

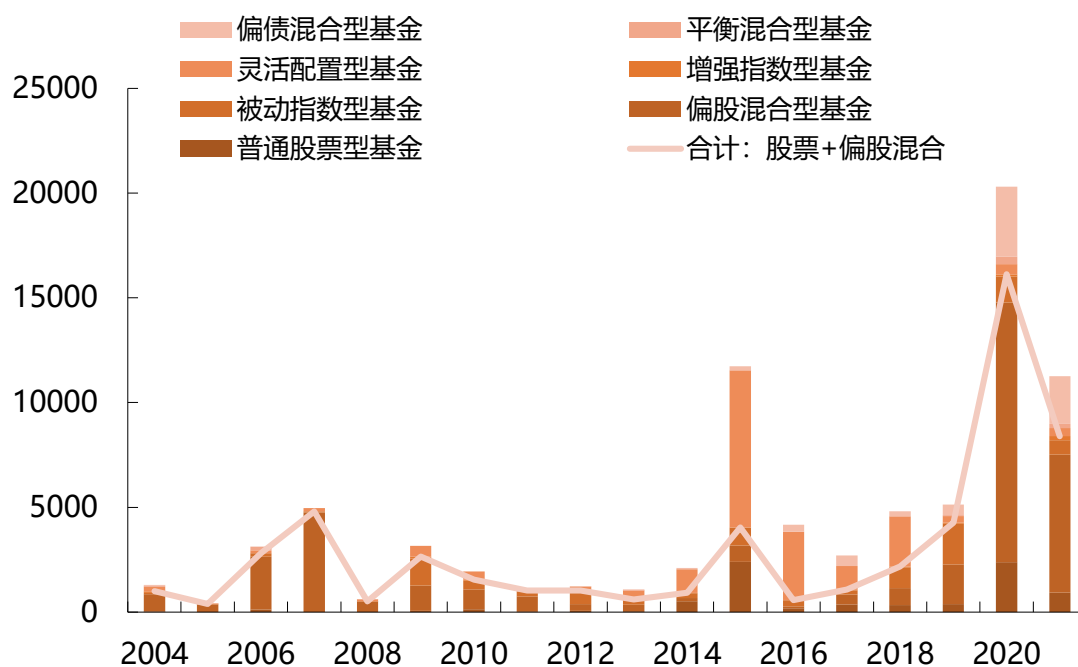
宏观环境相对稳定 拥抱时代的长期成长资产

文/东方红资产管理 权益研究团队

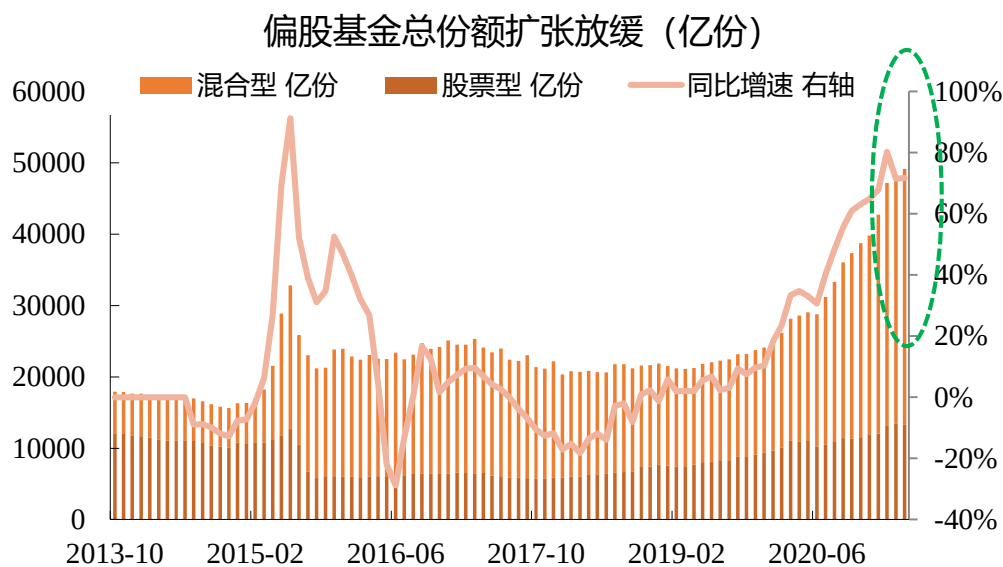
一、 资金层面

1. **2021 年 Q2 以来基金发行降温，但并未有赎回潮。**今年前五个月新发偏股基金过万亿，一季度贡献 9500 亿规模。继 2020 年全年偏股基金发行 2 万亿创下历史最高后，今年前五个月偏股基金（股票型+混合型）共发行 11263 亿元，再度超过万亿；前期市场大幅调整，但基金赎回潮并未发生。2 月市场大幅回调，但老基金净申购 1810 亿元，3 月市场延续震荡，老基金净赎回 1208 亿元，4 月净赎回缩小至 21 亿元。前四个月老基金累计净赎回仅有 1000 亿。基金赎回较多的月份大多为市场的快速上涨期，市场调整阶段的赎回规模相对有限，不必过度担心赎回带来的负反馈效应。

