二季度策略报告

顺势而为，淡化短期目标

主要观点

Q2 策略：顺势而为选择绩优低估值板块，淡化短期目标。我们认为二季度流动性将会成为市场的核心矛盾点，随着经济持续复苏，货币政策逐渐正常化，利率上行将成为大概率事件，投资者风险偏好也将逐渐降低。由于当前市场对利空消息相对敏感以及对流动性预期收紧的担忧，使得指数难获得趋势性行情，我们对二季度整体行情判断偏谨慎。在此情况下，结构性行情将成为二季度市场的主旋律，板块轮动将加快，低估值叠加业绩较好的行业和板块将更易获得市场青睐。因此我们认为可淡化短期收益目标，在行业配置方面可重点关注轻工制造、建筑装饰、传媒；中长期仍看好科技、消费和医药。

Q1 回顾：2021 年第一季度市场整体先扬后抑，各项指标春节前后反差明显，当前主要指数估值依然处于相对高位。Q1 市场整体并未延续去年末的上涨行情，以春节为节点，市场行情出现反转。截至截至 3 月 31 日，沪综指、深成指、创业板指分别下跌 0.90%、2.78%和 7.00%。由于 Q1 各项数据相对真空，市场出现拐点主要由情绪推动，一方面是对国内流动性预期收紧增强；另一方面则是前期涨幅较大的高估值抱团股承压，导致集体调整。Q1 行业呈现对半开的格局，以春节为节点，前后走势完全相反。以食品饮料、休闲服务、电气设备为例，节前涨幅分别为 15.96%、26.88%及 13.92%，而节后三个行业的跌幅分别为 20.55%、13.28%和 16.83%。行业表现出明显的轮动特征，高估值板块的回调成为影响行业表现的重要因素，而顺周期板块则受益于全球经济复苏，表现相对较好。对比年初 A 股市场估值整体回落，但依然高于各自十年平均值及中位数，估值水平依然处于相对高位。

Q2 趋势判断：经济基本面向好，流动性偏紧，市场风险偏好下行。我们认为当前经济基本面恢复基础仍有待巩固，但综合 1-2 月数据及 3 月 PMI 来看，制造业对我国基本面的支撑效果明显，制造业产需双扩张表明当前工业维持高景气度，后续二季度需重点关注消费的恢复情况，整体来看我国基本面仍将继续延续复苏态势。宏观流动性方面：在经济复苏阶段，通常对应资金利率上行，从年初以来长短端的资金利率普遍有所上行，而随着经济基本面的稳步复苏，利率端仍有一定的上行空间。整体来看，根据央行的表述银行间流动性将继续保持“紧平衡”的状态，而信用端或呈收缩态势。我们认为投资者对流动性及高估值的担忧或导致市场风险偏好在二季度呈下行态势。

行业配置：轻工制造、建筑装饰、传媒。当前轻工制造是低估值叠加业绩向上的典型板块，同时受需求持续改善影响，中长期表现值得关注。建筑龙头企业在手订单相对充足，专业工程方面有望获得“十四五”规划的政策支持。受益于国内疫情防控形势的持续好转以及国内经济的持续复苏，传媒板块内的广告营销、电影、出版等细分板块业绩有望进入修复阶段。我们认为传媒板块股价已经过调整，其未来修复空间相对较大，在业绩修复预期增强的带动下板块有望迎来超跌反弹，可将持续关注。

主题投资：紧扣“十四五”产业规划路线。我们认为今后科技创新将是核心发展领域，结合我们对二季度行情的判断，可重点关注云计算、大数据及电子等相关领域。当前在疫情仍未完全消退的背景下，医药生物行业作为刚需产业，虽然估值相对偏高，当期强确定性能够支持企业业绩，行业盈利有望持续保持高增速。

风险提示：疫情超预期、美股大跌超预期、流动性收紧超预期、经济下行超预期。

A 股主要指数 Q1 涨跌幅

指数	涨跌幅	点数
沪综指	-0.90%	3,441.91
深成指	-4.78%	13,778.67
上证 50	-2.78%	3,539.37
沪深 300	-3.13%	5,048.36
创业板	-7.00%	2,758.50

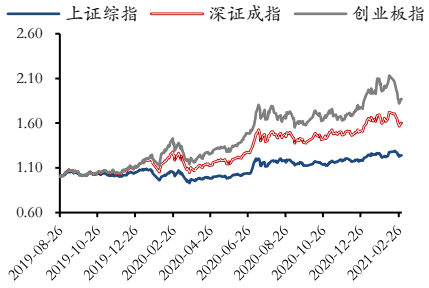
资料来源：Wind，万和证券研究所

国际主要指数 Q1 涨跌幅

指数	涨跌幅	点数
道琼斯工业指数	7.76%	32,981.55
纳斯达克指数	2.78%	13,246.87
标普 500	5.77%	3,972.89
富时 100	3.92%	6,713.63
法国 CAC40	9.29%	6,067.23
德国 DAX	9.40%	15,008.34
日经 225	6.32%	29,178.80
恒生指数	4.21%	28,378.35
韩国综合指数	6.54%	3,061.42

资料来源：Wind，万和证券研究所

近一年主要指数走势



数据来源：Wind，万和证券研究所

作者

刘志勇 分析师
SAC 执业证书：S0380520030001
联系电话：0755-82830333（136）
邮箱：liuzy@wanhesec.com

沈彦東 分析师
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

正文目录

一、行情回顾：先扬后抑，震荡回落 3
二、二季度策略：顺势而为，淡化短期目标 7
（一）基本面：延续恢复态势 7
（二）宏观流动性：逐步回归正常态 8
（三）风险偏好：或逐步降低 10
（四）企业盈利：整体向好 11
三、行业配置：绩优为上 12
四、主题投资 13
五、风险提示 13

