



2021年6月22日

拨云见日终有时，关注中盘成长股

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

联系人：刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com

内容提要

H1 行情回顾：上半年 A 股宽幅震荡，年初核心资产抱团拉升指数——南下资金分流、央行回收流动性，沪指快速回调——春节前后流动性压力缓解，核心资产开启主升浪，沪指创出五年来新高——美债收益率飙升，全球市场共振下跌，核心资产快速杀估值——临近年报和一季报窗口，在业绩支撑下市场开始了漫长的反复筑底过程，市场风格发生切换，中小盘股反弹，核心资产则表现疲软——美元走弱带动人民币快速升值，外资大幅加仓核心资产——6 月人民币升值速度趋缓，A 股市场再次承压回落。

宏观基本面：经济增长动能边际趋缓。当前经济的核心驱动在于外需，制造业投资和消费是复苏的重要支撑，但修复速度可能不及预期。货币信用环境逐渐向疫情前水平回归。经济增长放缓带动需求弱化，中长端市场利率持续下行，短端市场利率整体维持在政策利率中枢附近波动。

盈利驱动能否持续：盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大。直至盈利见顶后，估值大幅下杀。通常牛市上半场由流动性驱动，下半场转为业绩支撑。供需缺口使得利润率有望继续上行，从而带动 ROE 维持在高位。

H2 行情展望：Q3 在信用收紧的背景下股指有所承压，Q4 则有望重拾升势，整体依然处于震荡格局。看好中盘+成长风格，关注高端制造业。

风险提示

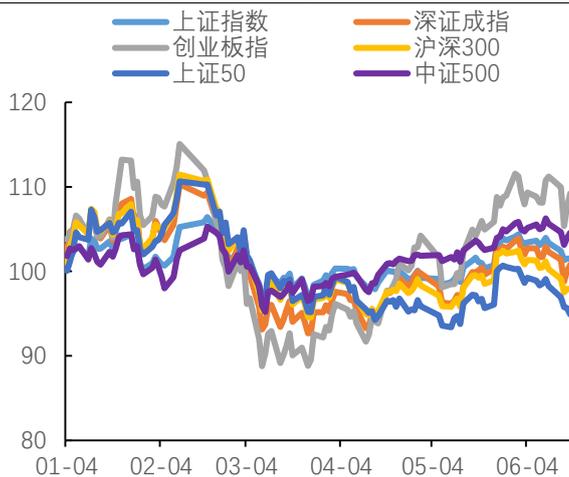
重大突发事件冲击；货币政策超预期收紧；监管措施巨大变化

一、股票和股指期货市场回顾

1.1 股票市场回顾

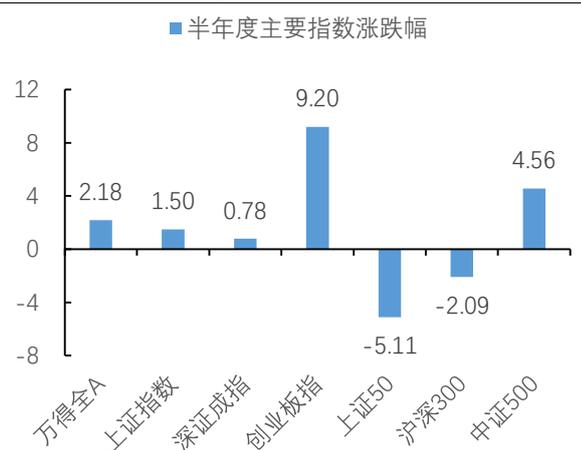
上半年 A 股宽幅震荡，年初核心资产抱团拉升指数，沪指一度冲高至 3624.24 点，随后因南下资金分流、央行回收流动性，沪指快速回调跌破 3500 点。春节前后流动性压力缓解，核心资产开启主升浪，沪指创出五年来新高 3731.69 点。随后美债收益率飙升，全球市场共振下跌，核心资产快速杀估值，沪指最低回落至 3328.31 点，短短 12 个交易日下跌近 400 个点。临近年报和一季报窗口，在业绩支撑下市场开始了漫长的反复筑底过程，市场风格发生切换，中小盘股反弹，核心资产则表现疲软。5 月中旬起，美元走弱带动人民币快速升值，外资大幅加仓核心资产，沪指最高触及 3629.29 点。进入 6 月，人民币升值速度趋缓叠加外部市场调整，A 股市场再次承压回落。主要指数方面，创业板强势领涨，截至 6 月 18 日，上证指数、深证成指和创业板指分别收涨 1.50%、0.78%和 9.20%，中证 500 涨 4.56%，沪深 300 和上证 50 分别下跌 2.09%和 5.11%。市场风格方面，周期风格大放异彩，以 9.25%的涨幅领跑，成长和消费风格分别涨 3.41%和 0.99%，金融风格则大跌 4.94%拖累市场。市值风格方面，小盘指数和中盘指数分别上涨 3.53%和 1.54%，大盘风格则下跌 1.03%。行业方面，顺周期表现优异，钢铁、采掘和化工分别大涨 18.85%、17.97%和 14.65%，综合板块和电气设备分别涨 15.35%和 10.17%，非银金融、家用电器、国防军工、农林牧渔和房地产板块表现低迷，跌幅分别达到 15.54%、15.36%、12.72%、10.65%和 6.99%。

图 1：H1 市场宽幅震荡 (%)



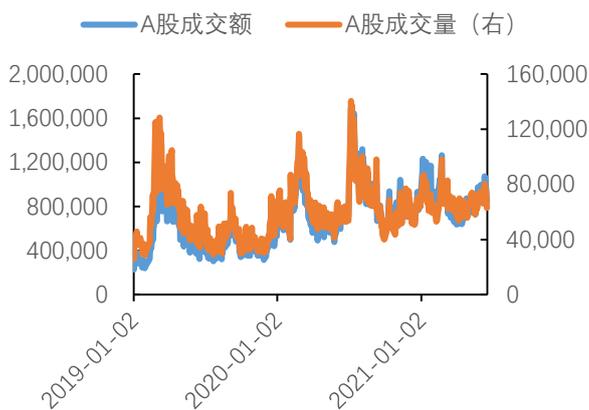
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：H1 创业板领涨 (%)



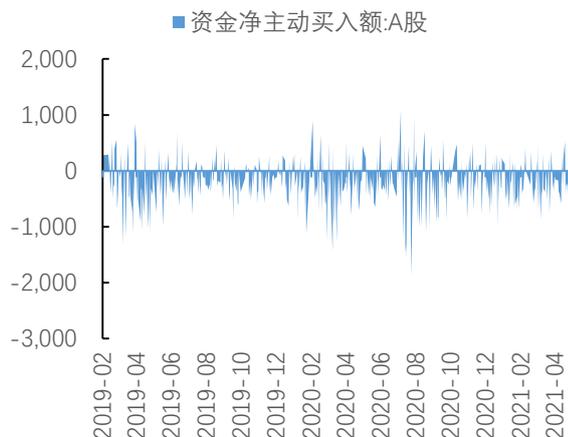
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 两市成交额触底回升



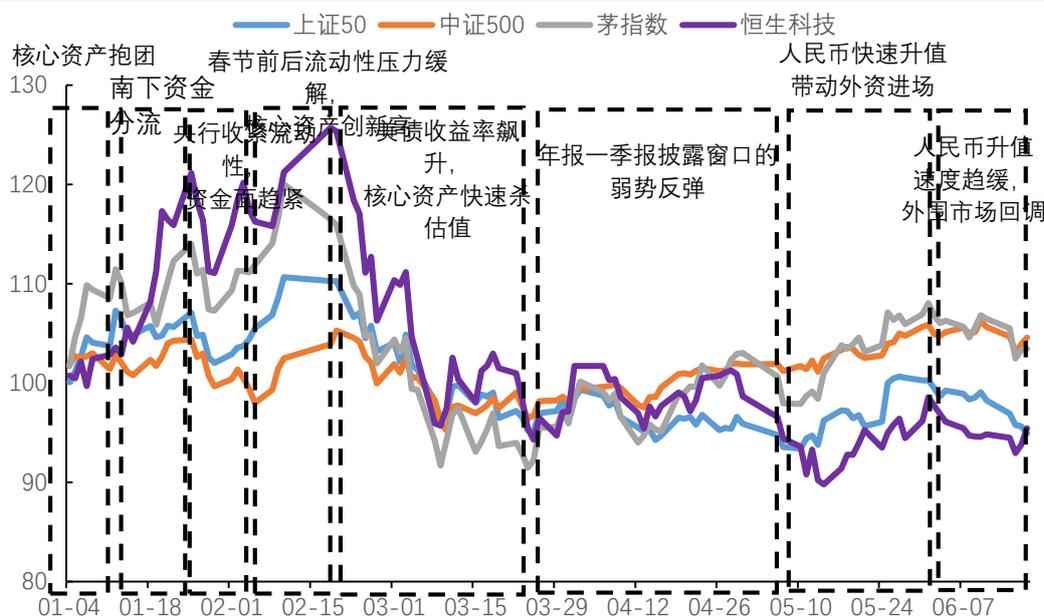
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: H1 主力资金流出规模 (亿)



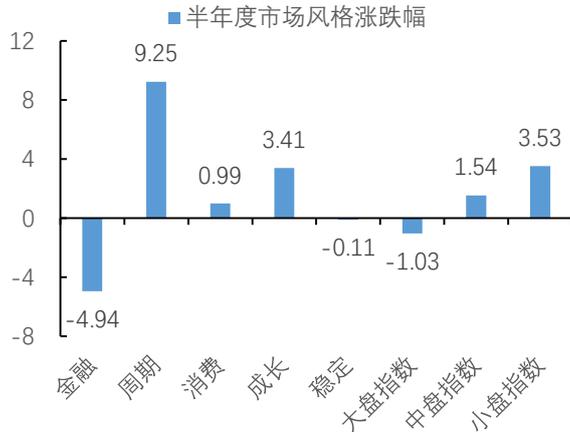
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 2021 年市场表现回顾 (%)



