2021 年 03 月 06 日

证券研究报告·策略研究

策略专题报告

后抱团时期的投资机会

摘要

- **当前，机构抱团呈现瓦解趋势，但牛市不会轻易结束。结构性机会更加突出。除了我们此前看好的银行、军工、疫情后周期和地产后周期四大领域，还有科技和“碳达峰、碳中和”板块值得关注。**
- **一二月份的指数上影线，显示机构抱团呈现瓦解态势。**从 1 月、2 月的指数和个股表现来看，市场冲高回落特征明显，抱团逐步瓦解，投资者分歧加大。
- **资金行为形成了抱团股的估值高峰。**1 月份，相应的机构抱团股都形成了极端估值。**这种极端估值是由流动性宽松预期极致化和基金发行正反馈效应极致化两个因素导致的。**与以往历次市场泡沫一样，都是资金和情绪极致化的产物。
- 随着导致估值泡沫的极致化因素开始退却，机构抱团正在出现明显的松动。**一方面，疫情正在减弱，国内外经济复苏动能明显，无风险利率上升的预期逐步加强；另外一方面，抱团股估值处于历史高位，流动性收紧将对估值形成压制。**
- **近期政策端对科技板块有所催化。**2 月 19 日召开的中央深改委会议强调，推动科技创新力量布局、要素配置、人才队伍体系化、协同化，加快攻克重要领域“卡脖子”技术等。近期召开的“两会”也将对科技板块形成催化。
- **碳达峰与碳中和目标将助力我国经济高质量转型发展，倒逼产业升级。**“碳达峰、碳中和”的机会主要在于两个方面：一是传统产业的供给侧改革，利好相关龙头；二是新能源产业的相关龙头。
- **投资策略：**综合来看，后抱团时期，科技板块与“碳达峰、碳中和”主题是值得关注的两大领域。科技上，可以关注北方华创、兆易创新、蓝思科技等。而“碳达峰、碳中和”主题上可以关注正文表 3 中的相关标的。
- 风险提示：流动性收紧超预期，经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌

执业证号：S1250515070001

电话：021-68415861

邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

1. 策略专题：2021 年有望出现翻倍牛股的四大领域（2021-02-21）
2. 策略专题：再论抱团（2021-01-29）
3. 策略专题：抱团结束了吗？（2021-01-17）
4. 策略专题：中央经济会议奠定市场上行基调（2020-12-20）
5. 策略专题：政治局会议给市场带来的启示（2020-12-14）
6. 策略专题：珍惜牛回头，进军 4000 点（2020-12-03）
7. 策略专题：冰火两重天的市场，机会何在？（2020-11-19）
8. 一枝独秀的“中国牛”——A 股 2021 年投资策略（2020-11-02）
9. 策略专题：大会释放的六大信号！——解读十九届五中全会公告（2020-10-30）
10. 策略专题：如何从三季报预告中发掘 A 股的投资机会（2020-10-27）

1 机构抱团呈现瓦解趋势，但牛市不会轻易结束

一二月份的指数上影线，显示机构抱团呈现瓦解态势。从 1 月、2 月的指数和个股表现来看，市场冲高回落特征明显，抱团逐步瓦解，投资者分歧加大。

指数方面：冲高回落明显。上证综指 1 月最高上涨 4.7%，实际上涨 0.3%，2 月最高上涨 7.1%，实际上涨 0.75%；创业板指 1 月最高上涨 15.1%，实际上涨 5.5%，2 月最高上涨 10.9%，实际下跌 6.9%。最终月线的收盘位置都远远低于当月冲高的最高值，这显示了主流资金对于冲击高位是存在明显分歧的。

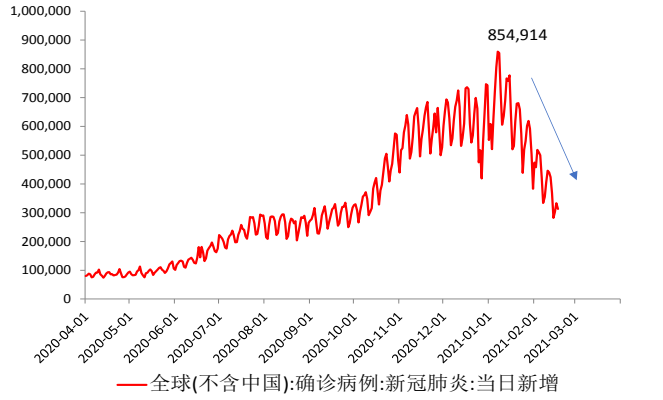
个股方面：机构抱团股冲高回落更加明显。例如某一线白酒龙头 1 月最高上涨 9.5%，实际上涨 5.9%，2 月最高上涨 24.2%，实际上涨 0.3%，某新能源汽车电池龙头 1 月最高上涨 21%，实际上涨 0.8%，2 月最高上涨 19.2%，实际下跌 9%。某光伏龙头 1 月最高上涨 35.6%，实际上涨 16.6%，2 月最高上涨 16.9%，实际下跌 2.9%。

