DONGXING SECURITIES

策略深度报告

变与不变

分析师：杨若木
分析师
执业证书编号：S1480510120014
联系方式：010-66554032
yangrm@dxzq.net.cn

联系人：林莎
A股策略
执业证书编号：S1480120070056
联系方式：010-66554151
linsha@dxzq.net.cn

研究助理：高天然
执业证书编号：S1480120070029
联系方式：010-66554044
gaotr@dxzq.net.cn

2021年2月4日

摘要

在年度策略展望和1月月报中，我们提出三个判断：1）经济修复的幅度会超出市场预期，来自出口、制造业投资和消费；2）市场特征还是钱多、核心资产少；3）交易经济复苏是行业配置主线。

1月以来，更多的迹象表明上述趋势在延续。第一、出口带动经济强劲修复；四季度GDP同比达6.5%，超出预期值6.2%，出口12月同比18.1%，超出预期值15%，出口的非防疫物品已经由前期的“宅经济”变为经济复苏带动的上游资源品；**第二、钱多、核心资产少的格局延续；**A股抱团演绎至极致，资金外溢买入港股的“核心资产”，南下资金规模创下沪港通开通以来的新高水平；**第三、市场继续交易经济复苏；**1月市场整体上涨，上证综指、创业板指分别涨0.29%、5.48%。结构性行情持续，与经济复苏更加相关的石油石化、基础化工、银行等行业表现涨幅居前。

1月以来边际变化是什么：流动性预期反复与疫情的散点复发。资金面变化：1.政策是否收紧成为讨论热点；一月的最后一周资金面趋紧，交易所、银行间隔夜利率创下新高，但月末的流动性投放及央行表态重新传递流动性不会迅速收紧信号；**2.增量资金入场的可持续性；**2021年1月以来公募基金发行份额超过3000亿，创2010年以来单月公募基金发行份额新高。去年以来，公募基金发行量就持续远超2016年以来同期水平，增量资金持续入场是结构性行情演绎的基础。但我们也观

摘要（续）

察到今年1月的最后两周公募基金发行份额已出现回落迹象；**3.散点疫情爆发的结构性影响：**2020年12月以来，我国疫情在多个省市散点式爆发。2020年年中也出现过类似情况，散点疫情爆发期间短期拖累铁路运输、线下消费的恢复呈现结构性分化特征，但随着疫情得到控制，会回归原来的复苏通道。

行业配置：制造业、上游资源、地产后周期、抗通胀。流动性的反复扰动和疫情的散点爆发阶段性影响风险偏好。与变化中寻找确定性的复苏趋势，结构性行情延续，重点关注景气度上行的板块。四季度业绩预告显示，景气度上行的行业包括：与复苏高度相关的顺周期行业（机械、基础化工和钢铁）和电新、医药及军工，此前已有所预期；此外，由于春节的错位效应和去年疫情冲击的低基数效应，食品饮料的业绩可能会有明显改善。寻找还未被充分挖掘的宝藏，关注业绩质地优良的中小市值公司。从景气度的角度，经济复苏和产业趋势两个维度。其一、制造业进入新一轮的景气上升周期。关注工程机械；其二、交易复苏的逻辑未发生变化，寻找外需产业链。可关注金属制品、有色、螺纹钢、石油等；其三、海外复工复产之后通胀抬头，布局“通胀早期”的受益品种。包括汽车、医药等。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