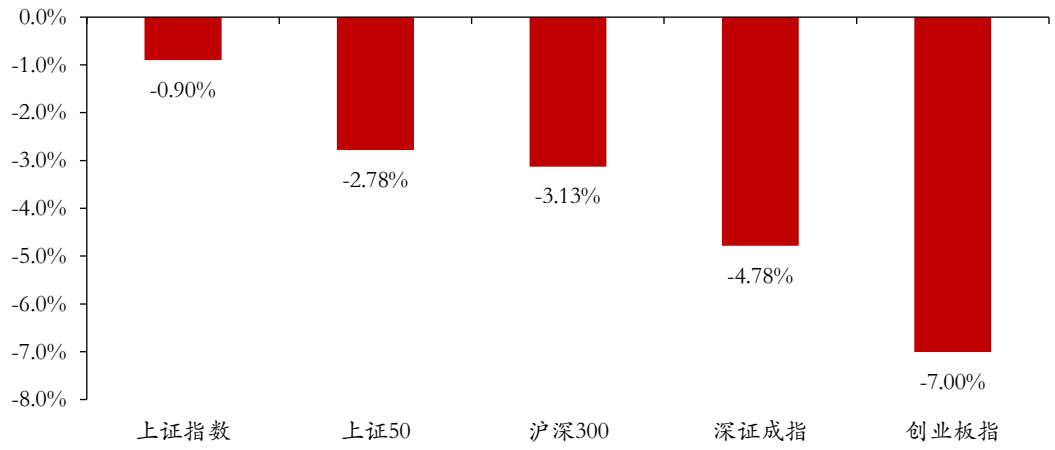
图表目录

图表 1 Q1 主要指数涨跌幅（%） 3
图表 2 Q1 两市日均成交额变化（亿元） 3
图表 3 Q1 两市日均成交量变化（亿股） 3
图表 4 全球主要指数 2021 年 Q1 涨跌幅（%） 4
图表 5 Q1 申万一级行业涨跌幅（%） 4
图表 6 Q1 人民币计北向资金概况（亿)) 5
图表 7 过去一年两融概况（亿） 5
图表 8 规过去两年新成立偏股型基金（亿份） 5
图表 9 社会消费品零售总额同比（只） 5
图表 10 上证综指 PE-TTM（倍） 6
图表 11 深证成指 PE-TTM（倍） 6
图表 12 创业板 PE-TTM（倍） 6
图表 13 上证 50 PE-TTM（倍） 6
图表 14 申万一级行业估值及当前所处历史（十年）分位点（截至 3 月 31 日） 6
图表 15 制造业 PMI 十年走势（%） 8
图表 16 规模以上工业增加价值同比（%） 8
图表 17 社会消费品零售总额同比（%） 8
图表 18 全国固定资产投资同比（%） 8
图表 19 全国房地产开发投资同比（%） 8
图表 20 货币供应同比（%） 9
图表 21 SHIBOR（%） 9
图表 22 R007 与 DR007（%） 9
图表 23 社会融资规模存量同比（%） 10
图表 24 人民币贷款准备金率（%） 10
图表 25 中债国债到期收益率（%） 10
图表 26 中债国债 1 年期与 10 年期利差（%） 10
图表 27 新增投资者数量（万人） 11
图表 28 近五年以来换手率（%） 11
图表 29 主要指数及申万一级行业盈利增速预测（%、倍） 11

一、行情回顾：先扬后抑，震荡回落

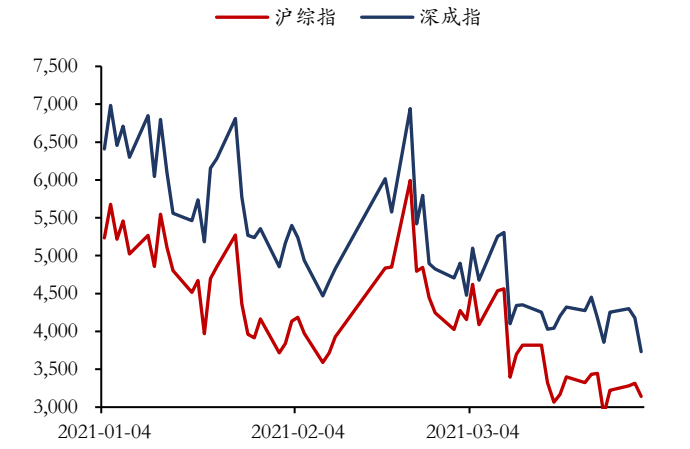
2021 年第一季度市场整体先扬后抑，指数普跌。Q1 市场整体并未延续去年末的上涨行情，以春节为节点，市场行情出现反转。截至 3 月 31 日，沪综指、深成指、创业板指分别下跌 0.90%、2.78%和 7.00%。如果把第一季度分成两个阶段来看，市场表现出截然不同的状态，以春节为节点，沪综指、深成指、创业板指节前分别上涨 5.24%、10.65%和 15.09%；节后三大指数分别下跌 5.83%、12.14%和 19.19%。由于 Q1 各项数据相对真空，市场出现拐点主要由情绪推动，一方面是对国内流动性预期收紧增强；另一方面则是前期涨幅较大的高估值板块承压，导致集体调整。从市场量能方面来看，Q1 两市日均成交额 9439.83 亿元，环比上升 17.62%，同比上升 9.75%；两市日均成交量 696.49 亿股，环比上升 17.14%，同比下降 7.87%；两市日均换手率 5.05%，环比上升 24.88%，同比下降 12.85%。市场交投相对活跃，但 Q1 量能指标同样呈现先扬后抑态势，以春节为节点，前后出现明显的变化。

图表 1　Q1 主要指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2　Q1 两市日均成交额变化（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3　Q1 两市日均成交量变化（亿股）

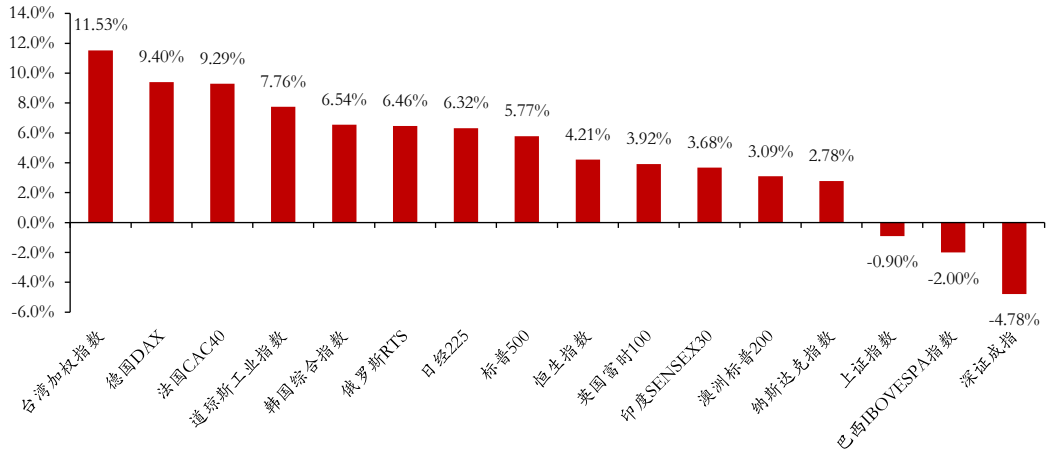


资料来源：Wind，万和证券研究所

全球视角来看主要经济体指数 Q1 收涨。美国方面，道琼斯、标普、纳斯达克涨幅分别为 7.76%、5.77%、2.78%；欧洲方面德国 DAX、法国 CAC40、富时 100 涨幅分别为 9.40%、9.29%、3.92%；

