粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略深度】2021 年中期策略及下半年展望：聚力蓄势，“犇”牛之路

2021 年 07 月 05 日

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-83755578
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

研究助理：姜楠宇
邮箱：jiangnanyu@ykzq.com

研究助理：吴晓媛
邮箱：wuxiaoyuan@ykzq.com

近期报告

《【粤开基金深度】2021 年中期策略及下半年展望：大财富管理时代，权益基金布局正当时》2021-06-30

《【粤开新能源汽车深度】2021 年中期策略及下半年展望：智能电动，拾级而上》2021-06-29

《【粤开周期】2021 钢铁、煤炭、有色中期策略：寻找结构性投资机会》2021-06-28

《【粤开非银深度】2021 年中期策略及下半年展望：转型升级，静待花开》2021-06-24

《【粤开消费深度】2021 年中期策略：立足需求主线，布局消费下半场》2021-06-23

投资要点

回顾：总体在震荡中上行，符合年度策略判断

2021 年上半年顺利收官，A 股先扬后抑，但总体走势仍在震荡中上行。主要股指悉数上涨，其中**“双创”领跑市场，上证指数涨 3.4%。**风格板块方面，周期风格如期成为市场的主线，半年上涨 14%。**A 股上半年行情走势基本符合我们此前发布的年度投资策略报告的观点判断。**

展望：下半年 A 股“慢牛”仍在途中

从长期来看，我们认为 A 股“慢牛”走势并未发生改变，A 股中长期向好逻辑仍存，从周期、技术以及行情演绎的多角度理解，**下半年 A 股仍大有可为：**

周期的视角：以菲波纳契神奇数字“5”作为资本市场周期年限长度，A 股目前已经历了 6 个完整周期，参考过去几轮资本市场周期走势，**我们认为 2021 年 A 股或将迎来“新征程”。**此外，从库存周期和上市公司盈利周期来看，随着疫情影响逐渐减弱，**盈利端加速修复，下半年业绩将是行情的主要驱动力，高增长的成长板块有望带动市场上行。**

技术的视角：全球经济复苏及国内十四五开局之年政策红利驱动下，上半年大盘整体在震荡中上行，周期、消费、成长轮番表现，**下半年，我们认为指数有望在震荡中持续向上，A 股“慢牛”仍在途中。维持我们在年度策略报告中的观点，突破 3700、站上 4000 点，乐观情况有望挑战 4300。**

行情的演绎：上半年 A 股在春节后展开大幅调整，前期高位板块和个股经历了一番调整，顺周期板块如我们预期的成为上半年的主要行情与逻辑，下半年不确定性相较于上半年增大，但在整体大趋势向好的背景下，**我们认为 A 股“慢牛”仍在途中，但不会出现一蹴而就的情况，而是演绎 N 字型走势，有望在震荡中持续向上，高增长预计是下半年的主旋律。**

展望：下半年经济环境

随着经济复苏的持续深入，进入到下半年，我们认为扰动市场的因素仍存不确定性，我们对经济方面的几点判断为：经济增速可能放缓，总需求将重回内生增长轨道；**通胀方面，PPI 或将于年底现拐点，**CPI 与 PPI 剪刀差将收窄；**消费的复苏态势延续，**但不确定性仍存；**出口的分歧在于疫情演化和全球生产修复速度；**投资端，地产投资韧中微降，**制造业投资修复中面临挑战；**海外方面，**关注海外流动性边际变化以及美元美债汇率联动的边际影响。**

展望：下半年政策环境

展望下半年，我们认为财政、货币政策将继续逐步回归常态、保持大局意识。首先，财政政策的发力受到财政收支压力和政府部门杠杆率的约束，其次，随着经济逐步回归内生增长轨道，一方面，财政、货币政策的边际效用递减，另一方面，财政、货币政策逐步向产业政策过渡，基于供给侧的结构改革和市场要素改革重要性日益凸显。**因此，下半年关注货币政策的变奏与协同。**

碳中和作为未来一段时间持续影响经济产业的重要政策，将对各行各业产生重要影响，带来中长期政策主题投资机会。“碳中和”行业主要分为以下几类。一，能源体系方面，清洁能源替代的水电、风电、光伏、核电等企业。二，重点行业降碳方面，煤炭消费的钢铁、水泥、建材、交运、化工等行业中降碳能力领先的企业，以及新能源汽车产业链。三，低碳技术方面，低碳技术、低碳设备、碳监测企业。四，碳排放权交易、绿色金融受益企业。五、绿色低碳消费企业等。

全面注册制渐行渐近，资本市场大有可为。科创板作为 A 股注册制“始发地”，从成立至今已两年，作为“试验田”收获了多维度创新成果，上市企业超过 280 家，总市值超过 4.2 万亿，市场包容性明显增强，资源配置效率显著提升，资本市场服务科技创新短板逐渐补齐。**下半年 IPO 节奏将在目前基础上保持稳定，甚至适度加快，全面注册制有望在 2022 年中之前落地。**

展望：下半年流动性情况

宏观流动性方面：当前我们认为宏观流动性方面多空交织，在全球经济复苏背景下，经济出现结构性的修复，在美联储大幅释放流动性的背景下，推高了大宗商品的价格。整体来看，我们认为下半年的格局仍然以股票和商品市场占优。下半年，我们预计政策的基调仍然以“稳字当头”。

微观流动性方面：

我们认为三道红线下，居民资产搬家将是大势所趋，但可能“细水长流”，成为推动 A 股走出慢牛长牛、健康牛的重要驱动力，预计 2021 年，居民通过购买股票直接入市的规模有望保持在 2000~3000 亿元。居民“借基入市”全年规模有望近万亿，超出我们此前在年度策略中的预期，主要是由于今年前两个月的发行火爆所致。未来在政策导向、居民理财意识觉醒、股市赚钱效应好转的多重因素利好下，权益市场的吸引力将持续增强，**权益市场将是居民财富搬家下一站的最优选择。**

作为二级市场的重要增量资金 ,历来以“聪明钱”著称的北上资金今年净流入一直稳步攀升，在全球经济稳步复苏，我国经济持续向好，外围没有重大扰动事件的背景下，我们预计今年将是北上增长较为平稳的一年，2021 年的主旋律将是稳步增长。但中长期来看，我国外资流入的空间仍然广阔。**仍然维持我们策略报告中的判断 ,2021 年 ,预计北上资金全年净流入额有望达到 3000 亿元，成为 A 股市场重要边际增量。**

今年年初开始，港股成为了市场关注的焦点。今年以来，南下资金已累计净流入超过 3800 亿元，远超往年流入规模，同期北上资金净流入尚不足 2100 亿元，预计港股的吸引力仍将继续增强，**南下配置正当时，超过我们此前在年度策略报告中的预测，上调今年南下流入中枢，预计南下分流资金规模将超过北上流入资金。**未来，港股的吸引力仍将继续增强，成为国内居民财富大类资产配置的重要补充。

下半年投资策略：积极布局成长，紧握大消费

进入到下半年，我们认为经济复苏将持续深入，整体来看经济增速前高后低，未来总需求的增长将重回内生增长轨道，经济复苏并不均衡，呈现结构性修复特点，下半年还需要关注可选消费、服务消费能否恢复至疫前水平，出口、地产投资能否维持强劲增长，制造业能否延续扩张等变量。

市场关心的通胀问题，我们认为在政策调控已经显效的情况下，PPI 拐点或将于年底显现，CPI 与 PPI 剪刀差将收窄，叠加海外流动性收紧步伐渐行渐近，综合来看，货币政策或将寻求平衡，维持“稳字当头”的基调。

在当前市场存在多重不确定性因素的情况下，高增长或将是下半年 A 股的主旋律。从配置角度来看，我们建议下半年重视自下而上的选择，布局行业成长空间巨大、业绩增速确定性强以及受益“十四五”红利支持的行业板块。积极布局高成长的同时，大消费部分细分领域长期配置逻辑仍存。因此，建议下半年重点布局新能源、科技成长、生物医药、大消费细分赛道，同时关注顺周期与大金融的表现。

风险提示

经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱。

目 录

一、上半年回顾：总体在震荡中上行，符合年度策略判断 7
二、下半年展望：A 股“慢牛”仍在途中 8
三、2021 年下半年国内外宏观环境 9
（一）经济的复苏：总需求重回内生增长轨道 9
（二）通胀：下半年 PPI 斜率放缓，CPI 与 PPI 剪刀差将收窄 9
（三）消费：复苏态势延续，不确定性仍存 12
（四）出口：分歧在于疫情演化和全球生产修复速度 13
（五）投资：地产投资韧中微降，制造业投资修复中面临挑战 15
（六）海外：下半年关注海外流动性边际变化 17
四、2021 年下半年政策环境 18
（一）财政货币与货币政策：变奏与协同 18
（二）碳中和带来中长期政策主题投资机会 19
（三）全面注册制渐行渐近，资本市场大有可为 21
五、2021 年下半年流动性展望 23
（一）居民财富搬家：“三道红线”下，下一站最优选择将是权益市场 23
（二）重要边际增量资金：北上保持稳步增长 26
（三）IPO 分流资金：注册制发行低于预期 28
（四）南下分流资金：南下配置正当时，上调今年预测值 28
六、2021 年下半年配置展望 29
方向一、新能源汽车：智能电动，拾级而上 29
方向二、大科技：景气演绎，多点开花 34
方向三、生物医药：长坡厚雪，后发先至 38
方向四、大消费细分赛道：立足需求主线，布局消费下半场 43
其他方向、顺周期与大金融 47
七、风险提示 51

图表目录

图表 1： 主要指数上半年涨跌幅一览，% 7
图表 2： 中信风格指数上半年涨跌幅一览，% 7
图表 3： 资本市场的 6 个五年周期（年线） 8
图表 4： 基数效应+需求反弹，2021Q1 总需求与 GDP 增速差距缩小 9
图表 5： 南华工业品指数 5 月 12 日后急转下跌 9
图表 6： 大宗商品价格受到宽松货币环境+生产修复双重驱动 10
图表 7： PPI 向 CPI 的传导减弱 11
图表 8： 4 月社零总额较 2019 年当月同比增速，比一季度加快 0.3 个百分点 12
图表 9： 限额以上零售总额：汽车消费亮眼，可选消费待提振 12
图表 10： 人均可支配收入持续修复，但快于中位数增长 13
图表 11： 人均消费支出和人均可支配收入的偏离一定程度上受到贫富差距扩大、居民杠杆率持续上升的影响 ... 13
图表 12： 出口保持强劲增长 13

图表 13： 1-5 月出口主要商品 13
图表 14： 防疫物资出口 14
图表 15： 机电和高新技术产品出口 15
图表 16： 固定资产投资累计同比：地产投资保持强劲，制造业投资修复 15
图表 17： 制造业投资修复一定程度受到 PPI 上行+出口订单影响 16
图表 18： 商品房销售恢复亮眼 16
图表 19： 20 年拿地火热将滞后体现在今年的地产投资的土地购置 17
图表 20： 开发贷款余额同比增长回落滞后限制地产投资增长空间 17
图表 21： M2-M1 剪刀差收窄 18
图表 22： 社融分项 19
图表 23： 疫情以来财政压力较大 19
图表 24： 碳中和行业全景图 20
图表 25： IPO 仍处于历史高位水平 22
图表 26： 直接融资比例不断提升 22
图表 27： 近三年万得全 A 指数走势图 23
图表 28： 近三年全国城市二手房出售挂牌价格指数走势 23
图表 29： 中国家庭资产构成 24
图表 30： 中国家庭金融资产构成 24
图表 31： 近两年居民财富入市保持稳健增长 24
图表 32： 2021 年 1 月-5 月新发基金产品规模与数量 25
图表 33： 2021 年 1 月-5 月新发基金分类型规模变化 25
图表 34： 2019 年至今，新发基金中权益类产品规模变化 26
图表 35： 2019 年至今，北上资金当年累计净买入额变化 26
图表 36： 与日韩、巴西、美国外资持股占比的对比 27
图表 37： IPO 分流资金预测 28
图表 38： 2019 年至今，南下资金当年累计净买入额变化 28
图表 39： 新能源汽车板块营收趋势及预测 30
图表 40： 新能源汽车板块归母净利润趋势及预测 30
图表 41： 汽车行业周期划分 30
图表 42： 2021-2035 年国内汽车（乘用车）销量预测 31
图表 43： 2022-2035 年新能源汽车预测（乐观） 31
图表 44： 2022-2035 年新能源汽车预测（中性） 32
图表 45： 2022-2035 年新能源汽车预测（悲观） 32
图表 46： 微笑曲线变化 33
图表 47： 21Q1 部分申万二级行业业绩情况（按归母净利润同比增速排列） 34
图表 48： 申万二级行业今年以来的涨幅 VS 21Q1 净利润增速（对比 2019 年） 35
图表 49： 主要晶圆厂资本开支情况（亿美元） 36
图表 50： 北美半导体制造设备月度出货额（百万美元）及同比（%） 36
图表 51： 日本半导体制造设备月度出货额（百万日元）及同比（%） 36

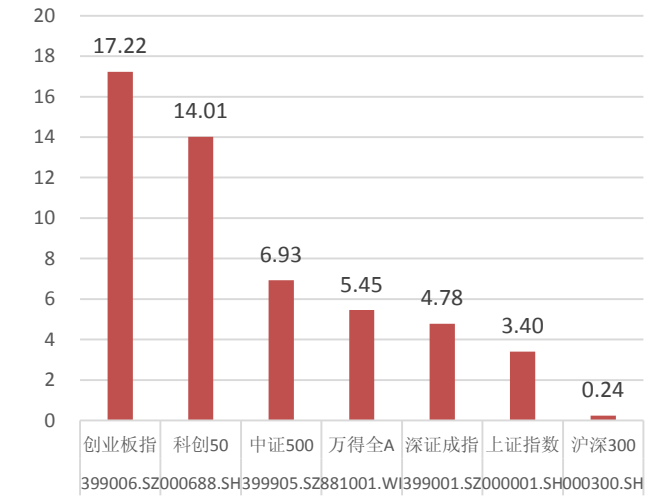
图表 52： DRAM 现货平均价 36
图表 53： NANDFlash 现货平均价 36
图表 54： 2021 年 5 月 SteamVR 硬件数据统计 37
图表 55： 2020/6-2021/5 主流机型 SteamVR 硬件份额 37
图表 56： 主要 VR 一体机对比 37
图表 57： Quest 2 带动 Facebook 非广告收入高增 37
图表 58： VR 一体机销量预测 37
图表 59： 2021 年贡献增量产能的主要 LCD 产线 38
图表 60： 2019Q1-2021Q1 全球 TV 出货量（百万台）与同比 38
图表 61： 2019-2021 电视面板供需比预测 38
图表 62： 2017-2021 年 Q1 各子板块营业收入（亿元） 39
图表 63： 2017-2021 年 Q1 各子板块归母净利润（亿元） 39
图表 64： 2017-2021 年 Q1 化学制药营业收入（亿元） 39
图表 65： 2017-2021 年 Q1 化学制药归母净利润（亿元） 39
图表 66： 2017-2021 年 Q1 中药板块营业收入（亿元） 40
图表 67： 2017-2021 年 Q1 中药板块归母净利润（亿元） 40
图表 68： 2017-2021 年 Q1 生物制品营业收入（亿元） 40
图表 69： 2017-2021 年 Q1 生物制品归母净利润（亿元） 40
图表 70： 2017-2021 年 Q1 医疗器械营业收入（亿元） 41
图表 71： 2017-2021 年 Q1 医疗器械归母净利润（亿元） 41
图表 72： 2017-2021 年 Q1 医药商业营业收入（亿元） 41
图表 73： 2017-2021 年 Q1 医药商业净利润（亿元） 41
图表 74： 2017-2021 年 Q1 医疗服务营业收入（亿元） 42
图表 75： 2017-2021 年 Q1 医疗服务净利润（亿元） 42
图表 76： 最终消费支出对季度 GDP 的拉动作用提升 43
图表 77： 2014-2021 年白酒累计产量及增速 44
图表 78： 高档白酒平均价格稳步上升 44
图表 79： 2014-2020 年海南离岛免税销售额及增速 45
图表 80： 海南离岛免税市场人均购买金额及增速 45
图表 81： 2014-2021 年家电行业零售额及增速 46
图表 82： 南华工业品指数 5 月 12 日后急转下跌 47
图表 83： 有色金属行业维持高景气 48
图表 84： 资管收入同比增幅较大 49
图表 85： 证券行业 ROE 情况 49

2021 年上半年顺利收官，A 股总体在震荡中上行。展望下半年，A 股长期上行趋势仍然向好，海内外宏观和政策预期仍将扰动 A 股市场。

一、上半年回顾：总体在震荡中上行，符合年度策略判断

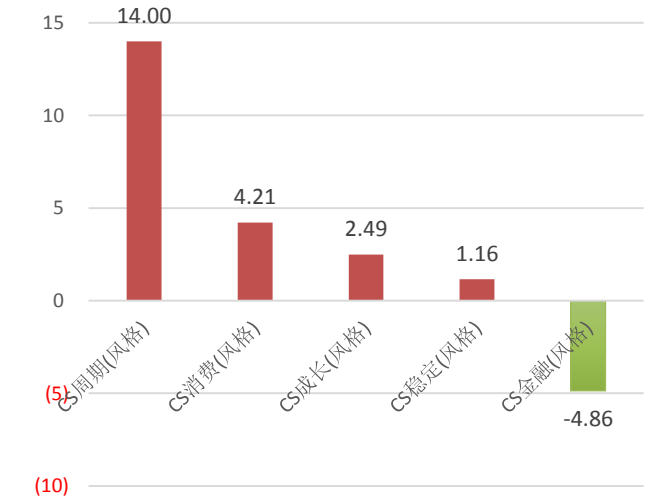
2021 年上半年顺利收官，A 股先扬后抑，但总体走势仍在震荡中上行。截至 2021 年 6 月 30 日，主要股指悉数上涨，其中，创业板和科创板分别大涨 17.2%和 14%，“双创”领跑市场，万得全 A 涨 5.5%，上证指数涨 3.4%。风格板块方面，周期风格如我们此前预期的成为市场的主线，半年上涨 14%；金融风格走软，半年收跌 4.9%。

图表1：主要指数上半年涨跌幅一览，%



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：中信风格指数上半年涨跌幅一览，%



资料来源：wind、粤开证券研究院

A 股上半年行情走势基本符合我们此前发布的年度投资策略报告《粤开金牛奋蹄升，A 股扬帆风起时——2021 年度策略展望》的观点判断：

“从经济增长情况、政策节奏、流动性、企业盈利预期、外部环境五个角度进行考量，上半年行情的确定性相对更高：经济方面，国内经济复苏方向较为确定，经济增速可能会前高后低，短期制造业、消费、服务业将会成为经济的主要驱动因素。政策方面，更强调中长期结构性的优化，财政、货币政策灵活、缓慢、有序回归常态，短期大幅收紧的概率较低。流动性方面，由于总量政策的逐步退出，放水会有一定程度的减弱，但考虑到外资流入的大趋势以及社会财富的配置重心从房产向金融资产转移，流动性环境也不会出现大幅收紧，预计上半年的流动性要好于下半年。外部环境方面，新任美国总统将于年初上任，整体外交态度将相对理性及开放，短期有助于提升 A 股的风险偏好。盈利周期方面，上半年 A 股盈利修复的确定性相对更高，为行情开展提供业绩支撑。

短期来看，当前的顺周期行情虽然有所分化，但基于宏观经济持续复苏这一支持，周期性行情依旧将成为跨年行情的重要推动。从中长期视角来看，2021 年是“十四五”的开局之年，“十四五”规划建议强调坚持创新驱动发展，构建“双循环”新发展格局，将扩大内需作为战略基点，经济转型升级之下，对科技和消费形成长期利好。”

进入到下半年，我们认为扰动市场的因素仍存不确定性：下半年国内经济增速大概率放缓与国内通胀、海外流动性收紧步伐渐行渐近，货币政策将如何寻求平衡；国内经济方面，可选消费、服务消费能否恢复至疫前水平，出口、地产投资能否维持强劲增长，制造业能否延续扩张；外部环境方面，中美经贸关系具有复杂性与长期性。

二、下半年展望：A 股“慢牛”仍在途中

从长期来看，我们认为 A 股“慢牛”走势并未发生改变，A 股中长期向好逻辑仍存，**从周期、技术以及行情演绎的多角度理解，下半年 A 股仍大有可为。**

从周期的视角来看，以菲波纳契神奇数字“5”作为资本市场周期年限长度，A 股目前已经历了 6 个完整周期，参考过去几轮资本市场周期走势，我们认为 2021 年 A 股或将迎来“新征程”。

图表3：资本市场的 6 个五年周期（年线）



资料来源：wind，粤开证券

此外，从库存周期和上市公司盈利周期来看，随着疫情影响逐渐减弱，盈利端加速修复，下半年业绩将是行情的主要驱动力，高增长的成长板块有望带动市场上行。

从技术的视角来看，全球经济复苏及国内十四五开局之年政策红利驱动下，上半年大盘整体在震荡中上行，周期、消费、成长轮番表现，**下半年，我们认为指数有望在震荡中持续向上，A 股“慢牛”仍在途中。维持我们在年度策略报告中的观点，突破 3700、站上 4000 点，乐观情况有望挑战 4300。**

从行情的演绎来看，上半年 A 股在春节后展开大幅调整，前期高位板块和个股经历了一番调整，顺周期板块如我们预期的成为上半年的主要行情与逻辑，**下半年不确定性相较于上半年增大，但在整体大趋势向好的背景下，我们认为 A 股“慢牛”仍在途中，但不会出现一蹴而就的情况，而是演绎“N”字型走势，有望在震荡中持续向上，高增长预计是下半年的主旋律。**

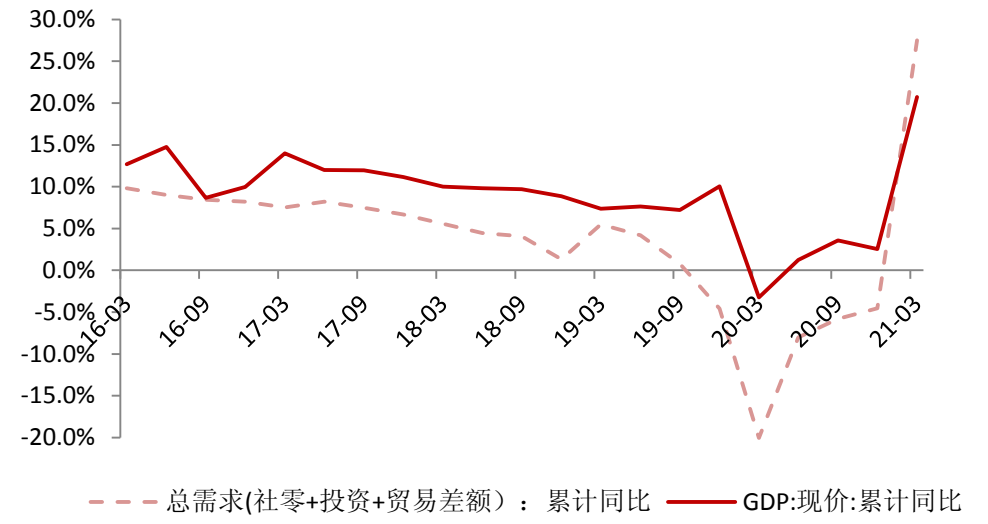
从长期来看，我们认为 A 股“慢牛”走势并未发生改变，A 股中长期向好逻辑仍存，但随着经济复苏的持续深入，下半年影响市场走势的诸多因素仍存不确定性，下文我们将一一论述。

三、2021 年下半年国内外宏观环境

（一）经济的复苏：总需求重回内生增长轨道

总需求开始逐步回到内生增长轨道。从数据上来看，2016 年以来总需求（社零+投资+贸易差额）的累计同比增长慢于 GDP 现价累计同比，金融危机后续影响和经济增速中枢下落、居民储蓄理念和保守消费意识根深固蒂、人口红利弱化后部分产业链外迁和出口支撑力度下降等因素，使得总需求增长相对疲弱，而新冠疫情的冲击加剧了这一趋势。2020 年一季度总需求出现了断崖式下跌，而后逐步反弹，但是与 GDP 增速的差距仍大于疫前的差距。**2021 年一季度，受基数效应+总需求反弹，总需求与 GDP 增速差距缩小，总需求开始逐步回到内生增长轨道。内外需求的原有困境叠加疫情对于全球总需求可能存在的永久性冲击，总需求增速放缓，存在增速中枢下移的可能。我们维持年度策略报告观点，预计下半年增速逐步回归到 5-6%左右的增速区间，全年实现 8-10%的增长。**

图表4：基数效应+需求反弹，2021Q1 总需求与 GDP 增速差距缩小



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）通胀：下半年 PPI 斜率放缓，CPI 与 PPI 剪刀差将收窄

国常会三度提及大宗商品，黑色系大宗商品有所降温。5 月 12 日，国常会指出“要跟踪分析国内外形势和市场变化，有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”，钢铁、有色、采掘等顺周期板块出现一定回调。5 月 19 日，国常会再次提及要“保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导”。5 月 26 日，国常会第三次指出，**多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响**；打击囤积居奇、哄抬价格等行为。

受监管发声影响，南华工业品指数 5 月 12 日从 3239 的高点应声急转直下，黑色系大宗商品焦炭、焦煤、动力煤、铁矿石、螺纹钢、热轧卷板也急速降温。但整体仍处于 15 年以来的较高水平。

图表5：南华工业品指数 5 月 12 日后急转下跌



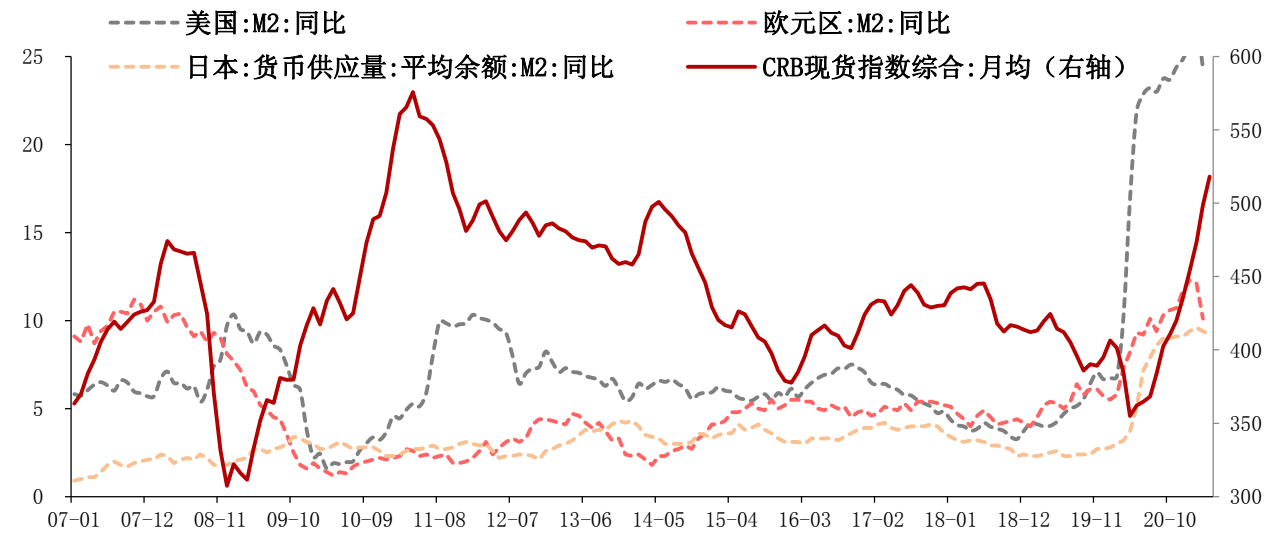
资料来源：wind、粤开证券研究院

本轮大宗商品价格上涨，一是海外大规模宽松刺激政策下，提振经济复苏预期和通胀预期。二是疫情冲击下，大宗商品产出地供给收缩，生产持续扩张带来上游原材料、原油等需求，全球经济在后疫情时代的需求复苏进度阶段性快于供给恢复，供需错配下形成缺口。

从历史数据来看，量化宽松政策带来的流动性泛滥，提早于大宗商品上涨，而需求端修复，持续将大宗商品价格推向顶峰。09-10 年、16-17、20 年至今的大宗商品涨价均由宽松货币环境+生产修复双重驱动。

图表6：大宗商品价格受到宽松货币环境+生产修复双重驱动

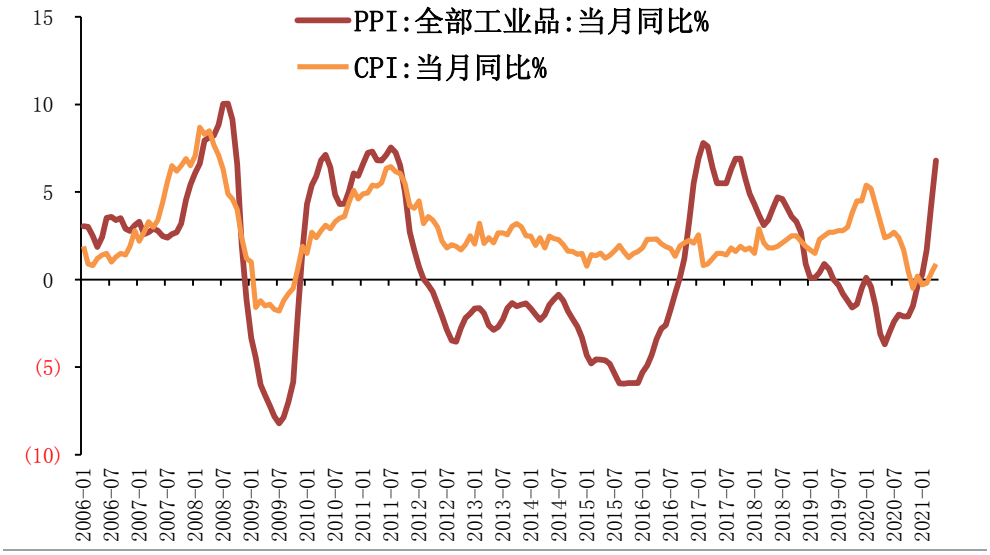




资料来源：wind、粤开证券研究院

09 年之后，PPI 对于 CPI 的传导减弱，且整体波动高于 CPI，受到多重因素催化。一是从统计口径出发，PPI 中的出口资料不回传导到 CPI，受国际贸易和大宗商品价格的影响，PPI 整体波动较大。CPI 中部分商品周期另行于大宗商品周期，如猪周期。二是下游终端消费市场的竞争加剧，导致终端商品价格具备一定黏性。三是居民消费有待恢复，也从需求端制约 CPI 的涨幅。

图表7：PPI 向 CPI 的传导减弱



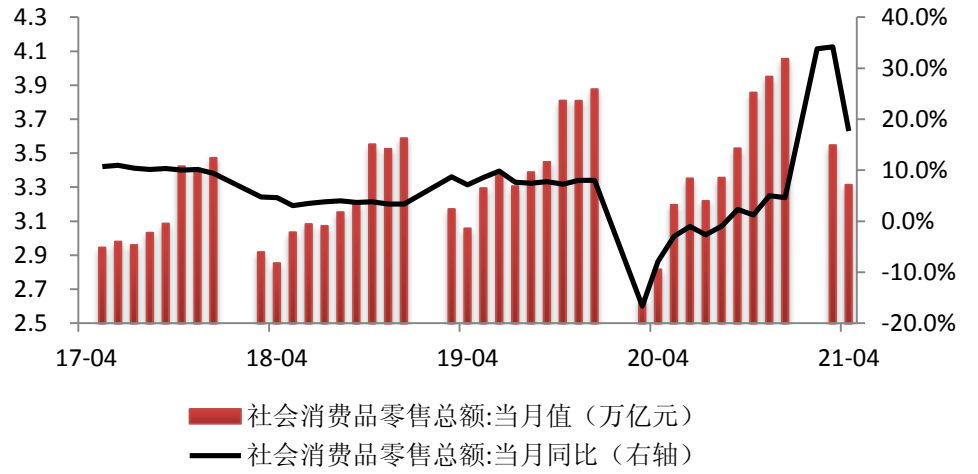
资料来源：wind、粤开证券研究院

央行在一季度货币政策报告中提及，近期全球大宗商品价格上涨，受到了海外宽松刺激政策、疫情影响供给端、市场普遍预期等因素的影响。我们认为，下半年全球通胀中枢可能在一段时间里延续温和抬升走势，上游板块继续受益于量价齐升，但上涨斜率或放缓，市场预期逐步消化。预计 PPI 三季度仍保持较高增速，但是增速放缓，四季度有所回调，CPI 总体压力不大，年底或有反弹。届时，CPI 与 PPI 剪刀差将持续收窄。

（三）消费：复苏态势延续，不确定性仍存

消费市场复苏态势延续。与 2019 年同期相比，4 月社零总额增长 8.8%，增速比一季度加快 0.3 个百分点；4 月社零总额环比增长 0.32%。4 月份社零同比增速较上月有所回落,主要受同期基数变动较大、年初局部疫情造成的月度间波动等因素影响，年初受疫情影响的部分消费需求在 3 月份释放，导致 3 月份社会消费品零售总额增速较高。

图表8：4 月社零总额较 2019 年当月同比增速，比一季度加快 0.3 个百分点

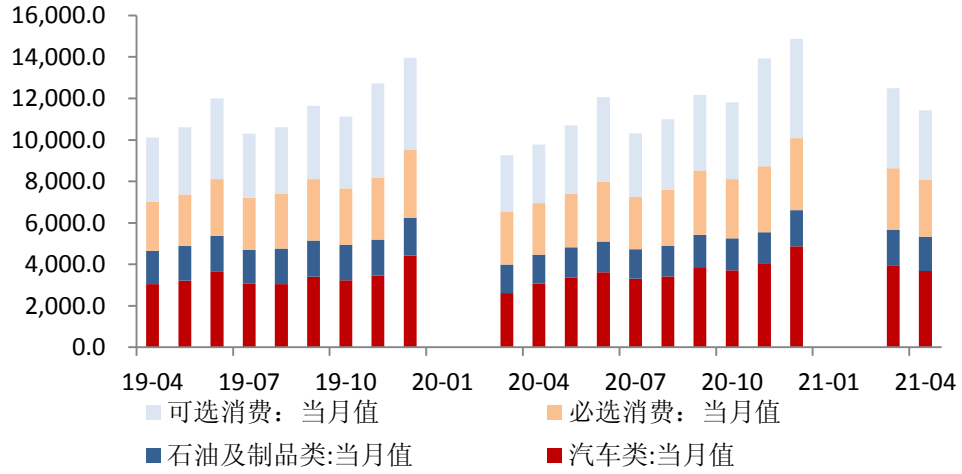


资料来源：wind、粤开证券研究院

具体来看，4 月限额以上消费较 19 年同期增长 12.9%，汽车类、必选消费、可选消费、石油制品分别较 19 年同期增长 20.7%、16.4%、8.1%、2.7%。总体来看，消费市场恢复态势仍在延续，新能源汽车需求带动下，汽车消费亮眼，**但消费内部结构并不均衡，必选消费和石油成为拖累项**，服装鞋帽纺织品及地产相关的家电、建筑装潢、家具分别较 19 年同期+3.0%、-7.0%、+3.1%、-11.5%。**服务消费方面**，4 月服务业商务活动指数为 54.3%，比上月微落 0.1 个百分点，但高于年内均值 1.1 个百分点，运行总体稳定。

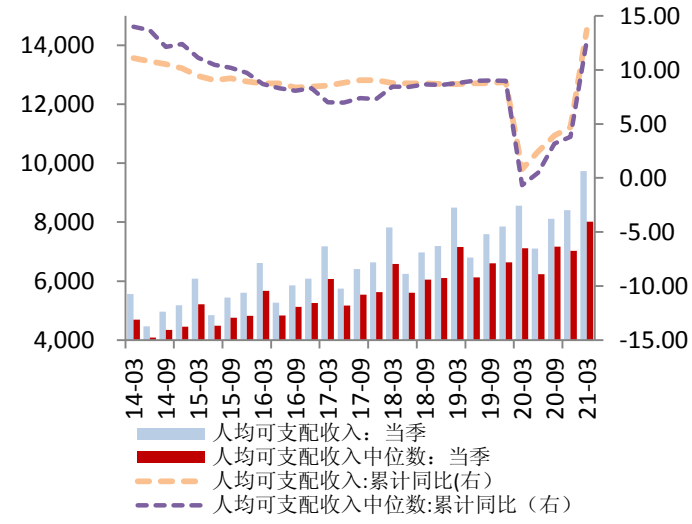
展望下半年，预计消费持续修复，地产后周期、服务业修复有望促进消费结构均衡，但仍面临多重不确定性。一是汽车消费方面，受缺芯、秋季淡季等因素影响，预计后续增速或将有所放缓。二是消费实力方面，服务业和中小微企业尚待修复，使得当前的居民收入压力和就业压力仍较大。三是消费意愿方面，一季度居民储蓄率受“就地过年”等因素影响有所上行，疫情对于需求中枢的冲击使得居民预防性储蓄较难下滑，同时，贫富差距进一步拉大，人均可支配收入修复增速快于中位数，影响居民消费信心。

图表9：限额以上零售总额：汽车消费亮眼，可选消费待提振



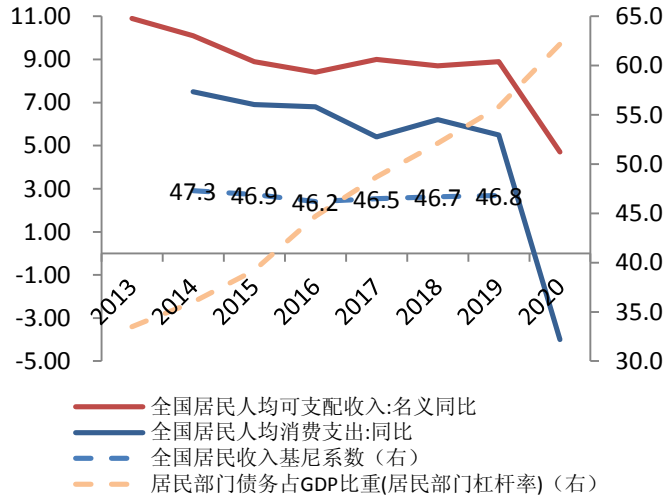
资料来源：wind、粤开证券研究院。必选消费（粮油食品、饮料烟酒、日用品、中西药）、可选消费（服装鞋帽、书报杂志、化妆品、家用电器、通讯器材、文化办公、金银珠宝、建筑装潢、家具、体育娱乐用品等）

图表10：人均可支配收入持续修复，但快于中位数增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：人均消费支出和人均可支配收入的偏离一定程度上受到贫富差距扩大、居民杠杆率持续上升的影响



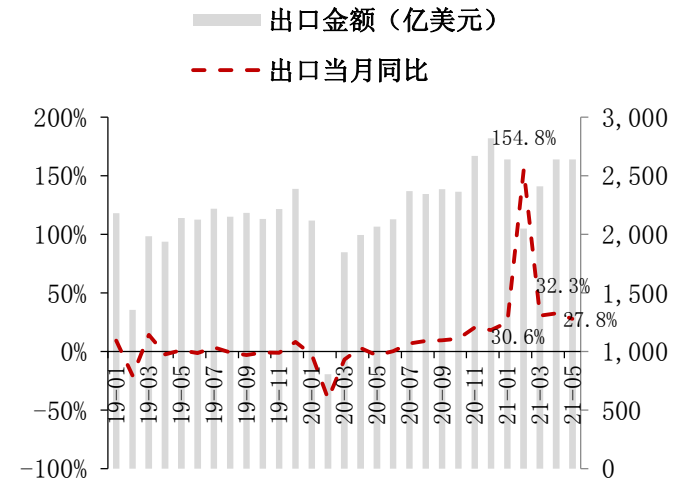
资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）出口：分歧在于疫情演化和全球生产修复速度

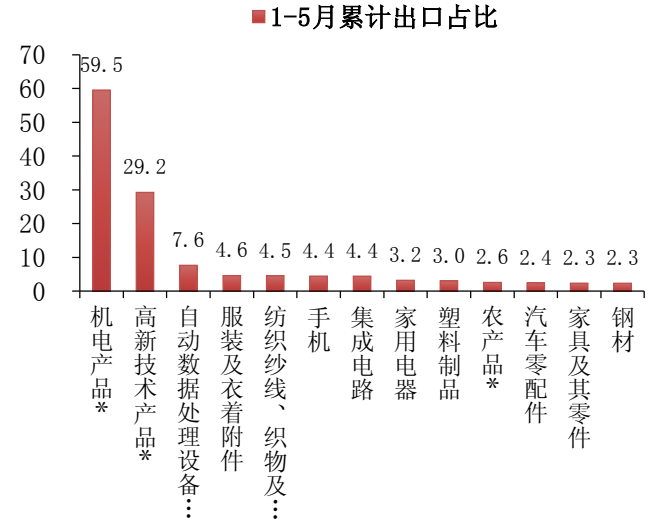
出口仍保持强劲增长。4、5 月份的出口金额同比增速仍保持在 30%左右的高水平，相较于 2019 年同期，1-5 月出口同比增速分别为 21.0%、51.3%、21.6%、36.3%、23.4%，汽车、机电、高新产品等增长强劲。

图表12：出口保持强劲增长

图表13：1-5 月出口主要商品



资料来源：wind、粤开证券研究院

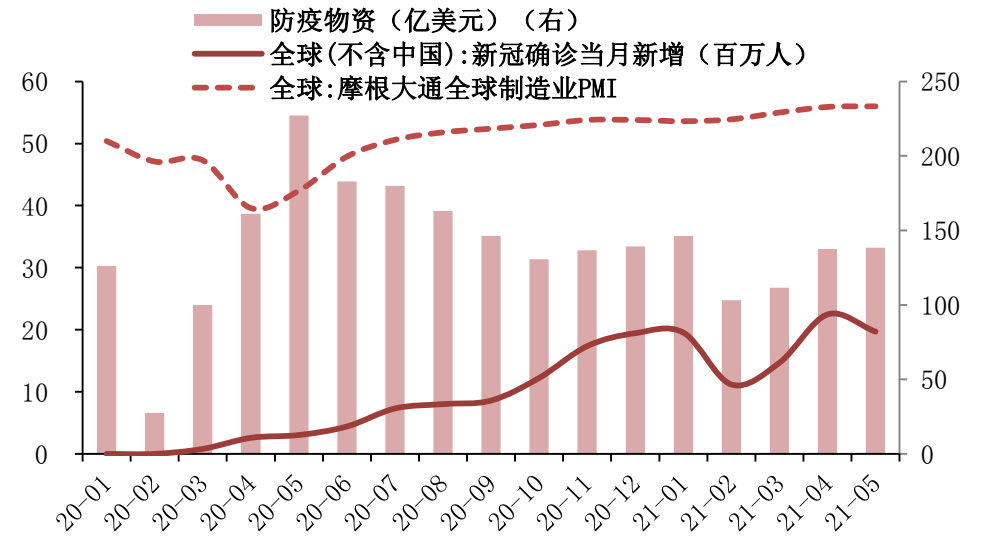


资料来源：wind、粤开证券研究院，“*农产品”、“*机电产品”和“*高新技术产品”包括其他已列名的有关商品

下半年出口分歧在于全球新冠疫情演化和全球生产能力、供需缺口情况。伴随着疫苗接种率的提升，全球疫情逐步控制和制造业修复是一致共识，但是恢复情况仍存在变数和分歧。根据 WHO 的统计，截至 6 月 12 日，全球累计报告确诊病例 1.74 亿例，累计死亡病例 378 万例；截至 6 月 9 日，共 21.57 亿剂新冠疫苗已被接种。

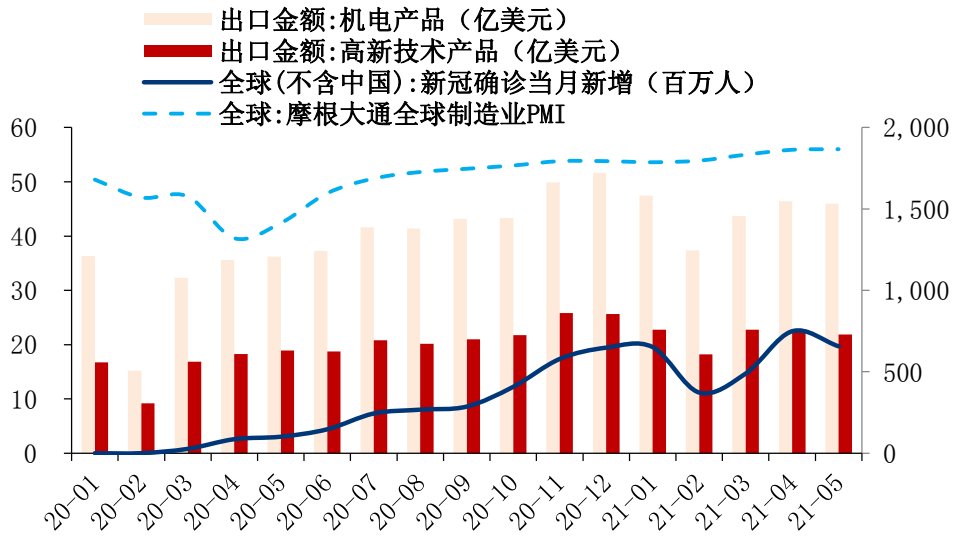
对于防疫物资，今年一季度，在东南亚疫情再度反弹的情况下，防疫物资出口也随之增加，但**在全球制造业 PMI 持续处于扩张期间的背景下，防疫物资出口和疫情的相关度削弱**，当前东南亚疫情仍较严峻，**预计三季度防疫物资出口仍有一定支撑，而后支撑程度下滑。对于机电产品和高新技术产品，**出口仍一定程度受到疫情演化波动影响，但整体在全球制造业持续扩张+产业链替代效应下，保持强劲，**后续预计随着东南亚疫情缓和，增速会逐步回落到正常区间。预计三季度后出口增速或有所回落。**

图表14：防疫物资出口



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：机电和高新技术产品出口

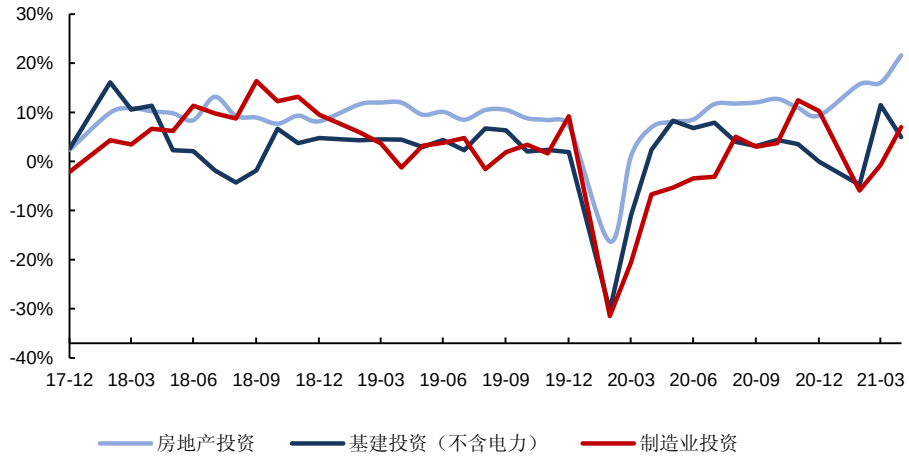


资料来源：wind、粤开证券研究院

（五）投资：地产投资韧中微降，制造业投资修复中面临挑战

固定资产投资稳步恢复，地产投资保持韧性，制造业投资降幅明显收窄。1-4 月房地产开发投资增长 21.6%，两年平均增长 8.4%；制造业投资增长 23.8%，高于全部投资 3.9 个百分点,两年平均下降 0.4%，降幅明显收窄，已接近至 2019 年同期水平；基础设施投资同比增长 18.4%，两年平均增长 2.4%。

图表16：固定资产投资累计同比：地产投资保持强劲，制造业投资修复

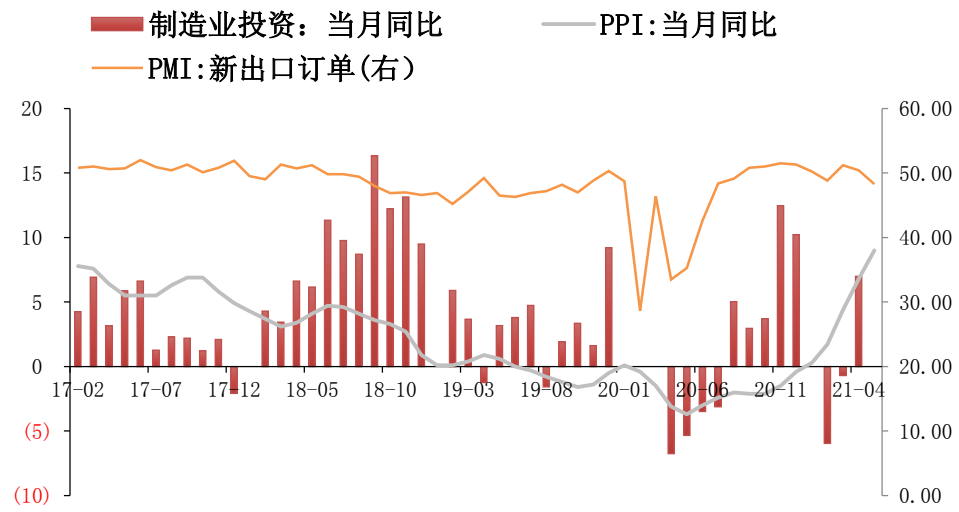


资料来源：wind、粤开证券研究院，2021 增速为较 2019 年同期

4 月制造业投资有较大修复，部分源于 PPI 上行+出口仍保持强劲，因此剔除掉价格因素，未来制造业能否恢复至疫前水平，可能仍有瓶颈。一是，如果工业企业利润短期上行是由于价格因素，那很难传导至制造业投资，另外通胀短期快速上行也导致上下游利润不均衡，中下游利润受到挤压。二是未来出口，尤其是短期替代的商品出口增速下滑，相应制造业生产也会连带下滑。三是制造业原先存在的瓶颈，即使回到疫情前水平，

制造业投资仍面临产业和结构的挑战。**预计下半年需求端持续提振下，制造业盈利修复叠加补库存趋势将极大提升制造业投资需求和信心，但制造业投资回归至疫前水平仍有难度。**

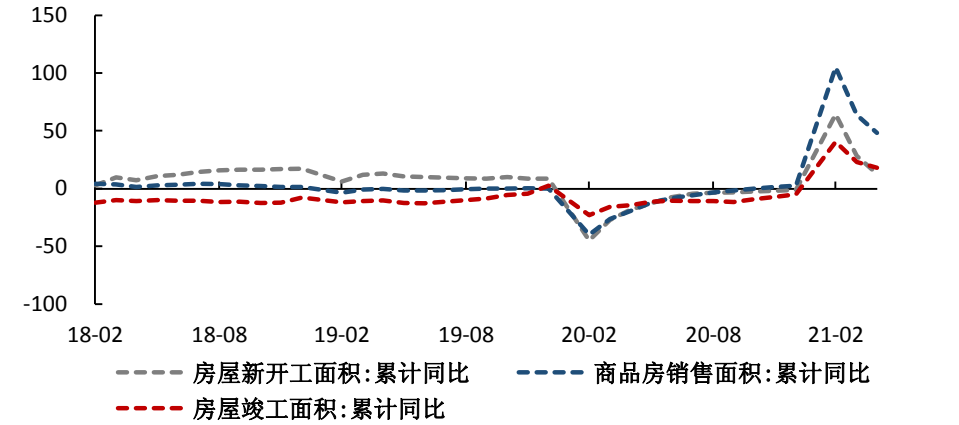
图表17：制造业投资修复一定程度受到 PPI 上行+出口订单影响



资料来源：wind、粤开证券研究院，制造业投资 2021 增速为较 2019 年同期

一季度地产投资仍在固定资产投资中表现亮眼。地产销售良好，新开工、竣工面积有所修复，1-4 月份地产销售、新开工、竣工累计同比增长 48.10%、12.80%、17.90%，相比于 19 年，1-4 月份地产销售面积、新开工面积、竣工面积同比增长 19.51%、下降 7.96%、增长 0.80%。

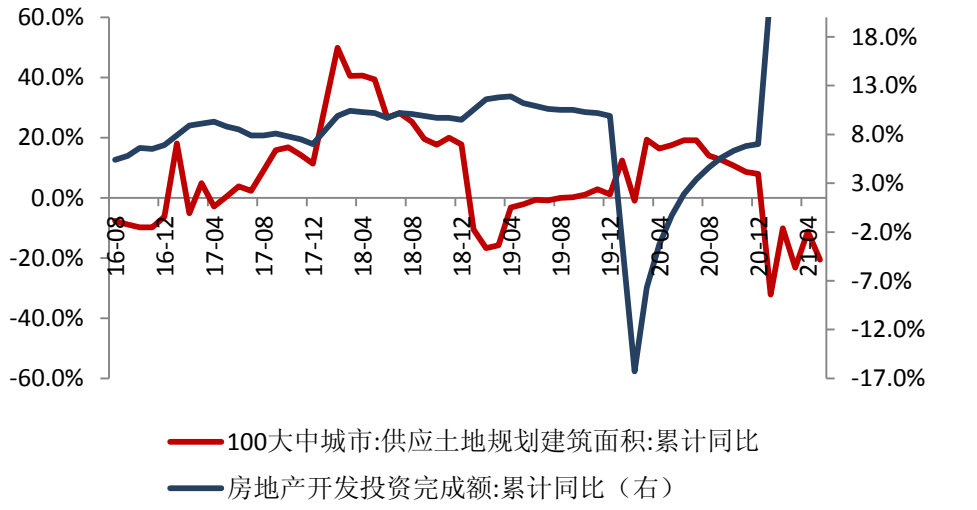
图表18：商品房销售恢复亮眼



资料来源：wind、粤开证券研究院

地产销售强劲有望继续支撑地产投资。但下半年至明年地产投资有以下压制因素，一是，上半年的地产投资，部分是去年土地购置火热的滞后体现。二是，开发贷款月同比增长持续回落，将影响后续的地产投资增长空间。三是，在地产调控趋严、开发贷压力增加的情况下，加快商品房销售可以回流资金，但是按照商品房建设周期，仍会面临竣工压力，当前商品房销售整体好于新开工和竣工修复速度，后续竣工压力将压缩新开工面积增长空间。**预计下半年地产投资韧中微降。**

图表19：20 年拿地火热将滞后体现在今年的地产投资的土地购置



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：开发贷款余额同比增长回落滞后限制地产投资增长空间



资料来源：wind、粤开证券研究院

（六）海外：下半年关注海外流动性边际变化

随着巴、土、俄三国率先开启加息周期，新兴国家掀起加息潮，全球流动性收紧的预期与步伐渐行渐近。我们复盘历史加息路径：资源国受制于通胀压力，通常率先进入加息周期；随后全球经济复苏刺激制造国经济回暖，进入加息周期；最终发达经济体作为最终需求国，通常最后进入加息周期。随着经济复苏的持续深入，发达经济体的流动性收紧预期也逐渐升温。

从最近的一次美联储会议来看，似乎透露出一些“转鹰”信号，包括加息点阵图超预期、上调经济预期和通胀预期，并上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率等等，一系列操作让市场似乎嗅到了一丝 Taper 信号。我们预计美联储也在通过一系列的调整操作，引导市场预期。

下半年关注海外流动性边际变化：未来货币政策正常化进程加快，最早年内启动

Taper 的概率在增加，关注接下来几个月的会议决议和预期表述。如果进入 Taper 背景下，市场面临着美债重新大幅上行、美元指数获得支撑反弹、汇率波动以及非美国家面临着外资回流本土的风险。

整体来看，下半年的宏观环境仍面临着众多不确定性因素，我们对宏观方面的几点判断为：经济增速可能放缓，总需求将重回内生增长轨道；通胀方面，PPI 或将于年底现拐点，CPI 与 PPI 剪刀差将收窄；消费的复苏态势延续，但不确定性仍存；出口的分歧在于疫情演化和全球生产修复速度；投资端，地产投资韧中微降，制造业投资修复中面临挑战；海外方面，关注海外流动性边际变化以及美元美债汇率联动的边际影响等。**在此背景下，下半年需关注货币政策的变奏与协同。**

四、2021 年下半年政策环境

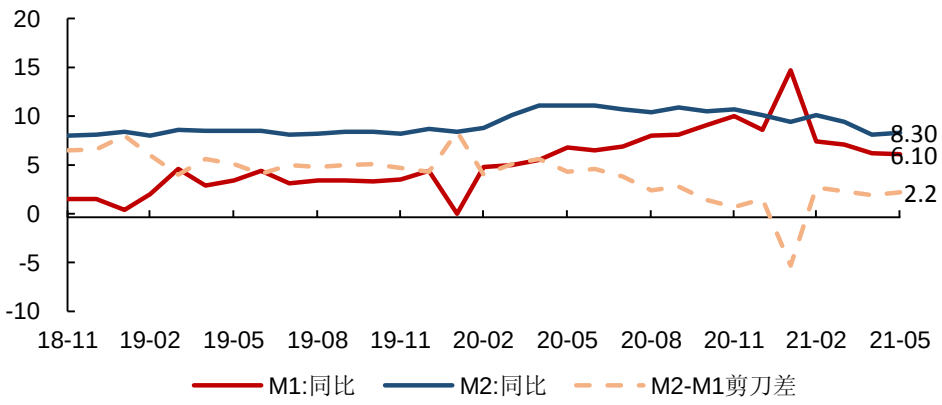
（一）财政货币与货币政策：变奏与协同

总体来看，今年以来货币增速、社融增量整体下滑，货币流动性边际收紧。5 月 M2 同比增长 8.3%，略超预期；M1 同比增长 6.1%，继续处于低位，1-5 月剪刀差较上年收窄。5 月社会融资规模不及预期，增量为 1.92 万亿元，比上年同期少 1.27 万亿元，一定程度上受 5 月信用债发行下滑、政府债券发行不及预期等因素影响。人民币贷款继续支撑实体，5 月份人民币贷款增加 1.5 万亿元，比上年同期多增 143 亿元，比 2019 年同期多增 3127 亿元。

展望下半年，我们认为财政、货币政策将继续逐步回归常态、保持大局意识。首先，财政政策的发力受到财政收支压力和政府部门杠杆率的约束，其次，随着经济逐步回归内生增长轨道，一方面，财政、货币政策的边际效用递减，另一方面，财政、货币政策逐步向产业政策过渡，基于供给侧的结构改革和市场要素改革重要性日益凸显。

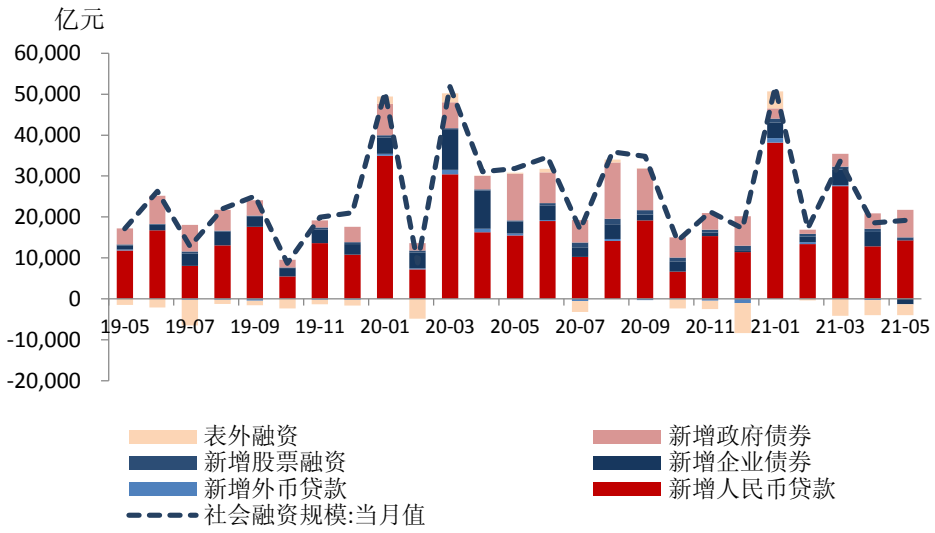
鉴于 CPI 受猪周期拖累，整体通胀预期可控，经济复苏过程仍存在部分不确定性，预计货币政策保持正常回归常态节奏。财政、货币政策的退出保持灵活、有序。从内部经济看，制造业和可选、服务消费能否提升还存在一定变数，国内的地产和其他企业信用风险、通胀压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

图表21：M2-M1 剪刀差收窄



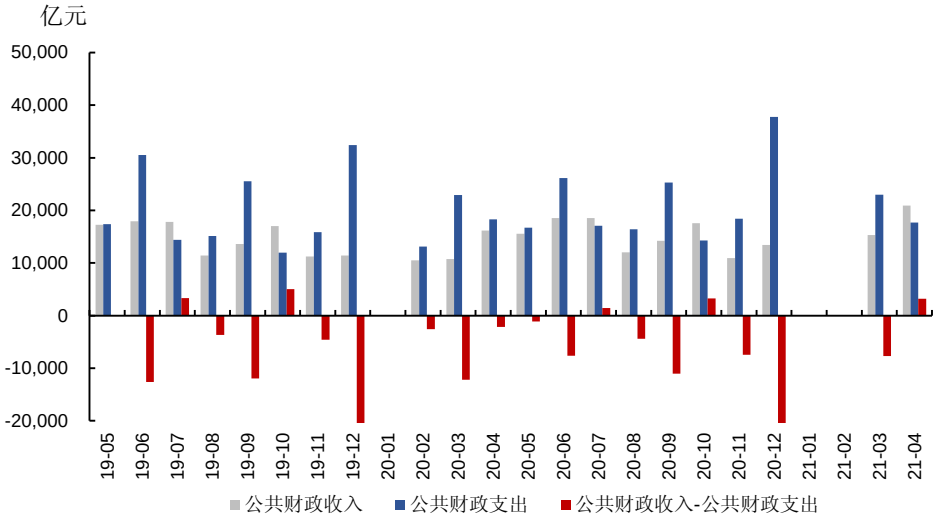
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表22：社融分项



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表23：疫情以来财政压力较大



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）碳中和带来中长期政策主题投资机会

2020 年 9 月国家主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话时表示，中国将提高国家自主贡献力度，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。

2021 年 3 月中央财经委员会第九次会议再次聚焦“碳中和”，提出实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，拿出抓铁有痕的劲头，如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标。会议指出，“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，要重点做好以下几项工作：1、要构建

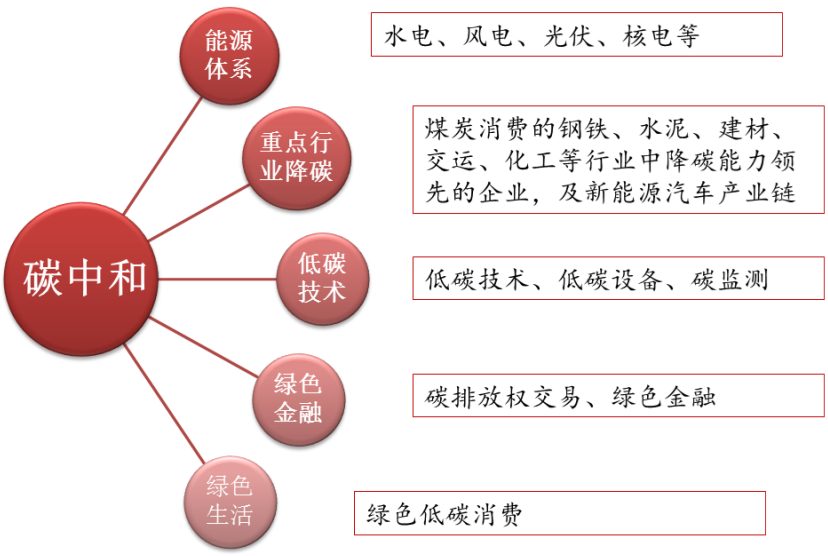
清洁低碳安全高效的能源体系，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。2、要实施重点行业领域减污降碳行动，工业领域要推进绿色制造，建筑领域要提升节能标准，交通领域要加快形成绿色低碳运输方式。3、要推动绿色低碳技术实现重大突破，建立完善绿色低碳技术评估、交易体系和科技创新服务平台。4、要完善绿色低碳政策和市场体系，加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融。5、要倡导绿色低碳生活，营造绿色低碳生活新时尚。6、要提升生态碳汇能力，提升生态系统碳汇增量。7、要加强应对气候变化国际合作，推进国际规则标准制定，建设绿色丝绸之路。

2021 年是中国开启“碳中和”征程的元年，根据国家十四五计划和 2035 年远景目标纲要，我国 2035 年要实现碳排放达峰后稳中有降，锚定努力争取 2060 年前实现碳中和。

“碳中和”是指企业、团体或个人测算在一定时间内，直接或间接产生的温室气体排放总量，通过植树造林、节能减排等形式，抵消自身产生的二氧化碳排放，实现二氧化碳的“零排放”。十四五计划和 2035 年远景目标纲要提到，2035 年要实现碳排放达峰后稳中有降，锚定努力争取 2060 年前实现碳中和，十四五计划期间单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%。

“碳中和”行业主要分为以下几类。一，能源体系方面，清洁能源替代的水电、风电、光伏、核电等企业。二，重点行业降碳方面，煤炭消费的钢铁、水泥、建材、交运、化工等行业中降碳能力领先的企业，以及新能源汽车产业链。三，低碳技术方面，低碳技术、低碳设备、碳监测企业。四，碳排放权交易、绿色金融受益企业。五、绿色低碳消费企业等。

图表24：碳中和行业全景图



资料来源：wind、粤开证券研究院

碳中和作为未来一段时间持续影响经济产业的重要政策，将对各行各业产生重要影响，带来中长期政策主题投资机会。随着碳排放权交易的逐步展开，碳监测要求的广度和深度提升，碳监测相关的环保设备和技术企业业绩空间大大打开；在环保行业中，垃圾焚烧发电、新能源环卫车、环保项目相关的板块也有望受益；另外限产、环保要求提升，带来短期供需缺口和钢价上行预期，中短期惠及产能影响有限、成本较低的中大型钢企，中长期利好能源低、降碳能力强的龙头企业。

此外，为确保如期实现碳达峰碳中和目标提供有力金融支撑，应当加快发展绿色金融。做好绿色金融的发展工作，需要顶层设计，对未来的发展路径做好长期规划，引导银行、保险、证券基金等各类金融机构树立绿色发展的观念思维，积极创新，利用多元化的金融工具支持绿色企业与绿色项目。绿色信贷要强化信息披露，设置差异化考核，鼓励银行类机构在开展非绿色项目时，也充分有效评估其对环境和社会的综合影响；绿色债券市场发展潜力巨大，应该进一步推进国内外绿色债券标准的一体化，增强绿色债券基本信息的普及，引导养老金基金、银行、保险公司等长期大类资金对于绿色债券的长期投资；增加碳金融试点城市的推广，推进全国性碳交易市场的建立；加大企业的绿色保险的宣传，提供对绿色保险的财政补贴和税收优惠政策，增强绿色保险激励机制。在政策推进下，绿色金融产业有望加速发展，**建议投资者关注绿色金融政策直接受益大金融行业龙头标的。**

（三）全面注册制渐行渐近，资本市场大有可为

科创板作为 A 股注册制“始发地”，从成立至今已两年，作为“试验田”收获了多维度创新成果，上市企业超过 280 家，总市值超过 4.2 万亿，首发募集资金超过 0.36 万亿。市场包容性明显增强，资源配置效率显著提升，资本市场服务科技创新短板逐渐补齐。

2019 年设立科创板的主要目的主要有两个：第一增强资本市场对实体经济的包容性，能更好服务实体经济，科创板主要服务于科技创新企业，也是顺应科技创新大时代。**第二设立科创板是深化资本市场改革的具体举措**，从发行、上市、交易、信息披露、退市等各个环节进行制度创新，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。科创板也是承担着国内资本市场基础制度试点的重任，形成可复制可推广的经验。

2021 年 4 月，**证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，进一步明确了科创属性的企业的内涵和外延**，提出了科创属性具体的评价指标体系。科创属性评价指标体系采用“常规指标+例外条款”的结构，包括 4 项常规指标和 5 项例外条款。科创属性评价指标体系的修改，增强了审核注册标准的客观性、透明度和可操作性，为科创板集聚优质科创企业发挥了重要作用，体现了增强资本市场对科技创新企业包容性的改革导向，科创制度逐步完善，奠定发展基础，科创板的上市公司作为符合国家战略、能够突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，将在资本助力下实现更快速度发展，助力我国经济实现高质量发展。

国内证券发行制度主要分为核准制和注册制，注册制应用于科创板后，给予了拟上市企业快速获得审批上市的途径，加快了融资效率，部分科技创新企业选择在科创板上市。另外从目前的拟分拆上市公司中，也可以看到更多的公司计划分拆子公司在科创板上市，使得企业更好地运用资本市场。后续应当积极推动科创板注册制进一步完善，使得资本市场拥有更多的直接融资途径，将有助于国内金融市场进一步深化改革，提升中小企业直接融资比例，更有效地支持实体经济发展。

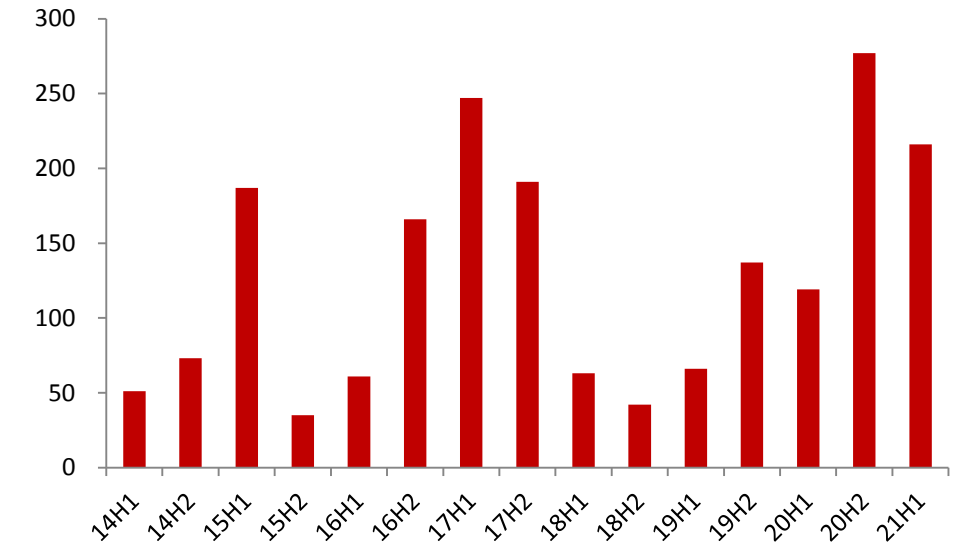
价格发现、融资、资源配置是资本市场的三大基本功能，也是科创板注册制改革的初衷和目标。价格发现方面，科创板注册制的实行意味着股市的“扩容”，数量足够充足的上市公司将使得目前审核制度下的股市估值体系改头换面，股市将迎来价值的回归过程，同时涨跌幅扩大也提升了价格发现效率。融资是资本市场最重要的功能之一，融资对于企业的发展的重要意义毋庸置疑，科创板成立至今首发募集资金超过 0.36 万亿，极大地拓宽了中小微企业的融资渠道，助力其更好地发展，这也必将对有助于中国实体经济长期稳定的发展。资源配置方面，科创板注册制降低了发行人的发行成本、提升股票的上市效率、更少地消耗社会资源，与此同时，资本市场也可以快速地实现资源配置功能。

流动性方面，科创板投资者适当性实行差异化制度安排，要求“两年投资经验+50 万

元资金”，另外鼓励中小投资者通过公募基金参与。A 股市场机构投资者占比较低，中小投资者和散户对于股票市场的信息辨识能力相对不足，提高相应的合格投资者门槛在保护普通投资者同时，也有助于科创板市场平稳运行，从目前数据来看，**科创板换手率高于主板，与创业板相当，体现了较高的流动性水平。**

在科创板注册制平稳运行一段时间后，创业板注册制顺利落地，未来全面注册制也在向我们走来。截止 2021 年 6 月 15 日，**今年 A 股上市公司 216 家，较去年上半年的 119 家接近翻倍。**2020Q4 以来每季度上市公司均超过百家，虽然较 2020 年三季度 176 家的峰值水平有一定差距（主要由于创业板注册制开闸），但仍处于历史高位水平。

图表25：IPO 仍处于历史高位水平

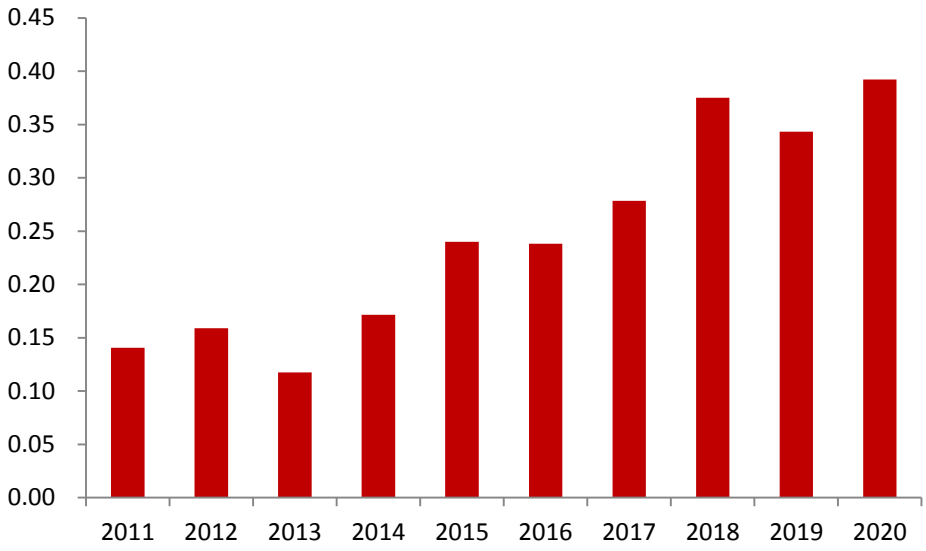


资料来源：wind、粤开证券研究院

在第十三届陆家嘴论坛上，证监会主席表示 IPO 发行既没有收紧，也没有放松，在发行节奏上，需要综合考虑市场承受力、流动性环境以及一二级市场的协调发展，积极创造符合市场预期的新股发行生态。银保监会主席强调，现阶段最突出的一项任务就是进一步加大直接融资比重，债券市场还有很大潜力，要加快以信息披露为核心的注册制改革，真正加强投资者适当性管理，确保发行方、中介机构、投资者严格依法履行各自义务，承担各自责任。

监管层多次提出要提升直接融资比例，保持新股发行常态化，进一步优化并购重组、再融资、分拆上市等制度，充分激发市场活力；债券融资方面，积极推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准统一，促进债券市场互联互通。提高直接融资比例有助于优化金融结构，有效促进新经济行业发展。近年来，我国直接融资比例逐步提升，2020 年已接近 40%，未来还有上升空间，将直接利好资本市场发展。

图表26：直接融资比例不断提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

近期投行业务监管趋严，**在中介机构责任、股东信息披露和科创属性界定等方面均有加强**，加强监管有助于提高上市公司质量，同时也有利于防止资本无序扩张、维护公开公平公正的发行秩序，为全市场稳步推进注册制改革创造条件。

下半年 IPO 节奏将在目前基础上保持稳定，甚至适度加快，全面注册制有望在 2022 年中之前落地。过去的 2020 年券商投行业务迎来爆发式增长，证券行业 2020 年实现投资银行业务净收入 672 亿元，同比大幅增加 39%，收入规模创下近十年新高。在 IPO 常态化发行背景下，未来券商投行业务有望继续扩张。

五、2021 年下半年流动性展望

宏观流动性方面：当前我们认为宏观流动性方面多空交织，在全球经济复苏背景下，经济出现结构性的修复，在美联储大幅释放流动性的背景下，推高了大宗商品的价格。整体来看，我们认为下半年的格局仍然以股票和商品市场占优。下半年，我们预计政策的基调仍然以“稳字当头”。

微观流动性方面：我们认为三道红线下，居民资产搬家将是大势所趋，但可能“细水长流”，成为推动 A 股走出慢牛长牛、健康牛的重要驱动力，此外，外资的贡献与注册制下 IPO 的分流情况可能保持平稳，港股市场依然是资金分流的关注重点。下半年关注边际变量，重回内生推动，主要包括居民财富入市、外资动向、港股通基金发行情况等。

（一）居民财富搬家：“三道红线”下，下一站最优选择将是权益市场

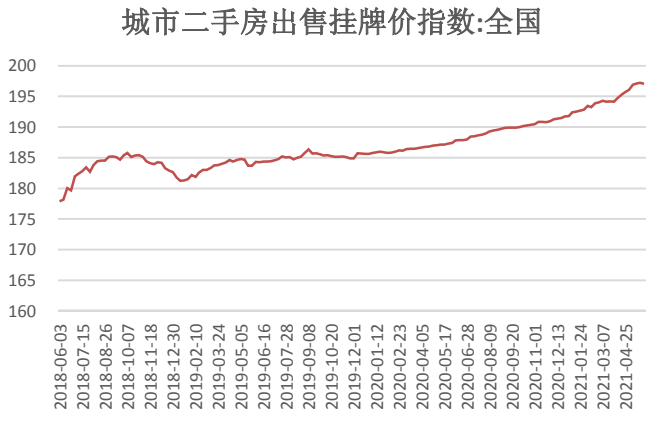
“三道红线”政策下，居民的财富管理需求有望在市场赚钱效应持续向好的背景下保持稳定增长，“细水长流”式的增长将是我国资本市场走出长牛的重要驱动力。

图表27：近三年万得全 A 指数走势图

图表28：近三年全国城市二手房出售挂牌价格指数走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

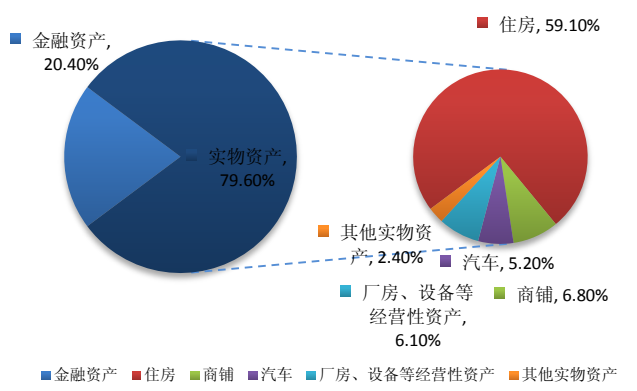


资料来源：wind、粤开证券研究院

统计显示，最近三年，万得全 A 指数的涨幅约为 34%左右，而同期全国二手房挂牌指数的涨幅仅有 10%左右的水平。这一方面显示我国房地产市场调控政策显效良好，另一方面也体现了我国金融资产的吸引力在逐步增强，居民财富搬家将是大势所趋。

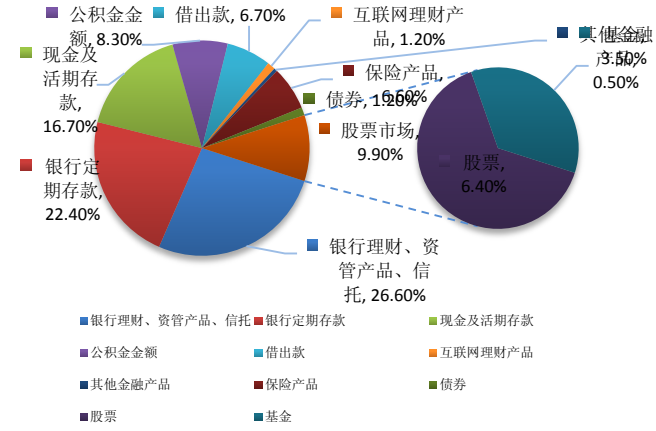
当前，我国城镇居民家庭资产构成中，只有 2%左右在股票市场（金融资产约占 20%左右，而这其中股票只占到 6.4%，基金占到 3.5%，总计比例尚不足 10%），这一比例与美国等发达国家相差甚远。

图表29：中国家庭资产构成



资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

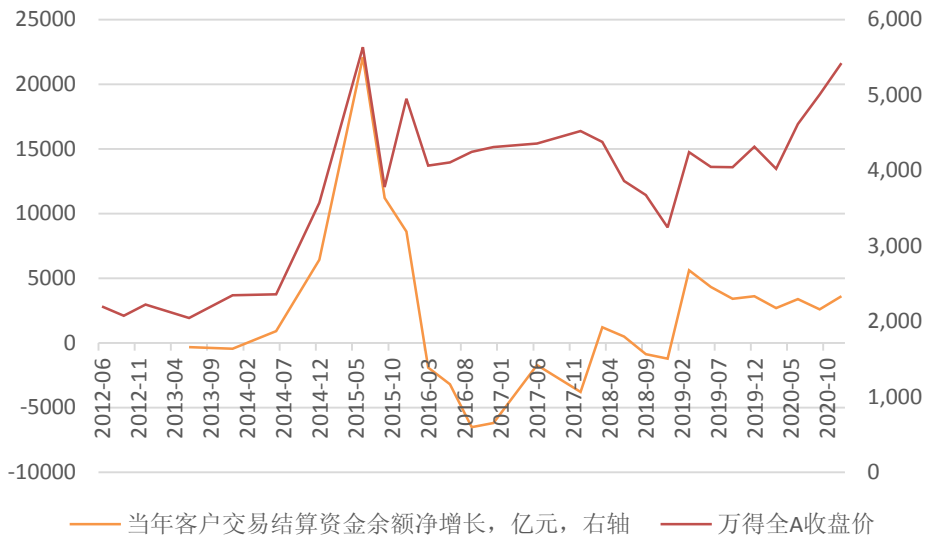
图表30：中国家庭金融资产构成



资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

近两年居民财富入市保持了平稳的增长态势，相较于此前的大开大合，“细水长流”式的增长才是保障我国资本市场走出慢牛、长牛、健康牛的重要驱动力。维持我们在 2021 年年度策略报告中的观点，预计 2021 年，居民通过购买股票直接入市的规模有望保持在 2000~3000 亿元。

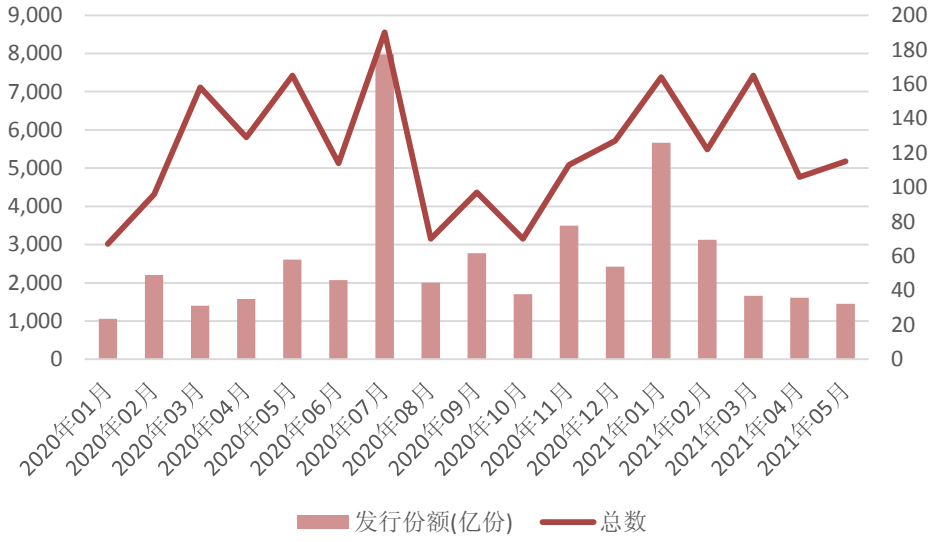
图表31：近两年居民财富入市保持稳健增长



资料来源:wind、粤开证券研究院

2021 年 1 月-5 月，公募基金共计发行基金产品规模为 13,515 亿份（按认购起始日统计），数量合计为 672 只，较 2020 年同期水平分别增长 53%和 9%。

图表32：2021 年 1 月-5 月新发基金产品规模与数量



资料来源:wind、粤开证券研究院

分类型来看，近两年受益于权益市场的赚钱效应的提升，新成立基金中，股票型和混合型的增速显著高于平均水平，而债券型却出现下滑，从整体发行基金的情况来看，当前市场的新发基金以混合型占据绝对主力，规模占比近七成，权益型基金的整体占比高达 83%。

图表33：2021 年 1 月-5 月新发基金分类型规模变化

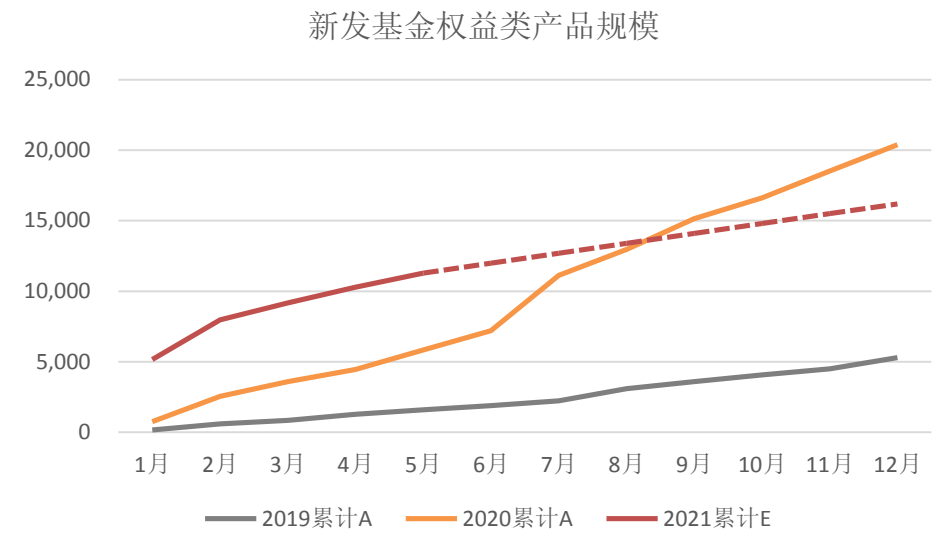
投资类型	2021 年 1 月-5 月发行规模（亿份）	2020 年 1 月-5 月发行份额（亿份）	环比变化	2019 年 1 月-5 月发行份额（亿份）	两年复合增速	规模占比	发行数量	平均发行份额（亿份）
新成立基金	13,515	8,842	53%	4,330	77%	100%	672	20
股票型基金	1,855	1,518	22%	565	81%	14%	171	10

投资类型	2021 年 1 月-5 月发行规模（亿份）	2020 年 1 月-5 月发行份额（亿份）	环比变化	2019 年 1 月-5 月发行份额（亿份）	两年复合增速	规模占比	发行数量	平均发行份额（亿份）
混合型基金	9,370	4,334	116%	1,035	201%	69%	381	24
债券型基金	2,005	2,840	-29%	2,691	-14%	15%	97	21
QDII 基金	221	23	858%	39	138%	2%	14	25

资料来源：wind、粤开证券研究院

分月份来看，2021 年 1 月-5 月，新发权益类基金的规模分别为 5,153 亿元、2,826 亿元、1,198 亿元、1,109 亿元、939 亿元，2021 年新发基金呈现前高后低的态势，随着市场的震荡，新发基金的热情也有所降温，但从规模上来看，近三个仍旧保持着月均超千亿的规模，与 2020 年的同期水平持平，远超 2019 年同期 320 亿元的水平。

图表34：2019 年至今，新发基金中权益类产品规模变化



资料来源:wind、粤开证券研究院

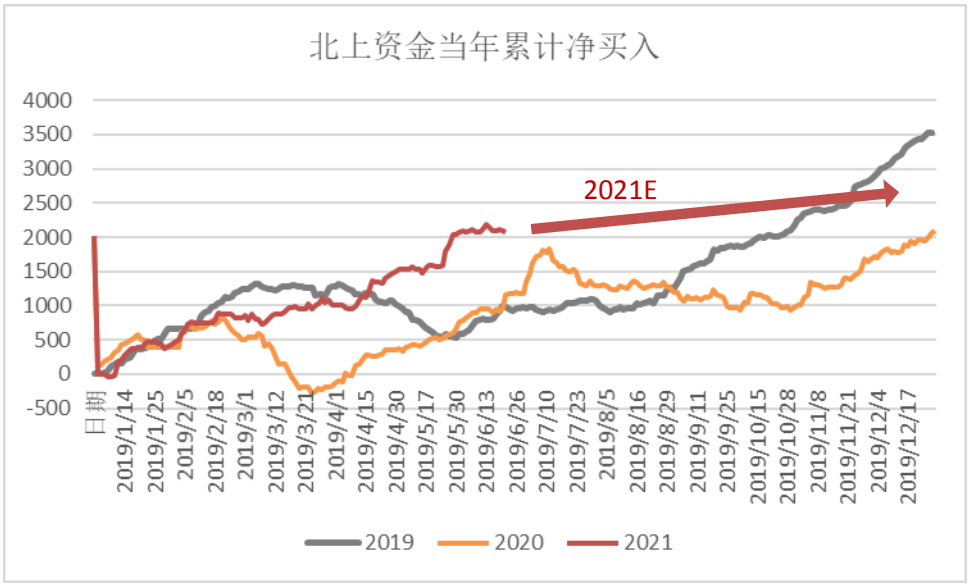
假设下半年月均发行规模小幅降至 700 亿元，假设维持当前各类型规模占比，每月股票型规模为 98 亿元，混合型 483 亿元（前 1-5 月偏股混合型占比约 75%），按照混合型中偏股混合型占比 70%，仓位按照股票型持股 90%的比例、偏股型股票占比 80%等假设条件进行粗略估算，则下半年月均入市规模大致为 360 亿元，全年规模有望近万亿，超出我们此前在年度策略中的预期，主要是由于今年前两个月的发行火爆所致。

未来在政策导向、居民理财意识觉醒、股市赚钱效应好转的多重因素利好下，权益市场的吸引力将持续增强，权益市场将是居民财富搬家下一站的最优选择。

（二）重要边际增量资金：北上保持稳步增长

作为二级市场的重要增量资金，历来以“聪明钱”著称的北上资金今年净流入一直稳步攀升，在全球经济稳步复苏，我国经济持续向好，外围没有重大扰动事件的背景下，也没有出现前两年的大起大落，我们预计今年将是北上增长较为平稳的一年，不同于 2019 年 A 股被两大指数大幅提高纳入权重和 2020 年疫情带来的不确定性，从短期来看，内外多空因素交织，经济复苏、货币政策、汇率情况、通胀情况仍存较多的不确定性，因此 2021 年的主旋律将是稳步增长。但中长期来看，我国外资流入的空间仍然广阔。

图表35：2019 年至今，北上资金当年累计净买入额变化

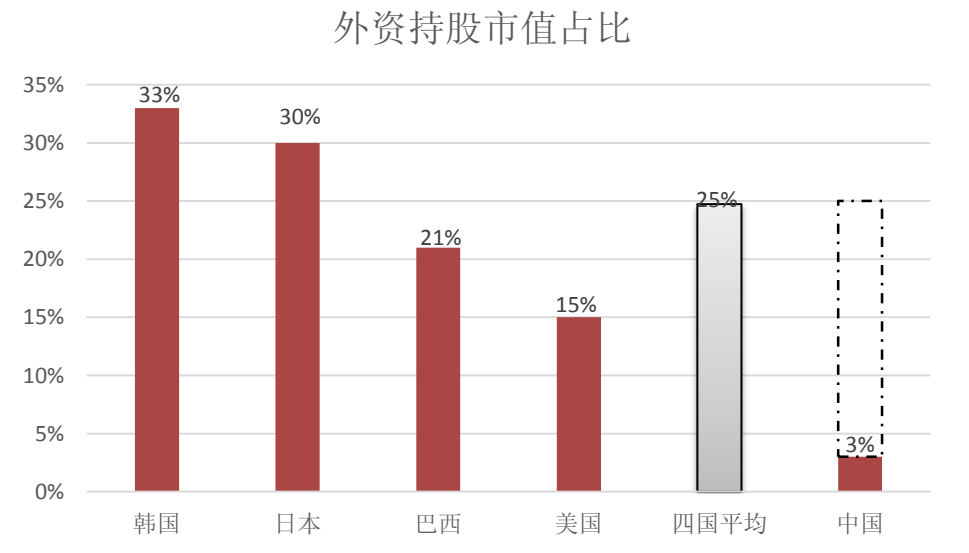


资料来源:wind、粤开证券研究院

从纵深基本面来说，我国经济复苏早、对外开放持续推进、人民币资产收益相对较好，外资中长期投资中国市场和增持人民币资产的信心和趋势仍然向好。当前国内经济稳步复苏，消费、投资等主要经济指标逐步改善，强大国内市场的“磁吸效应”将继续显现，吸引外资在华投资兴业。预计明年 MSCI、富时罗素两大指数公司有望进一步提高 A 股在其指数中权重，带来可观的资金增量。

从横向对比来看，外资持股比例相较于日韩、巴西、美国仍然显著偏低，后续可持续流入的空间巨大。根据国家外汇管理局数据显示，美国外资持股占美国股市总份额的 15%，日本占比为 30%，巴西占比为 21%，韩国为 33%，而我国外资持股市值占 A 股总市值的比例仅有不足 3%。未来随着金融市场对外开放稳步推进，境外资本进入中国仍具有较大的增长空间和增长动力。

图表36：与日韩、巴西、美国外资持股占比的对比



资料来源：国家外汇管理局、粤开证券研究院

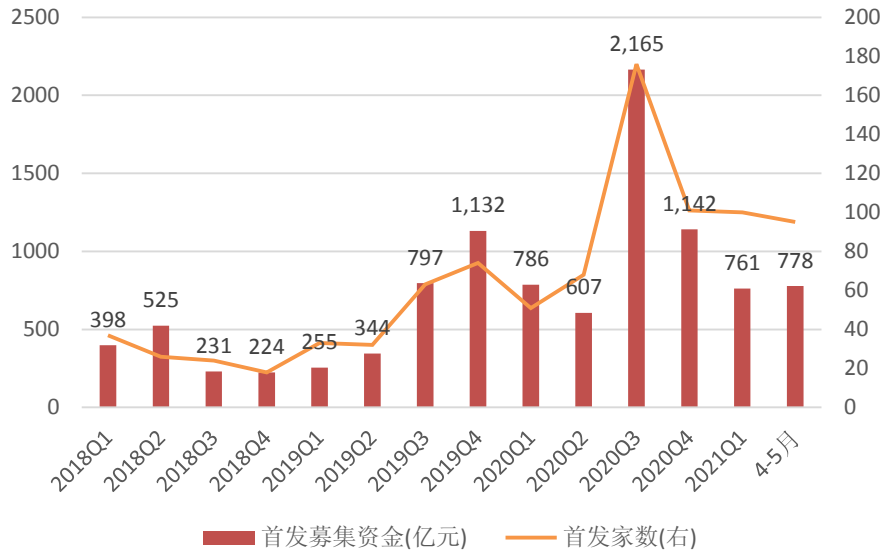
仍然维持我们策略报告中的判断，在没有重大外部事件扰动的情况下，2021 年，预

计北上资金全年净流入额有望达到 3000 亿元，成为 A 股市场重要边际增量。

（三）IPO 分流资金：注册制发行低于预期

注册制已经顺利在科创板、创业板试点，未来两年注册制或有望在主板、中小板落地。虽说 A 股全面推行注册制已是大势所趋，但是就目前的情况来看，分流作用不如此前市场预期的强，股票供需情况仍然保持良好。今年春节后的震荡市不仅给居民资产搬家降温，对于 IPO 分流资金也同步有明显降温作用。整体来看，在今年我们预计 A 股呈现结构市行情的背景之下，IPO 分流情况也预计保持平稳。

图表37：IPO 分流资金预测

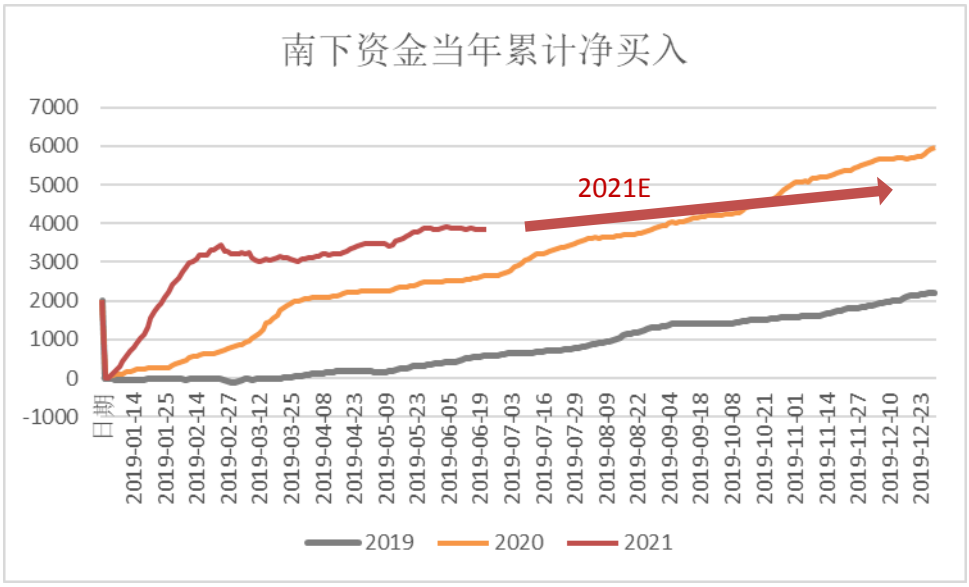


资料来源：Wind、粤开证券研究院

（四）南下分流资金：南下配置正当时，上调今年预测值

在港股新经济股吸引力逐步增强+居民资产配置向金融股资产倾斜+低估值港股配置价值凸显的背景下，今年年初开始，港股成为了市场关注的焦点。今年以来，南下资金已累计净流入超过 3800 亿元，远超往年流入规模，同期北上资金净流入尚不足 2100 亿元，预计港股的吸引力仍将继续增强，南下配置正当时，超过我们此前在年度策略报告中的预测，上调今年南下流入中枢，预计南下分流资金规模将超过北上流入资金。

图表38：2019 年至今，南下资金当年累计净买入额变化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

随着越来越多的新经济公司和中概股公司选择赴港上市或二次上市，港股市场成为新经济的“聚集地”已初具雏形，目前新经济板块在香港中资股中占比在 60%左右。随着港交所吸纳越来越多优秀的新经济股登陆港股上市，未来，港股的吸引力仍将继续增强，成为国内居民财富大类资产配置的重要补充。

六、2021 年下半年配置展望

进入到下半年，我们认为经济复苏将持续深入，整体来看经济增速前高后低，未来总需求的增长将重回内生增长轨道，经济复苏并不均衡，呈现结构性修复特点，下半年还需要关注可选消费、服务消费能否恢复至疫前水平，出口、地产投资能否维持强劲增长，制造业能否延续扩张等变量。

市场关心的通胀问题，我们认为在政策调控已经显效的情况下，PPI 拐点或将于年底显现，CPI 与 PPI 剪刀差将收窄，叠加海外流动性收紧步伐渐行渐近，综合来看，货币政策或将寻求平衡，维持“稳字当头”的基调。

在当前市场存在多重不确定性因素的情况下，高增长或将是下半年 A 股的主旋律。从配置角度来看，我们建议下半年重视自下而上的选择，布局行业成长空间巨大、业绩增速确定性强以及受益“十四五”红利支持的行业板块。积极布局高成长的同时，大消费部分细分领域长期配置逻辑仍存。因此，建议下半年重点布局新能源、科技成长、生物医药、大消费细分赛道，同时关注顺周期与大金融的表现。

方向一、新能源汽车：智能电动，拾级而上

1、政策面：全球迎来共振+“双碳”目标+顶层规划+新版双积分政策多重催化

目前在全球新能源汽车市场已经形成了较为稳固的中、美、欧三足鼎立的格局，在三者政策大力支持+排放政策日益趋紧的背景下，我们判断全球新能源市场将迎来共振。

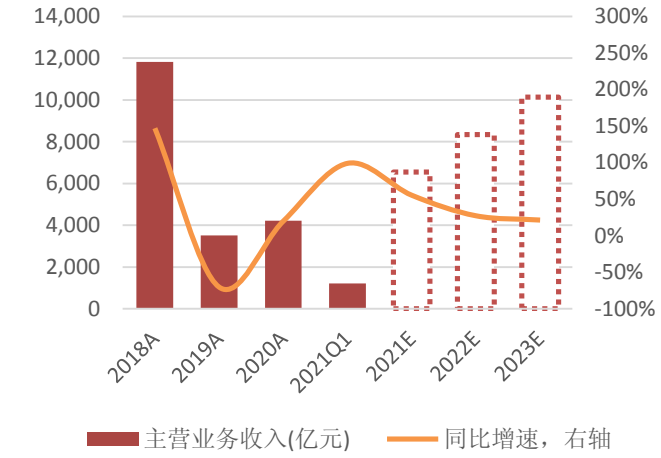
“双碳”目标下，行业将迎来强确定性的高速发展期。新能源汽车产业溢出效应明显，带动了投资、就业和税收快速增长，改善我国内需消费的疲软的颓势，成为中国经济增长新动力、新引擎。

未来，随着补贴政策的逐步退出，顶层规划+新版双积分政策有望接棒补贴政策，大力推进新能源汽车产业发展。新能源汽车行业导向将由政策驱动向市场驱动过渡，促进整个产业链实现长期的供需良性循环。新能源汽车渗透率逐步提升，行业将迎来快速发展，相较于目前几倍的成长空间。

2、行业周期上行+业绩回暖，未来行业高增趋势确定

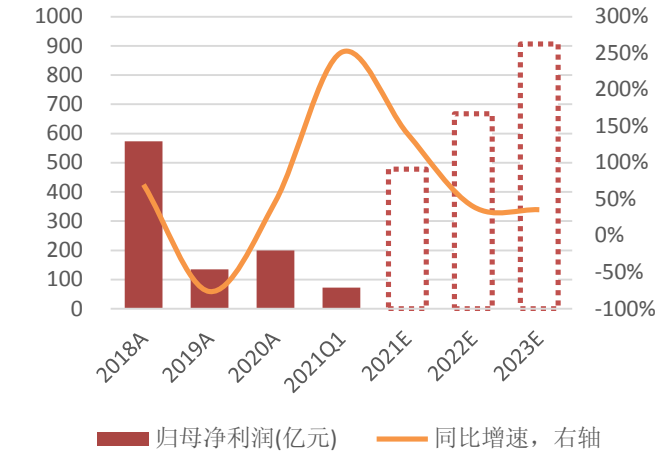
业绩端，2021Q1 新能源汽车板块共计实现营收 1211.88 亿元，同比增长 98.97%；共计实现归母净利润 72.30 亿元，同比大增 251.12%。从营业收入以及归母净利润的变化趋势可以看出，行业在政策共振+供需两端持续催化的背景下，整个行业的基本面保持了高速增长和持续修复的态势，营收、利润的双增长成为板块的主旋律。

图表39：新能源汽车板块营收趋势及预测



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表40：新能源汽车板块归母净利润趋势及预测

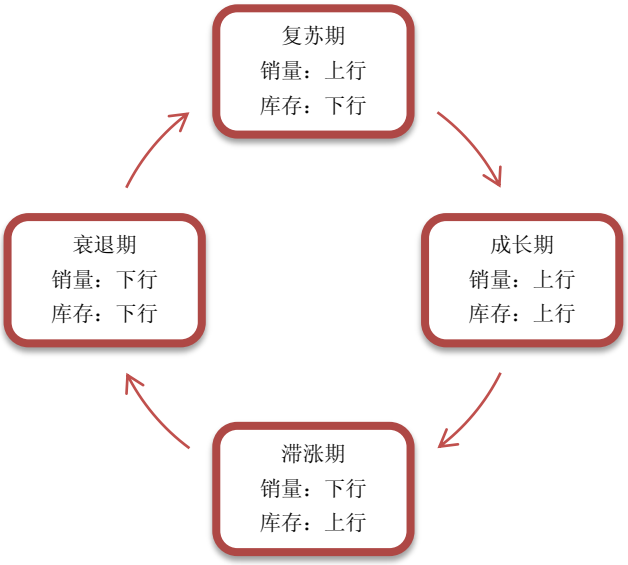


资料来源：wind、粤开证券研究院

注：2021-2023 年营业收入与归母净利润预测为万得一致预期值

汽车行业属于周期性行业，销量增速会受到宏观经济基本面和中观市场供需情况以及国家政策面等多重因素的影响而产生周期性波动。整体来看，可以通过解析销量与库存两个指标，来判断当前我国汽车行业所处周期。

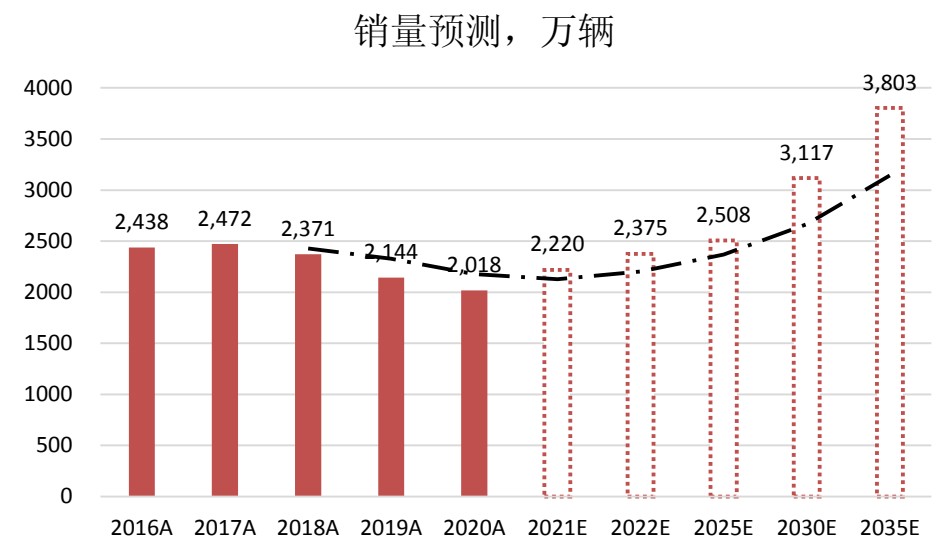
图表41：汽车行业周期划分



资料来源：粤开证券研究院

尽管汽车行业会呈周期性变化，但整体来看，未来 15 年汽车销量的中枢会随着我国经济实力的提升逐步上行。因此我们预测 2021 年和 2022 年，乘用车销量同比增速分别为 10%和 7%，并在 2025 年突破前期高点，在 2030 年突破 3000 万辆。

图表42：2021-2035 年国内汽车（乘用车）销量预测

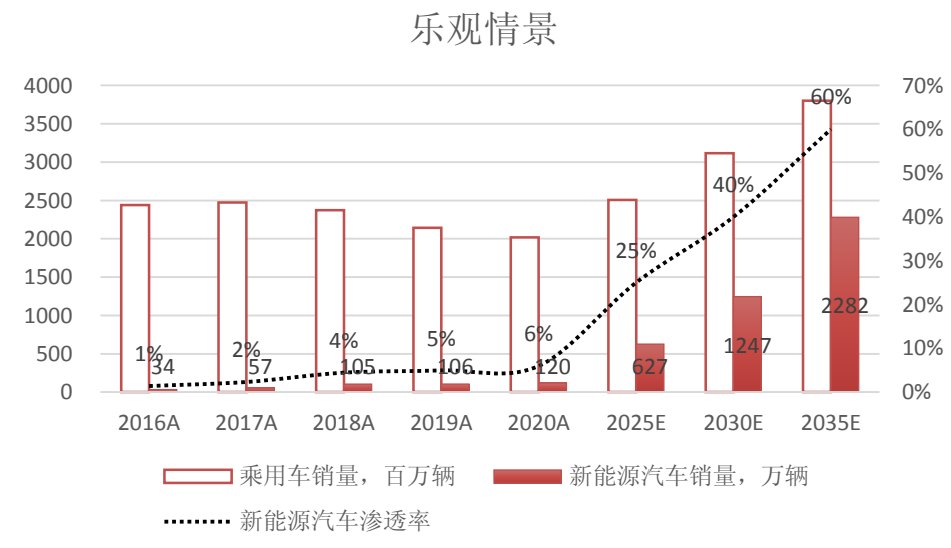


资料来源：中汽协、粤开证券研究院

未来十年或将迎来新能能源汽车的黄金发展期，成长将是新能源汽车行业的主旋律，而渗透率方面，我们分别做中性、乐观以及悲观情况下的预测。我们基于以下几点假设，对未来我国新能源市场空间预测：

乐观情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 25%、2030 年渗透率达 40%、2035 年达 60%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 600/1200/2300 万辆左右的水平。**因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速接近 40%，CAGR 为 39%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 22%以上。**

图表43：2022-2035 年新能源汽车预测（乐观）

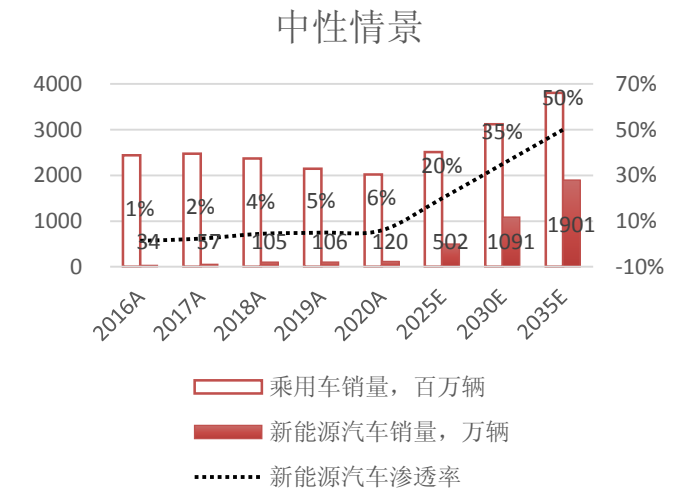


资料来源：粤开证券研究院

中性情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 20%、2030 年渗透率达 35%、2035 年达 50%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 500/1100/1900 万辆左右的水平。**因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速为 33%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 20%以上。**

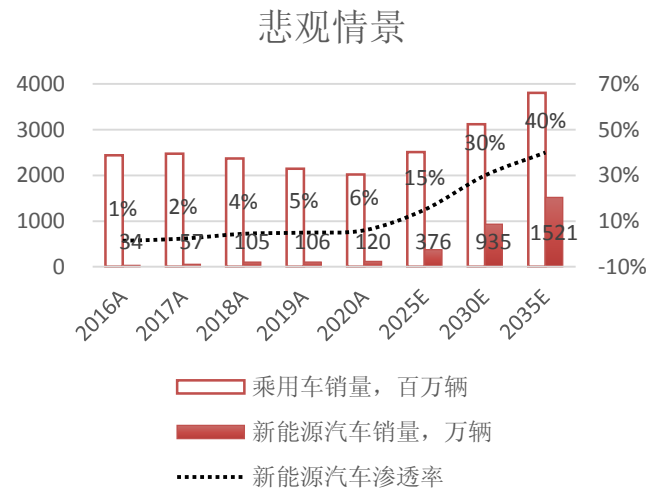
悲观情况下，按照 2025 年新能源汽车新车销量占比将达到 15%、2030 年渗透率达 30%、2035 年达 40%的比例计算，那么预计 2025/2030/2035 年新能源汽车销量需要达到 400/900/1500 万辆左右的水平。**因此，预计未来 5 年，新能源汽车销量的年均复合增速为 26%，未来 15 年，年均复合增速也将保持 18%以上。**

图表44：2022-2035 年新能源汽车预测（中性）



资料来源：粤开证券研究院

图表45：2022-2035 年新能源汽车预测（悲观）



资料来源：粤开证券研究院

因此，整体来看，我们认为未来 10-15 年将是新能源汽车行业发展的黄金期，未来 5 年复合增速在 26%-39%左右，拉长周期，未来 10-15 年，复合增速也将保持在 20%左右的水平。**并且随着新能源汽车向高端化、智能化发展，市场空间将进一步拓展。**

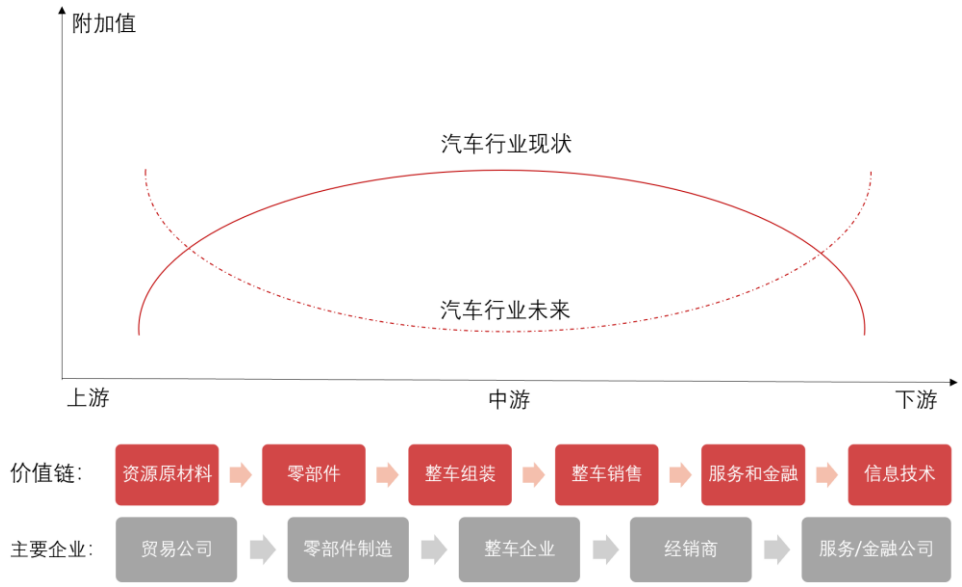
我们认为后续汽车行业的投资机会将由估值驱动转向盈利驱动。展望 2021 年下半年，我们预计汽车行业将步入成长期，后期正增长将是汽车行业的主旋律，**投资者有望在充分享受业绩增长驱动股价提升而带来的投资收益。**

3、未来趋势：“智能网联+新能源车”

未来“智能网联+新能源车”有望成为汽车产业的下一个爆发点。一方面，新能源汽车十四五规划明确以新能源汽车为智能网联技术率先应用的载体；另一方面，市场对汽车的智能网联功能存在较为强劲的需求且智能网联与电驱动结合，兼具技术适配和环保。随着智能网联化浪潮来临，整个汽车产业链格局也将重塑：

（1）新兴网状生态链下，核心地位由整车企业向两端转移，即核心软硬件提供商和运营服务商，打破原先由主机厂和 Tier1 的构筑的价值壁垒。前者由技术创新驱动，后者由不断迭代的用户使用数据驱动。

图表46：微笑曲线变化



资料来源：德勤研究、粤开证券研究院

（2）ODM 或将成汽车产业新的生产模式。主要基于以下原因：一方面，传统汽车制造企业的产能过剩，造车的生产资质门槛降低。另一方面，智能网联汽车的竞争趋于白热化，留给新势力和车企布局的时间窗口正在缩短。ODM 或将是机会成本较低、初始资本投入较低、实现企业智能网联技术稳定发展的可行之路。

4、投资建议

因此，在配置上建议从产业链细分行业所处周期出发，关注三条主线：

（一）上游涨价资源品

一方面，部分细分上游资源品品种（例如锂）价格持续上行，另一方面，锂资源新增供给有限，下游新能源汽车需求旺盛，锂供需格局明显改善，锂盐价格高景气进入上行周期，旺盛需求下锂资源有望再迎新周期。因此，**细分主线的营收端与利润端都有望迎来确定性高速增长，量价双升下有望迎来戴维斯双击。**

（二）动力电池强者恒强

中游动力电池方面，龙头强者恒强。随着我国动力电池积累的成本与技术的先发优势，中游动力电池龙头及部分细分材料环节有望逐步扩大国内外市场份额，随着市占率的提升也将带来营收端与利润端都的双升，**看好国内动力电池龙头宁德时代，以及进入动力电池三巨头的供应链体系公司。**

（三）迎来拐点的自主品牌

我们认为随着下半年全球经济持续复苏+芯片供应缓解，行业规模重拾升势，悲观预期有望修复，底部配置具有不错的性价比。整车厂规模效应提升后，业绩端和盈利端弹性大但在日益激烈的竞争中也存在较大的不确定性。因此，**新时代、新格局，汽车产业将迎来格局重塑，建议优先关注重视自主研发并脱颖而出的自主品牌和转型力度大、速度快的标的。**

方向二、大科技：景气演绎，多点开花

1、基本面：TMT 板块（除传媒）21Q1 景气度进一步提升，一季度淡季不淡

（1）营业收入：半导体（438 亿元，同比+51%）、计算机应用（1202 亿元，同比+30%）、元器件（672 亿元，同比 +42%）、通信设备（972 亿元，同比+27%）、光学光电（1742 亿元，同比+63%）；电子制造（2489 亿元，同比+35%）。

（2）毛利率：半导体（27.5%，同比+2.9pct）、计算机应用（26.2%，同比+0.5pct）、元器件（18.4%，同比 +0.7pct）、通信设备（24.1%，同比-1.6pct）、光学光电（21.9%，，同比+6.9pct）；电子制造（15.2%，同比+0.5pct）。

（3）归母净利润：半导体（52 亿元，同比+169%）、计算机应用（32 亿元，同比+545%）、元器件（48 亿元，同比 +69%）、通信设备（50 亿元，同比+190%）、光学光电（119 亿元，同比+1565%）；电子制造（135 亿元，同比+68%）

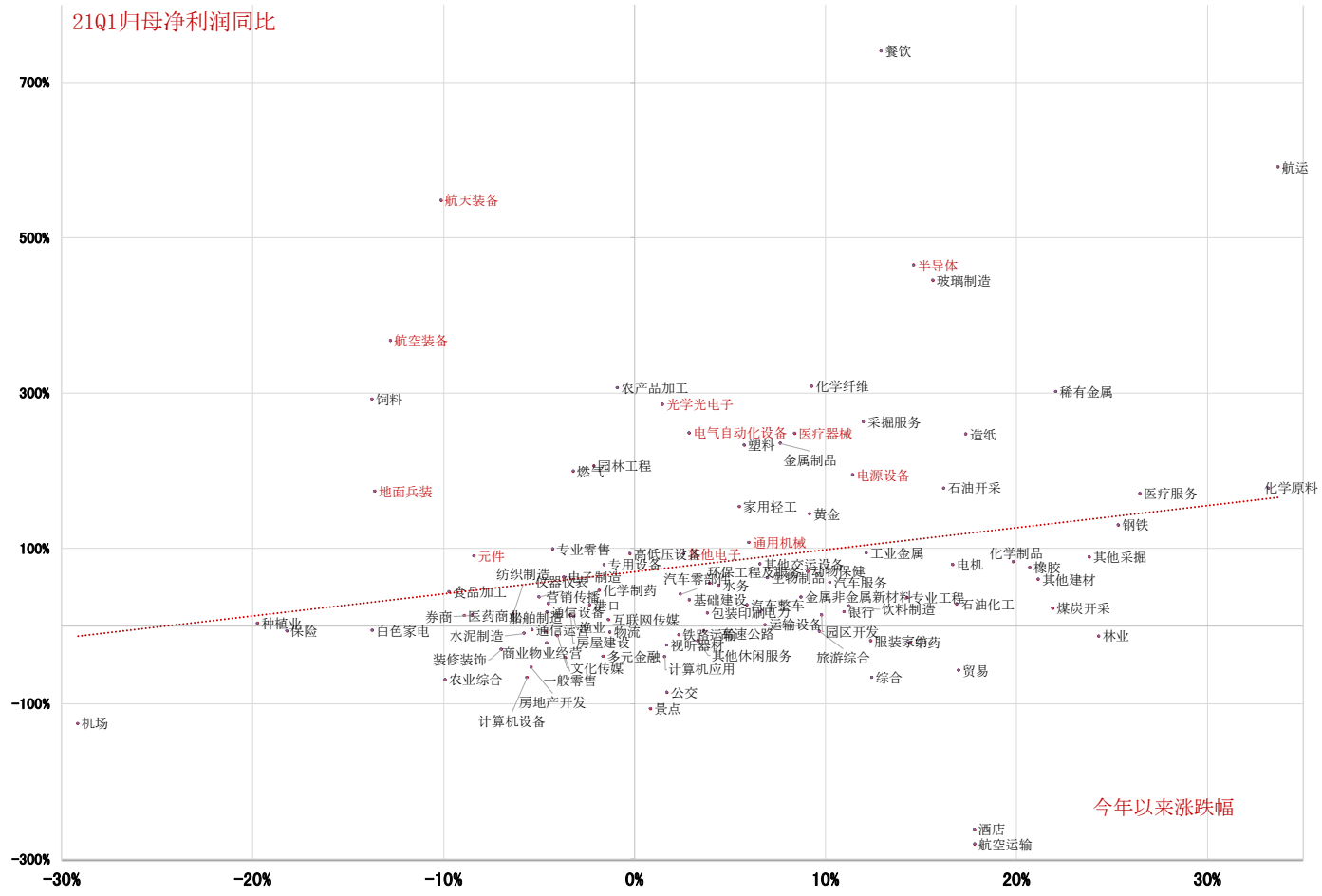
图表47：21Q1 部分申万二级行业业绩情况（按归母净利润同比增速排列）

名称	21Q1营收（亿元）	营业收入同比增长率（%）	归母净利（亿元）	归母净利润同比（%）	21Q1毛利率（%）	毛利率同比变动（pct）	名称	21Q1营收（亿元）	营业收入同比增长率（%）	归母净利（亿元）	归母净利润同比（%）	21Q1毛利率（%）	毛利率同比变动（pct）
其他轻工制造Ⅱ	7.9	95.7	1.2	18620.5	29.9	-0.4	化学制品	2813.9	43.3	298.5	203.8	24.3	3.0
稀有金属	1113.0	55.1	48.6	3874.1	13.0	8.2	石油化工	6275.8	5.0	213.7	198.5	22.1	12.1
汽车整车	4344.5	83.7	140.0	3699.8	10.9	0.2	通信设备	972.3	27.2	49.8	190.1	24.1	-1.6
文化传媒	486.9	35.1	42.7	2439.7	31.6	5.0	金属非金属新材料	294.2	65.2	28.5	189.6	22.0	3.2
光学光电子	1742.1	62.7	119.0	1564.5	21.9	6.9	造纸Ⅱ	475.2	56.0	55.4	180.8	23.9	-0.5
医疗服务Ⅱ	204.9	74.6	28.3	1341.6	35.9	10.8	专用设备	1980.6	61.7	175.7	177.2	23.5	-0.2
服装家纺	375.9	28.5	31.6	1295.3	42.3	15.8	计算机设备Ⅱ	388.5	24.7	5.8	174.6	22.8	-0.7
农业综合Ⅱ	4.4	127.1	0.2	1285.2	25.2	-2.3	化学纤维	1682.5	68.2	142.4	172.9	16.4	0.8
工业金属	3653.1	55.2	82.5	730.5	7.8	1.3	采掘服务Ⅱ	462.3	11.7	9.3	168.3	8.5	-3.1
装修装饰Ⅱ	233.9	48.0	9.7	684.7	17.4	0.2	半导体	437.7	50.8	52.0	158.8	27.5	2.9
计算机应用	1202.1	30.1	31.6	545.4	26.2	0.5	仪器仪表Ⅱ	92.1	53.6	7.9	156.4	33.4	-0.2
化学原料	798.1	40.7	93.7	544.6	22.2	6.9	汽车零部件Ⅱ	2454.6	49.8	144.9	155.9	18.8	-0.6
其他建材Ⅱ	414.8	55.9	23.2	510.4	23.1	2.0	通用机械	611.2	49.2	57.0	151.4	25.4	-0.7
金属制品Ⅱ	399.0	76.3	21.2	505.8	15.3	4.0	其他交运设备Ⅱ	78.6	102.2	4.6	150.2	17.7	-2.0
玻璃制造Ⅱ	119.2	80.0	28.8	489.0	41.3	12.5	公交Ⅱ	33.8	29.5	1.1	139.0	14.5	10.2
旅游综合Ⅱ	214.5	73.2	24.2	471.4	35.5	4.8	燃气Ⅱ	604.2	22.3	38.9	131.8	17.7	2.0
视听器材	537.5	45.1	9.2	459.9	11.1	0.0	一般零售	1068.5	4.9	40.4	130.5	29.6	4.6
电气自动化设备	275.4	46.7	36.5	443.8	30.2	-0.2	其他休闲服务Ⅱ	18.7	52.2	0.8	124.9	15.2	0.7
专业零售	1106.7	12.5	15.0	441.4	11.4	-1.9	橡胶	257.9	45.6	24.7	118.8	21.4	-0.6
航运Ⅱ	832.8	53.7	175.7	427.5	29.8	15.7	林业Ⅱ	3.1	130.5	0.0	117.5	12.2	2.1
汽车服务Ⅱ	677.2	71.7	15.0	403.4	8.9	-0.8	纺织制造	281.4	27.8	18.7	116.5	17.9	-0.2
高速公路Ⅱ	237.6	120.2	67.7	364.8	44.9	39.3	贸易Ⅱ	2333.8	78.7	15.3	107.3	3.3	-0.6
其他采掘Ⅱ	153.4	25.5	20.1	358.0	34.0	9.8	电源设备	1654.4	59.8	137.3	106.2	21.3	-1.3
地面兵装Ⅱ	85.4	46.8	6.7	343.3	25.0	3.8	运输设备Ⅱ	523.5	27.1	20.5	92.8	21.7	0.0
营销传播	450.3	26.7	16.9	341.6	14.9	2.9	航天装备Ⅱ	104.0	29.3	11.6	91.3	30.1	4.1
石油开采Ⅱ	5536.7	8.3	279.7	280.2	23.1	6.6	白色家电	2409.4	45.9	167.7	88.3	24.5	0.1
塑料Ⅱ	230.7	57.8	18.7	276.6	19.8	2.6	景点	9.0	131.2	-0.5	87.4	29.7	54.9
其他电子Ⅱ	1112.5	20.3	23.6	247.7	11.7	1.2	电机Ⅱ	115.7	36.0	9.6	86.1	23.5	-0.1
家用轻工	844.9	51.6	48.1	247.4	20.2	-1.6	基础建设	8406.5	57.6	226.2	83.2	10.1	-0.5
钢铁Ⅱ	5285.1	49.1	264.7	244.5	11.9	1.8	商业物业经营	75.7	25.7	16.7	75.1	53.3	-0.4
高低压设备	774.4	44.2	50.2	220.9	17.8	-1.4	包装印刷Ⅱ	305.1	44.4	22.8	69.8	20.8	-0.8
医疗器械Ⅱ	519.7	88.6	152.4	215.4	57.9	6.4	元件Ⅱ	672.2	42.3	47.8	68.7	18.4	0.7
							电子制造Ⅱ	2488.9	34.5	135.3	68.0	15.2	0.5

资料来源：wind、粤开证券研究院

统计今年上半年的"滞涨"板块，多集中于科技领域。统计申万二级行业的 21Q1 归母净利润增速（相比 19Q1）与涨跌幅（截止 6 月 11 日），发现数据分布正向相关，如化学原料、医疗服务、钢铁等板块净利润同比增速大于 100%，今年以来均已获得 25%以上涨幅。而部分板块 21Q1 归母净利润同比高增，市场表现却相对滞后，**包括航空航天装备、光学光电子、电气自动化设备、医疗器械、饲料及农产品、半导体等，多集中在科技领域。**

图表48：申万二级行业今年以来的涨幅 VS 21Q1 净利润增速（对比 2019 年）



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、投资建议：布局三大主线

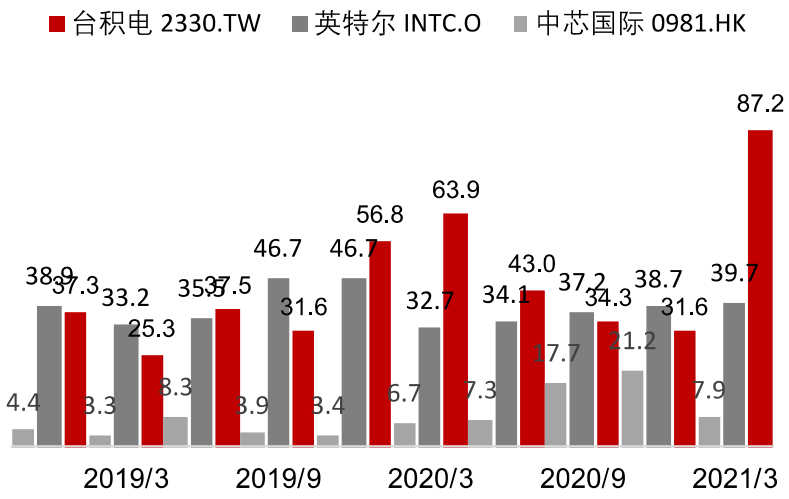
（1）半导体：历史级别的景气机遇

半导体板块在创新周期、国产渗透率提升、行业人才回流的大背景之下，具备从产品迭代、品类扩张、客户突破三重因素叠加驱动。

半导体板块的主要逻辑是国产替代，本轮景气周期中，海外公司库存不足而国内公司仍有库存情况下，利于加快国产替代进程。从行业周期角度看，代工/封测/IDM 厂商在行业上行周期中具有较大的业绩弹性，但其产能受到限制，产能利用率达到高位后业绩成长动能会放缓，超预期或主要源自于价格上行；另外，设备和材料受益于行业资本开支上行带来的产能扩张周期。从公司角度来看，国产替代逻辑之下，高转化效率是支撑大陆半导体公司估值的基础。

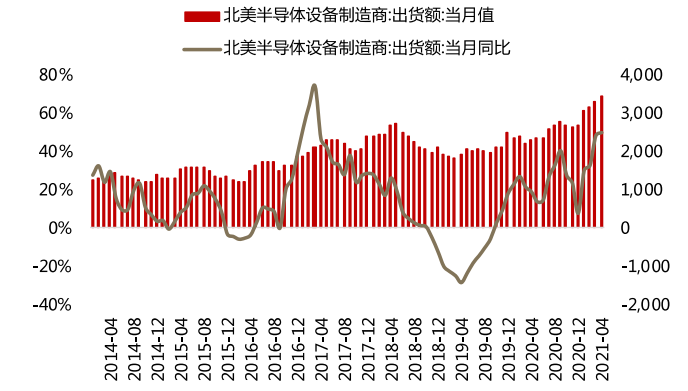
因此建议从国产替代、行业周期、市场份额提升几个角度进行标的选择。关注需求趋势良好且产能相对有保证的设计细分龙头韦尔股份、卓胜微、兆易创新、澜起科技；国内制程领先的龙头中芯国际，特色工艺代工龙头华虹半导体，以及第三代化合物半导体代工领域的三安光电 ;半导体设备平台型厂商北方华创、国产刻蚀设备龙头中微公司；国内抛光液龙头安集科技，国内光刻胶标的彤程新材、晶瑞股份、上海新阳、南大光电等。

图表49：主要晶圆厂资本开支情况（亿美元）



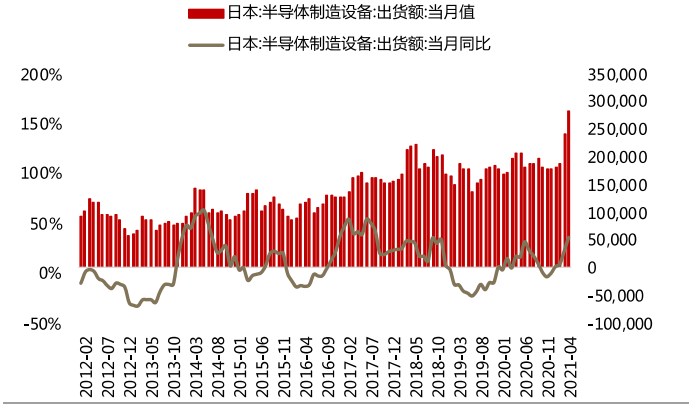
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表50：北美半导体制造设备月度出货额（百万美元）及同比（%）



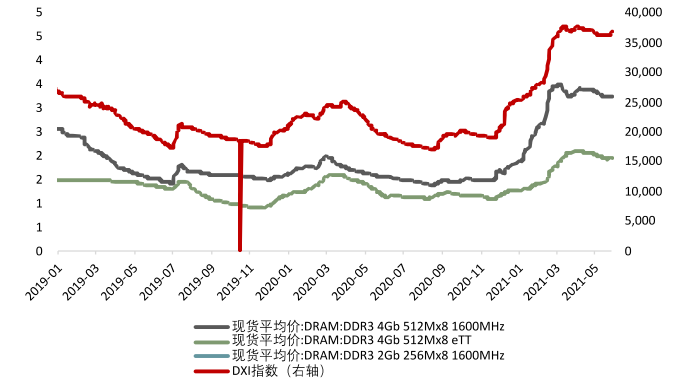
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表51：日本半导体制造设备月度出货额（百万日元）及同比（%）



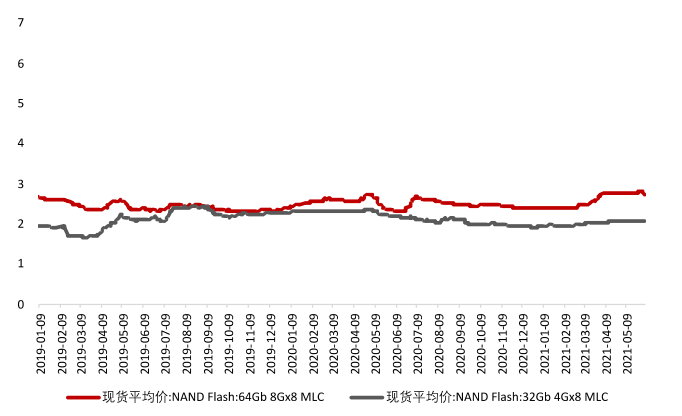
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表52：DRAM 现货平均价



资料来源：wind、粤开证券研究院，数据截止 2021/6/4

图表53：NANDFlash 现货平均价

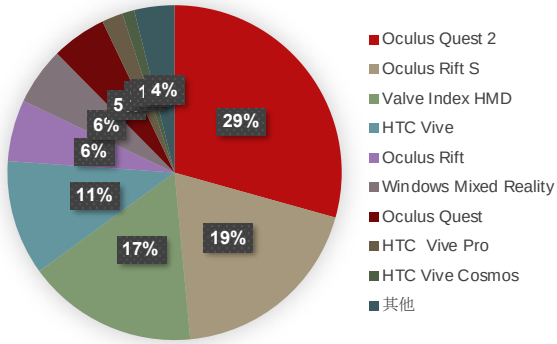


资料来源：wind、粤开证券研究院

（2）VR：拐点将至

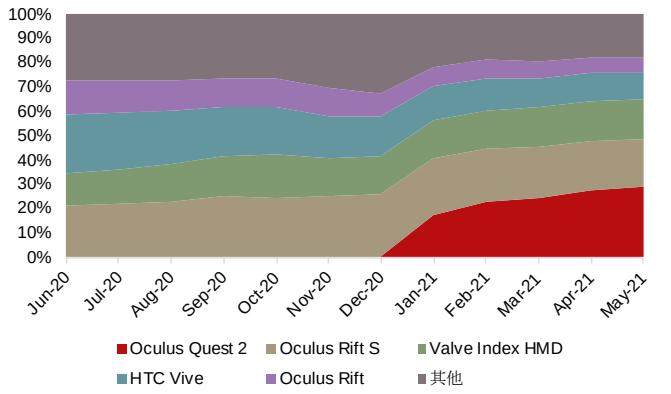
从技术、性价比、生态、巨头布局几个角度分析，我们认为 VR 痛点逐步解除，目前 VR 从光学、清晰度、质量、分辨率等各方面的技术都已经达到了易用的标准，现象级产品 Oculus Quest 2 带动行业出货量，降低用户使用门槛，有望带动 VR 设备全球销量达到 1000 万台的临界点，形成爆款游戏-吸引用户-反哺内容的良性闭环。Facebook、苹果等巨头纷纷布局，形成示范效应，2021 年或为 VR 真正的“元年”。**建议关注 VR 代工龙头歌尔股份、VRAR 镜头供应商舜宇光学、光波导片供应商水晶光电。**

图表54：2021 年 5 月 SteamVR 硬件数据统计



资料来源：青亭网、粤开证券研究院

图表55：2020/6-2021/5 主流机型 SteamVR 硬件份额



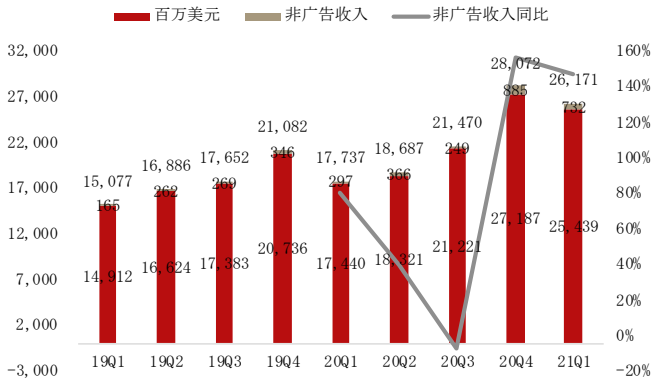
资料来源：青亭网、粤开证券研究院

图表56：主要 VR 一体机对比

		Oculus Quest 2	HTC VIVE Focus Plus	Pico Neo 3
				
价格		$299（64GB）；¥3599	约¥5699	¥2649-3099
性能	芯片	高通骁龙XR2	高通骁龙835	高通骁龙XR2
	运存RAM	6GB	/	6GB
	内存ROM	64GB/256GB	/	128/256GB
	最大存储扩展容量	-	2TB	/
沉浸感	材质	LCD	AMOLED	VR专用液晶屏
	分辨率	3664*1920	3K（2880*1660）	4K（3664*1920）
	像素密度PPI	-	-	773ppi
	刷新率	90Hz	75Hz	72Hz/90Hz
	视场角FOV	100度	110度	98度
	交互自由度	6DoF	6DoF	双目式6DoF
	SteamVR游戏	无线串流SteamVR	无线串流SteamVR	无线串流SteamVR
舒适度	尺寸	-	193*211*143	150*200*300
	重量	450g	498g	395g
	近视调节	支持瞳距调节佩戴眼镜	支持瞳距调节佩戴眼镜	3段瞳距调节，支持佩戴眼镜
电池		-	-	5300mAH
特色功能		一体机中CPU性能最强	内置追踪器	自研“光学追踪”体系，支持有线+无线串流方式

资料来源：各公司官网、京东、粤开证券研究院

图表57：Quest 2 带动 Facebook 非广告收入高增



资料来源：Facebook 官网、粤开证券研究院

图表58：VR 一体机销量预测

销量（万台）	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Oculus Quest 2	200	1000	1154	1538	1923	2308
其他	300	300	346	462	577	692
年度出货量	**500**	**1300**	**1500**	**2000**	**2500**	**3000**
同比增速		*160%*	*15%*	*33%*	*25%*	*20%*
累计出货量	**500**	**1800**	**3300**	**5300**	**7800**	**10800**

资料来源：SuperData、映维网、RecRoom、IDC、粤开证券研究院测算

（3）面板：LCD 面板长周期拐点已至，龙头盈利将大幅提升

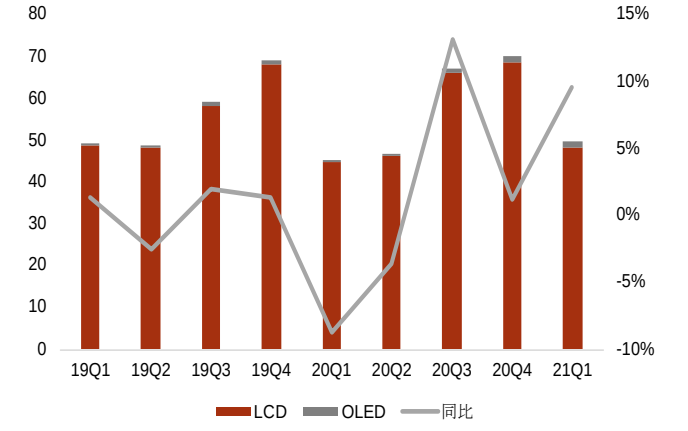
2020 年中至今，本轮面板的涨价周期创近 10 年来最大涨幅。（1）供给端 LCD 产业转移已完成，扩产周期进入尾声，大陆龙头厂商的市占率提升，行业资本开支周期性减弱，龙头对于扩产周期的话语权、对产品价格的掌控有望提升。（2）LCD 面板的下游需求弹性主要来源于 TV，需求增长来自平均尺寸的增长，体育赛事对 TV 出货的拉动作用持续，预计全球 TV 出货同比维持正增长。LCD 行业将由 2-3 年的供给周期进入大尺寸、高清化、多样化应用所驱动的需求周期，21 年行业供需有望呈现从偏紧到偏松的平衡。**世代升级放缓，高时代线投资壁垒高，叠加行业竞争格局改善，国产龙头具备定价权。建议关注面板双龙头京东方 A、TCL 科技。**

图表59：2021 年贡献增量产能的主要 LCD 产线

面板厂商	地点	世代	技术类型	规划产能（k/月）	扩张后产能（k/月）	量产时间
京东方	武汉 B17	G10.5	a-Si	155	180	2021Q2
华星光电	深圳 T7	G10.5	a-Si/刚性 OLED	90	105	2021 年底
惠科	绵阳 H2	8.6	a-Si	150	180	2020
夏普	广州	10.5	a-Si/Oxide	90	120	2020

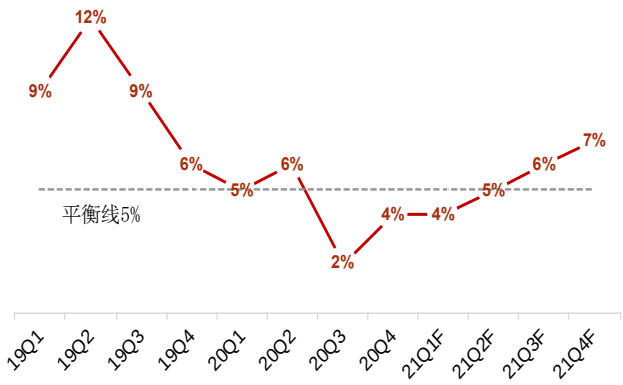
资料来源：公司公告、粤开证券研究院

图表60：2019Q1-2021Q1 全球 TV 出货量（百万台）与同比



资料来源：奥维睿沃、粤开证券研究院

图表61：2019-2021 电视面板供需比预测



资料来源：奥维睿沃、粤开证券研究院

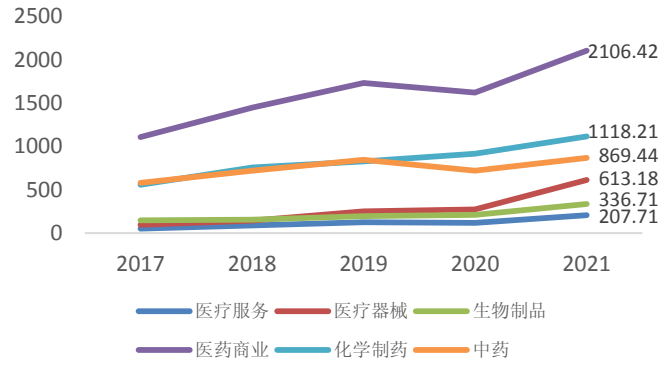
方向三、生物医药：长坡厚雪，后发先至

1、业绩端：摆脱疫情掣肘，业绩回升明显

2021 年 Q1 医药生物板块营业收入与净利润创历史新高。2021 年 Q1，医药生物板块实现营业收入 5251 亿元，同比增长 35.79%。实现归属母公司股东的净利润总额 554.79 亿元，同比增长 88.71%，营业收入和归母净利润均创下历史新高。2021 年 Q1 医药生物板块的高景气度一方面得益于 2020 年同期较低的行业基数，另一方面由于国内疫情趋于稳定，与疫情关联度较大的板块持续受益，与疫情关联度较小的板块逐步恢复，共同推动行业规模稳步提升。

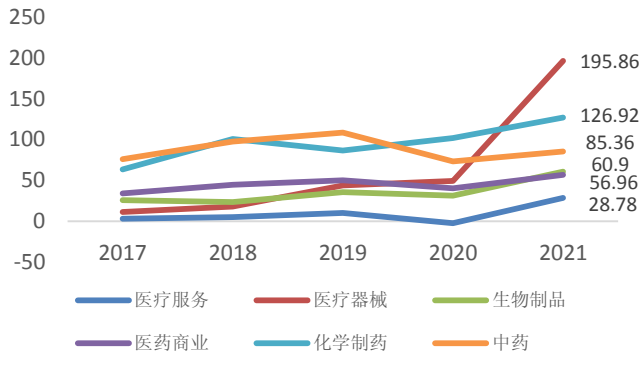
2021 年 Q1，各子板块回升明显。2020 年 Q1，受疫情的强烈冲击，中国医院市场销售额出现大幅下滑，其中生物制品、医药商业、医疗服务、医疗器械板块跌幅居前。2020 年下半年，随着我国疫情的有效控制，医院市场已恢复正增长态势。2021 年 Q1，各子板块普遍回升显著，一方面受去年低基数的影响，另一方面疫情影响消退后板块常规业务回暖明显。

图表62：2017-2021 年 Q1 各子板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

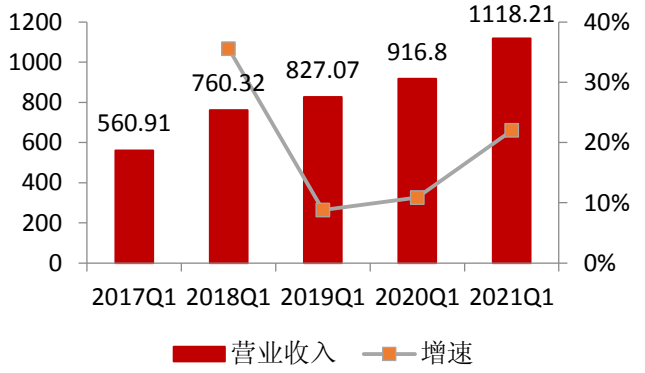
图表63：2017-2021 年 Q1 各子板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

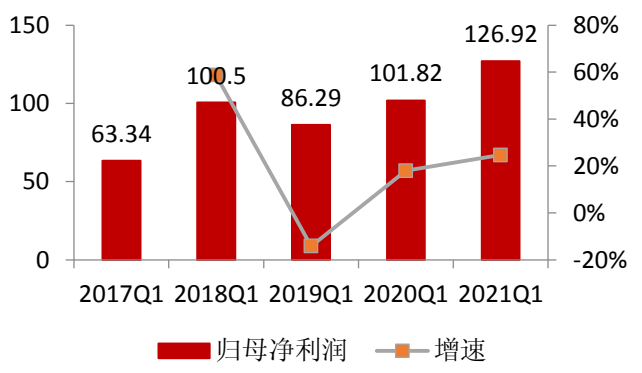
化学制剂板块：去芜存菁，新业态下新增量。2021 年 Q1，化学制药板块实现营业收入 1118.21 亿元，同比增长 21.97%；实现归母净利润 126.92 亿元，同比增长 24.65%。增速大幅提升得益于新冠疫情影响衰减，市场需求提振。近年来，在限抗令、带量采购、医保谈判的持续推进下，化学药品价格处于下跌通道，行业增速放缓，但放缓并不意味着缺少投资机会，一批制药企业正积极开展创新研发，行业整体向仿创结合阶段迈进。未来随着国内制药企业研发实力的不断提升，创新药品占比持续增长，我国化学药市场发展潜力巨大。

图表64：2017-2021 年 Q1 化学制药营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表65：2017-2021 年 Q1 化学制药归母净利润（亿元）

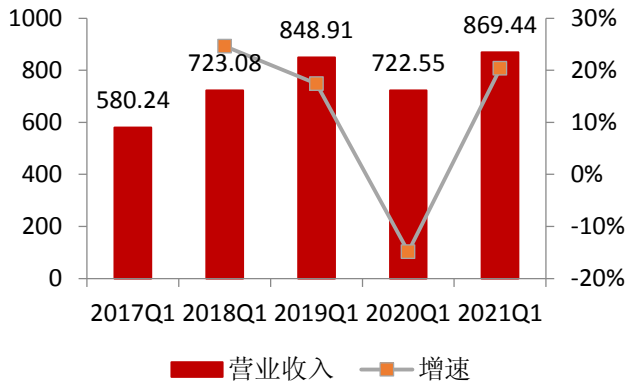


资料来源：Wind、粤开证券研究院

中药板块：中药振兴发展渐入深水区，多重政策提振行业高质量发展。2021 年 Q1，中药板块（共 72 家企业）实现营业收入 869.44 亿元，同比增长 20.33%；实现归母净利润 85.36 亿元，同比增长 16.84%。增速主要受益于 2020 年同期业绩基数较低，此外，近年来，**国家对于中医药振兴发展的支持力度不断提升**，国家发改委负责人指出，在“十四五”期间，国家将从打造国家中医医学中心和区域中医医疗中心、加快提升中医药传承

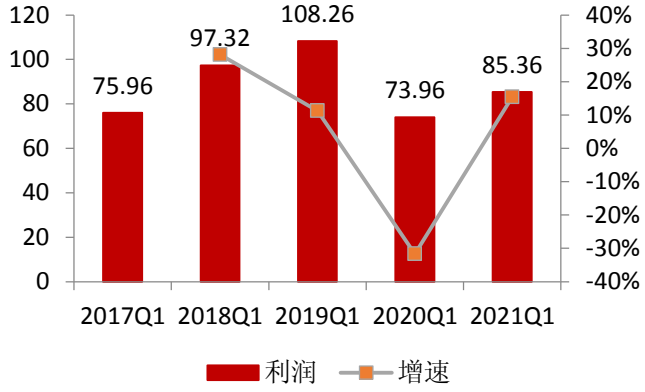
创新能力、促进省域优质中医医疗资源的扩容下沉等七各方面支持中医药振兴发展。而5 月出台的《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》更如一针强心剂，推动中医药服务贸易，助力中医药服务国际化，中医药迎来历史性发展契机。

图表66：2017-2021 年 Q1 中药板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表67：2017-2021 年 Q1 中药板块归母净利润（亿元）

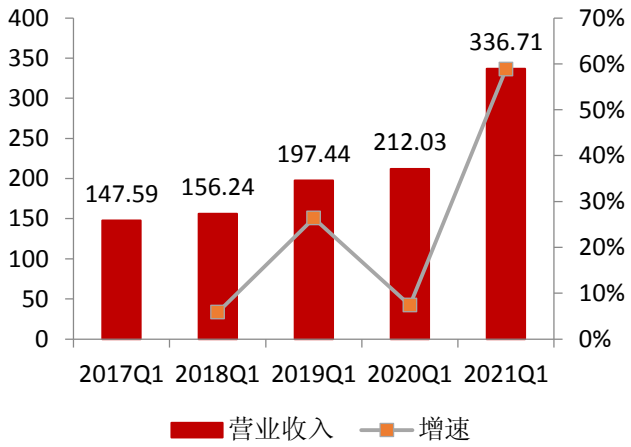


资料来源：Wind、粤开证券研究院

生物制品板块：创新高地，有望持续享有高景气度。2021 年 Q1 生物制品表现亮眼。2021 年 Q1，生物制品板块（共 46 家企业）实现营业收入 336.71 亿元，同比增长 58.8%；实现归母净利润 65.44 亿元，同比增长 99.57%。其中疫苗板块营收和净利润同比增长 73.1%和 99.4%，血制品板块营收和净利润同比增长 4.5%和 18.9%，生物药板块营收和净利润同比增长 38.5%和 113.4%。

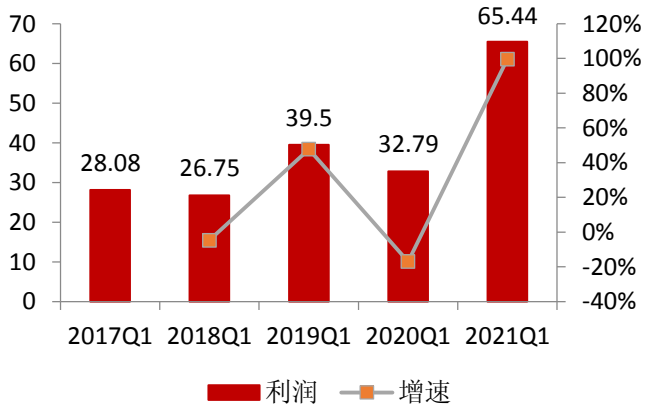
疫苗板块营收和净利润的大幅增长得益于疫苗批签发总量的迅速提升，2021 年 Q1，HPV 疫苗批签发总量达 435 万支，同比增长 182%；沃森生物 13 价肺炎结合疫苗批签发总量达 164 万支，同比增长 1064%；人用狂犬疫苗批签发总量达 1439 万支，同比增长 30%。此外，5 款国产新冠疫苗已于 2020 年底与 2021 年初相继获批上市，在国际疫情反复的背景下，市场空间广阔。

图表68：2017-2021 年 Q1 生物制品营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

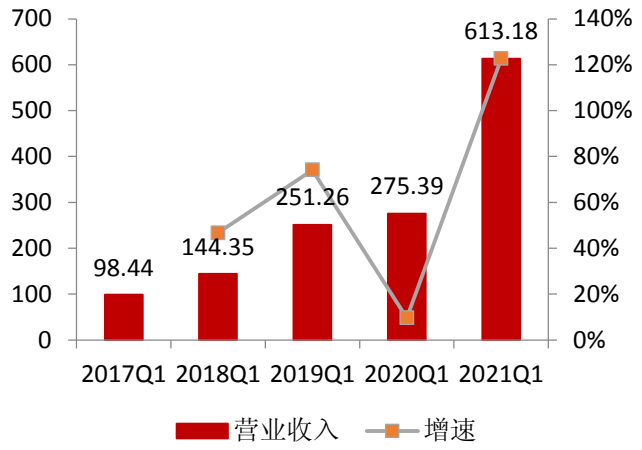
图表69：2017-2021 年 Q1 生物制品归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

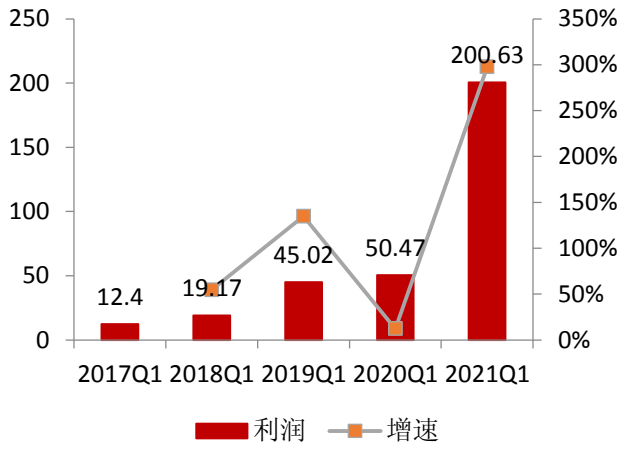
医疗器械板块：疫情持续催化，业绩维持高增速。2021 年 Q1，生物制品板块（共 93 家企业）实现营业收入 613.18 亿元，同比增长 122.66%；实现归母净利润 200.63 亿元，同比增长 297.52%。在抗疫需求延续和常规业务复苏的双重驱动下，2021 年 Q1 医疗器械保持了超高增长态势。从细分子板块的角度，与抗疫关联度较大的低值耗材、体外诊断板块增长较为迅猛，低值耗材 2021 年 Q1 收入同比增长 175.85%，净利润同比增长 712.64%；体外诊断 2021 年 Q1 收入同比增长 142.98%，净利润同比增长 427.56%。

图表70：2017-2021 年 Q1 医疗器械营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

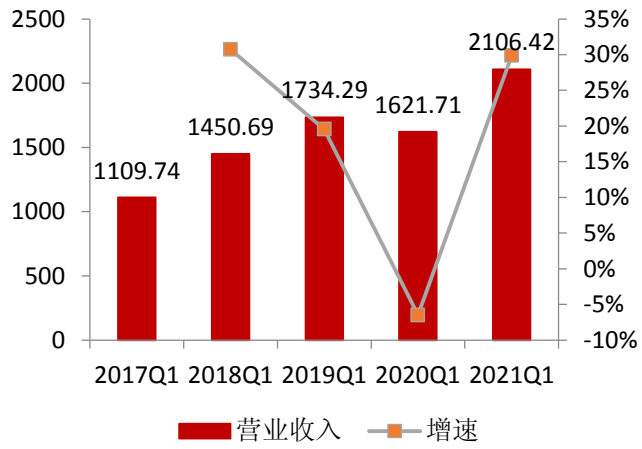
图表71：2017-2021 年 Q1 医疗器械归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

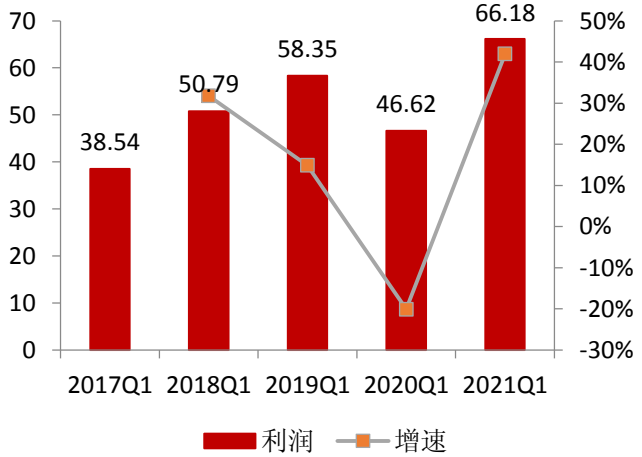
医药商业板块：医院端市场稳步恢复，零售端处方外流长期逻辑。2021 年 Q1，医药商业板块（共 29 家企业）实现营业收入 2106.42 亿元，同比增长 29.88%；实现归母净利润 66.18 亿元，同比增长 41.95%。其中，医药零售增速有所放缓，主要是由于 2020 年 Q1 受疫情影响，零售基数较高，此外，随着疫情稳定后医院端就诊人数的恢复，零售市场受到一定冲击；医药流通营收和净利润同比增长 25.5%和 42.4%，增速出现明显提升，随着疫情的稳定，医院市场配送量恢复，医药流通市场规模逐步回升。

图表72：2017-2021 年 Q1 医药商业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

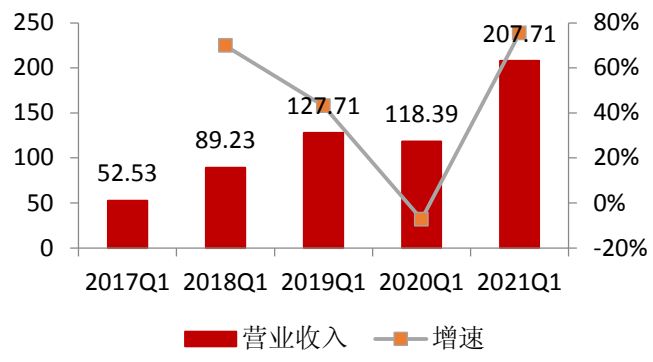
图表73：2017-2021 年 Q1 医药商业净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

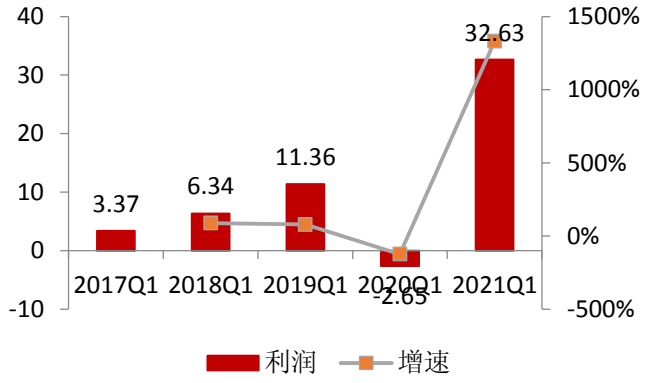
医疗服务板块：CRO 行业维持高景气度，医美、眼科、齿科就诊需求恢复。2021 年 Q1，医疗服务板块（共 26 家企业）实现营业收入 207.71 亿元，同比增长 75.44%；实现归母净利润 32.63 亿元，同比增长 1331%。其中，CRO 板块业绩保持快速增长，2021 年 Q1 CRO 板块收入同比增长 49%，净利润同比增长 181%，持续高景气度；ICL 板块受益于核酸检测量的提升，金域医学和迪安诊断业绩增长稳定，未来随着疫情的稳定，核酸检验量将逐步下降，肿瘤检验或成为新的增长点；医疗机构就医人数自 2020 年下半年逐步恢复，企业业绩出现明显回升。

图表74：2017-2021 年 Q1 医疗服务营业收入（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表75：2017-2021 年 Q1 医疗服务净利润（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、投资建议

2021 年上半年，医药生物板块走势良好，行业景气度处于上行周期，细分板块集中度不断提升，强者恒强明显。但细分板块分化明显，建议投资者拥抱核心资产，把握结构性投资机会，在结构分化中寻找确定性机会。

（1）生物创新药：近年来，带量采购逐渐步入深水区，从国采到地方集采，带量采购规模持续扩大，而随着 500 集采目录的逼近，传统仿制药利润将进一步受到挤压。回顾今年上半年各医药子板块的增速，生物制品、医疗器械及中药板块均出现回调，但传统化学药由于政策和行业因素，增速不及 2020 年同期。

与化学药板块较低的增速相比，生物制品板块增速再创新高，2021 年 Q1 实现归母净利润 65.44 亿元，同比增长 99.57%。自 2015 年以来，药审改革、MAH、优先审评审批等政策和医保支付政策逐步提升创新药物的可及性。此外，港交所、科创板允许未盈利生物技术企业的上市规则极大鼓舞了创新药企业的发展。而生物药作为创新前沿高地，受到投资者的高度关注。

在这一趋势下，我们建议投资者关注两条核心逻辑，**一是关注确定性较强、安全边际较高并积极转轨创新的制药企业，这类企业兼顾估值水平较低、分红率较高，以及成长性良好的特点**，如华东医药的迈华替尼、利拉鲁肽及医美板块，科伦药业和浙江医药的 ADC 创新品种，建议关注华东医药、科伦药业、浙江医药等。**二是建议投资者关注研发投入高，创新能力强的 FIC 类在研企业，随着企业产品管线的逐步落地，企业未来利润有望大幅改善**，建议关注康方生物、康宁杰瑞、君实生物、信达生物等。

（2）CXO 行业：近年来，**得益于全球产业链转移、国内工程师红利、成本优势、药审改革提速及药物创新的升级，国内 CXO 企业呈现出超高的景气度。**2021 年 Q1CRO 板块业绩保持快速增长，收入同比增长 49%，净利润同比增长 181%。从临床试验数量

上看，2020 年国内共 231 个 1 类化学药和 201 个治疗性生物制品申报临床试验，同比增长 32.5%，继续呈现高速增长。临床试验数量的提升大幅推动了 CXO 行业整体的订单量。未来，随着国内创新的持续火热，CXO 订单量有望持续饱和，建议关注凯莱英、药明康德、药明生物等 CXO 龙头企业。

（3）疫苗：2021 年，**疫苗批签发和销售量持续提升，板块有望持续高增长。**一季度，HPV 疫苗批签发总量达 435 万支，同比增长 182%；13 价肺炎结合疫苗批签发总量达 164 万支，同比增长 1064%。**新冠疫苗为行业提供新增量。**截至 2021 年 5 月 26 日，31 个省和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗 5.46 亿剂次，仍有大量居民尚未接种新冠疫苗。随着国际与国内疫情的反复，新冠疫苗需求量持续提升，宝岛台湾新冠疫苗已经告急，翘首以盼大陆疫苗。而在全球新冠疫情持续迁延甚至不断恶化的背景下，国产新冠疫苗海外出口市场可期。建议投资者关注疫苗研发能力强、研发及商业化进展居前的疫苗企业，如智飞生物、康希诺生物、沃森生物等。

（4）中药：2021 年以来，国家出台多份重磅文件推动中药振兴发展，《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》指出，国家将完善中药发展环境，支持国家中医药服务出口基地发展，大力推动中医药服务贸易，助力中医药服务国家化。从外，**在抗击新冠疫情中，中药为世界治疗新冠肺炎提供了崭新的“中国方案”**，如莲花清瘟胶囊对于新冠病毒引发的细胞损伤、炎症有较好的修复作用。中医药有望振兴发展，实现弯道超车，但目前仍存在中西医并重方针难以有效落实等瓶颈。建议投资者关注具有独家品种、布局国际市场的中药企业，如片仔癀、云南白药、东阿阿胶、以岭药业等。

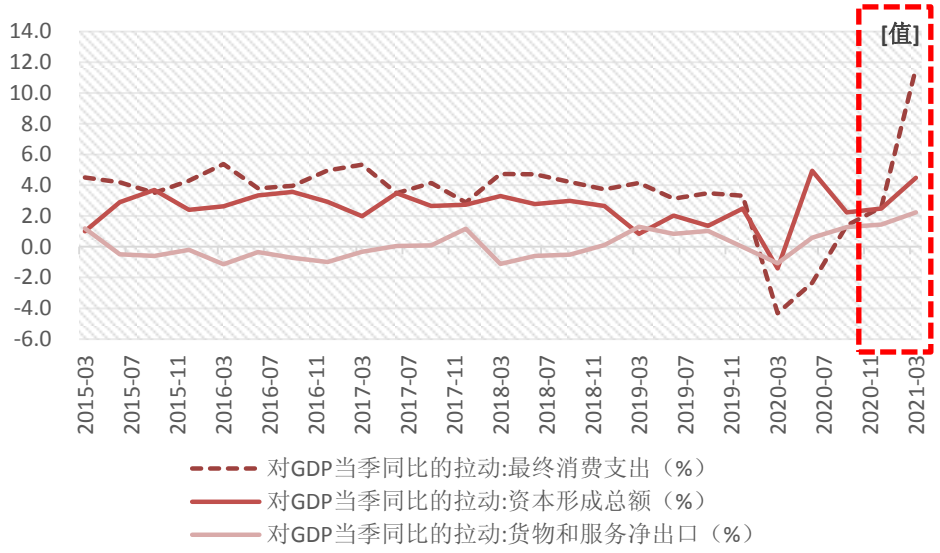
（5）医疗器械：疫情赋予医疗器械板块爆发式增长机遇，口罩、手套等耗材及呼吸机、监护仪等医疗设备需求呈现快速增长态势。此外，**创新技术驱动医疗器械行业快速扩张和发展**，自主研发及进口替代加速国产崛起，打破进口企业在高端领域的垄断地位，国内化学发光、外周血管介入、脊柱等细分赛道创新脚步加速，发展前景广阔。建议重点关注与新冠疫情关联度较高的标的，如达安基因、圣湘生物等；细分赛道中创新实力强、有望长期享有创新红利的龙头企业，如迈瑞医疗、新产业等。

方向四、大消费细分赛道：立足需求主线，布局消费下半场

1、宏观：一季度消费对 GDP 增速的贡献率明显提升

观察三大需求对当季 GDP 增速的贡献率可以发现，长期来看最终消费支出对 GDP 的拉动作用相对更强。2020 年受疫情冲击，最终消费支出的贡献率明显下滑，**去年年底消费对 GDP 增速的拉动作用基本恢复至正常水平，今年一季度最终消费对 GDP 增速的贡献率升至 11.6%，拉动作用明显提升。**我们认为在基数影响下，后续消费行业修复动能较上半年将有所放缓，在配置方向上布局业绩表现稳健、高景气度持续的优质赛道，关注护城河宽、生产经营向好标的。

图表76：最终消费支出对季度 GDP 的拉动作用提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、投资建议

（1）食品饮料：白酒景气周期持续+强者恒强效应

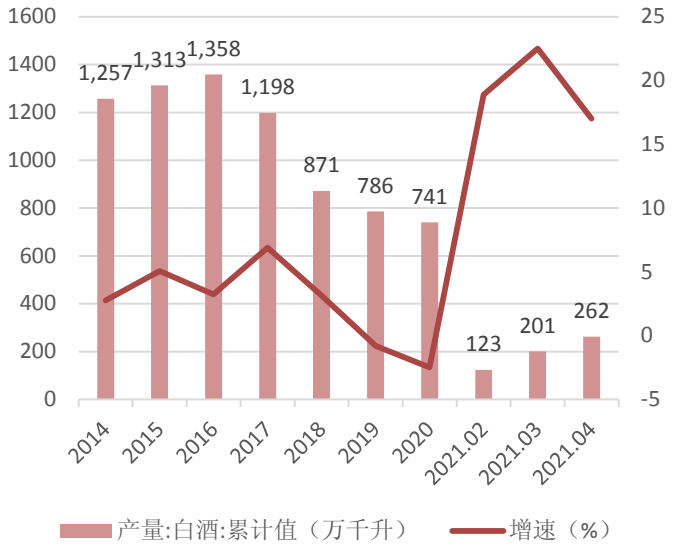
根据中国酒业协会数据，2020 年我国规模以上白酒企业的产量为 740.73 万千升，同比减少 2.46%，白酒企业销售收入 5836.39 亿元，同比增长 4.61%，利润为 1585.41 亿元，同比提升 13.35%。2016 年之后，在公务消费大幅减少的背景下，白酒行业的整体产量有所下降，**当前消费升级则成为白酒行业新的增长动力，高端品牌的销售收入、市场份额快速提升，次高端市场有所扩容，强者恒强的马太效应显现，白酒行业景气度有望上行。**

对于高端产品，短期内市场竞争格局较为稳定，高端酒企凭借自身品牌优势和需求市场黏性，不断扩张高端白酒的市场规模，部分高端白酒仍处于供不应求的状态，高端产品也被赋予了一定的金融属性。今年年初以来，部分高端白酒价格有所上调，终端需求依旧旺盛，第一季度高端酒企业绩表现稳健。**对于次高端市场，考虑到高端产品酿造所需时间较长，高端市场供需端仍将存在缺口，而次高端市场可能因此受益，满足部分消费者的刚性需求，提升次高端产品的价格上行空间，次高端市场有望实现量价齐升。**从渠道角度看，各个白酒企业更加注重直营店、经销商等渠道结构的完善，将库存水平、产品价格控制在合理区间，使企业营业收入和盈利能力稳健增长。

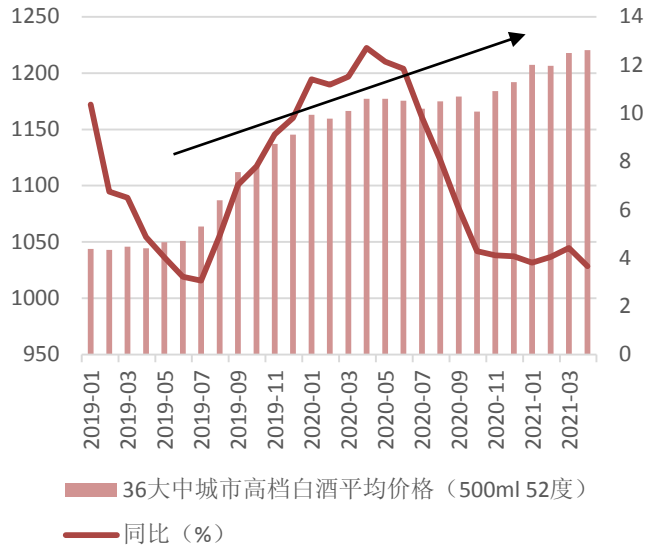
在经济复苏、消费升级驱动下，居民消费能力提升，聚会、宴席等消费场景持续恢复，白酒行业景气周期仍将持续，高端市场供不应求背景下，次高端白酒市场量价具备一定的上升空间，**重点关注供需缺口较大、具备品牌力优势的高端酒企，以及渠道拓展速度较快、业绩表现超预期的优质次高端品牌。**

图表77：2014-2021 年白酒累计产量及增速

图表78：高档白酒平均价格稳步上升



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

（2）休闲服务：消费回流下的免税行业

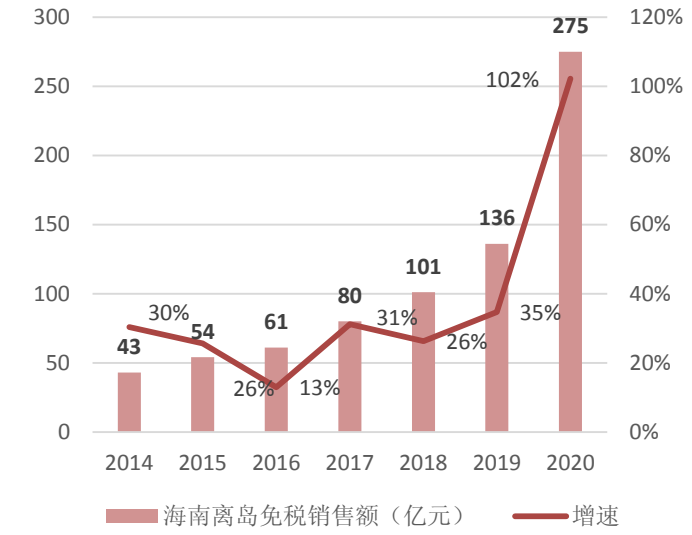
后疫情时代，餐饮旅游行业仍处于复苏过程中，**当前境外旅行大幅受限，我国奢侈品、免税品消费市场发生巨大转变，购买场景由境外迅速转移至境内，消费持续回流至国内市场，免税行业迎来快速发展机会。从政策面看，**国家在多项政策举措中提及免税市场，包括向符合要求的企业发放免税品经营资质，为免税店的建设提供土地、融资支持，鼓励离岛、机场、市内等多种类型免税店的发展。2020 年 6 月，海南离岛免税购物金额限制由 3 万放宽至 10 万元。

在政策红利、消费回流等因素的刺激下，海南离岛免税店销售额迅速扩张，由 2014 年的 43 亿元增长至 2020 年的 275 亿元，在政策推动下去年销售额增速达到 102%，其中下半年销售额达到 200 亿元，离岛免税市场迎来爆发式增长。**在购买金额方面，**2020 年人均购买金额由 2019 年的 3542 元上涨至 6128 元，**境外旅行受限加速了中高端产品购买场景的转化，国内奢侈品消费比例有望稳步提升。**近期海南省委书记在访谈中表示，今年离岛销售额有望突破 600 亿元，而海南省 2022 年的免税销售目标为 1000 亿元。

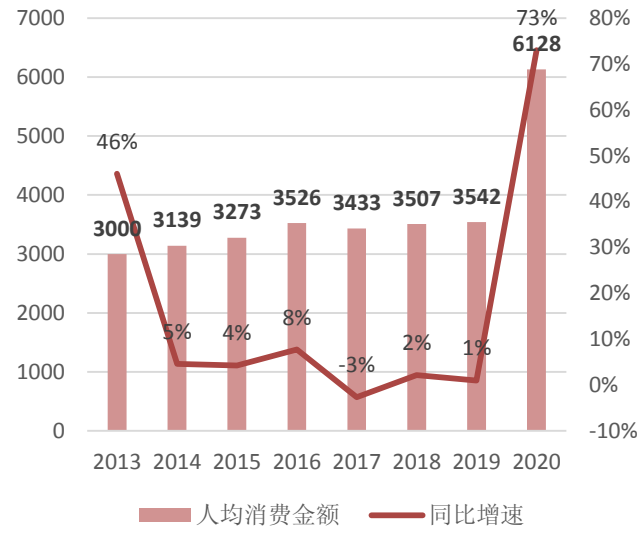
随着我国免税市场逐渐成熟，叠加海南自贸港效应，离岛免税市场销售规模仍将快速扩张，市内免税店、机场免税店建设运营后也将会有所表现，我国免税市场将成为提振内需消费的重要动力。**后续应关注全球品牌在海南免税市场的布局，以及室内免税店、机场免税店的建设进程，在旅游业转暖、免税牌照放宽等背景下，海南自贸港、免税等主题具备投资机会。**

图表79：2014-2020 年海南离岛免税销售额及增速

图表80：海南离岛免税市场人均购买金额及增速



资料来源：海南省统计局、粤开证券研究院

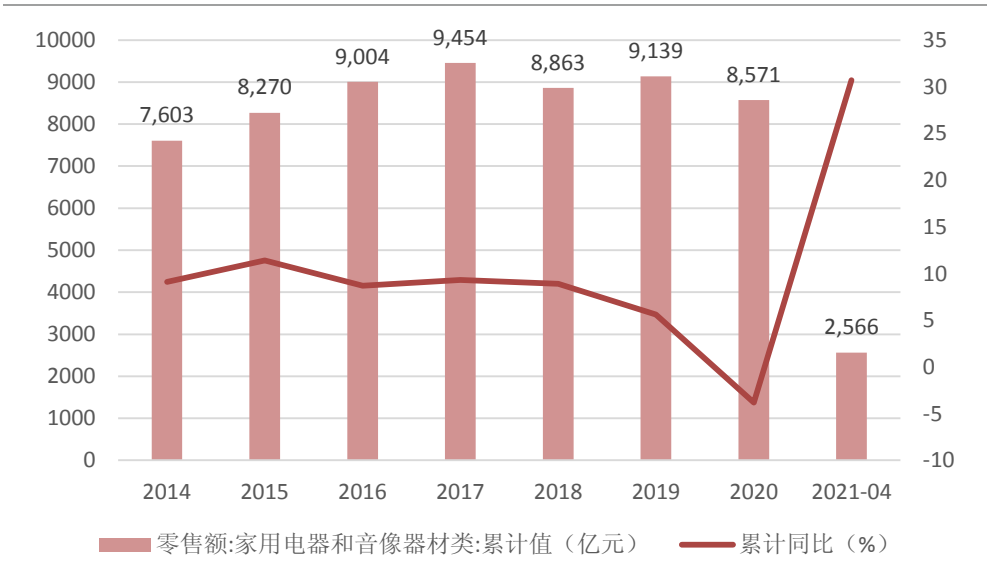


资料来源：海南省统计局、粤开证券研究院

（3）家用电器：拓展外销市场，布局新兴品类

年初至今，家电零售市场复苏节奏缓慢，根据国家统计局数据，2020 年家电零售额为 8571 亿元，较 2019 年减少 3.8%，截至 2021 年 4 月，家电行业的整体零售额为 2566 亿元，同比增长 30.7%，但与 2019 年同期相比减少 5.4%。**当前我国大家电的城乡保有量已经基本达到峰值，存量市场基本形成，在经济复苏过程中，居民对家电的替换意愿并不强烈，导致零售市场恢复缓慢。**

图表81：2014-2021 年家电行业零售额及增速



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

在全球疫情尚未有效控制阶段，我国家电出口订单大幅增长，**外销市场成为家电企业重要的收入来源。**疫情有效推进了家电企业的全球化布局，凭借优质的家电产品和研发技术，企业的海外市场份额提升。根据产业在线数据，今年一季度空调、冰箱、洗衣机、厨房电器等各类家电的出口数量分别同比增长 26.4%、57.9%、35.4%、63.8%。**在内销市场复苏缓慢的情况下，家电企业积极开拓外销市场，提升海外市场占有率，推进全球化品牌布局。**从产品品类看，当前传统家电产品的市场保有量较大，市场增量空间

有限，而**集成灶、清洁电器、投影设备等新兴家电品类的渗透率、普及度都不高，这类细分行业的增长潜力巨大。**

在后续配置方向上，**一方面关注积极拓展新业务增长点、布局海外市场的龙头家电企业；另一方面关注市场景气度上行的新兴家电品类，细分赛道中拥有技术壁垒和渠道优势的头部企业具有投资价值。**

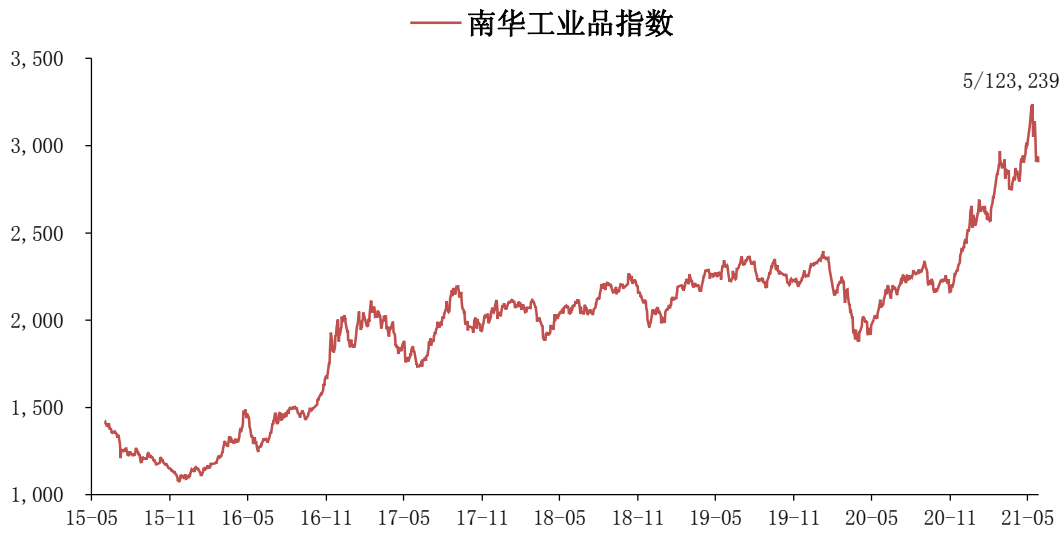
其他方向、顺周期与大金融

1、大宗商品预计增势趋缓：寻找结构性投资机会

国常会三度提及大宗商品，黑色系大宗商品有所降温。5 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议指出，**多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响**；支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台，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。

未来全球通胀中枢可能在一段时间里延续温和抬升走势，上游板块继续受益于量价齐升，但上涨斜率或放缓，市场预期逐步消化。我们认为，当前海外疫情形势仍较严峻，供需缺口仍存，下半年大宗商品价格上涨仍会持续，但斜率放缓，市场预期逐步消化。

图表82：南华工业品指数 5 月 12 日后急转下跌



资料来源：wind、粤开证券研究院

投资建议：

（1）钢铁：关注估值合理、成本管控强的优质标的

整体来看，下半年钢铁行业存在结构性机会。需求端或受固定资产投资+出口+缺芯不确定性影响增速有所放缓，但需求仍有望保持旺盛。碳中和下限产对供给形成一定压制，整体产量易上难下。下半年预计钢铁价格增速放缓，仍在历史较高位置，但原材料铁矿石的价格高位会部分挤压钢厂利润。

中短期来看，碳中和下环保要求提升、限产等因素进一步压缩钢铁供给产能，在经济复苏和企业生产旺盛的情况下，短期供需缺口提升供需缺口，产能影响有限、成本较低的的中大型钢企有望受益。中长期，随着供给侧 2.0 改革的推进，行业集中度进一步

提升，随着钢铁行业逐步纳入碳交易市场，降碳能力强的企业可以通过出售碳配额缓解环保成本压力，龙头企业受益。当前钢铁估值有所回调，可以关注估值合理、成本管控能力较强的优质标的。

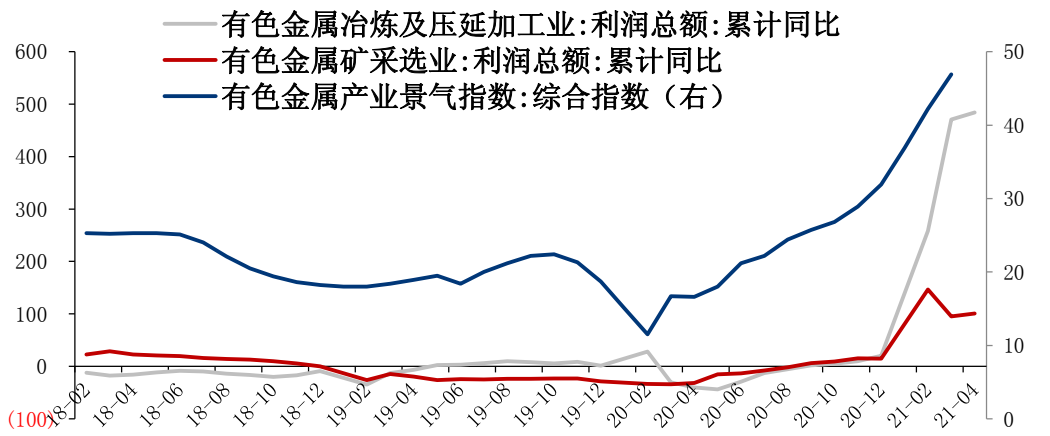
（2）煤炭：关注下半年煤炭龙头、动力煤优质标的

碳中和背景下，各地煤炭限产、减少新建煤矿批复、产能调整，煤炭开采和洗选业的整体固定资产投资降温。短期看，煤炭产能调整或放缓，但整体压降的趋势不变，下半年预计延续产能收缩。需求方面，从下游发电量来看，伴随着生产修复+出口强劲，发电量维持在高位。同时，海外的煤炭进口或受到疫情等因素冲击，短时间内供需缺口难以平衡，煤炭价格预计仍维持高位。动力煤受夏季用电高峰影响，需求有望大增。建议关注下半年煤炭龙头、动力煤优质标的。

（3）有色：仍有望保持高景气，存在结构性投资机会

当前有色金属行业保持高景气，有色金属矿采选业、冶炼及压延加工业利润增长较快，有色金属产业指数保持在高位。从整体趋势来看，未来有色金属价格增速趋缓是，速度取决于全球央行何时开始缩减流动性、主要有色金属出口国生产供给情况、全球经济复苏情况。预计下半年有色金属行业继续处在景气区间，价格、利润增速较上半年放缓，但仍处于历史高位，行业存在结构性投资机会。

图表83：有色金属行业维持高景气



资料来源：wind、粤开证券研究院

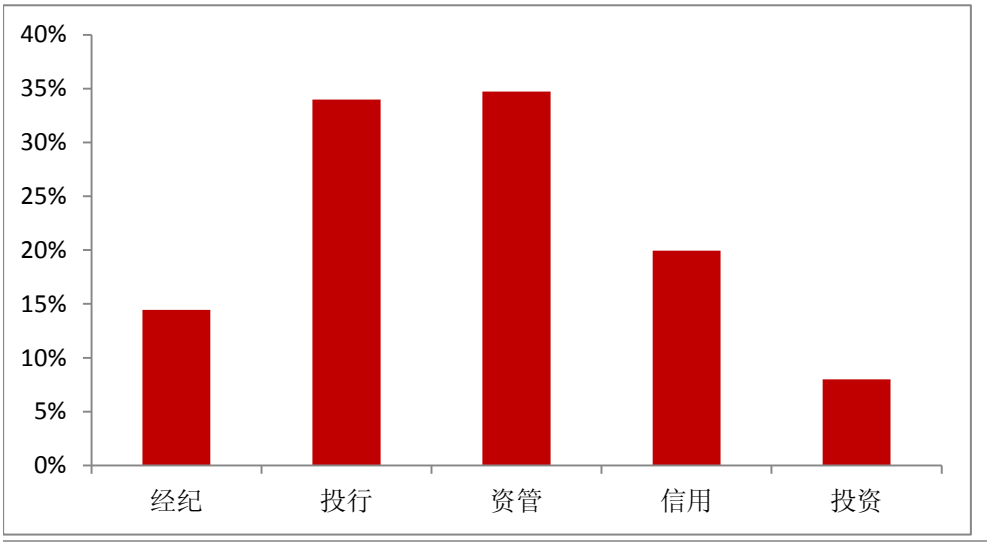
2、非银金融：转型升级进行时，左侧布局待花开

（1）券商业绩连续增长，行业转型初见成效

21Q1 券商业绩持续增长，42 家上市券商中 41 家实现盈利，总计营业收入 1,386.93 亿元，同比+28%；归母净利润 443.52 亿元，同比+29%。龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前三的是中信、华泰、海通， 5 家券商净利润同比增幅超过 100%，增速排名前三的是兴业、国泰、方正，增速均超过 100%。

从各项业务对业绩增长贡献来看，资产管理和投行业务同比增幅最大。上市券商各项业务收入均有增长，其中资管业务涨幅最大，同比+35%，投行业务收入同比+34%，主要受益于资管新规影响边际减退以及注册制背景下 IPO 规模增长。

图表84：资管收入同比增幅较大

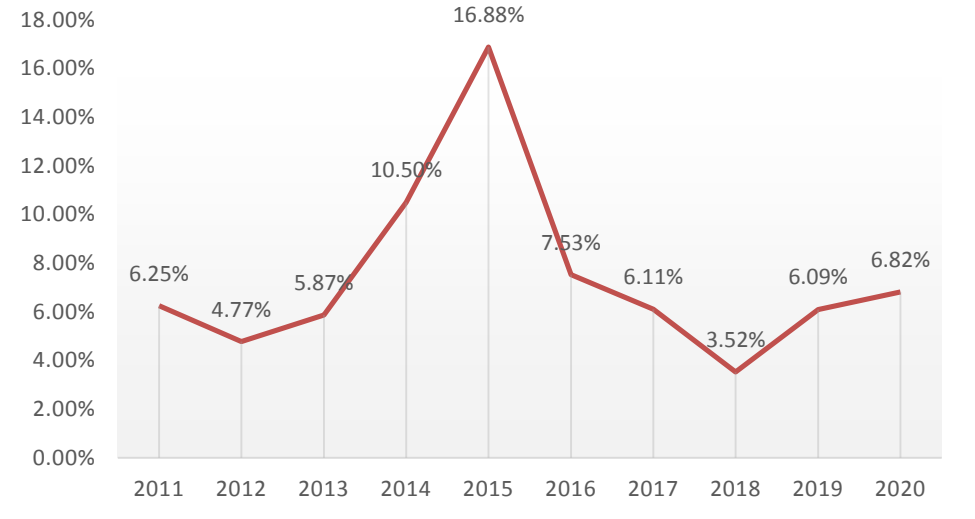


资料来源: wind、粤开证券研究院

2020 年上市券商经纪业务收入同比+56%，低于股基交易额增速，行业平均佣金率下滑，倒逼券商财富管理转型提速；全面注册制继续推行，创业板注册制顺利落地，投行业务迎来爆发式增长；资管业务主动管理转型初见成效，收入规模在连续两年低迷之后迎来复苏；权益市场热度提升，带动融资融券业务火热，A 股融资融券余额创下近十年新高；多家券商加大自营投入，2020 年末上市券商自营资产合计超过 3 万亿元。

2020 年证券行业净资产收益率 ROE 为 6.82%，连续两年上涨，较 2018 年数据接近翻番。

图表85：证券行业 ROE 情况



资料来源:粤开证券研究院，证券业协会

（2）保险科技深度融合，寿险空间依然广阔

供需两端承压情况下，2021 年上半年保险板块走势不佳，截止 6 月 20 日，申万保险指数上半年下跌 24.04%，跑输上证指数超过 20 个百分点。近一段时间，各家险企纷纷深耕科技与行业，推进保险大生态圈的构建。不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势，顺应产业物联网的发展，优化综合

金融获客渠道与质效。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。

近期各家险企纷纷深耕科技与行业，推进保险大生态圈的构建。不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势，顺应产业物联网的发展，优化综合金融获客渠道与质效。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。中国平安持续推进“金融+科技”核心主业，不断增强“金融+生态”赋能的水平与成效，将各类创新科技深度应用于构建“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，坚持“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式。中国人寿在 2019 年底成为万达信息的第一大股东，推进“保险+科技”的生态布局在医疗信息化、智慧城市等方向的布局。中国太保也通过投资多个细分领域的科技公司，推进汽车产业、医疗科技、信息科技等行业的生态布局。

目前中国老年人口占比不断提升，65 岁以上人口占总人口的比重从 2001 年 6.8%上升至 2019 年的 11.5%，提升了 4.7 个百分点，老龄化趋势不断加速，根据《健康老龄化蓝皮书：中国大中城市健康老龄化指数报告（2019~2020）》，2050 年中国老龄化水平将提升至 34%。**随着人口出生率的下降，老年人口的抚养压力和养老需求将快速增长，叠加中老年人口财富能力的增强，寿险、养老险、健康险的未来发展空间无限。**2020 年 6 月，《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》优化了重大疾病分类，增加了病种数量和保障范围，为寿险产品设计和定价提供了更科学的参考。**2018 年中国寿险密度约为 281 美元/人，低于全球寿险平均密度 370 美元/人，与发达经济体仍有一定差距，未来寿险市场空间广阔。**

十四五规划提出深化保险公司改革，提高商业保险保障能力，科技与保险的深度融合将会继续，保险行业朝着构建保险大生态圈、打造一体化服务的方向前进，人口老龄化加速也将使得寿险市场空间进一步开拓。在经济持续复苏、代理人队伍扩张提质、银行理财和住房调控提高保险产品吸引力的多因素刺激下，保费收入有望提振。资产端伴随着长期利率上行、权益市场逐步向上，投资收益有望边际改善。

（3）全面注册制渐行渐近，绿色金融蓄势待发

在科创板注册制平稳运行一段时间后，创业板注册制顺利落地，未来全面注册制也在向我们走来。截止 2021 年 6 月 15 日，今年 A 股上市公司 216 家，较去年上半年的 119 家接近翻倍。2020Q4 以来每季度上市公司均超过百家，虽然较 2020 年三季度 176 家的峰值水平有一定差距（主要由于创业板注册制开闸），但仍处于历史高位水平。预计下半年政策面以稳定宽松为主，IPO 节奏将在目前基础上保持稳定，甚至适度加快，全面注册制有望在 2022 年中之前落地。

近期生态环境部披露，全国碳市场上线交易拟于 6 月底前启动。鉴于中国碳市场覆盖排放量超过 40 亿吨，我国将成为全球覆盖温室气体排放量规模最大的碳市场。我国碳金融市场目前包括节能减配等项目融资市场、碳配额交易现货市场、期货期权等衍生市场，总体发展和发达国家仍存在差距。截至 2020 年年底，全国 8 个碳市场试点配额累计成交 4.55 亿吨二氧化碳，累计成交额约 105.5 亿元，全国碳排放权交易市场建设稳步推进。碳中和大力推进背景下，未来绿色金融有望迎来加速发展，建议关注绿色金融业务领先的券商。

投资建议

2021 年上半年资本市场改革持续推进，全面注册制渐行渐近。市场端包括 IPO 发行常态化、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、公募 REITs 试点落地等；机构端

包括推出券商白名单、分类评价制度优化等。科创板注册制成功运行两周年，取得丰硕超过 ,下半年 IPO 节奏将在目前基础上保持稳定 ,甚至适度加快 ,全面注册制有望在 2022 年中之前落地，有望再次带来行业跳跃式发展机会。

内外夹击之下，证券公司业务模式转型升级亟待提速。内部注册制下投行业务将更加注重专业定价能力，资管新规强调主动管理转型；外部资本市场全面放开，外资券商进入有望加速行业升级。

在资本市场深化改革持续和证券公司业务转型升级内外双轮驱动之下，行业长期发展向好，未来板块行情值得关注，目前左侧布局时点已至。个股方面，建议关注高弹性以及行业龙头。

当前保险板块估值处于历史低位，继续下行空间预计有限。从长期来看，随着政策改革不断加码以及人口结构变化带来的康养需求带来的巨大行业空间，保险行业兼具低估值以及β属性，看好率先转型、综合优势突出的公司。

七、风险提示

经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱。

分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com