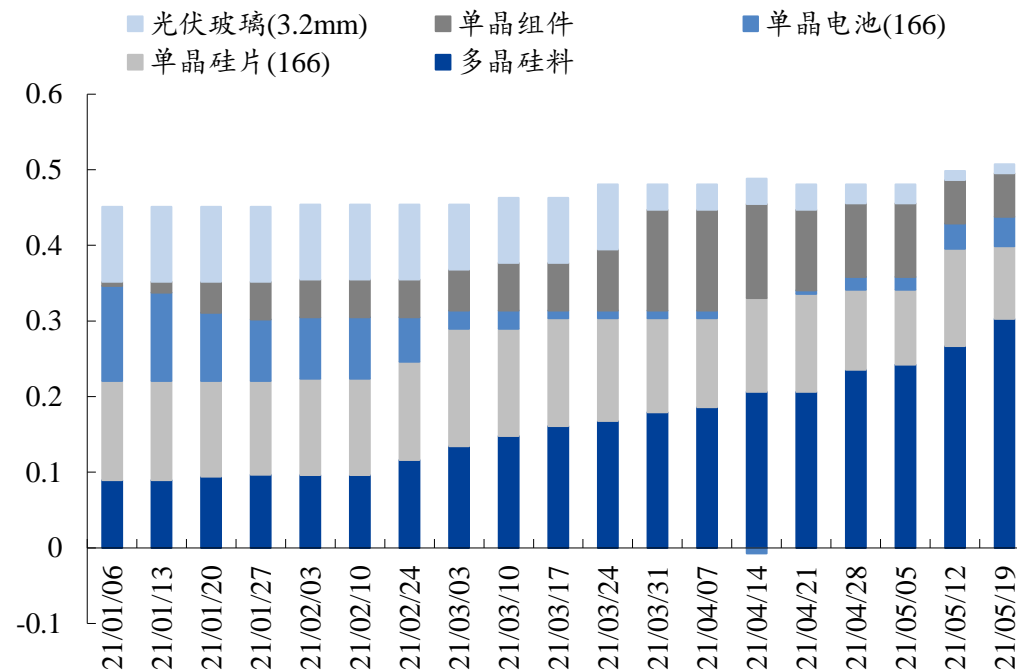


图64：光伏产业链各环节单瓦毛利润推算



- 受益于绿色发展的经济与政策导向，新能源车板块下游持续高景气，装机量占比有望持续提升，市场空间广阔。
- 美国电动车税收抵免政策再获推进，行业利好政策频传驱动行业β行情。美国参议院财政委员会提出电动车税收抵免新法案，主要内容包括：（1）单车补贴金额上限由原有的7500美元提高到12500美元。（2）取消车企累计销量达20万辆后补贴在一年内退坡的原有限制。更改为全美电动车渗透率达50%后，退税补贴在三年内逐步退坡。新法案通过概率相对较大，若法案正式落地，在高补贴的刺激下将带动较大的销售弹性，美国市场或将成为继欧洲市场后的下一个产业增长点。