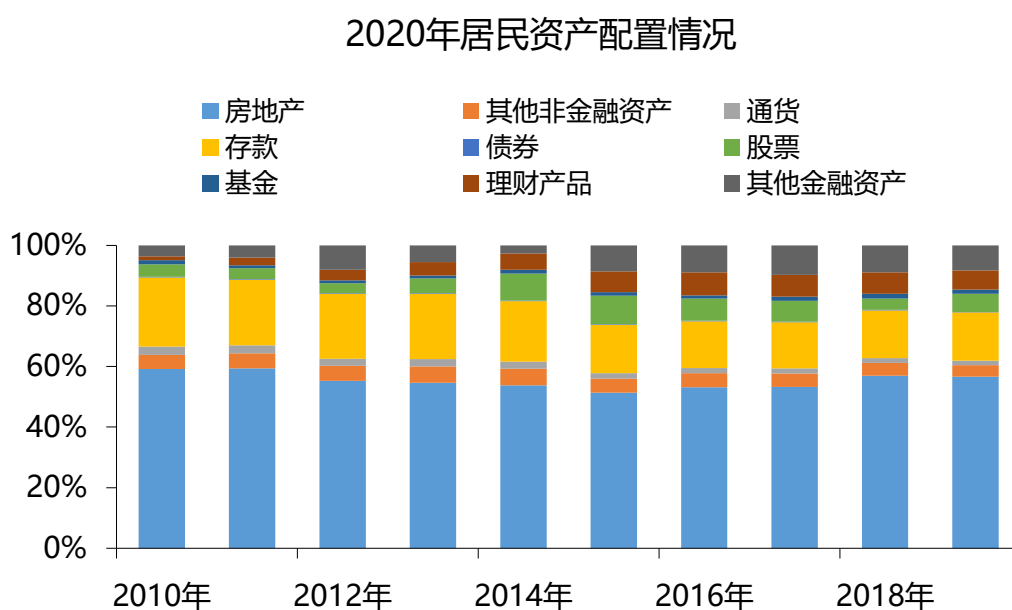
2004年至2021年5月偏股基金年度发行份额（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

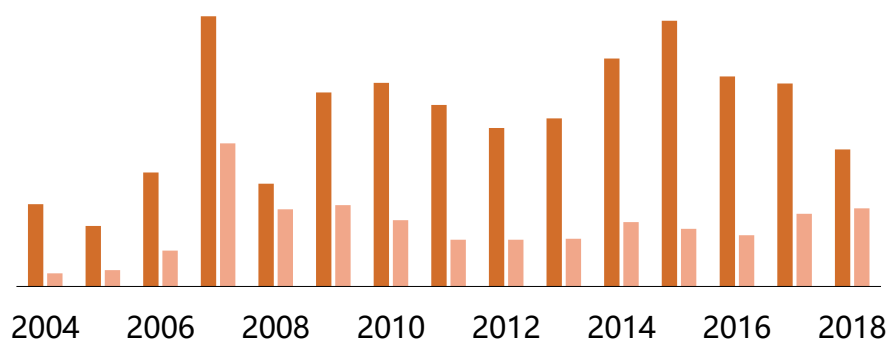


2. 长期居民财富增配持续权益资产趋势不变。中国居民资产中房地产占到6成左右，权益投资的比例较低。未来随着国内房地产的投资属性持续受到抑制，同时股票市场长牛开启，居民资产有望加速向权益市场转移。更重要的是，本轮居民入场方式从直接持股转为通过机构的间接持股。监管层也通过资管新规、理财新规等改革，鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，推动居民资金由直接持股向间接持股转变。