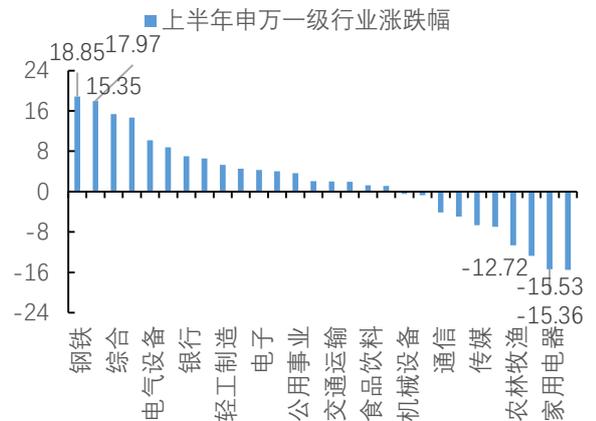
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: H1 周期风格蔓延, 小盘股表现亮眼 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

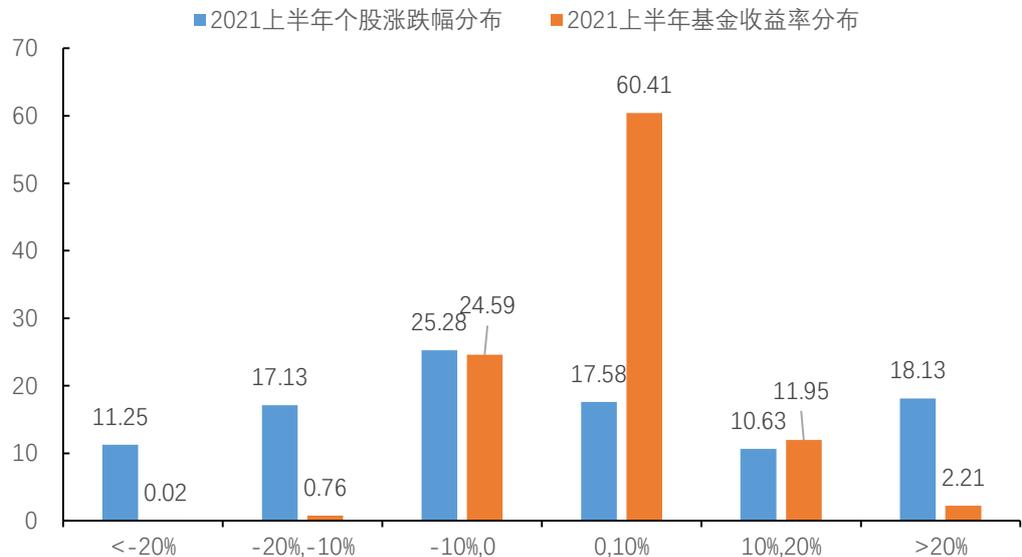
图 7: H1 钢铁、采掘和综合板块领涨, 非银金融、家用电器和国防军工板块领跌 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

个股方面, 上半年个股涨跌各半, 明显弱于偏股型基金表现。其中, 46.34%的个股上涨, 其中涨幅低于 10%的个股占 17.58%, 跌幅小于 10%的个股占 25.28%; 仅有 25.42%的偏股型基金出现亏损, 60.41%的基金收益率低于 10%。

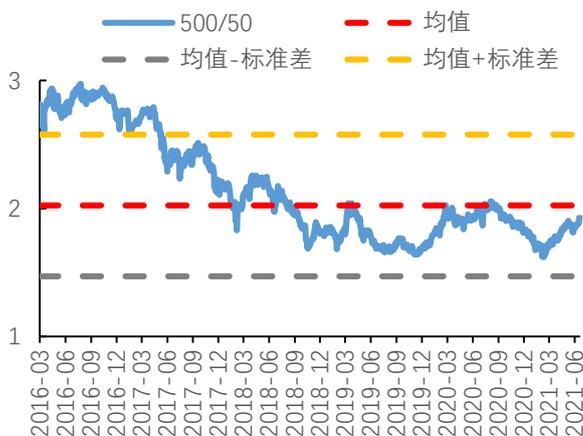
图 8: H1 偏股型基金表现明显强于个股 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

估值方面, 万得全 A 估值有所回落, 截至 6 月 18 日万得全 A 市盈率为 20.31 倍, 较去年年末下降 3.03。沪深 300、上证 50 和中证 500 当前市盈率分别为 14.49、12.40 和 21.51 倍, 分别较去年年末下滑 1.61、1.82 和 6.71。500/50 比价自春节后开始修复, 从最低点 1.63 回升至 1.93, 仍低于历史均值 2.02 倍, 高于历史均值减去一个标准差 1.46 倍。

图 9：500/50 比值触底回升 (%)



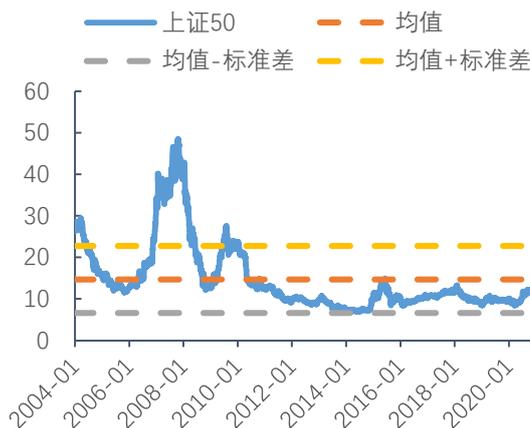
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：沪深 300 估值处于近年高位



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：上证 50 估值处于近年高位



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：中证 500 估值处于近年低位

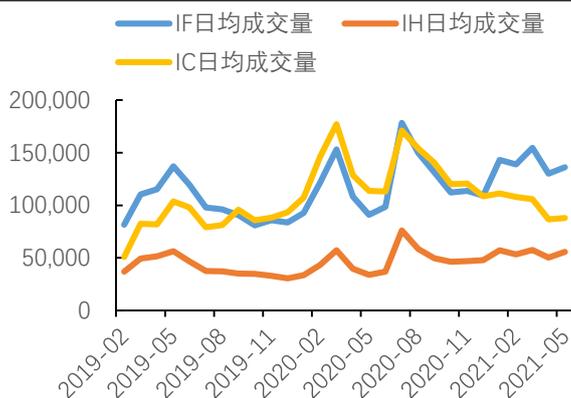


资料来源：Wind，优财研究院

1.2 期货市场回顾

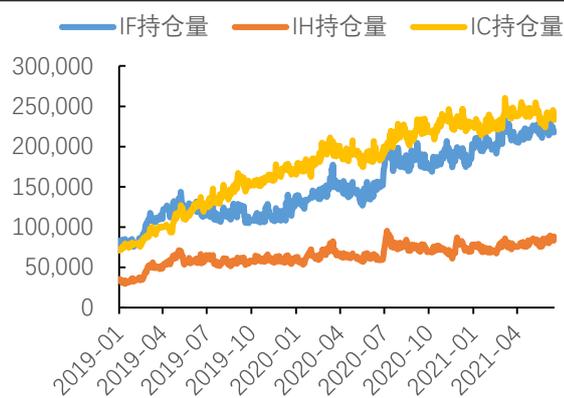
上半年三大期指主力合约走势分化，截至 6 月 18 日，IC 累计上涨 4.19%，IF 和 IH 分别下跌 3.14%和 6.13%。期货市场整体成交量下降，期末持仓量上升。股指期货日均成交 29.56 万手，较去年下降 9.01%，期末合计持仓 53.84 万手，较去年年末增加 5.56%。截至 4 月 30 日，IF、IH 和 IC 主力合约分别贴水现货 39.67、31.19 和 43.56，IC/IH 主力合约比值为 1.93，较去年年末上升 0.19。

图 13: 股指期货日均成交量下滑



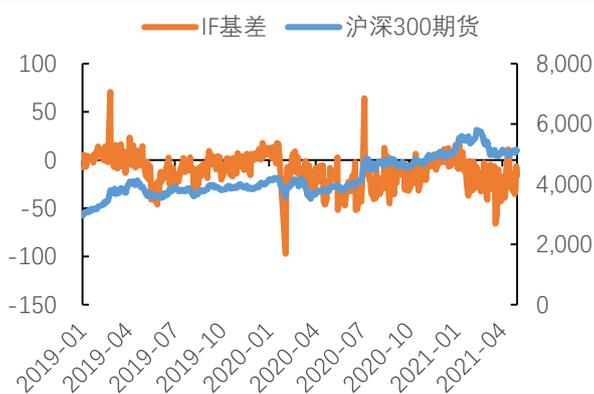
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 股指期货持仓量上升



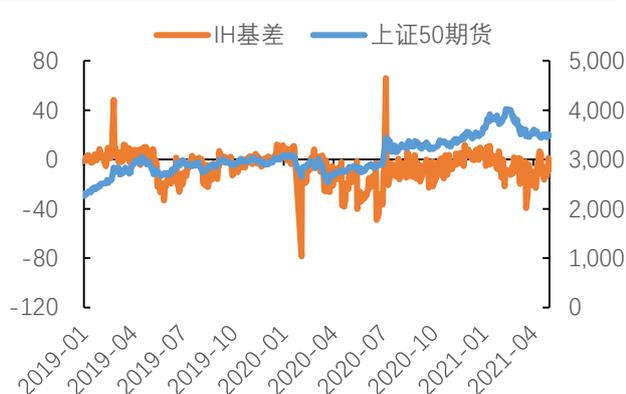
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: IF 基差



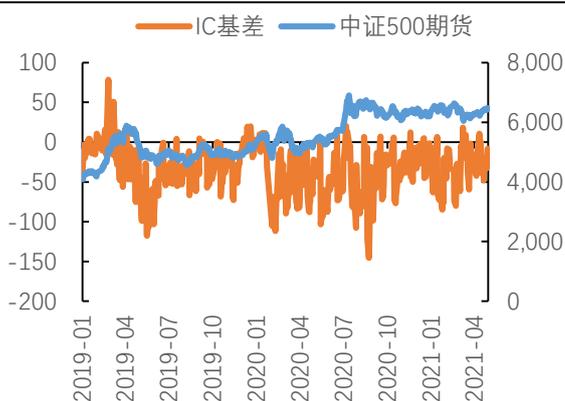
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: IH 基差



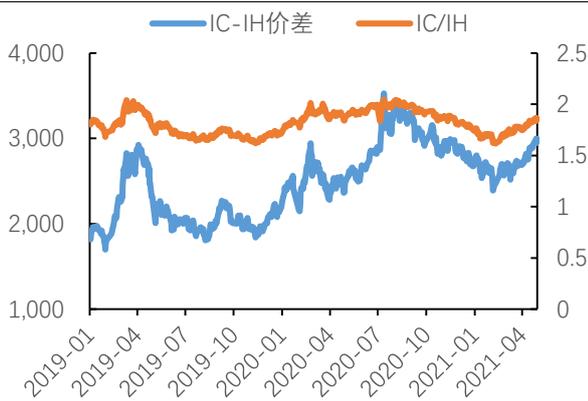
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: IC 基差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: IC/IH 比价回升



资料来源: Wind, 优财研究院

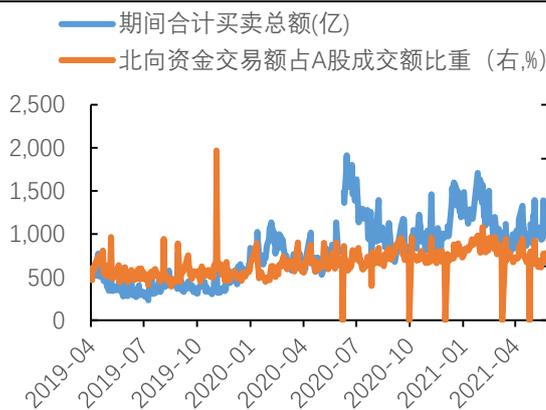
表一：截至 6.18 股指期货收盘情况

	合约收盘价	指数收盘价	升贴水	升贴水率
IF 主力	5,062.8	5,102.47	-39.67	-0.78%
IH 主力	3,423.4	3,454.59	-31.19	-0.91%
IC 主力	6,614.2	6,657.76	-43.56	-0.66%

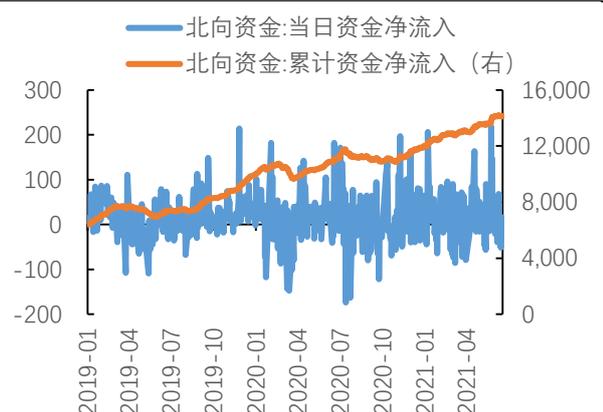
资料来源：Wind，优财研究院

1.3 股市资金面

北向资金加速进场，交易活跃度上升。截至 6 月 18 日，2021 上半年北向资金合计流入规模达到 2098.79 亿，远超 2020 下半年的 907.81 亿元。北向资金交易额占 A 股成交额比重从 2020 下半年的 11.20% 升至 12.41%。

图 19：北向资金活跃度上升


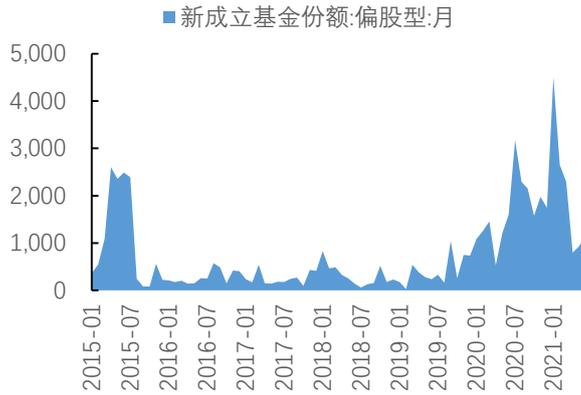
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：H1 北向资金加速流入


资料来源：Wind，优财研究院

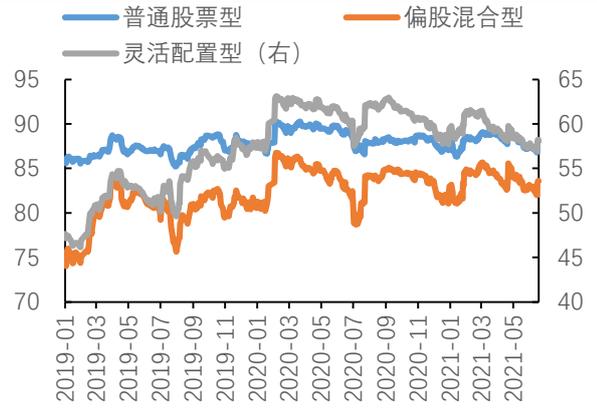
一月新发基金规模创出天量，但随后快速下降，偏股型基金股票仓位同样先升后降。继一月新发基金规模创出历史记录 4500.20 亿份后，二月发行速度忽然趋缓，一方面因长假因素交易天数减少，另一方面市场大幅回撤，基金重仓股大跌导致基金赚钱效应下滑，爆款基金认购力度急剧下降。截至 6 月 18 日，2021 上半年基金新发 12357.80 亿份，低于 2020 下半年的 12921.57 亿份。偏股型基金仓位先升后降，2021 上半年普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金股票平均仓位分别为 88.08%、83.68% 和 59.23%，与 2020 下半年的平均仓位 87.92%、83.28% 和 60.60% 相差不多。

图 21: 单月新发基金规模冲高回落



资料来源: Wind, 优财研究院

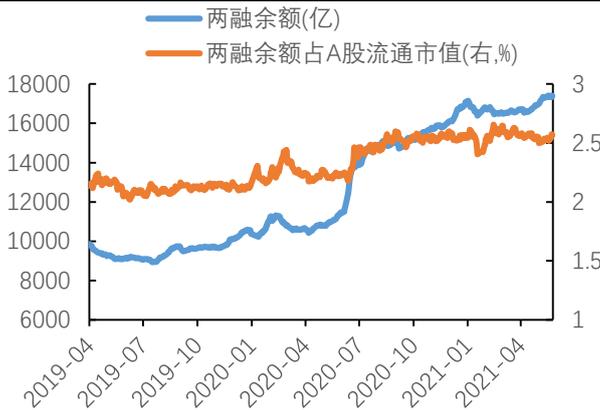
图 22: 偏股型基金平均仓位先升后降 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

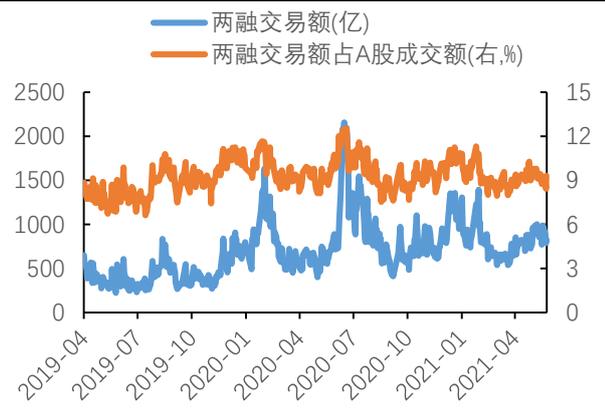
上半年两融规模持续上行，交易活跃度下降。截至 6 月 18 日，两融余额增至 17435.24 亿，较 2020 年末增加 7.69%。两融交易额占市场成交总体比例为 9.44%，较 2020 年末的 9.88% 有所下降，宽幅震荡的市场使得场内资金加杠杆交易的意愿下降。

图 23: 两融规模持续上行



资料来源: Wind

图 24: 四月两融活跃度下降



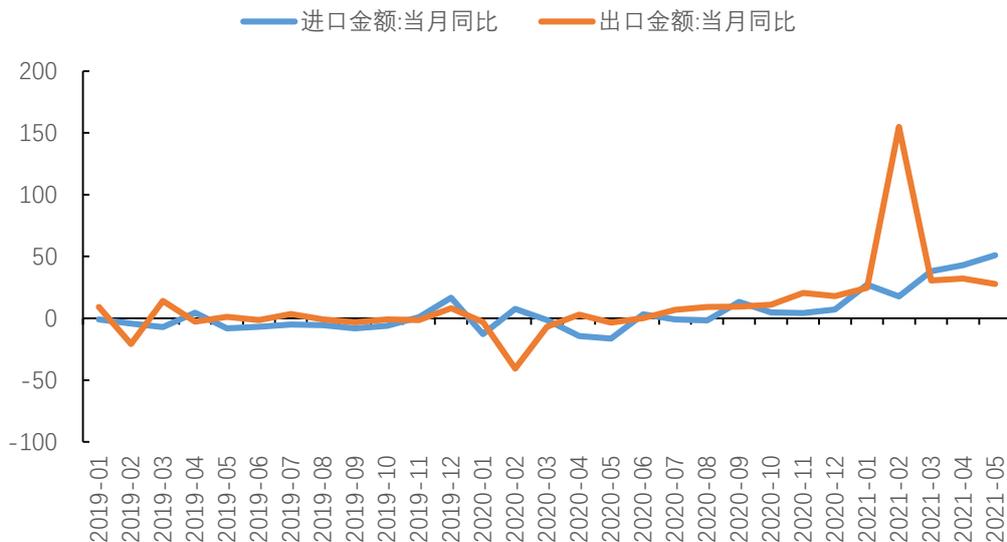
资料来源: Wind

二、宏观基本面

经济增长动能边际趋缓。当前经济的核心驱动在于外需，制造业投资和消费是复苏的重要支撑，但修复速度可能不及预期。

进出口有望保持强势。以美元计价，5 月出口同比增长 27.9%，进口同比增加 51.1%。出口的强势主要源于海外供给的恢复速度仍然大幅落后于需求，而进口的高位增长与国内消费需求复苏以及国际大宗商品处于高位有关。

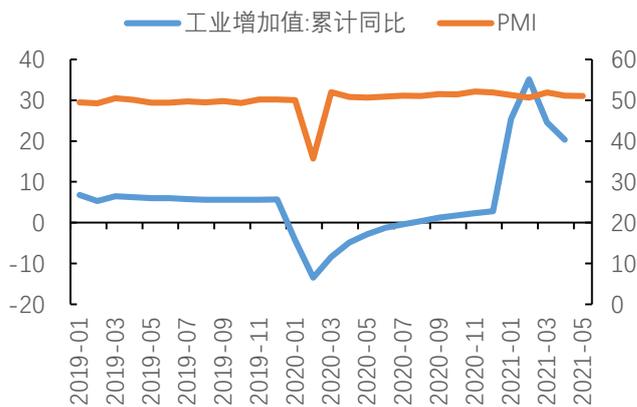
图 25: 进出口仍然强势 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