估值方面：资金行为形成了抱团股的估值高峰。如白酒龙头在 2600 元以上高位时，TTM 市盈率超过了 70 倍，而其 2019 年的利润增速仅有 17%，2020 年的利润增速应该也不会超过 20%，远低于其 TTM 估值水平。类似的，电池龙头在 1 月份的 425 元高位时，其 TTM 市盈率高达 126 倍，而其 2019 年利润增速仅有 34.6%，2020 年的预期增速也仅有 35%左右，同样远低于其 TTM 估值水平。**而这些机构抱团的行业龙头股之所以会出现如此极端的高估值，是由流动性宽松预期极致化和基金发行正反馈效应极致化两个因素导致的。**与以往历次市场泡沫一样，都是资金和情绪极致化的产物。

但随着导致估值泡沫的极致化因素开始退却，机构抱团正在出现明显的松动。**一方面，疫情正在减弱，国内外经济复苏动能明显，无风险利率上升的预期逐步加强；另外一方面，抱团股估值处于历史高位，流动性收紧将对估值形成压制。**

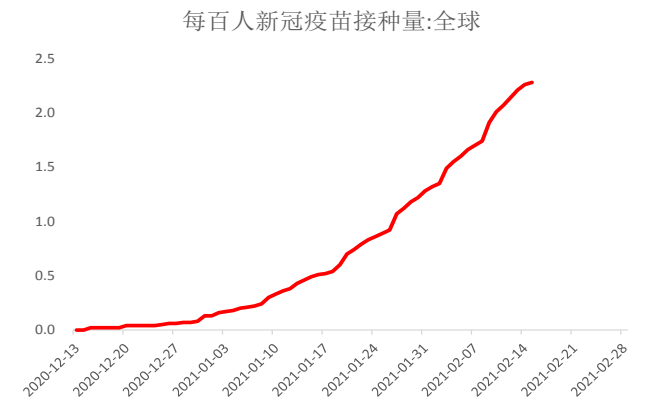
从疫情来看，站在当前的时点（2021 年 3 月初）往前看，未来半年里，疫情减弱是大概率事件。这主要有两个方面的因素：其一，气温将不断升高；其二，疫苗的接种率将不断提高。气温升高对于病毒的生存和传播有着明显的遏制作用。观察全球每日新冠肺炎新增确诊人数曲线可以看到，即使在疫情几何级数爆发式增长的 2020 年，在 10 月份以前每日新增确诊人数增长都是比较平缓，甚至在 9 月份还一度下降，直到 10 月中旬天气转冷后才快速上升。当前，随着气温逐步抬升，新冠每日确诊人数已经在快速下降：从 1 月 8 日的 85.5 万人，快速下降到 2 月底的 32 万人，并且呈现继续震荡下行的态势。与此同时，全球新冠疫苗的接种率正在快速上升：已经达到每百人 3 剂次，较 2020 年底提高了近 23 倍。