近年来居民财富由股票向基金分流

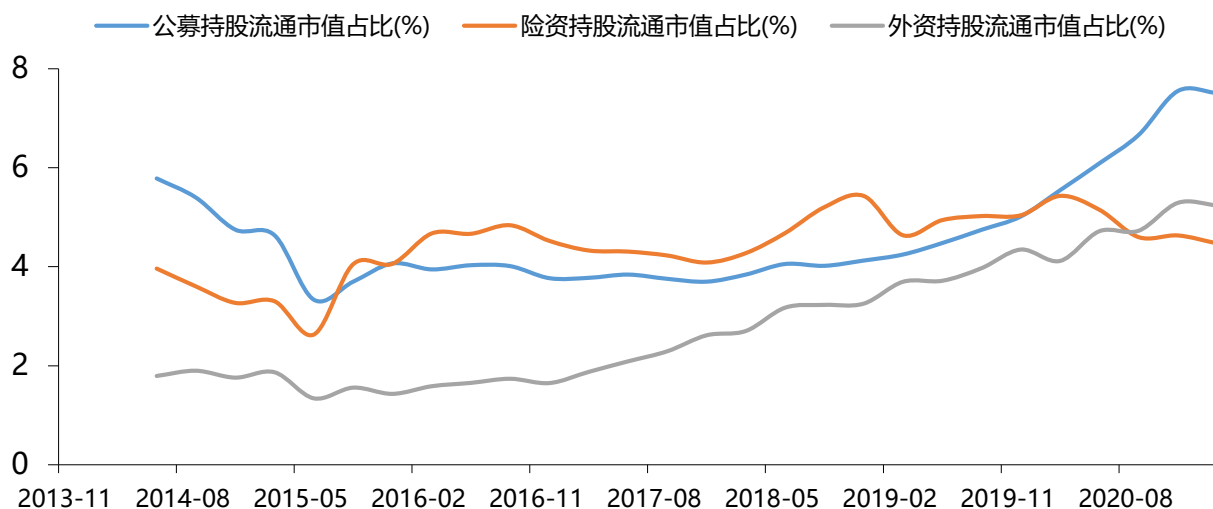
■ 股票占居民资产比重估算 ■ 基金占居民资产比重估算



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 短期矛盾是资金从增量入场，到存量博弈。一是机构资金绝对流入额较去年有所减少。基金二季度以来发行明显放缓，保险资金出现减仓，外资、理财、养老、社保、年金等维持稳定，并未大幅加仓。二是机构资金边际推动力量减弱。过去几年，机构力量由弱到强，机构话语权提升，以公募和外资为代表的机构资金在市场中占比大幅提升。但随着市场与机构体量扩容，资金的边际推动力量有所减弱，即使绝对流入金额并未大幅下降，但其占 A 股流动市值比例已经出现小幅回落。

公募、险资、外资持股占比



数据来源：Wind，东方红资产管理

4. 风格轮动明显加快，淡化风格，本质追求高成长。从行业风格来看，从周期金融（1-2月）→ 稳定（3月）→ 消费与成长（4-5月）；从大小盘及价值风格来看，大盘成长（1月）→ 中小盘价值（2月）→ 小盘价值（3月）→ 重回大中盘成长（4月）→ 中小盘成长（5月）。今年前五个月来看，与此前消费成长持续占优不同，周期与小盘风格占优。本质上还是业绩相对景气带来的，部分制造业、周期品业绩具备高成长性。

2021 年前五月各风格涨跌幅（行业风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	前五个月
金融	-1.8	3.2	-2.4	-3.3	4.3	-0.3
周期	2.1	4.0	-3.6	2.7	3.9	9.2
消费	0.5	-1.9	-3.1	5.1	5.1	5.6
成长	0.0	-2.8	-4.9	4.2	6.4	2.6

数据来源：Wind，东方红资产管理

2021 年前五月各风格涨跌幅（成长价值及大小盘风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	前五个月
国证成长	4.8	-2.0	-5.4	5.7	4.8	7.7
大盘成长	5.8	-2.4	-6.4	6.1	4.5	7.1
中盘成长	3.9	-1.7	-5.2	6.3	5.0	8.2
小盘成长	0.5	0.0	-0.4	3.3	6.1	9.7
国证价值	-0.4	5.0	-1.6	-2.2	2.4	3.1
大盘价值	0.3	4.4	-2.3	-3.5	2.4	1.0
中盘价值	-0.1	6.2	-2.0	0.2	1.4	5.6
小盘价值	-3.7	6.1	2.5	0.9	3.6	9.4

数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 行业估值分化：从历史最高位小幅回落，在一倍标准差附近

PB 的离散度衡量各行业间 PB 的分化程度，目前仍处高位（PB 离散度=各行业 PB 所处自身历史分位数的方差）；市场估值分化正在逐步修复，历史均值是 14%，一个标准差是 8%，目前基本还在一个标准差以上。但是市场整体估值水位并不算太高，主要还是估值分化比较明显。

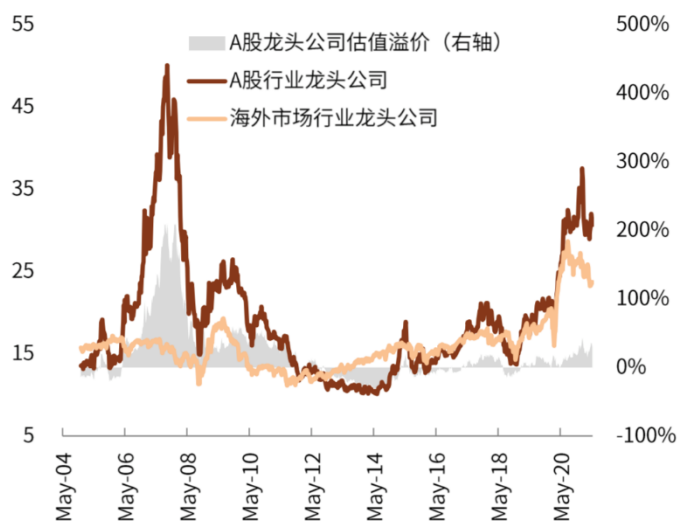


数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 龙头估值溢价：从近年高位回归，估值接近合理

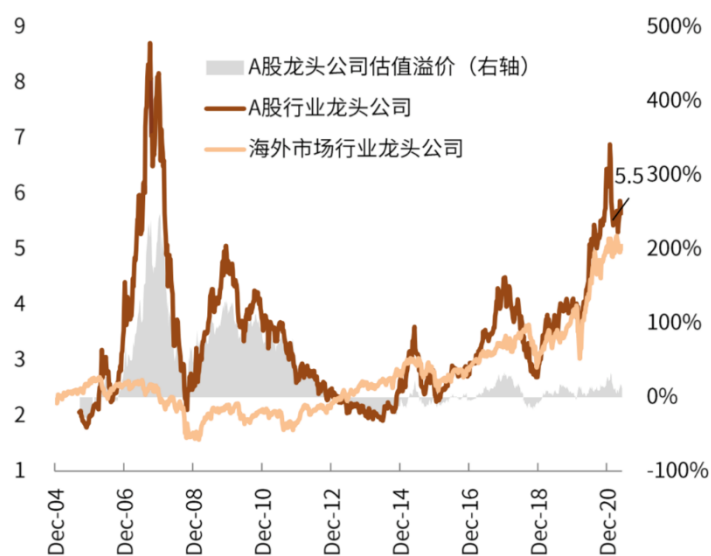
在低增长、低利率的环境下，全球有稳健增长的公司估值溢价有所下降；伴随前段时间的回调，A股龙头公司的估值溢价有所收窄。回调中估值已明显回调，目前跟海外可比公司整体估值溢价收窄，或接近平价。