亚太方面日经 225、韩国综合指数、恒生指数涨幅分别为 6.32%、6.54%、4.21%。海外方面主要受到疫苗接种及全球经济复苏等因素影响，此外拜登政府上台后的 1.9 万亿美元经济刺激计划对海外市场有一定的提振影响。但随着十年期美债收益率快速上行以及欧洲等国疫苗接种不及预期，在 Q1 后半阶段全球指数呈现震荡走势。但整体来看 Q1 海外市场表现优于 A 股指数。

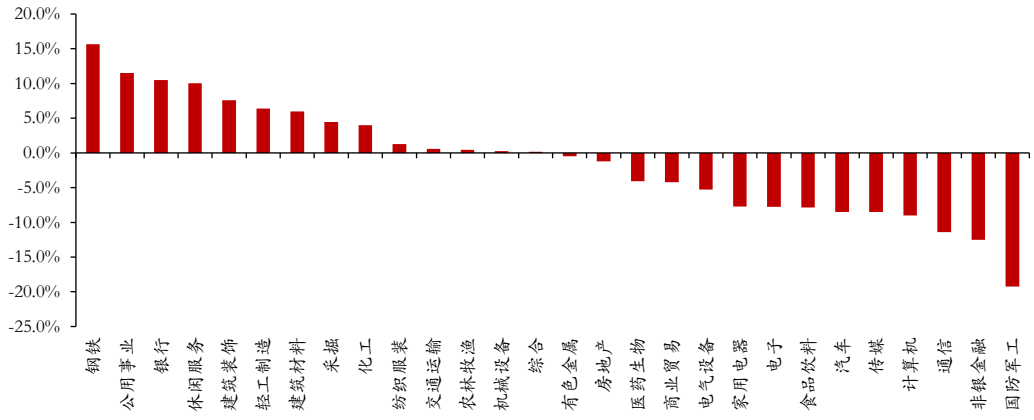
图表 4　全球主要指数 2021 年 Q1 涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

申万一级行业涨跌互现，顺周期板块表现相对较好。Q1 钢铁（15.66%）、公用事业（11.50%）、银行（10.51%）涨幅居前，国防军工（-19.26%）、非银金融（-12.50%）、通信（-11.42%）跌幅居前。整体来看 Q1 行业呈现对半开的格局，与指数走势相同，多数申万一级行业以春节为节点，前后走势完全相反。以食品饮料、休闲服务、电气设备为例，节前涨幅分别为 15.96%、26.88%及 13.92%，而节后三个行业的跌幅分别为 20.55%、13.28%和 16.83%。行业表现出明显的轮动特征，高估值板块的回调成为影响行业表现的重要因素，而顺周期板块则受益于全球经济复苏，表现相对较好。概念板块方面稀土指数（43.38%）、橡胶指数（29.03%）、PM2.5 指数（22.71%）涨幅居前；黄酒指数（-34.06%）、航空发动机指数（-23.33%）、航空装备指数（-24.15%）跌幅居前。

图表 5　Q1 申万一级行业涨跌幅（%）

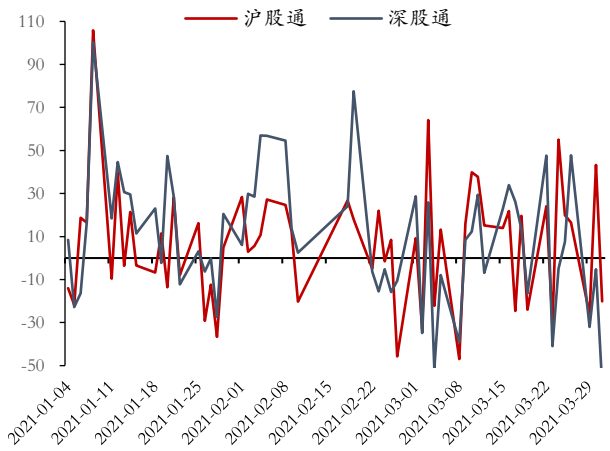


资料来源：Wind，万和证券研究所

北上资金持续净流入，两融余额小幅提升。Q1 北上资金呈净流入态势，人民币计净流入 998.92

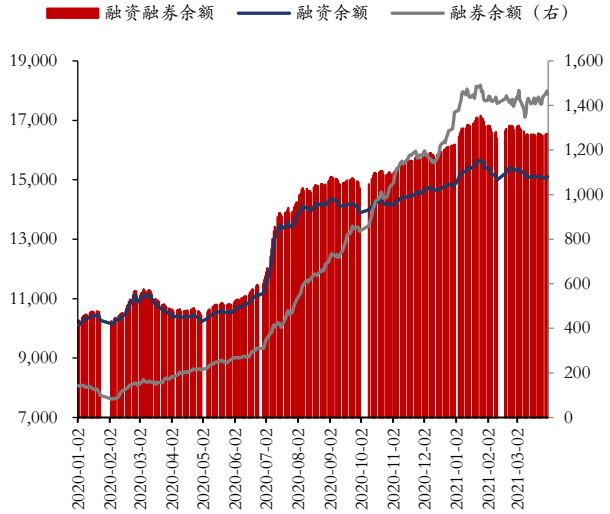
亿元，其中沪股通流入 400.74 亿元，深股通流入 598.18 亿元；环比去年 Q4 减少 13.28%，同比增加 658.15%，整体来看北向资金依然呈现稳步流入趋势。截至 3 月 31 日，融资融券余额 16547.25 亿元，其中融资余额 15096.84 亿元，融券余额 1450.42 亿元；对比年初增加 108.39 亿元，融资余额增加 37.12 亿元，融券余额增加 71.29 亿元。两融亦呈现稳步增长态势。公募基金方面，Q1 新成立偏股型公募基金依然保持较高的发行量，环比去年第四季度多发 156 只偏股型基金，截至 3 月 31 日，偏股型新发基金共 365 只，共发行 9448.38 亿份，虽然在 3 月份公募基金发行有所放缓，但整体来看 Q1 新发偏股型基金规模依然较大。

图表 6　Q1 人民币计北向资金概况（亿））



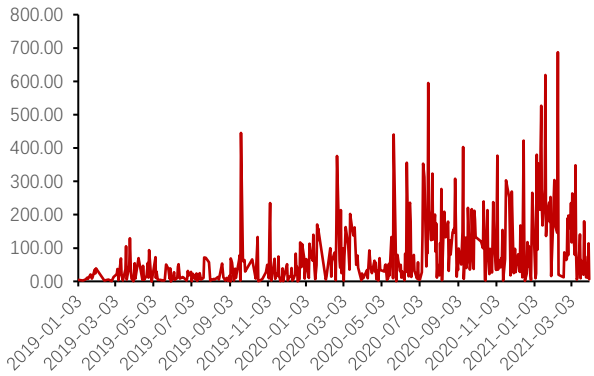
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7　过去一年两融概况（亿）



