策略专题 20210215

牛年有牛基吗？

——2021 年公募基金业绩测算

2021 年 02 月 15 日

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

核心结论：

■ ①21 年降低预期收益率是共识，但究竟降多少？通过业绩与估值测算各行业 2021 年预期收益，结合公募持仓对基金全年业绩进行预测。②模型显示 21 年公募基金收益率乐观 34.4%，中性 14.3%，悲观-5.9%。③中性假设下，行业市盈率普遍下降 15%，一致预期显示 A 股净利增长 30%，业绩对冲估值下行，公募仍能享受正回报。④减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行业。公募重仓行业中电气设备、化工更优；顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色、机械、汽车、建材业绩表现突出；疫情受损行业 21 年或将迎来底部反弹。

正文摘要

■ **公募基金天量发行，业绩创近十年新高。**①2020 年公募基金天量发行，居民资金通过基金加速入市。全年发行主动偏股型公募基金 1.4 万亿，成为 A 股市场最主要的资金来源之一。今年公募基金迎来开门红，1 月新发基金规模 3546 亿元，创下历史单月发行新高。②2020 年流动性宽裕助力 A 股上行，白酒、光伏、新能源等热门板块大幅上涨，全年偏股主动型公募基金收益率均值 49%，连续两年保持 30%以上收益的同时创下了 2010 年以来新高。③市场普遍担心 2021 年流动性收紧对目前高估值板块造成下行压力，投资者一致认为今年应适当降低预期收益率，但这是一个模糊的认知，我们通过 PE 估值法测算各行业 2021 年预期涨幅，并根据 20Q4 公募基金持仓分布对全年公募基金业绩进行预测。

■ **2021 年公募业绩测算方法。**①我们采用 PE 估值法对各行业 2021 年的涨跌幅进行预测。具体计算方法如下：**行业 2021 年预测涨跌幅= (2021 年预测 PE（整体法）× Σ行业中个股 2021 预测净利润)/行业 2020 年底总市值-1。**再结合 20Q4 公募基金持仓分布估算公募基金 2021 年业绩。②关键假设：流动性收紧引致估值下行。针对行业 2021 年预测 PE，给出三种假设：乐观假设下 2021 年预测 PE=过去四年 PE 均值；中性=过去四年 PE 均值 × 0.85；悲观=过去四年 PE 均值 × 0.7。③特殊处理：极端热门、冷门行业估值调整：1、房地产、农林牧渔、建筑装饰等 2020 年估值明显低于过去四年均值；2、食品饮料、电气设备、汽车、家电等热门行业 2020 年估值明显高于过去四年均值。针对这两种情况，估值基准均调整为 2020 年估值：①乐观假设下 2021 年预测 PE=2020 年底 PE；②中性=2020 年底 PE × 0.85；③悲观=2020 年底 PE × 0.7。

■ **三种假设下 2021 年公募基金业绩分别 34.4%、14.3%、-5.9%。**①业绩提升对冲估值下行，公募基金 2021 年全年仍能享受正回报。模型显示，货币政策收紧带来估值下行，但 Wind 一致预期显示业绩高增，28 个申万行业 2021 年净利润全部实现正增长，按净利润权重，全 A 加权业绩增速 29.6%。②减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行业。核心是回归基本面，多数行业估值处于历史高位的情况下，唯有寻找业绩大幅增长的行业与牛股，才足以抵御估值的损耗。公募重仓行业中电气设备、化工更优：食品饮料 21 年预期收益率（中性假设，下同）8%，白酒 6%、医药-5%、电子 11%、电气设备 33%、化工 32%。顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色预期收益率 26%、机械 23%、汽车 29%、建材 22%。疫情受损行业或将迎来底部反弹，休闲服务预期收益率 43%、传媒 50%。

■ **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；本报告中业绩预测基于 wind 一致预期，与实际业绩或有偏差；报告中对涨跌幅预测仅为估值假设下模型推导结果，不构成投资建议。