图 1：全球每日新冠新增确诊人数在不断降低



数据来源：Wind，西南证券整理

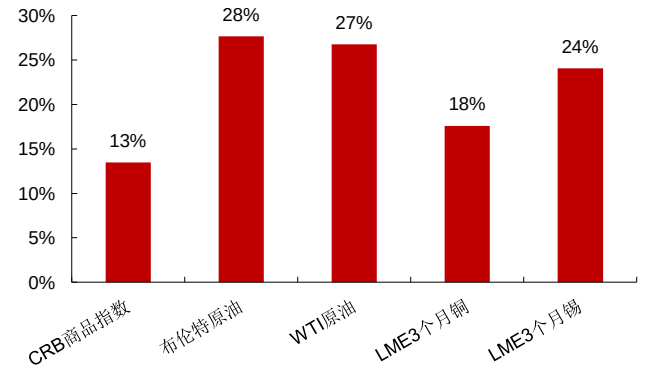
图 2：全球每百人新冠疫苗接种量



数据来源：Wind，西南证券整理

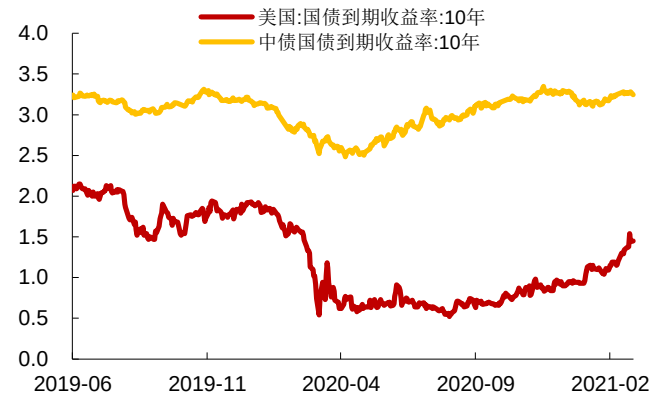
海外经济复苏动能明显，无风险利率上升预期逐步加强。随着疫苗接种率的提升，疫情对欧美国家的压制作用逐步缓解，海外经济复苏动能明显，年初以来部分大宗商品价格明显上行，截至 2 月底，CRB 商品指数上涨 13%，布伦特原油价格上涨 28%，WTI 油价上涨 27%，LME 铜价上涨 18% 。美国国债收益率年初以来也明显上涨，在 1 月突破 1%，于 2 月 25 日大幅飙升至 1.54%，引发美股较大调整，后于 3 月 1 日回落至 1.45%。我国国债收益率早于去年 5 月份开始缓慢上涨，目前至 3.25%的水平。

图 3：年初至 2 月底大宗商品价格上涨幅度



数据来源：Wind，西南证券整理

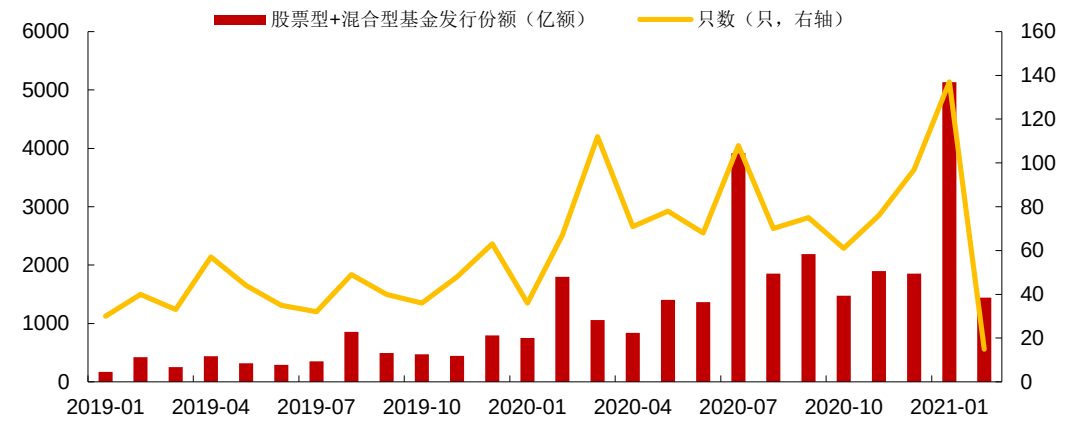
图 4：国债到期收益率上行



数据来源：Wind，西南证券整理

虽然机构抱团瓦解，但牛市尚未结束。从基本面来看，国内经济复苏至少持续到今年第一季度，当前处于“盈利继续上行+流动性边际收敛”的阶段，因此在短期内宏观政策较稳的情况下，仍然存在确定性的机会。从资金面来看，实质性的大幅度收紧也会比较难。从宏观资金面看，货币政策与财政政策很难大幅度转向。从市场资金面来看，虽然新基金发行环比下降比较多，但是同比来看，仍然是稳健增长的态势。按认购起始日统计，2021 年 1 月、2 月股票型+混合型基金发行份额分别为 5235、1442 亿元，3 月 1 日-3 月 3 日，31 只股票+混合型新基金开始认购，新基金的建仓将为市场带来大量增量资金。