A 股和海外市场行业龙头公司前向市盈率对比



数据来源：Wind，东方红资产管理

A 股和海外市场行业龙头公司前向市净率对比



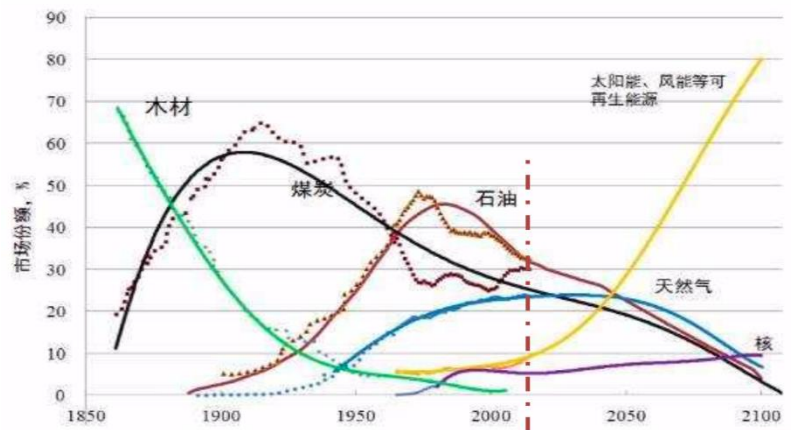
数据来源：Wind，东方红资产管理

四、 长期方向

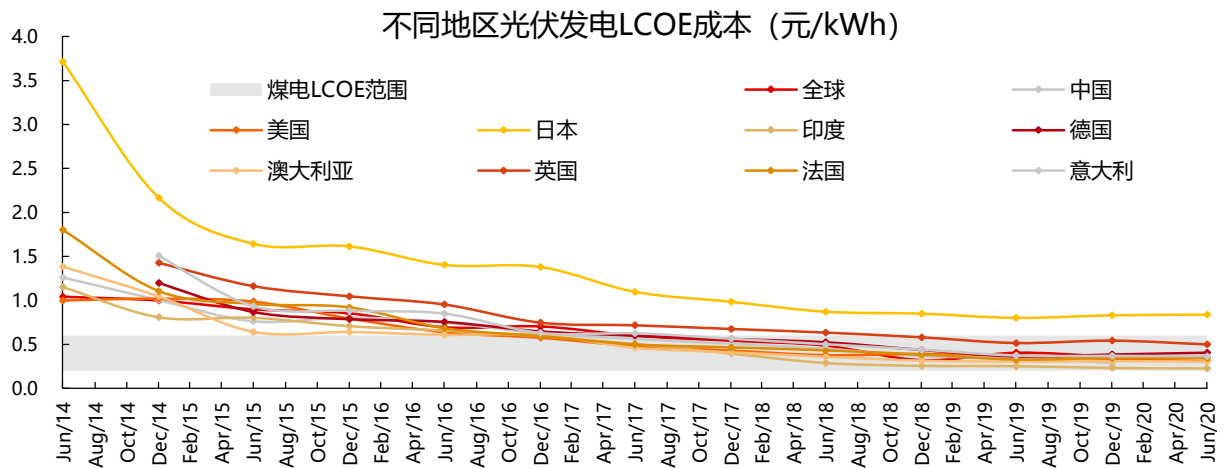
1. 能源结构中可再生能源崛起，碳中和加速这一过程

可再生能源逐步崛起是大势所趋，例如光伏平价基本实现，价值量 5 年 1 倍，10 年 2 倍；2010-2020 年度电成本下降 90%，大部分地区平

价上网，低成本 + 碳中和支持 15-20% 的增长。



资料来源：东方红资产管理



资料来源：Wind，东方红资产管理

碳中和长期的解决方案只能是能源结构转型，核心是 2030 年，非化石能源占比要达到 25% 例如电车 25 年中国 25% 渗透；价值量 5 年 5 倍，10 年 15 倍，新能源车作为分布式能源终端，需求端推动能源结构变革。

能源消费结构 (亿吨标准煤)	2019A	2020A	2025E	2030E
能源消费总量	48.6	49.8	56.4	60.7
增速/复合	4.7%	2.5%	2.5%	1.5%
其中：化石能源合计	41.2	41.9	44.9	45.5
增速/复合	3.5%	1.9%	1.4%	0.3%
消费比重	84.7%	84.2%	79.6%	75.0%
其中：一次电力及其他能源	7.4	7.9	11.5	15.2
增速/复合	12.1%	5.8%	7.9%	5.7%
消费比重	15.3%	15.8%	20.4%	25.0%

资料来源：Wind，东方红资产管理

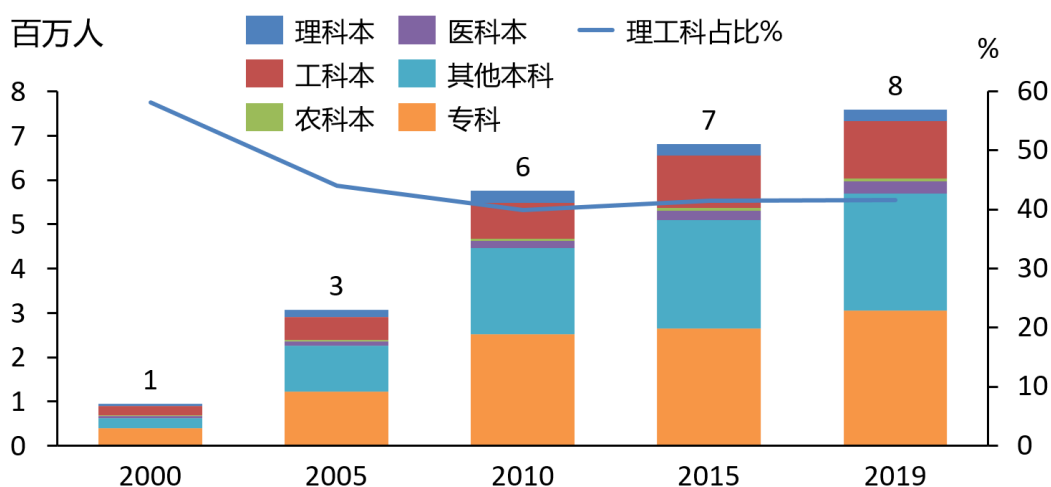
新能源乘用车总量测算		2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
参数	油耗达标值	6.9	6.6	6.3	5.8	5.2	5.7	5.5	5.3	5.0	4.6
	PHEV占比		18%	25%	18%	17%	17%	16%	16%		
	加权平均单车新能源积分		3.26	3.73	4.30	4.34	2.82	2.97	3.14	3.20	3.40
	新能源积分比例要求				10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
	乘用车产量	2436	2472	2372	2218	2000	2140	2204	2270	2338	2409
假设一：燃油车油耗年降为0%	燃油车油耗值	6.8	6.6	6.5	6.5	6.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
	新能源车产量	32	56	102	106	169	254	314	383	513	686
	增速		72.4%	83.3%	4.0%	59.3%	50.7%	23.3%	22.0%	34%	34%
假设二：燃油车油耗年降为2%	燃油车油耗值	6.8	6.6	6.5	6.5	6.4	7.2	7.0	6.9	6.8	6.6
	新能源车产量	32	56	102	106	154	220	258	302	402	538
	增速		72.4%	83.3%	4.0%	45.7%	42.3%	17.3%	17.3%	33%	34%
假设三：燃油车油耗年降为4%	燃油车油耗值	6.8	6.6	6.5	6.5	6.2	6.9	6.6	6.3	6.1	5.8
	新能源车产量	32	56	102	106	140	184	200	219	285	382
	增速		72.4%	83.3%	4.0%	31.7%	32.0%	8.7%	9.6%	30%	34%