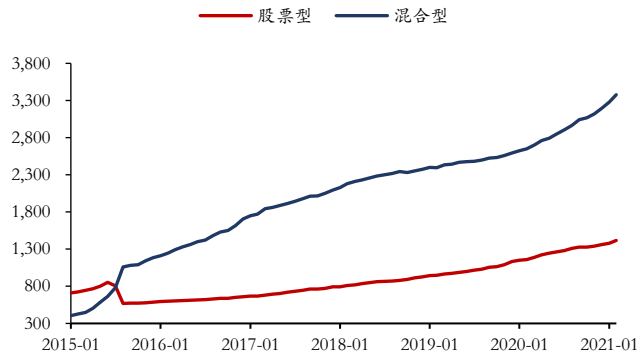
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8　过去两年新成立偏股型基金（亿份）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9　社会消费品零售总额同比（只）

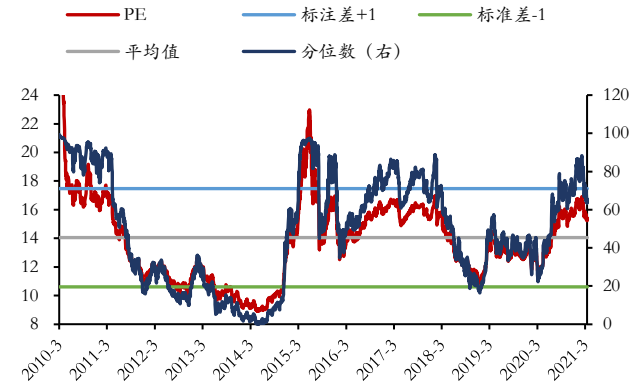


资料来源：Wind，万和证券研究所

市场估值水平有明显回落，但指数整体仍处于历史（十年）偏高位置。截至 3 月 31 日上证综指、深证成指、创业板指、上证 50 PE-TTM 分别为 15.34 倍（年初值 16.22、历史十年平均值 14.10、历史十年中位数 13.82）、29.67 倍（年初值 33.04、历史十年平均值 23.95、历史十年中位数 22.84）、59.85 倍（期初值 67.35、历史十年平均值 52.96、历史十年中位数 52.19）、13.26 倍（年初值 14.21、历史十年平均值 10.57、历史十年中位数 10.08），分别位于 63.56%、74.94%、72.21%、89.35%分位；对比年初 A 股市场估值整体回落，但依然高于各自十年平均值及中位数，估值水平依然处于相对高位。对比年初申万一级行业估值多数下降，以 50%历史分位为分界点，有 13 个行业估值相对偏高，其中休闲服务、食品饮料、家用电器、交通运输、汽车

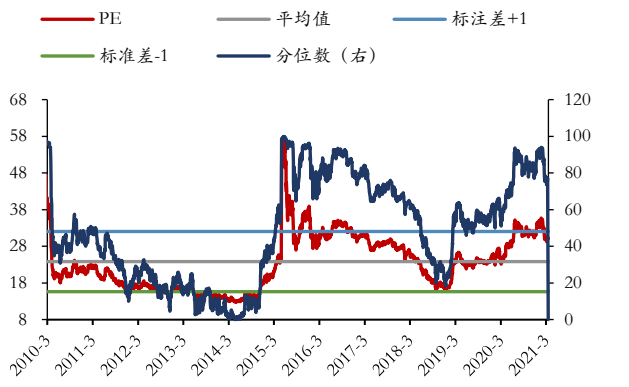
值分别为 187.72 倍、48.56 倍、25.44 倍、27.06 倍、28.74 倍，其所处位置均高于历史 90%分位；以 20%历史分位为分界点，有 5 个行业估值相对偏低，其中房地产、农林牧渔、通信、建筑装饰、非银金融估值分别为 8.38 倍、16.69 倍、33.44 倍、9.49 倍和 15.27 倍，分别位于历史 1.43%、2.20%、6.15%、8.40%和 15.84%分位。整体来看，对比年初行业估值已多数回落，但部分行业估值依然相对偏高。

图表 10　上证综指 PE-TTM（倍）



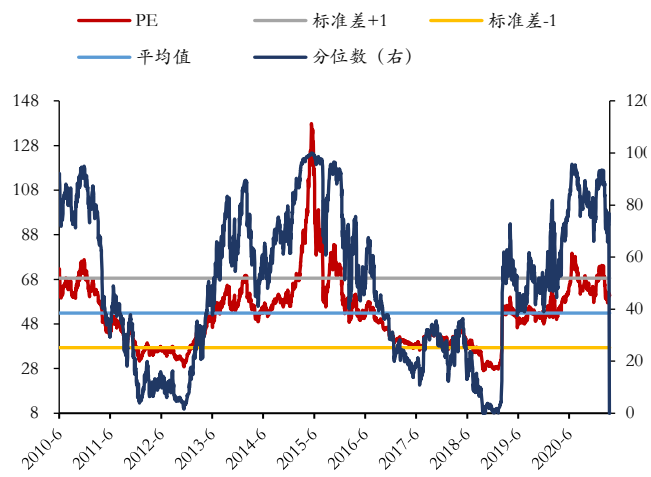
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11　深证成指 PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12　创业板 PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13　上证 50 PE-TTM（倍）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14　申万一级行业估值及当前所处历史（十年）分位点（截至 3 月 31 日）

行业	PE-TTM（倍）	历史分位点（%）	PE 年初值（倍）	历史分位点（%）	PE 变化
休闲服务	187.72	99.71%	168.61	100.00%	下降
食品饮料	48.56	97.55%	55.04	100.00%	下降
家用电器	25.44	92.86%	28.73	97.31%	下降
交通运输	27.06	90.68%	25.14	85.94%	上升
汽车	28.74	90.33%	32.49	96.41%	下降
银行	7.78	80.92%	7.10	67.99%	基本持平
纺织服装	37.12	77.94%	36.63	76.46%	上升
计算机	62.09	72.17%	72.03	84.78%	下降
医药生物	42.11	71.18%	45.27	84.48%	下降

电气设备	43.66	70.67%	51.31	93.31%	下降
化工	31.30	65.91%	31.67	68.79%	基本持平
有色金属	46.64	52.80%	51.71	62.06%	下降
商业贸易	27.08	50.86%	27.20	50.37%	基本持平
机械设备	29.74	47.03%	30.52	51.53%	下降
国防军工	60.80	42.40%	79.95	68.74%	下降
公用事业	21.19	40.74%	18.65	17.56%	上升
采掘	16.60	37.26%	16.88	40.52%	基本持平
综合	35.16	33.96%	36.95	38.35%	下降
电子	43.81	33.89%	50.71	52.36%	下降
轻工制造	30.47	32.83%	26.16	21.95%	上升
钢铁	15.98	30.03%	14.82	27.92%	上升
建筑材料	15.38	26.62%	14.78	22.36%	上升
传媒	34.90	21.04%	36.59	28.23%	下降
非银金融	15.27	15.84%	18.67	54.47%	下降
建筑装饰	9.49	8.40%	8.97	1.01%	上升
通信	33.44	6.15%	37.84	27.08%	下降
农林牧渔	16.69	2.20%	17.11	1.65%	下降
房地产	8.38	1.43%	8.35	0.64%	基本持平

资料来源：Wind，万和证券研究所

二、二季度策略：顺势而为，淡化短期目标

二季度策略顺势而为，淡化短期目标。我们在年度报告《新起点，待风来》中判断 2021 年整体行情偏谨慎，并淡化了二季度的行情预期。当前我们对二季度行情判断依然偏谨慎，但随着年报及一季报的披露，部分绩优板块或将继续获得资金青睐，顺势而为在结构上可布局绩优板块，但考虑到整体行情或拖累板块表现，淡化短期目标，坚持中长期布局。

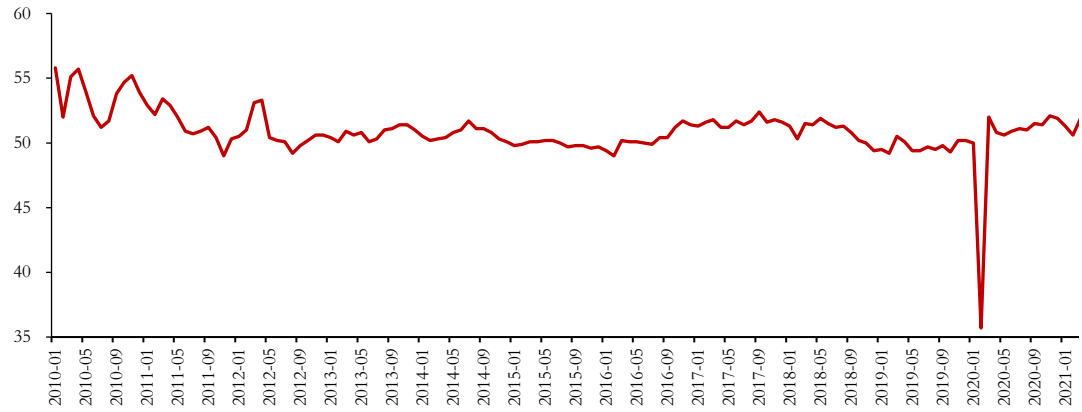
（一）基本面：延续恢复态势

基本面延续复苏态势，制造业表现强劲。一季度经济基本面继续保持恢复性增长，与 2019 年相比增势平稳。工业方面：1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，环比看 2 月份增长 0.69%；固定资产投资方面：1-2 月份全国固定资产投资同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，环比看 2 月份增长 2.43%；房地产开发投资方面：1-2 月份全国房地产开发投资同比增长 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%；消费方面：1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。

从经济数据来看，工业表现强劲。工业增加值参考两年平均增速保持在近年来较高水平装备制造和高技术制造业两年平均增长分别为 10.2%和 13.0%，结合 PMI 已连续 13 月位于扩张区间来看，工业恢复形势良好，受国内疫情防控形势良好，经济恢复持续稳步推进。此外今年“就地过年”政策使企业节后开工复工速度变快，海外经济复苏形势较好，外需订单持续恢复；投资表现相对平淡，结构性表现明显，高技术产业相对活跃，制造业与基建相对低迷；消费略显低迷，由于当前并未完全摆脱疫情，部分消费动能未完全释放，此外 1-2 月份的“就地过年”使部分可选消费被限制，随着我国疫情防控形势的稳定，消费有望稳步恢复。我们认为当前我们经济基本面恢复基础仍有待巩固，但通过 1-2 月数据及 3 月 PMI 来看，制造业

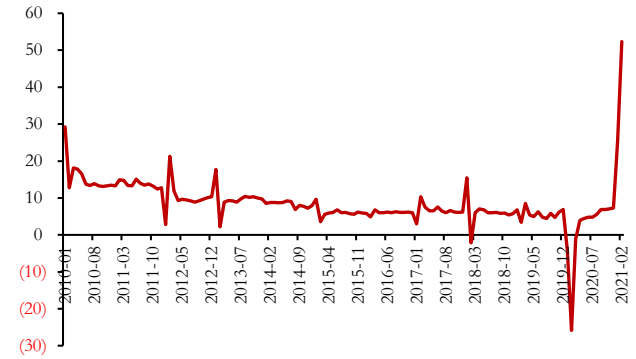
对我国基本面的支撑效果明显，制造业产需双扩张表现当前工业维持高景气度，后续二季度需重点关注消费的恢复情况，整体来看我国基本面仍将继续延续复苏态势。

图表 15 制造业 PMI 十年走势（%）



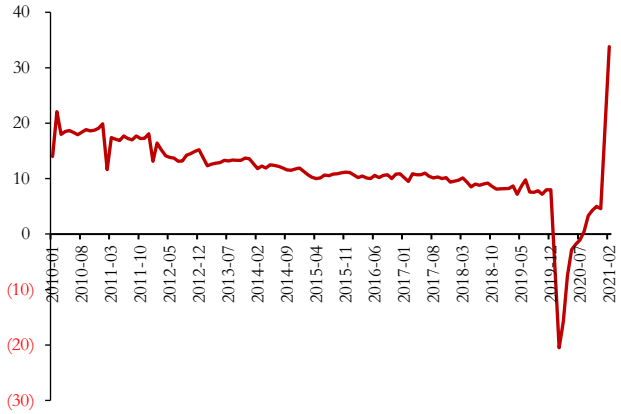
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 规模以上工业增加价值同比（%）



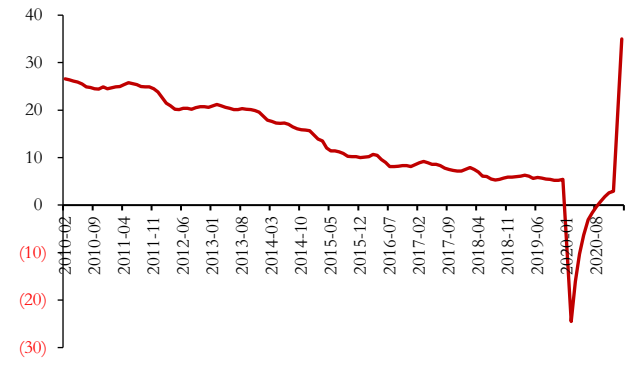
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 社会消费品零售总额同比（%）



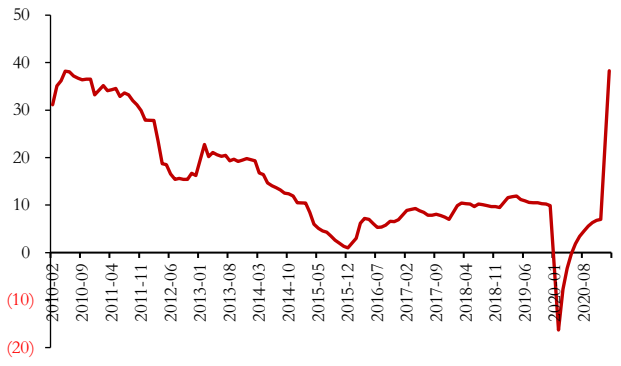
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 全国固定资产投资同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 全国房地产开发投资同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

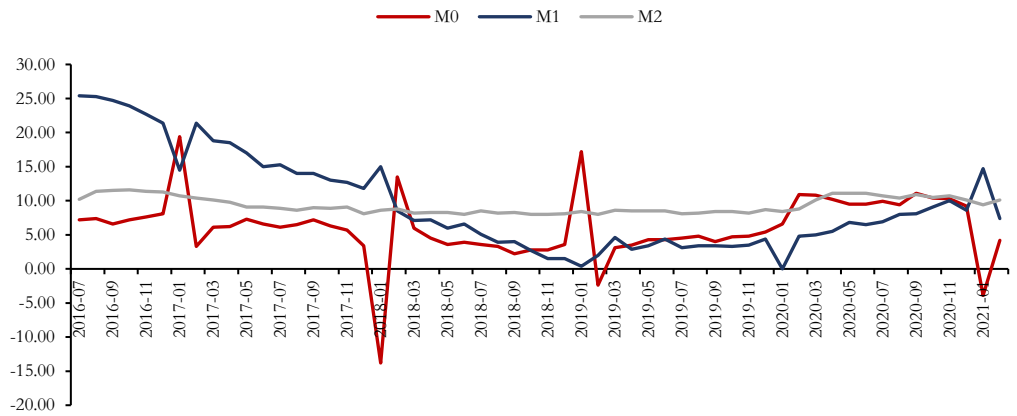
（二）宏观流动性：逐步回归正常态

2021 年政府工作报告中关于货币政策的表述与央行《2020 年第四季度货币政策执行报告》

的表述基本一致，政府工作报告强调了推广随借随还贷款，更多的使资金向科技创新等小微企业流动。货币政策基本符合市场预期，在部分领域如科技创新、碳中和等政策支持力度超预期。

M1 同比大幅下降，M2 回升。2 月 M1 同比增长 7.4%，较前值大幅回落 7.3 个百分点，M2 同比增长 10.1%，较前值提升 0.7 个百分点。M1 回落主要是由于春节错位下的基数效应，2020 年春节是 1 月下旬，2021 年是 2 月中旬，企业资金在 2 月集中以工资奖金的形式向居民转移，对应非金融企业存款同比显著少增，居民存款同比显著多增，体现为 M1 回落，M2 上涨。

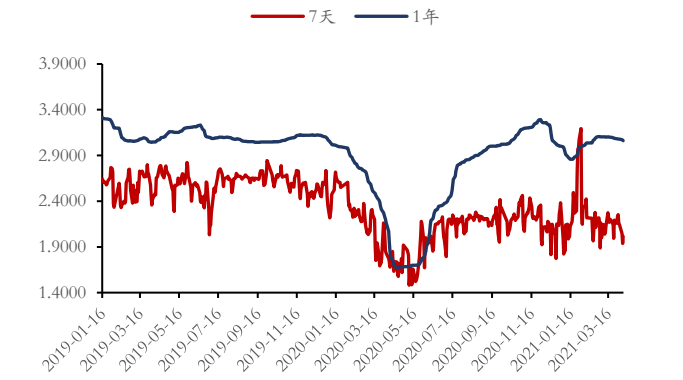
图表 20　货币供应同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

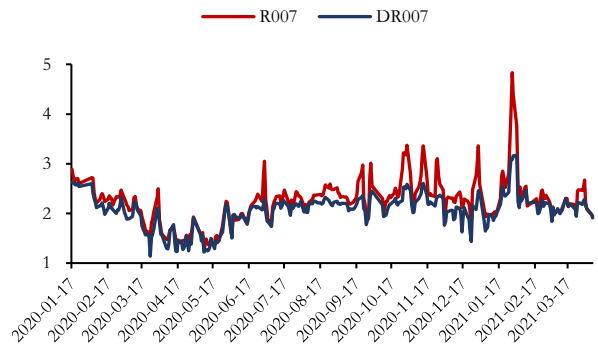
目前银行间市场流动性相对充裕。资金利率普遍上行，截至 3 月 31 日，R007、SHIBOR 1 周、SHIBOR 1 年分别为 2.2855%、2.2510%及 3.0800%较年初分别上行 0.4303、0.2580、0.0870 个百分点。年初以来，资金面有所收紧，短端利率普遍上行但整体仍然维持合理充裕。

图表 21　SHIBOR（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 22　R007 与 DR007（%）

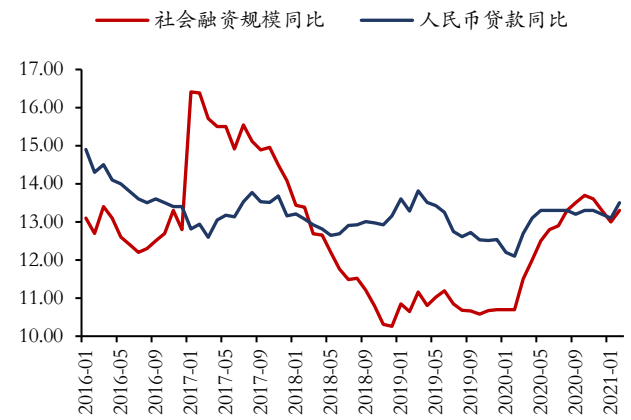


资料来源：Wind，万和证券研究所

社融短期超预期。2021 年 2 月新增社会融资规模 1.71 万亿元，环比 1 月受季节性因素显著回落，但比去年同期多增 8000 多亿，显著强于季节性因素，其中中长期贷款贡献了主要增量，反映出实体融资需求强劲。由于一季度“就地过年”政策对企业节后复工复产带来利好，带动了企业节后对资金的需求。同时企业复工复产的加快则更有利于经济的复苏，使复工复产与经济复苏形成正循环相互影响。同时存量社融止跌回升至 13.3%，但货币政策逐步退出，从央行以及政府工作报告的表述中都可以看出是大概率事件，因此我们仍然维持社融缓慢掉

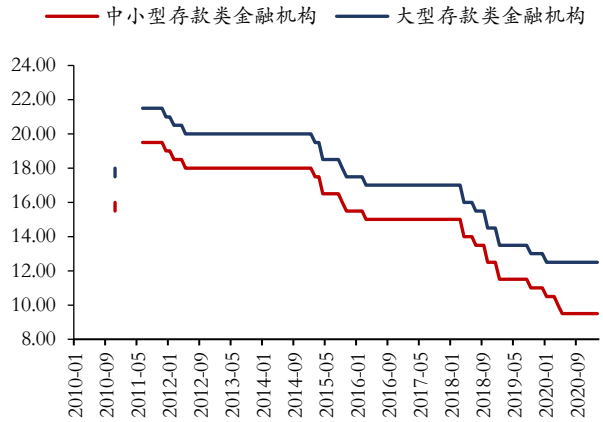
头的判断，社融短期超预期更多的季节性影响，二季度关注社融掉头速度及中长期贷款变化。

图表 23　社会融资规模存量同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

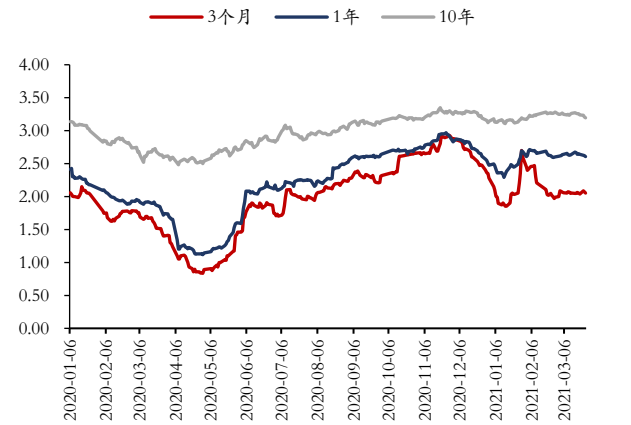
图表 24　人民币贷款准备金率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

长短端国债收益率小幅上行，利差收窄。截至 3 月 31 日一年期国债收益率 2.5770%，较年初上升 0.0818 个百分点，十年期国债收益率 3.1887%，较年初上行 0.0107 个百分点，两者利差 0.6117%，较年初收窄 0.0711 个百分点。

图表 25　中债国债到期收益率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 26　中债国债 1 年期与 10 年期利差（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

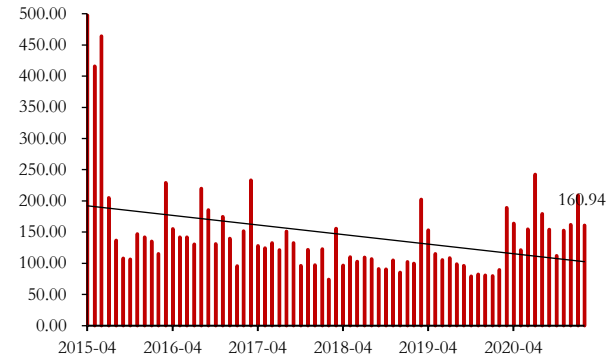
货币政策逐步常态化，利率或小幅上行。年初以来，社融保持连续高增长的状态，融资活动作为经济活动的前导指标，显示出市场主体对未来一段时间的经济预期较好，进一步夯实经济复苏的预期。M2 和社融增速不改缓慢掉头的趋势，结合《政府工作报告》的定调来看，今年的货币政策主线仍是“稳”，显示后续信贷政策可能偏严。在经济复苏阶段，通常对应资金利率上行，从年初以来长短端的资金利率普遍有所上行，而随着经济基本面的稳步复苏，利率端仍有一定的上行空间。整体来看，根据央行的表述银行间流动性将继续保持“紧平衡”的状态，而信用端或呈收缩态势。

（三）风险偏好：或逐步降低

市场风险偏好或逐步下降。我们在 2021 年年度策略中判断，2021 年宏观环境偏积极、海外环境偏积极、企业盈利偏积极，影响市场变化的核心变量在于流动性和估值。考虑到央行对

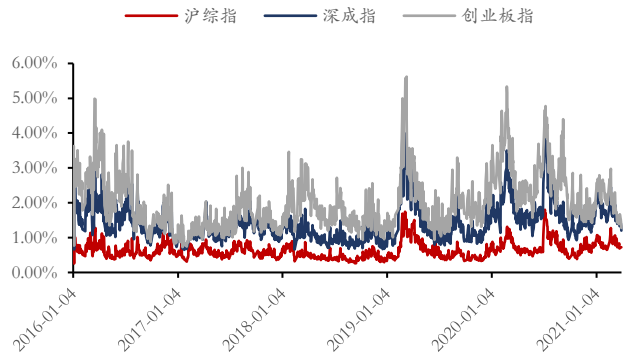
货币政策的表述，二季度资金利率大概率呈上行态势，同时当前 A 股整体估值水平依然保持相对较高位置；同时观察到当前新增投资者数量及日均换手率呈下降态势，说明 Q1 整体市场活跃度逐步下降。我们认为投资者对流动性及高估值的担忧或导致市场风险偏好在二季度呈下行态势。

图表 27　新增投资者数量（万人）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28　近五年以来换手率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（四）企业盈利：整体向好

A 股盈利整体情况向好。根据当前已披露数据整理（随着披露个股增加，数值或有变化）2020Q4 全部 A 股单季度营收同比增长率为 4.02%；归母净利润同比增长率为 57.01%；剔除金融后单季度营收同比增长率为 3.29%，归母净利润同比增长率为 74.99%；剔除金融石油石化后单季度营收同比增长率为 11.28%，归母净利润同比增长率为 88.63%。具体板块来看，根据 Wind 一致预期，上证综指、深证成指、创业板指预期净利润同比增长率分别为 3%、30%及 46%，一致预期两年复合净利润增长率为 9%、27%及 40%。从行业角度来看，传媒、通信、有色金属预期净利润增长率最高，而休闲服务、交通运输、商业贸易则相对偏低。我们认为随着我国疫情的消退以及经济基本面的持续复苏，A 股企业整体经营环境好于 2020 年，叠加当前制造业产需双扩张的趋势，A 股企业的盈利将继续稳步恢复。

图表 29　主要指数及申万一级行业盈利增速预测（%、倍）

证券简称	2020Q3 归母净利润同比（单季）	2020Q4 归母净利润同比（单季）预测值	市盈率 PE(TTM)（倍）	一致预测净利润同比	一致预测净利润 2 年复合增长率
上证指数	5.47	14.92	15.24	3.45	8.64
深证成指	15.31	21.89	29.67	30.33	26.90
创业板指	6.77	23.78	59.85	45.65	40.30
申万一级行业					
证券简称	2020Q3 归母净利润同比（单季）	2020Q4 归母净利润同比（单季）预测值	市盈率 PE(TTM)（倍）	一致预测净利润同比	一致预测净利润 2 年复合增长率
传媒	-10.53	10.36	34.90	401.11	99.51
通信	7.78	9.08	33.44	106.57	41.02
有色金属	15.49	38.97	46.64	90.10	54.07
农林牧渔	34.66	78.84	16.69	78.47	44.15
电气设备	24.64	83.39	43.66	75.58	38.33
机械设备	23.42	47.23	29.74	59.25	30.13
医药生物	10.38	50.69	42.11	55.39	38.01
综合	5.77	313.36	35.16	54.54	26.77

电子	10.22	32.33	43.81	50.26	42.06
公用事业	3.43	38.46	21.19	49.84	19.87
国防军工	26.69	51.26	60.80	46.99	33.67
汽车	18.98	62.82	28.74	32.86	22.60
建筑材料	18.15	17.33	15.38	21.30	15.80
房地产	14.63	3.95	8.38	20.91	12.99
食品饮料	11.34	18.19	48.56	18.47	17.04
建筑装饰	22.20	16.30	9.49	11.33	11.30
轻工制造	12.02	11.96	30.47	9.89	27.28
钢铁	2.37	49.66	15.98	7.90	14.28
非银金融	15.33	35.17	15.27	5.85	10.73
家用电器	13.37	16.42	25.44	2.62	8.52
银行	3.33	-4.76	7.78	1.77	3.27
化工	-15.92	99.10	31.30	-1.61	23.62
采掘	-11.98	76.02	16.60	-1.94	10.29
纺织服装	-8.95	-45.37	37.12	-2.07	11.67
计算机	4.50	-9.63	62.09	-14.07	24.13
商业贸易	7.32	-50.67	27.08	-34.35	-0.92
交通运输	3.27	-25.84	27.06	-67.30	5.41
休闲服务	-25.56	-23.46	187.72	-112.27	28.94

资料来源：Wind，万和证券研究所

三、行业配置：绩优为上

顺势而为选择绩优低估值板块，淡化短期目标布局中长期。我们认为二季度流动性将会成为市场的核心矛盾点，随着货币政策正常化以及经济的持续复苏，利率上行将成为大概率事件，在此情况下低估值叠加业绩较好的板块更易获得市场青睐。此外我们对二季度整体行情判断偏谨慎，由于当前市场对利空消息相对敏感以及对流动性预期收紧的担忧使得指数难获得趋势性行情，结构性行情获将成为未来的主旋律，板块轮动间加大了选择判断的难度，因此我们认为可淡化短期收益目标，以中长期布局为主。在行业配置方面可重点关注轻工制造、建筑装饰、医药生物。

轻工制造：截至 3 月 31 日轻工制造动态 PE 为 30.47 倍，位于历史（十年）32.83%分位，Wind 一致预期净利润 2 年复合增长率为 27.28%。我们认为随着全球经济的复苏以及国内经济的稳步恢复，轻工制造行业将继续维持高景气度；一方面国内地产销售及竣工面积逐步改善，带动家居需求的持续回升，同时海外疫情的逐步缓解，或有望提振家居出口；而下游需求端的持续扩张对造纸板块利好，虽有木浆价格上涨等因素扰动，但在需求推动下造纸仍将继续保持高景气度。当前轻工制造是低估值叠加业绩向上的典型板块，同时受需求持续改善影响，及中长期表现值得关注。

建筑装饰：截至 3 月 31 日建筑装饰动态 PE 为 9.49 倍，位于历史（十年）8.40%分位，Wind 一致预期净利润 2 年复合增长率为 38.01%。根据 2021 年《政府工作报告》，报告指出“扩大有效投资。今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优化债券资金使用，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。中央预算内投资安排 6100 亿元。继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改

造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平”。我们认为无论从坚持扩大内需的角度来看，还是从“新基建”角度来看，未来建筑装饰行业景气度有望持续提振。当前建筑龙头企业在手订单相对充足，而专业工程方面有望获得“十四五”规划的政策支持。整体来看，我们认为在“十四五”规划的支持下，板块业绩确定性相对较强，且估值偏低的属性使板块具备估值修复基础，可持续关注。

传媒：截至 3 月 31 日传媒动态 PE 为 34.90 倍，位于历史（十年）21.04%分位，Wind 一致预期净利润 2 年复合增长率为 99.51%。作为疫情期间受负面影响较大的行业，在 2020 年传媒板块整体表现一般，板块 PE 水平近一步下移，截至 3 月 31 日，传媒板块的动态 PE 已位于十年历史相对偏低程度。而受益于国内疫情防控形势的持续好转以及国内经济的持续复苏，传媒板块内的广告营销、电影、出版等细分板块业绩有望进入修复阶段。我们认为传媒板块股价调整过其未来修复空间相对较大，在业绩修复预期增强的带动下板块有望迎来超跌反弹，可将持续关注。

四、主题投资

紧扣“十四五”产业规划路线。我们在年度策略中推荐三条主题投资路线，一是深化改革，二是自主可控，三是扩大内需。当前“十四五”规划已经发布，规划中将创新驱动上升到了新高度，明确提出坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。我们认为今后科技创新将是核心发展领域，结合我们对二季度行情的判断，可重点关注云计算、大数据及电子等相关领域；此外作为疫情期间最重要刚需型板块，医药生物强确定性使行业持续保持高景气度。此外带量采购常态化及医保“腾笼换鸟”促使企业加快创新药研发与投放；而随着国内疫情的逐步缓解以及经济的持续恢复，医疗服务领域需求持续扩张。我们认为当前在疫情仍未完全消退的背景下，医药生物行业作为刚需产业，虽然估值相对偏高，当期强确定性使企业业绩可以得到较强支撑，行业盈利有望持续保持高增。

五、风险提示

疫情超预期、美股大跌超预期、流动性收紧超预期、经济下行超预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的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。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn