

# 牛心熊胆，成长为王

---

安信策略团队

陈果 SAC执业证书编号：S1450517010001

2021.06



# 市场回顾：牛心熊胆，从“复苏牛”转向“高质牛”的过渡期



# 市场展望：牛心熊胆，配置主线围绕快车道

- 维持年度报告《从复苏牛迈向高质牛》判断，2021年是A股从复苏牛迈向高质牛的过渡年。
- 复苏牛已经完成：疫情以来的经济与价格周期正在或已经见顶。复苏之后，面临的是经济增速中枢下移。但A股中长期牛市的基石未变：经济转型升级，优质公司ROE/ROIC上升，中国居民增配A股。
- 过渡期，操作上宜牛心熊胆：下半年增长放缓，但再宽松力度有限，整体市场依然不是趋势市。牛心与熊胆，时间上交织，结构上分化。
- 龙头躺赢策略逐步失效：核心资产分化加剧，与经济总量增速强相关的龙头公司不再享受高估值溢价，未来将跟随行业景气预期下行逐步走弱。
- 配置主线围绕快车道，物以稀为贵：后疫情时代，复苏之后是增长放缓，长期成长赛道+短期景气向上的公司稀缺，会维持高估值水平，虽然其在外部扰动下，也会有回撤，但回撤后，依然将是市场配置主线。
- 重点关注行业：半导体、新能源、医疗服务、军工、新材料、人工智能等。
- ◆ 风险提示：1. CPI超预期；2. 超预期信用风险；3. 疫情超预期。

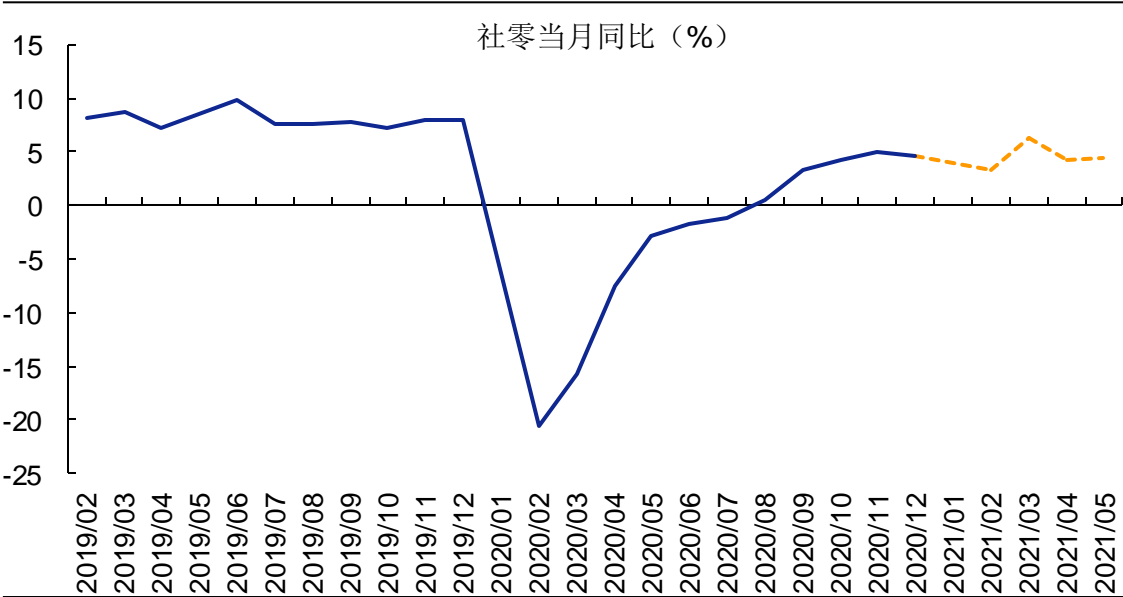
# 一、“复苏牛”逐步过渡向“高质牛”



# 复苏牛已经完成

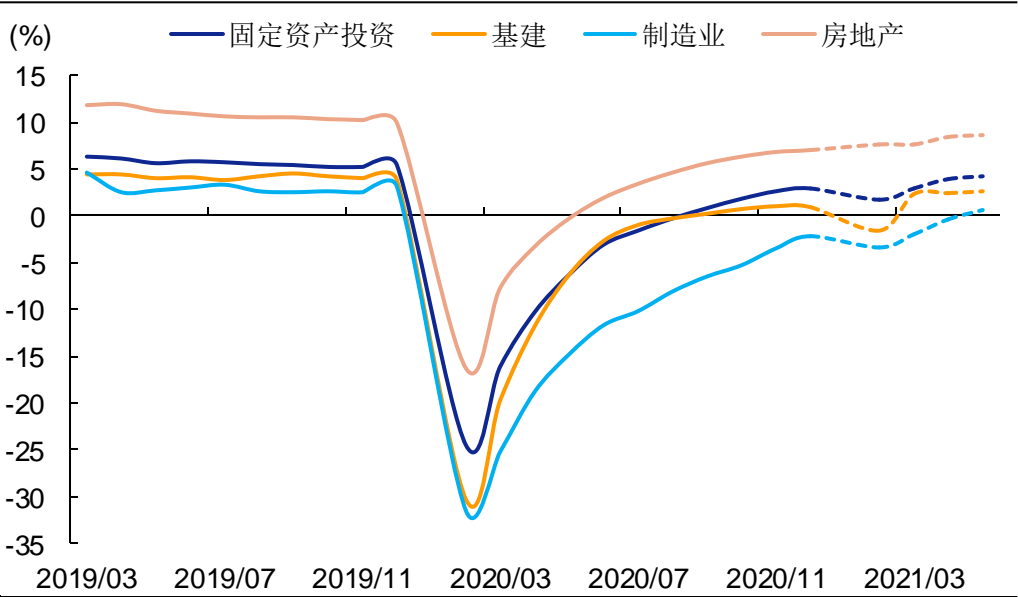
- 中国经济的填坑式复苏基本完成，在预防性储蓄等因素制约下，下半年动能趋弱。

图1：消费增速缓慢趋近疫情前



资料来源：Wind，安信证券研究中心  
注：今年数据为两年平均复合增速

图2：投资增速缓慢趋近疫情前

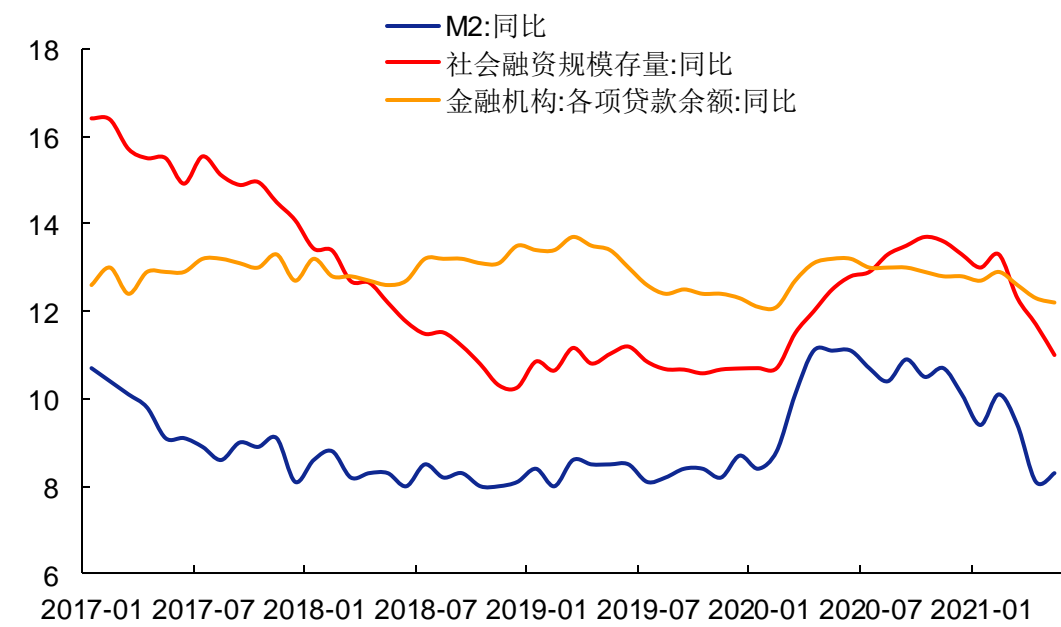


资料来源：Wind，安信证券研究中心  
注：今年数据为两年平均复合增速

# 货币与信用条件回归正常化

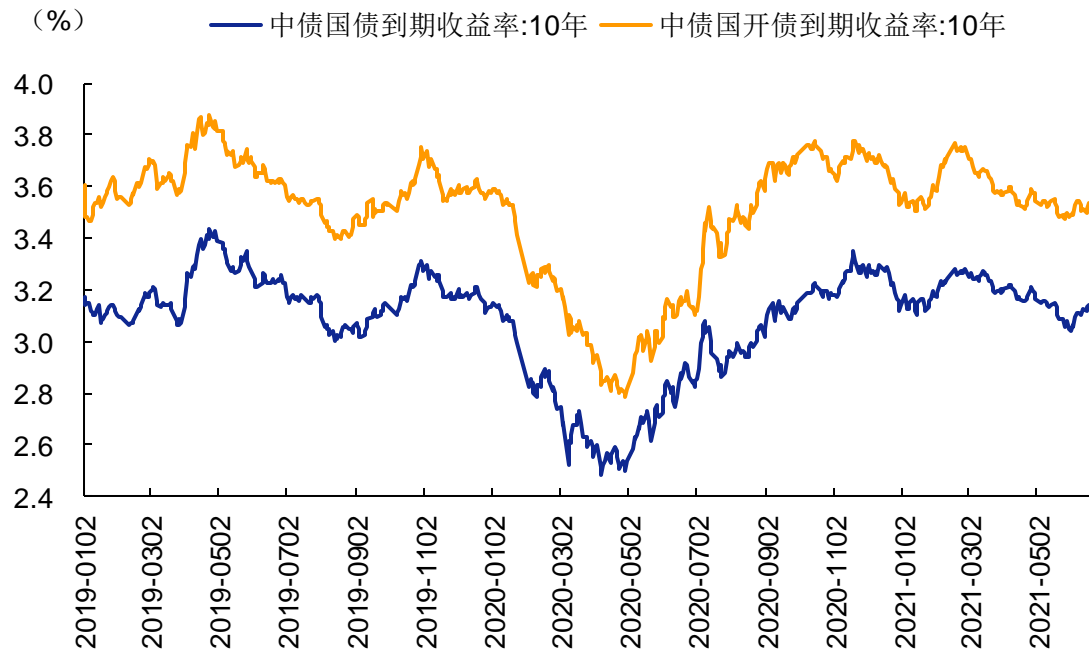
- 货币和信用环境逐步回到疫情前水平。

图3：社融增速向疫情前水平回归



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图4：中国10年期国债和国开债收益率接近疫情前水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 经济进入新常态，中国潜在产出增速中枢平稳下移

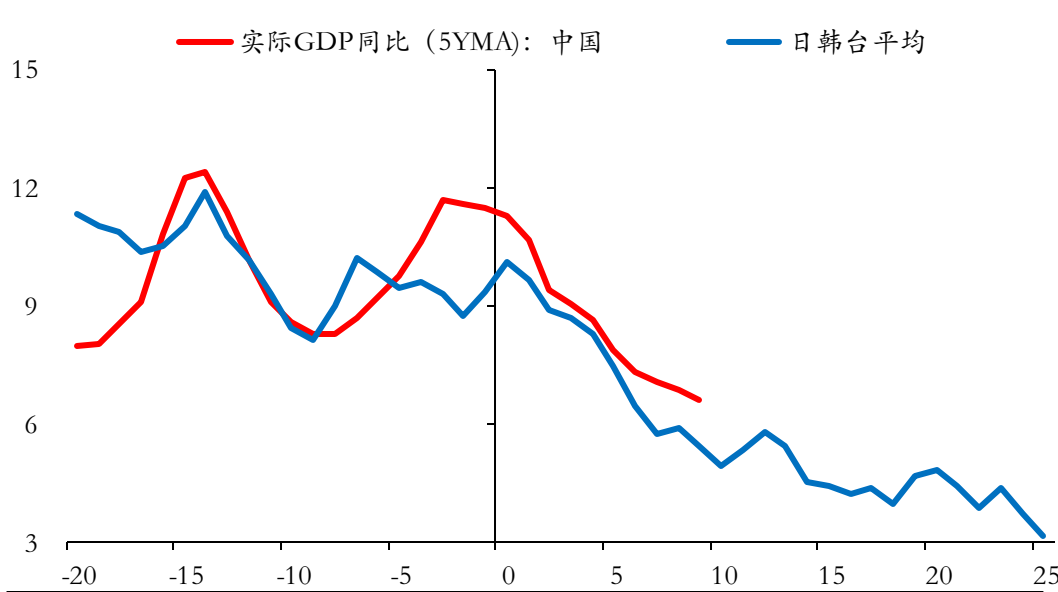
- 人口因素：人民银行工作论文测算表明，十四五期间中国潜在产出增速将从5.7%下滑至5.1%，从要素上看劳动力数量和固定资本是最大拖累项。
- 转型过程：参考日韩台等地转型历史经验，转型过程中的GDP增速将不断下沉。

表1：2021-2025年我国潜在产出增速预测情况

		各要素拉动（百分点）				潜在产出增速（%）
		固定资本	劳动力		TFP	
			质量	数量		
预测	2021	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.7
	2022	3.6	0.5	-0.1	1.7	5.5
	2023	3.5	0.5	-0.2	1.8	5.5
	2024	3.4	0.6	-0.2	1.8	5.3
	2025	3.1	0.6	-0.3	1.7	5.1

资料来源：人民银行调查统计司测算，安信证券研究中心

图5：转型过程中的GDP增速不断下沉



资料来源：Wind，安信证券研究中心



# 总量增速稳中趋缓，优质赛道仍在上行

- 在经济总量增速下行的背景下，许多行业不再拥有高速扩张的机会，但随着相关行业的成熟，部分消费、科技细分赛道盈利能力突出。
- 部分科技类行业拐点到来，已经进入高速成长阶段。

图6：一些消费、科技细分赛道盈利能力突出

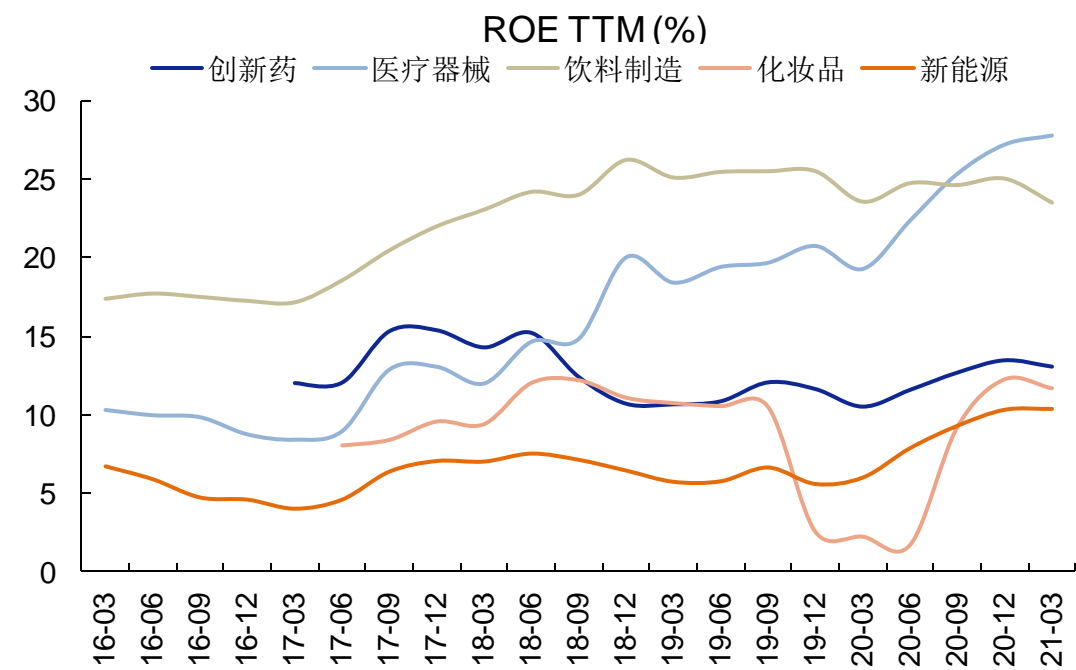
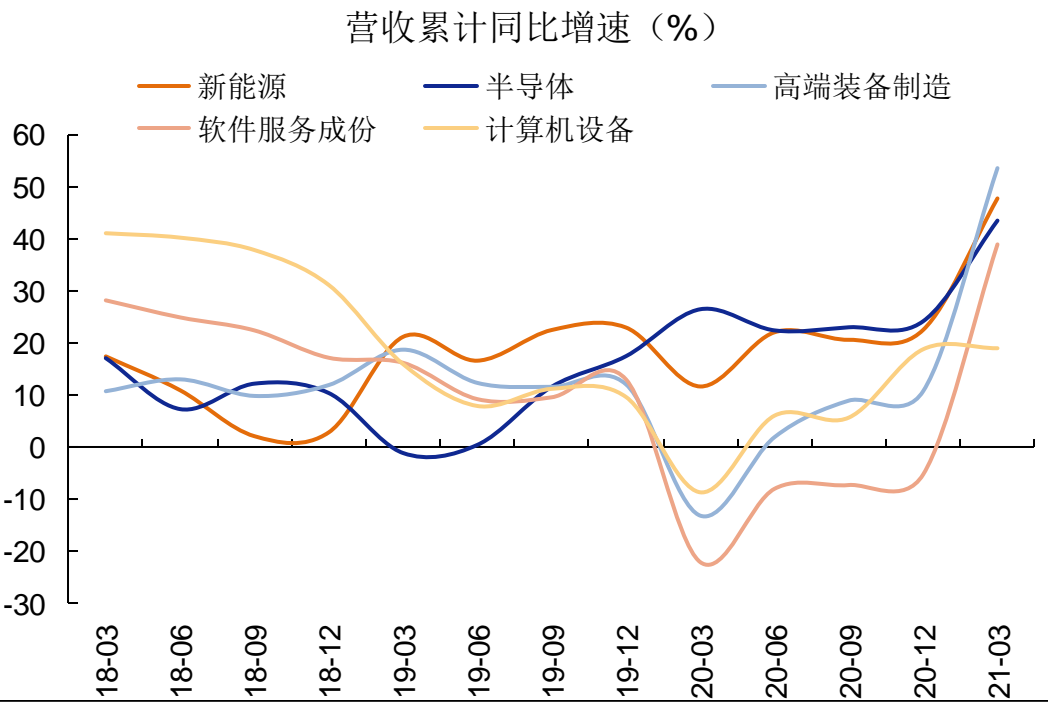


图7：一些科技类行业已经进入高速成长阶段





# 制造业：新旧动能转换，投资结构优化

- 近期投资加速行业主要有：纺织、运输设备、化纤、仪器仪表、电气机械、金属制品、电子设备、汽车、专用设备。
- 近期投资降速行业主要有：烟草、黑色金属、石油煤炭等。

表2：制造业投资修复结构分化

细分产业		2021-02	2021-03	2021-04	1-2月较疫情前	1-3月较疫情前	1-4月较疫情前	1-4月累计 同比增速 环比1-3月	近两年 走势图
工业 原材料	化学纤维制造业	-14.61	-5.94	-2.69	-10.81	8.16	17.21	3.25	
	非金属矿物制品业	-2.01	-0.89	0.94	-15.61	-13.19	-8.36	1.82	
	化学原料及化学制品制造业	4.57	1.44	2.54	-3.53	-9.86	-2.96	1.10	
	有色金属冶炼及压延加工业	3.21	4.95	5.35	13.81	22.05	17.05	0.40	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.30	7.19	5.10	-18.70	-13.81	-12.30	-2.08	
	黑色金属冶炼及压延加工业	34.66	28.10	25.14	22.36	-2.50	-18.16	-2.96	
高技术 产业升级	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-8.09	-1.52	3.27	1.61	7.18	11.47	4.78	
	仪器仪表制造业	10.46	5.22	8.92	-2.14	-11.38	-3.98	3.70	
	电气机械及器材制造业	-4.17	-4.13	-1.19	-1.97	-1.03	5.31	2.94	
	金属制品业	-8.69	-7.85	-5.02	-15.09	-10.55	1.08	2.84	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	13.95	12.28	15.00	16.55	6.78	8.30	2.71	
	汽车制造业	-17.24	-16.10	-13.52	-25.34	-15.10	-12.12	2.58	
	专用设备制造业	1.10	0.34	2.31	-15.20	-8.96	-5.89	1.98	
	医药制造业	13.03	12.12	13.80	2.53	2.42	3.40	1.68	
食品制造	通用设备制造业	-10.34	-10.11	-8.49	-23.04	-16.91	-10.29	1.62	
	食品制造业	-5.50	-5.63	-3.84	-8.50	-10.03	-4.04	1.80	
	农副食品加工业	-2.87	-2.04	-0.72	1.53	4.66	5.58	1.32	
	酒、饮料和精制茶制造业	-2.92	-1.01	-1.61	-13.92	-4.21	-7.01	-0.60	
其他 生活资料	烟草制品业	-10.28	10.24	3.27	10.12	20.44	9.47	-6.96	
	纺织业	-16.40	-13.77	-8.92	-34.20	-22.77	-9.72	4.86	
	家具制造业	-10.71	-13.94	-12.15	-16.51	-25.44	-20.95	1.80	
	橡胶和塑料制品业	-3.13	-3.23	-1.65	-11.33	-10.93	-5.05	1.59	
	造纸及纸制品业	-1.42	-3.89	-3.40	4.18	6.01	5.50	0.48	
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-11.62	-13.90	-13.44	-18.32	-18.90	-18.24	0.46	
	纺织服装、服饰业	-21.23	-20.33	-19.88	-28.73	-31.73	-23.08	0.45	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-14.36	-12.78	-12.72	-7.96	-9.58	-14.62	0.06	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-10.43	-11.67	-11.90	-17.93	-9.67	-10.10	-0.23	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-5.17	-8.70	-9.32	8.03	0.80	-1.22	-0.63	

