

策略周评 20220612

如何看待踏空风险

——策略周聚焦

2022年06月12日

报告要点

■ 维持谨慎乐观态度，踏空风险的基础是向下时空不大，但估值中枢上移冲击这一基础，对比历次熊市当前估值已跳出底部区间，各类宽基指数和公募重仓赛道估值回到40%-50%分位，考虑Q2业绩下滑，当前估值上下风险几近持平。外资掌握当前边际定价权，后续增量可能来自低仓位的绝对收益长线资金。可能的上行风险来自出口、制造业复苏和疫情防控，下行风险国内可能是物价上涨压力，海外则是地缘政治摩擦。

■ 一、踏空风险与估值中枢。①踏空风险的基础是向下时间空间均不大，但估值中枢上移冲击这一基础，对比历次熊市，本轮反弹后宽基指数估值已跳出底部区间，站在近5年40-50%分位。②4月底2864点至今上证综指涨幅15%，反抽幅度50%，参照历史熊市第一轮反弹偏强。能否认为市场已处于反转区间，核心驱动是国内经济和业绩趋势回暖，海外地缘政治压力的缓解，当然更核心驱动是疫情防控策略，政策上密集跟踪政治局常委会决议疫情防控。

■ 二、从机构投资者资金面与重仓股看反弹特征。①区分机构投资者优势重仓，助于复盘风格与资金利：公募消费、电子；险资银行、地产；外资高端制造。②3月俄乌冲突升级，外资大幅流出，高端制造跌幅居前。4月上海疫情扩散，公募重仓赛道跌幅更深。5月定价疫情复工复产，外资转为净流入，高端制造反弹最强。6月初外资持续流入，市场情绪提振，公募赛道&外资制造业领跑。③5月以来外资累计净流入581亿元，掌握当前边际定价权，主要买入电新、白酒，前三个股隆基、茅台、璞泰来。④公募发行低迷，风格更多由存量博弈主导，近期向成长均衡。⑤绝对收益资金一季度降仓，后续增量可能来自低仓位的绝对收益长线资金。

■ 三、6-7月核心是验证：不见兔子不撒鹰。①可能的上行风险：出口、制造业、疫情防控。5月出口同比16.9%超市场预期，主要来自全球需求向好，6月在政策助力下有望进一步修复，重点跟踪政策落地和物流修复下清关效率提升。制造业方面，5月信贷回暖主要系票据融资和政府债务拉动，企业中长贷还需要进一步跟踪投资意向的变化。最关键的上行风险来自防疫政策的变化，重点跟踪政治局常委会议，若施放进一步宽松条件或路线图，对市场基本面预期及情绪回暖将是重要支撑。②可能的下行风险：物价、地缘政治摩擦。全球粮食危机下警惕输入性通胀压力，国内粮价易涨难跌，玉米、豆粕作为饲料推升养猪成本影响猪肉价格，肥料价格走高对蔬菜、水果等食品价格产生影响。年内CPI同比增速可能破3%，全年或超2.5%。地缘政治方面，6/10在与美国国防部长奥斯汀的会谈中，中国国防部长魏凤和就美方对台军售表明严正立场，市场所期待的中美关系缓解，需要跟踪是否出现首脑级别会晤。

■ 四、配置：业绩支撑的滞涨品、早期中小成长、熊市底部十倍股。①有业绩支撑的滞涨品种，后续存在补涨空间：交运、建材、医药、纺服；②早期成长策略：极致抱团风格后，中小市值更易挖掘超额收益，筛选最新股票池13只，包括机械、电力设备等6个行业，主要涉及自动化、锂电/光伏设备、半导体、CRO等产业链。③熊市底部走出的十倍股：新希望产业链、供给侧优势明显、大市值更占优，2年视角筛选下一轮十倍股，集中在新希望（汽车、风电、半导体），供给侧优势（光伏、养殖）。④中期关注国家安全下的农业、基建、军工。

注：本文涉及今年指2022年，去年指2021年。

■ 风险提示：全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；历史经验不代表未来。

证券分析师 姚佩

执业证书：S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证书：S0600521030001

xingys@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然

执业证书：S0600121010015

mahr@dwzq.com.cn

研究助理 丁炎晨

执业证书：S0600121070063

dingyc@dwzq.com.cn

相关研究

《6月各地物流加速修复》

2022-06-12

《全球粮食危机，中国粮价上涨压力有多大？——国家安全系列一》

2022-06-08

《海外如何走出疫情管控——走出疫情系列一》

2022-06-08

内容目录

1. 踏空风险与估值中枢	4
2. 从机构投资者资金面与重仓股看反弹特征	6
2.1. 复盘 Q2: 各类投资者重仓股表现	6
2.2. 当前边际定价权在外资，后续跟踪长线绝对收益资金	7
3. 6-7 月核心是验证：长线资金不见兔子不撒鹰	11
4. 配置：业绩支撑的滞涨品、早期中小成长、熊市底部十倍股	12
4.1. 关注反弹中的滞涨板块后续补涨：交运、建材、纺服、医药	12
4.2. 早期成长策略：后抱团时代的超额收益	13
4.3. 熊市底部走出的十倍股	14
4.4. 中期视角：国家安全下的农业、基建、军工	15
5. 风险提示及附录	17
5.1. 风险提示	17
5.2. 附录	18

图表目录

图 1:	近期外资加速流入, 掌握当前边际定价权.....	8
图 2:	3 月以来全球基金流入港股市场明显放缓.....	8
图 3:	5 月以来全球基金持续流出新兴市场.....	8
图 4:	4/27 市场低位以来外资集中买入电新、白酒、银行	8
图 5:	4/27 以来外资大幅买入隆基、茅台、璞泰来	8
图 6:	公募发行依旧低迷, 3-5 月发行规模低于 2018 年熊市中月均发行量	9
图 7:	5/24 市场大跌公募风格向成长偏移, 行业偏消费	9
图 8:	5/31 市场上涨公募风格偏向成长, 行业偏电新	9
图 9:	6/6 市场大涨公募风格偏向价值	10
图 10:	6/10 市场大涨公募风格偏向消费	10
图 11:	4/27 以来固收+净值涨幅中位数 2.5%.....	10
图 12:	4/27 以来固收+重仓前 20 涨幅中位数 7%(全 A 17%).....	10
图 13:	银行理财破净产品占比从 5%高位回落至 3%.....	11
图 14:	银行理财净值大幅回升.....	11
图 15:	Q1 保险仓位下调, Q2 单独重仓股表现不佳, 加仓概率不大.....	11
图 16:	4/27 以来各行业涨跌幅	13
图 17:	PE-G 模型显示当前交运、纺服、银行占优.....	13
图 18:	PB-ROE 模型显示当前机械、医药、建材、轻工占优	13
图 19:	东吴策略“早期成长”股票池筛选标准	14
图 20:	基建各细分领域及相关公司梳理.....	16
表 1:	当前估值水平相比历次熊市已不处底部区间.....	5
表 2:	宽基指数、公募重仓赛道估值重回 50%分位	5
表 3:	4/27 以来的反弹符合历史上熊市 A 股第一轮反抽规律.....	6
表 4:	3-6 月各类机构投资者重仓股表现复盘	7
表 5:	东吴策略“早期成长”策略股票池	14
表 6:	2 年视角筛选熊市底部“十倍股”股票池	15
表 7:	粮食安全主题投资相关股票池.....	16
表 8:	军工主题投资相关股票池.....	17
表 9:	公募、保险、外资分别重仓股明细.....	18

踏空风险的基础是向下时空不大，但估值中枢上移冲击这一基础，对比历次熊市当前估值已跳出底部区间，各类宽基指数和公募重仓赛道估值回到 40%-50%分位，考虑 Q2 业绩下滑，当前估值上下风险几近持平。

维持谨慎乐观态度，4/27 以来的反弹相比历史上 A 股熊市第一轮反弹偏强，外资 5 月以来流入回归常态，掌握边际定价权，集中买入电新、白酒、银行。

后续增量可能来自低仓位的绝对收益长线资金，绝对收益更关注中长期因素如疫情管控、经济恢复力度，所谓“不见兔子不撒鹰”，尤其临近中报期，观望验证因素更强。

可能的上行风险来自出口、制造业复苏和疫情防控路线转变（跟踪政治局常委会），下行风险国内可能是物价上涨压力，海外则是地缘政治摩擦。

配置推荐：①有业绩支撑的滞涨品种：交运、建材、医药、纺服；②早期成长策略：极致抱团后，中小市值更易挖掘超额收益，股票池 13 只，涉及自动化、锂电/光伏设备、半导体、CRO 等。③熊市后两年十倍股经验：新希望产业链、供给侧优势明显、大市值更占优，目前股票池集中在新希望（汽车、风电、半导体），供给侧优势（光伏、养殖）。④中期继续关注国家安全下的农业、基建、军工。