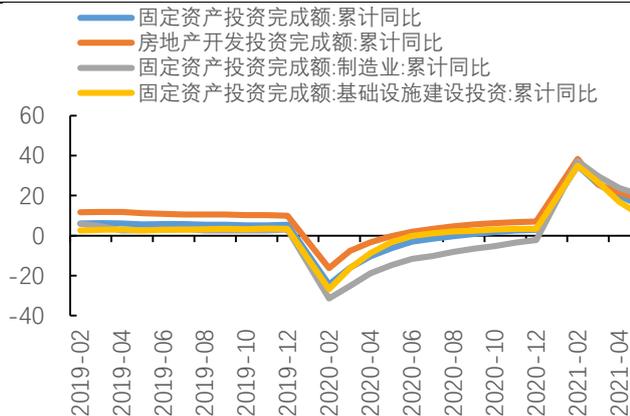
投资端缓慢抬升, 1-5 月份固定资产投资同比增长 15.4%, 两年复合增速为 4.2%。其中, 制造业投资累计同比增长 20.4%, 两年平均增速由下降 0.4% 转为增长 0.6%, 是三大类投资边际回升幅度最高的部门, 但增速低于 2019 年水平较多, 恢复依然偏慢。基础设施建设投资累计同比增长 10.4%, 两年平均增速为 3.3%, 与上月持平, 修复速度持续偏慢。房地产开发投资同比增长 18.3%, 两年平均增长 8.6%, 两年平均增速较上月提高 0.2 个百分点, 边际略有改善, 但在严格调控之下, 后续增速放缓概率高。

图 26: PMI 回落



资料来源: Wind, 优财研究院

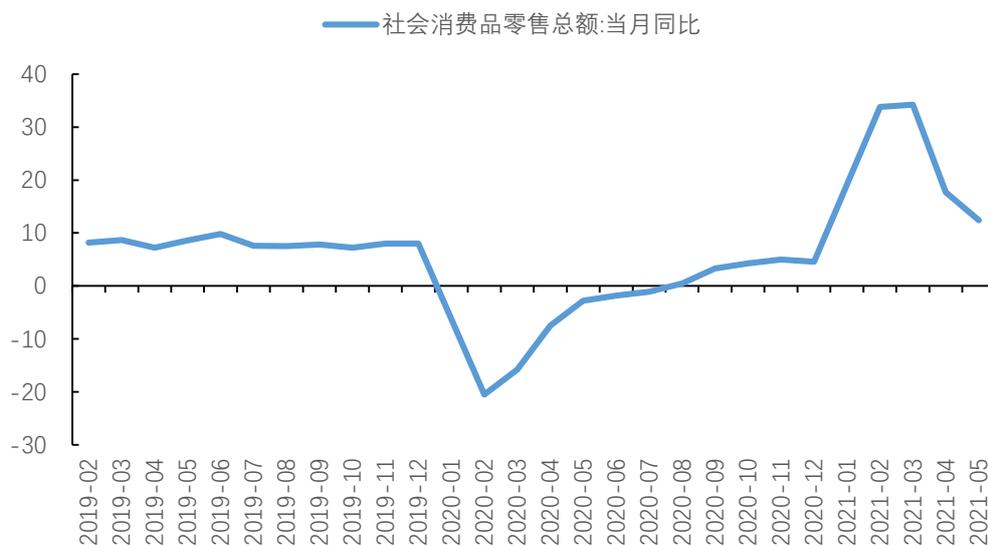
图 27: 固定资产投资增速回落



资料来源: Wind, 优财研究院

消费恢复偏慢。1-5 月份社会消费品零售总额同比增长 25.7%, 两年平均增长 4.3%, 仍处在常态化修复途中。从边际变化看, 5 月社零两年平均增速为 4.5%, 较 4 月份小幅加快 0.2 个百分点, 表明消费仍在缓慢修复、但改善幅度有限。

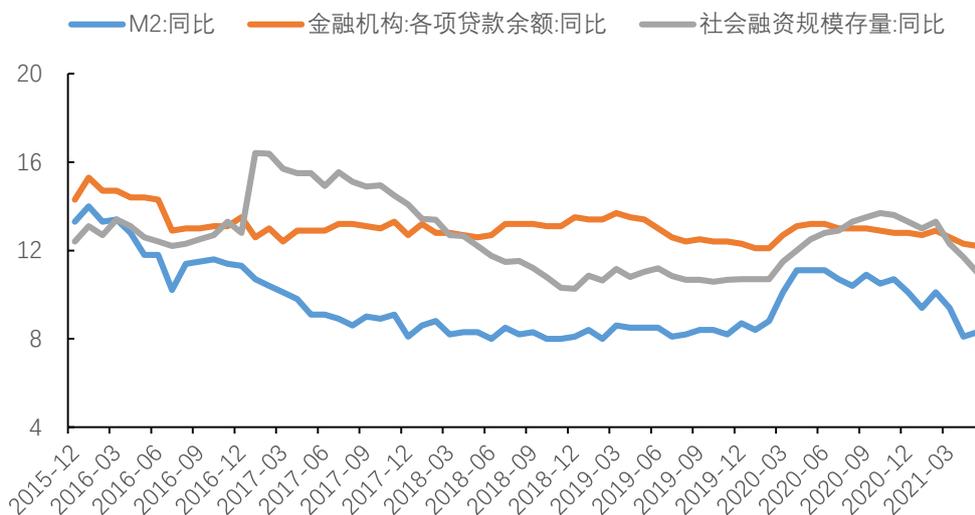
图 28：消费增速回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

货币信用环境逐渐向疫情前水平回归。受政府和企业债券发行下滑，银行表外融资继续收缩影响，5月社会融资规模增量为1.92万亿元，比上年同期少1.27万亿元，社会融资规模存量同比增长11%。非银存款大幅增加，5月M2同比增长8.3%，较上月回升0.02%。3月上中旬以来，经济增长放缓带动需求弱化，中长端市场利率持续下行，短端市场利率整体维持在政策利率中枢附近波动。

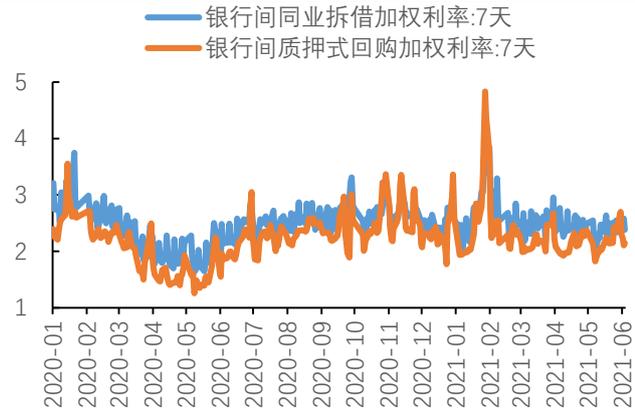
图 31：社融继续回落，M2 略回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：十年期国债收益率回落（%）


资料来源：Wind，优财研究院

图 30：短期利率上升（%）


资料来源：Wind，优财研究院

预计信用收紧持续到三季度。从 2000 年以来 6 次信用收紧的周期看，社融增速平均下行时间超 12 个月，本轮信用收紧自 2020 年 9 月起，社融增速下行时间仅 9 个月，从时间角度不够。当前货币政策以金融稳定为首要目标，采取稳健中性的政策基调，主要体现为信用收缩。但预计随着 Q4 经济下行压力明显加大，货币政策有望偏宽松。

三、今年的主线：盈利驱动

3.1 盈利驱动是上半年的主线

上半年通胀预期叠加供需错配，刺激原材料价格持续上行。去年疫情后美国展开大规模财政刺激，货币政策无限宽松，全球风险资产大涨。而今年上半年，随着全球疫苗接种的推进和复工复产进程加快，全球经济开始复苏，而大规模放水造成的通胀则对经济产生了显著影响。原材料价格是在通胀预期的作用下持续走高，企业加快补库存导致原材料价格进一步走高。

上半年 A 股市场更关注业绩驱动。受海外美债收益率攀升，全球通胀预期上行等事件影响，对利率敏感的核心资产大幅波动，市场风格转换为更注重低估值的板块。另在大宗商品持续走高的背景下，顺周期板块业绩大幅扭转，低估值叠加业绩高增速最终形成了上半年业绩驱动传统资源类企业股价上涨的重要原因。

2021 年 Q1，A 股市场的盈利水平继续修复。全部 A 股 2021Q1 营收增长 30.61%，归母净利润增长 53.29%。营收增速方面，全部 A 股 2021Q1 营收同比增长 30.61%，2020Q4 同比增长 7.91%，连续两个季度提升，2020 全年营收同比增长 2.48%；归母净利润增速方面，全部 A 股 2021Q1 净利润同比增长 53.29%，低于 2020Q4 的增速 58.90%，2020 全年净利润同比增长 2.32%。

图 32: 2021Q1 全 A 累计营收同比大幅回升 (%)

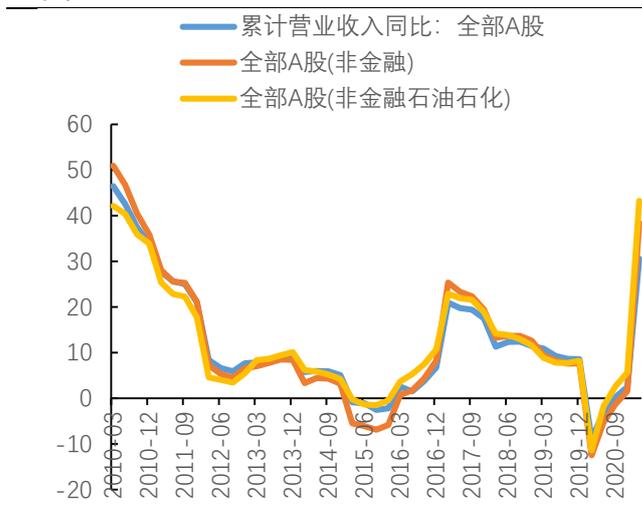


图 33: 2021Q1 全 A 累计归母净利润增速大幅提升 (%)