# 今年以来高端制造业中呈现高景气

- 从今年以来工业品产量/制造业投资/上市公司一季报数据来看，制造业呈现明显的结构亮点：电子、运输设备及专用设备等高成长性高端制造业板块景气高企、韧性较强。
- ✓ 短期催化：海外疫情冲击下供应链受挫，国内部分高端制造产品具国产替代+海外市场扩张逻辑；
- ✓ 中期逻辑：工业企业盈利尚佳，产能利用率仍处高位，叠加近期大宗回落改善企业现金流情况，高端制造业朱格拉周期有望开启；
- ✓ 长期背景：人口红利趋弱、劳动力成本上升，以劳动密集型产业驱动经济发展的模式已难以为继，经济结构具转型升级诉求；此外，人才红利不断释放，将以科技创新驱动生产方式进步。

图8：5月高端制造工业品产量维持高景气

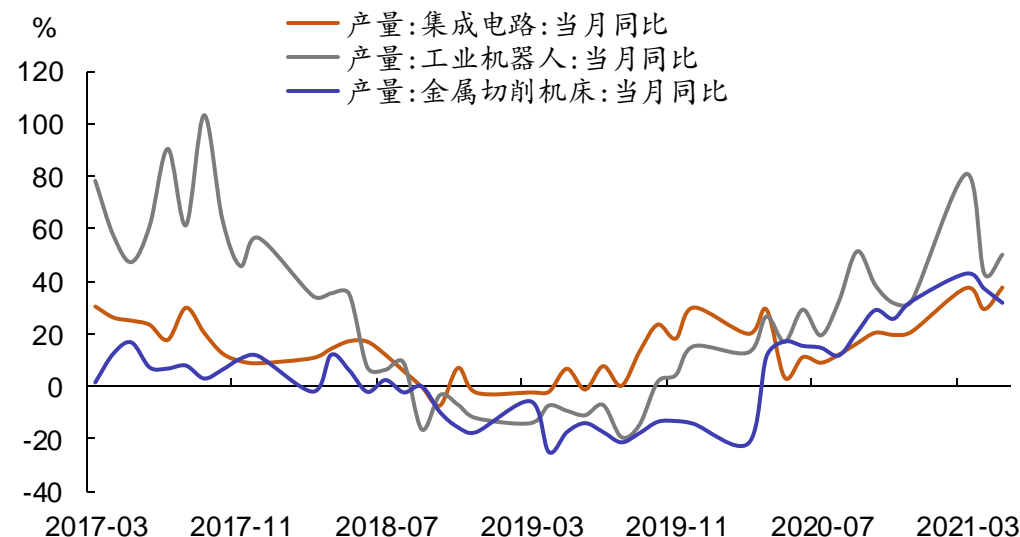
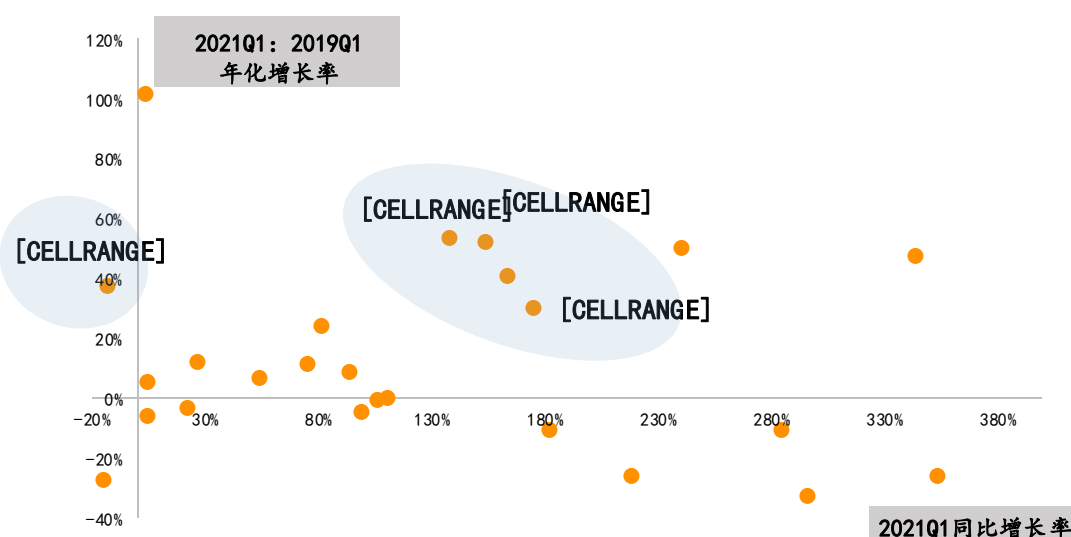


图9：一季报高成长性高端制造业表现亮眼



# 经济转型升级，高端制造占比提升是长趋势

- 从美国和日本的经验来看，经济转型升级的过程也同时是中高端制造业占比不断提升的过程。

图10：日本经济转型升级期间，中高技术制造业占比上升了10%

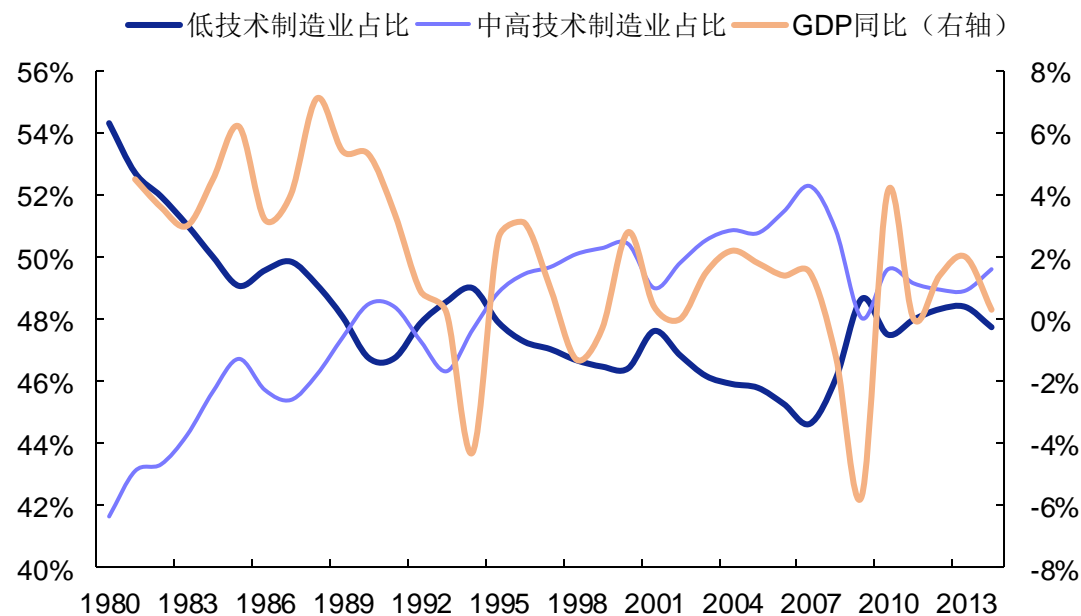
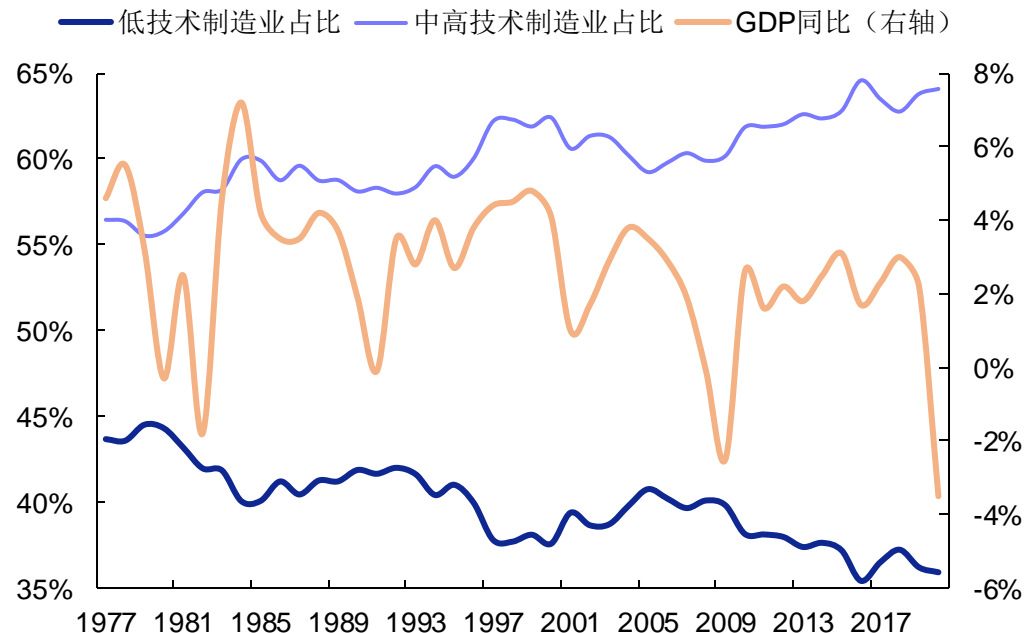


图11：美国中高技术制造业占比较高，且持续保持上升趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：该指标为低/中高制造业增加值的占比，其中中高技术制造业：电气设备、计算机、电子设备、运输设备等；低技术制造业：食品饮料、纺织、服装鞋帽、造纸、金属能源、家具木材等。

资料来源：Wind，安信证券研究中心

“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>



# 产业周期蓄势待发

- 受损于疫情，2020年5G基站建设速度明显偏慢，导致整体产业链爆发时点延后。
- 当前上中游基站+传输网络持续建设、下游终端设备5G手机放量+海外VR/AR反响较好、应用端4K视频+计算机视觉已有所表现；
- 中期来看，5G应用周期尚未开启，关注度可渐提升。随网络铺设速度加快，新型终端设备（AR/VR、智能汽车、智能家居）及新型软件应用有望爆发，并带动车联网/工业互联网/物联网/远程医疗等场景。下半年基本面有望继续边际改善。

图12：5G产业链梳理

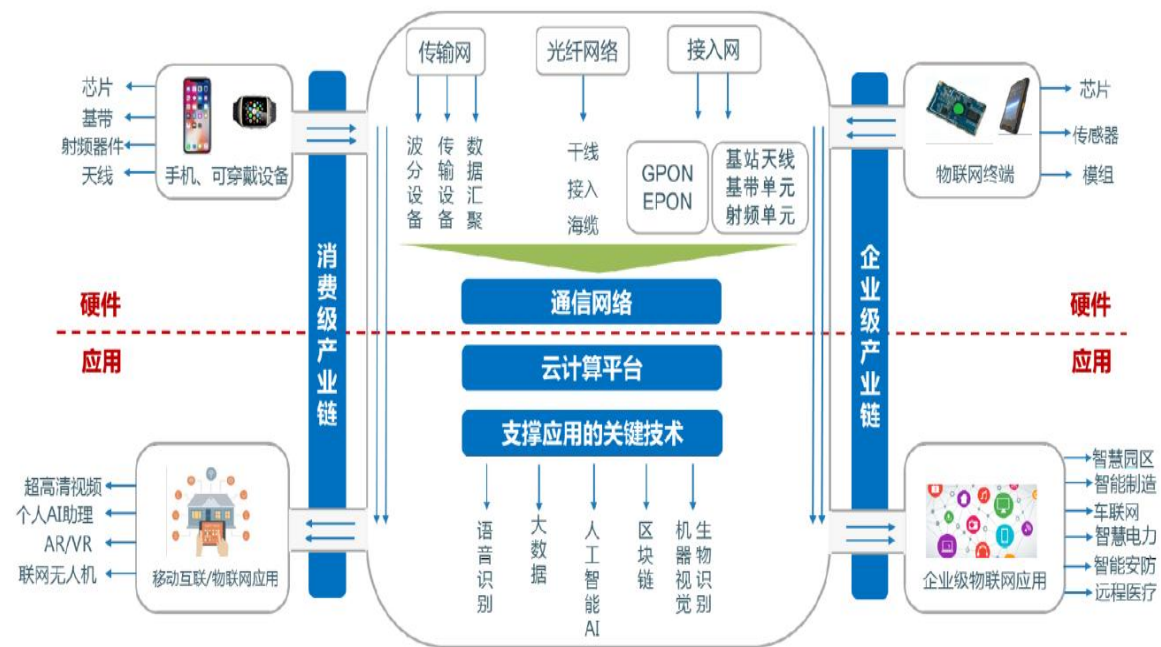
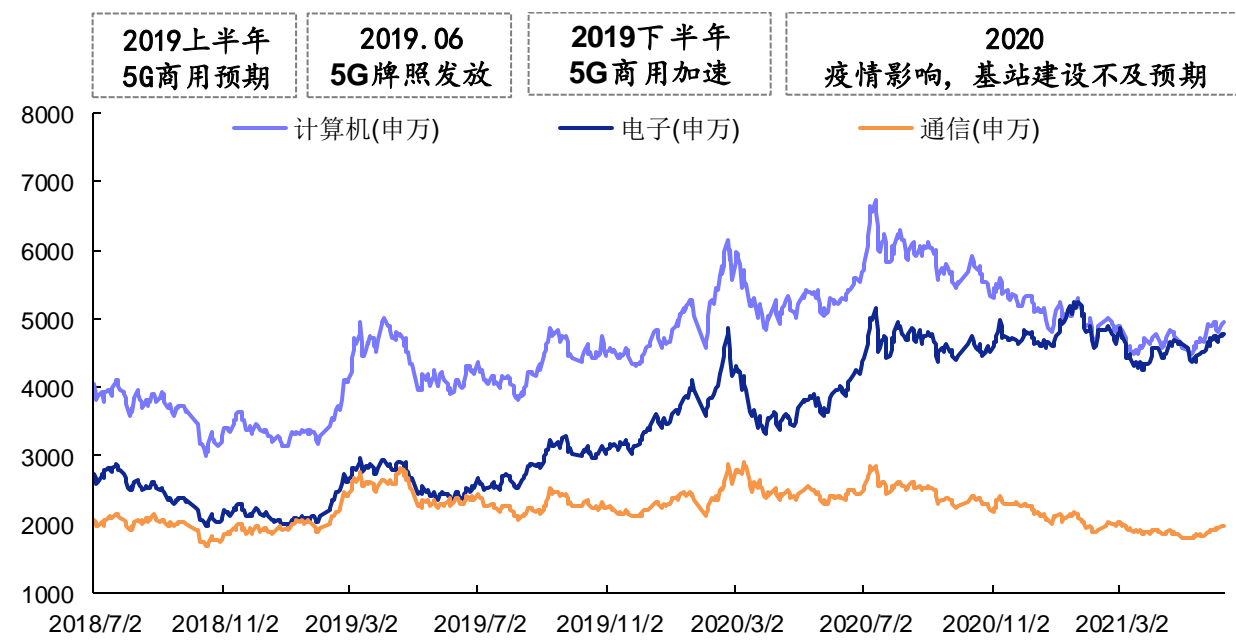


图13：2018.7-至今TMT板块整体回顾



资料来源：赛迪研究院《5G发展2021展望白皮书》，安信证券研究中心  
“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>



安信证券  
ESSENCE SECURITIES

资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 新兴消费趋势：从趋同到个性，从物质到精神

- 新兴消费群体崛起于互联网时代，较富裕的生活环境提升了消费文化自信，泛滥的信息环境加强了探索性和包容性；在Z世代拉动下，社会消费理念逐步从趋同走向个性化，追求创新，潮牌、颜值经济（美妆、医美）等概念兴起；同时，多类品牌蓬勃发展，国货崛起；供给侧亦不断推陈出新，满足消费者猎奇猎新的需求，如创新型小家电（摩飞）、美妆国货（完美日记、薇诺娜）、潮牌国货（安踏）、新型食品/饮用品（元气森林、三顿半）等。
- 而从消费需求层次看，消费趋势从生存向精神层面突破，实现“自我满足”，宠物经济、潮玩盲盒等倍受追捧。

图14： 2009-2019中国品牌关注度占比提升

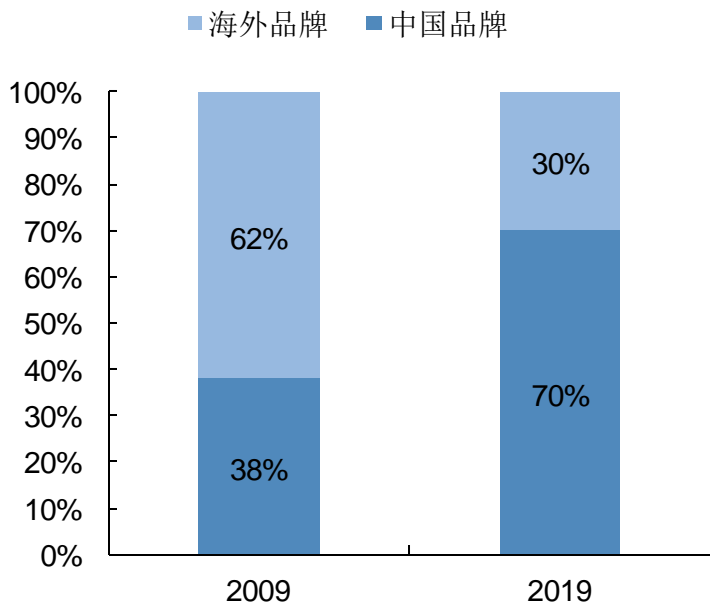


图15：我国潮流玩具市场快速发展

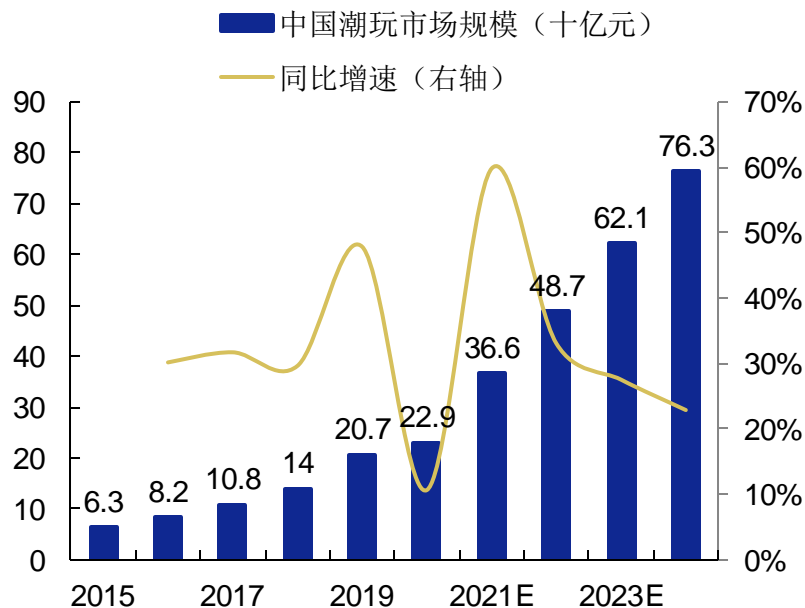
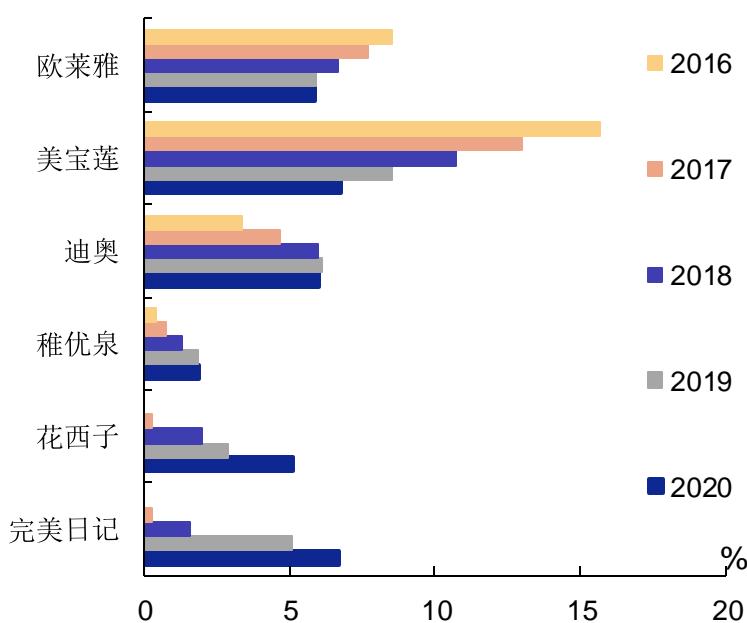


图16：国货化妆品不断抢占国际化妆品品牌份额





# 未来消费趋势：银发经济时代，从个性化到品质化

- 随着老龄人口占比的逐步提升，其消费需求及消费习惯对社会整体消费特征的影响程度也将随之上升，并影响不同消费产业的发展空间：
  - 1) 拉动医疗保健产业、养老产业需求；自检测医疗器械、高端创新耗材、创新药、养老服务等赛道具低渗透率、大空间；
  - 2) 追求简约化、便捷化、智能化；推动智能家电、智能汽车等产品需求；
  - 3) 随着收入水平提升及时代进步，未来节俭保守的消费观念将逐渐被摒弃，社交娱乐等精神需求消费亦存在广阔空间，如宠物经济、老年旅游等；同时，对多类消费方式的接受度也将不断加强。

图17：老龄化占比提升，带动高收入国家私人医疗支出占比上升

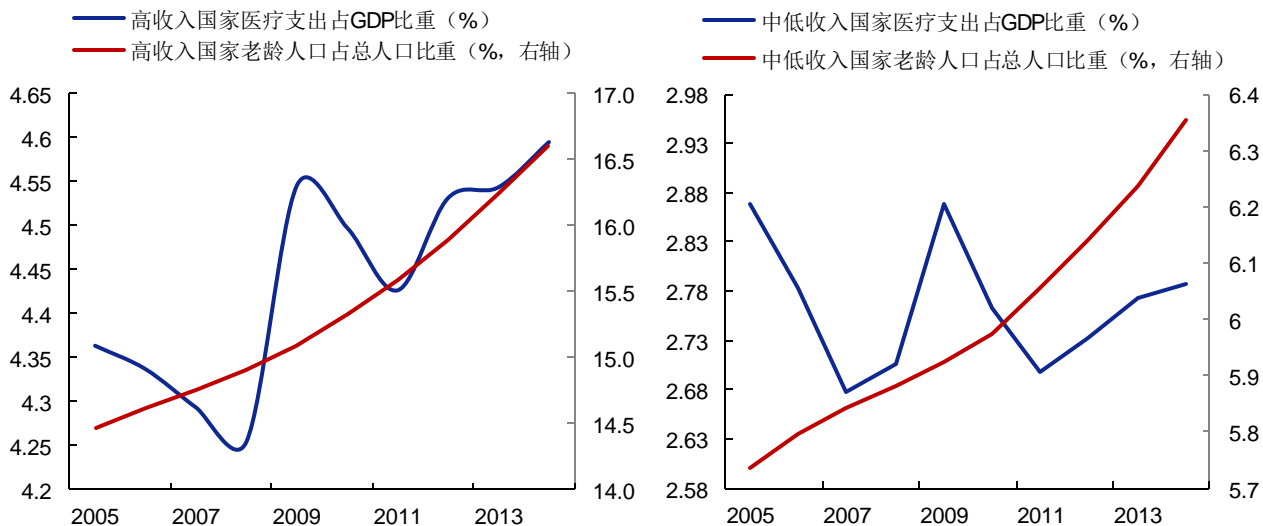
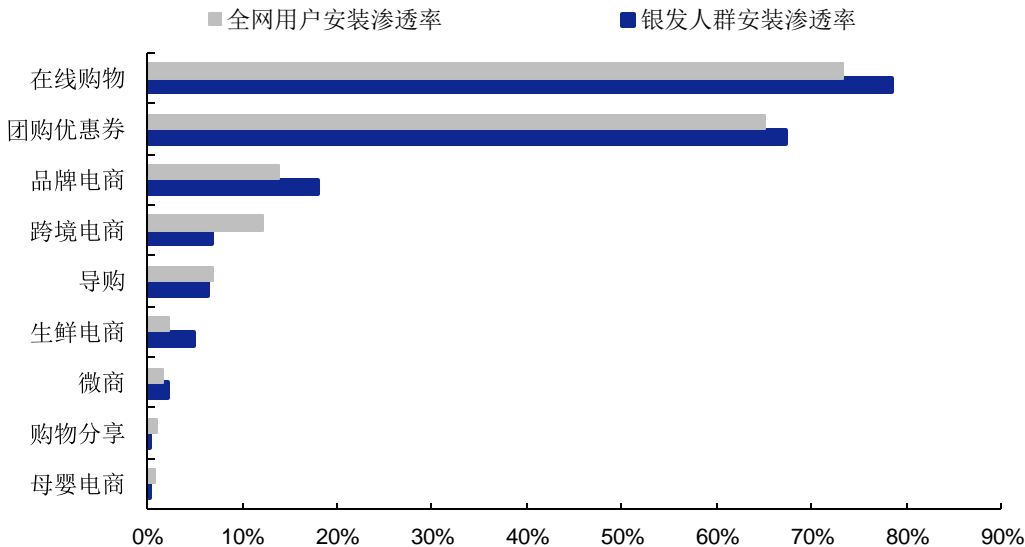


图18：“银发人群”对电商渠道的接受度不断增强



# A股下一步：回到高质量牛，核心关注ROIC上升

- A股ROIC和ROE呈现稳步回升趋势：全A（非金融石油石化）ROIC（TTM）/ROE（TTM）自2020Q1以来不断提升，2021Q1分别达4.8%/8.7%，处于三年以来高位；沪深300 ROIC（TTM）/ROE（TTM）自2020Q2企稳回升，2021Q1分别达6.0%/10.7%，ROIC（TTM）处于五年以来高位水平。

图19：A股ROIC（TTM）变化

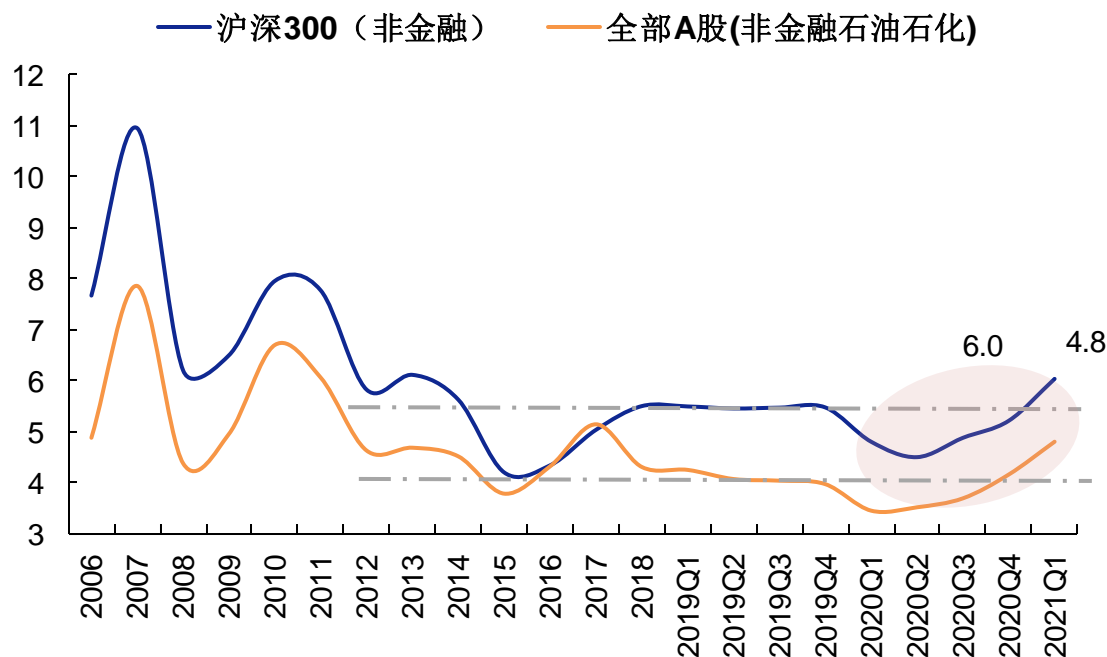
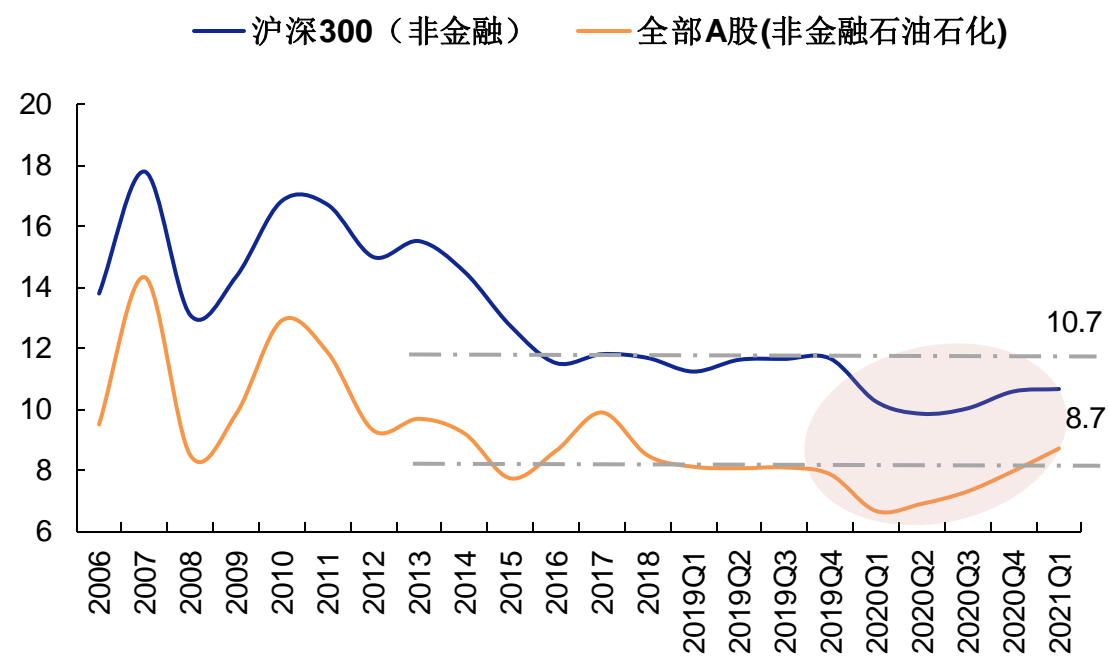


图20：A股ROE（TTM）变化

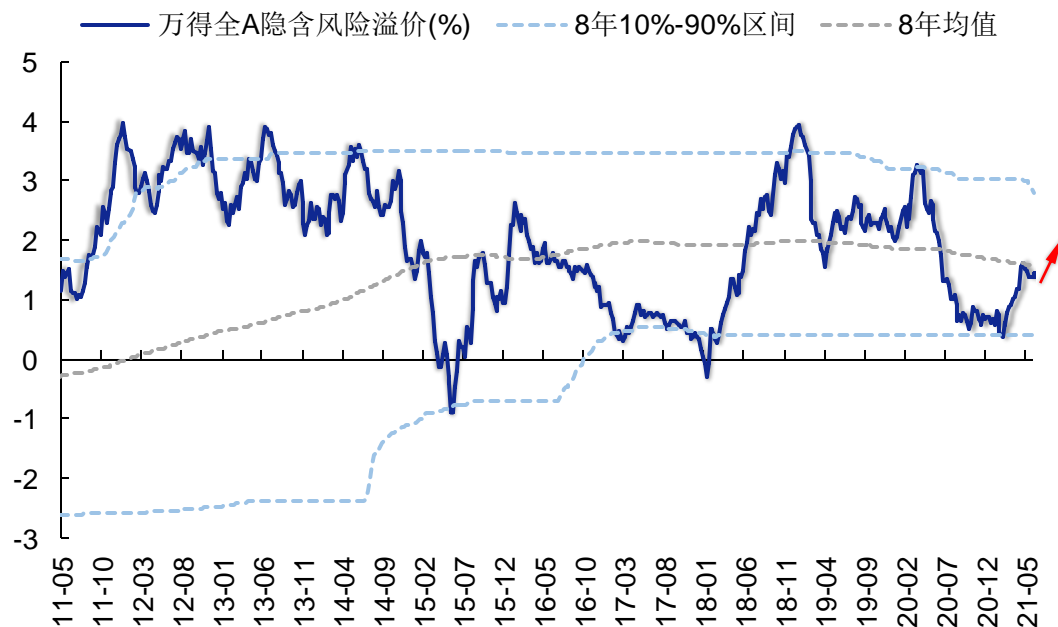




# A股整体估值现状：股债性价比相对均衡

- 盈利增长，利率下行，A股整体估值得到一定消化。
- 我们用万得全A和沪深300的隐含风险溢价进行衡量，结果表明当前股债性价比相对均衡。

图21：万得全A隐含风险溢价接近均值水平

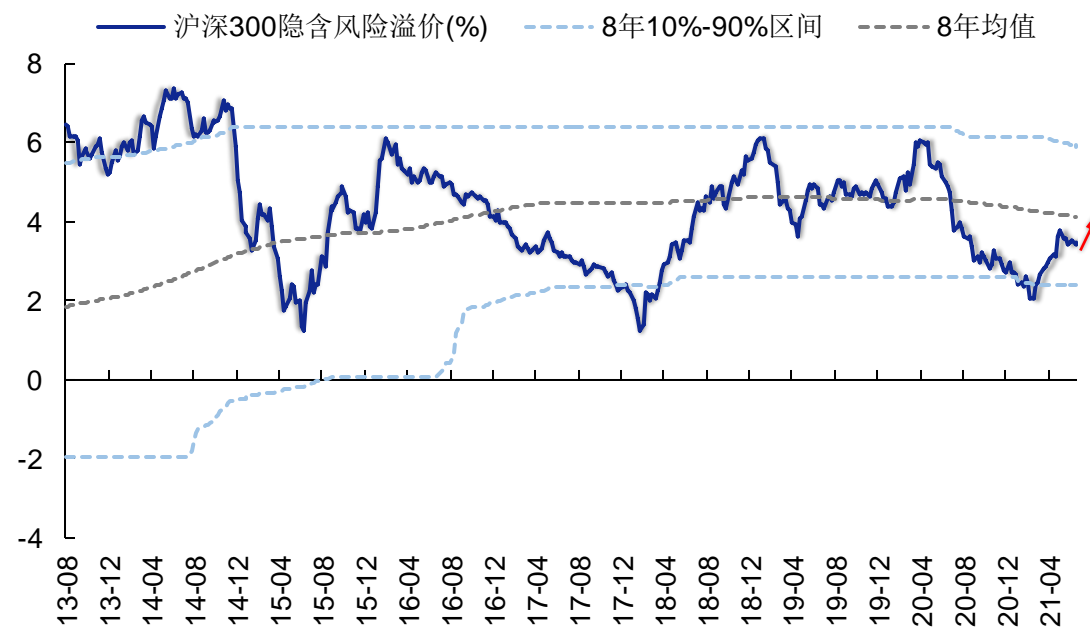


资料来源：Wind，安信证券研究中心  
注：隐含风险溢价=1/指数PE(TTM) - 10Y国开债收益率

“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>

图22：沪深300隐含风险溢价接近均值水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心  
注：隐含风险溢价=1/指数PE(TTM) - 10Y国开债收益率

# 全球视角下的A股估值：横向比较仍具吸引力

表3：A股估值相对海外主流市场具投资吸引力

	当前值	最大值	最小值	中位数	5年分位数	10年分位数
标普500	32.0	42.0	12.7	20.9	82.5%	91.2%
纳斯达克指数	48.0	76.5	18.5	31.4	83.2%	91.6%
德国DAX	33.1	72.8	8.8	17.8	84.1%	92.0%
韩国综合指数	20.9	44.3	9.5	15.5	77.2%	78.8%
日经225	20.3	40.1	13.8	20.2	61.3%	51.7%
英国富时100	53.4	284.6	9.5	19.5	73.6%	86.7%
法国CAC40	47.0	69.4	8.4	19.8	88.5%	94.2%
上证指数	14.2	23.0	8.9	13.2	45.6%	61.6%
沪深300	14.5	18.8	8.0	12.0	82.8%	87.7%
创业板指	59.5	135.1	27.9	51.2	79.8%	75.3%
恒生指数	13.4	17.3	7.3	9.9	82.8%	91.4%
恒生综指	14.3	17.3	7.5	10.0	86.6%	93.3%

资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：数据更新至6月21日

表4：中国国债收益相对海外债券具有吸引力（%）

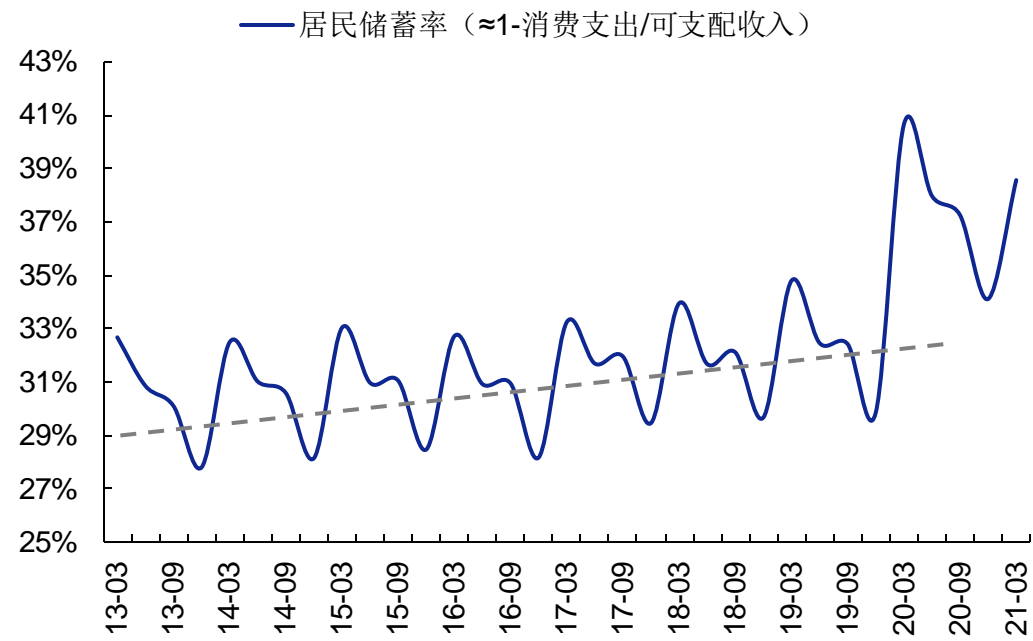
国债利率	1年	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
中国	2.5	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1	3.6	3.7
美国	0.1	0.3	0.5	0.9	1.2	1.5	2.0	2.0
英国	0.1	0.2	0.0	0.6	0.0	0.0	1.2	0.0
日本	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.7
法国	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.2	0.2	0.6	0.9
德国	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.1	0.3
欧元区	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	0.2	0.3

资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：数据更新至6月18日

# 增量资金：居民资金入市趋势得到不断验证

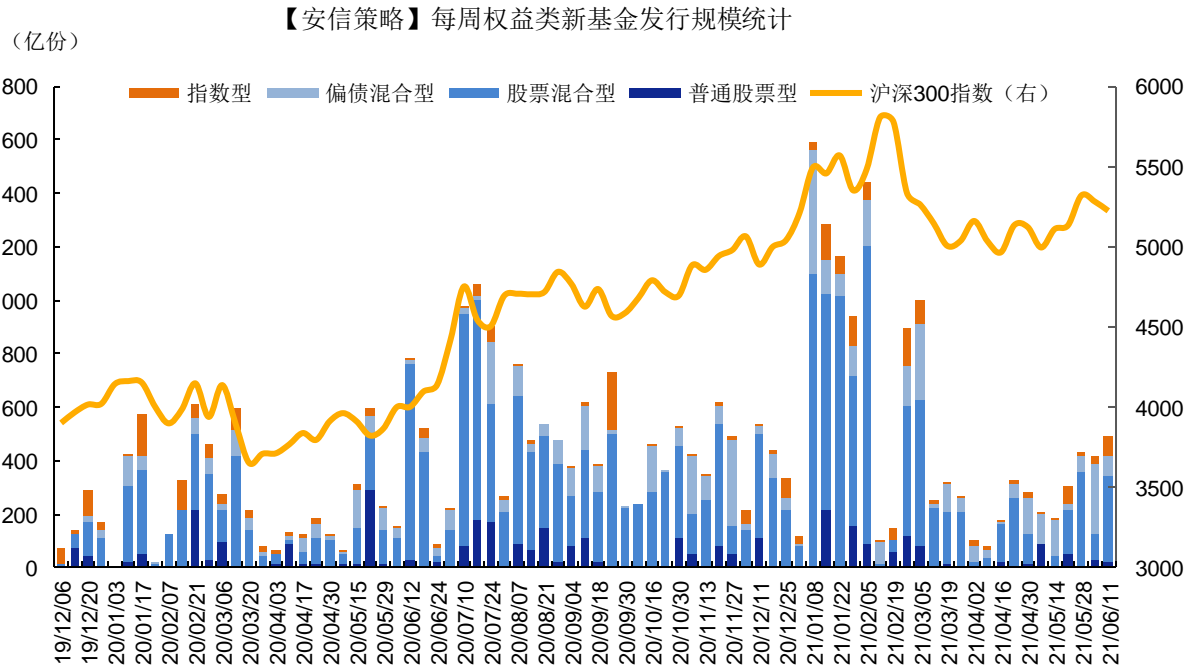
- 居民超额储蓄未消化、房住不炒、资管新规落实、资产荒大背景下，居民配置权益类资产仍是大势所趋。
- 权益新基金年初至今累计新发1.26万亿份，如果延续近一个月以来稳定的发行规模，预计全年有望达2万亿份。

图23：居民超额储蓄仍未消化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图24：近期发行规模稳定在350亿份/周左右



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：统计截至6月11日

# 增量资金：居民对权益从投机走向配置

- 基民投资行为更加理性和长期化：牛年以来市场虽有明显调整，但权益类公募基金整体并未出现净赎回。新发基金中，中长期资金占比持续提升。

图25：估算得到2-4月存量基金净申购约1000亿

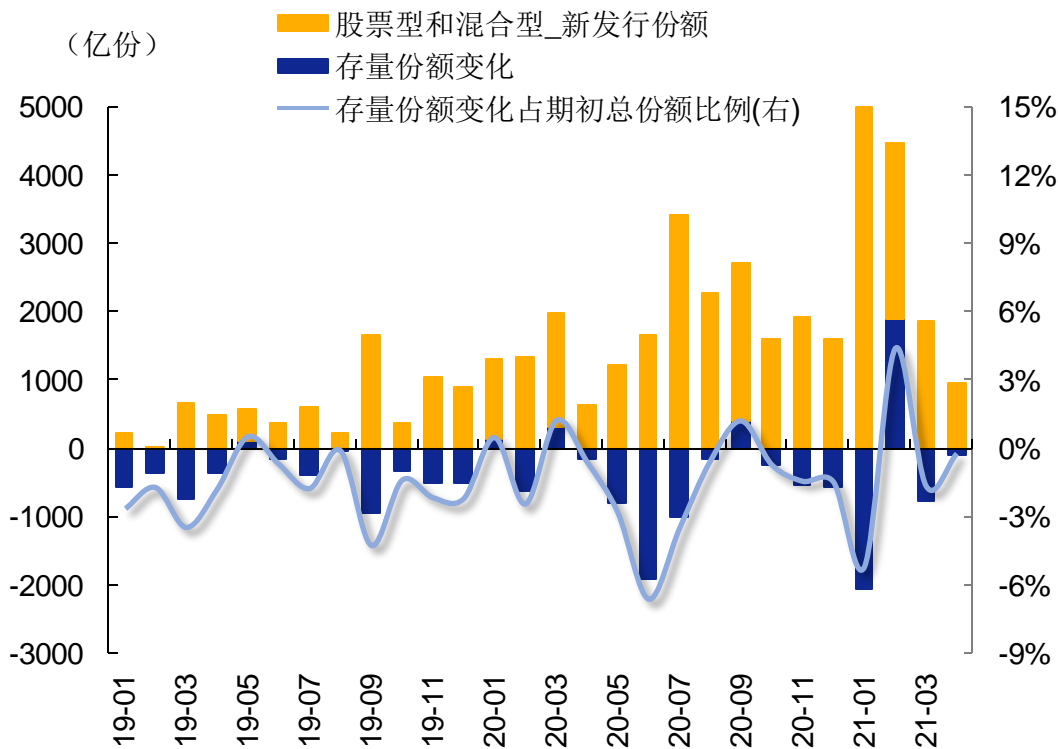
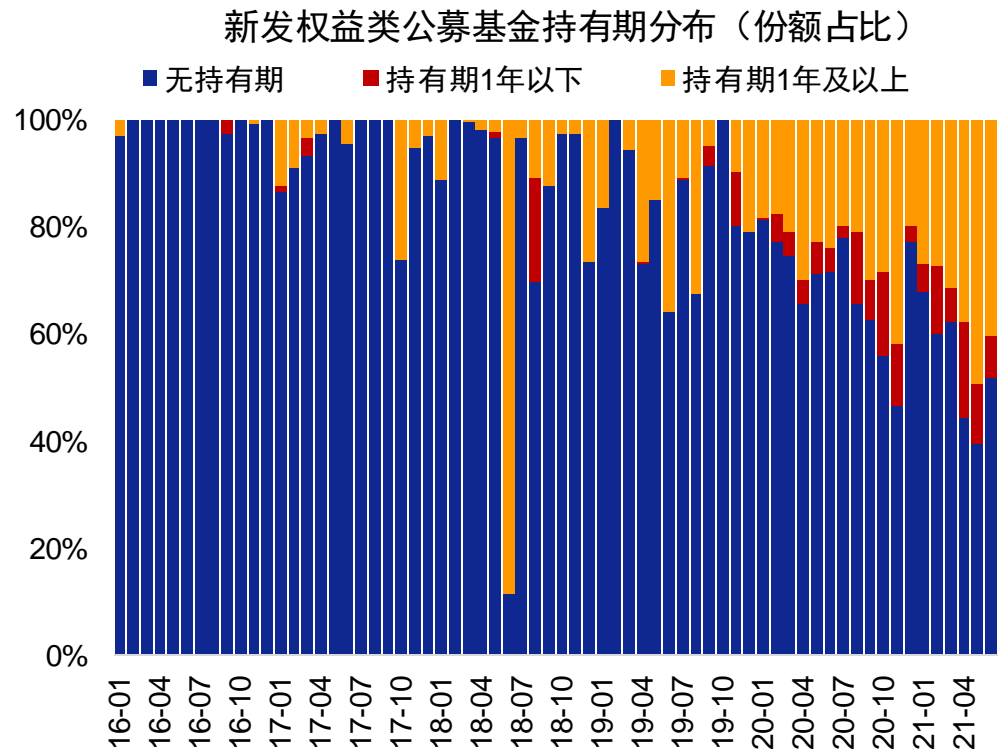


图26：新发基金中，中长期资金占比提升



## 二、市场主线悄然转变： 龙头策略躺赢不再





# 估值分化：不是简单物极必反，而是走向新均衡

图27：安信策略——个股估值分化指数

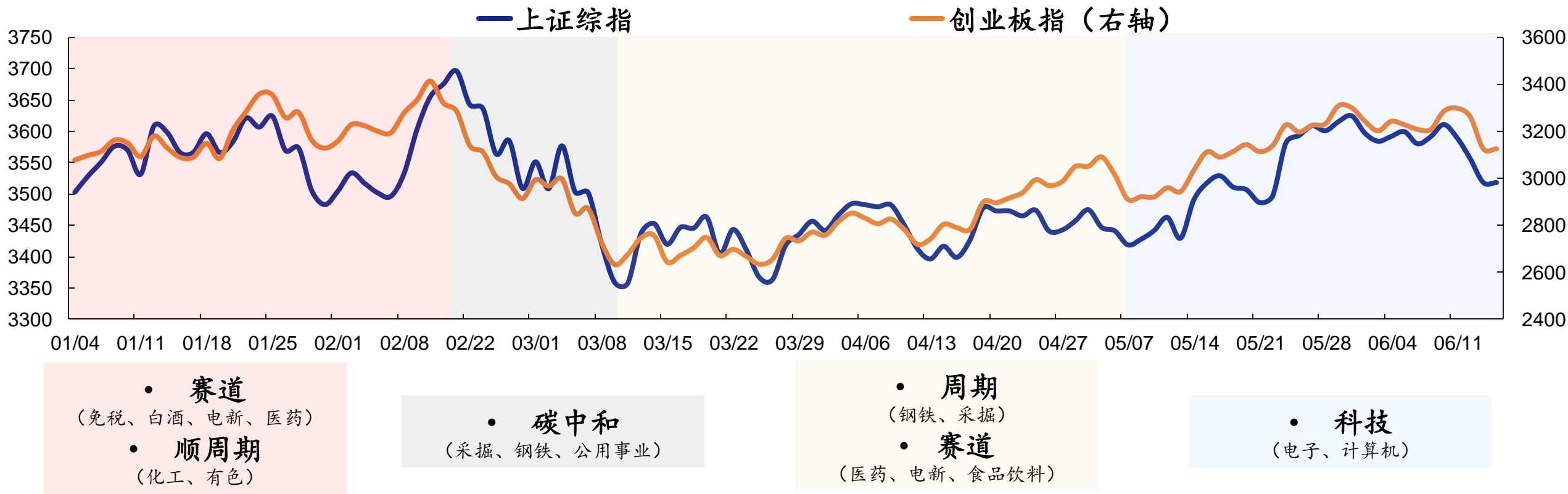


资料来源：Wind，安信证券研究中心  
注：个股分化指数，是由按市值分组的全A个股的市盈率历史分位数计算标准差后得出，反映了不同市值个股估值的分化程度。

# 板块轮动后的逻辑演变：顺周期趋弱，成长股走强

- 需求复苏逻辑基本完成，供给支撑逻辑有待中期验证，顺周期趋弱，成长股逐步走强。

图28：年初至今上证综指/创业板指表现

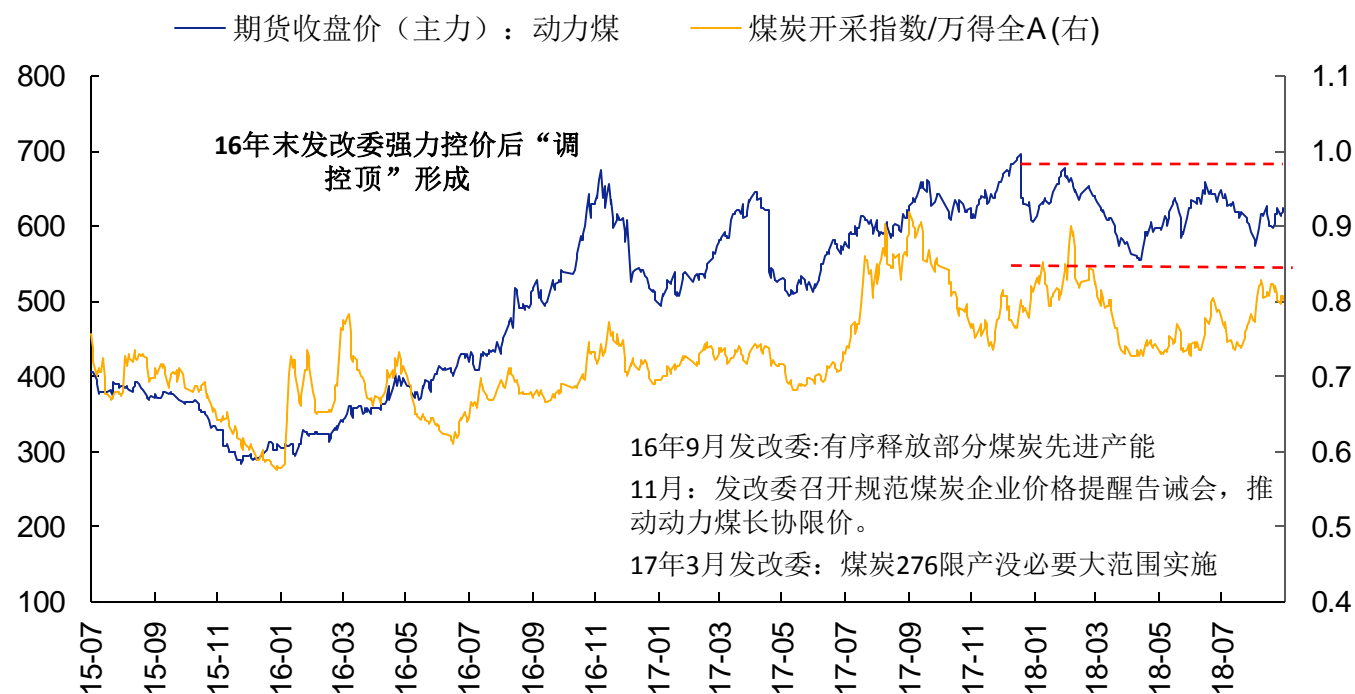




# 周期股的逻辑：假如价格见顶，但中枢提升

- 参考供给侧改革下的煤炭价格与股票表现。股票顶领先商品顶，股票波动性大于商品。

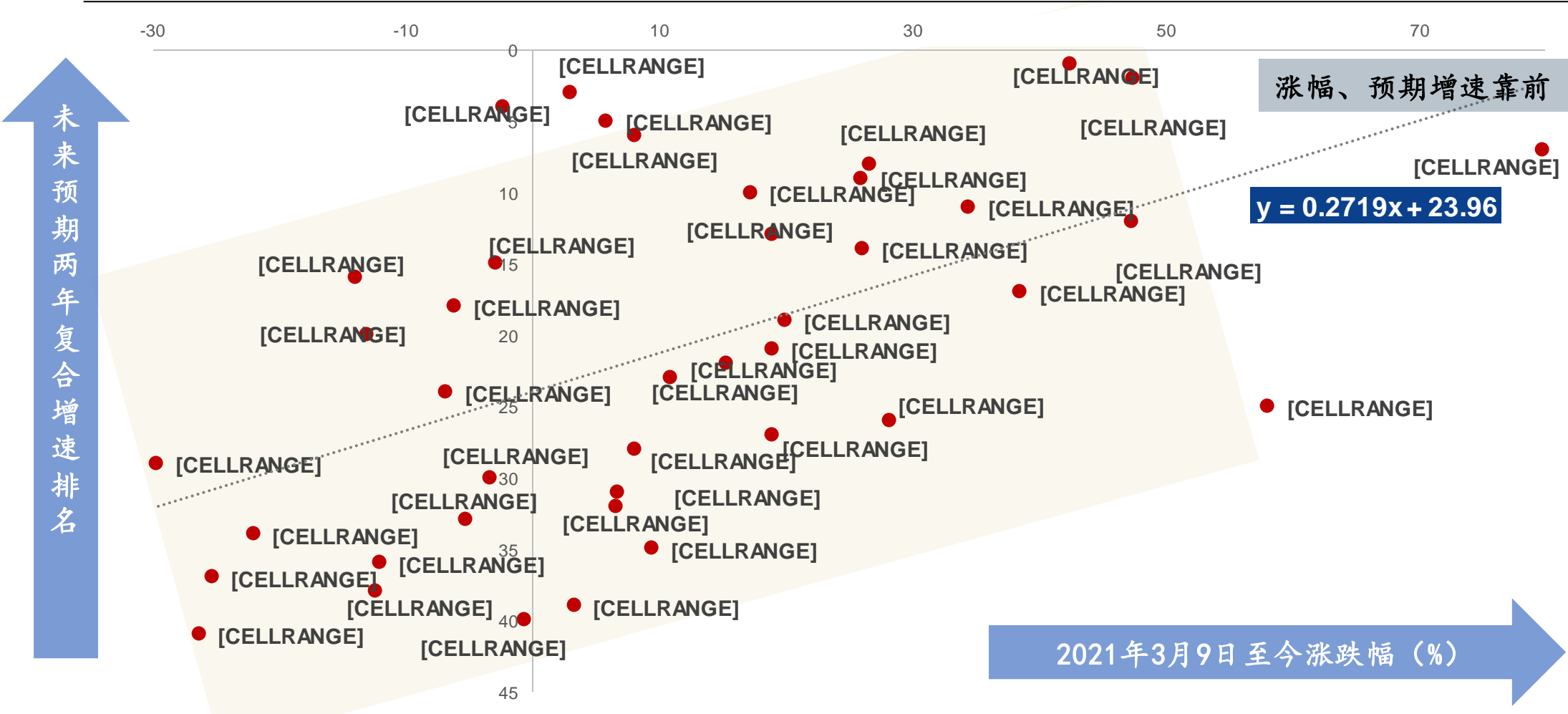
图29：供给侧改革下的煤炭价格与股票表现



资料来源：Choice，安信证券研究中心

# 核心资产出现内部分化

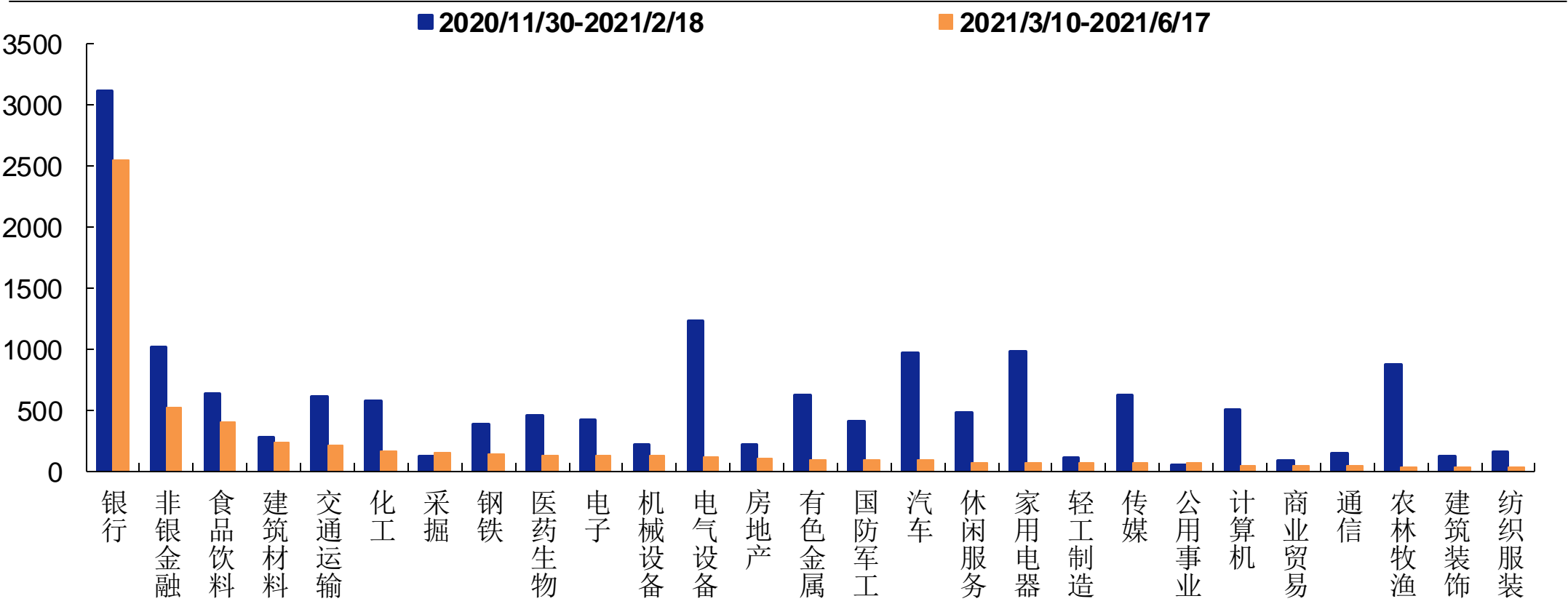
图30：年初核心资产大跌反弹阶段，核心资产涨跌幅分化与预期盈利增速高低呈正相关



# 简单龙头躺赢策略开始失效

- 从去年11月底至今年2月18日，大市值因子策略超额收益明显；然而自3月上旬市场底部开始至今，各板块涨幅前十大个股市值中枢明显下移。

图31：两阶段分行业涨幅前十大个股平均市值（亿元）



# 三、后疫情时代的配置逻辑： 成长性 > 近端盈利 > 确定性



# 后疫情时代A股配置逻辑：成长性>近端盈利>确定性

- 疫情时代，确定性溢价突出。
- 后疫情时代，增长放缓，流动性环境适度宽松，成长性最稀缺，近端盈利其次。

图32：三阶段DCF模型下盈利驱动三大因素：近端盈利、成长性和确定性

$$P = FCFF_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFF_t}{(r-g)*(1+r)^n}$$

可预测现金流期限      成长性：赔率      确定性：胜率

近端盈利	远端盈利	稳定增长阶段
对贴现率不敏感	成长性主导	确定性主导

# 物以稀为贵：长赛道+高景气将维持高估值

- 3月以来，中证500（二线龙头）核心赛道表现优于沪深300（一线龙头）传统赛道；部分核心赛道二线龙头表现优于部分传统赛道一线龙头。
- 简单龙头躺赢策略逐渐开始失效，回归“长赛道+高景气”核心。

图33：中证500（二线龙头）核心赛道表现优于沪深300（一线龙头）传统赛道

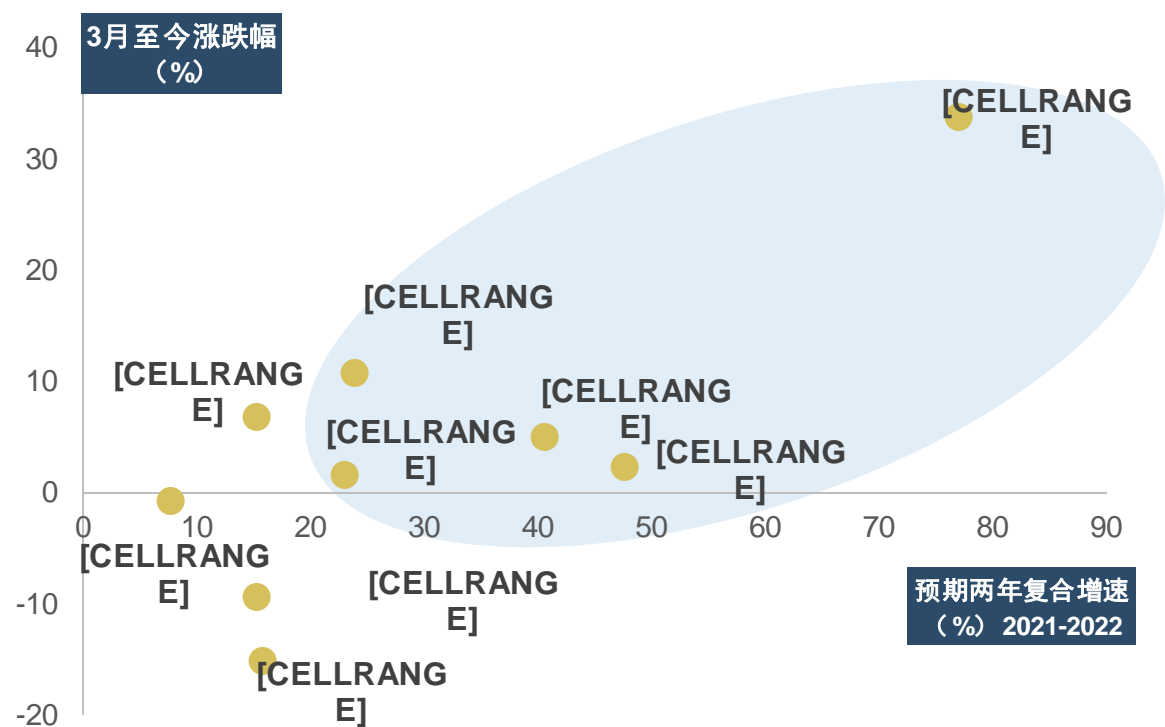
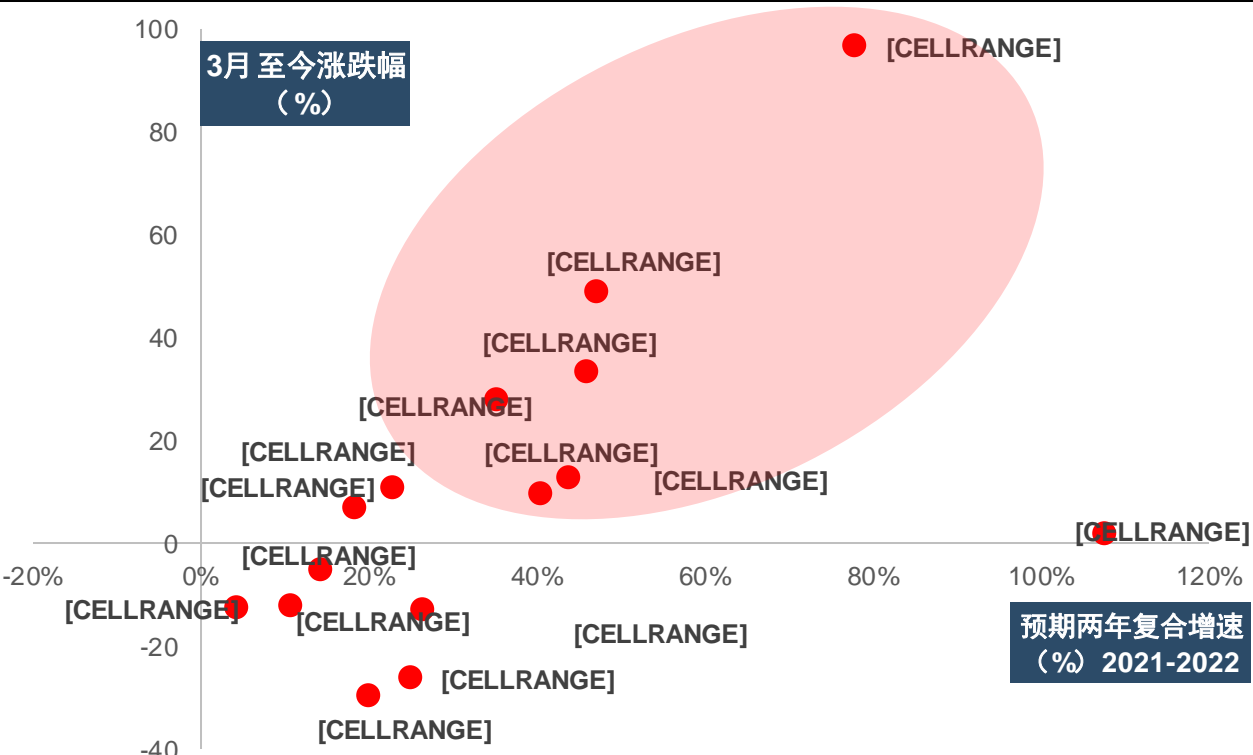


图34：部分核心赛道二线龙头表现优于部分传统赛道一线龙头





# 产业生命周期视角下的成长赛道优选，选股不拘泥于龙头

- 成长股投资不拘泥于现有龙头：加速期买赛道，洗牌期二三线，出清期看龙头。

图35：安信策略——行业比较产业生命周期部分结果展示

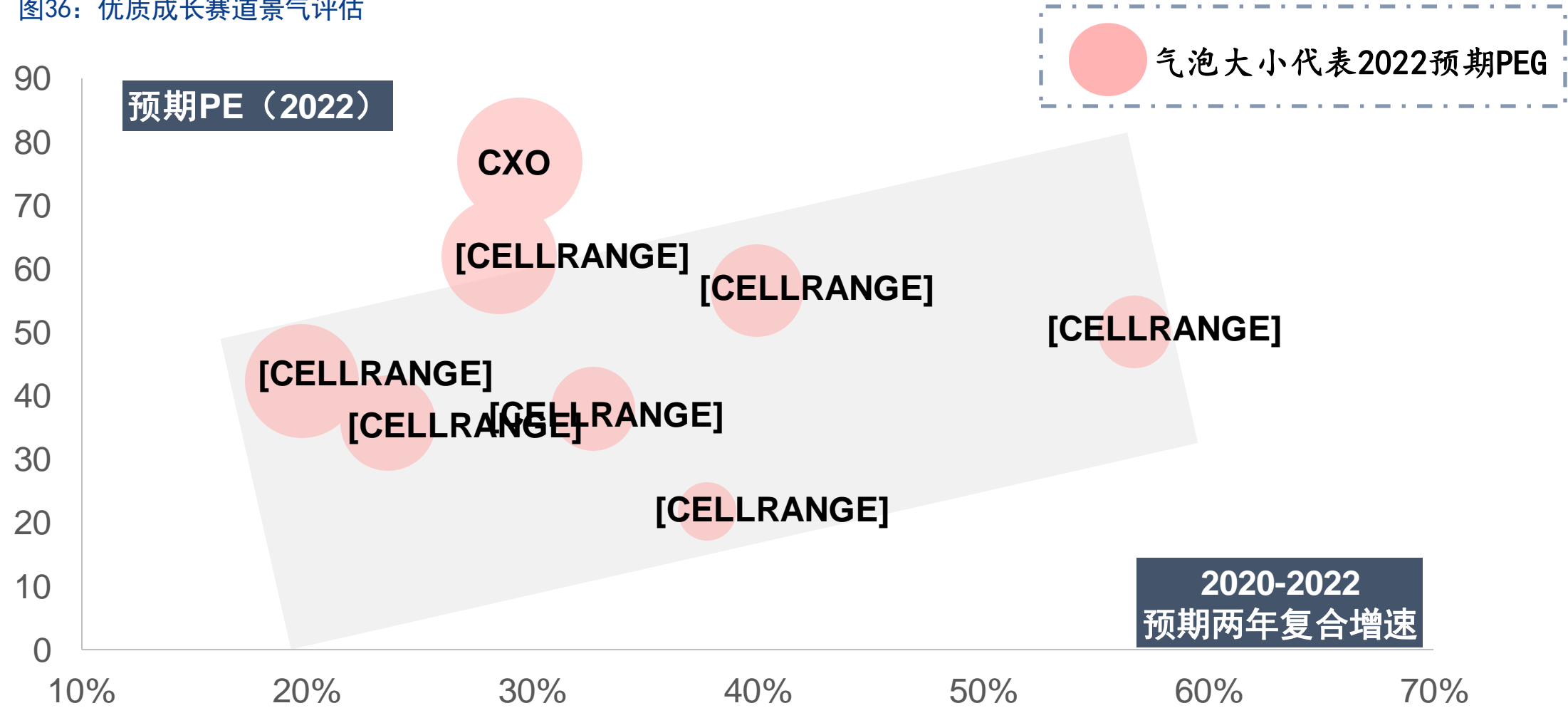
成长期			成熟期
加速期	洗牌期	出清期	稳态期
高端新材料	白酒	半导体设备	水电
医药外包服务CXO	消费建材	光伏	港口
工控自动化服务机器人	创新药	氨纶	白色家电
基础件	调味品	碳纤维	玻璃纤维
航空装备	医疗器械	太阳能	橡胶制品
储能设备	汽车零部件	锂电化学品	起重运输设备
仪器仪表III	医疗服务	有机硅	食品及饲料添加剂
消费电子设备	休闲食品	新兴计算机软件	超市及便利店
专业工程	输变电设备	通用计算机设备	激光加工设备
行业应用软件	电力电子及自动化	面板	棉纺制品
			电信运营III
			保险III

资料来源：Wind, 安信证券研究中心



# 优质成长赛道景气评估

图36：优质成长赛道景气评估



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

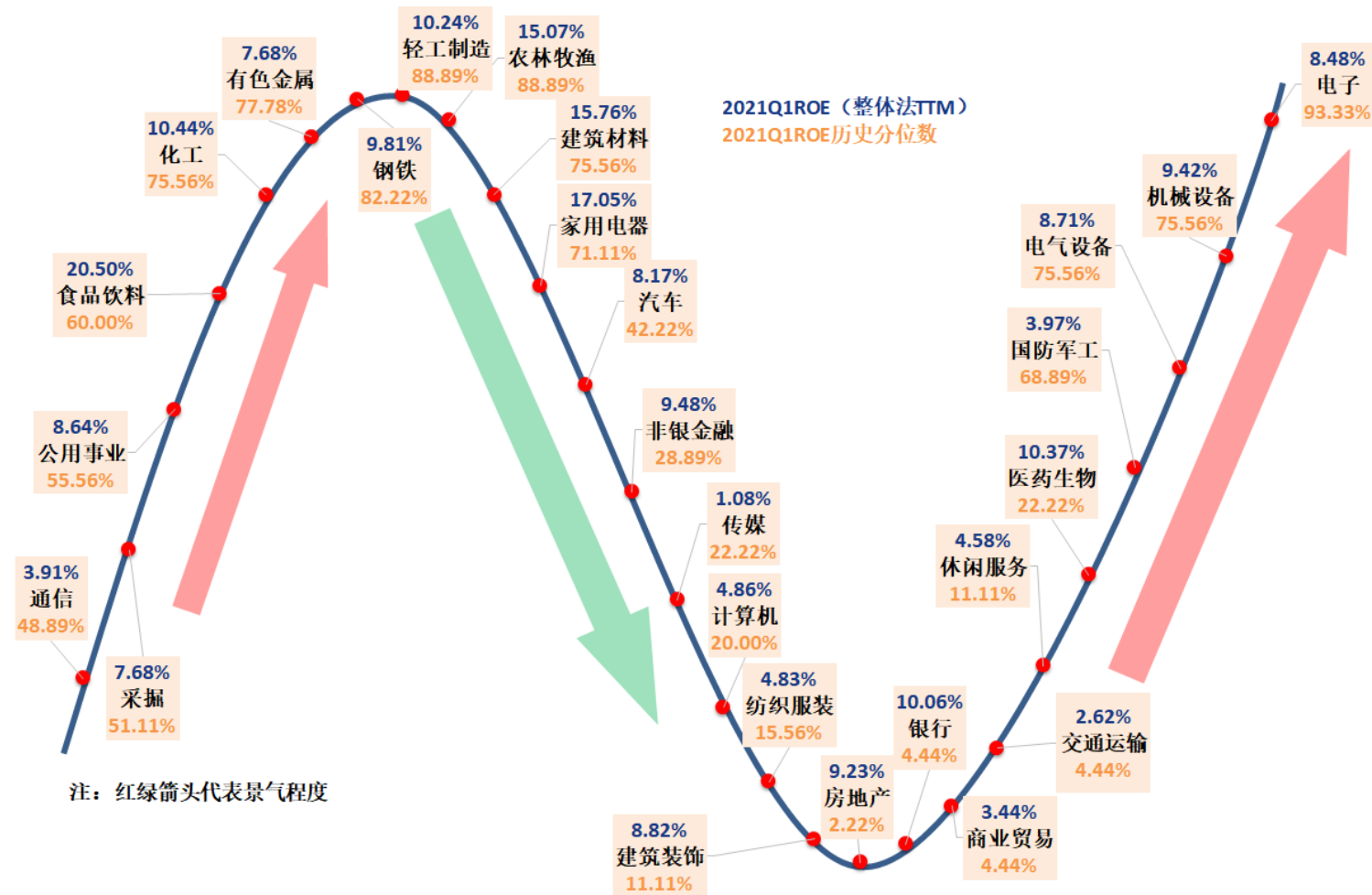
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 下半年重点板块景气展望：

	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
周期	差	小幅环比改善	小幅改善	有色等：海外供需错配导致大幅增长	铜：钢铁：环比继续快速增长	铜、钢铁等：供需改善后预期价格环比可能下滑	铜：钢铁供需改善后预期价格环比可能下滑
				钢铁、煤炭：国内产能受限	煤炭：中长期逻辑，供给持续受限，估值有望提升	煤炭：行业淡季，价格阶段性回落	煤炭：中长期逻辑，供给持续受限，估值有望提升
				化工：需求持续增长	化工部分品种：需求快速释放（草甘膦、氨纶等）	化工部分品种：需求快速释放	化工部分品种：需求快速释放
消费	差	环比显著改善	高端消费：保持旺盛	高端消费：保持旺盛	高端消费：保持旺盛	高端消费：保持旺盛	传统旺季：保持旺盛
			低端消费：略显低迷	低端消费：略显低迷	低端消费：略显低迷	低端消费：有望改善	低端消费：有望改善
电子	TWS边际改善	TWS高速增长	消费电子产业链景气度下滑	产业链开始扩产，海外景气度开始提升	高景气度：芯片供不应求，产业链持续涨价	传统旺季：芯片供不应求，产业链持续涨价	传统旺季：产能供应增加，景气度边际下降
新能源		大幅上涨	大幅上涨	新能源车：产业链大幅上涨	新能源车：产业链上中游量价齐升	新能源车：新车密集发布，景气度进一步提升	边际下降
				光伏：产业链博弈，业绩低于预期	光伏：产业链博弈继续，装机略低于预期	光伏：上下游博弈有望改善，行业逐步好转	进一步提升
计算机		业绩基数低	业绩基数低	显著改善	人工智能等业绩好+华为概念	去年三季度业绩基数高	四季度业绩继续提升
通信		大幅下降	小幅改善	小幅改善	行业边际改善，逐步提价		
军工	一般	业绩见底，十三五-十四五订单转换起始点	好，预期过高	业绩一般，低于预期	业绩一般	业绩一般	四季度业绩最好

# 重点行业景气趋势图示

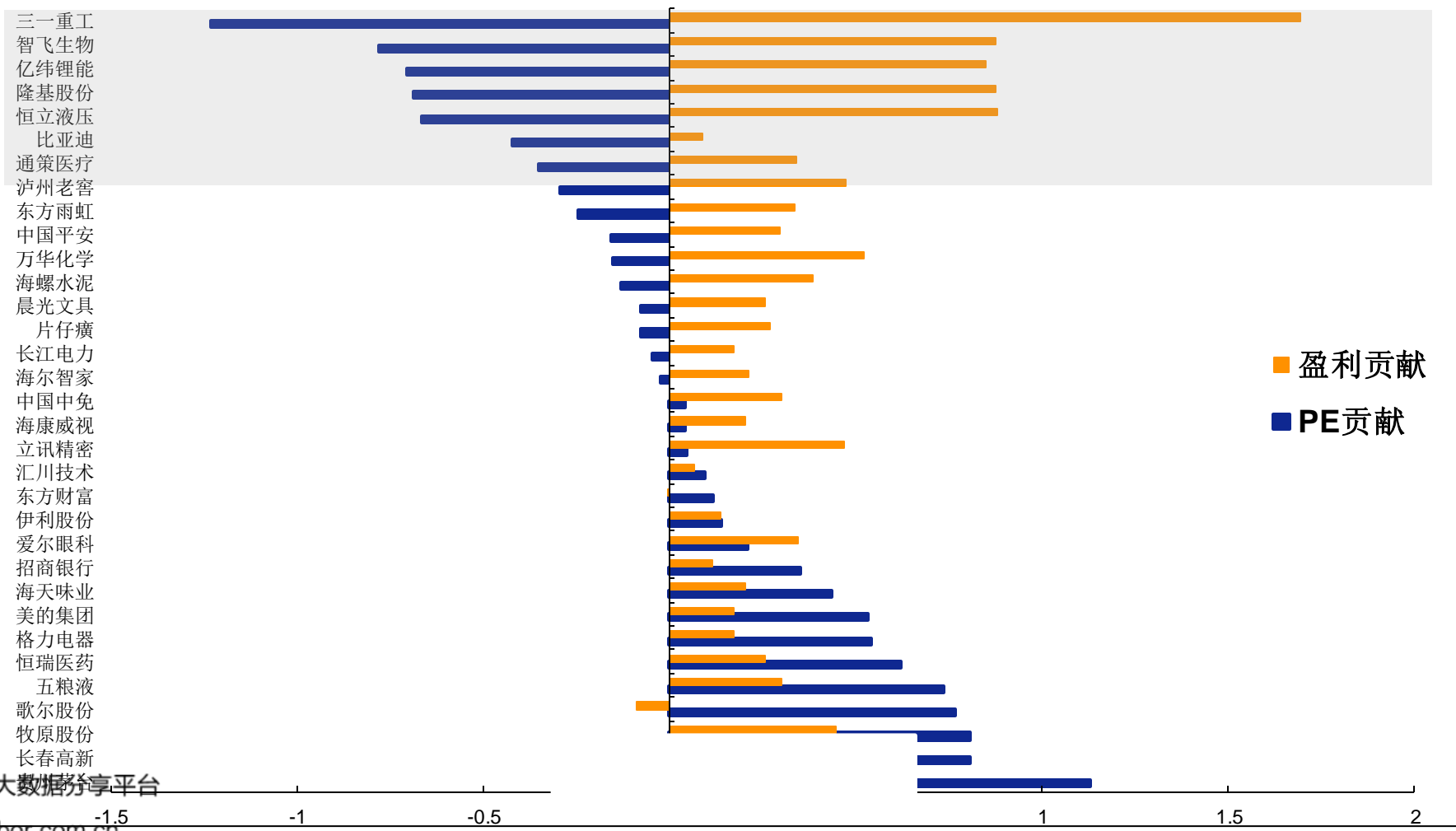
图37：申万一级行业当前景气趋势



# A股优质成长股蝶变：渐从估值驱动到盈利驱动

- 2016-2020年，成长龙头股的涨幅多由盈利贡献，而消费龙头股涨幅多由估值贡献。

图38：2016-2019年茅指数成分股盈利及估值贡献拆分



# A股优质成长股蝶变

- 近年来已逐步走出一批资产高速扩张、业绩快速提升，同时产品走向国门，全球竞争力不断加强（海外营收占比提升）的硬技术实力成长企业。

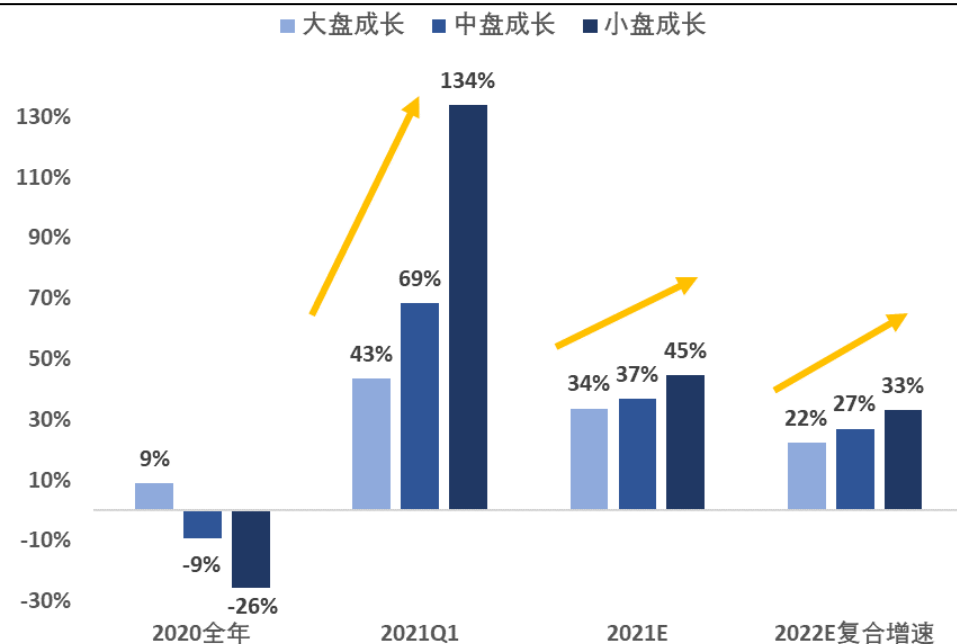
表5：部分国内外市场同步高速发展的优质成长企业

证券代码	证券名称	2020年ROE	五年资产复合增速	五年业绩复合增速	五年海外营收占比提升幅度
688185. SH	康希诺-U	-7%	-	-	-
688002. SH	睿创微纳	20%	-	-	-
688408. SH	中信博	12%	-	-	-
002460. SZ	赣锋锂业	10%	30%	30%	6%
002475. SZ	立讯精密	26%	28%	29%	5%
300014. SZ	亿纬锂能	11%	31%	32%	10%
300308. SZ	中际旭创	11%	36%	47%	69%
601012. SH	隆基股份	24%	30%	34%	11%
603501. SH	韦尔股份	24%	34%	36%	25%
002223. SZ	鱼跃医疗	24%	25%	27%	13%
002271. SZ	东方雨虹	23%	27%	27%	1%
300316. SZ	晶盛机电	16%	26%	30%	6%
300015. SZ	爱尔眼科	17%	27%	26%	11%
600438. SH	通威股份	12%	26%	32%	6%
300750. SZ	宁德时代	9%	35%	28%	14%
300760. SZ	迈瑞医疗	29%	23%	29%	14%

# 成长股投资不拘泥于现有龙头：中小盘值得精选

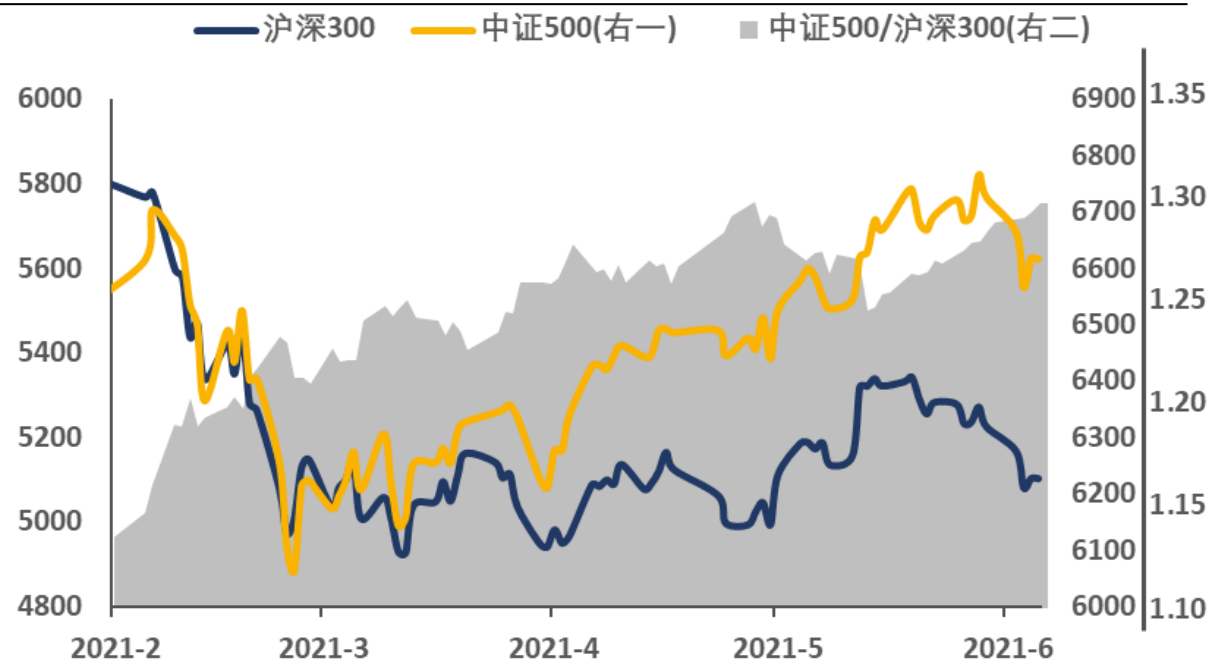
- 盈利驱动后期，业绩高弹性高增速的中小盘成长股将优于大盘成长。

图39：从盈利增速（归母净利润同比）看中小盘成长弹性相对占优



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图40：从市场表现看，2021以来中小盘持续跑赢大盘指数



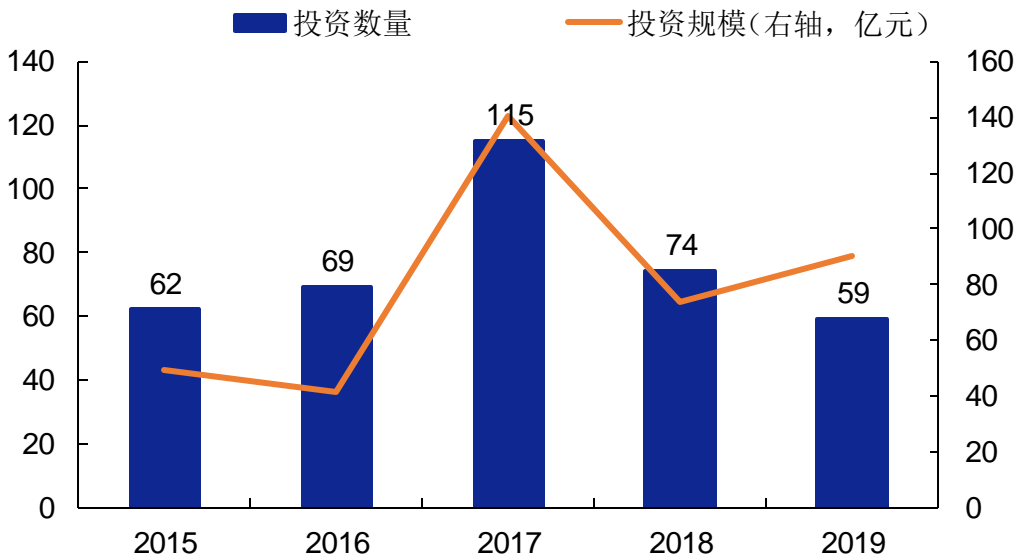
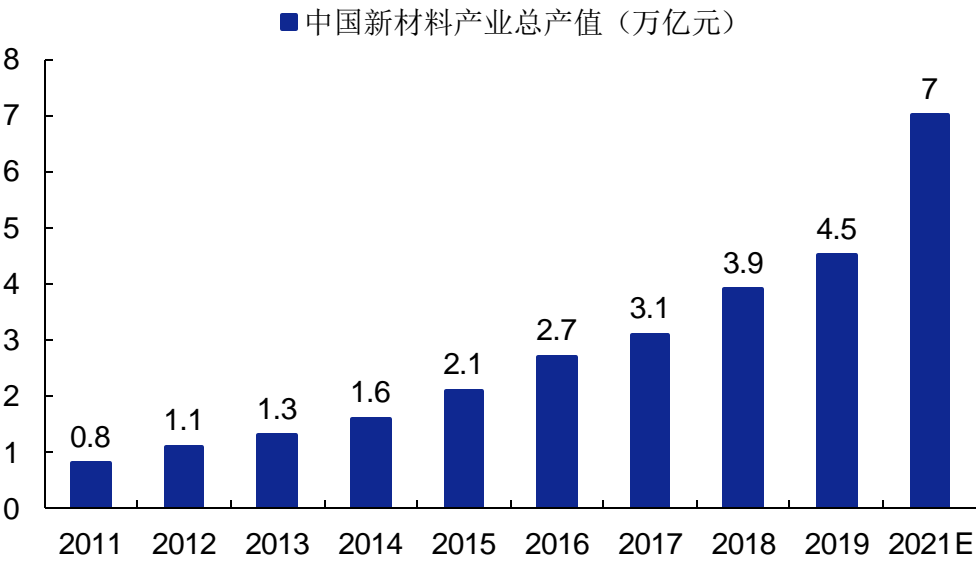
资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 新材料：市场扩张在即，国产替代迫在眉睫

- 我国企业主要涉及的领域包括锂电池材料、显示材料、半导体材料、有机硅深加工、碳纤维、可降解塑料及改性等。
- 高速发展期：据前瞻产业研究院，新材料产业10年复合增速高达约25%，预计2021年产业总产值将超7万亿元。
- 投资持续涌入：2019年我国新材料行业投资数量为59起，投资规模达到89.87亿元。
- 需求空间大，国产替代逻辑强：据工信部对我国企业调研结果显示，32%的关键材料尚属空白，52%依赖进口，新材料产业领域有望受益于存量替代和获取增量份额的双重红利。

图41：中国新材料产业规模变化情况

图42：新材料行业投资数量、投资规模统计情况





# 电子：芯片Q3高景气，消费电子Q4接棒

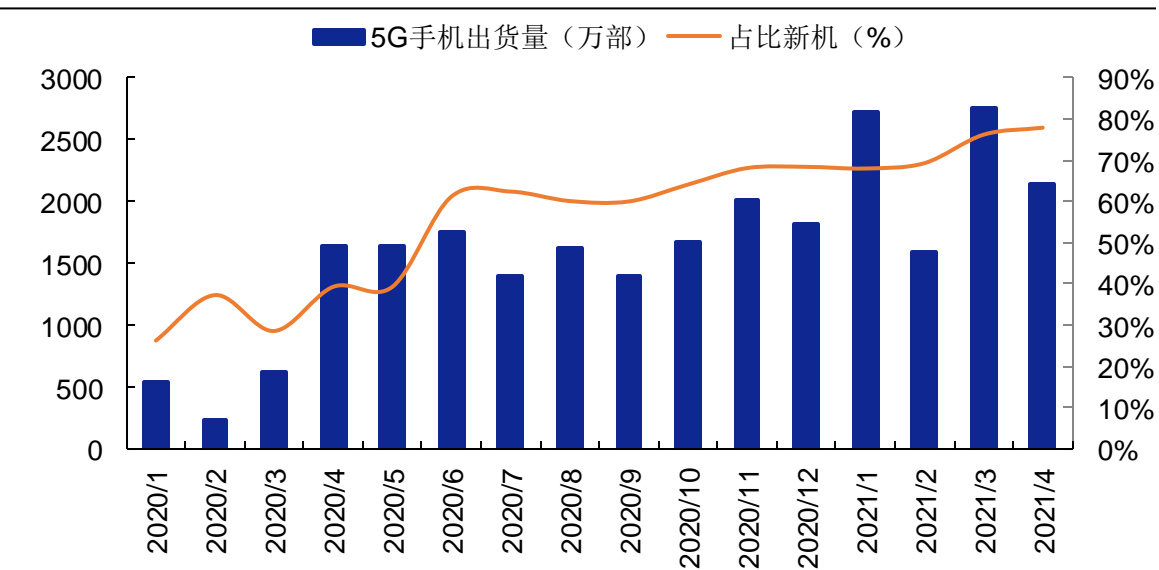
- 疫情反复、日本断供光刻胶及终端电子产品需求持续恢复，Q2“缺芯”潮现象加剧。主流代工厂已纷纷涨价，几乎保持满负荷运作。随着电子产业于Q3进入旺季，高景气有望继续维持。而步入Q4，产能供给有望回升，景气恐将出现边际回落。
- 在5G周期持续推进的大背景下，消费电子有望在Q4旺季接力上涨。年底众多重点品牌将推出新机系列，有望带动消费电子产业链表现。

图43：近期部分半导体厂商涨价情况

企业	生效时间	涨价幅度
中芯国际	4月起	15%-30%
台积电	4月起	0.25
士兰微	5月31日	-
东芝	6月1日	-
武汉瑞纳捷	6月1日	5%-20%
意法半导体	6月1日	-
安世半导体	6月7日	-
嘉兴禾润电子	6月15日	-
联电	7月起	0.13
安森美半导体	7月10日	-
盛群	8月起	-

资料来源：今日半导体d，安信证券研究中心

图44：国内5G手机月度出货量及占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 军工：龙头企业在手订单饱满，现金流充沛

- 当前军工企业在手订单饱满，尤其上中游企业。其中，主机厂标的受益“十四五”航空航天装备景气度上行；国企零部件板块业绩增速预计将维持在20%+；新材料标的中以高温合金、钛合金、碳纤维复材标的为主，典型公司未来3年或维持~30%增长；信息化板块元器件及红外芯片等方向业绩增长确定性强，部分公司预计2021年增速有望达40-50%。
- 多数标的估值已回归至合理范围，且估值与业绩增速仍相匹配。板块目前动态PE在76倍。
- 据安信军工团队预测，整体板块Q2-Q3预期业绩仍较好，Q4业绩有望再度爆发。

图45：国防军工2021Q1财报表现高景气

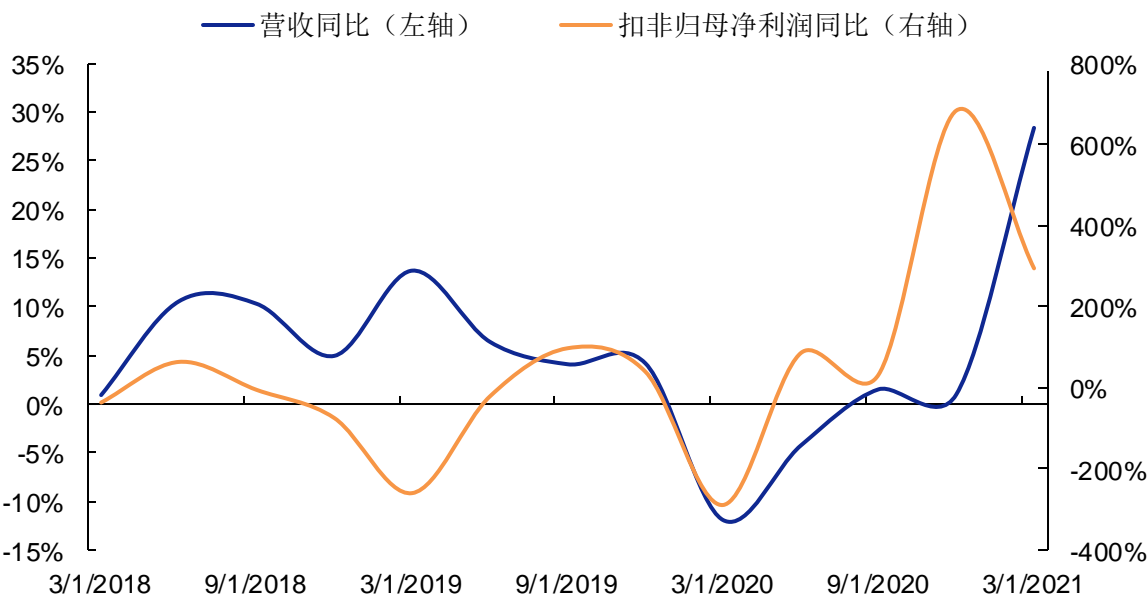


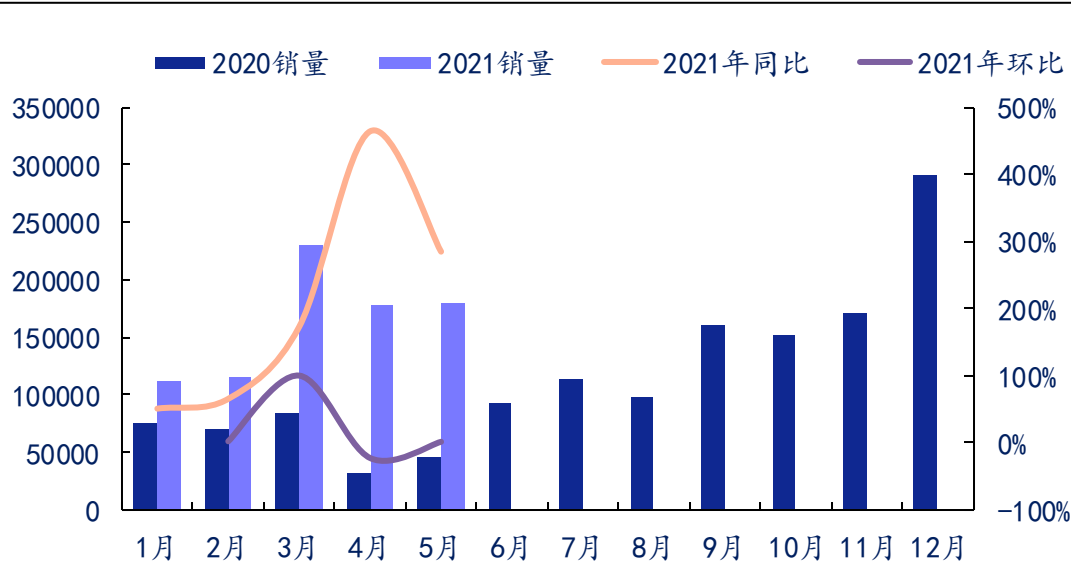
表6：军工板块配置方向

主要方向	配置观点	关注标的
航空装备	近一年股价平稳，2020年业绩平稳增长确定性仍较高，但估值有望重塑	中航沈飞、航发动力、中航电子、中航机电、中航光电、洪都航空等
导弹武器	十四五期间最具有弹性的细分领域	航天电器、菲利华、盟升电子、上海沪工等
信息化	具有TMT属性，业绩、估值弹性大	鸿远电子、火炬电子、航天发展、睿创微纳、振华科技、宏达电子等
新材料	技术密集型和资本密集型，壁垒较高；新机型号等放量及占比提升使得规模效应突出，成长性好	西部材料、钢研高纳、光威复材、西部超导、中航高科、抚顺特钢等

# 新能源车：三季度新车密集发布，上中游价量齐升

- 消费端：在各国疫苗接种加速、经济复苏背景下，汽车消费需求有所提高。2021年5月欧洲新能源车预计销量近18万辆，同比高增 285%，中国5月新能源乘用车批发销量达到19.6万辆，同比增长174.2%，预计三季度环比将处于上行轨道。
- 供给端：传统主流车企、及国内造车新势力积极发展电动车业务，新车型有望加速推出；另外动力电池价格下行、充电桩数量增加且充电效率提升，提升用车环节便利性，加速利好新能源车行业发展。