目 录

一、不变：哪些趋势在延续？

二、变：发生了什么边际变化？

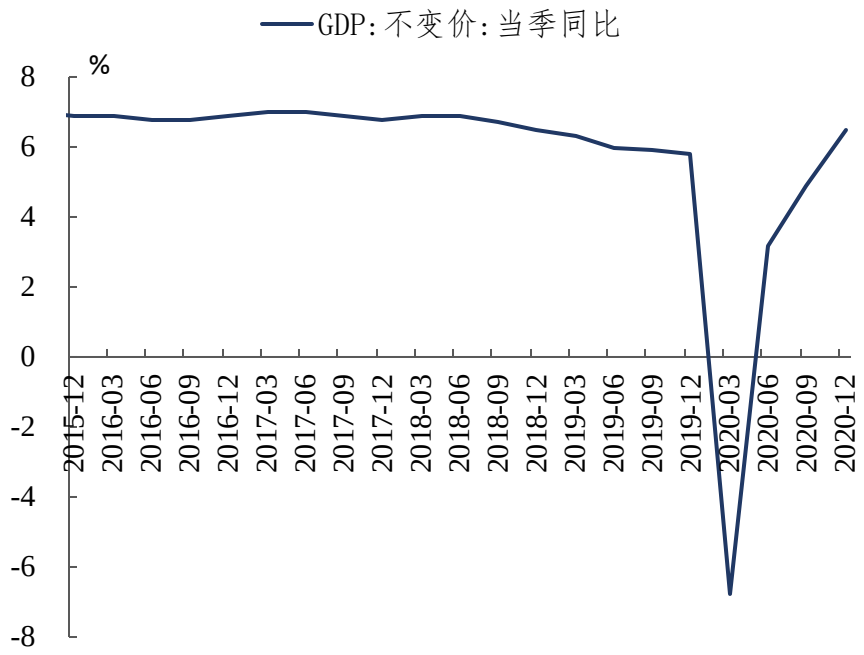
三、行业配置：寻找未被充分挖掘的“宝藏”

经济整体延续结构性复苏

■**总量加速复苏：**四季度GDP同比达到6.5%，超出预期值6.2%，超过2019年四季度的5.8%。

■**结构分化加大：**出口持续维持高景气拉动GDP创下两年来的新高，工业生产延续强势，固定资产投资略有下行，消费复苏相对缓慢，社零累计同比仅为4.6%，不及预期值5.4%。

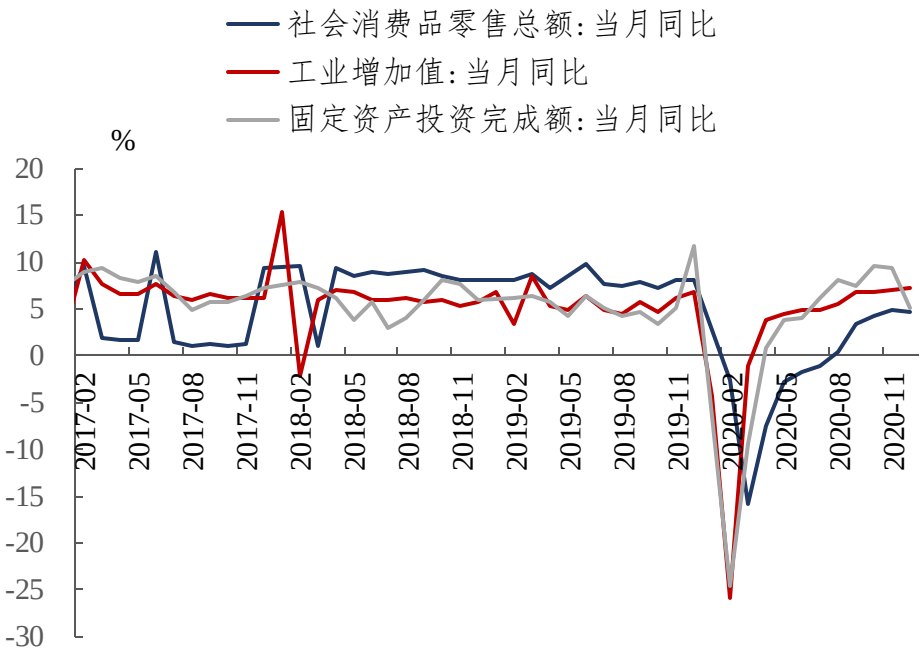
图表：GDP增速超过疫情前水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2020年12月