资料来源：长江电新

2. 产业升级，工程师红利提升中国企业国际竞争力

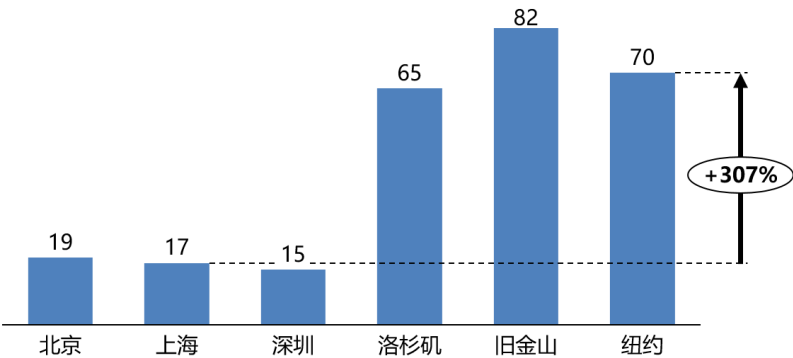
我国 2000 年来培养 9000 万大学生，多于其他国家劳动力人口，且中国工程师的雇佣成本远低于美国，也更努力。中国低成本工程师为软件出海提供竞争力，以 Zoom 为例：研发支出/营收=10%，远小于同行；其招股书显示：“我们的产品开发团队主要在中国，那里的人力成本比其他许多地区成本都要低”。同样的故事也屡屡出现，包括富途、老虎主要增速来自香港、新加坡，研发人员主要在深圳；Yalla 主要收入来自中东，研发人员主要在杭州等。