相关研究

1、《东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向价值——市场温度计》2021-02-08
2、《策略点评 20210204：南下资金定价权在两类板块最凸显》2021-02-07
3、《东吴策略·若南水趋缓，港股如何演绎？——行业风火轮》2021-02-05
4、《东吴策略·基金画像：短跑健将、长期赢家、头部玩家买什么？——2020 年基金四季报专题研究之二》2021-02-04
5、《东吴策略：资金流入趋缓，内外资风格分化——市场温度计》2021-02-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公募基金天量发行，业绩创近十年新高 4
2. 2021 年公募基金预期收益率 14.3% 5
2.1. 公募预期收益率测算模型 5
2.2. 关键假设：流动性收紧引致估值下杀 6
2.3. 三种假设下 2021 年公募基金业绩分别 34.4%、14.3%、-5.9% 8
3. 风险提示 10

图表目录

图 1：20 年公募基金天量发行&21 年基金发行开门红 4
图 2：主动偏股型基金收益率均值创 10 年以来新高 4
图 3：A 股目前估值高位 5
图 4：创业板指&沪深 300 目前估值高位 5
图 5：行业涨跌幅测算方法 6
图 6：食品饮料行业历年来 PE&归母净利润 7
图 7：电气设备行业历年来 PE&归母净利润 7
图 8：汽车行业历年来 PE&归母净利润 7
图 9：家电行业历年来 PE&归母净利润 7
图 10：房地产行业历年来 PE&归母净利润 8
图 11：建筑装饰行业历年来 PE&归母净利润 8
图 12：20Q4 偏股主动型基金重仓行业分布 8

表 1：各行业 2021 年涨跌幅预测 9

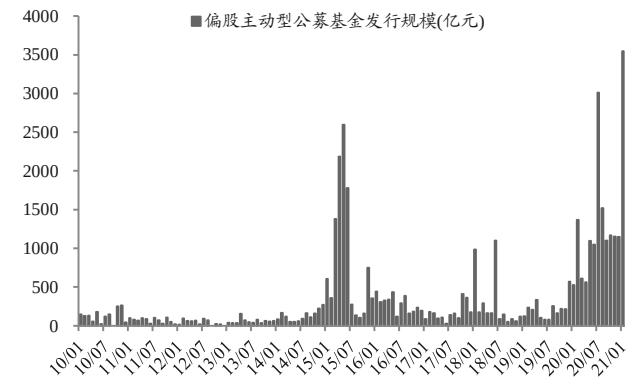
2020 年公募基金天量发行，全年偏股主动型公募基金收益率均值 49%，创下新高，市场的模糊共识是 2021 年需降低预期收益率，热门抱团板块存在调整压力。但预期收益率究竟应该降多少？我们基于分行业业绩预期和估值假设，结合基金持仓，测算 2021 年公募业绩预期目标。

1. 公募基金天量发行，业绩创近十年新高

2020 年公募天量发行，全年偏股主动型公募基金收益率均值 49%，创十年新高。2019 年以来，公募基金规模持续扩张，开启本轮居民资金通过基金加速入市。新发基金规模不断走高，2020 年 7 月单月偏股主动型公募基金发行规模达到 3010 亿元，全年共发行公募基金 3.1 万亿，其中主动偏股型 1.4 万亿，成为 2020 年 A 股市场最主要的资金来源之一。2021 年公募基金更是迎来开门红，1 月新发基金规模达到 3546 亿元，创下历史单月发行新高。公募基金天量发行同时伴随基金业绩连创新高，2020 年流动性宽裕助力 A 股上行，全年上证综指上涨 13.9%，白酒、光伏、新能源等热门板块大幅上涨，机构抱团股股价接连创下新高，公募基金受益明显，全年偏股主动型公募基金收益率均值 49%，连续两年保持 30%以上收益的同时创下了 2010 年以来新高。