1. 踏空风险与估值中枢

踏空风险的基础是向下时空不大，多数宽基指数已回到近 5 年 40-50%估值分位。踏空风险的基础是向下时间空间均不大，但估值中枢上移冲击这一基础，对比历次熊市，本轮反弹后宽基指数估值已跳出底部区间，站在近 5 年 40-50%分位，上行与下行风险几近持平。参考 05 年至今上证综指 6 个绝对底部，全部 A 股 PE 中枢在（TTM，整体法，下同）13~16 倍，当前（6/10，下同）为 17.6 倍；PB 中枢在（LF，整体法，下同）1.4~1.5 倍，当前为 1.6 倍（详见表 1）。截至 6/10 宽基指数中上证综指 PE 13 倍，处近 5 年 25%分位；沪深 300 13 倍、39%分位；上证 50 10 倍，37%分位；创业板指 51 倍，50%分位。公募重仓赛道估值回升，2022Q1 公募重仓前三行业：电力设备 PE 47 倍，处过去 5 年 53%分位；食品饮料 38 倍、66%分位；医药 32 倍、12%分位（详见表 2）。

表1: 当前估值水平相比历次熊市已不处底部区间

		2005/6/6	2008/10/28	2013/6/25	2016/1/27	2019/1/4	2020/3/19	2022/4/27	当前 (2022/6/10)
上证综指历史底部	上证综指点位	998	1664	1849	2638	2441	2646	2864	3285
	全部A股PE (TTM, 倍)	18.4	13.8	12.0	17.7	13.3	16.0	15.5	17.6
	全部A股剔除银行PE (TTM, 倍)	18.5	16.0	19.6	29.8	18.0	23.9	21.7	25.3
	全部A股PB中位数 (LF, 倍)	20.5	16.4	27.8	44.7	23.8	27.3	22.7	26.0
PB (LF, 倍)	全部A股PB (LF, 倍)	1.7	2.0	1.5	1.8	1.4	1.5	1.4	1.6
	全部A股剔除银行PB (LF, 倍)	1.6	2.1	1.7	2.4	1.7	2.0	1.9	2.2
	全部A股PB中位数 (LF, 倍)	1.6	1.7	2.2	3.7	2.0	2.3	2.1	2.5
情绪指标	风险溢价 (1/PE-10年期国债收益率, %)	2.2	4.3	6.7	4.9	5.9	5.8	5.9	5.1
	破净公司数量 (家, 占比)	195 (15.5%)	208 (13.8%)	174 (7.2%)	71 (2.5%)	404 (11.2%)	422 (11.0%)	520 (10.8%)	373 (7.7%)
	全部A股换手率 (流通市值加权, %)	0.9	1.8	1.6	2.1	1.4	2.4	1.9	1.9
	两融交易额占A股成交额比例 (%)			8.2	8.0	8.1	9.5	6.4	8.0
大类资产	沪深300股息率top15均值 (%)	10.4	9.5	8.4	6.1	7.4	6.7	7.2	7.6
	十年期国债收益率 (%)	3.7	3.1	3.6	2.9	3.2	2.7	2.8	2.8
	一年期理财产品预期年收益率 (%)	2.5	6.0	5.1	4.4	4.5	4.0	4.4	4.4
	一年期权益投资信托预期年收益率 (%)	4.6	10.0	8.6	8.2	8.2	6.9	7.0	7.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 宽基指数、公募重仓赛道估值重回 50%分位

中信一级行业	PE-TTM分位 (%)		PB分位 (%)		PE-TTM (倍, 2022/6/10)	PB-LF (倍, 2022/6/10)
	目前所处2010年以来	目前所处2017年以来	目前所处2010年以来	目前所处2017年以来		
商贸零售			18	40		1.5
传媒	34	43	2	5	37	1.9
消费者服务	98	95	82	67	297	5.3
汽车	94	89	74	87	46	2.7
电力及公用事业	100	100	45	73	59	1.9
计算机	65	42	18	12	76	3.4
食品饮料	75	66	74	66	38	7.1
交通运输	13	5	33	24	16	1.6
电力设备及新能源	49	53	78	86	47	4.0
沪深300	50	39	26	26	13	1.4
房地产	99	98	1	2	74	1.0
纺织服装	16	12	17	32	24	1.9
家电	30	13	30	10	16	2.7
国防军工	26	21	47	60	61	3.5
医药	12	12	17	21	32	3.7
建筑	43	67	18	39	11	1.0
煤炭	29	54	73	100	10	1.8
机械	34	18	41	45	35	2.6
石油石化	6	7	18	41	11	1.0
基础化工	6	14	64	80	21	3.3
建材	11	26	14	12	13	1.9
钢铁	21	39	44	45	10	1.2
银行	8	2	1	2	5	0.6
电子	6	10	30	27	33	3.6
有色金属	1	2	54	70	21	3.1
轻工制造	24	53	15	3	28	2.1
通信	1	2	1	2	17	1.3
非银行金融	10	12	1	2	14	1.2
万得主板	36	22	10	15	15	1.5
上证50	48	37	41	52	10	1.3
创业板指	44	50	65	61	51	6.0
中证100	47	29	29	24	11	1.3
中证1000	13	18	29	41	31	2.5
小盘成长	22	36	9	20	23	2.1
小盘价值	26	55	2	5	15	1.1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4月底2864点至今上证综指涨幅15%，反抽幅度50%，参照历史熊市第一轮反弹偏强。若参照05年至今四轮熊市的反弹规律：一鼓作气，再而衰，三而竭，第一轮反抽幅度33-55%，均值45%，4/27的2864点至今上证综指涨幅15%，反抽幅度50%，仅次于08年熊市后第一轮反抽幅度55%（详见表3）。若考虑多空力量平衡，下跌与反弹成交量加权价格持平，上证综指高度在3397左右。具体测算详见《步步为营与反弹空间——20220523》。能否认为市场已处于反转区间，还需跟踪：核心驱动是国内经济和业绩趋势回暖，海外地缘政治压力的缓解，当然更核心驱动是疫情防控策略，目前是毫不动摇坚持动态清零下，统筹疫情防控和经济社会发展，全国范围内如何走出疫情，医学保护伞包括老年人接种、特效药、分级诊疗制度，政策上密集跟踪政治局常委会决议疫情防控，政治局常委会会议是针对突发事件的决策部署，2020年以来针对疫情防控政策的关键变化均来自政治局常委会会议的表态，详见《如何学习重要党政会议》。

表3：4/27以来的反弹符合历史上熊市A股第一轮反抽规律

熊市下跌年份	轮次	下跌&反抽	延续时间	交易日 (天)	上证指数			全A等权指数			全A涨跌幅 中位数 (%)	主动管理公募 净值涨跌幅 中位数(%)
					点位变化	涨跌幅 (%)	反抽幅度 (%)	点位变化	涨跌幅 (%)	反抽幅度 (%)		
2007-08年	第1轮	下跌	07/10/16-11/28	31	-1345	-22		-617	-15		-15	-15
		反抽	07/11/28-08/1/14	31	744	16	55	1177	32	191	30	18
	第2轮	下跌	07/10/16-08/4/22	127	-3133	-51		-1900	-39		-35	-32
		反抽	08/4/22-5/6	8	795	27	25	675	23	36	20	15
2011-2012年	第1轮	下跌	11/4/18-6/20	43	-456	-15		-1035	-17		-18	-11
		反抽	11/6/20-7/18	20	216	8	47	795	16	77	13	9
	第2轮	下跌	11/4/18-12/1/6	179	-935	-30		-2297	-37		-40	-26
		反抽	12/1/6-2/27	31	346	16	37	855	22	37	22	11
2015年	第1轮	下跌	15/6/12-7/9	18	-1805	-35		-8959	-45		-48	-36
		反抽	15/7/9-7/24	11	811	24	45	3294	29	37	41	23
	第2轮	下跌	15/6/12-8/26	52	-2327	-45		-9052	-45		-52	-42
		反抽	15/8/26-12/23	78	834	29	36	6115	60	68	38	29
2018年	第1轮	下跌	18/1/29-4/18	50	-545	-15		-1847	-14		-9	-6
		反抽	18/4/18-5/21	21	178	6	33	643	5	35	3	3
	第2轮	下跌	18/1/29-7/6	104	-896	-25		-2689	-21		-23	-12
		反抽	18/7/6-7/26	14	224	8	25	629	6	23	7	4
均值	第1轮	反抽		21			45			85	22	13
	第2轮	反抽		33			31			41	22	15
2021-2022年	第1轮	下跌	21/12/13-22/4/27	89	-845	-23		-5159	-31		-26	-25
		反抽	22/4/27-6/10	29	423	15	50	2816	24	55	17	15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 从机构投资者资金面与重仓股看反弹特征