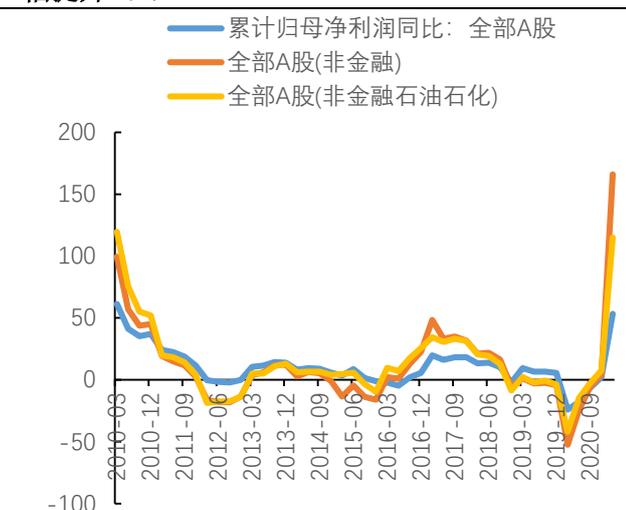


图 34: 2021Q1 全 A 单季营收同比大幅回升 (%)

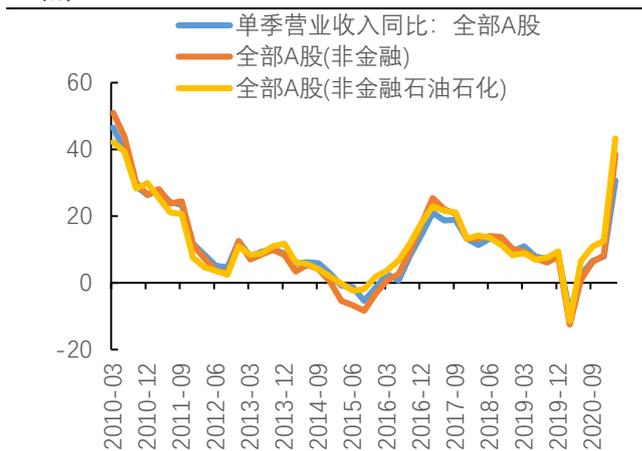
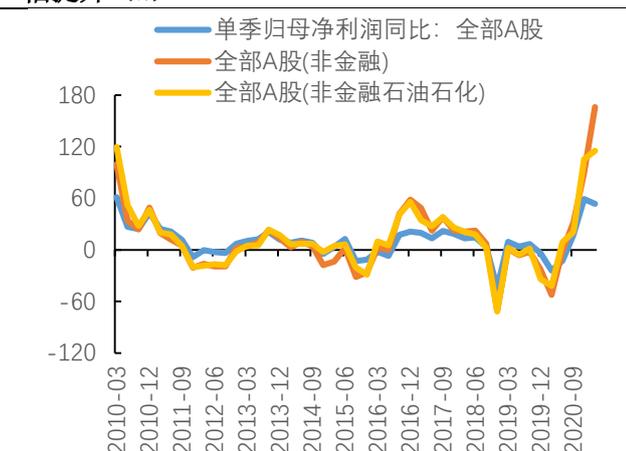
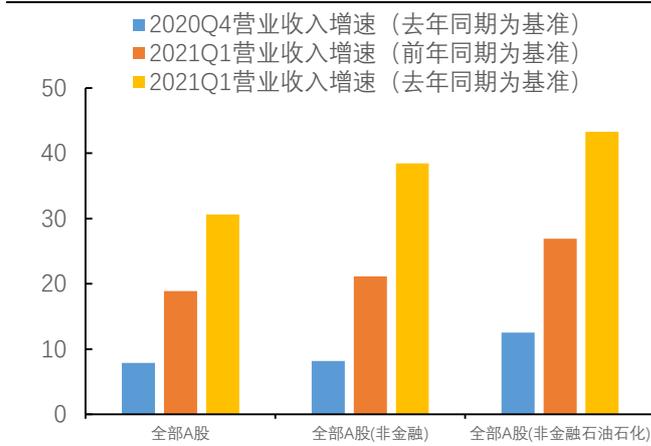


图 35: 2021Q1 全 A 单季归母净利润增速大幅提升 (%)



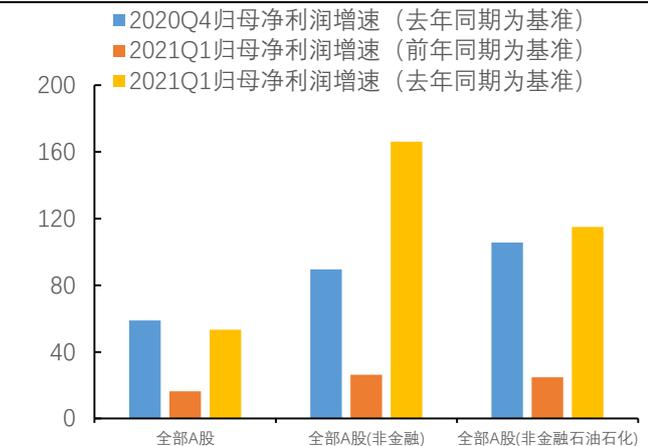
为剔除 2020 年 Q1 疫情引发的低基数效应, 将 2020Q1 以及 2019Q1 作为基准的数据进行对比。计算发现, 全部 A 股以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 30.61% 和 18.91%, 归母净利润增速分别为 53.29% 和 16.41%; 全部 A 股 (剔除金融) 以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 38.45% 和 21.13%, 归母净利润增速分别为 166.06% 和 26.83%; 全部 A 股 (剔除金融、石油石化) 以 2020Q1 和 2019Q1 为基准的营收增速分别为 43.28% 和 26.89%, 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

图 36: 2021Q1 全 A 单季营收较疫情前改善 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

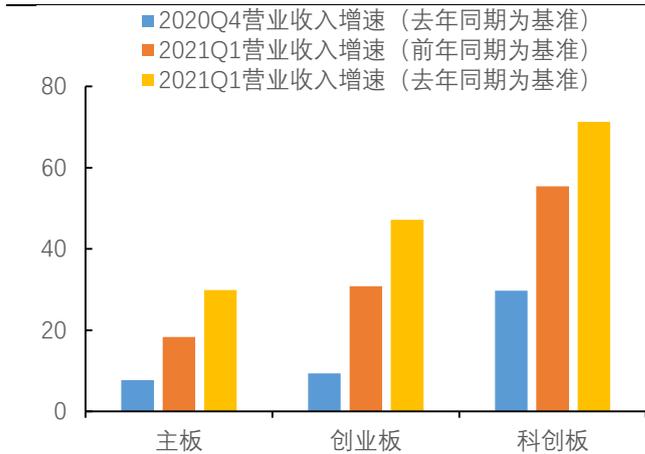
图 37: 2021Q1 全 A 单季归母净利润较疫情前提升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

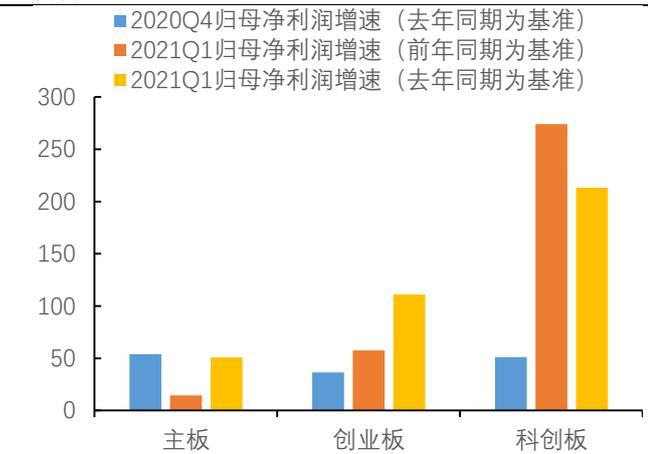
主板、创业板和科创板营收环比均明显改善,创业板维持高景气,归母净利润增速较疫情前明显提升。主板、创业板和科创板以 2020Q1 为基准的营收增速分别为 29.85%、47.19%和 71.29%,分别高于以 2019Q1 为基准的营收增速 18.29%、30.83%和 55.45%,且高于 2020Q4 的营收增速 7.71%、9.36%和 29.73%;主板以 2020Q1 为基准的净利润增速 50.90%低于 2020Q4 的净利润增速 53.88%,未能延续边际改善,科创板以 2020Q1 为基准的净利润增速 213.36%低于以 2019Q1 为基准的 273.92%,反映利润未受到疫情影响,创业板以 2019Q1 为基准的净利润增速 57.51%高于 2020Q4 的净利润增速 36.42%,利润延续边际改善的同时,已恢复至疫情前的水准。

图 38: 创业板单季营收较疫情前明显改善 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 39: 创业板单季归母净利润较疫情前明显改善 (%)

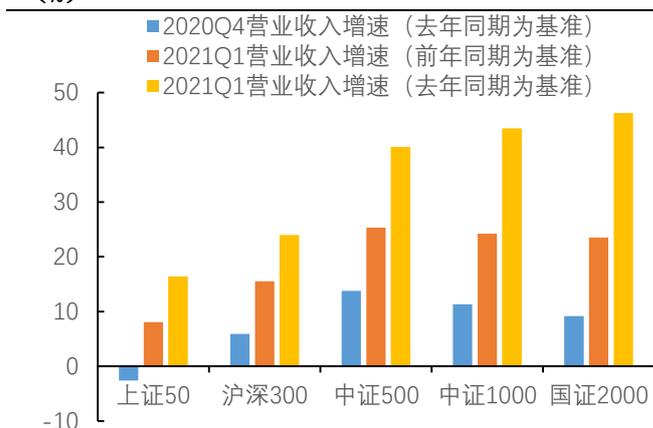


资料来源: Wind, 优财研究院

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

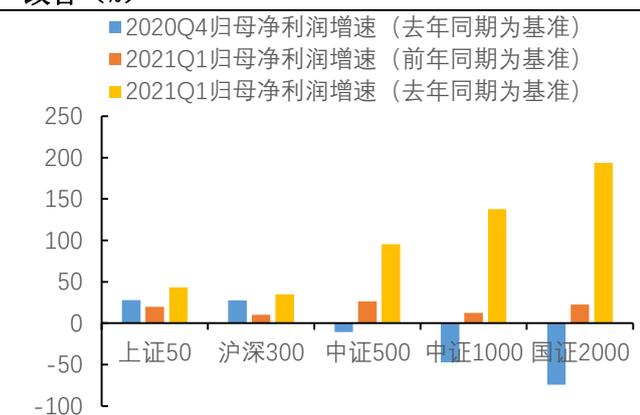
中小盘股的业绩弹性强于大盘股，中证 500、中证 1000 以及国证 2000 的业绩修复力度明显强于上证 50 和沪深 300。尽管小盘股为代表的国证 2000 以 2020Q1 为基准的净利润增速 193.75% 高于中证 500 为代表的中盘股 96.47%，但剔除疫情影响，前者以 2019Q1 为基准的净利润增速 22.60% 低于后者的 26.32%，综合看中盘股的景气度更优。

图 40：小盘股单季营收较疫情前明显改善 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

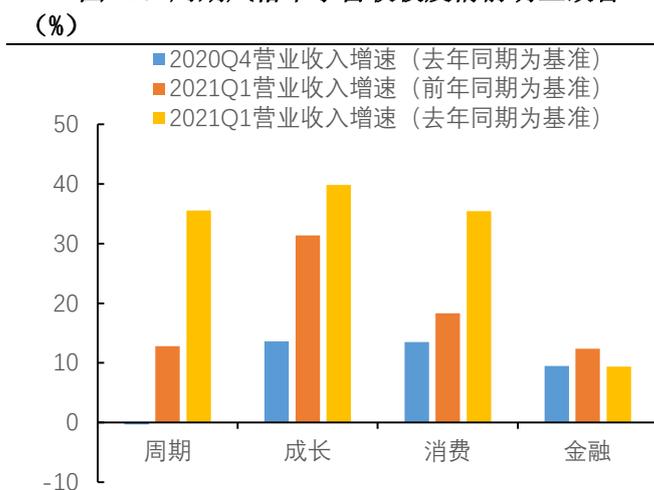
图 41：小盘股单季归母净利润较疫情前明显改善 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

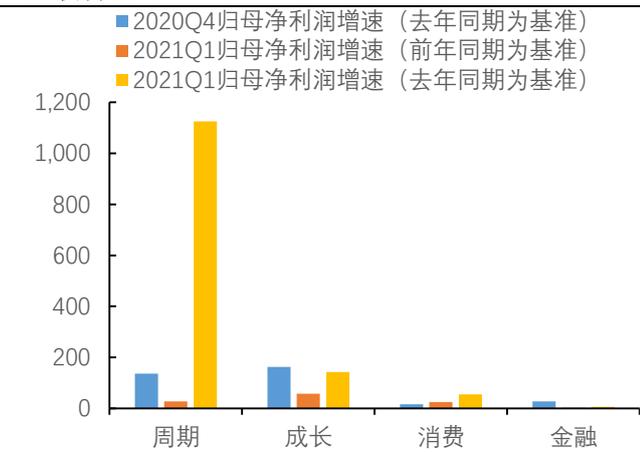
低基数效应助周期风格业绩爆发，消费风格盈利边际改善。2021Q1 周期风格归母净利润同比大增 1124.97%，明显高出成长风格（142.77%）、消费风格（54.77%）和金融风格（6.82%）。但周期风格暴增的业绩更多的低基数效应所致，周期风格以 2019Q1 为基准的净利润增速仅为 27.37%，低于 2020Q4 的净利润增速 136.84%。成长风格同样受到低基数效应影响。金融风格则表现不佳，2021Q1 金融风格的净利润增速 6.82% 低于 2020Q4 的 27.88%。消费风格业绩边际改善，剔除疫情影响后，以 2019Q1 为基准的净利润增速 24.68% 仍然高于 2020Q4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

图 42: 周期风格单季营收较疫情前明显改善



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 周期风格单季归母净利润较疫情前明显改善 (%)

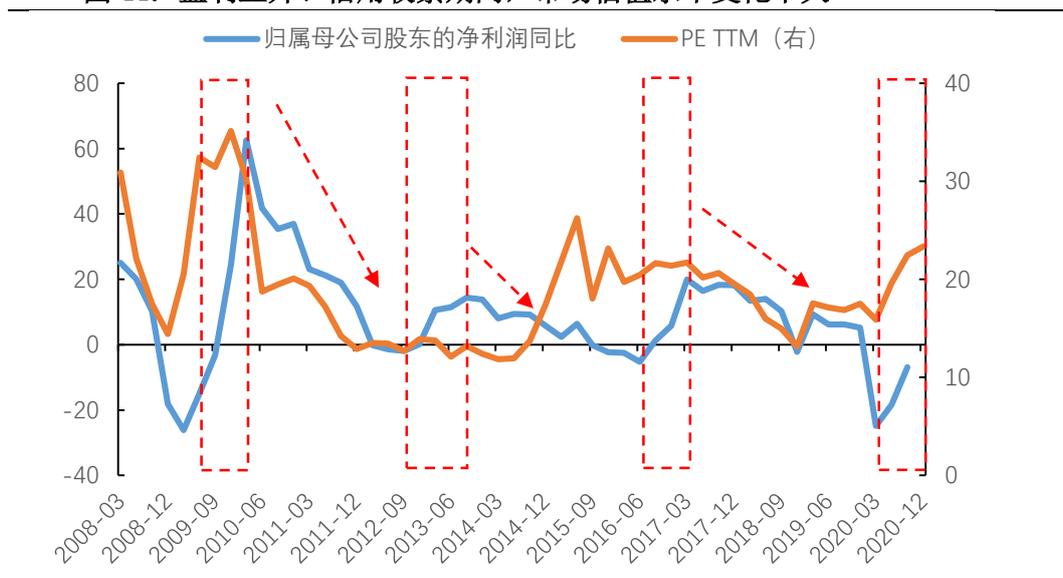


资料来源: Wind, 优财研究院

3.2 盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大

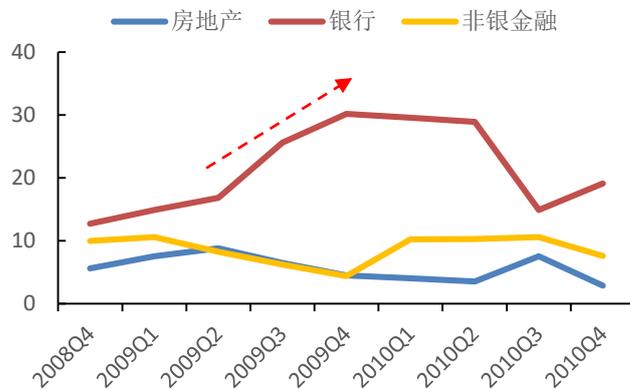
盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大。直至盈利见顶后，估值大幅下杀。2009 年 9 月-2010 年 3 月，万得全 A 市盈率从 31.43 倍小幅降至 30.25 倍，2010 年 6 月企业盈利见顶大幅回落后，估值水平随之大跌；2012 年 9 月-2013 年 12 月，万得全 A 市盈率窄幅波动，从 12.71 倍小幅降至 12.41 倍，随后企业盈利阶段性见顶后，市盈率小幅回落；2016 年 6 月-2017 年 6 月，万得全 A 市盈率从 20.45 倍略升至 20.65 倍，2018 年贸易战开始后企业盈利和估值共振回落。结合历史经验，我们认为，这波企业盈利回升+信用边际收紧背景下，由基本面驱动的行市总体估值水平波动不大，市场出现大跌风险的概率不高。

图 44: 盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大

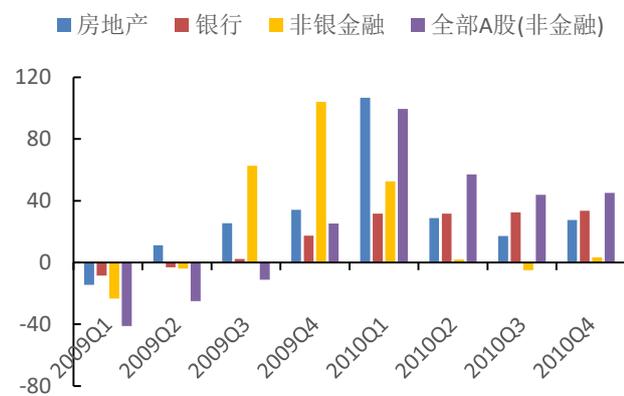


资料来源: Wind

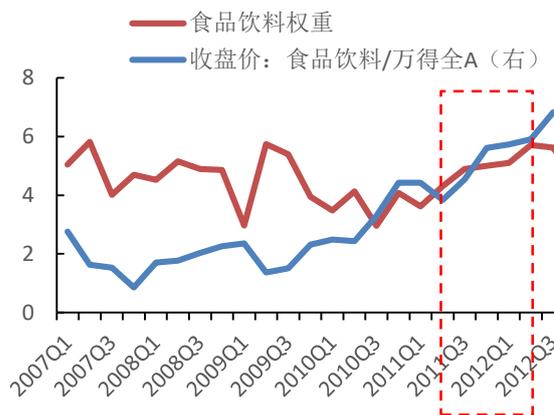
盈利上升、信用收紧期间，市场抱团风格可能发生切换。(1) 2009年9月-2010年3月，机构抱团大金融和房地产板块，大幅跑赢上证指数和深证成指。2010年房地产政策收紧，国务院出台“国十条”对房地产市场进行史上最严厉的宏观调控。金融板块业绩增速优势不再，M2 同比快速回落，金融+地产抱团终于瓦解；(2) 2012年9月-2013年12月，股步入熊市阶段，业绩快速增长的消费股成为机构追捧的新对象。2012年11月，白酒的“塑化剂事件”爆发。2012年12月中共中央政治局公布“八项规定”。三公消费受到抑制，对白酒行业的需求形成负面冲击。2012年四季度成为食品饮料为代表的消费板块的业绩拐点；(3) 2016年6月-2017年6月，消费卷土重来，上证50牛市开启。

图 45: 2009Q3-2010Q1 机构持仓比例 (%)


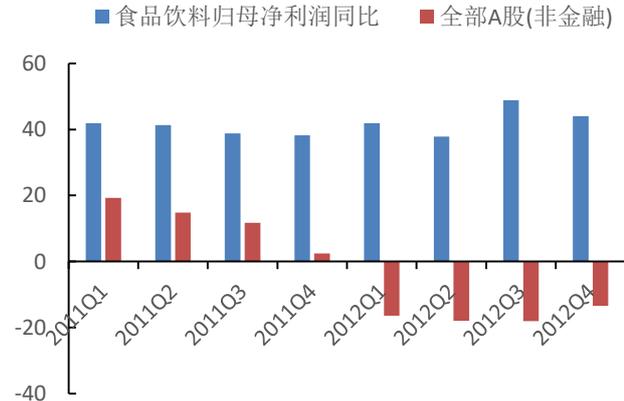
资料来源: Wind

图 46: 大金融和房地产领涨 (%)


资料来源: Wind

图 47: 2012Q3-2013Q4 食品饮料持仓提升 (%)


资料来源: Wind

图 48: 食品饮料业绩提升 (%)


资料来源: Wind

盈利上升、信用收紧期间，市场大跌风险不高，整体估值水平波动不大，抱团方向发生切换的原因在于行业景气度发生转变。业绩增速更快的板块出现，导致机构投资者重仓转移。对比公募基金 2020 年 Q3 和 Q4 的重仓股情况，前 300 家持股比例超 90%，持股行业集中度较 Q3 进一步提升，食品饮料超越医药生物成为第一重仓行业，Q4 消费风格席卷，食品饮料板块领涨。但进入 2021 年后，尤其是春节后，抱团的消费风格大跌，而顺周期和成长风格接棒上涨，反映机构的持仓逐步发生变化。

图 49: 2009Q3-2010Q1 房地产和大金融取代采掘业 (%)



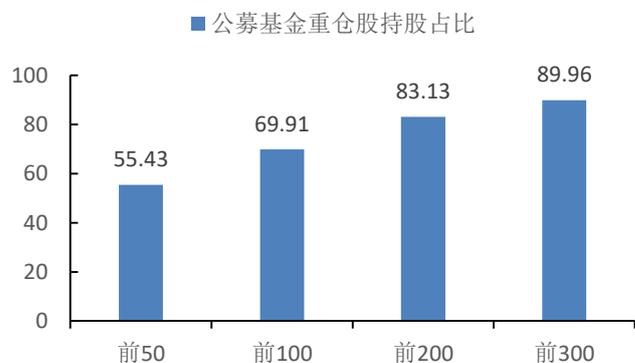
资料来源: Wind

图 50: 2012Q3-2013Q4 食品饮料取代房地产和大金融 (%)



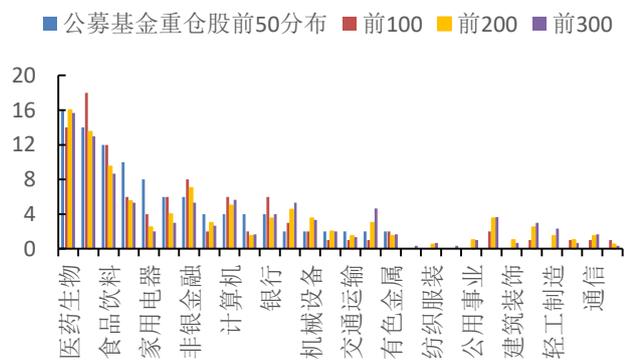
资料来源: Wind

图 51: 2020Q3 公募基金重仓股占比 (%)



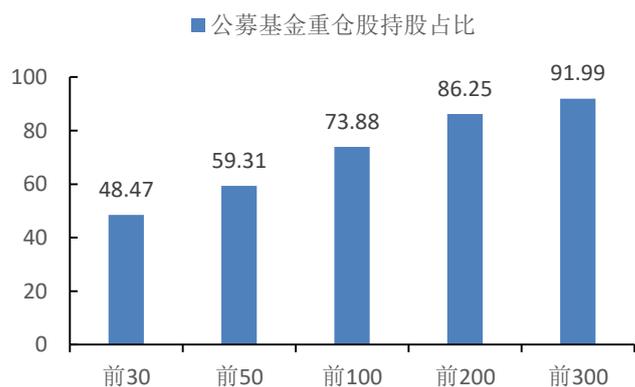
资料来源: Wind

图 52: 2020Q3 公募基金重仓板块 (%)



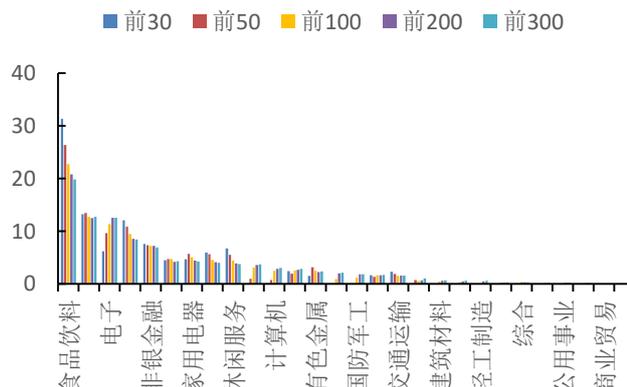
资料来源: Wind

图 53: 2020Q4 公募基金重仓股占比 (%)

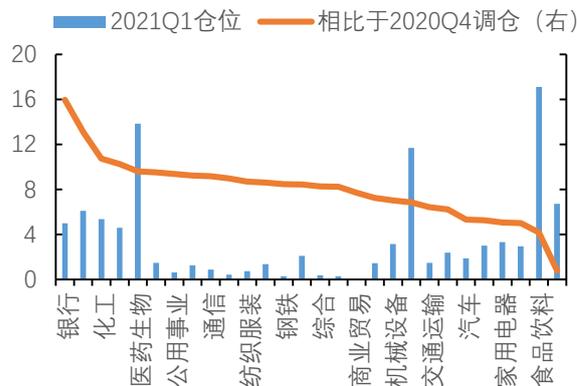


资料来源: Wind

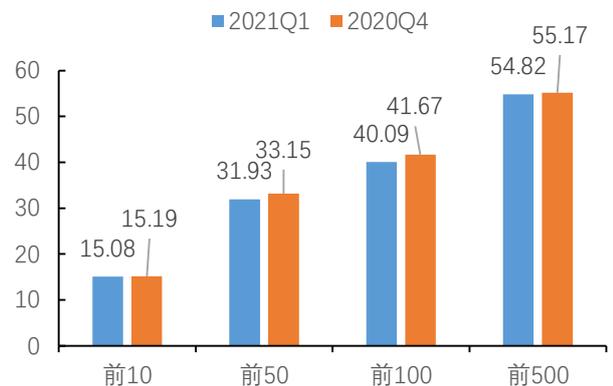
图 54: 2020Q4 公募基金重仓板块 (%)



资料来源: Wind

图 55：2021Q1 主动偏股型基金主要加仓银行、传媒和化工 (%)


资料来源：Wind

图 56：2021Q1 公募基金持股集中度下降 (%)


资料来源：Wind

表二：2021Q1 偏股型基金据市场风格调仓情况 (%)

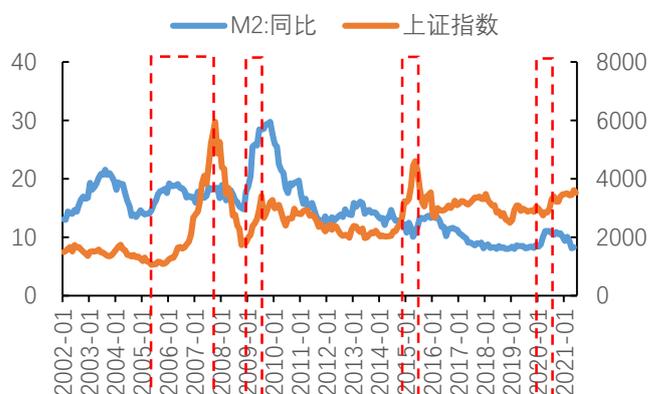
一级行业	2021Q1 仓位	2020Q4 仓位	调仓	一级行业	2021Q1 仓位	2020Q4 仓位	调仓
科技风格				周期、制造风格			
传媒	6.11	4.84	1.27	化工	5.38	4.69	0.69
通信	0.88	0.59	0.29	轻工制造	1.49	1.11	0.38
电子	11.68	11.97	-0.28	建筑材料	1.25	0.94	0.31
计算机	3.01	3.70	-0.68	采掘	0.43	0.19	0.24
消费风格				钢铁	0.28	0.17	0.12
休闲服务	4.61	4.05	0.56	建筑装饰	0.30	0.24	0.06
医药生物	13.82	13.42	0.40	国防军工	1.45	1.63	-0.19
纺织服装	0.73	0.56	0.17	机械设备	3.16	3.40	-0.24
农林牧渔	1.36	1.21	0.15	交通运输	1.47	1.86	-0.39
商业贸易	0.05	0.12	-0.07	有色金属	2.38	2.82	-0.44
汽车	1.86	2.53	-0.67	电气设备	6.73	8.53	-1.80
家用电器	3.31	4.05	-0.74	金融风格			
食品饮料	17.09	18.04	-0.95	银行	4.98	3.00	1.99
				房地产	2.09	1.98	0.11
				非银金融	2.95	3.69	-0.75

资料来源：Wind，优财研究院

3.3 下半年盈利能否持续？

通常牛市上半场由流动性驱动，下半场转为业绩支撑。牛市上半场流动性充裕，2005 年 5 月-2007 年 10 月，M2 增速从 14.60% 升至 18.47%，上证指数在此期间大涨 461.38%；2008 年 10 月-2009 年 7 月，M2 增速从 15.02% 升至 28.42%，上证指数大幅反弹 97.37%；2014 年 1 月-2015 年 5 月，10 年期国债收益率从高点 2.86% 下滑至 1.94%，期间上证指数上涨 118.47%。

图 57：2021Q1 主动偏股型基金主要加仓银行、传媒和化工 (%)



资料来源：Wind

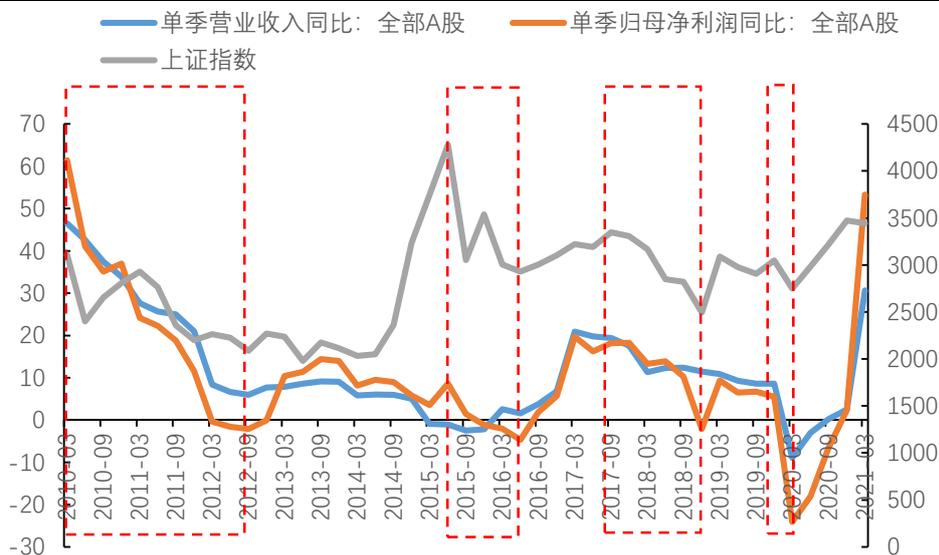
图 58：2021Q1 公募基金持股集中度下降 (%)



资料来源：Wind

但指数的高点与流动性拐点并不同步，我们发现指数高点与企业盈利拐点相关性更高。2010 年 3 月，单季归母净利润同比见顶，直至 2012 年 9 月底，期间上证指数跌幅达到 32.90%；2015 年 6 月-2016 年 6 月，单季归母净利润同比从 8.62%降至-4.62%，上证指数大跌 31.51%；2017 年 6 月-2018 年 12 月，单季归母净利润同比从 33.12%降至-5.88%，上证指数下跌 21.89%。

图 59：盈利见顶时，A 股剧烈调整



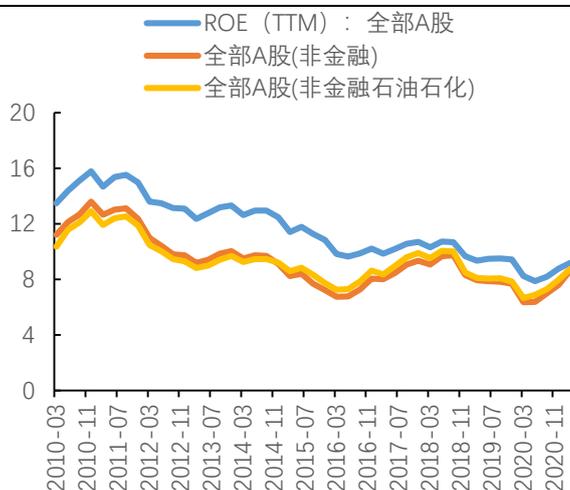
资料来源：Wind

既然信用收紧仍将持续，那么下半年 A 股盈利能否展现出韧性则成为了关键所在。我们认为下半年 A 股市场总体的盈利情况不会太差。

Q1 全部 A 股盈利能力持续修复，销售净利率是 ROE 回升的主要原因。2021Q1 全 A 的 ROE (TTM) 为 9.18%，较 2020Q4 环比上升 0.41%，连续三个季度上升。2021Q1 全 A

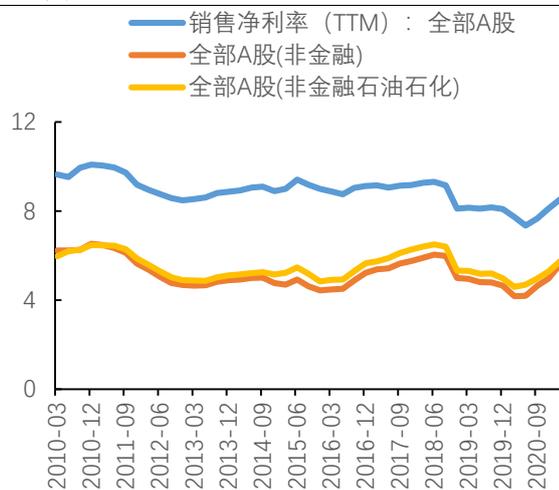
销售净利率 (TTM) 为 8.52%，较 2020Q4 环比上升 0.41%，连续三个季度改善。资产周转率 (TTM) 0.18 次环比略下降，权益乘数 6.11 倍环比略上升。

图 60：2021Q1 全 A 盈利能力修复 (%)



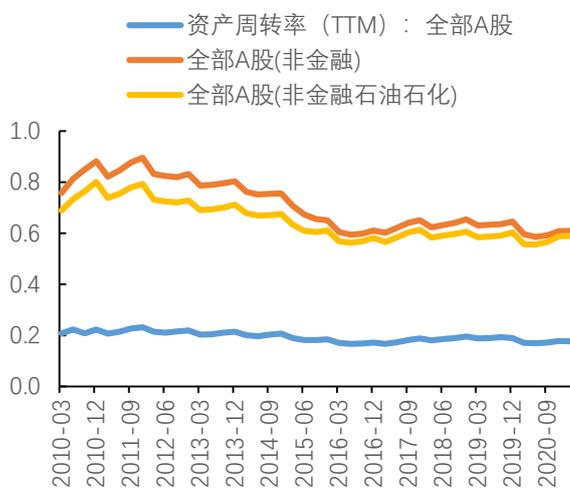
资料来源：Wind，优财研究院

图 61：2021Q1 销售净利率是 ROE 修复的主要原因 (%)



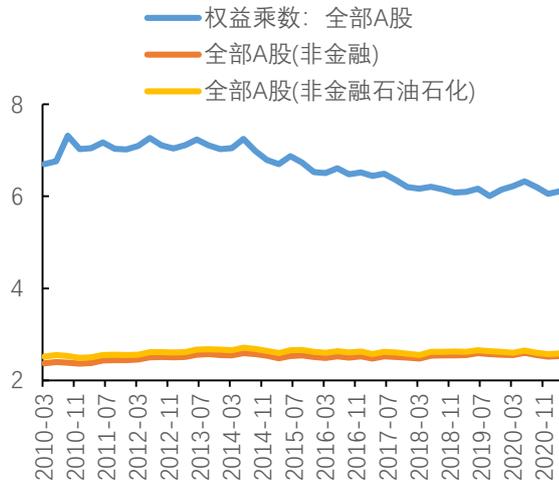
资料来源：Wind，优财研究院

图 62：2021Q1 全 A 资产周转率变化不大 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 63：2021Q1 全 A 权益乘数小幅上升 (%)



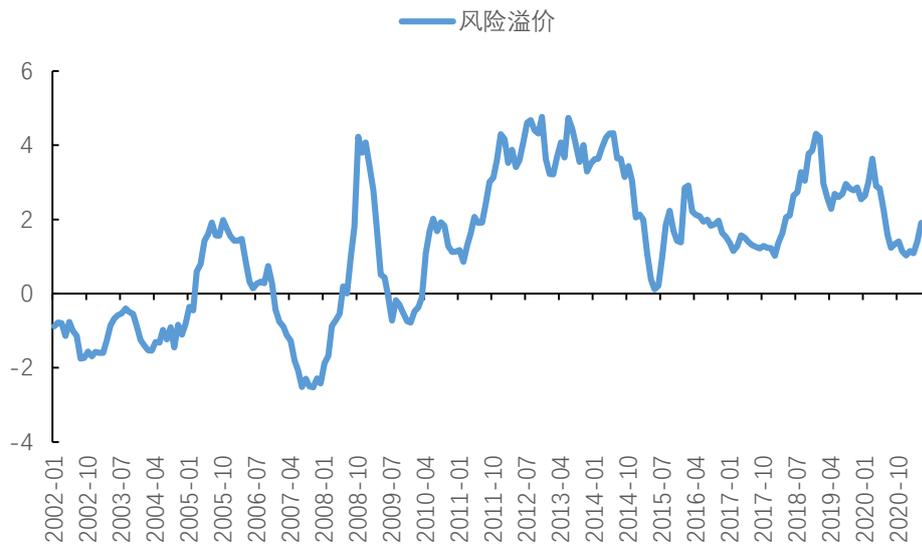
资料来源：Wind，优财研究院

我们判断销售净利率有望继续上行，从而带动 ROE 维持在高位。从外需角度看，全球疫情恢复不均衡使得供需缺口仍然存在，尽管 5 月出口增速略回落，但仍然处于高位。从供给角度看，产能利用率处于高位导致供需缺口难以修正，在建工程转固定资产存在一年以上的滞后期，上游资源和中游制造业短期之内难以实现新增产能的投产。结合 A 股历史上完整的盈利复苏周期，平均持续时间约为 6 个季度，本轮 ROE 自 2020Q3 开始恢复，仅复苏三个季度，且 9.18% 的 ROE 水平距离平均水平仍有一定距离。无论从供需角度，还是从时间和空间出发，我们认为下半年 A 股市场的总体盈利仍有韧劲，这将对估值形成托底。

四、后市展望

从整体看，信用端恢复常态化是大势所趋，经济增长动能减缓背景下，受利润率依托，企业盈利仍有望展现韧性。盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大。直至盈利见顶后，估值才大幅下杀。Q3 在信用收紧的背景下股指有所承压，Q4 则有望重拾升势，整体依然处于震荡格局。

图 64：A 股风险溢价小幅回升



资料来源：Wind

从风格角度看，上半年春节后 A 股市场完成了风格转换，中证 500 为首的中盘股表现明显优于沪深 300 和上证 50 为首的大盘股，市场整体的估值水平有所下沉，500/50 比例回升，极端的二八分化得到了修正。随着经济逐渐步入正轨，大盘股在基本上无法继续取得相对优势，我们认为下半年中盘+成长的表现有望占优。

中盘股以高端制造业为代表，有望在震荡格局下获得超额收益。“十四五规划”提出，以科技创新突破核心技术是当前国家重大战略，科技赋能制造业是未来发展趋势。综合基本面、政策面和资金面，我们认为高端制造业有望突出重围。基本上，Q1 电子、传媒、计算机和通信 ROE 均上行，其中电子行业呈现高景气度。2021Q1 电子行业 ROE 为 8.97%，环比上升 1.25%，其中销售净利率和权益乘数分别提升 0.72% 和 0.04，资产周转率下降 0.06 次。传媒和通信得益于销售毛利率的改善，ROE 从底部反转，较 2020Q4 分别提升 0.88% 和 0.48%。计算机毛利率下滑，但费用率下降更多，促使 ROE 提升 0.50%。资金面上，一季度公募基金小幅增仓科技板块，传媒（1.27%）和通信板块（0.29%）增仓，电子（-0.28%）和计算机减仓（-0.68%），公募基金持有电子板块仓位达到 11.68%，仍然是第三大重仓板块。

表 3: Q1 各行业盈利能力程度 (%)

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

资料来源: Wind, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

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

免责声明

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

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

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