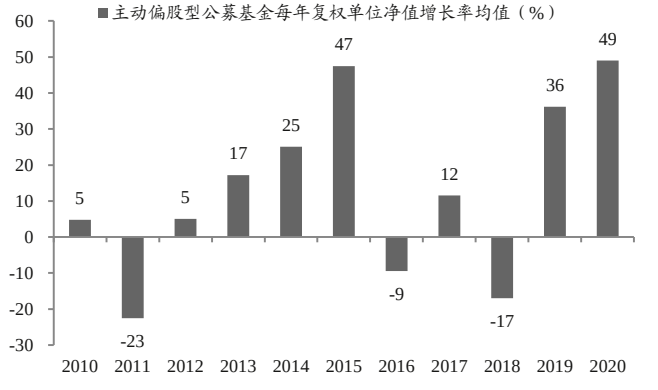
2021 年应降低预期收益率，但认知较为模糊，需要模型对公募预期收益进行大致测算。2020 年流动性宽松推升 A 股估值高位，市场普遍担心 2021 年货币政策边际收紧，对高估值板块造成下行压力，因此投资者一致认为今年应适当降低预期收益率。但这是一个模糊的认知，公募基金还能否延续高收益的业绩表现，流动性收紧对目前的热门板块会造成多大冲击，我们需要寻找一个模型对行业和公募基金的预期收益进行大概测算。本文基于业绩一致预期，通过 PE 估值法测算各行业 2021 年预期涨幅，并根据 20Q4 公募基金持仓分布对全年公募基金业绩进行预测。

图 1：20 年公募基金天量发行&21 年基金发行开门红



数据来源：Wind，东吴证券研究所

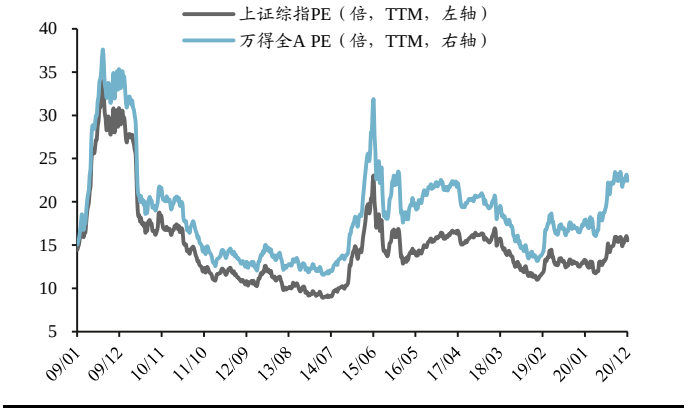
图 2：主动偏股型基金收益率均值创 10 年以来新高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

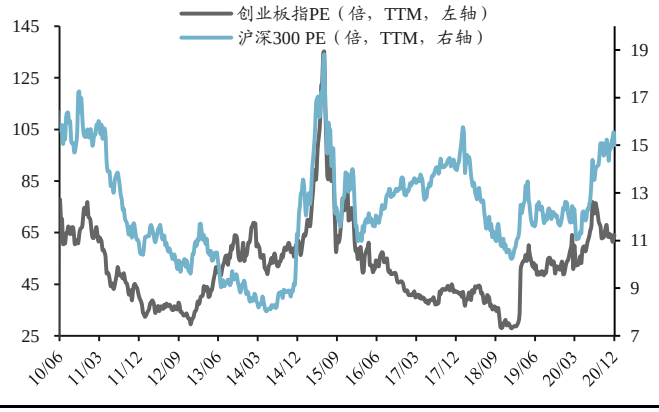
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：A 股目前估值高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：创业板指&沪深 300 目前估值高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2021 年公募基金预期收益率 14.3%

我们对公募业绩预测模型进行一个大概介绍，包括模型构建、关键假设、特殊调整及预测结论：

2.1. 公募预期收益率测算模型

采用 PE 估值法对各行业 2021 年的涨跌幅进行预测。

具体计算方法如下：

$$\text{行业 2021 年预测涨跌幅} = \frac{\text{2021 年预测 PE（整体法）} \times \sum \text{行业中个股 2021 预测净利润}}{\text{行业 2020 年底总市值}} - 1$$

其中 2021 年预测净利润为个股 Wind 一致预期净利润，预测 PE 为我们基于行业过去四年的 PE（月频）均值基准作出假设，具体假设方法在下一节中会详细介绍。由于 Wind 一致预期净利润只包含有分析师覆盖标的，为了保证分子分母样本可比，我们的**样本统一选择行业中有分析师覆盖的个股。**

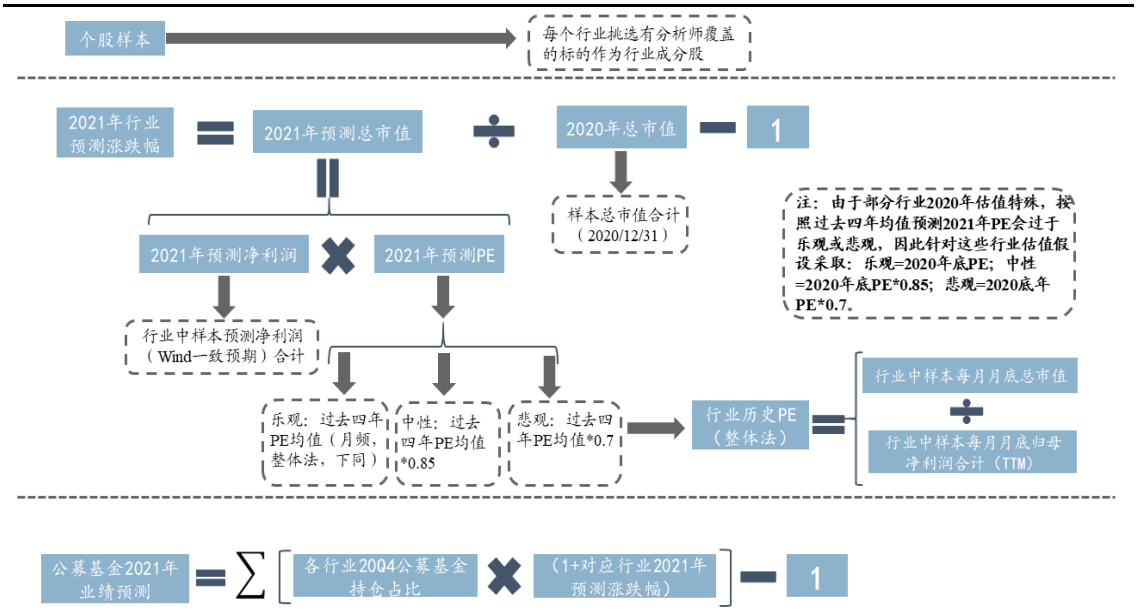
基于各行业 2021 年的涨跌幅测算，结合 20Q4 公募基金持仓分布估算公募基金 2021 年业绩。具体计算方法如下：

$$\text{公募基金 2021 年业绩预测} = \sum_{i=1}^{28} P_i \times (1 + X_i) - 1。$$

其中P_i为各行业 20Q4 公募基金持仓占比，X_i为对应行业 2021 年预测涨跌幅。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：行业涨跌幅测算方法



数据来源：东吴证券研究所绘制

2.2. 关键假设：流动性收紧引致估值下杀

关键假设：流动性收紧引致估值下杀。2020 年流动性大幅宽松助推 A 股上行，目前市场整体与热门板块估值均处历史高位，截至 2020/12/31，上证综指 PE（TTM）16 倍，处 10 年以来由低到高 77%分位，创业板指 PE（TTM）64 倍，处 10 年以来 83%分位。2021 年通胀预期上升之下，货币政策或将边际收紧，对目前高估值的热门板块造成下杀压力。

一个重要假设：2021 年多数行业估值出现打折，针对行业 2021 年预测 PE，我们给出三种假设：

① 乐观假设下 2021 年预测 PE=过去四年 PE（月频，下同）均值；

② 中性假设下=过去四年 PE 均值×0.85；

③ 悲观假设下=过去四年 PE 均值×0.7。

$$\text{其中历史 PE} = \frac{\text{行业中样本每月月底总市值}}{\text{行业中样本月底归母净利润合计（TTM）}}。$$

特殊处理：极端热门、冷门行业估值调整。由于部分行业的估值在 2020 年具有特殊性，我们针对这些行业将预测假设做了进一步调整，主要包括两类：**1、房地产、农林牧渔、建筑装饰等 2020 年估值明显低于过去四年均值，估值基准调整为 2020 年估值。**这些行业由于 2016-2019 年估值较高而 2020 年估值过低，按照过去四年均值预测 2021

请务必阅读正文之后的免责声明部分

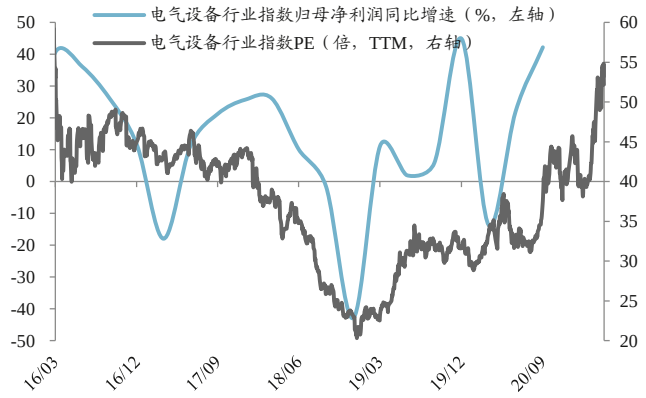
年 PE 会过于乐观，导致整个行业虽然业绩增速不高，但行业整体涨幅较大，主要包括：房地产、农林牧渔、建筑装饰等行业。针对这一情况，我们对估值假设时采取以下方法：①乐观假设下 2021 年预测 PE=2020 年底 PE；②中性假设下=2020 年底 PE×0.85；③悲观假设下=2020 年底 PE×0.7。**2、食品饮料、电气设备、汽车、家电等热门行业 2020 年估值明显高于过去四年均值，估值基准调整为 2020 年估值。**如果按照过去四年均值预测 2021 年 PE 会过于悲观，导致整个行业虽然业绩稳定增长，但行业整体呈下跌趋势，这样的行业主要集中于去年热门板块如：食品饮料、电气设备、汽车、家电等。针对这一情况，我们同样采取以下假设：①乐观假设下 2021 年预测 PE=2020 年底 PE；②中性假设下=2020 年底 PE×0.85；③悲观假设下=2020 年底 PE×0.7。

图 6：食品饮料行业历年来 PE&归母净利润



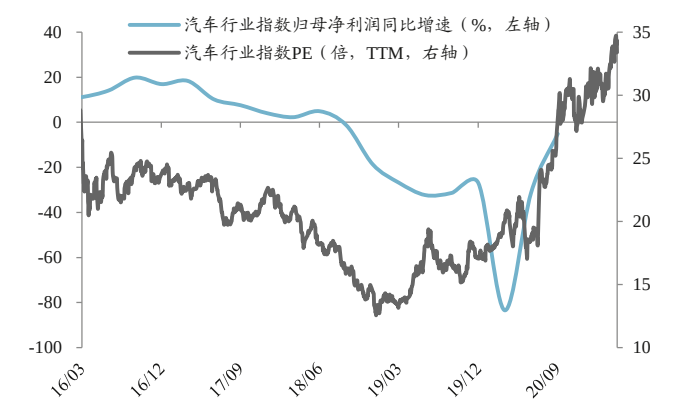
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：电气设备行业历年来 PE&归母净利润



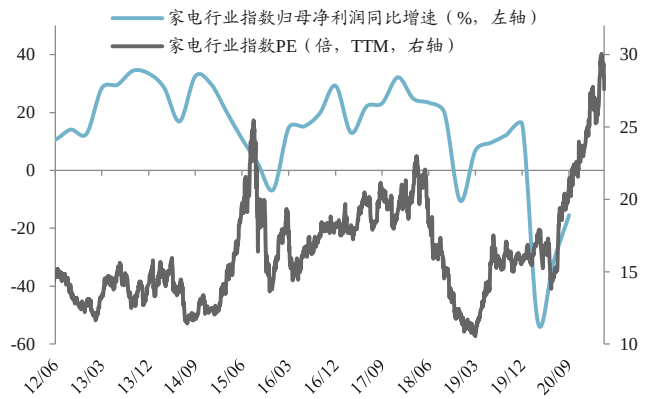
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：汽车行业历年来 PE&归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

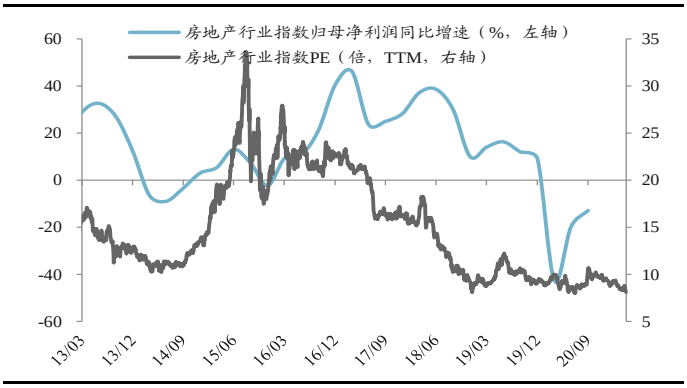
图 9：家电行业历年来 PE&归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

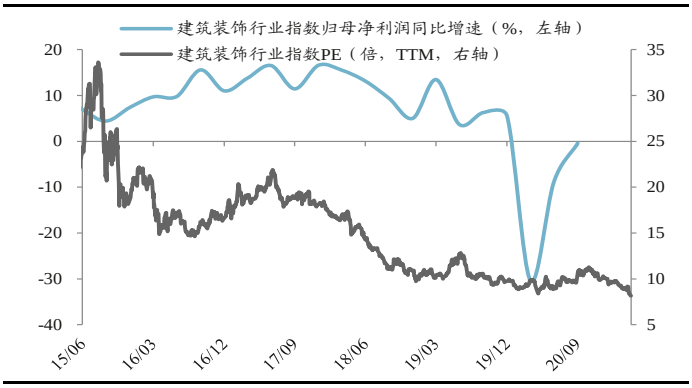
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：房地产行业历年来 PE&归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：建筑装饰行业历年来 PE&归母净利润



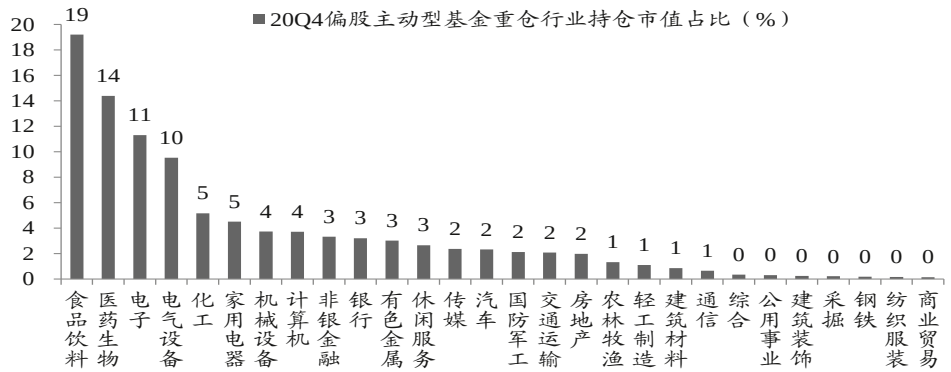
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 三种假设下 2021 年公募基金业绩分别 34.4%、14.3%、-5.9%

预计 2021 年公募基金收益率 14.3%（中性假设），业绩对冲估值下杀，推动股价上涨。我们将三种假设下各行业涨跌幅按照 20Q4 公募基金持仓分布加权，计算出公募基金 2021 年业绩预测，结果显示乐观假设下公募基金 2021 年收益率 34.4%，中性 14.3%，悲观-5.9%。模型中性假设显示，货币政策收紧带来估值下行，估值假设回落 15%，但 Wind 一致预期显示业绩高增，28 个申万行业 2021 年净利润全部实现正增长，同比增速均值 69.2%，按照净利润权重，全 A 加权业绩增速 29.6%。业绩提升对冲估值下行，公募基金 2021 年全年仍能享受正回报。

公募调仓方案：减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行业。2021 年业绩支撑公募基金仍能获得稳定收益，操作核心是回归基本面，估值处于历史高位的情况下，唯有寻找业绩大幅增长的行业与牛股，才足以抵御估值损耗。**公募重仓行业中电气设备、化工更优。**模型显示 20Q4 公募重仓前五行业 21 年预期收益率（中性假设，下同）：食品饮料 8%，其中白酒 6%、医药生物-5%、电子 11%、电气设备 33%、化工 32%。**顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色、化工、机械、汽车、建材业绩表现突出，**其中有色金属预期收益率 26%、化工 32%、机械设备 23%、汽车 29%、建筑材料 22%。**疫情受损行业 21 年或将迎来底部反弹**，休闲服务预期收益率 43%、传媒 50%、交通运输 14%。

图 12：20Q4 偏股主动型基金重仓行业分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：各行业 2021 年涨跌幅预测

行业	2021 年涨跌幅（%）			2021 年预测净利润同比增速（%）	2020 年 PE（倍，TTM，2020/12/31）	2021 年预测 PE（倍）			20Q4 公募基金持仓市值占比（%）
	乐观	中性	悲观			乐观	中性	悲观	
食品饮料	27	8	-11	27	56	56	48	39	19.2
白酒	25	6	-13	25	58	58	49	40	16.1
其他	31	12	-8	31	53	53	45	37	3.1
医药生物	11	-5	-22	51	53	39	33	27	14.4
电子	30	11	-9	90	56	38	33	27	11.3
电气设备	57	33	10	57	52	52	45	37	9.5
化工	56	32	9	56	27	27	23	19	5.2
家用电器	32	13	-7	32	28	28	24	20	4.5
机械设备	45	23	1	42	30	31	26	21	3.7
计算机	46	24	2	91	75	57	48	40	3.7
非银金融	25	6	-12	27	19	19	16	13	3.3
保险	35	15	-5	29	15	16	14	11	2.4
券商	21	3	-15	24	25	24	20	17	0.9
银行	12	-5	-22	9	7	7	6	5	3.2
有色金属	49	26	4	114	63	44	37	31	3.0
休闲服务	68	43	17	364	191	69	59	48	2.6
传媒	77	50	24	197	112	67	57	47	2.4
汽车	52	29	6	52	32	32	27	22	2.3
国防军工	6	-10	-26	39	77	59	50	42	2.1
交通运输	34	14	-6	126	38	23	19	16	2.1
房地产	39	18	-3	39	8	8	6	5	2.0
农林牧渔	32	12	-8	32	20	20	17	14	1.3
轻工制造	24	5	-13	58	28	22	19	16	1.1
建筑材料	43	22	0	28	13	15	12	10	0.9
通信	78	52	25	119	76	62	53	44	0.6
综合	23	5	-14	45	38	33	28	23	0.3
公用事业	29	10	-9	29	16	16	14	12	0.3
建筑装饰	22	3	-15	22	7	7	6	5	0.2
采掘	39	18	-3	39	17	17	14	12	0.2
钢铁	29	10	-9	18	13	14	12	10	0.2
纺织服装	21	3	-15	58	28	22	19	15	0.1
商业贸易	48	26	4	77	28	23	20	16	0.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所，业绩预测基于 wind 一致预期，与实际业绩或有偏差；对涨跌幅预测仅为估值假设下模型推导结果，不构成投资建议。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 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；本报告中业绩预测基于wind一致预期，与实际业绩或有偏差；报告中对涨跌幅预测仅为估值假设下模型推导结果，不构成投资建议。

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