区分机构投资者优势重仓，助于复盘风格与资金利：公募消费、电子；险资银行、地产；外资高端制造。根据持仓市值和持股数量占流通股比例，筛选出不同类型机构投资者单独重仓个股，即拿的重、有定价权的公司，其中公募集中在消费（白酒、医药）、电子，保险资金偏好银行、地产等低估值品种，外资集中制造业，包括新能源、机械等（详见附录-表9）。

2.1. 复盘 Q2：各类投资者重仓股表现

3月：俄乌冲突升级，外资大幅流出，高端制造跌幅居前。地缘政治冲突引发全球

资金风险偏好下行，外资大幅出逃，3月北上资金净流出451亿元，受此影响外资重仓制造业跌幅更深，3月外资单独重仓前十个股跌幅中位数-11.3%，显著超出公募-8.6%，保险-2.9%，其中福耀玻璃-19%、三花智控-17%跌幅居前。

4月：上海疫情扩散，公募重仓赛道跌幅更深。4月上海封闭，基金经理 lockdown，公募重仓赛道股跌幅更深，4月公募单独重仓前十个股跌幅中位数-11.7%，其中智飞生物-32%、凯莱英-27%跌幅居前，相比之下保险重仓股中位数-1.7%，外资重仓股中位数1.0%。

5月：定价疫情复工复产，外资转为净流入，高端制造反弹最强。上海疫情好转，复工复产集中扶持制造业，外资流入回暖，5月北上资金净流入169亿元，制造业强势反弹，外资单独重仓前十个股涨幅中位数6.6%，其中福耀玻璃16%、先导智能10%反弹幅度居前。

6月初：外资持续流入，市场情绪提振，公募赛道&外资制造业领跑。伴随外资持续流入，市场情绪提振，6月至今7个交易日中4个成交额破万亿。反弹行情从赛道向科创板蔓延，6月以来外资单独重仓前十个股涨幅中位数4.2%、公募3.9%，保险0.5%。

表4：3-6月各类机构投资者重仓股表现复盘

机构重仓股	不同机构投资者单独重仓前十个股涨幅（%，中位数）					
	今年以来	二季度至今	3月	4月	5月	6月以来
公募单独重仓	-14.7	-3.0	-8.6	-11.7	2.3	3.9
保险单独重仓	-8.8	-4.6	-2.9	-1.7	-1.1	0.5
外资单独重仓	-13.6	7.0	-11.3	1.0	6.6	4.2

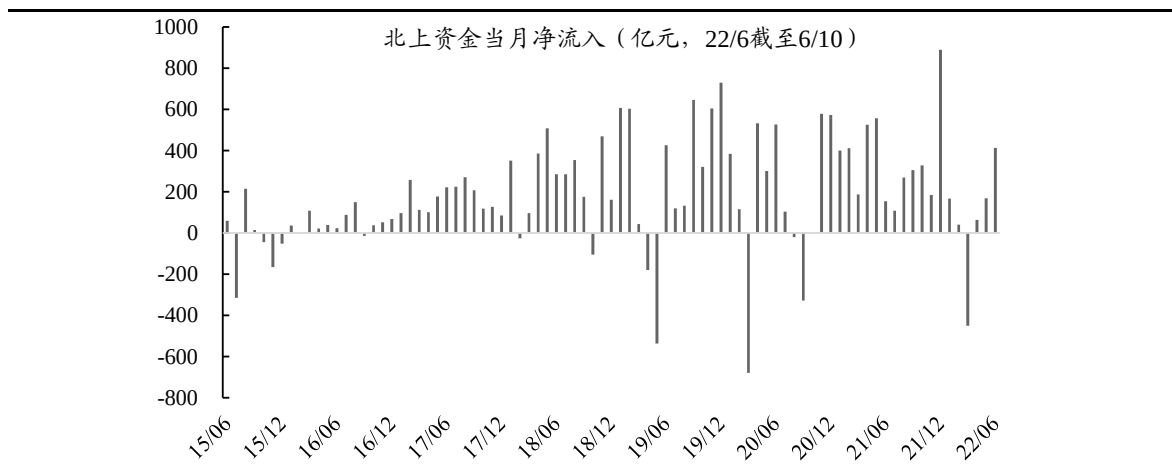
数据来源：Wind，东吴证券研究所。

单独重仓股筛选：取公募、保险、外资重仓前50大个股（公募、保险截至3/31，外资截至5/31），取不同机构单独重仓，且持股量占流通股比例高于10%，同时显著高于另外两类的个股。即各类机构拿的重，有定价权的个股

2.2. 当前边际定价权在外资，后续跟踪长线绝对收益资金

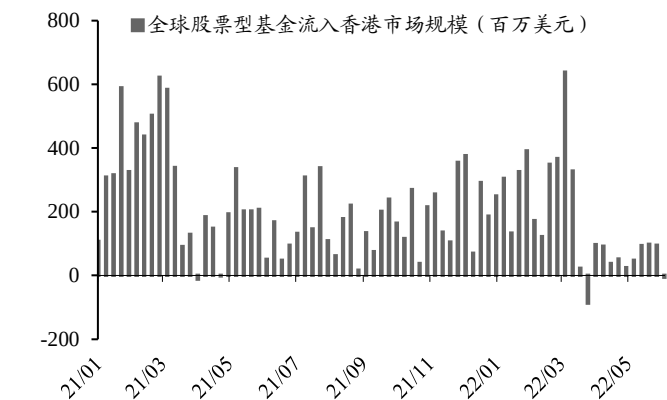
5月以来外资流入恢复至常态，全球资金未见密集进入新兴市场。外资近期加速流入，5月以来累计净流入581亿元，其中5/27以来北上资金连续10个交易日净流入，累计661亿元。结构上看4/27以来反弹中外资主要买入电新、白酒、银行、化工、医药，卖出地产、轻工、农业，从个股来看，买入前五个股分别：隆基绿能、贵州茅台、璞泰来、伊利股份、招商银行，卖出前五分别：宁德时代、海螺水泥、恒生电子、韦尔股份、立讯精密。但从全球资金流向来看，海外资金并未明显加仓新兴市场，根据EPFR统计，全球股票型基金5月以来持续流出新兴市场（图3）。而A股走出独立行情更多来自于疫情好转下资金对复工复产的定价。

图1: 近期外资加速流入, 掌握当前边际定价权



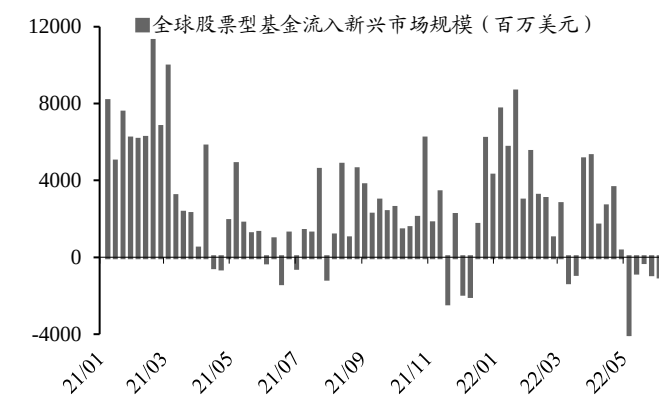
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 3月以来全球基金流入港股市场明显放缓



数据来源: EPFR, 东吴证券研究所

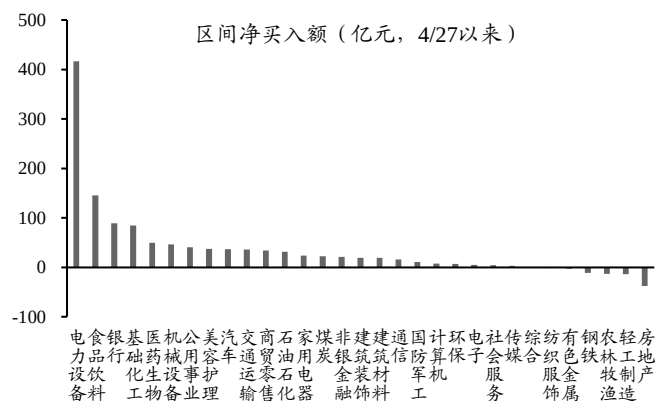
图3: 5月以来全球基金持续流出新兴市场



数据来源: EPFR, 东吴证券研究所

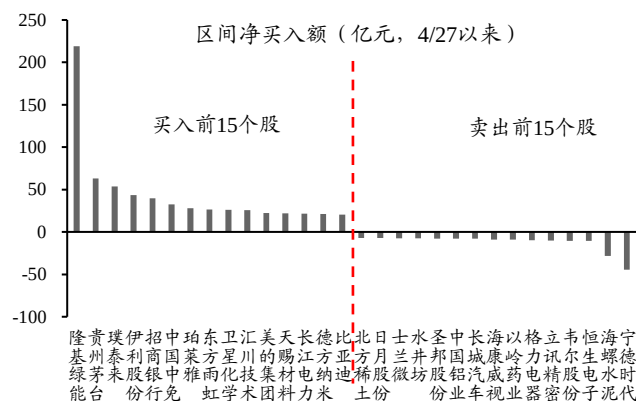
备注: EPFR 跟踪全球超过 3800 家注册基金, 资产管理规模超过 7 万亿美元, 这些基金投资于所有主要指数的 17000 多种证券。

图4: 4/27 市场低位以来外资集中买入电新、白酒、银行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 6/10

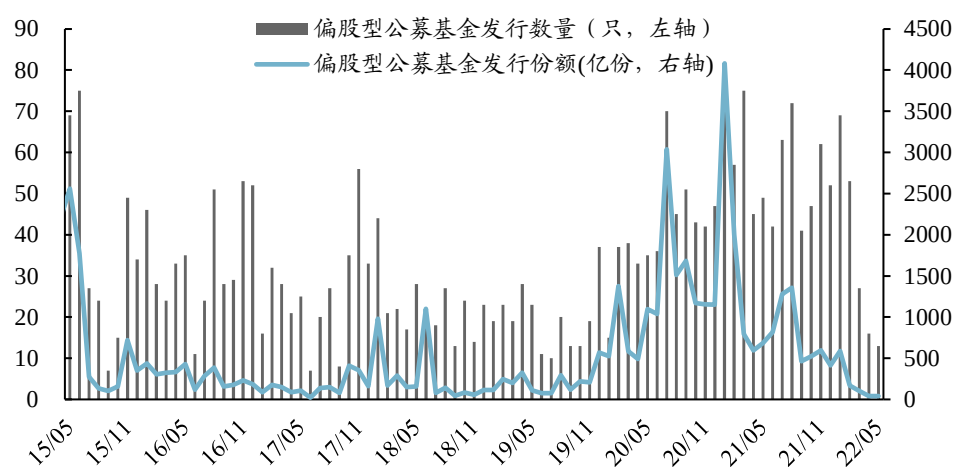
图5: 4/27 以来外资大幅买入隆基、茅台、璞泰来



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 6/10

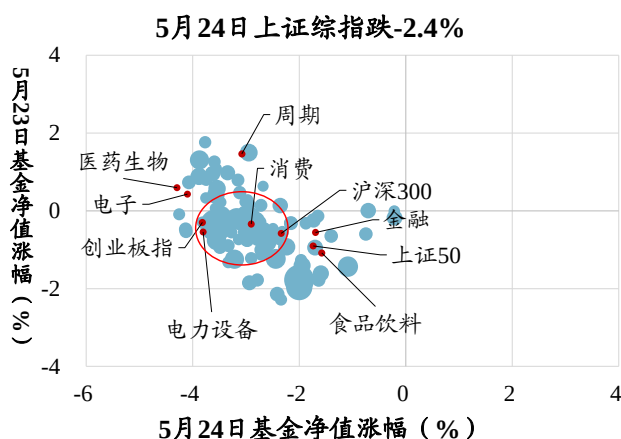
公募发行低迷，存量资金风格向成长切换。今年以来公募发行持续萎靡，3、4、5月主动偏股型公募分别发行 101、40、42 亿元，远低于去年月均发行量 1134 亿元，较 2018 年熊市月均 280 亿元发行量也有较大差距。增量资金不足，公募风格更多由存量博弈主导，5 月公募整体分化较大，无明显的风格偏好；5 月下旬公募风格明显向成长偏移，其中 5/31 上证综指上涨 1.2%，公募风格偏向创业板指为代表的成长，行业偏向电力设备。近期公募风格出现向价值的均衡，6/10 上证综指上涨 1.4%，公募风格偏向食品饮料、医药为代表的消费板块。

图6：公募发行依旧低迷，3-5 月发行规模低于 2018 年熊市中月均发行量



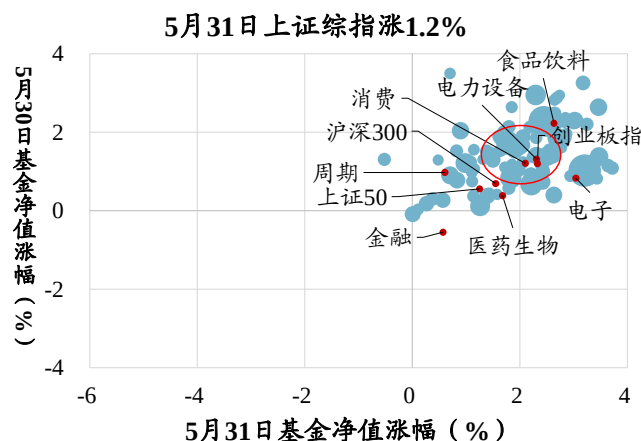
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：5/24 市场大跌公募风格向成长偏移，行业偏消费



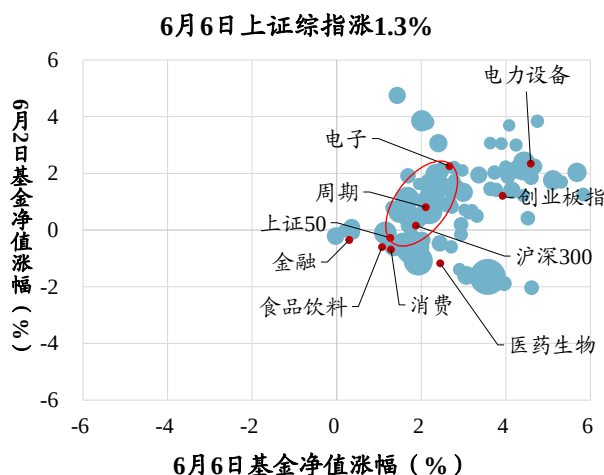
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：5/31 市场上涨公募风格偏向成长，行业偏电新



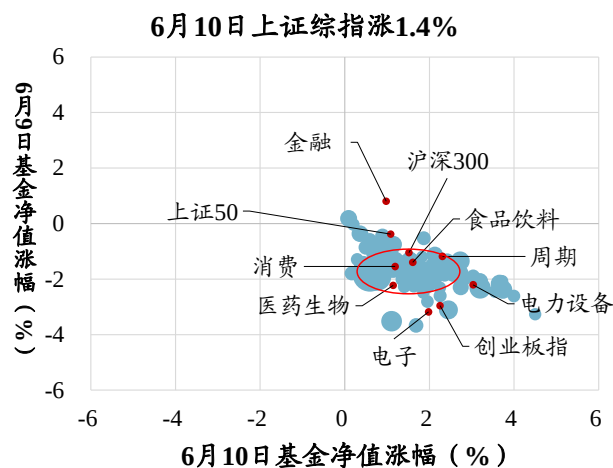
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 6/6 市场大涨公募风格偏向价值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

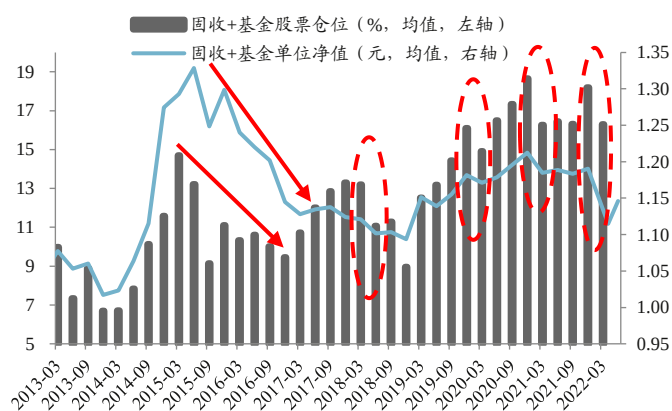
图10: 6/10 市场大涨公募风格偏向消费



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

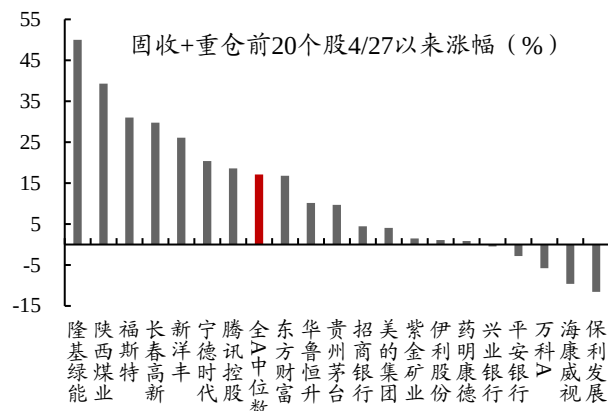
绝对收益资金 Q1 降仓，后续增量可能来自低仓位的绝对收益长线资金。（1）历史看固收+很少出现连续两个季度降仓，Q1 固收+股票仓位从 18.2% 下调至 16.3%，5 月反弹行情下二季度仓位大概率提升，截至 6/10 固收+单位净值中位数 1.06 元，较 4/27 低点 1.03 元回升明显，重仓股中隆基绿能、陕西煤业、福斯特、长春高新等反弹幅度超 20%；（2）银行理财净值回升，开放式净值型银行理财产品单位净值从 3 月低点 1.025 元回升至 1.032 元，破净比例从 5.2% 降至 3.1%，当前银行理财权益配置比例仅 3.3%，处历史底部，反弹行情下权益资产占比有望提升。（3）保险资金 Q1 股票仓位从 21Q4 的 12.7% 降至 12.1%，Q2 市场反弹但险资重仓银行地产表现平平，保险单独重仓前十个股二季度以来涨幅中位数 -4.6%，低于同期公募 -3%、外资 7%，二季度或维持低仓位运作。

图11: 4/27 以来固收+净值涨幅中位数 2.5%



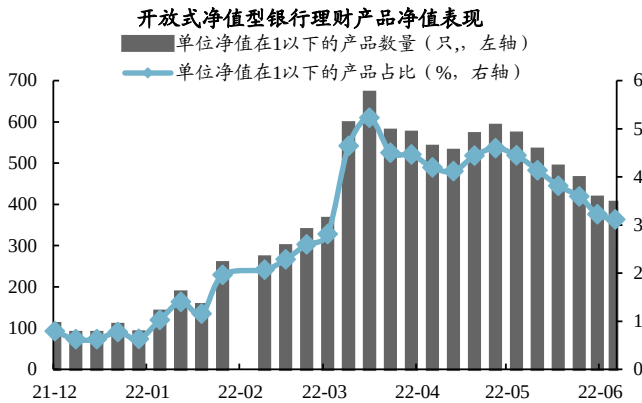
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 4/27 以来固收+重仓前 20 涨幅中位数 7%(全 A 17%)



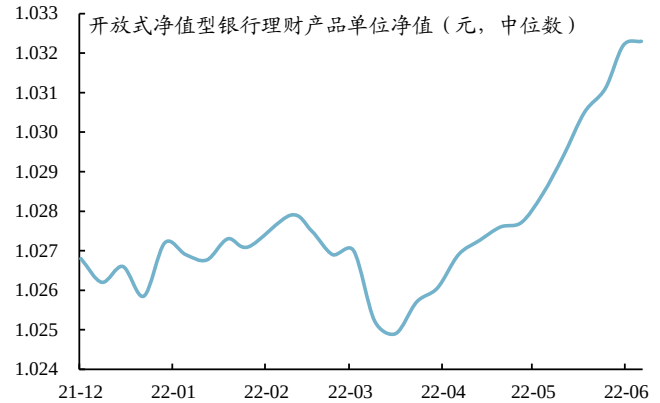
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 6/10

图13: 银行理财破净产品占比从 5% 高位回落至 3%



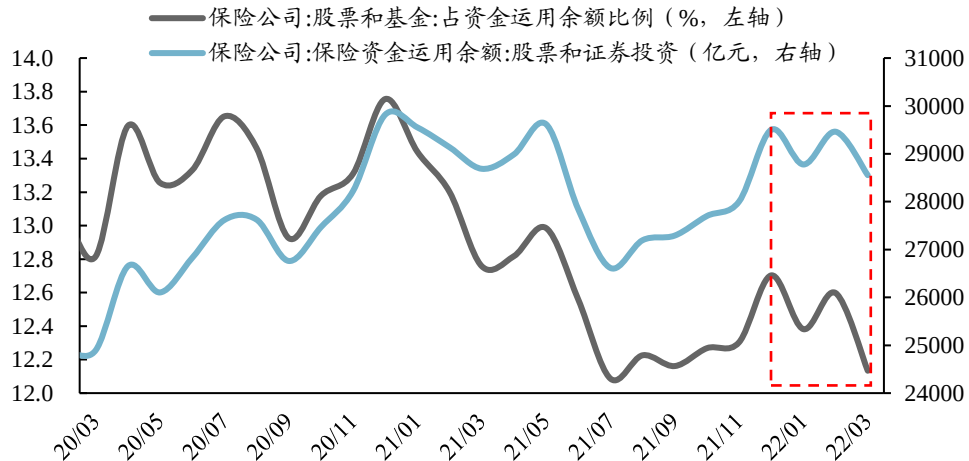
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 银行理财净值大幅回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: Q1 保险仓位下调, Q2 单独重仓股表现不佳, 加仓概率不大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 6-7 月核心是验证: 长线资金不见兔子不撒鹰

资金面重点跟踪长线资金的加仓意愿, 绝对收益者更关注中长期因素如疫情管控、经济恢复力度, 所谓“不见兔子不撒鹰”, 尤其临近中报期, 观望验证因素更强, 我们认为可能的上行风险来自出口、制造业复苏和疫情防控路线转变, 下行风险国内可能是物价上涨压力, 海外则是地缘政治摩擦。

可能的上行风险: 出口、制造业、疫情防控路线。(1) 5月出口同比 16.9%超出市场预期, 我们认为出口高增主要来自全球需求向好, 5月国内 PMI 新订单大幅反弹 5.6pct, 韩国、越南和中国台湾 5月出口同比维持两位数的高位, 印证了全球需求的强劲。6月我国外贸在政策助力下有望进一步修复。全国稳经济大盘会议后已有 20 个省市在工作部署中涵盖对外贸的支持, 后续重点跟踪政策落地进度和物流修复下清关效率提升。(2)

制造业方面，5月信贷回暖明显，新增社融2.8万亿元，余额同比增速10.5%（较上月提升0.3pct），但主要系票据融资拉动5月新增人民币贷款出现超季节性上升，以及专项债发行推动下，政府债务对社融的托底作用，企业中长贷还需要进一步跟踪投资意向的变化。（3）最关键的上行风险来自防疫防控路线的变化，未来半年大概率都处于毫不动摇坚持动态清零，我们预计医学保护伞需要半年左右建立，不排除保护伞健全后，防控路线变化。政策与宣传力度，可能领先路线变动，重点跟踪后续不定期召开的政治局常委会议，若释放进类似抗疫路线图，对市场基本面预期及情绪回暖将是重要支撑。

可能的下行风险：物价、地缘政治摩擦。（1）受俄乌冲突、极端气候、贸易限制等多因素影响，全球粮价飙升。国内大豆、油料等经济作物对外依存度高，全球粮食危机下需警惕输入性通胀压力。疫情反复和气候影响，国内粮价易涨难跌，虽然粮价本身对CPI影响有限，但玉米、豆粕作为饲料推升养猪成本进而影响猪肉价格，肥料价格走高对蔬菜、水果等更广泛的食物价格产生影响。年内CPI同比增速可能破3%，全年或超2.5%。（2）地缘政治方面，中美关系回暖信号仍需等待。6/10在与美国国防部长奥斯汀的会谈中，中国国防部长魏凤和就美方对台军售表明严正立场，市场所期待的中美关系缓解，需要跟踪是否出现首脑级别会晤。

4. 配置：业绩支撑的滞涨品、早期中小成长、熊市底部十倍股

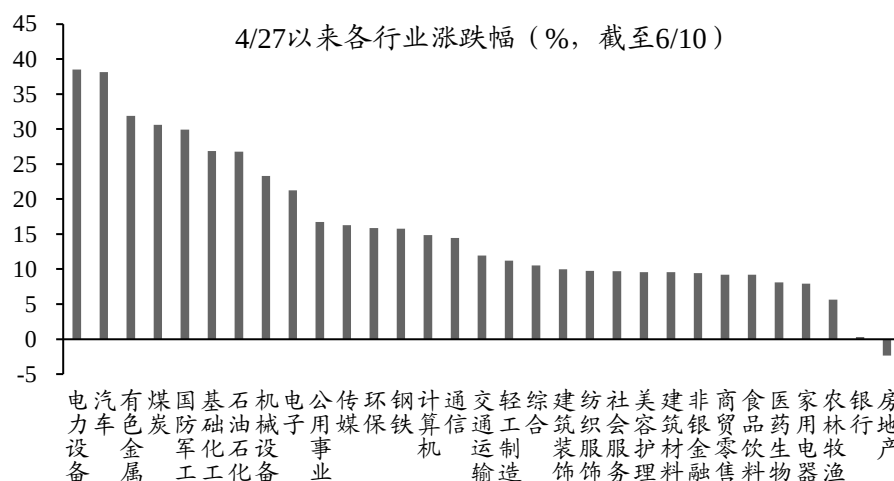
4.1. 关注反弹中的滞涨板块后续补涨：交运、建材、纺服、医药

本轮反弹后赛道估值重回高位，关注有业绩支撑的滞涨品种，包括交运、建材、纺服、医药等。4/27以来市场反弹主要是定价复工复产，电新、汽车等赛道板块涨幅居前，估值重回高位。而部分行业估值盈利匹配占优，但反弹幅度较弱，后续横盘整理阶段，存量博弈下这些行业更可能被资金选择。通过预测PE和未来两年利润复合增速的历史分位数构建PEG模型（wind一致预期，下同），以及PB（LF）和ROE（TTM）历史分位数构建PB-ROE模型，筛选当前估值盈利匹配度较高，且前期反弹中涨幅较弱的行业：

（1）PEG模型显示纺服、交运、银行、采掘占优，其中纺服、交运、银行前期反弹幅度（4/27以来，下同）12%、10%、0%，低于万得全A的17%，后续或将迎来补涨；

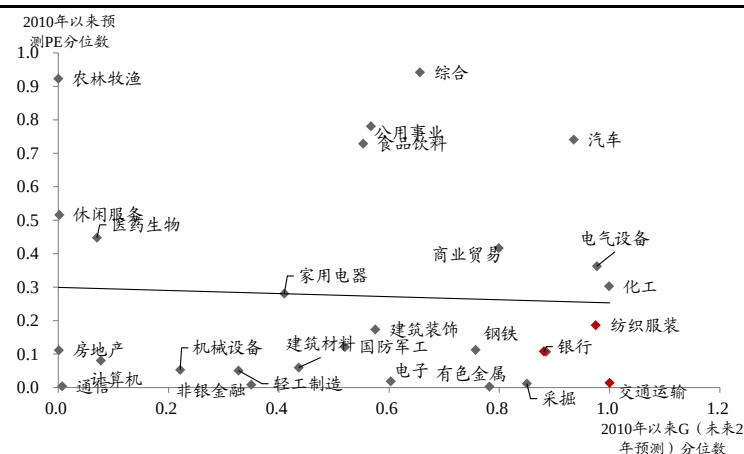
（2）PB-ROE模型显示机械、电子、通信、医药、建材、轻工占优，其中轻工、建材、医药前期反弹幅度11%、10%、8%，关注后续补涨机会。

图16: 4/27以来各行业涨跌幅



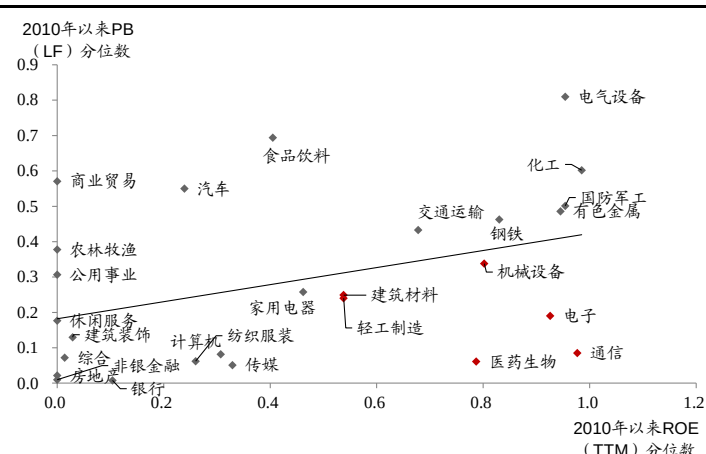
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: PE-G 模型显示当前交运、纺服、银行占优



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: PB-ROE 模型显示当前机械、医药、建材、轻工占优



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 早期成长策略: 后抱团时代的超额收益

“早期成长”股票池 13 只，分布 6 个行业，特征表现中小市值、高成长、抱团弱化。极致大盘风格促使公募持仓高度集中，近期股价虽有回调，但后续超额收益空间大幅压缩，未来从众多中小成长股票中挖掘超额收益可能更容易。东吴策略从行业、发展阶段、成长及盈利空间等视角筛选“早期成长”策略股票池（图 16）。筛选结果共有 13 只股票，分布在机械、电力设备等 6 个行业，主要涉及自动化、锂电/光伏设备、半导体、CRO 等产业链。组合呈现出中小市值、成立/上市时间短、财务指标优秀的特征，其中平均市值 135 亿元，多数不超过 150 亿元；近 3 年营收复合增速均值达到 34.9%，2022 预测营收增速均值 56.1%，毛利率均值 40.0%、研发强度均值 9.6%，较全 A 中位数有明显优势。当前静态 PE 均值 61 倍、2022E PE 均值为 37 倍较年初 46 倍回落 18%，且 PEG

已具备吸引力。公募持仓方面，截至 22Q1 组合公募持仓/流通股均值为 21%，中位数 10.8%，相较目前公募重仓股（宁德时代 14.1%、药明康德 25.0%、隆基绿能 15.7%、东方财富 16.5%）抱团明显弱化，具体内容见前期报告《早期成长策略：寻找非对称收益》。

图19：东吴策略“早期成长”股票池筛选标准

考虑维度	关注问题	具体指标	指标要求
行业	行业是否具有中长期发展空间	所属申万行业	电子、计算机、传媒、通信；汽车、家电、电力设备、机械、军工；环保、有色、基化、医药
发展阶段	自身是否处于发展早期	成立时间 上市时间	小于全部样本的前30%分位（由小到大排列） 1年以上
成长空间	业务增速是否处在加速期	营收增速	近3年营收增速持续提升，复合增速大于15%；且下一年预测增速超过该复合增速
盈利空间	盈利能力是否有提升空间 是否高度重视研发投入 是否具备强劲的现金流实力	毛利率 研发强度 销售取得现金/营收	近3年均值大于所属二级行业前60%分位（由大到小排列）

数据来源：东吴证券研究所整理

表5：东吴策略“早期成长”策略股票池

证券简称	一级行业	二级行业	市值 (亿元, 06/10)	已成立 时间 (年)	已上市 时间 (年)	成长&盈利空间					估值 (22/06/10)		
						18-21年营 收复合增 速 (%)	2022E营 收增速 (%)	平均毛利 率 (%)	平均研发 强度 (%)	销售现金/ 营收的均 值 (%)	PE-TTM (倍)	PE-2022 (倍)	公募持股 /流通股 (%)
英维克	机械设备	专用设备	100	16.7	5.3	27.7	29.8	32.3	6.7	93.3	53	36	10
爱科科技	机械设备	专用设备	15	17.1	1.1	15.6	42.1	47.8	8.8	104.6	29	20	
绿的谐波	机械设备	自动化设备	137	11.3	1.7	26.4	52.8	49.7	11.1	87.7	72	50	9
快克股份	机械设备	自动化设备	63	15.8	5.5	21.8	35.3	53.3	7.0	103.1	24	18	1
先惠技术	电力设备	电池	68	15.1	1.7	50.2	120.1	35.2	10.8	97.6	92	27	13
奥特维	电力设备	光伏设备	257	12.2	1.9	51.7	61.6	34.9	6.7	88.3	60	47	20
固德威	电力设备	光伏设备	268	11.5	1.7	47.4	105.9	36.6	6.3	87.4	122	46	9
安集科技	电子	电子化学品 II	165	16.2	2.8	40.4	48.9	51.1	21.2	96.5	101	75	20
激智科技	电子	光学光电子	44	15.2	5.5	28.4	40.7	25.1	7.2	96.4	35	19	5
奥翔药业	医药生物	化学制药	126	12.0	5.0	32.7	43.4	54.3	13.3	107.6	73	56	5
美迪西	医药生物	医疗服务	238	18.3	2.5	53.2	70.6	40.8	6.7	98.9	76	49	43
赛意信息	计算机	IT服务 II	98	17.3	4.7	28.6	33.6	32.9	12.8	102.0	43	31	11
九号公司-WD	汽车	摩托车及其他	385	7.4	1.5	29.1	44.6	26.1	6.7	117.5	91	46	106

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 熊市底部走出的十倍股

下一轮 2 年十倍股可能集中在新希望（汽车、风电、半导体），供给侧优势（光伏、养殖）。我们前期报告《熊市底部走出的十倍股》分析四轮熊市后 2 年内诞生的十倍股具有以下特征：①新希望产业链：与新一轮牛市主旋律迥异，新行业高景气足以带动经济增长转型。②供给侧优势明显：集中在上游资源品（有色、化工、建材）特殊消费品

(白酒、医药)。③大市值更占优，与多数研究“小唯美”结论相反。④利润增长实现非线性突破：空中加油。⑤尽量规避高估值，熊市跌多少不重要。依此我们筛选出下一轮可能从熊市底部走出的十倍股 20 只(表 6)，主要集中在新希望(汽车、风电、半导体)，供给侧优势(光伏、养殖)。

表6：2 年视角筛选熊市底部“十倍股”股票池

证券简称	一级行业	二级行业	总市值 (亿元)	PE-TTM (倍)	17-19年 净利润复 合增速	21-23年 净利润复 合增速	第一大主业	相关产业链/概念
新莱应材	机械设备	通用设备	94	43	70	61	包材	半导体
震裕科技	机械设备	通用设备	119	64	102	90	锂电池精密结构件	锂电
建设机械	机械设备	工程机械	72	28	374	81	建筑及施工机械租赁	基建
博众精工	机械设备	自动化设备	128	58	89	81		锂电
东瑞股份	农林牧渔	养殖业	74	-	125	87	生猪	养殖
圣农发展	农林牧渔	养殖业	225	74	260	103	鸡肉	养殖
仙坛股份	农林牧渔	养殖业	77	-	213	87	鸡肉产品	养殖
天宇股份	医药生物	化学制药	128	82	142	73	抗高血压	
特宝生物	医药生物	生物制品	125	61	253	61	派格宾	
大金重工	电力设备	风电设备	178	32	106	56	风电塔筒	风电
兆威机电	电力设备	电机II	69	55	169	67	微型传动系统	
信濠光电	电子	消费电子	50	58	140	62	玻璃防护屏	消费电子
恒玄科技	电子	半导体	198	56	57	56	芯片销售收入	半导体(物联网)
京基智农	房地产	房地产开发	90	-	201	120	房地产开发	养殖
海南发展	建筑材料	玻璃玻纤	117	285	176	57	幕墙工程收入	光伏
立中集团	汽车	汽车零部件	221	49	104	56	铸造铝合金	汽车
宝钢包装	轻工制造	包装印刷	77	30	339	68	二片罐	
锋尚文化	社会服务	专业服务	62	41	117	76	大型文化演艺活动	
东方盛虹	石油石化	炼化及贸易	1,036	22	166	65	DTY	化纤
嘉元科技	有色金属	工业金属	195	32	97	85	锂电铜箔	锂电

数据来源：Wind，东吴证券研究所，市值、PE 数据截至 2022/6/10

4.4. 中期视角：国家安全下的农业、基建、军工

中长期视角下国家安全或成新主线，关注农业、基建、军工。伴随中美贸易摩擦、俄乌冲突等复杂国际形势，国家安全观不断强化，效率与安全的天平逐渐向后者倾斜。

农业：粮食安全是底线思维，关注种业、农田、农机、物流。粮食安全已成为国家安全大战略下的重要底线思维，全球粮食危机下国内粮价易涨难跌，警惕 CPI 上行风险。政策持续加码，相关投资机会主要来自粮食生产、流通两大环节，建议关注粮食生产相关：种业、化肥农药、粮食种植、农田水利&农机装备，以及流通相关：农业供应链管理、下游加工等领域。**基建投资从稳增长上升为国家安全视角，关注油气管网、数字基建。**4/26 中央财经委会议打响基建发令枪，中西部是发力核心区域，基建类大央企是关键。未来半年将迎政策加码，落地进度是跟踪重点，早期拔估值行情，政策比基本面更重要。本次中央财经委会议重点布局网络型基建：电网、油气管网、水运网、交通网、城市防灾减灾设施，意在联网、补网、强链。补短板是重要投资逻辑，建议关注油气管网、城市管网、数字基建、高铁建设等。更详细梳理见《基建能否成为今年胜负手——20220515》。

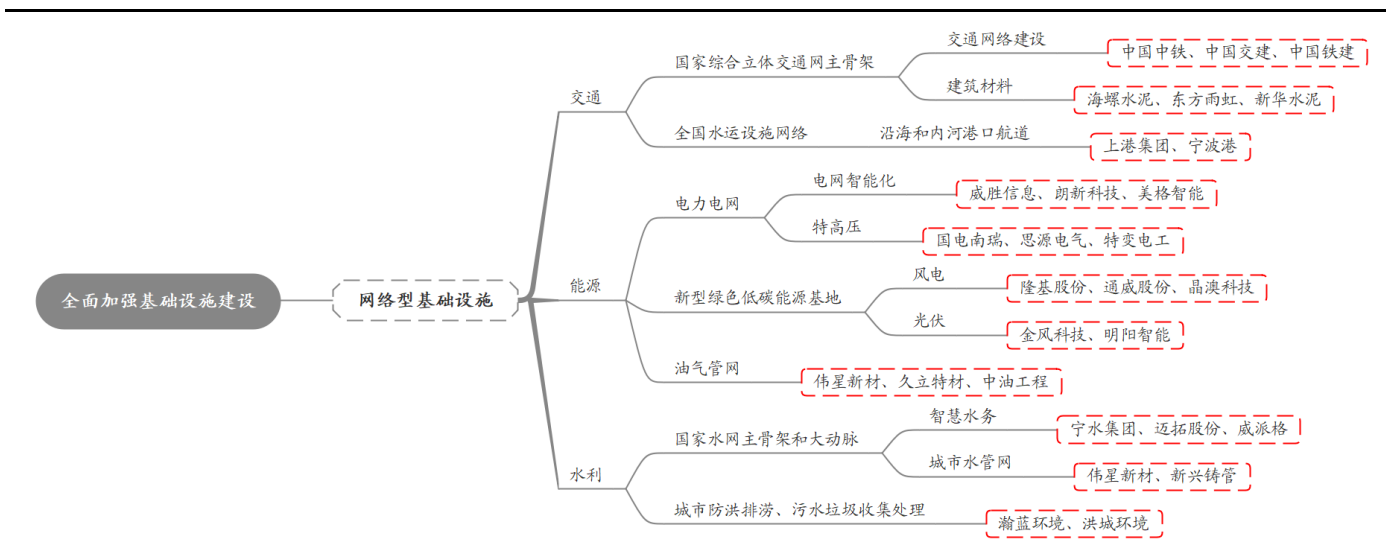
军工行业坚定推动现代化建设，关注军工新材料、电子信息化、航空装备产业链等。军工行业作为国有经济的特殊组成，下游客户集中且特殊，需求受宏观经济影响较弱，可以实现持续稳定发展。我国军费投入始终保持合理平稳增长，2016年后军费预算增速基本维持7%-8%，占GDP比重在1.2%附近。2022年军费预算增速7%，可能远高于全年GDP增速，我们认为在军队现代化建设和提高实战化能力的大方向下，先进装备换代列装、武器弹药周转加速是较确定的事件，军工行业高景气有望脱敏经济。

表7: 粮食安全主题投资相关股票池

涉及领域	证券代码	证券简称	总市值(亿元)	主营业务介绍
种业	000998.SZ	隆平高科	230	国际化种业企业，水稻、玉米、蔬菜、等品类全球领先
	002041.SZ	登海种业	202	玉米种子行业中的龙头企业
	300087.SZ	荃银高科	118	主要从事优良水稻、玉米、小麦等主要农作物种子研发
化肥农药	600096.SH	云天化	575	以磷产业为核心的综合性化工企业
	600486.SH	扬农化工	453	主营农药产品研制
	000902.SZ	新洋丰	239	全国磷复肥龙头企业
粮食种植	600598.SH	北大荒	277	我国规模最大、现代化水平较高的优质商品粮生产基地
	601952.SH	苏垦农发	214	主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售
农田水利&农机装备	300021.SZ	大禹节水	47	致力于农业、农村和水资源问题的解决
	601038.SH	一拖股份	131	履带拖拉机、轮式拖拉机和柴油机
	603789.SH	星光农机	23	农业机械制造企业
供应链管理 (仓储物流贸易)	PDD.O	拼多多	758	以科技赋能农产品供应链效率提升
	600057.SH	厦门象屿	200	商品采购供应及综合物流服务、物流园区平台开发运营
	000505.SZ	京粮控股	74	植物油加工及食品制造，专注于植物油加工行业多年
下游加工	300999.SZ	金龙鱼	2,533	国内最大的农产品和食品加工企业之一
	000930.SZ	中粮科技	173	目前国内规模最大、技术领先的玉米深加工企业之一

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 市值数据截至 2022/6/10

图20: 基建各细分领域及相关公司梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 涉及公司为对应基建支线的相关企业, 不代表投资建议

表8: 军工主题投资相关股票池

产业链	证券代码	证券名称	总市值(亿元)	主营业务介绍
新材料	688122.SH	西部超导	424	高端钛合金材料和低温超导材料的研发、生产和销售。
	600862.SH	中航高科	353	航空新材料研发生产、高端智能装备研发制造。
	600399.SH	抚顺特钢	314	主要产品为合金结构钢、工模具钢、不锈钢和高温合金。
电子信息化	002049.SZ	紫光国微	1,228	集成电路芯片设计开发。
	000733.SZ	振华科技	658	电子信息产品的研制生产。
	603267.SH	鸿远电子	297	研发、生产、经营电容器等电子元器件
航空装备-主机厂	600760.SH	中航沈飞	1,145	航空防务装备。
	600893.SH	航发动力	1,106	军用航空发动机制造。
	000768.SZ	中航西飞	811	大中型军民机用飞机研制。
航空装备-零部件	002013.SZ	中航机电	436	航空机电系统业务。
	600765.SH	中航重机	398	锻铸、液压、新能源投资三大业务发展平台。
	000738.SZ	航发控制	359	航空发动机控制系统及部件。
导弹产业链	002025.SZ	航天电器	322	高端连接器、继电器、控制组件和遥测系统等。
	300593.SZ	新雷能	150	模块电源、定制电源和大功率电源及系统的研发、生产。
	688311.SH	盟升电子	72	卫星导航、卫星通信等系列产品。
地面装备产业链	000519.SZ	中兵红箭	375	大口径炮弹、火箭弹、导弹、子弹药、超硬材料等领域。
	600967.SH	内蒙一机	149	履带式、轮式、轨道式重型车辆。
	600435.SH	北方导航	132	制导控制、导航控制、探测控制等产品和技術。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 市值数据截至 2022/6/10

5. 风险提示及附录

5.1. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性: 海外疫情不断反复, 若海外疫情加剧, 可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期: 若国内经济复苏进程不及预期, 可能影响上市公司基本面表现。

历史经验不代表未来: 因市场环境等因素变化, 历史数据得出的经验可能在未来失效。

5.2. 附录

表9：公募、保险、外资分别重仓股明细

偏股型公募单独重仓									
代码	名称	行业	市值(亿元)	今年以来涨幅(%)	二季度涨幅(%)	3月涨幅(%)	4月涨幅(%)	5月涨幅(%)	6月以来涨幅(%)
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	3,256	-13.7	17.9	-14.2	13.4	1.9	2.0
002049.SZ	紫光国微	电子	1,140	-10.0	-1.0	-7.6	-10.5	-3.1	14.1
002415.SZ	海康威视	计算机	3,367	-31.8	-12.9	-14.9	3.6	-19.1	3.9
603799.SH	华友钴业	有色金属	1,314	-3.4	8.9	-20.6	-15.8	14.8	12.7
300661.SZ	圣邦股份	电子	676	-13.7	-18.3	-6.2	-14.2	2.7	-7.2
002821.SZ	凯莱英	医药生物	741	-37.6	-26.0	7.8	-27.2	-2.0	3.8
300122.SZ	智飞生物	医药生物	1,448	-27.2	-34.3	6.7	-31.5	-7.6	3.9
002371.SZ	北方华创	电子	1,475	-21.6	-0.7	-9.6	-12.8	13.0	0.7
002459.SZ	晶澳科技	电力设备	1,643	8.3	27.7	-17.1	3.5	14.9	7.3
000733.SZ	振华科技	国防军工	656	2.2	12.0	-3.2	-6.8	12.9	6.5
保险公司单独重仓									
代码	名称	行业	市值(亿元)	今年以来涨幅(%)	二季度涨幅(%)	3月涨幅(%)	4月涨幅(%)	5月涨幅(%)	6月以来涨幅(%)
600000.SH	浦发银行	银行	2,307	-7.0	-0.9	-4.6	0.4	-1.1	-0.1
600016.SH	民生银行	银行	1,668	-1.3	0.8	-2.3	-3.1	3.0	1.0
600383.SH	金地集团	房地产	521	-9.4	-17.7	12.4	0.0	-16.7	-1.2
600015.SH	华夏银行	银行	777	-3.2	-2.5	-1.2	-2.0	-2.4	1.9
601658.SH	邮储银行	银行	4,767	3.1	-2.4	-3.4	0.4	-3.0	0.2
600050.SH	中国联通	通信	1,078	-10.9	-2.0	-6.5	-1.4	-1.1	0.6
002202.SZ	金风科技	电力设备	528	-23.1	-3.6	-12.2	-14.0	9.5	2.4
000402.SZ	金融街	房地产	173	1.9	-5.9	8.9	5.1	-10.7	0.3
000012.SZ	南玻A	建筑材料	194	-36.4	-14.8	-10.7	-24.3	10.7	1.6
600340.SH	华夏幸福	房地产	127	-12.2	-17.5	23.5	-21.7	11.0	-5.1
外资单独重仓									
代码	名称	行业	市值(亿元)	今年以来涨幅(%)	二季度涨幅(%)	3月涨幅(%)	4月涨幅(%)	5月涨幅(%)	6月以来涨幅(%)
600406.SH	国电南瑞	电力设备	1,864	-15.8	7.0	-10.9	1.6	7.0	-1.6
300124.SZ	汇川技术	机械设备	1,724	-5.2	14.1	-10.5	1.2	6.1	6.2
603288.SH	海天味业	食品饮料	3,790	-15.6	1.5	-11.7	3.4	-6.0	4.3
600309.SH	万华化学	基础化工	2,656	-10.7	11.6	-14.7	-0.7	8.1	3.9
300450.SZ	先导智能	电力设备	844	-22.1	-0.9	-13.1	-24.2	9.6	19.3
002050.SZ	三花智控	家用电器	684	-19.6	22.3	-17.3	0.8	5.0	15.5
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	2,047	-37.8	-14.3	-8.1	-19.9	2.8	4.1
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	1,895	-11.7	-9.9	-2.0	1.2	-7.8	-3.3
600660.SH	福耀玻璃	汽车	1,092	-7.6	22.4	-19.1	-0.1	16.0	5.6
603605.SH	珀莱雅	美容护理	449	7.9	19.2	1.4	6.9	8.5	2.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

单独重仓股筛选：取公募、保险、外资重仓前 50 大个股（公募、保险截至 3/31，外资截至 5/31），取不同机构单独重仓，且持股量占流通股比例高于 10%，同时显著高于另外两类的个股。即各类机构拿的重，有定价权的个股

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>