图 5：基金发行维持火热的行情



数据来源：Wind，西南证券整理，注：按认购起始日划分

2 后抱团时期要关注科技板块的投资机会

近期政策端对科技板块有所催化。2 月 19 日召开的中央深改委会议强调，推动科技创新力量布局、要素配置、人才队伍体系化、协同化，加快攻克重要领域“卡脖子”技术等；2 月 23 日国资委主任郝鹏表示，**把科技创新作为十四五“头号任务”**，把中央企业坚决打造成为国家战略科技力量。此外，2020 年十九届五中全会和中央经济工作会议中也对科技板块做出重要部署。往前看，2021 年全国两会已经召开，科技创新仍将为大会重点。

地方十四五规划和二〇三五年远景目标也都提出大力发展科技。例如上海的地方规划中提出，强化科技创新策源功能，突出创新在发展全局中的核心地位，突出科技自立自强；北京的地方规划中提出聚焦高端芯片、基础元器件、关键设备、新材料等短板，完善部市合作、央地协同机制，集中力量突破一批“卡脖子”技术。

表 1：近期重大会议科技相关表述

时间	会议	科技相关表述
2020.10	十九届五中全会	**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。**强化国家战略科技力量。完善科技创新体制机制。
2020.12	中央经济工作会议	**强化国家战略科技力量。**着力解决制约国家发展和安全的重大难题；要发挥新型举国体制优势，发挥好重要院所高校国家队作用；要抓紧制定实施基础研究十年行动方案等。 **增强产业链供应链自主可控能力。**要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作。要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。
2021.2	中央深改委会议	要围绕实现高水平自立自强深化改革，完善党对科技工作领导的体制机制，**推动科技创新力量布局、要素配置、人才队伍体系化、协同化**，发挥新型举国体制优势，坚决破除影响和制约科技核心竞争力提升的体制机制障碍，**加快攻克重要领域“卡脖子”技术**，有效突破产业瓶颈，牢牢把握创新发展主动权。
2021.2	国新办发布会	“十四五”构建新发展格局，最关键的是高水平的自立自强。对此，国资委将围绕高质量发展、构建新发展格局，**把科技创新作为“头号任务”**，集中中央企业的优势资源，集中中央企业的优势力量，把中央企业坚决打造成为国家战略科技力量。

数据来源：新华社，上海证券报，西南证券整理

表 2：部分地方十四五规划和二〇三五年远景目标科技相关表述

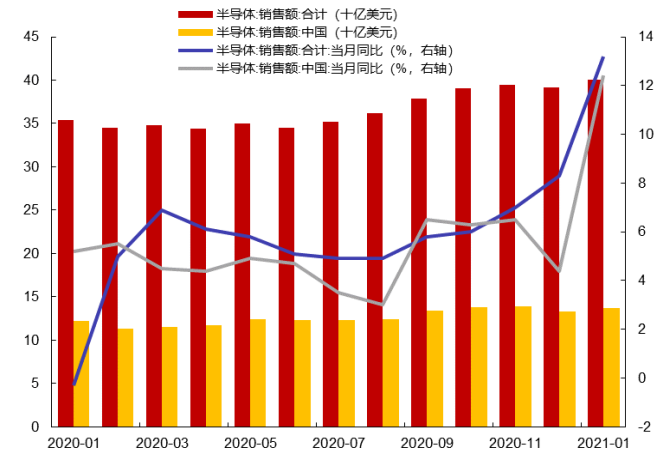
地区	科技相关表述
北京	聚焦高端芯片、基础元器件、关键设备、新材料等短板，完善部市合作、央地协同机制，集中力量突破一批“卡脖子”技术。
上海	强化科技创新策源功能，突出创新在发展全局中的核心地位，突出科技自立自强。强化高端产业引领功能，推动集成电路、生物医药、人工智能三大先导产业规模倍增，加快发展电子信息、汽车、高端装备、先进材料等六大重点产业。
广东	强化战略科技力量，打好关键核心技术攻坚战。加快在集成电路、新材料、工业软件、高端设备等领域补齐短板，着力在第五代移动通信、超高清显示等领域锻造长板，在人工智能、区块链、量子科技、空天科技、生命健康、生物育种等前沿领域加强研发布局，抢占战略制高点。
深圳	聚焦集成电路、人工智能、生物医药、合成生物、新型显示、关键新材料、基础软件等领域，实施重大装备和关键零部件技术攻关计划。
江苏	在高端装备制造、集成电路、生物医药、人工智能、移动通信、量子科技、航空、软件、新材料等重点领域和关键环节部署一批重大科技攻关项目，尽快突破关键核心技术，加快关键零部件国产化替代。
陕西	加快新一代信息技术、航空航天和高端装备、新能源、新能源汽车等支柱产业提质增效，打造全国重要的集成电路基地、卫星应用产业集群和优势明显的稀有金属深加工基地。

数据来源：各地方政府官网，西南证券整理

在政策的持续催化以及国产替代自主可控的大背景下，我们看好科技板块的机会，具体而言，**近期重点关注半导体和消费电子两个方向：**

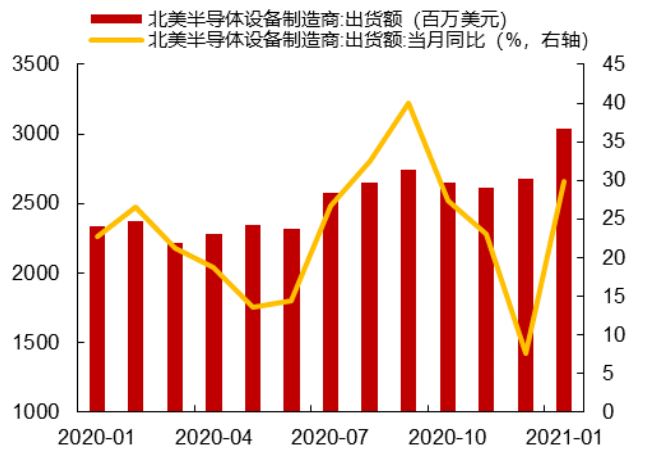
半导体行业景气度提升。从 2020 年下半年开始，车规级芯片产能供不应求，晶圆厂商的先进制程以及成熟制程的产能满载，8 英寸晶圆供给十分紧缺，晶圆代工涨价并传导到下游封测厂。根据 Wind 数据统计，2021 年 1 月全球半导体销售额 400 亿美元，同比增长 13.20%，我国半导体销售额 137 亿美元，同比增长 12.40%，均呈现快速增长态势。半导体下游应用市场广阔，需求端持续旺盛，半导体制造商尤其晶圆厂加大资本支出扩建产能。世界半导体贸易统计组织（WSTS）预计，2021 年全球半导体市场规模同比增长 8.4%，达到 4694 亿美元。催化剂：中芯国际 14nm 设备获得许可。**相关标的关注北方华创、兆易创新、蓝思科技等。**

图 6：全球及我国半导体销售额快速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

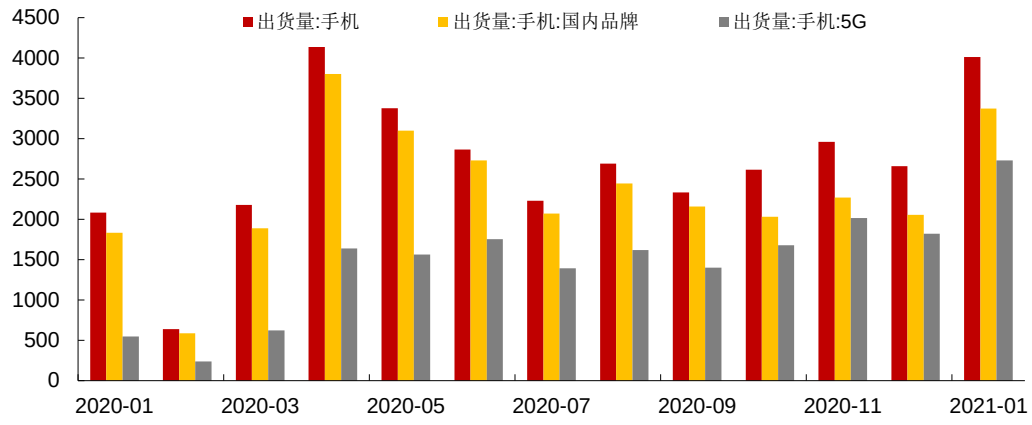
图 7：北美半导体设备制造商出货额增长加快



数据来源：Wind，西南证券整理

消费电子有望在 2021 年实现高增长。随着 5G 手机单价下降，2021 年换机潮将延续，根据 Wind 数据，2021 年 1 月全国手机出货量为 4012 万部，同比增长 92.8%，增幅大幅增长主要受去年低基数的影响。此外，TWS 耳机、智能手表、VR 等可穿戴设备渗透率将加速提升。考虑到消费电子板块估值目前处于低位，具有较高的安全边际。

图 8：国内手机出货量（万部）



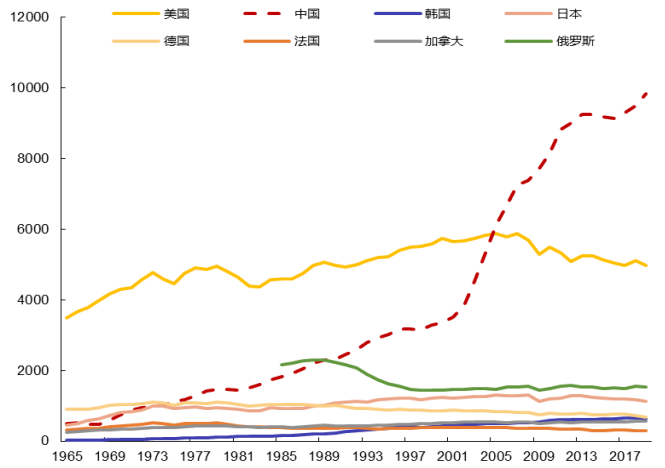
数据来源：Wind，西南证券整理

3 后抱团时期的“碳达峰、碳中和”机遇

2020 年 9 月，习总主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上郑重宣布中国力争于**2030 年前二氧化碳排放达到峰值、2060 年前实现碳中和**。2020 年 12 月，我国宣布了 2030 年提高力度的国家自主贡献目标及举措：“到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上”。2020 年 12 月中央经济工作会议把做好碳达峰、碳中和工作作为当前八大重点任务之一。

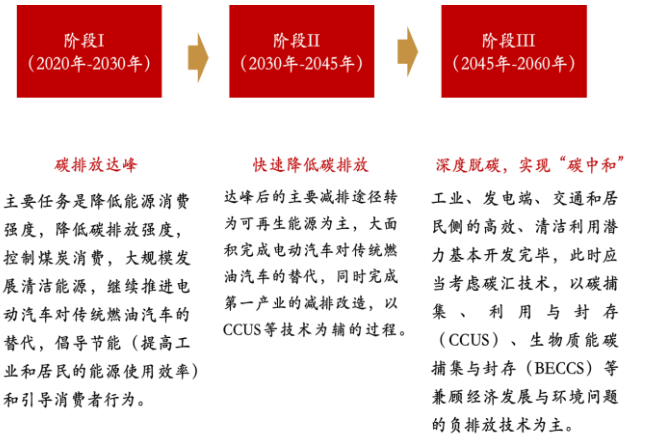
碳达峰与碳中和目标将助力我国经济高质量转型发展，倒逼产业升级。2019 年我国碳排放强度比 2005 年下降 48.1%，相比欧美等发达国家 50-70 年的过渡期，我国距离实现碳达峰不足 10 年，从碳达峰到碳中和也仅有 30 年，这将加速我国转变经济发展模式，降低化石能源依赖，发展高新技术产业。

图 9：世界主要国家二氧化碳排量（百万吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2060 年中国“碳中和”目标的路径

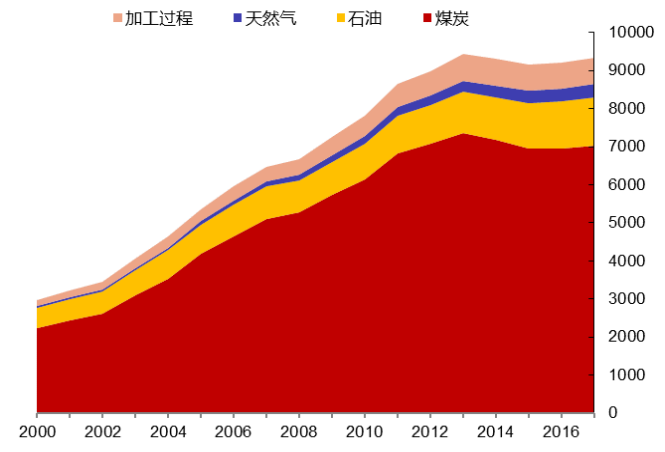


数据来源：中国能源政策研究院，西南证券整理

我国能源消费结构以化石能源为主，包括煤炭、石油、天然气等，根据 CEADs 统计的各能源的碳排放量，2017 年煤炭产生的碳排放量占 75%，因此，**为实现“双碳”目标，需要大力降低煤炭等化石能源消耗，转向光伏、风电、水电等清洁低碳能源。**

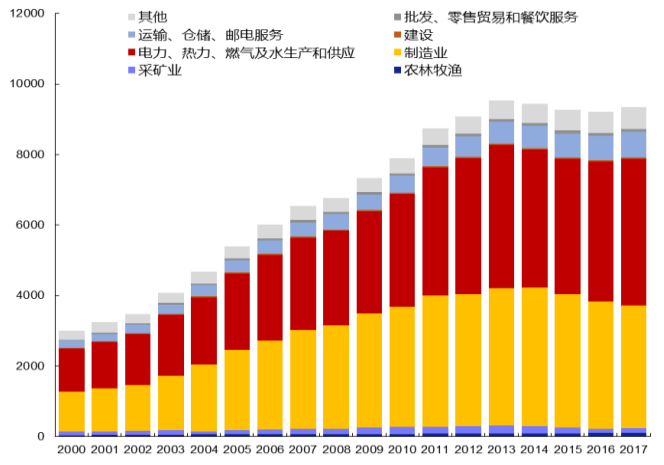
我国碳排放量集中在电力、钢铁、煤炭、交运等行业。根据 CEADs 统计，2017 年我国碳排放量为 93.39 亿吨，从分部门来看，碳排放量最高的部门是电力和制造业，两者贡献了 86%的碳排放，制造业中有色金属、工业金属以及非金属矿业的碳排放占据了 80%。因此，工业是中国能源消耗和二氧化碳排放的最主要领域，为实现“双碳”目标，电力、钢铁、煤炭、交运、建筑等行业有望实现重大变革。

图 11：我国碳排放量较高的能源为煤炭（百万吨）



数据来源：CEADs，Wind，西南证券整理

图 12：我国碳排放量较高的部门为电力和制造业（百万吨）



数据来源：CEADs，Wind，西南证券整理

在国家政策大力推动、拜登清洁能源计划等因素的催化下，“碳达峰、碳中和”将在相当长的一段时间成为我国发展的重要主线，根据可能实现“双碳”目标的路径，我们梳理相关投资方向如下：

源头减量。减少钢铁、建材、煤电等高耗能重化工业的产能扩张，或将引发新一轮供给侧改革。

节能环保。发展高新科技产业，推广使用先进节能技术，提高能效，例如污染治理、装配式建筑、生物降解塑料等。

大力发展清洁能源和新能源。加快发展光伏、风电、氢能、新能源汽车等，调整能源结构

碳汇技术。大力发展以碳捕集、利用与封存（CCUS）、生物质能碳捕集与封存（BECCS）等兼顾经济发展与环境问题的负排放技术。

碳排放交易。2 月 1 日生态环境部下发《碳排放权交易管理办法（试行）》，我国将逐渐建立碳排放权交易市场。

表 3：“碳达峰、碳中和”相关受益方向及标的梳理

受益方向	板块	标的
源头减量	钢铁、煤炭、水泥、电解铝	宝钢股份、鞍钢股份、云铝股份、荣盛石化、恒力石化、海螺水泥等
节能环保	治污、环卫、装配式建筑、生物降解塑料	瀚蓝环境、盈峰环境、鸿路钢构、亚厦股份、金发科技、伟明环保等
新能源和清洁能源	光伏、风电、氢能、新能源汽车	隆基股份、通威股份、金风科技、阳光电源、宁德时代、璞泰来、先导智能等
碳汇技术	碳捕集、CCUS	凯美特气、冰轮环境等
碳排放交易	金融	兴业银行等

数据来源：西南证券整理

投资策略：综合来看，后抱团时期，科技板块与“碳达峰、碳中和”主题是值得关注的两大领域。科技上，可以关注北方华创、兆易创新、蓝思科技等。而“碳达峰、碳中和”主题上可以关注表 3 中的相关标的。

风险提示：流动性收紧超预期，经济复苏不及预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn