



研究结论

前言：2021年初至今，A股市场经历了跌宕起伏，总体震荡上行，结构性分化和个股的轮转，为投资增加了曲折，也带来了新的机会。展望下半年，支持市场长期上行的逻辑并未发生本质的改变，但对政策预期的转变或将成为新的扰动。

- **影响A股主要因素是，全球通胀快速爬升背景下的对货币政策预期和边际变化。从全球来看，我们认为欧美货币宽松政策仍将会持续，但由于通胀的快速上升，市场对欧美央行提前缩减资产购买力度的预期持续升温，这将成为影响下半年全球股票市场的重要因素。**国内来看，中国国内宏观经济政策以及货币政策也将成为下半年对市场的重要影响因素。其中，宏观经济政策方面，在宏观经济“恢复不均衡”的前提下，科技（半导体、智能制造等）、碳中和（新能源）、内需人口（医药、消费升级和细分赛道）是政策明确鼓励的方向。货币政策方面，考虑到基本面继续复苏、PPI同比增速处于高位、当前资本市场有较高涨幅可能引发收紧操作等因素，**下半年国内货币政策或将较当前收紧，东方宏观组预测社融存量增速全年或下行到10.3%，年尾或因基数原因而反弹。**
- **2021年下半年A股展望：A股市场将从流动性市场向业绩市场过渡，股市震荡上行。**我们对于A股市场的理解是，A股市场经历了流动性的推动，将逐步向业绩市场过渡。目前我们处于流动性市场第二阶段向业绩市场的过渡之中。过渡期中，股市一般以震荡上行为主。具体来看：首先业绩角度，A股业绩方向向上，增速逐步回落：截至目前，Wind一致盈利预期的全A2021年归母净利润增速进一步上升至30%。从业绩增速节奏来看，Q1或是本轮增速高点，Q2开始增速逐步下行。ROE来看，2021Q1全A主要指数的ROE进一步修复，其中净利润率上升对于整体ROE修复的带动最为明显。目前创业板指、沪深300、上证50等主要指数的ROE水平依然在10%以上，意味着A股依然拥有较有吸引力的投资回报率。其次国际比较角度，A股具备估值优势：上证综指、沪深300和上证50的市盈率约为13-15倍，低于道指和标普500指数。最后，估值和资金面角度，A股当前估值分化仍在延续：上证50、沪深300指数、创业板指静态估值分位依然处于高位，其他大部分指数的估值分位都处于历史60分位及以下水平。资金方面，随着A股机构化程度的加深，以及居民资产对于权益资产配置比例的扩大，资金有望加速流入A股。
- **下半年配置展望：**2021年下半年从自下而上选择行业景气度的重要性要大于从自上而下做配置轮动的重要性，我们重点考虑以下三个因素：（一）中长期时间维度上，行业的确性要强。（二）长期业绩维度高增长。（三）由于机构化趋势，以及长期资金的流入，适当提高对部分板块的估值容忍度。基于此，新能源车产业链、医疗服务及医疗器械、消费细分赛道、景气中游板块和二三线龙头是下半年配置的四个方向。其中，新能源车产业链重点关注业绩弹性较大的上游材料、业绩稳定增长的电解液、行业赛道宽广的隔膜、电池关键材料正极、龙头强者恒强的电池，以及估值性价比较高的整车和零部件板块；消费细分赛道涵盖范围极广，而且随着消费升级和“内循环”战略的推进，新的消费业态正在不断崛起，对应的投资机会层出不穷；医疗服务及医疗器械重点关注中短期业绩景气度高，以及中长期行业发展确定性强的医疗器械、医疗服务、体外诊断、CXO、疫苗等中长期景气的细分领域；景气中游板块和二三线龙头建议关注能够抵御或者转嫁原材料价格上涨压力、以及下游需求景气、估值性价比高的细分领域，这些细分领域集中在机械、电子、军工、化工、特钢和建材等行业之中。

风险提示

- 一、疫情超预期
- 二、政策超预期收紧

报告发布日期

2021年06月02日

证券分析师 薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

证券分析师 蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

香港证监会牌照：BQP133

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

相关报告

分化继续，注重结构性机会：——5月A股展望及十大关注标的	2021-05-05
业绩为矛，估值为盾，寻找性价比：——A股21年二季度策略展望	2021-04-05
轻舟已过万重山：——2021年A股投资策略略	2020-12-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

前言	5
市场回顾：A 股大幅波动，上行趋势不变，基本符合年度策略的判断	5
2021 年下半年国内外宏观和政策环境	6
全球经济持续复苏	6
欧美货币政策成为重要关注点	7
中国国内政策奠定今年基调	10
下半年国内货币政策或将较当前收紧	11
2021 年下半年 A 股展望	13
A 股市场将从流动性市场向业绩市场过渡，股市震荡上行	13
A 股业绩展望：方向向上，增速逐步回落	14
国际比较角度，未来 2 年业绩或将持续上行，A 股具有更高的估值优势	15
估值和资金面角度：估值分化延续，资金稳定流入 A 股	16
下半年配置展望	17
配置思路综述	17
方向之一：新能源车产业链	18
方向之二：消费细分赛道	18
方向之三：医疗服务及医疗器械	19
方向之四：景气中游板块和二三线龙头板块	19
风险提示	20
附录：各行业财务基本面和估值基本面情况	21

图表目录

图表 1: A 股指数涨跌幅 (%)	5
图表 2: 板块涨跌幅 (%)	5
图表 3: 2019 年以来, 个股涨跌情况	5
图表 4: IMF 经济预测	7
图表 5: 主要国家和地区 PMI 指数保持在 50 以上	7
图表 6: 疫苗接种人口比 (%)	7
图表 7: 美联储对未来经济的展望	8
图表 8: 美国通胀水平	8
图表 9: 铜价和预期通胀率的关系, 美元/吨, %	8
图表 10: 美国实际利率和通胀预期, %	8
图表 11: 道指和纳斯达克指数走势 (点)	9
图表 12: 美国十年期国债收益率走势 (%)	9
图表 13: 欧元区 CPI 情况	9
图表 14: 欧元区主要国家 10 年起国债收益率水平 (%)	9
图表 15: 紧急抗疫购债计划月净购买额 (百万欧元)	10
图表 16: 资产购买计划月净购买额 (百万欧元)	10
图表 17: 下半年主要政策梳理	11
图表 18: CPI 及其预测 (%)	12
图表 19: PPI 及其预测 (%)	12
图表 20: 社融增速及其预测	12
图表 21: 流动性市场和业绩市场示意图	14
图表 22: 社融同比增速, 6MMA, 领先一个季度	14
图表 23: 全 A 非金融两油 ROE 水平, %	14
图表 24: A 股主要指数 ROE, TTM 拆解, %, 倍	15
图表 25: 全球主要指数的估值和涨跌幅 (倍, %)	15
图表 26: A 股主要指数的 EPS 预测值走势 (元)	16
图表 27: 美股主要指数的 EPS 预测值走势 (美元)	16
图表 28: 主要指数的市盈率分位	16
图表 29: 北上资金加速流入 A 股	17
图表 30: 基金发行从高位有所回落	17
图表 31: 2021 年 10 年期国债收益率持续回落	17
图表 32: 新能源车产业链及相关个股	18
图表 33: 消费细分赛道及相关个股整理	19

图表 34：医药细分赛道及相关个股整理	19
图表 35：景气中游、二三线龙头板块及相关个股整理	20
图表 36：申万一级及重要二级行业的财务基本面	21
图表 37：申万一级行业的市盈率估值情况	22

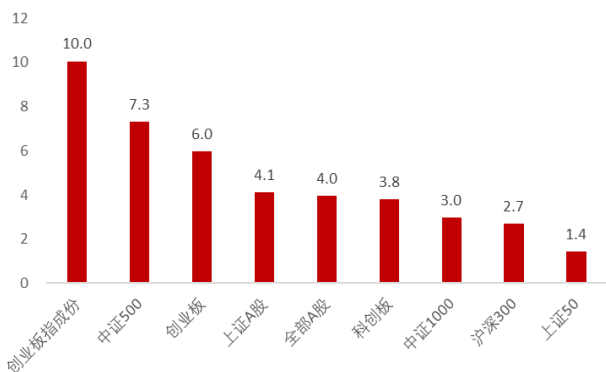
前言

2021 年初至今，A 股市场经历了跌宕起伏，总体震荡上行，结构性分化和个股的轮转，为投资增加了曲折，也带来了新的机会。展望下半年，支持市场长期上行的逻辑并未发生本质的改变，但对政策预期的转变或将成为新的扰动。