过去 20 年培养 9000 万大学生，大学生中 40%+理工科相关

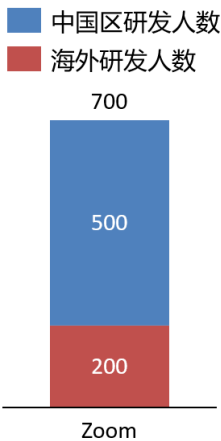


资料来源：教育部

以软件工程师为例，美国薪资是中国的 4 倍，中国还有 996

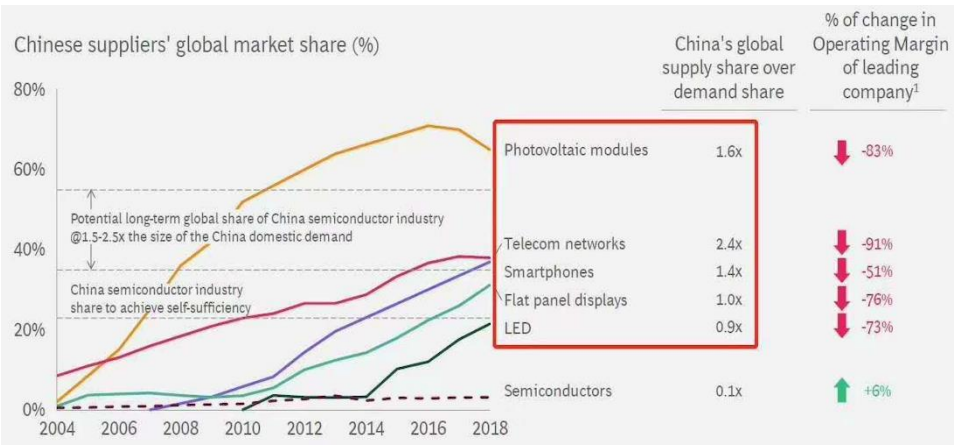


资料来源：Glassdoor，职友网



资料来源：调研数据

高端制造业在海外市场攻城略地

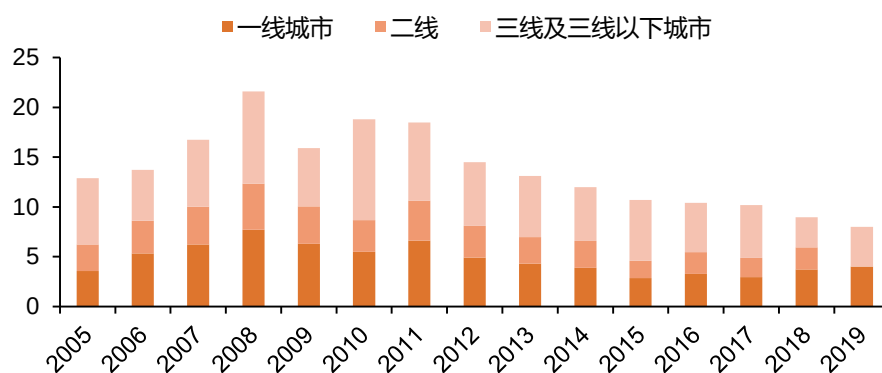


资料来源：Gartner

3. 消费升级，新世代个性消费涌现，服务业占比提升

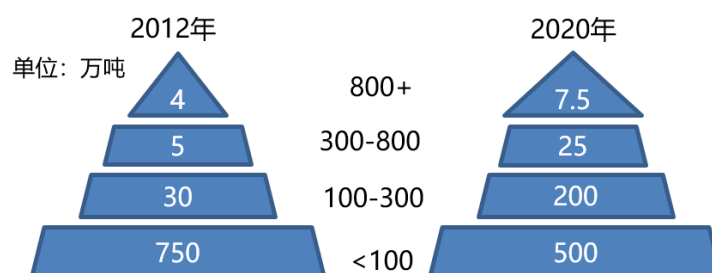
对于高端品，三四线居民消费升级，助推高端消费品销量放量；

一二线和三四线及以下城市消费增长贡献率 (%)



资料来源：Wind，东方红资产管理

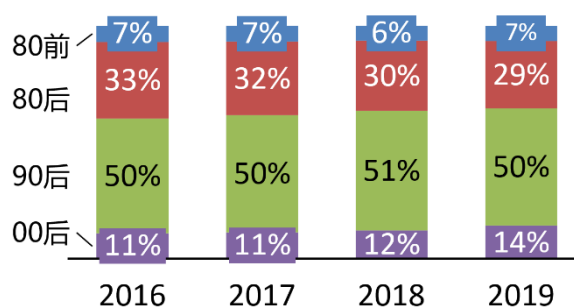
高端白酒消费升级



资料来源：Wind，东方红资产管理

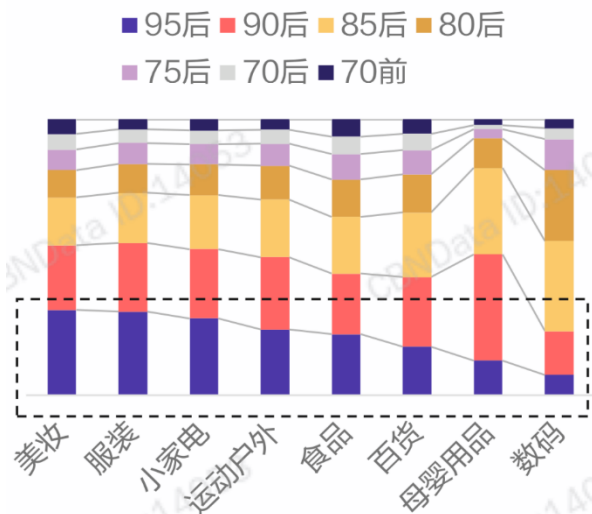
对于大众品，新世代个性消费涌现，追求宅/美/健康/国潮等个性化需求；

2016-2019 年餐饮消费者年龄层



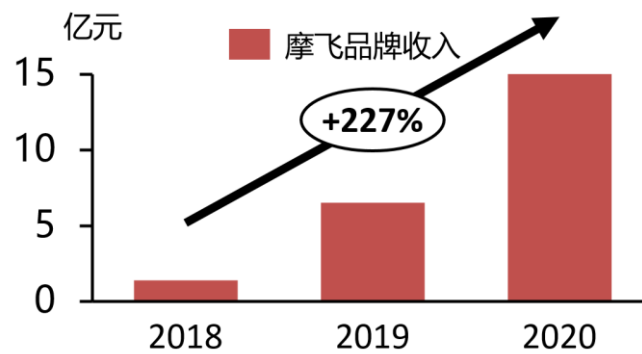
资料来源：美团点评《中国餐饮报告 2019》

2019 年新品牌消费人数代际分布



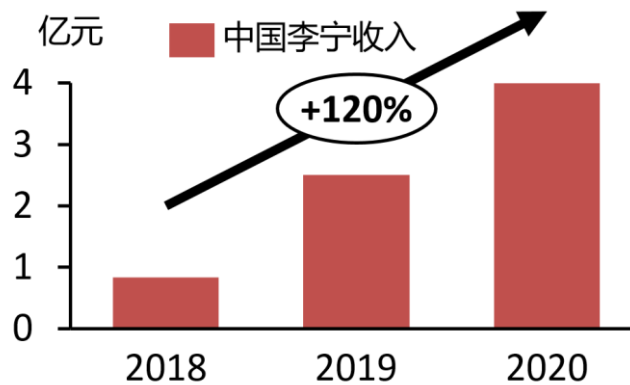
资料来源: CBNDATA 《2020 新消费洞察报告》

宅经济背后的小家电迅速崛起



资料来源: Wind, 东方红资产管理

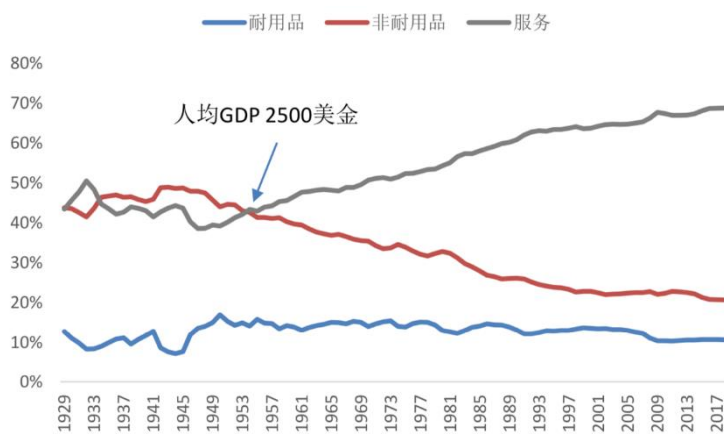
Z 世代国潮崛起



资料来源: Wind, 东方红资产管理

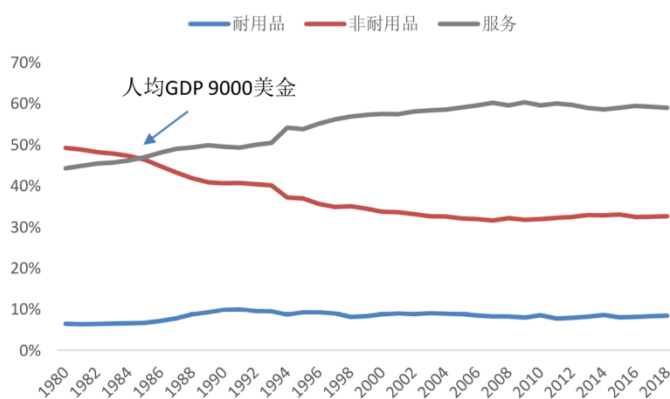
以及服务业占比持续提升，结构上传统服务业在走弱，互联网平台加速新兴服务业崛起。

美国消费中服务业占比长期提升



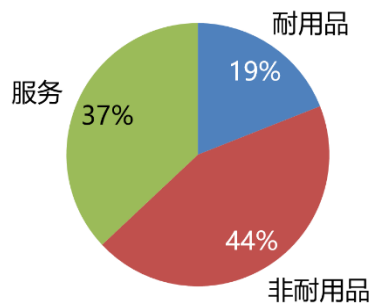
资料来源：Wind，东方红资产管理

日本消费中非耐用品占比下降



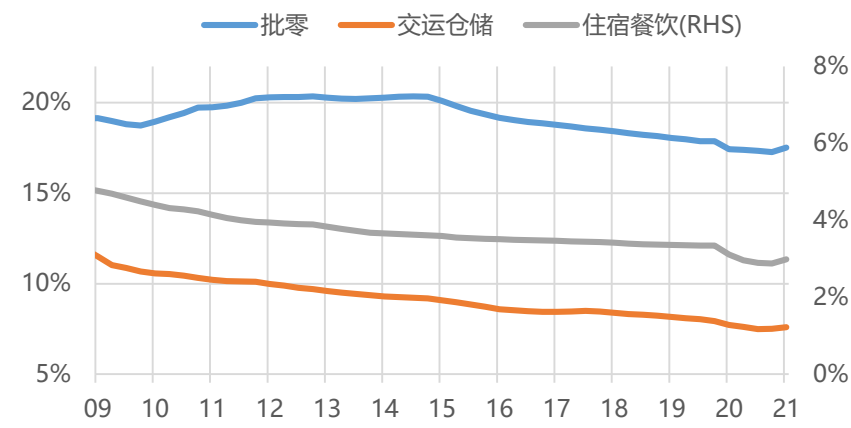
资料来源：Wind，东方红资产管理

中国居民消费中服务业前景较大



资料来源：国家统计局

传统服务业三产占比继续下降



资料来源：国家统计局