图65：2021Q1新能源汽车销量较上年同期与疫前同期均有较大提升

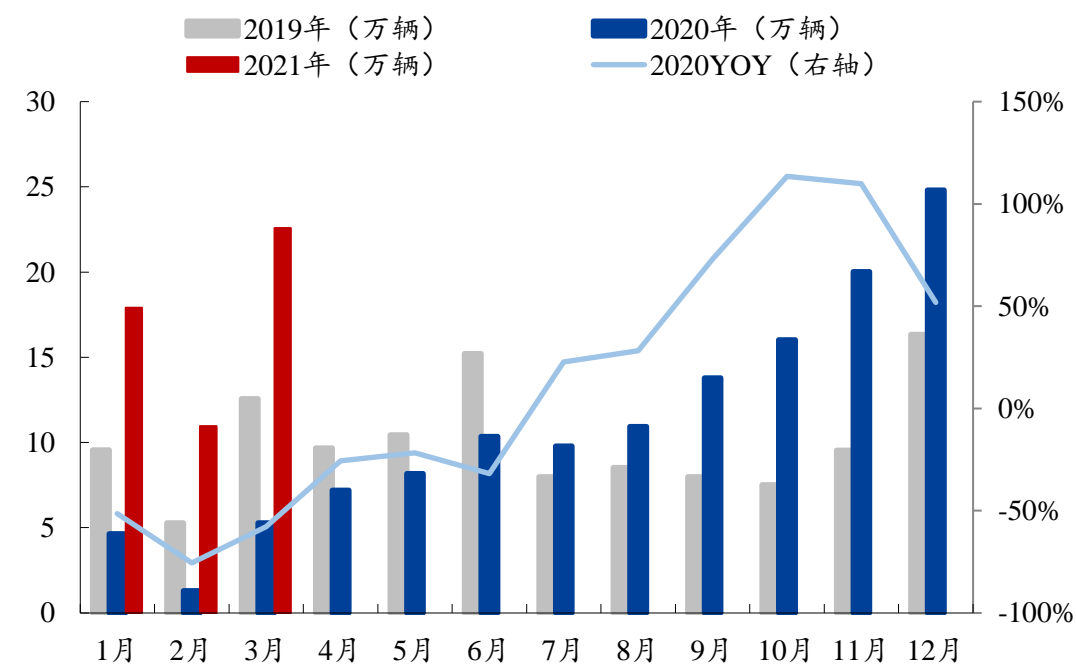


图66：美国新能源车税收优惠新法案与现有政策对比

	现有政策	新法案
抵免金额	上限7500美元	上限12500美元
退坡要求	某车企销量20万辆后，每半年退坡50%	全美渗透率达50%后，在三年内缓慢退坡
售价要求	/	低于8万美元

- 半导体板块业绩将持续受益于需求改善与产能紧张的供需格局。创新、复苏同时启动仍在推动半导体行业需求增长，而产能紧张问题在未来中短期难以缓解，高景气度有望持续。
- AR/VR设备与Mini-LED快速发展有望带动消费电子景气继续向上。以AR/VR设备为代表的新产品有望开启消费电子新产业周期，推动产业景气上行；此外，以光学光电为代表的消费电子细分赛道还将同时受到大尺寸液晶电视面板等下游需求的提振以及Mini-LED快速发展的带动。

图67：全球半导体景气持续向上

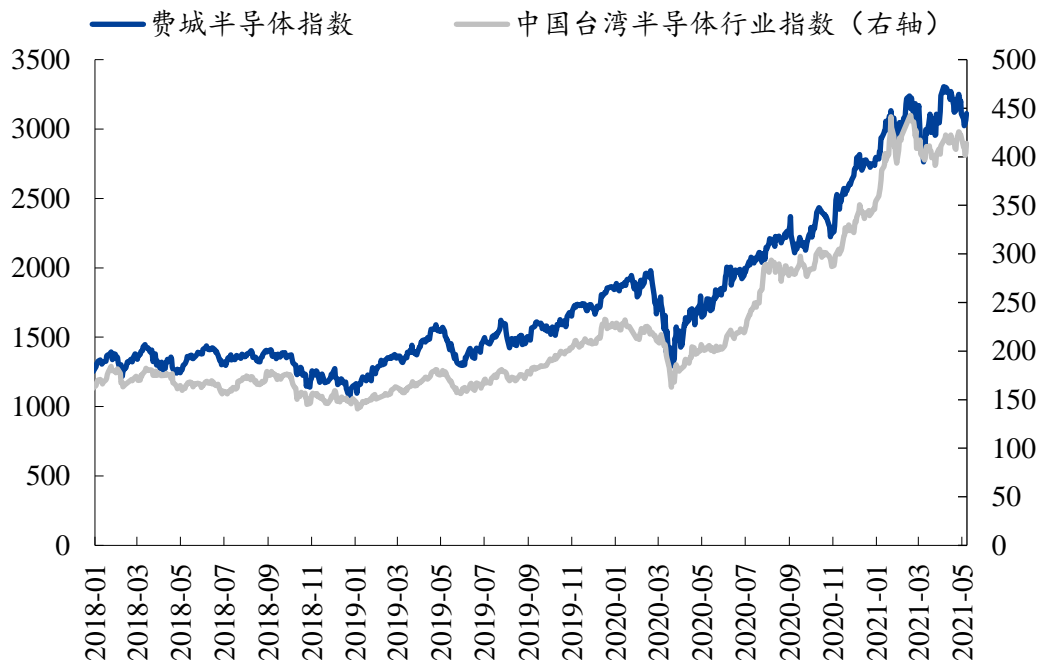
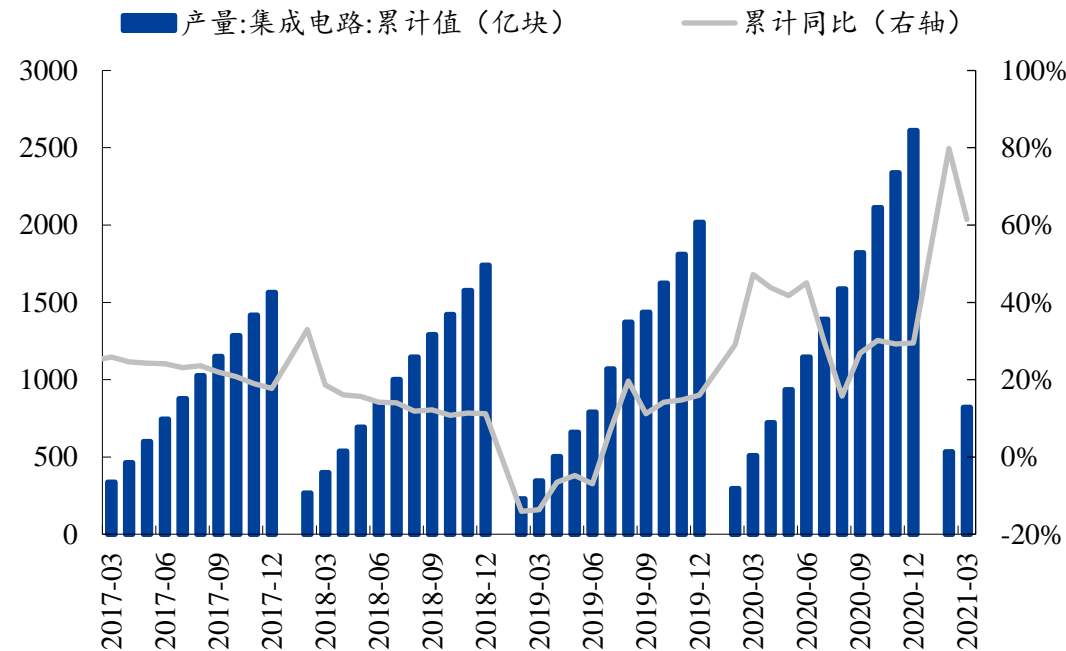


图68：中国大陆集成电路芯片产量创新高



- **AI产品逐步从可用到好用，进入加速成长期。**当前AI技术以深度学习算法为核心，是场景化的AI，细分场景落地时需要结合行业Know-how、客户需求痛点以及数据。而AI在场景的赋能所带来的价值是逐步深入的，需要和客户一起长期打磨，当前，随着AI公司不断拓宽的场景和数据积累，其产品正逐步从可用到好用。
- **有价值的结构化数据助力头部企业构建壁垒，提升规模效应。**AI所需数据并非外部海量互联网数据所能解决，很多场景甚至没有存量可用的数据，通过深入客户场景、借助算法标注、挖掘，方可获取有价值的结构化数据。因此，以头部公司为代表的在细分赛道有卡位优势的公司有望持续领跑，进一步提升规模效应。

图69：深度学习算法的精度随着数据量的增加而提升

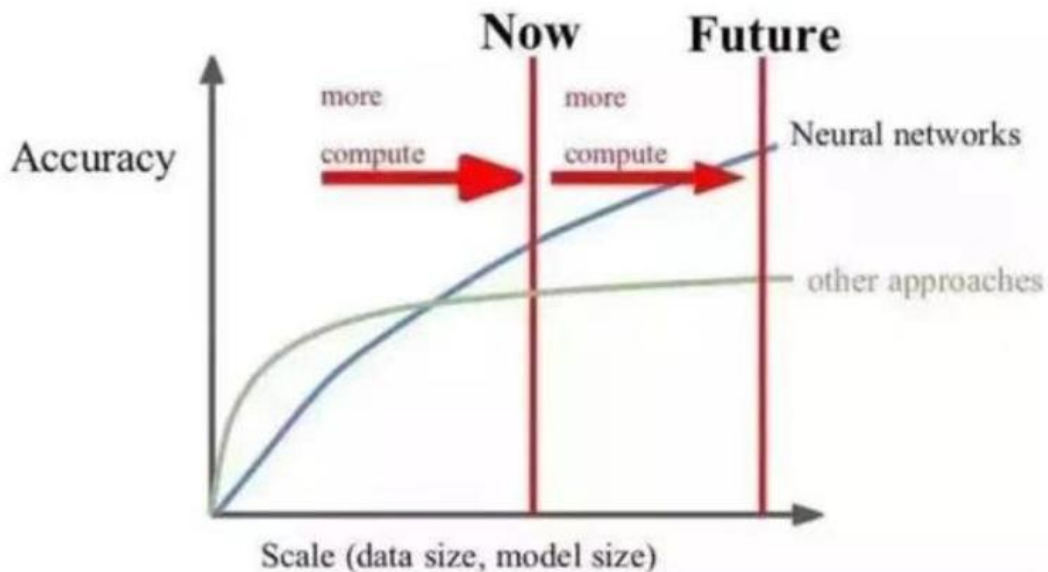
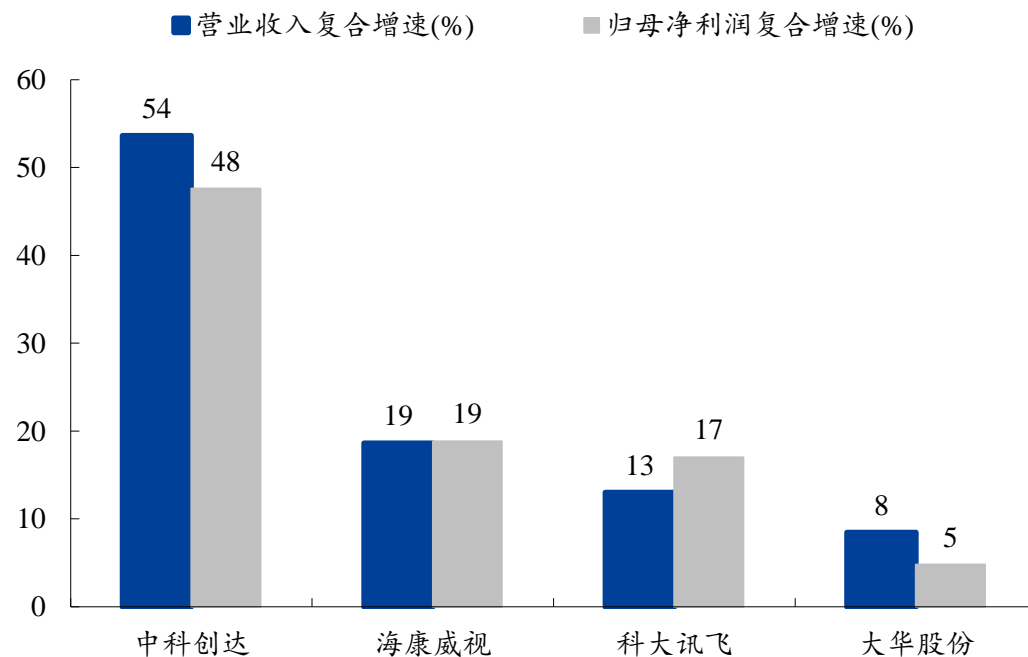


图70：国内AI公司2021Q1营业收入与净利润相比2019Q1(疫前同期)复合增速



- ❑ **CXO服务增长强劲，医药投融资、研发加速提升驱动行业高景气。**回顾国内CXO行业，头部公司相比疫前同期业绩大幅增长，国内医药研发投入、投融资规模加速提升背景下，CXO服务需求未来仍将不断扩张。此外，海外CRO产业链转移、国内创新药市场快速发展等因素也将有力支撑CXO行业高景气。
- ❑ **医美市场作为消费医疗细分领域，具备低渗透率、高客单价、高复购率、长生命周期的消费品属性，伴随居民收入水平提升，从可选消费走向必选消费。**中国市场作为全球增速最快的医美市场之一，2020 年终端市场规模接近 2000 亿元，同比增长 22.2%。预计2025年行业规模增至4000亿元，未来五年复合增速达15%。

图71：国内CXO服务公司2021Q1营业收入相比2019Q1(疫前同期)复合增速

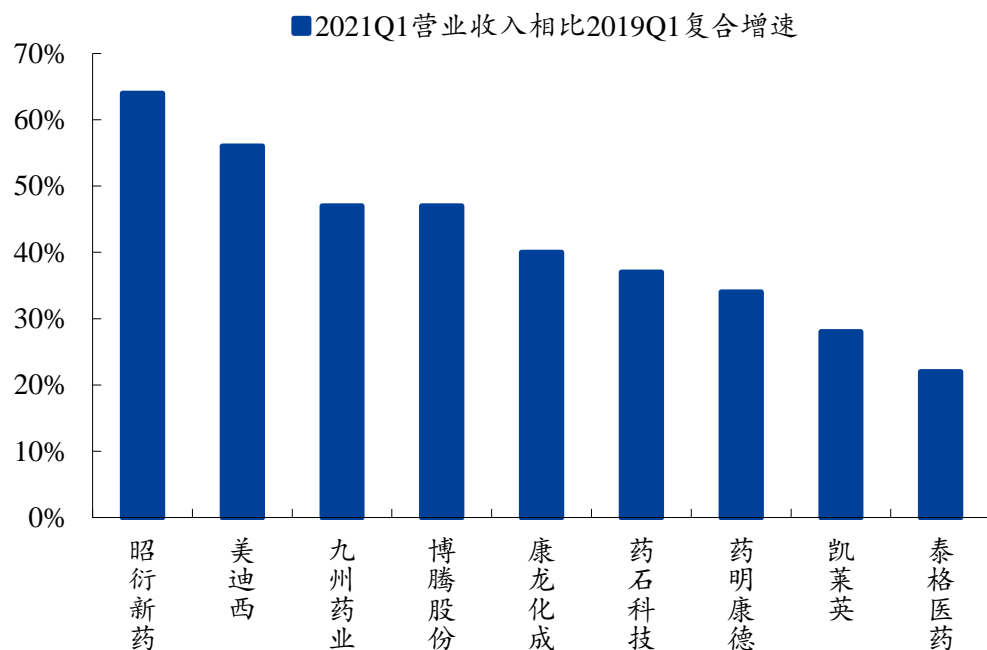
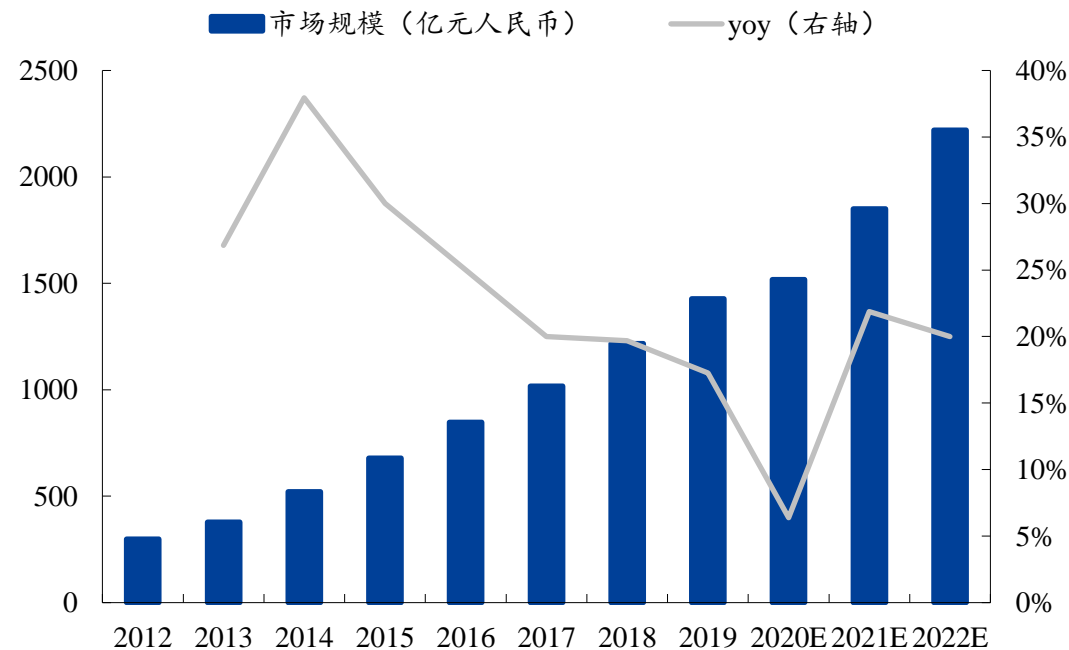
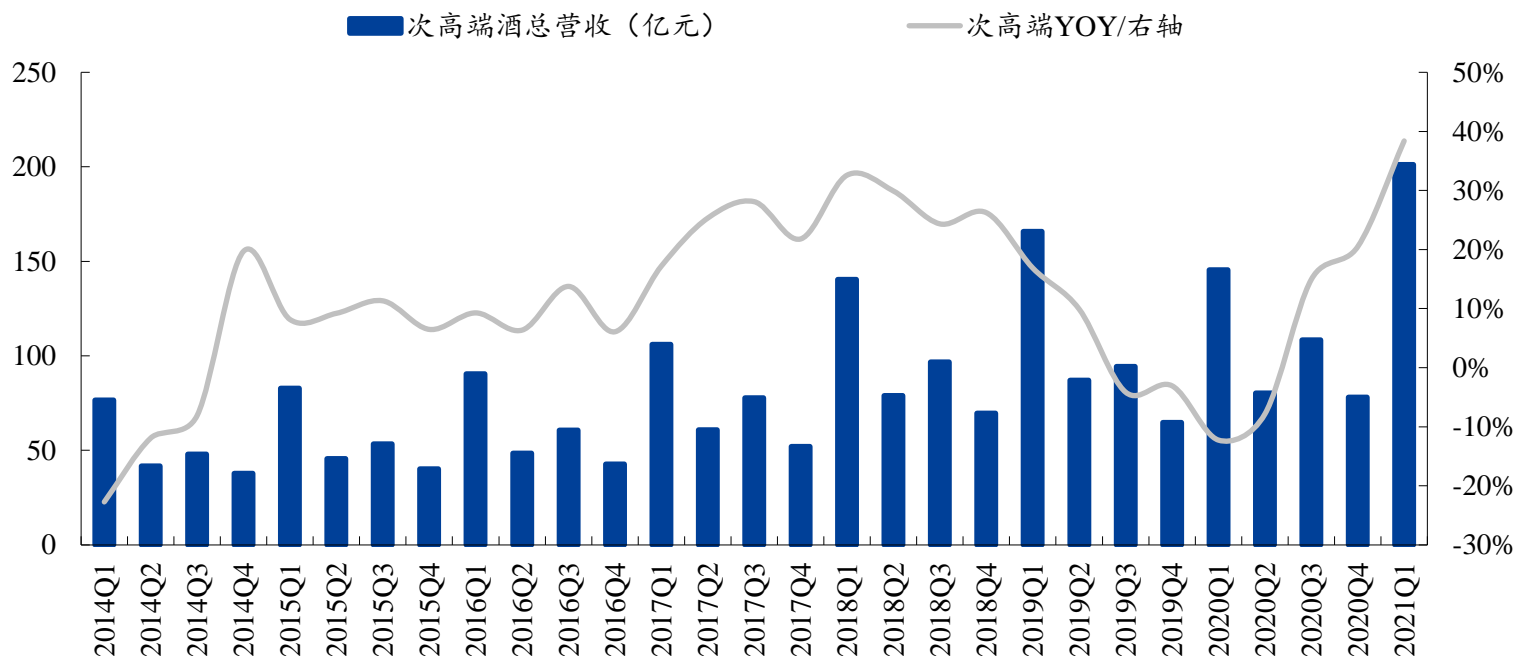


图72：中国合规医美市场规模及增速(亿元，%)



- **强刺激后经济的强复苏推动次高端白酒加速扩容。**2020下半年开始，随着强刺激后经济强复苏，白酒行业进入新一轮发展周期，中高端白酒价格带有望迅速扩容，预计2021年次高端价格带同比增速将超过35%，并会维持2年左右的高速扩容周期。
- **开启新一轮渠道招商铺市，“放大”行业增速。**对于次高端品牌而言，由于多数品牌体量在20-60亿之间，仍有较多空白市场，会加速招商和铺市，由于行业景气度较高，主流品牌多数能顺利招商和铺市，“放大”行业增速。此外，疫情清库存，终端进入加库存周期，亦是推动主流品牌进入新一轮渠道铺市周期的重要因素。

图73：次高端上市公司营收增速情况



- 1、疫情发展超预期，或迟滞各国复工复产、消费修复的节奏，从而对全球经济共振复苏的趋势形成强烈扰动，动摇企业盈利改善的基础；
- 2、宏观经济超预期波动，一方面将对企业基本面形成冲击，另一方面将对当前政策中性的市场预期形成扰动。进而导致股票市场波动加剧；
- 3、货币、金融监管等政策超预期收紧，将导致市场流动性大幅收缩，拖累市场表现。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的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。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。本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。