图46：欧洲新能源车月度销量情况（辆）



资料来源：EV sales，安信证券研究中心

图47：国内外车企加速推出新车型

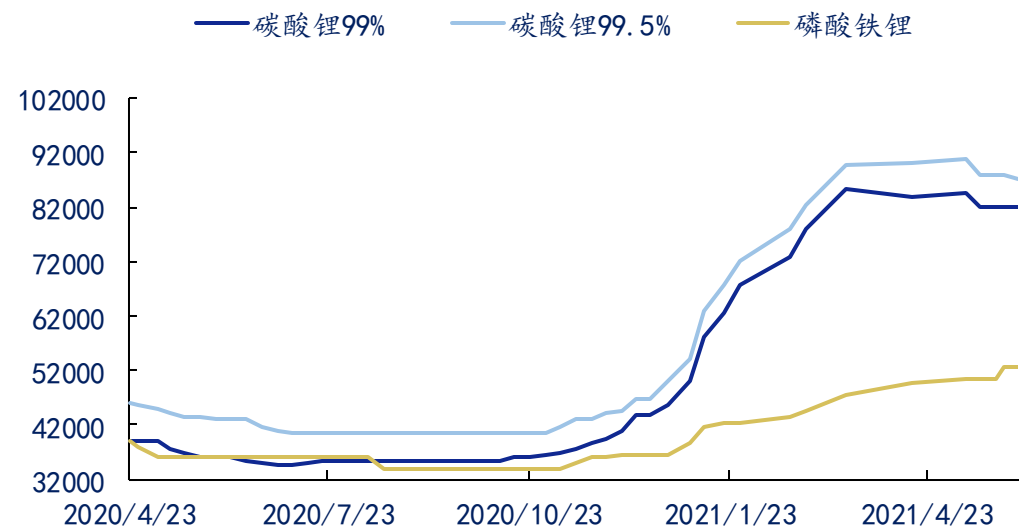
类别	车企	车型	级别	上市时间
外资车企	特斯拉	Model Y	SUV	2021 年
	东风	岚图 Free	C 级 SUV	2021 年
自主车企	吉利	领克 ZERO concept	B 级 SUV	2021 年
	长安	Vision-V	SUV	2021 年
	北汽	Arc fox aS	中大型轿车	2021 年
	长城	哈弗初恋	紧凑型 SUV	2021 年
	一汽红旗	E115	大型 SUV	2021 年
		E111	中大型轿车	2021 年
	新势力	威马	Maven	轿车
零跑		C11	中级 SUV	2021 年
小鹏		基于 P7 打造	A 级轿车	2021 年
云度		基于 T7 打造	A 级轿车	2021 年
大众		ID ROOM ZZ	B 级 SUV	2021 年
	ID. VISSION	B 级轿车	2021 年	
	丰田	RAV 4	A 级 SUV	2021 年
	合资车企	Polestar 3	跨界 SUV	2021 年
		XC 40 Recharge	A 级 SUV	2021 年
现代	Ioni q 5	中型 SUV	2021 年	
	全新名图	轿车	2021 年	

资料来源：盖世汽车，搜狐汽车，安信证券研究中心

# 光伏：下半年景气逐步改善

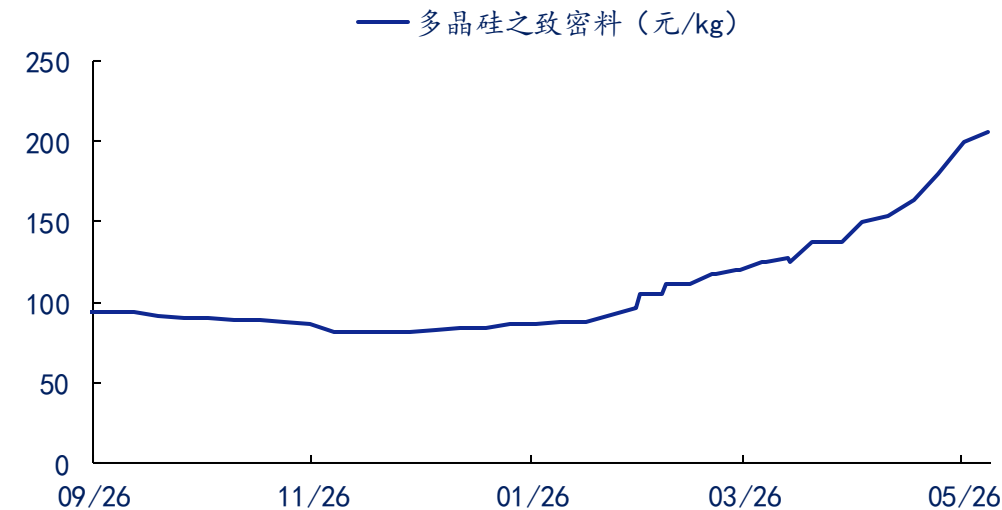
- Q1光伏行业面临产业链上游原材料涨价，导致中下游减产，引发供需端价格博弈，行业陷入胶着状态。
- 后续来看，光伏长期需求大空间较为确定。随着下半年上游硅料、光伏玻璃等价格回归正常水平，行业将重新步入景气通道。此外，N型晶硅电池、BIPV等新技术将继续引领行业技术改革，驱动效率提升和成本下行。

图48：上游原材料价格已有所回落



资料来源：旺材钴锂镍，安信证券研究中心

图49：硅料价格仍在上行



资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 科技：5G关注度可渐提升

- 受损于疫情，2020年5G基站建设速度明显偏慢，导致整体产业链爆发时点延后。
- 当前上中游基站+传输网络持续建设、下游终端设备5G手机放量+海外VR/AR反响较好、应用端4K视频+计算机视觉已有所表现；
- 中期来看，5G应用周期尚未开启，关注度可渐提升。随网络铺设速度加快，新型终端设备（AR/VR、智能汽车、智能家居）及新型软件应用有望爆发，并带动车联网/工业互联网/物联网/远程医疗等场景。下半年基本面有望继续边际改善。

图50：5G产业链梳理

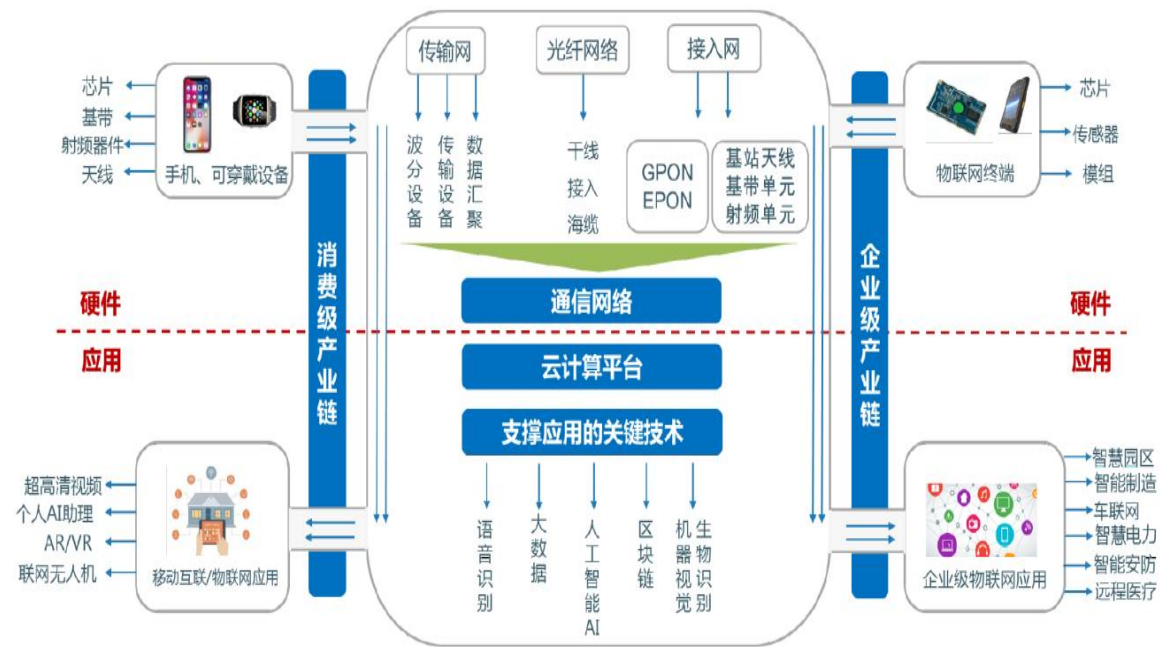
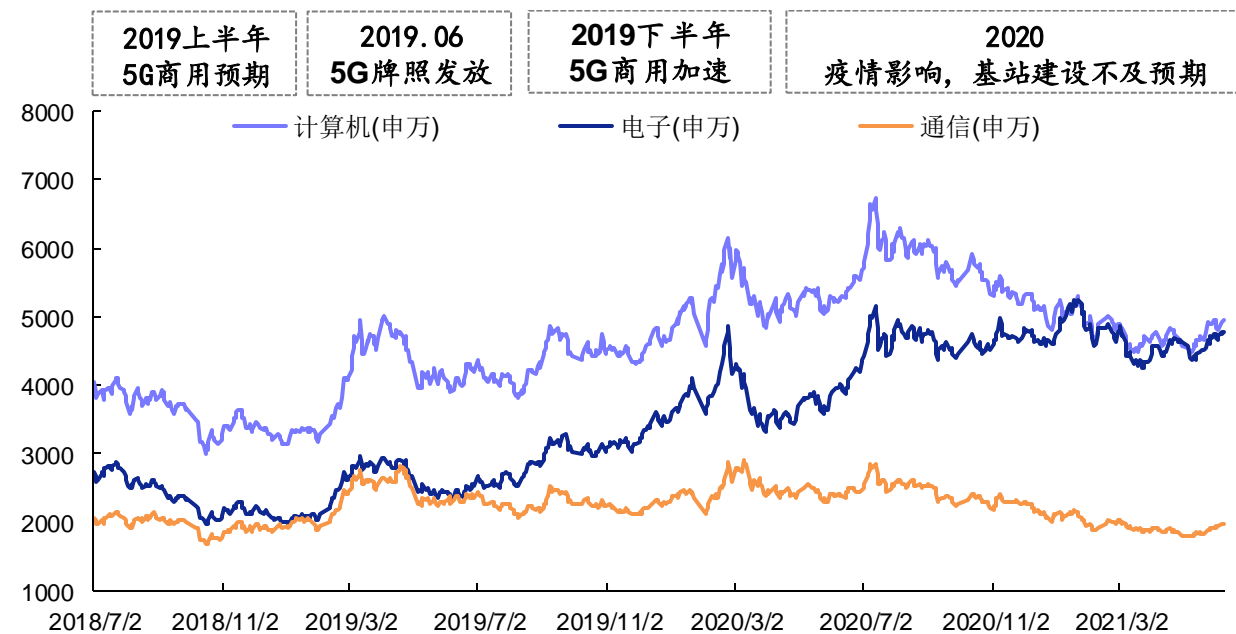


图51：2018.7-至今TMT板块整体回顾



资料来源：赛迪研究院《5G发展2021展望白皮书》，安信证券研究中心  
“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>



# 次高端白酒：业绩无忧，淡季提价

- 次高端白酒：受前期疫情压制预期，Q1实际动销好于预期。随着疫苗加速普及和疫情复苏，经济活动有望更为频繁，提振次高端用酒需求量。
- 企业关注品牌与产品升级，部分企业在淡季提价，后续更多举措值得关注。
- 主流酒企十四五规划业绩5年复合平均10%以上增长，长期来看白酒结构性景气基本态势不变。

表7：次高端白酒公司近期提价情况

公司	提价情况
古井贡酒	提高年份原浆古20全系产品的经销价格，具体提价幅度为：“古20”38°、42°经销价上调40元/瓶。52°经销价上调60元/瓶。
酒鬼酒	将瓶储时间为2019年、2018年、2017年的内参产品在现有战略价基础上上调20元、50元、100元。
水井坊	4月1日起，水井坊对水井坊•井台及臻酿八号全系产品进行价格调整，其中井台供货价与零售价均上涨20元，是其2017年后提价；臻酿八号供货价与零售价同时上涨10元。

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表8：食品饮料基金持股占流通股比例最高前10标的

代码	名称	持股占流通股比 (%) 2021Q1	持股占流通股比 (%) 2020Q4	持股占流通股比 (%) 2020Q3
002568.SZ	百润股份	25.87	16.77	17.21
000568.SZ	泸州老窖	17.73	17.05	15.82
000860.SZ	顺鑫农业	15.43	15.79	14.87
300791.SZ	仙乐健康	14.19	6.25	7.1
600887.SH	伊利股份	13.69	14.02	13.05
000596.SZ	古井贡酒	13.17	12.58	9.45
600809.SH	山西汾酒	12.96	11.2	9.33
603345.SH	安井食品	12.86	12.35	13.21
000858.SZ	五粮液	12.19	11.01	9.8
603517.SH	绝味食品	11.15	11.48	12.61

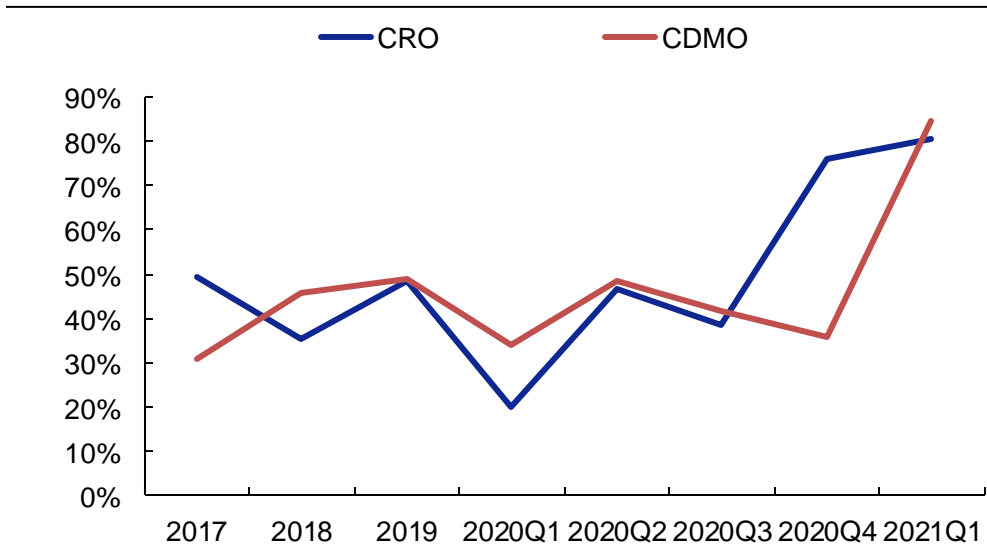
资料来源：Wind，安信证券研究中心



# 医药：CXO/创新器械高景气持续

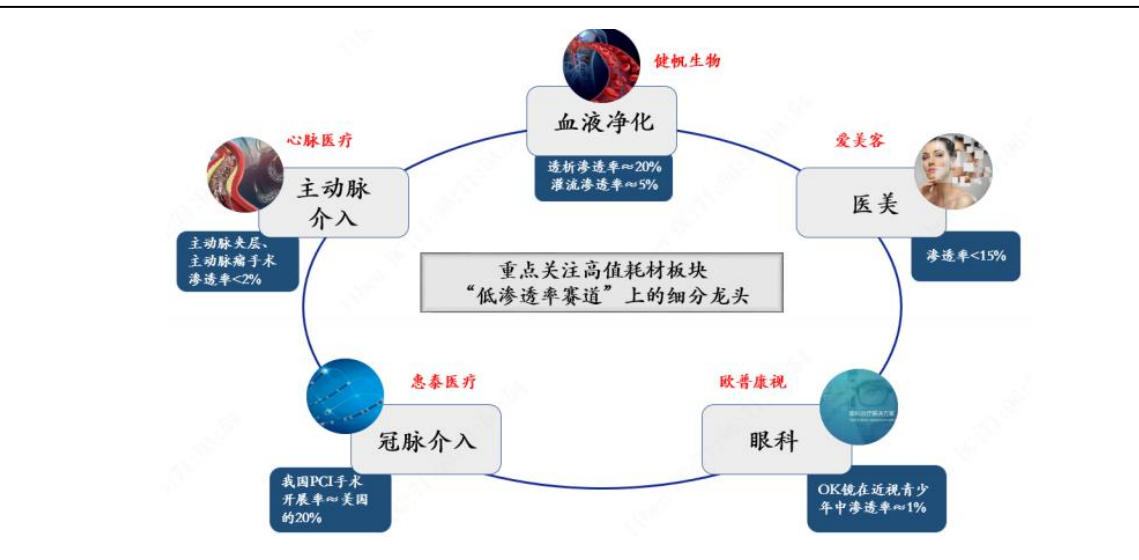
- CXO：5月全球和美国创新药领域 VCPE 融资情况目前依然稳健，中国企业在全球竞争优势进一步凸显+国内创新需求高速增长；
- 创新器械：低渗透率、技术走向高端化与创新性强的创新耗材细分领域将有望成为长期高景气度赛道，如医美、眼科、血液净化、主动脉介入等。
- 科研服务：科研投入不断加大，科研服务板块长期成长路径已得到初步验证。

图52：创新药板块历年业绩增速情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心医药团队

图53：高值耗材部分低渗透率赛道概览



资料来源：安信证券研究中心医药团队

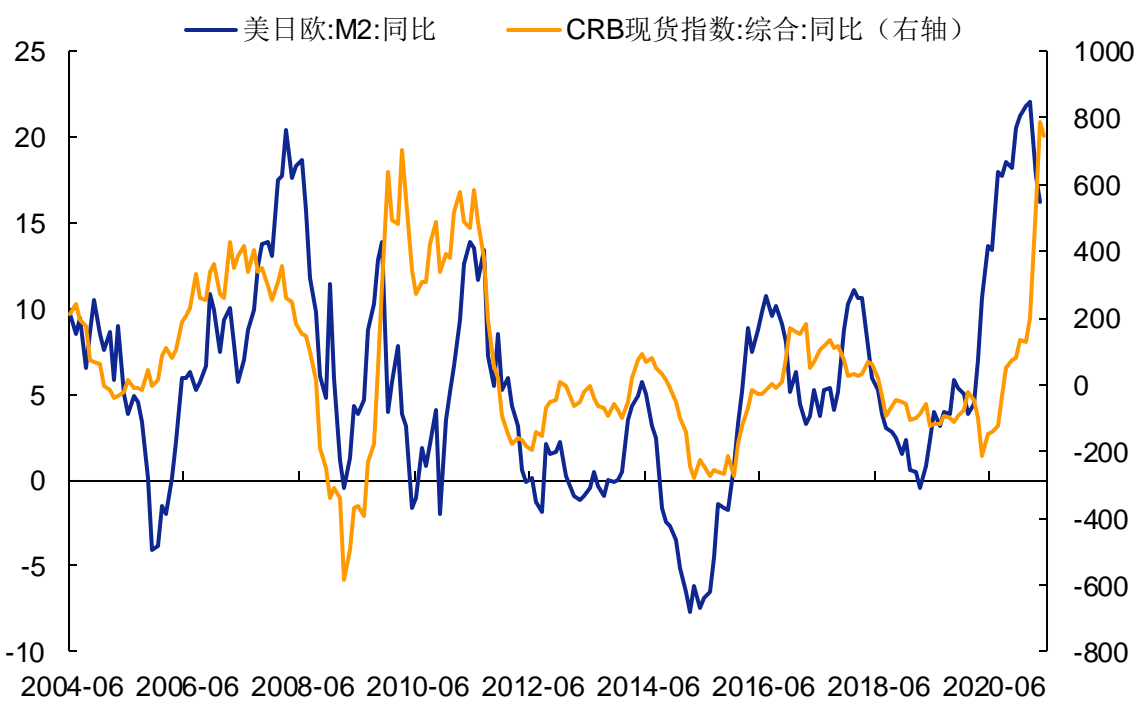
# 四、外部风险： QE Taper冲击有限



# 通胀担忧边际舒缓

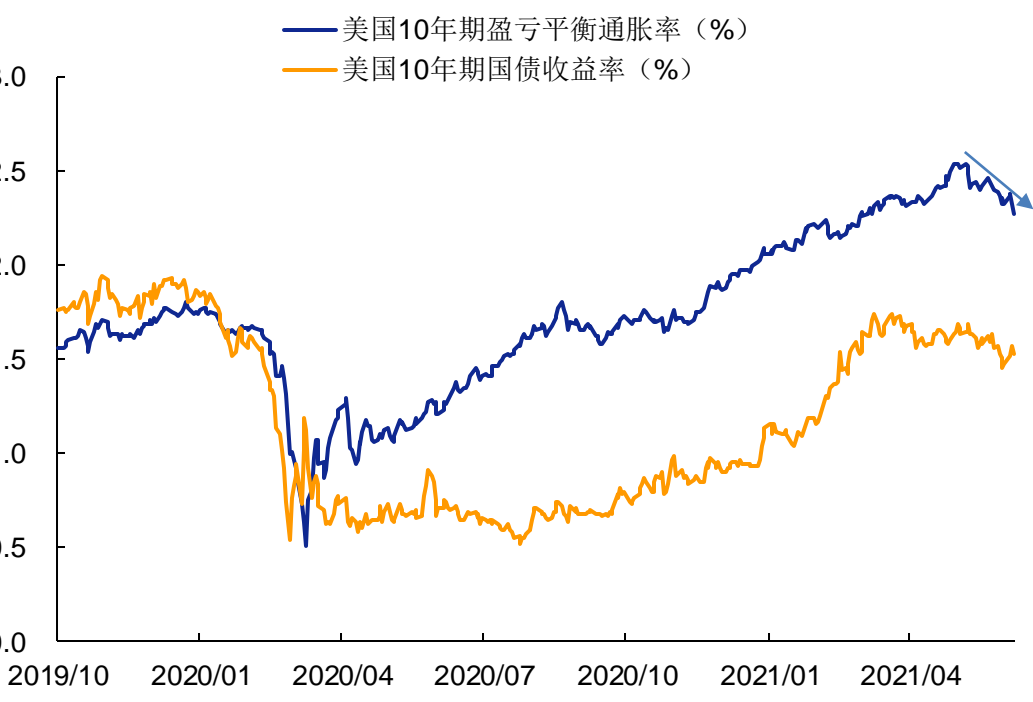
- 从全球货币供应的视角来看，美日欧M2同比已经与2月份见顶。
- 需求回落、美元反弹压力抑制大宗商品价格，美国通胀预期见顶回落。
- 本轮商品价格上涨，至少有一些推动因素是阶段性的，而这些因素正在边际减弱。

图54：美日欧M2同比已经率先见顶，CRB指数同比处于筑顶阶段



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图55：美国通胀预期见顶回落



资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 联储不急转弯，逐步转向Taper

- 关键观察指标：新增非农就业恢复度。

图56：QE tapering就业市场回顾

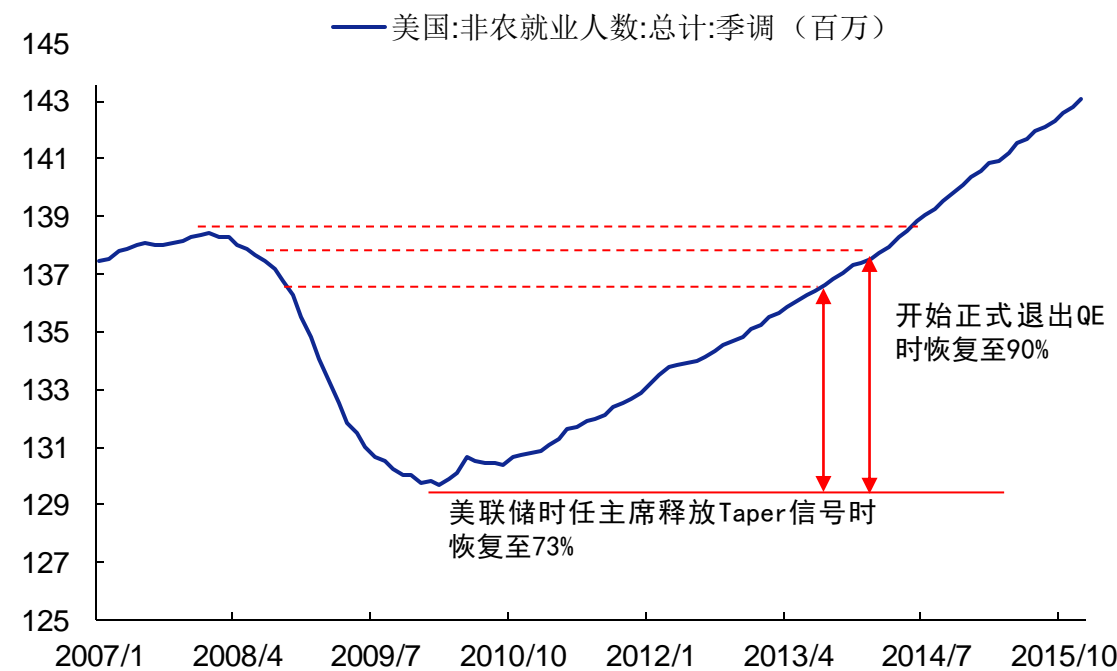
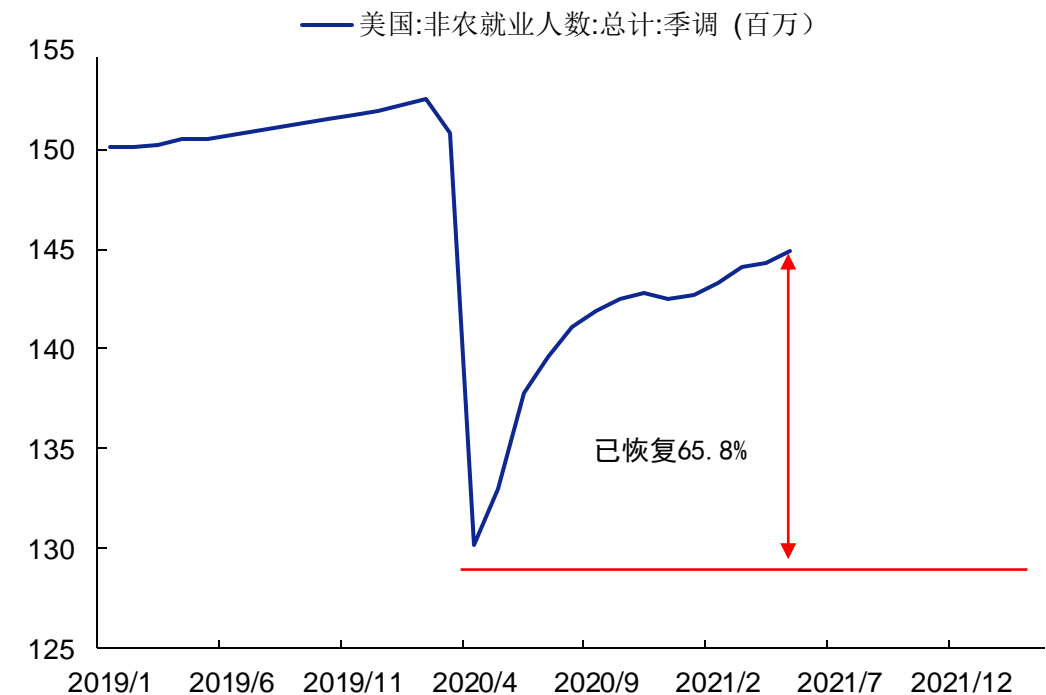


图57：2019年以来美国就业市场及预测



资料来源：Wind，安信证券研究中心

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

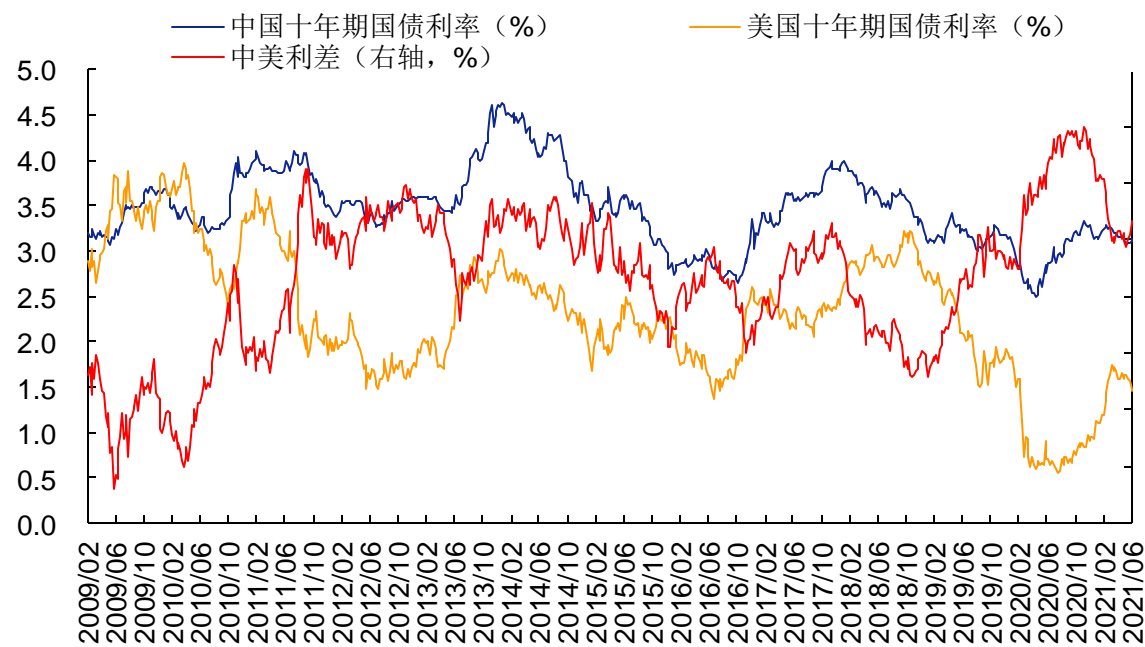
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 美联储Taper，预计对A股冲击较小

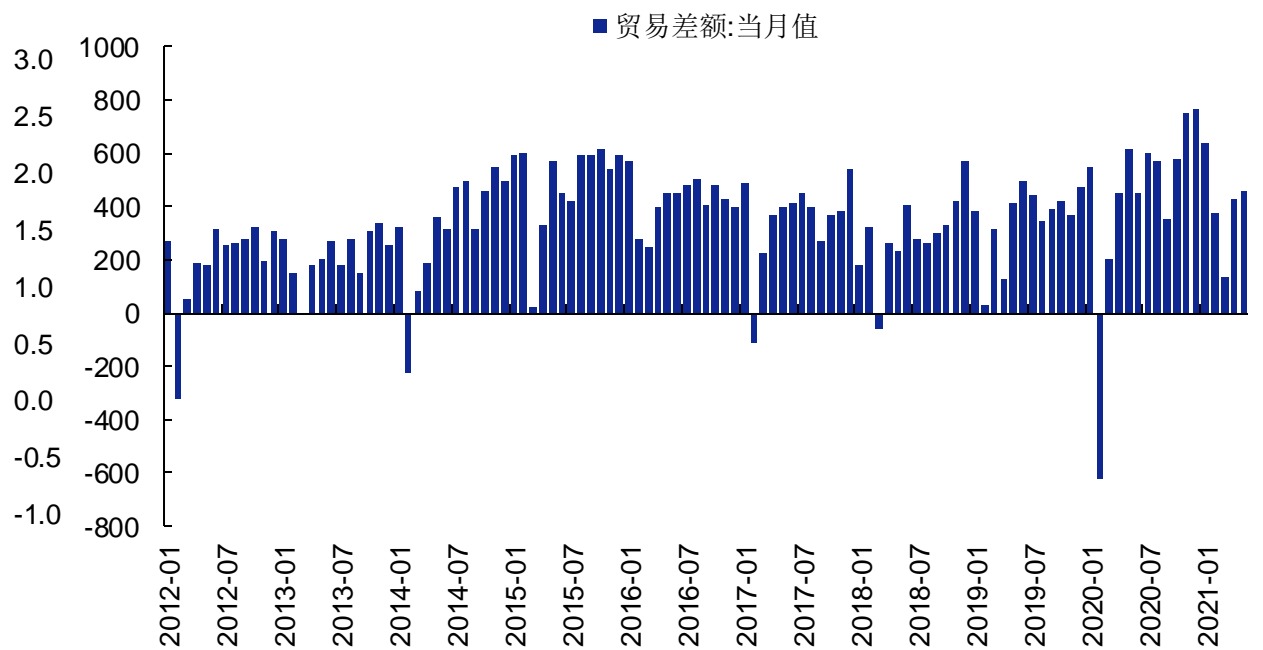
- 中美利差目前仍处于偏高位置，超出均值50bp以上。当前中国的经常账户强劲、通胀温和，人民币没有明显贬值压力。

图58：中美利差仍处于偏高位置



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图59：中国经常账户表现强劲



资料来源：美联储，安信证券研究中心



# 美联储Taper，预计对A股冲击较小

- 双赤字压制美元反弹高度，叠加美欧经济错位复苏，美元偏弱中长期趋势不改。配置型资金仍有望持续流入。
- 近12周陆股通配置型持续增配电气设备、银行、化工和医药。

图60：今年初美元阶段性反弹阶段，配置型资金仍持续流入

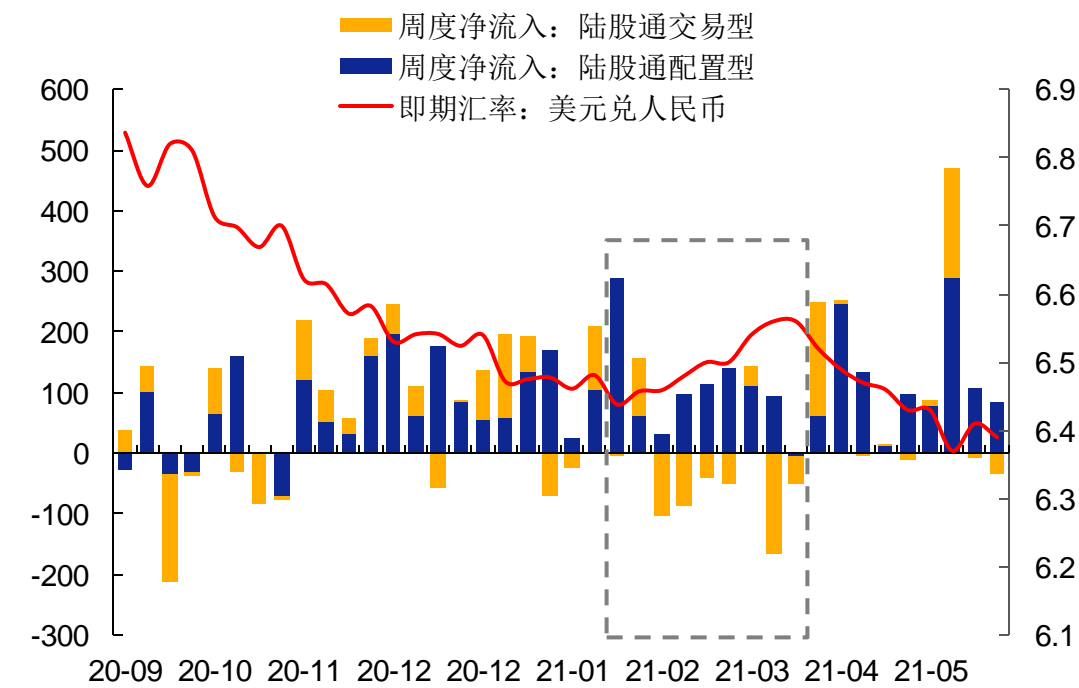
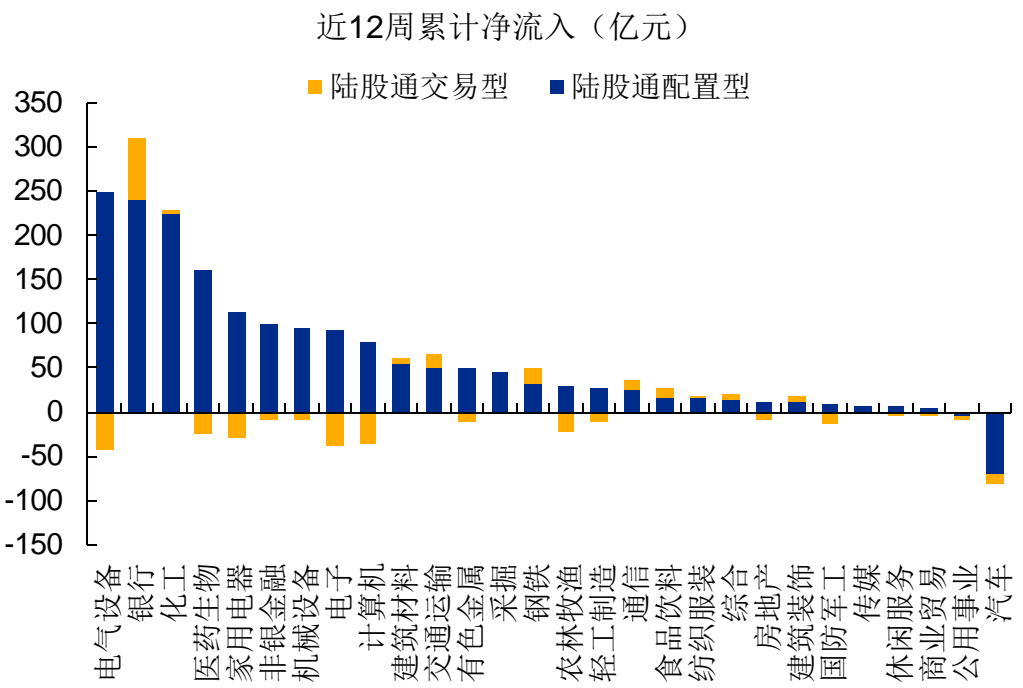


图61：近12周陆股通配置型分行业净流入





# 拜登增税：对美股或有冲击

- 拜登计划提高美国企业所得税税率，同时推出《美国家庭计划》征收更高的个人资本利得税，短期内将对市场产生一定影响；
- 2021年6月5日，G7国家达成全球税务方案，各国财长同意全球最低企业税率设置为 15%，致力于解决数字科技巨头避税问题，对互联网及科技型企业影响较大。

表9：拜登的企业税改计划预计带来2万亿以上美元增量收入

美国制造税收计划	预计增加的税收收入	
	2021-2030年	2021-2035年
将企业所得税税率从 21% 提高到 28%	8500 亿美元	1.3 万亿美元
将美国跨国公司的最低税率（GILTI）设置为 21%	5000 亿美元	7500 亿美元
消除对外国衍生无形收入（FDII）的扣除	2500 亿美元	4000 亿美元
对公司账面收入征收 15% 的最低税率	1000 亿美元	2000 亿美元
防止美国公司过度将注册地设置为避税港	250 亿美元	500 亿美元
消除对化石燃料的部分税收优惠	250 亿美元	300 亿美元
消除与离岸工作相关的美国公司收入扣减额	——	——
加强企业税收执法	——	——
通过多边谈判，就公司最低税率达成全球协议	——	——

资料来源：CFRB，安信证券研究中心  
“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>

表10：拜登计划对富人群体大幅加税

1.5万亿加税计划	资金
审计大型公司及高收入个人的逃税漏税	7000亿美元
将最高边际所得税税率从37%升至39.6%	
年收入超过100万美元的家庭需缴纳更高的资本利得税，税率从20%到39.6%	8000亿美元
消除附带利益漏洞	
高收入者及投资者为其收入缴纳3.8%的医保税	

资料来源：白宫，安信证券研究中心

# 2021年A股盈利验证“复苏牛”逻辑

- 受益于全球经济共振式复苏，我们预计2021年全A盈利增长较2020年的2.94%将大幅回升至20.25%左右，剔除金融后回升至30.25%，2021年较2020年预计将进一步明显改善，整体趋势受基数效应影响呈现前高后低。
- 2022年A股盈利增速将回落至9.25%，剔除金融后为15.75%，沪深300指数盈利增速预计为12.50%。

表11：2017-2021总量及宽基净利润累计同比增速（包含预测）

	2021E	2021Q1	2020	2020Q3	2020H1	2020Q1	2019	2019Q3	2019H1	2019Q1	2018	2018Q3	2018H1	2018Q1	2017	2017Q3	2017Q2	2017Q1
主板	18.75%	50.90%	1.05%	-7.87%	-19.48%	-24.19%	5.18%	6.98%	7.27%	10.06%	-0.24%	10.65%	14.16%	12.91%	19.66%	18.72%	16.72%	20.11%
主板非金融	26.50%	171.02%	1.80%	-12.20%	-33.92%	-59.58%	-4.01%	-2.60%	-0.69%	4.88%	4.40%	19.50%	24.74%	21.24%	39.32%	40.02%	37.60%	56.12%
创业板	35.25%	111.31%	42.94%	21.47%	34.55%	-25.54%	19.06%	-6.01%	-21.57%	-15.07%	-71.67%	-1.52%	4.05%	28.20%	-16.01%	6.73%	5.34%	9.30%
A股	20.25%	53.34%	2.94%	-6.53%	-18.01%	-24.03%	5.43%	6.72%	6.48%	9.36%	-2.21%	10.29%	13.88%	13.27%	18.31%	18.21%	16.26%	19.73%
A股非金融	30.25%	166.04%	4.24%	-5.55%	-24.65%	-52.43%	-4.32%	-2.37%	-2.87%	1.25%	-6.00%	16.42%	21.82%	21.17%	31.57%	34.92%	33.12%	48.54%
沪深300	18.89%	34.97%	0.50%	-8.02%	-17.73%	-18.97%	10.29%	10.48%	10.53%	11.67%	6.03%	9.76%	12.16%	10.96%	14.03%	12.51%	11.55%	14.83%
中证500	39.42%	95.47%	-9.28%	-6.64%	-26.85%	-34.59%	-20.74%	-7.82%	-6.30%	3.26%	-32.67%	1.50%	13.01%	16.27%	35.40%	41.41%	32.51%	38.82%
中证1000	45.55%	138.11%	-8.96%	-15.37%	-27.72%	-59.97%	-20.78%	-5.38%	-4.35%	3.20%	-50.44%	12.94%	19.49%	22.12%	25.93%	31.57%	31.14%	45.81%
创业板指	30.33%	94.22%	27.72%	30.30%	35.42%	3.95%	7.81%	-4.42%	-19.16%	-36.65%	-50.51%	-6.18%	17.11%	39.37%	-40.01%	-20.29%	-22.95%	-12.08%

资料来源：Wind，安信证券研究中心  
“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>

# 致谢！

## 安信证券研究中心 策略团队

陈果	SAC执业证书编号：S1450517010001
张雪娇	SAC执业证书编号：S1450521030002
林荣雄	SAC执业证书编号：S1450520010001
夏凡捷	SAC执业证书编号：S1450517070002
朱海洋	SAC执业证书编号：S1450518050002

联系人：郑佳雯



# 分析师声明

## ■ 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，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告都不能作为道义的、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



# 联系方式

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

“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>