图表：投资、工业生产已基本恢复，消费复苏缓慢



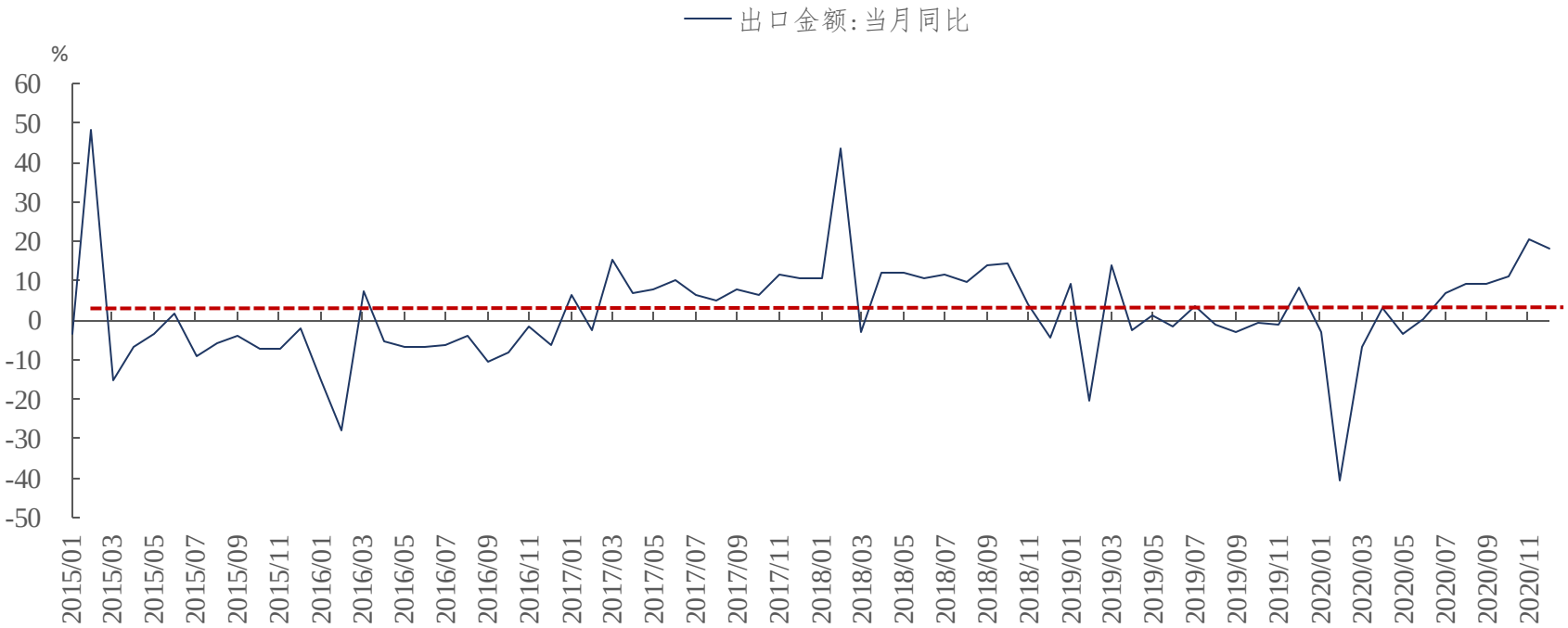
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2020年12月

出口持续维持强势

■2020年中国经济率先恢复，成为全球“供给方”，7月以来出口金额同比增长已经超过了历史平均水平（2015年至今平均出口同比增速为2.8%），10月以来随海外疫情复发出口进一步高增，12月出口同比18.1%，超出预期值15%，出口始终维持强势。

图表 ：出口自10月以来持续维持强势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2020年12月

出口结构向“复苏预期”转变

■相比于4-11月，12月出口交货值同比高增的行业更加集中在上游资源品和医药，前期出口增长更多的食品加工、家具制造等回落显著，出口结构由疫情期间的“宅经济”向“复苏预期”相关的上游资源品转变。