市场回顾：A 股大幅波动，上行趋势不变，基本符合年度策略的判断

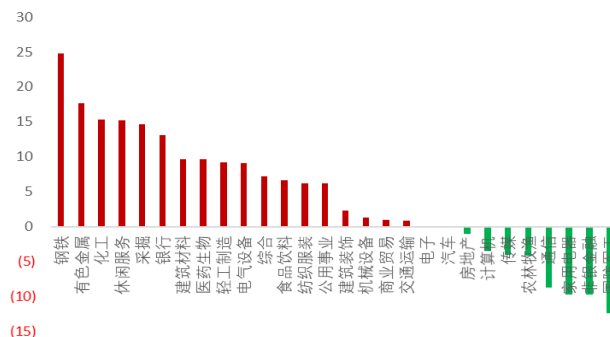
2021 年上半年，A 股经历了春节后的大幅调整，之后持续反弹。截至 2021 年 5 月 31 日，主要指数均以上涨为主。其中，创业板指成分指数和中证 500 指数分别上涨 10.0% 和 7.3%，领涨市场；钢铁、有色、化工等周期板块涨幅居前，分别为 25.0%、17.8% 和 17.3%。军工板块下跌 13.0%，殿后市场；从个股来看，500 亿以上市值的公司涨幅达 50% 的有 12 家，占 4.4%，而 100 亿以下公司上半年涨幅超过 50% 的占比达 6.2%，与 2019 年和 2022 年形成对照。

图表 1：A 股指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 31 日）

图表 2：板块涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 31 日）

图表 3：2019 年以来，个股涨跌情况

2019年1月1日	年度涨幅50%以上公司	占市值区间总家数比重	代表个股	最高涨幅
500亿以上	35家/共128家	27.3%	中信建投	253%
100亿-499亿	169家/共632家	26.7%	韦尔股份	390%
100亿以下	533家/共2780家	19.1%	万集科技	486%
2020年1月1日	年度涨幅50%以上公司	占市值区间总家数比重	代表个股	最高涨幅
500亿以上	52家/共189家	27.5%	长城汽车	341%
100亿-499亿	192家/共840家	22.8%	阳光电源	589%
100亿以下	396家/共2711家	14.6%	英科医疗	1428%
2021年1月1日	上半年涨幅50%以上公司*	占市值区间总家数比重	代表个股	最高涨幅
500亿以上	12家/共273家	4.4%	爱美客	787%
100亿-499亿	74家/共1012家	7.3%	小康股份	251%
100亿以下	176家/共2843家	6.2%	热景生物	371%

数据来源：Wind，东方证券研究所（2021 年数据截至 2021 年 5 月 31 日）

2021 年上半年行情与年度报告《轻舟已过万重山---2021 年 A 股投资策略(2020 年 12 月 21 日)》的判断基本相符:

“2021 年为蓄力之年,未来长牛周期中的过渡之年,呈现“双高”和“双低”的特征。双高指业绩高增长和估值处于高位;双低为国内宏观经济和政策风险较低,但由于估值高企,明年需放低投资预期收益率。我们认为,明年市场更多为细分领域的结构性机会。

长期来看,股市上涨因素并未削弱:低利率环境、第四次产业革命、ESG 投资理念等支撑全球股市上涨的长期因素还将持续。疫情改变人类生活和工作习惯,催化了技术创新;中国股票市场还将享受全球视角下 A 股市场相对低估、金融对外开放下长期资金入市、居民配置通过申购基金流向股市、国内产业集中度提升等国内红利。

2021 年三条配置主线:1、预期 2021 年业绩改善弹性较大、且估值适中的板块:周期、汽车、机械等板块。2、政策确定性高,业绩增长稳定板块:军工、光伏和风电设备、新能源汽车产业链、电子、人工智能和工业软件、种植种业、必须消费等板块。3、大赛道、高增长、小市值的细分龙头。”

我们认为,A 股长期上涨的逻辑并未发生改变,但随着疫情的发展,影响下半年市场的因素在发生微妙变化。

2021 年下半年国内外宏观和政策环境

2020 年以来,中国的经济复苏和疫情防控要好于其他国家,随着我国金融对外开放政策的推进,A 股与全球股市的联动性进一步加大。在全球经济还未恢复至疫情之前,无论对于经济还是股市,政策仍是关键变量。我们认为,围绕主要国家的货币政策微调 and 预期变化,将会是下半年重要的扰动因素。

全球经济持续复苏

2021 年全球经济复苏持续,IMF 上调了主要国家经济增长增速,发达国家和新兴经济体分别为 4.3% 和 5.0%,对美国 2021 年的经济增长预测为 5.1%,比去年的预测值提高了 2 个百分点。对中国经济增速预测值仍保持在 8%以上。从这可知,今年全球经济复苏持续性强。与此同时,基于疫情的反复和复苏的脆弱性,IMF 总裁仍呼吁各国政府不要过早退出政策支持。

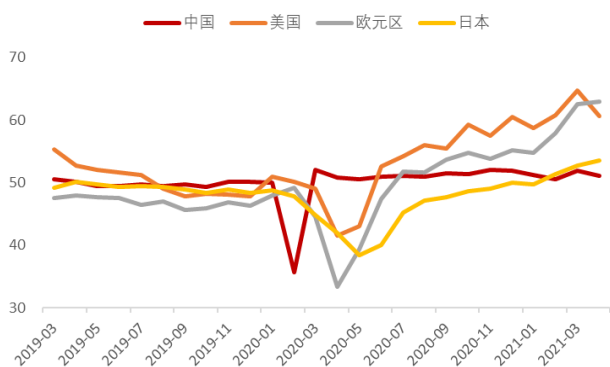
图表 4：IMF 经济预测

	GDP增速 (%)	2021年1月预测 (%)		与2020年10月预测相比 (%)	
	2020年	2021E	2022E	2021E	2022E
世界	-3.5	5.5	4.2	0.3	0.0
发达经济体	-4.9	4.3	3.1	0.4	0.2
美国	-3.4	5.1	2.5	2.0	-0.4
欧元区	-7.2	4.2	3.6	-1.0	0.5
日本	-5.1	3.1	2.4	0.8	0.7
新兴经济体	-2.4	5.0	5.0	0.3	-0.1
中国	2.3	8.1	5.6	-0.1	-0.2
印度	-8.0	11.5	6.8	2.7	-1.2
ASEAN5	-3.7	5.2	6.0	-1.0	0.3
巴西	-4.5	3.6	2.6	0.8	0.3
俄罗斯	-3.6	3.0	3.9	0.2	1.6

数据来源：IMF，东方证券研究所

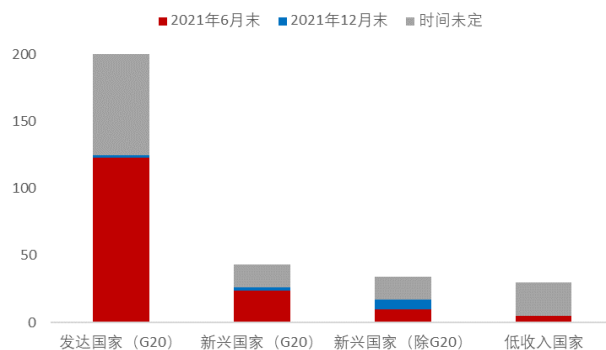
疫苗接种和需求是全球经济复苏的重要因素。虽然冬季疫情一度有所扩散，各国再次面临限制出行，但经济的复苏步伐并未受阻，中国和主要发达国家的 PMI 连续多月保持在 50 荣枯线以上。这一方面体现了经济的韧性，另一方面也归功于疫苗接种的普及和推进。根据 IMF 的预测，发达国家（G20）年内最少要完成一次接种。我国疫苗接种也在加速推进。国务院联防联控机制发布，截至 5 月 30 日，全国累计报告接种新冠病毒疫苗 63917.2 万剂次。疫苗接种加速大规模推进，5 月以来平均每天接种 1247 万剂次，是 4 月份的 2.58 倍。

图表 5：主要国家和地区 PMI 指数保持在 50 以上



数据来源：Wind，东方证券研究所

图表 6：疫苗接种人口比 (%)



数据来源：IMF，东方证券研究所（接种 2 针，200%相当于全部接种）

欧美货币政策成为重要关注点

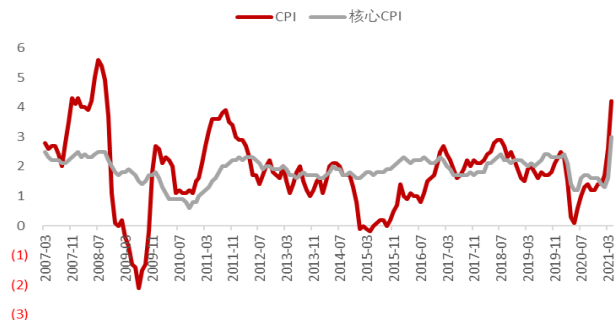
欧美经济复苏的背后，货币政策也是重要推动力。疫情以来，美联储实施了量化宽松的货币政策。4 月末的 FOMC 会议仍决定维持 0.00-0.25% 利率，并延续每月 1200 亿美元资产购买节奏不变。但随着经济复苏和通胀上行，市场预期美联储将会提前缩减资产购买（Tapering）力度。对此，美联储主席鲍威尔认为，当前因素可能只会对通货膨胀产生暂时的影响，希望货币政策在达到就业和通胀目标之前将保持宽松，现在还没有到讨论减少资产购买额度的时候。

图表 7：美联储对未来经济的展望

FRB经济展望	2021年	2022年	2023年	长期
实际GDP	6.5%	3.3%	2.2%	1.8%
失业率	4.5%	3.9%	3.5%	4.0%
PCE物价（综合）	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%
PCE物价（核心）	2.2%	2.0%	2.1%	-

数据来源：FRB，东方证券研究所

图表 8：美国通胀水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

对此，我们认为，年内美联储货币政策转向的概率相对较小，主要是由于目前美国 CPI 的上涨主要来自于二手车、住宿等因素，这可理解为经济还未完全恢复至疫情前，供给仍有很大的瓶颈。但政府财政刺激导致需求快速上升，使得供需失衡，但这都是短期的；同时，美国劳动力市场的广义失业率仍然偏高，一般来说，工资上涨是引发通胀长期上行的重要因素。目前来看，通胀持续上行仍不具备足够条件。

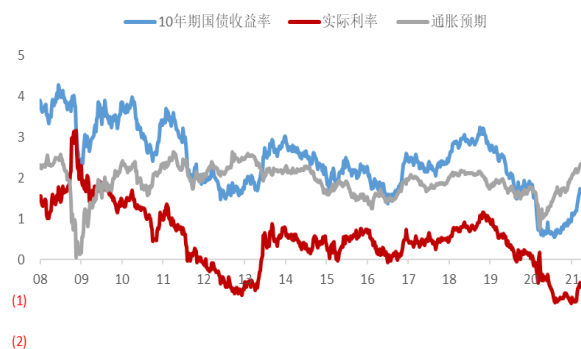
其次，本轮大宗商品价格的上涨是导致全球通胀上行的的重要原因，其中铜价是典型代表。大宗商品的上涨提升了预期通胀水平，十年期国债收益率也一路上涨，但美国的实际利率却在下行，我们认为这可能是美国经济的内生性因素，持续时间或相对较长。

图表 9：铜价和预期通胀率的关系，美元/吨，%



数据来源：Wind，<https://fred.stlouisfed.org>，东方证券研究所

图表 10：美国实际利率和通胀预期，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

综合这些因素来看，政策刺激下的美国经济复苏和通胀上行，一方面可打消对通缩的担忧；另一方面，美联储的持续宽松政策和解释对股市中期上行形成支撑，并且市场争议和预期也会对利率快速上升形成牵制。这或许也是今年美股持续上涨，而美国 10 年期国债收益率围绕 1.6%波动的重要原因。

图表 11: 道指和纳斯达克指数走势 (点)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图表 12: 美国十年期国债收益率走势 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

与美国情况相同, 市场对欧央行 (ECB) 货币政策的预期也在发生改变。虽然欧央行明确继续维持宽松的货币政策:

- 维持三大关键利率不变, 再融资利率为 0%。
- 维持 1.85 万亿欧元紧急抗疫购债计划 (PEPP), 至少持续至 2022 年 3 月底。本季度将加大 PEPP 购买力度。
- 资产购买计划 (APP) 将继续每月 200 亿欧元速度购买, 持续至上调主要利率前结束。
- 理事会将继续通过再融资业务提供充足的流动性, 特别是长期再融资计划 (TLTRO III)。

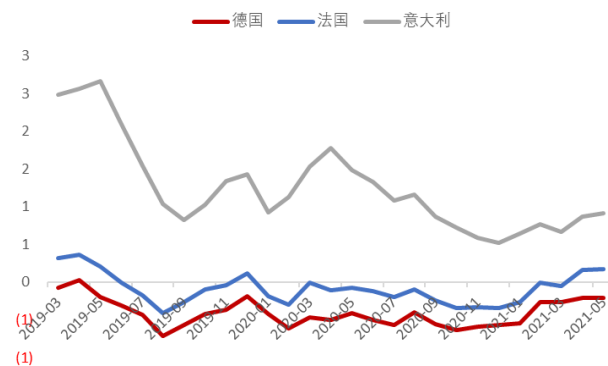
但由于欧元区通胀水平上行, 德法意大利等国十年期国债收益率陆续上扬, 欧央行实际购债额度低于表述, 市场对下半年欧央行收紧货币政策的预期不减反增。

图表 13: 欧元区 CPI 情况

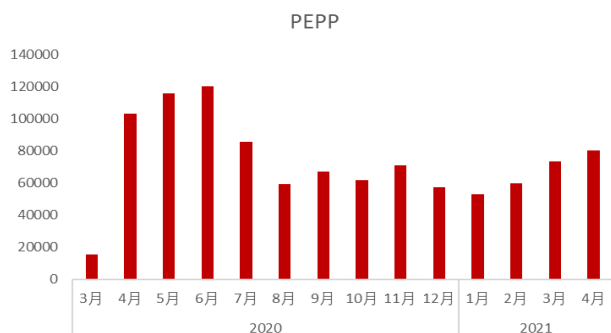


数据来源: Wind, 东方证券研究所

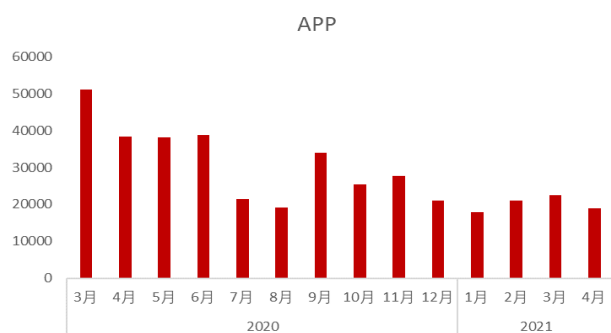
图表 14: 欧元区主要国家 10 年起国债收益率水平 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图表 15：紧急抗疫购债计划月净购买额（百万欧元）


数据来源：ECB，东方证券研究所

图表 16：资产购买计划月净购买额（百万欧元）


数据来源：ECB，东方证券研究所

综上，我们基于对通胀和经济复苏的理解，认为欧美货币宽松政策仍将会持续，但由于预期发生微妙的变化，这将成为影响下半年市场的重要因素之一。

中国国内政策奠定今年基调

中国国内宏观经济政策以及货币政策也将成为下半年对市场的重要影响因素。

两会以来，二季度中央密集召开了一系列会议并发布重要政策，这基本奠定了今年的基调。这些政策不仅影响 A 股的整体走势，对行业也是影响深远。

- 对宏观经济的判断：恢复不均衡，基础不稳固
- 货币政策：保持流动性合理充裕
- 鼓励：科技、碳中和、内需、人口等
- 限制：房价、大宗价格、反垄断、校外培训等
- 中性：医疗服务等

图表 17：下半年主要政策梳理

项目	中央表述	会议名称	日期
宏观经济	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。	中共中央政治局会议	2021年4月30日
宏观政策	保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。		
货币政策	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。		
科技	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。		
碳中和	有序推进碳达峰、碳中和工作，积极发展新能源。		
内需	促进国内需求加快恢复。		
反垄断	要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。（2021年2月7日发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》）		
大宗商品	做好重要民生商品保供稳价。		
房地产	房住不炒，防止学区房炒作。	国务院常务会议	2021年5月19日
疫情	抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。		
耕地	最严格耕地保护制度。	中央全面深化改革委员会第十九次会议	2021年5月21日
大宗商品	保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨。发挥我国煤炭资源丰富优势，督促重点煤炭企业在确保安全前提下增产增供，增加风电、光伏、水电、核电等出力。		
科技	加快实现科技自立自强，激发科技人员积极性。	国务院常务会议	2021年5月26日
教育	义务教育是国民教育的重中之重，全面规范管理校外培训机构。		
医疗服务	深化医疗服务价格改革，稳定调价预期。	碳达峰碳中和工作领导小组第一次全体会议	2021年5月26日
生态	推进生态补偿制度建设，加强同碳达峰、碳中和目标任务衔接。		
大宗商品	用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为。	两院院士大会中国科协第十次全国代表大会	2021年5月28日
碳中和	当前要围绕推动产业结构优化、推进能源结构调整、支持绿色低碳技术研发推广、完善绿色低碳政策体系。		
科技	加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。坚持把科技创新摆在国家发展全局的核心位置，全面谋划科技创新工作。		

数据来源：Wind，东方证券研究所

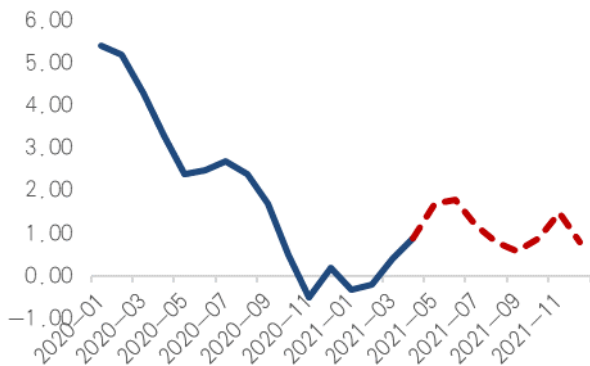
下半年国内货币政策或将较当前收紧

同时，我们认为，下半年的货币政策将会比上半年收紧。

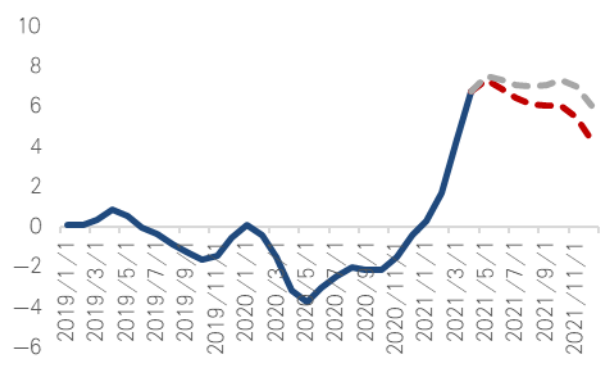
二季度银行间资金面相对宽松，主要由于：财政资金较往年充裕，政府债券发行慢于预期。展望下半年，东方宏观组预测货币政策或将较当前收紧：

（1）基本面继续复苏。

（2）通胀不是货币政策最主要考虑因素，但通胀所反映的需求旺盛程度将作用于货币政策。CPI、PPI 二季度都将进入攀升阶段，其中，低基数和疫情后的流动性扩张仍不足以对抗猪价对 CPI 的“绑架”，2021 年 CPI 整体仍将承压，我们预计高点不超过 2.5%，全年不超过 1.5%。但与此同时，PPI 压力较大。如前文所述，在投机需求被抑制，供给收缩预期趋于缓和的背景下，工业品价格环比大涨的阶段或将结束，但 PPI 下半年同比不下行的条件是环比增速保持 0.2%，这一情形并不难实现。PPI 同比增速处于高位是实体经济需求确有支撑的表现，可能成为货币政策考虑的因素之一。

图表 18: CPI 及其预测 (%)


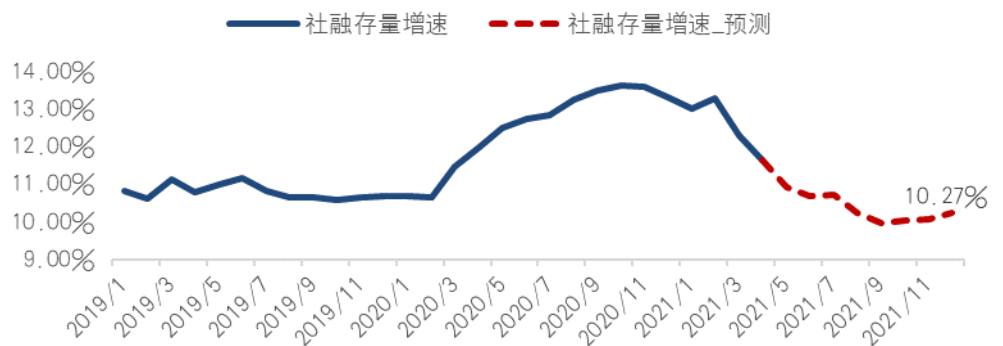
数据来源: Wind, 东方证券研究所 (东方宏观组预测)

图表 19: PPI 及其预测 (%)


数据来源: Wind, 东方证券研究所 (东方宏观组预测)

(3) 当前资本市场有较高涨幅, 可能引发收紧操作。今年 4、5 月, 伴随着银行间流动性的宽松, 债市 (中债总指数)、商品 (南华综合指数) 和股市 (上证综指) 都呈现上涨, 标志着实体经济信心的修复, 货币政策的掣肘进一步减少。

整体来说, 近两个月社融增速快速下行, 但贷款仍高于 2019 年同期, 央行注重结构多于总量。3 月 22 日在京召开全国 24 家主要银行座谈会 (部署信贷结构优化调整)、合理增加对贷款和社融增长缓慢省份的信贷投入、支持金融机构为具有显著碳减排效益的重点项目提供优惠利率融资, 与之形成对比的是对经营贷流入房市的严厉监管。我们结合多维度假设, 全年或下行到 10.3%, 年尾或因基数原因而反弹。

图表 20: 社融增速及其预测


数据来源: Wind, 东方证券研究所 (东方宏观组预测)

由此, 对 A 股市场而言, 在经济复苏过程中, 由于还未完全恢复到疫情前, 国内外的政策对股市的影响仍是较大。特别是欧美的货币政策及预期、国内宏观和货币政策, 将是重要的影响因素。

2021 年下半年 A 股展望

A 股市场将从流动性市场向业绩市场过渡，股市震荡上行

我们对于股票市场的理解是，股票市场一般会经历流动性推动期（流动性市场）、业绩上行期（业绩市场）、景气成熟期、以及萧条期。

目前，A 股市场在经历流动性推动后，将逐步向业绩市场过渡。目前我们处于流动性市场第二阶段向业绩市场的过渡之中。过渡期中，股市一般以震荡、上行为主。

一、流动性市场特征：基本面下行，货币政策宽松

流动性市场：宏观经济下行，宽松的货币政策和刺激性财政政策出台，助推宏观经济企稳；股市探底反弹，估值快速提升；十年期国债收益率下行逐步企稳。

（第一阶段①）

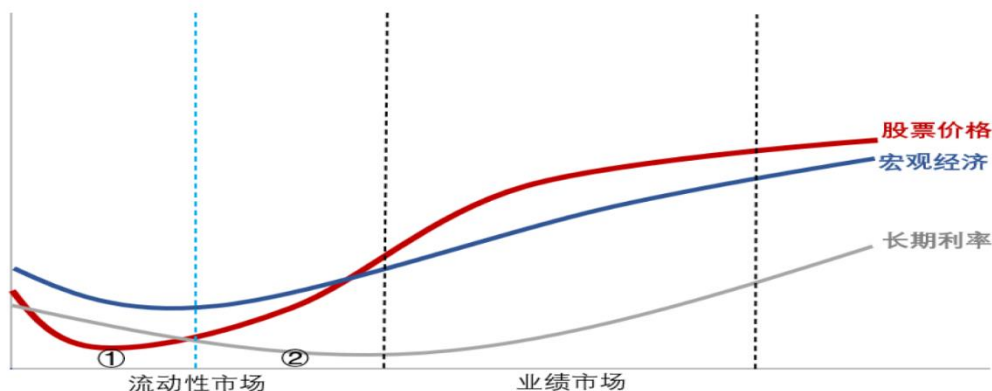
1. 经济：基本面持续下行。
2. 政策：政府出台积极的货币财政政策→经济逐步探底企稳。
3. 股市：基本面恶化→流动性推动下的上涨→估值率先复苏→股市上涨（成长股为主）。基本面继续恶化，但估值率先提升。
4. 债市/通胀：十年期国债收益率下跌；通胀下行。

（第二阶段②）

1. 经济：下行逐步探底，底部震荡。
2. 政策：刺激性的货币政策继续，但对经济的边际效应递减。
3. 股市：基本面恶化程度收窄。流动性推动下继续上行，但由于估值高企波动加大。
4. 债市/通胀：十年期国债收益率下跌逐步企稳，小幅反弹；通胀下行探底。

二、业绩市场特征：宏观经济上行，宽松的货币政策逐步收敛

1. 经济：经济反弹，加速上行。
2. 政策：货币政策开始收敛。
3. 股市：基本面逐步好转，与经济基本面紧密相关的价值股/周期股上行。但高估值公司回调。股市大幅波动，继续上行。
4. 债市/通胀：十年期国债收益率上行；通胀上行。

图表 21：流动性市场和业绩市场示意图


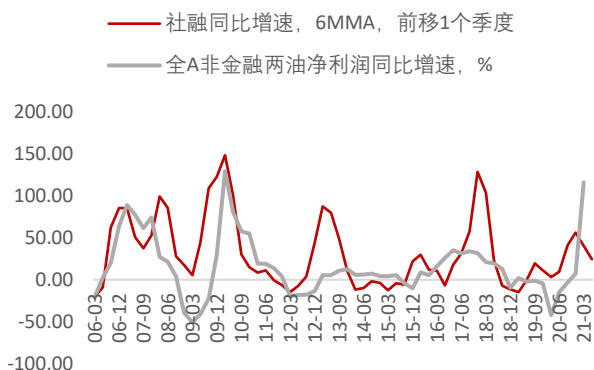
数据来源：东方证券研究所

A 股业绩展望：方向向上，增速逐步回落

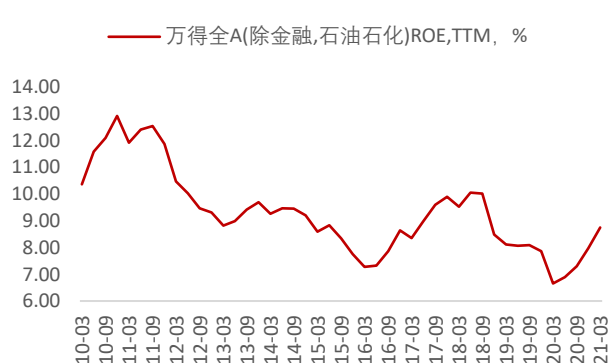
一、在 2021 年度策略《轻舟已过万重山》中，我们认为 A 股 2021 年有望延续 20 年下半年以来的增速回升趋势：“自下而上来看，以行业的 Wind 一致盈利预期作为参考来展望 2021 年，多个行业 21 年的盈利增速有望出现高增长”。截至目前，Wind 一致盈利预期的 2021 年归母净利润增速进一步上升至 30%，即从自下而上的角度来看，2021 年 A 股全年业绩向上，有望实现高增长。

二、从业绩增速节奏来看，Q1 或是本轮增速高点，Q2 开始增速逐步下行。社融同比增速 6 个月移动平均指标，是 A 股业绩较好的前瞻指标，基本领先一个季度左右，我们可以看到该指标在 2020 年 Q4 见顶之后，Q1 开始回落，这意味着 A 股盈利增速也将进入回落周期。

三、ROE 来看，2021Q1 全 A 主要指数的 ROE 进一步修复，其中净利率率上升对于整体 ROE 修复的带动最为明显。目前创业板指、沪深 300、上证 50 等主要指数的 ROE 水平依然在 10% 以上，意味着 A 股依然拥有较有吸引力的投资回报率。

图表 22：社融同比增速，6MMA，领先一个季度


数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 30 日）

图表 23：全 A 非金融两油 ROE 水平，%


数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 30 日）

图表 24: A 股主要指数 ROE, TTM 拆解, %, 倍

	ROE				净利润率TTM				总资产周转率TTM				权益乘数			
	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31
上证50指数成份	9.71	9.90	10.56	10.66	10.72	11.13	10.67	11.27	0.11	0.10	0.13	0.14	9.09	8.99	7.93	8.59
沪深300成份	9.85	10.03	10.52	10.32	10.18	10.41	11.14	11.44	0.12	0.12	0.12	0.16	7.92	7.83	7.75	8.02
中证500成份	5.90	6.56	6.38	6.37	4.13	4.55	4.49	5.11	0.46	0.48	0.47	0.69	2.86	2.83	2.92	3.11
创业板成份	12.48	12.61	13.69	12.89	11.22	11.79	11.11	11.81	0.59	0.55	0.49	0.82	1.82	1.78	1.84	1.84
WIND300除金融成份	9.05	9.70	10.08	10.47	5.45	5.89	6.24	6.61	0.59	0.58	0.66	0.80	2.82	2.78	2.61	2.74
中小100成份	12.35	12.72	14.54	14.06	10.05	10.29	10.98	11.04	0.35	0.35	0.40	0.56	3.55	3.41	3.10	3.37
万得全A(除科创板)成份	7.87	8.20	8.72	8.73	7.33	7.64	8.08	8.49	0.16	0.16	0.17	0.23	6.35	6.26	6.18	6.58
万得全A(除金融、石油石化)成份	6.89	7.30	7.85	8.08	4.69	4.96	5.28	5.75	0.54	0.54	0.59	0.81	2.65	2.60	2.52	2.64
中小综指成份	6.14	7.02	8.87	8.66	4.79	5.42	6.79	7.20	0.42	0.42	0.45	0.69	2.98	2.91	2.78	2.83
创业板综合成份	4.50	5.59	6.50	5.59	4.76	5.93	6.18	7.06	0.51	0.49	0.49	0.82	1.78	1.74	1.80	1.83
科创50成份	9.50	9.81	8.44	5.78	13.10	13.02	13.47	10.91	0.35	0.45	0.28	0.40	1.61	1.59	1.54	1.52
中证1000成份	5.30	5.74	6.47	6.74	3.92	4.19	4.23	4.92	0.58	0.57	0.64	1.11	2.32	2.33	2.26	2.22
万得全A指数成份	7.87	8.19	8.72	8.71	7.35	7.66	8.11	8.52	0.16	0.16	0.17	0.23	6.33	6.20	6.12	6.51

数据来源: Wind, 东方证券研究所 (截至 2021 年 5 月 30 日)

国际比较角度, 未来 2 年业绩或将持续上行, A 股具有更高的估值优势

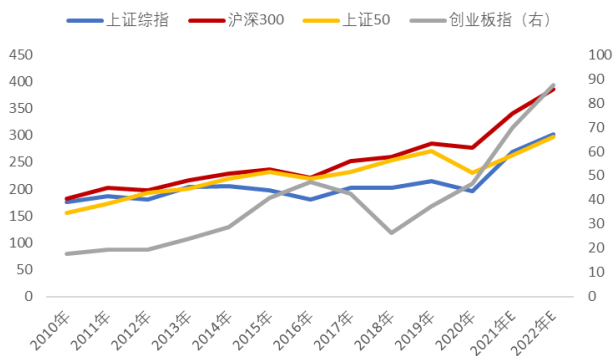
根据彭博的业绩预测, 2021 年上证综指、沪深 300 和上证 50 的市盈率约为 13-15 倍, 低于道指和标普 500 的 20-22 倍估值, A 股具有一定的估值优势。同时, 今明两年, 无论是 A 股还是美股, 业绩将会持续上行成为拉动股价上涨的主要驱动力。

图表 25: 全球主要指数的估值和涨跌幅 (倍, %)

指数	PB		PE		涨跌幅 (%)	
	2020年A	2021年E	2020年A	2021年E	2020年	2021年
上证综指	1.6	1.5	17.8	13.3	13.9	3.7
沪深300	2.3	2.1	18.8	15.6	27.2	2.1
上证50	2.0	1.8	15.8	13.8	18.9	0.5
创业板指	7.9	7.7	63.7	47.0	65.0	9.0
道琼斯工业平均指数	4.7	4.9	27.0	20.4	7.2	12.8
标普500	4.1	4.3	30.4	22.5	16.3	11.9
纳斯达克综指	6.1	6.3	58.0	31.9	43.6	6.7
日经225	2.0	1.9	31.4	20.0	16.0	6.2
富时100	1.7	1.8	93.1	14.0	-14.3	8.7
香港恒生指数	1.1	1.2	13.9	12.5	-3.4	7.0

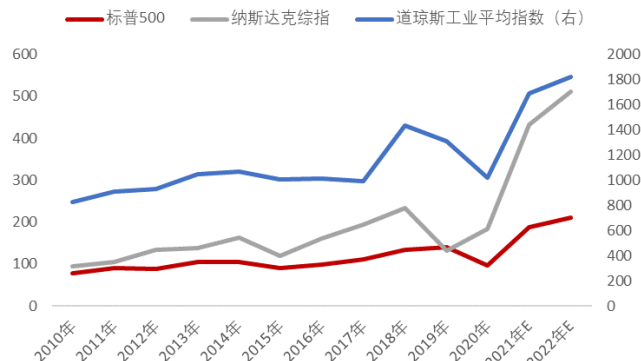
数据来源: 彭博, 东方证券研究所 (截至 2021 年 5 月 31 日)

图表 26: A 股主要指数的 EPS 预测值走势 (元)



数据来源: 彭博, 东方证券研究所 (截至 2021 年 5 月 31 日)

图表 27: 美股主要指数的 EPS 预测值走势 (美元)



数据来源: 彭博, 东方证券研究所 (截至 2021 年 5 月 31 日)

估值和资金面角度: 估值分化延续, 资金稳定流入 A 股

估值方面, 上证 50、沪深 300 指数、创业板指静态估值分位依然处于近十年以来的高位 (分别在 90/88/81 分位), 当然, 21 年盈利增长对估值会有所消化。另一方面, 其他大部分指数 (如中证 500、中小板指、中证 1000、红利指数等) 的估值分位都处于历史 60 分位及以下水平, 显示出机构重仓股和非重仓股之间的估值分化依然严重。

图表 28: 主要指数的市盈率分位

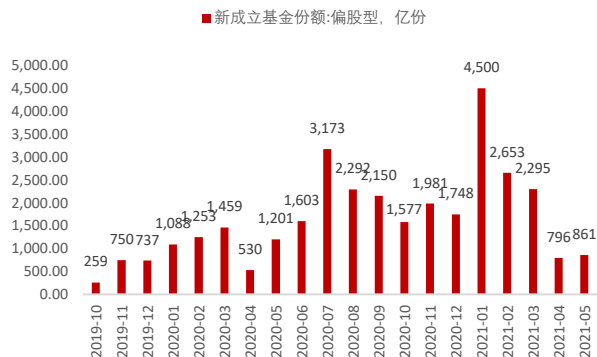
代码	简称	PE,TTM	21年预测PE	PE,TTM分位 (5YTD)	PE,TTM分位 (10YTD)	PE,TTM分位 (15YTD)	21年预测市盈率分位 (10YTD)
000001.SH	上证综指	14.54	13.11	48.44	65.46	44.70	59.05
000002.SH	上证A指	14.53	13.11	48.36	65.46	44.62	59.07
000009.SH	上证380	18.81	15.83	29.93	15.09	14.38	12.70
000010.SH	上证180	12.41	11.38	74.18	82.03	54.75	75.27
000015.SH	上证红利	6.28	5.94	1.64	10.24	6.82	9.89
000016.SH	上证50	12.48	11.79	91.12	93.09	63.33	87.99
000300.SH	沪深300	14.56	13.06	84.05	88.45	61.44	79.33
000688.SH	科创板50	73.48	70.36	35.99	35.99	35.99	34.46
000852.SH	中证1000	36.01	26.77	24.26	18.31	18.31	13.61
000903.SH	中证100	12.97	12.09	79.44	86.92	58.92	80.98
000905.SH	中证500	25.31	20.34	28.29	16.08	14.17	12.92
000906.SH	中证800	15.85	14.02	70.64	79.32	58.47	70.17
399001.SZ	深证成指	29.45	23.28	64.64	73.56	68.09	58.14
399005.SZ	中小板指	31.64	25.06	49.51	58.35	46.97	48.21
399006.SZ	创业板指	61.55	46.48	85.61	81.25	76.25	61.36
399088.SZ	深创100	40.68	33.15	34.73	34.73	34.73	28.30
399101.SZ	中小板综	35.30	26.34	18.75	28.57	28.57	22.37
399102.SZ	创业板综	76.89	53.27	55.26	69.12	71.28	47.89
399106.SZ	深证综指	36.55	27.67	52.80	62.05	51.66	46.98
399107.SZ	深证A指	36.46	27.67	52.06	61.55	51.22	46.72
399295.SZ	创业板等	70.08	53.69	98.24	98.24	98.24	75.26
399296.SZ	成长长	63.24	51.70	64.90	64.90	64.90	53.06
399303.SZ	国证2000	35.53	26.69	17.93	12.49	12.49	9.38
399311.SZ	国证1000	16.63	14.55	67.60	77.47	54.97	67.79
399330.SZ	深证100	30.66	25.24	90.46	93.46	81.37	76.96
399673.SZ	创业板50	60.17	48.23	71.96	61.76	61.76	49.51
881001.WI	万得全A	20.54	17.73	63.24	75.08	59.82	64.82
881003.WI	全A基金石化	32.87	25.71	57.48	65.87	54.86	51.53

数据来源: Wind, 东方证券研究所, 预测 PE 为 Wind 一致预期

资金方面, 北上资金加速流入, 基金发行高位回落, 国债收益率持续下行。截至 2021 年 5 月底, 北上资金累计净流入已经高达 1.4 万亿元, 其中 2021 年净流入规模已经超过 2000 亿元, 创下近三年的同期新高; 新成立偏股型基金方面, 4 月和 5 月连续两月低于千亿, 但今年全年依然有接近万亿规模成立。我们认为, 随着 A 股机构化程度的加深, 以及居民资产对于权益资产配置比例的扩大, 资金有望加速流入 A 股。

图表 29：北上资金加速流入 A 股


数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 30 日）

图表 30：基金发行从高位有所回落


数据来源：Wind，东方证券研究所（截至 2021 年 5 月 30 日）

图表 31：2021 年 10 年期国债收益率持续回落


数据来源：Wind，东方证券研究所

下半年配置展望

配置思路综述

一、总结前文，我们认为从 A 股市场来看，目前我们处于流动性市场第二阶段向业绩市场的过渡之中，估值大幅调整阶段告一段落，市场将会呈现震荡上行走势。行业间估值分化依然存在，沪深 300 和上证 50 等指数估值分位依然处于历史较高位置；而经历了上半年较大的盈利增速弹性之后，下半年盈利增速将或会逐步回落，因此未来 1-3 年的长期业绩确定性会更加重要。股市流动性方面，我们认为机构化的趋势会持续推进，虽然基金发行出现回落，但包括外资在内的机构资金将会持续流入。

二、下半年政策基调来看，在宏观经济“恢复不均衡”的前提下，科技（半导体、智能制造等）、碳中和（新能源）、内需人口（医药、消费升级和细分赛道）是政策明确鼓励的方向，而房地产、大宗商品价格、反垄断等是政策明确限制的方向，我们应当拥抱政策鼓励方向的相关行业。

因此，从配置角度来看，自下而上选择行业景气度的重要性要大于自上而下做配置轮动的重要性。

三、我们将自下而上配置思路概括为：（一）中长期时间维度上，行业的确定性要强。这种确定性体现在行业政策确定性强，以及产业趋势更好；（二）长期业绩维度高增长。包含今年在内 1-3 年业绩增速确定性高。（三）由于机构化趋势，以及长期资金的流入，适当提高对部分板块的估值容忍度。（业绩确定性大于估值）

四、因此，综合来看，新能源车产业链、医疗服务及医疗器械、消费细分赛道、景气中游板块和二三线龙头是下半年配置的四个方向。

方向之一：新能源车产业链

我们认为，未来 5-10 年，新能源汽车行业渗透率将持续提升，产业链上下游均将受益，行业空间巨大，是投资确定性最强的方向之一。

细分领域方面，重点关注过去几年盈利低位，但今年业绩弹性较大的上游材料、业绩稳定增长、行业竞争格局改善的电解液、行业赛道宽广、头部集中趋势明显的隔膜、电池关键材料正极、龙头强者恒强的电池，以及估值性价比比较高的整车和零部件板块。

图表 32：新能源车产业链及相关个股

序号	细分领域	细分领域逻辑	相关标的
1	上游材料	锂电池上游材料前几年业绩较差，今年开始业绩弹性较大；电池需求旺盛，产需缺口较大，价格持续上涨。	赣锋锂业、永兴材料
2	电解液	受益成本的快速下降，目前新能源车相较于传统燃油车已经逐渐具备性价比，销量增长也将由过去的单纯政策驱动转向需求和政策双驱动，电解液市场未来 5 年有望保持 30% 以上复合增速，2025 年市场空间超过 500 亿。目前电解液价格上涨后成本压力传导充分，电解液全年有望量利齐升。	天赐材料、新宙邦
3	隔膜	（1）锂电隔膜行业赛道宽广，2025 年全球需求有望达 180 亿平。（2）国内隔膜市场向头部企业集中，自 2016 年以来，由于隔膜行业壁垒高、盈利难的属性，不少二梯队隔膜行业纷纷退出这个市场，叠加头部企业的并购整合，最终使得行业集中度不断提升。2019 年以来，随着中材科技整合湖南中锂、恩捷股份整合苏州捷力和纽米科技，前三家在国内湿法隔膜领域的市场份额已经超过 85%，龙头企业恩捷股份更是超过 50%，后续随着头部企业在技术、融资、扩产等方面的优势，行业集中度仍有望继续提升，国内市场将不断向头部企业集中。	星源材质、恩捷股份
4	正极材料	电动化浪潮下动力电池需求爆发，三元正极材料需求有望快速增长。正极材料是锂电池产业链的重要上游环节。锂电池产业链中游可分为正极材料、负极材料、隔膜、电解液四个主要部分。其中正极材料是其电化学性能的决定性因素，对电池的能量密度及安全性能起主导作用，且正极材料的成本占比也较高，占锂电池材料成本的 30%-40%，因此正极材料是锂电池最为关键的材料。	华友钴业
5	电池	新能源汽车行业持续景气，动力电池需求旺盛。2020 年受益于新能源汽车、电动两轮车、储能等市场发展，全球锂电池出货量约为 295 Gwh；根据 EV Tank 预测，到 2025 年全球锂电池将进入 Twh 时代，出货量有望达到 1197 Gwh。龙头公司产品性能优异，布局上下游产业链，使得成本优势不断加强，同时开拓海内外客户。	宁德时代、亿纬锂能
6	整车	近期受上游原材料涨价及短期芯片供给短缺影响，汽车整车和零部件公司股价出现大幅调整，部分公司估值回到较低水平，预计随着下半年芯片短缺逐步缓解，部分优质乘用车及零部件估值将逐步得到修复。继续看好华为产业链公司及低估值、通过产品结构改善抵御成本上涨、业绩增长确定性强的公司。	长安汽车、上汽集团、吉利汽车、广汽集团
7	汽车零部件		华域汽车、拓普集团、华阳集团、新泉股份、银轮股份、德赛西威、星宇股份、三花智控、岱美股份、精锻科技、潍柴动力、均胜电子

数据来源：Wind，东方证券研究所

方向之二：消费细分赛道

我们认为，稳定的业绩增长，以及中长期持续的高自由现金流回报是消费板块高估值的基础。随着 A 股机构化趋势和对外开放趋势的持续推进，消费品会长期成为资金追捧的品种。

消费细分赛道涵盖范围极广，而且随着消费升级和“内循环”战略的推进，新的消费业态正在不断崛起，对应的投资机会层出不穷。

重点关注医美化妆品、白酒、啤酒和其他饮料、乳制品、食品、免税、酒店、家居、快递以及纺服板块龙头公司。

图表 33：消费细分赛道及相关个股整理

序号	细分领域	细分领域逻辑	相关标的
1	医美和化妆品	赛道好、空间够大、持续性强的化妆品、医美依然长期受益于消费升级、消费群体扩容，消费场景细分、年轻消费群体影响力提升等趋势。	珀莱雅、贝泰妮、丸美股份、华熙生物、爱美客
2	白酒	下半年白酒关注二线酒和部分地产酒	洋河股份、古井贡酒、今世缘、水井坊
3	啤酒和其他饮料	三季度末（9月开始）啤酒预期会提价，有催化。但到四季度转淡季，股价短期或会到高位。相对来讲啤酒具备进攻性。啤酒长期逻辑是提价、控费、高端化、集中度提升。	华润啤酒、青岛啤酒、百润股份
4	乳制品	7月份开始，乳制品同比增速受益于低基数效应。估值和业绩增速具备性价比，有防守性。	伊利股份
5	食品	目前板块估值处于高位，但业绩情况普遍较好，精选个股机会。	安井食品、绝味食品、中炬高新、安琪酵母
6	免税	免税板块，只能赚业绩的钱，估值处于高位，等待4季度估值切换。	中国国旅
7	酒店	酒店板块，估值有点贵，但具备业绩和基本面支撑。酒店逻辑在于需求复苏叠加龙头占有率提升，行业出现集中化和连锁化的发展趋势。	锦江酒店
8	家居	板块纯靠基本面推动有难度。龙头可靠长期业绩消化估值。	欧派家居、索菲亚
9	快递	快递板块经营的复杂性和公司新业务仍然有一定试错过程，需要时间消化估值；电商快递，过去1年随着新进入者极兔的冲击，出清路径演绎更加复杂，投资者倾向于耐心跟踪。	顺丰控股、韵达股份
10	纺服	港股运动服饰受益于消费升级、消费群体扩容，消费场景细分、年轻消费群体影响力提升等趋势；A股品牌服饰和纺织制造行业集中度在缓慢提升；但公募配置还是比较低，建议关注个股机会。	李宁、安踏、地素时尚

数据来源：Wind，东方证券研究所

方向之三：医疗服务及医疗器械

医疗服务、医疗器械板块受宏观经济和市场风格影响比较小，我们认为，虽然相对来讲医药板块估值一直处于各行业来看较高水平，但下半年医药板块依然存在诸多基本面看点。重点关注中短期业绩景气度高，以及中长期行业发展确定性强的医疗器械、医疗服务、体外诊断、CXO、疫苗等细分领域。

图表 34：医药细分赛道及相关个股整理

序号	细分领域	建议关注公司
1	医疗服务	爱尔眼科、三星医疗、国际医学
2	CXO	药明康德，康龙化成，泰格医药，凯莱英
3	制药	海思科
4	器械和体外诊断	迈瑞医疗，安图生物，新产业，麦克生物，佰仁医疗
5	疫苗	智飞生物，万泰生物，康希诺

数据来源：Wind，东方证券研究所

方向之四：景气中游板块和二三线龙头板块

上游涨价压力的边际缓解，以及下游需求的持续爆发，成为中游板块配置的主要逻辑。建议关注能够抵御或者转嫁原材料价格上涨压力、以及下游需求景气、估值性价比高的细分领域。这些细分领域集中在机械（如海外替代产品、锂电设备、光伏设备、煤机设备、医疗设备等）、电子（半导体、

汽车电子、品牌终端、VR 等）、军工（主机厂、材料和军工电子）、化工、特钢和建材等行业之中。

图表 35：景气中游、二三线龙头板块及相关个股整理

序号	大类	逻辑	细分领域	细分领域相关标的
1	机械	机械设备受上游原材料涨价影响会比较大，下半年若需求维持，叠加原材料价格下行，那么下半年机械设备依然会具备较大的投资机会。 另一方面，下游成长性较高的细分领域专用设备板块依然会有机会，如锂电设备、光伏设备、医疗设备、出口和海外替代逻辑、煤机设备、油服设备等。	海外替代	银都股份，海荣冷链，八方股份，九号公司，巨星科技
			锂电设备	先导智能，斯莱克，海目星
			光伏设备	金辰股份，迈为股份
			煤机设备	郑煤机、天地科技
			油服设备	杰瑞股份
			医疗设备	东富龙
			军工相关	应流股份、派克新材、图南股份、航亚科技
			其他	杰克股份、杭叉集团、伊之密
2	电子	在5G浪潮的驱动下，终端销量稳定渗透，VR、PC、汽车电子等细分领域需求旺盛；半导体保持高景气度，上游缺货情况或会延续。	汽车电子	联创电子、华润微
			品牌终端	联想集团、海康威视、小米
			VR	歌尔股份
			半导体	晶晨股份、韦尔股份、三安光电
3	国防军工	军工板块去年以及今年一季度的业绩已经兑现，今年业绩有望持续兑现，因此中报业绩高增长是军工板块最大的催化剂。	主机厂	中航沈飞，航发动力。
			军工电子	火炬电子，航天电器，中航光电，新雷能，电科院，振华科技，宏达电子，中航电测
			军工材料	光威复材，抚顺特钢，钢研高纳，利君股份；宝钛股份，中航高科
4	其他二三线制造龙头	这些板块的景气跟随经济复苏而复苏，部分公司估值依然处于低位，弹性较大。关注细分领域龙头。	化工	金能科技、中原股份、皇马科技、万华化学、新和成
			特钢等	久立特材、西部超导
			建材	苏博特、海伦股份、长海股份、旗滨集团、信义玻璃

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

一、疫情超预期

若全球疫苗接种推进低于预期，下半年存在疫情爆发超预期的风险。

二、政策超预期收紧

上半年国内政策基调偏暖；若下半年政策出现超预期收紧，那么对于全 A 风险偏好甚至是基本面都会带来比较大的不利影响。

附录：各行业财务基本面和估值基本面情况

图表 36：申万一级及重要二级行业的财务基本面

	ROE, %			毛利率, %			收入同比增速, %			归母净利润同比增速, %		
	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31
采掘	5.53	5.44	7.68	20.73	21.39	24.06	-14.52	-15.15	13.78	-31.07	-26.31	967.89
化工	4.84	7.35	10.44	18.89	19.29	21.86	-19.23	-16.06	22.77	-19.51	25.11	6415.58
钢铁	7.11	7.90	9.81	10.90	10.47	11.90	-1.88	2.52	49.46	-13.05	1.60	240.24
有色金属	2.19	5.87	7.69	8.74	9.14	10.34	13.05	14.70	50.23	-9.99	171.44	344.49
建筑材料	14.95	15.86	15.76	27.91	27.29	25.05	5.17	8.57	58.27	5.44	11.19	94.32
建筑装饰	8.65	8.77	8.82	10.79	11.25	9.75	11.41	12.18	54.85	-0.51	3.89	75.51
电气设备	7.20	8.12	8.71	22.01	20.91	21.10	13.13	15.84	54.42	40.48	56.80	138.58
机械设备	6.40	8.42	9.42	23.83	23.55	23.35	6.61	9.82	53.32	19.30	60.78	175.57
国防军工	3.42	4.12	3.97	16.20	17.06	18.54	1.51	0.99	28.38	20.64	32.18	-13.17
汽车	6.07	6.38	8.17	13.85	13.82	13.35	-4.61	-1.94	70.46	-4.85	-1.35	515.08
家用电器	13.08	16.07	17.05	23.12	23.57	22.10	-3.29	1.30	46.14	-15.36	7.42	106.00
纺织服装	2.74	3.40	4.80	31.12	30.46	31.87	-17.43	-13.27	28.99	-30.16	-24.80	285.17
轻工制造	6.24	8.84	10.24	24.14	23.26	21.45	-0.31	3.36	54.78	-6.86	20.94	164.08
商业贸易	3.61	2.43	3.44	13.24	11.81	12.18	-5.04	-0.41	36.03	-48.67	-67.91	182.73
农林牧渔	22.75	16.91	15.07	22.38	18.45	17.44	27.41	23.63	42.04	121.59	37.17	3.97
食品饮料	20.50	21.10	20.50	46.74	45.73	49.48	7.70	7.13	22.88	12.30	15.85	26.41
休闲服务	0.32	0.50	4.58	30.71	31.42	32.81	-38.41	-31.39	62.56	-86.41	-102.31	218.92
医药生物	9.45	9.58	10.54	35.18	34.70	34.94	2.44	6.56	30.39	24.83	30.27	81.90
公用事业	7.78	8.44	8.64	25.77	24.52	20.87	-1.45	0.46	28.06	15.16	23.47	54.61
交通运输	2.75	0.93	2.62	7.08	7.47	8.67	-3.45	-0.42	40.75	-75.03	-93.28	353.46
房地产	10.62	10.09	9.23	27.49	26.94	22.64	6.40	10.68	32.99	-12.77	-11.81	-14.88
电子	7.32	7.71	8.97	17.04	17.06	17.93	6.58	9.84	41.46	27.90	29.52	153.76
计算机	2.15	4.36	4.86	27.44	27.79	26.31	1.91	6.21	29.75	-32.95	-0.39	296.30
传媒	-1.58	0.20	1.08	26.21	25.53	27.32	-13.82	-12.14	26.77	-25.35	109.26	99.18
通信	1.80	3.43	3.91	25.20	24.79	25.26	2.03	3.02	19.64	286.72	238.77	110.55
银行	10.02	10.60	10.06				5.23	5.48	3.73	-7.72	0.68	4.62
非银金融	9.26	9.56	9.48	24.66	26.70	34.08	9.48	8.98	8.79	-5.67	0.60	22.66
综合	4.99	1.20	1.49	18.68	18.31	20.60	0.62	5.10	17.01	41.57	-84.64	4.83
白酒	26.32	26.49	24.98	77.26	77.55	77.97	5.27	6.82	22.76	9.72	12.09	17.61
半导体	6.22	7.44	9.57	27.55	27.31	28.52	20.02	21.40	54.65	111.28	121.76	148.23
生物制品II	9.81	9.90	9.73	56.52	56.74	56.05	2.59	5.95	39.60	25.23	23.93	89.81
化学制药	7.83	8.13	8.02	50.50	49.82	49.28	-5.19	-3.69	17.80	5.34	17.59	22.58
医疗器械II	23.38	26.14	27.02	58.50	57.57	59.89	52.62	55.19	103.56	134.44	142.77	244.04
医疗服务II	0.80	11.68	12.35	36.56	38.16	36.02	7.92	14.68	74.74	23.82	964.51	1512.92
医药商业II	9.83	9.84	11.36	13.52	13.36	12.57	2.20	8.46	24.70	9.42	7.38	39.11
动物保健II	9.86	11.12	11.21	46.08	44.19	46.83	24.64	25.60	32.34	50.27	64.43	43.70
饲料II	27.69	22.63	16.86	17.96	16.24	14.24	36.83	41.56	57.90	226.09	94.50	-36.10
电气自动化设备	7.53	9.69	10.91	31.71	30.27	30.59	14.14	13.81	48.58	55.52	77.51	401.97
汽车零部件II	5.17	5.97	7.56	18.78	18.58	18.77	-0.16	2.05	50.09	-12.23	2.93	151.54
航天装备II	2.22	5.06	7.14	24.94	24.69	30.09	-2.98	1.29	38.27	20.85	161.07	135.72
水泥制造II	16.60	16.83	16.31	28.83	28.05	23.70	6.12	9.50	55.61	-0.80	0.34	32.67
其他建材II	10.85	13.43	13.59	25.34	24.58	23.11	3.86	6.77	58.23	30.91	53.37	639.94
工程机械	16.64	18.16	19.63	24.66	24.13	23.22	24.38	30.17	87.58	31.20	39.04	153.25

数据来源：Wind，东方证券研究所，预测数据来自于 Wind 一致预期

图表 37：申万一级行业的市盈率估值情况

代码	简称	PE, TTM	21年预测PE	PE, TTM分位 (5YTD)	PE, TTM分位 (10YTD)	PE, TTM分位 (15YTD)	21年预测市盈率 分位 (10YTD)
801010.SI	农林牧渔(申万)	20.08	18.13	16.46	8.23	5.48	7.43
801020.SI	采掘(申万)	12.99	12.09	16.50	8.25	10.75	7.67
801030.SI	化工(申万)	23.46	19.15	41.89	24.35	28.55	19.88
801040.SI	钢铁(申万)	12.21	9.03	44.61	22.30	23.48	16.49
801050.SI	有色金属(申万)	33.93	26.43	26.87	24.62	29.08	19.18
801080.SI	电子(申万)	37.53	30.49	31.03	23.08	20.55	18.75
801110.SI	家用电器(申万)	19.58	20.02	66.38	78.67	56.74	80.46
801120.SI	食品饮料(申万)	51.10	48.02	95.97	97.98	88.14	92.09
801130.SI	纺织服装(申万)	30.70	35.53	55.76	63.12	52.37	73.05
801140.SI	轻工制造(申万)	24.80	23.81	43.79	21.88	22.10	21.01
801150.SI	医药生物(申万)	41.43	45.67	67.08	73.55	63.14	81.07
801160.SI	公用事业(申万)	17.60	16.56	1.93	12.83	8.55	12.07
801170.SI	交通运输(申万)	19.27	24.93	39.09	53.85	43.26	69.66
801180.SI	房地产(申万)	8.33	8.12	4.49	2.24	1.49	2.18
801200.SI	商业贸易(申万)	24.85	25.60	42.30	49.12	36.41	50.60
801210.SI	休闲服务(申万)	87.53	61.20	83.13	90.50	87.97	63.27
801230.SI	综合(申万)	48.31	92.05	64.36	63.97	50.45	121.88
801710.SI	建筑材料(申万)	13.88	12.38	33.05	18.88	12.58	16.84
801720.SI	建筑装饰(申万)	8.23	7.38	2.02	1.01	0.67	0.90
801730.SI	电气设备(申万)	39.79	37.67	56.21	55.94	48.27	52.97
801740.SI	国防军工(申万)	59.85	68.68	24.44	35.09	43.67	40.26
801750.SI	计算机(申万)	53.37	54.64	37.28	49.20	54.16	50.37
801760.SI	传媒(申万)	30.49	58.04	19.96	11.00	7.33	20.95
801770.SI	通信(申万)	33.33	35.70	3.42	7.55	17.27	8.09
801780.SI	银行(申万)	7.75	6.28	93.54	91.94	62.86	74.49
801790.SI	非银金融(申万)	15.01	16.34	18.93	16.35	12.62	17.80
801880.SI	汽车(申万)	24.78	27.16	82.30	85.38	74.21	93.56
801890.SI	机械设备(申万)	24.04	24.86	2.39	23.28	23.51	24.07

数据来源：Wind，东方证券研究所，预测数据来自于 Wind 一致预期

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn