极致成长风格望延续至 8 月初

——策略周聚焦

2021 年 07 月 04 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝
执业证号：S0600521030001
xingys@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然
mahr@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
yjs_chenli@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①7 /2 市场调整更多是北上为代表的绝对收益获利了结，从基本面和流动性看不必过虑，7 月重点仍是结构，而非仓位。②极致成长风格望延续至 8 月初，在此之前中美货币政策均保持稳健，业绩确定高增的成长股获得估值喘息，表现更强弹性。③中长期视角，不能从交易衰退直接切换到成长趋势，衰退逻辑必须经历 EPS 下行的熊市调整，才能在底部燃起成长期望。④8 月前成长配置，新能源车、半导体业绩高增，大众消费在底部复苏，关注纺服、啤酒、日用化妆品。⑤大宗商品上涨，市场风格再次均衡的条件是，8-9 月全球货币政策出现退出预期，已接种国家群体免疫显示较好效果，衰退预期弱化。

正文摘要

■ **大跌点评：绝对收益获利了结，短期重点仍是结构，而非仓位。**①7 月 2 日市场大幅调整更多是北上为代表的绝对收益者兑现收益。5 月以来的多数投资者净值都有回暖，重要时点过后，存在兑现诉求。②从基本面和流动性看不必过虑大幅回调风险。我们认为 7 月底前对货币政策不必过虑。③对下半年的基本面下行几成共识，但 Q2 较 Q1 经济环比趋势向上。我们预计上半年全 A（非金融）净利润同比增速在 70%左右，暂未到市场对基本面下行进行定价的时候。④当前配置重点是结构，而非仓位。过去两个月市场反弹更多是成长股的结构性行情，我们判断 7 月市场仍是震荡格局，短期看不到基本面和流动性的明显边际变化。

■ **极致成长风格望延续至 8 月初。**①中长期视角，当下并非价值向成长的切换拐点。不能从交易衰退直接切换到成长趋势，当下市场还未对模糊共识的衰退定价，成长风格难以获得穿越周期的信仰。②从流动性看，成长风格望延续至 8 月初。一年以内的成长趋势与流动性更为相关。由于经济恢复结构不均，货币政策收紧较预期更晚，对相对收益投资者来说，业绩确定高增的成长股获得估值喘息，表现出更强弹性。③我们判断 7 月货币政策仍将保持稳健中性，二季度经济恢复结构仍不稳定，财政发力较弱，需等待 8 月初政治局会议，重点分析经济形势，部署下半年经济工作。美国同样需等待 7-8 月非农就业恢复，以确定经济增长的稳定性，我们预计美联储在 8 月 Jackson Hole 全球央行年会就 Taper 做出定调。④综上短期成长风格望延续至 8 月初，若 8 月前后中美货币政策出现退出迹象，同时发达国家及中国群体免疫显示较好效果，我们判断大宗商品或迎来再次上涨，市场风格再次均衡至周期价值。

■ **中报行情：新旧世界的高增。**①今年最大不同是不缺高增，我们预计全年全 A 非金融净利润同比 20-30%，白酒、家电在内的稳定增长品种在今年不再稀缺，只要流动性不出现快速收紧，市场转而寻找高增行业增强弹性，典型如新世界的期望：新能源车&医药 CXO&半导体，以及旧世界的复辟：上游原材料。②市场对成长股的业绩高增预期已非常充分，体现在 5、6 月行业整体业绩预测保持高位平稳，我们认为成长板块三季度可能的阶段性回调风险来自于 8 月前后政策的退出预期，在此之前市场仍处于短期极致的成长行情。③上游原材料业绩仍在超预期，但对衰退的模糊共识使得市场反而倾向认为中报是业绩高增顶点，我们对下半年经济基本面并不悲观，经济仍处于向常态化的复苏过程，旧世界的周期行业需要三季度更强的基本面预期加持。④此外我们认为大众消费在明确复苏中，详见大众消费系列报告《消费复苏：K 型收敛，大众崛起》，具体行情包括纺服、啤酒、日用化妆品等。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《行业风火轮-美联储 Taper 前后 A 股港股如何反应？》2021-07-02
2、《东吴证券月度策略及金股组合：短期积极，重“制造”轻“服务”》2021-06-30
3、《东吴策略·公募分化收敛，外资流入再发力——市场温度计》2021-06-29
4、《东吴策略-朝不保暮，顺势而为——人口系列 2》2021-06-28
5、《东吴策略·十年电荒，卷土重来？——行业风火轮》2021-06-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 大跌点评：绝对收益获利了结，短期重点仍是结构，而非仓位 3
2. 极致成长风格望延续至 8 月初 3
3. 中报行情：新旧世界的高增 4
4. 风险提示 4

7 月 2 日市场出现大跌，从基本面和流动性看，7 月重点仍是结构，而非仓位。我们认为在 8 月中美两国政策会议前，国内货币政策仍将保持稳定，目前已经极致的成长风格仍望延续，但 8 月无论是货币政策还是群体免疫后的基本面，均面临变盘风险，市场风格可能重回价值。

1. 大跌点评：绝对收益获利了结，短期重点仍是结构，而非仓位

7 月 2 日市场大幅调整更多是绝对收益者的兑现收益。北上资金单日净卖出 86 亿元创年内新高，白酒、医药等稳健品种跌幅居前。5 月以来的市场反弹多数投资者净值都有回暖，但路演中投资者对全年预期收益率并未明显抬升，**重要时点过后，存在自然的兑现诉求。策略研究员需要判断短期是否存在大幅回调风险，从基本面和流动性看不必过虑。**若是流动性趋紧导致的回调，高估值的成长风格最受打压，理应看到新能源、半导体的大幅回撤，实际上 7 月 2 日 DR007 跌至 1.88，我们认为 7 月底前对货币政策不必过虑。对下半年的基本面下行几成共识，但 Q2 较 Q1 经济环比趋势是向上的，消费、制造业投资在缓慢修复。结合 1-5 月工业企业利润，我们预计上半年全 A（非金融）净利润同比增速在 70%左右，暂未到市场对基本面下行进行定价的时候。务实的看当前配置的重点是结构，而非仓位。过去两个月市场反弹更多是成长股的结构性行情，上证综指 6 月整体震荡，我们判断 7 月市场仍是震荡格局，因为短期看不到基本面和流动性的明显边际变化。

2. 极致成长风格望延续至 8 月初

中长期视角，当下并非价值向成长的切换拐点。不能从交易衰退直接切换到成长趋势，**经济衰退直接引致的是企业 EPS 下行，进入杀业绩的熊市环境，只有各板块经历剧烈调整后，才能在底部燃起对长周期的成长股的风格期待。**典型如 18 年二季度经济出现衰退迹象，18 年下半年熊市普跌。创业板为代表的成长风格直到看到 19 年二季度业绩拐点后，开启了 19 年中的成长风格切换。同样 11 年一季度开始的经济衰退，成长股在 11-12 年熊市中也遭遇大幅下杀，直到 12 年底成长股盈利增速触底，开启了 13-15 年的创业板牛市。所以站在当下时点，市场还未对模糊共识的衰退定价，成长风格难以获得穿越周期的信仰。

从流动性看，成长风格望延续至 8 月初。一年以内的成长趋势与流动性更为相关。今年最大的政策风险来自于，通胀压力下的流动性收紧杀估值。但由于经济恢复结构不均，特别是内生消费、制造业投资缓慢修复，**货币政策收紧较预期更晚，市场则理解为货币不收紧即为相对宽松，这一窗口期市场就有结构性机会。对相对收益投资者来说，业绩确定高增的成长股获得估值喘息，表现出更强弹性**，430 政治局会议定调以来，成长股逐渐走出趋势性行情。我们判断 7 月货币政策仍将保持稳健中性，二季度经济恢复

请务必阅读正文之后的免责声明部分

结构仍不稳定，财政发力较弱，需等待 8 月初政治局会议，重点分析经济形势，部署下半年经济工作。美国同样需等待 7-8 月非农就业恢复，以确定经济增长的稳定性，我们预计美联储在 8 月 Jackson Hole 全球央行年会就 Taper 做出定调。综上短期成长风格望延续至 8 月初，若 8 月前后中美货币政策出现退出迹象，同时发达国家及中国群体免疫显示较好效果，我们判断大宗商品或迎来再次上涨，市场风格再次均衡至周期价值。

3. 中报行情：新旧世界的高增

企业盈利层面今年与过去两年最大不同是不缺高增，我们预计全年全 A 非金融净利润同比 20-30%，这就使得白酒、家电在内的稳定增长品种在今年不再稀缺，只要流动性不出现快速收紧，市场转而寻找高增行业增强弹性，典型如新世界的期望：新能源车&医药 CXO&半导体,以及旧世界的复辟：上游原材料。截止 6 月底 Wind 一致预期，电气设备、医药、电子全年预测净利润同比分别为 47%、39%、77%，市场对成长股的业绩高增预期已非常充分，体现在 5、6 月行业整体业绩预测保持高位平稳，我们认为成长板块三季度可能的阶段性回调风险来自于 8 月前后政策的退出预期，在此之前市场仍处于短期极致的成长行情。上游原材料业绩仍在超预期，截止 6 月底 Wind 一致预期，采掘、钢铁、有色全年预测净利润同比升至 69%、88%、106%，但对衰退的模糊共识使得市场反而倾向认为中报是业绩高增顶点，我们对下半年经济基本面并不悲观，经济仍处于向常态化的复苏过程，旧世界的周期行业需要三季度更强的基本面预期加持。此外我们认为大众消费在明确复苏中，详见大众消费系列报告《消费复苏：K 型收敛，大众崛起》，具体行情包括纺服、啤酒、日用化妆品等。

4. 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。

通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧：今年以来 PPI 陡峭上行，并向 CPI 加速传导，通胀压力上行可能引致货币政策收紧。

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。

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