图表 ：出口结构由疫情期间的“宅经济”向“复苏预期”转变

行业	2020年12月出口交货值同比变动（%）	2020年4月-11月出口交货值同比变动（%）	同比变动差值	行业	2020年12月出口交货值同比变动（%）	2020年4月-11月出口交货值同比变动（%）	同比变动差值
石油天然气开采*	182.2	85.8	96.4	非金属矿物	2.2	-4.9	7.1
有色金属矿采选*	40.9	-40.8	81.7	纺织	1.1	-3.2	4.3
非金属矿采选*	36.9	-33.9	70.8	纺织服装	-4.9	-8.7	3.8
有色金属冶炼	39.8	-8.9	48.7	医药	38.5	35.3	3.2
石油煤炭加工	-41.6	-80.9	39.3	通用设备	0.7	-2.4	3.1
化学纤维	15.7	-15.9	31.6	仪器仪表	3.4	0.4	3.0
黑色金属冶炼	15.5	-11.5	27.0	皮毛羽制品	-17.2	-18.9	1.7
煤炭开采洗选*	26.2	-0.7	26.9	金属制品、机械和设备修理	-32.7	-32.6	-0.1
燃气生产和供应*	-15.8	-37.0	21.2	专用设备	4.2	5.5	-1.3
造纸	0.2	-18.4	18.6	家具制造	-0.5	5.9	-6.4
烟草	-55.2	-69.2	14.0	其他制造	-4.7	2.6	-7.3
电气机械	12.9	0.7	12.2	水的生产和供应	-8.0	0.8	-8.8
化学原料及制品	15.8	5.7	10.1	酒饮料茶	-27.2	-16.9	-10.3
印刷	3.3	-6.0	9.3	铁路船舶航空航天	-12.3	1.3	-13.6
金属制品	15.1	5.9	9.2	食品	-15.0	3.8	-18.8
汽车制造	4.5	-4.4	8.9	电力热力	-7.1	15.6	-22.7
橡胶塑料制品	14.1	5.6	8.5	食品加工	-16.4	7.6	-24.0
计算机通信设备	15.4	7.6	7.8	木材加工	-9.4	15.8	-25.2
文体娱乐用品	3.9	-3.4	7.3	废弃资源综合利用	-100.0	-28.4	-71.6

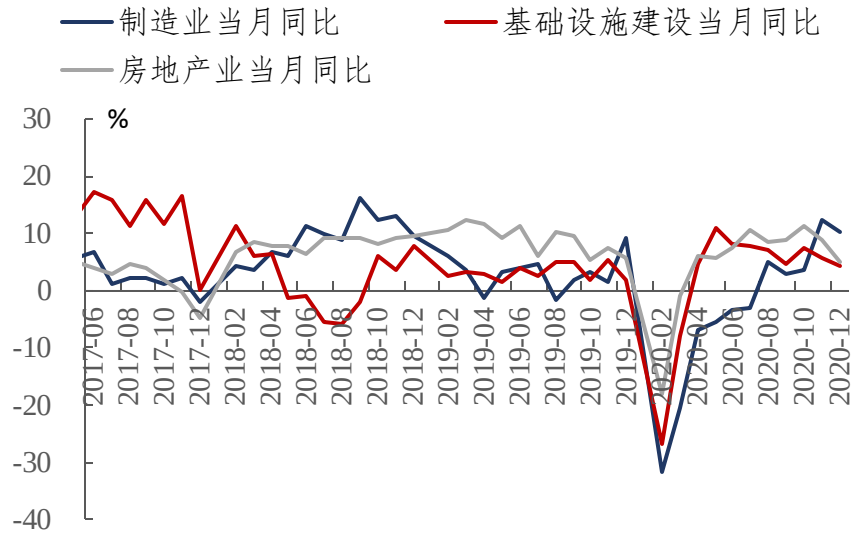
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：带*标记的行业出口交货值的同比增长高但绝对值小。

制造业投资仍具修复空间

■随经济复苏，基建的“逆周期”调节需求减弱，基建投资同比自2020年6月以来持续下行；制造业投资同比12月相对11月的跳升虽略有回落但仍处高位，略有回落可能是由于年末信贷紧张。但进入2021年出口仍然维持高景气、开年信贷充足，制造业投资强势预计仍将延续；房地产投资或受“三条红线”、“房地产贷款集中度管理”等一系列政策影响12月同比延续下滑，但从新开工、施工、商品房销售额数据来看，三者12月均有上行，地产投资仍具韧性。

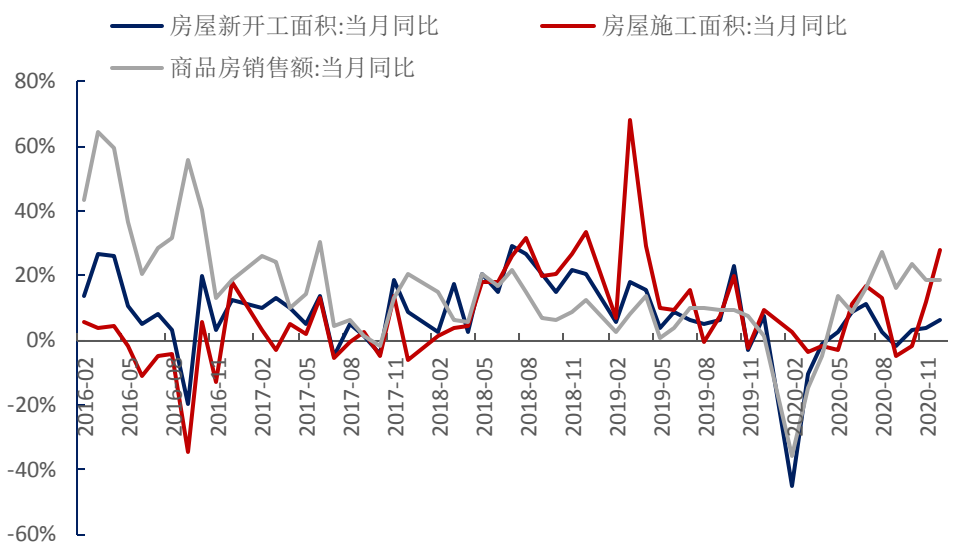
图表：制造业、基建、房地产固定资产投资均下行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2020年12月

图表：地产新开工、施工、商品房销售额12月上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

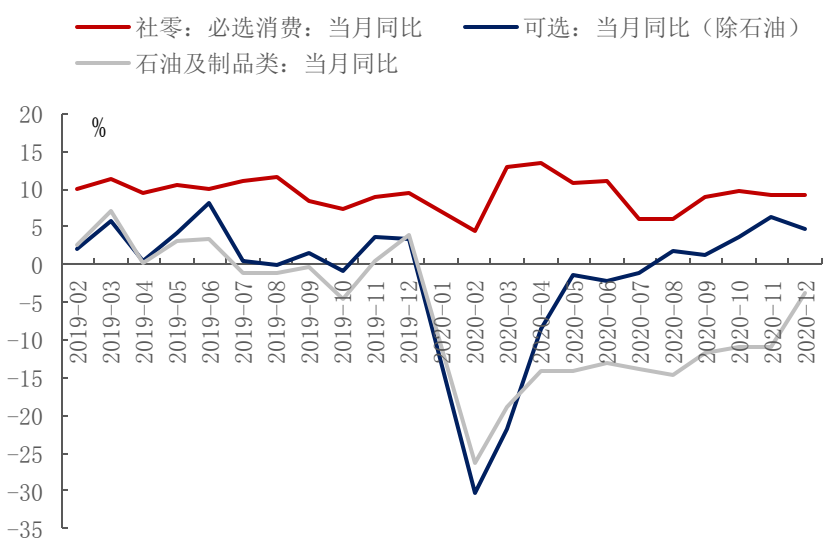
注：数据更新至2020年12月

消费复苏相对缓慢

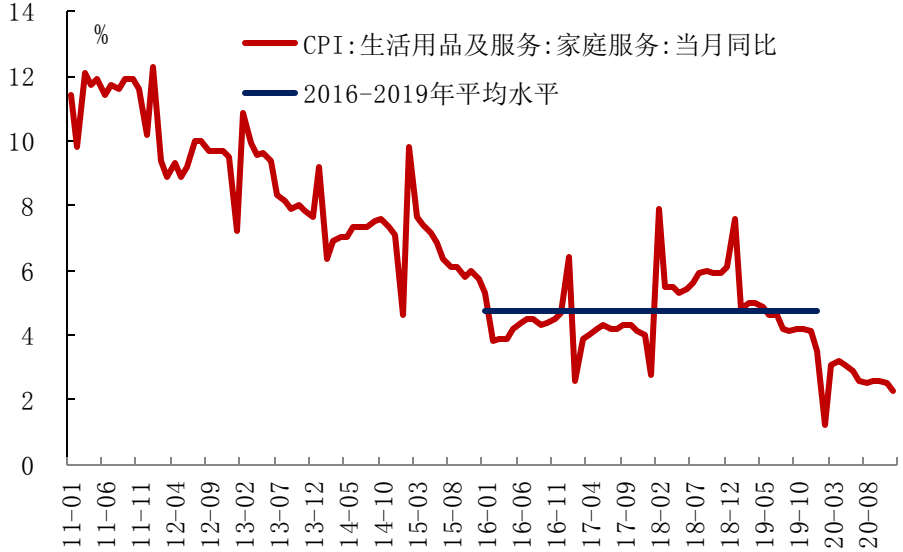
■消费的回暖弱于市场预期，可选消费回落，特别是汽车、化妆品、通讯器材、金银珠宝等同比均较11月显著下行，分别下降5.4%、23.3%、22.6%、13.2%。可能是受到“双十一”透支、疫情散点爆发等的影响。

■中低端劳动力收入同比仍在继续恶化。

图表：消费恢复过程逐步放缓



图表：中低收入人群收入持续走低



资料来源：Wind、东兴证券研究所

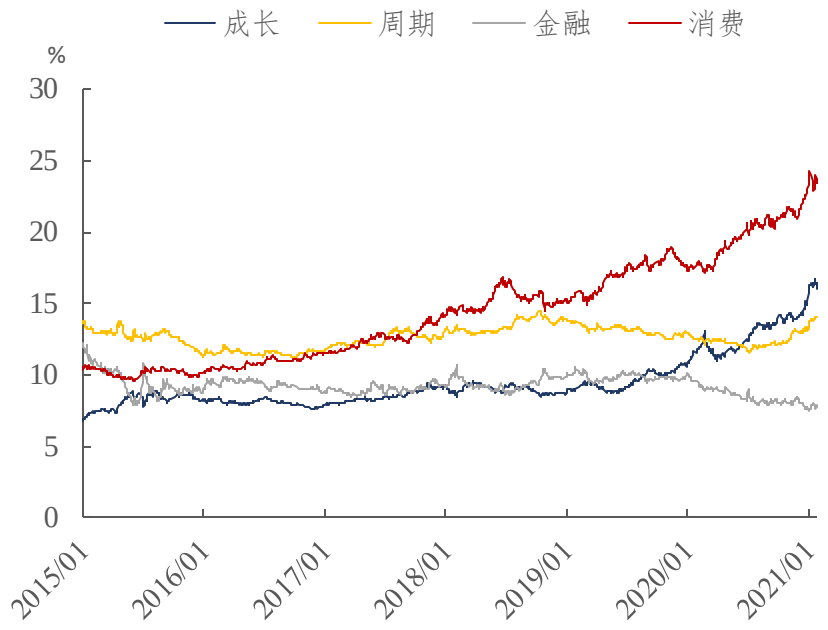
注：必选消费包括粮油食品、饮料、烟酒、服装鞋帽针纺织品、日用品、中西药品；可选消费（除石油）包括金银珠宝、家用电器和音响器材、家具、通讯器材、建筑及装潢材料、化妆品、体育娱乐用品、书报杂志、文化办公用品。

注：数据更新至2020年12月

资金抱团趋势延续

- 本轮资金抱团消费、科技的趋势仍在延续。消费行业的资金抱团在1月中旬出现小幅回调，但很快重新上行。一月全月来看，风格指数涨幅居前的周期涨2.18%、消费涨0.90%、跌幅最大的金融板块跌1.23%。

图表：本轮资金抱团的趋势仍在延续

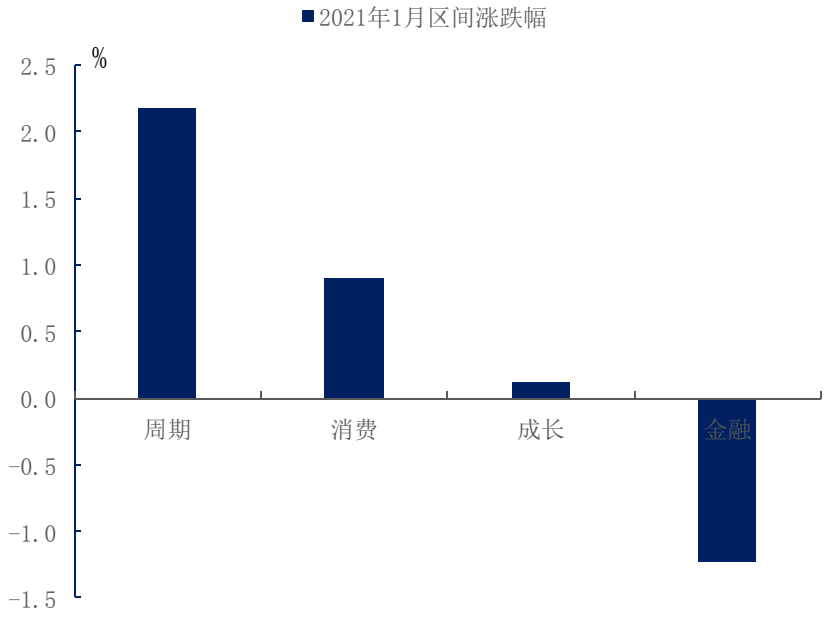


资料来源：Wind、东兴证券研究所

（以各个风格的流通市值占总流通市值比衡量资金抱团）

注：数据更新至2021年1月31日

图表：1月周期领涨市场



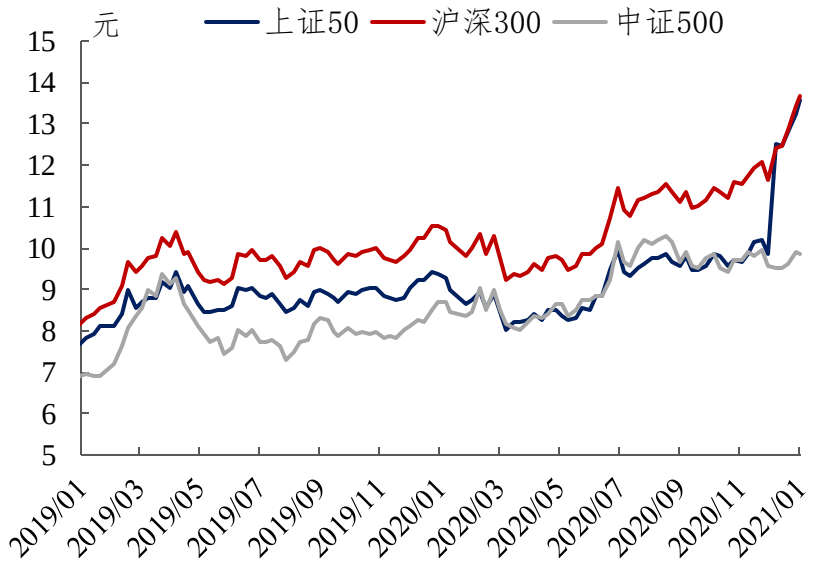
资料来源：Wind、东兴证券研究所

资金抱团分化到极致

■2020年12月至2021年1月资金抱团演绎出极端分化行情，体现在三个维度：

大盘股表现优于小盘股：2020年12月1日以来，上证50/沪深300上涨7.98%/9.22%，而中证500仅上涨1.14%；**指数上涨但大量公司下跌：**多次出现指数上涨但约75%的公司处于下跌状态；**上涨公司集中在大市值板块：**涨幅前100的公司，市值超过100亿的公司占比达44%。

图表：上证50、沪深300与中证500显著分化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

图表：市场整体上涨、但上涨家数远小于下跌家数

日期	上涨家数	下跌家数	上涨家数/下跌家数	上证综合增长率
2020/12/28	1082	2916	0.37	0.06%
2021/01/05	1614	2378	0.68	0.59%
2021/01/06	1055	2974	0.35	0.71%
2021/01/07	772	3282	0.24	0.75%

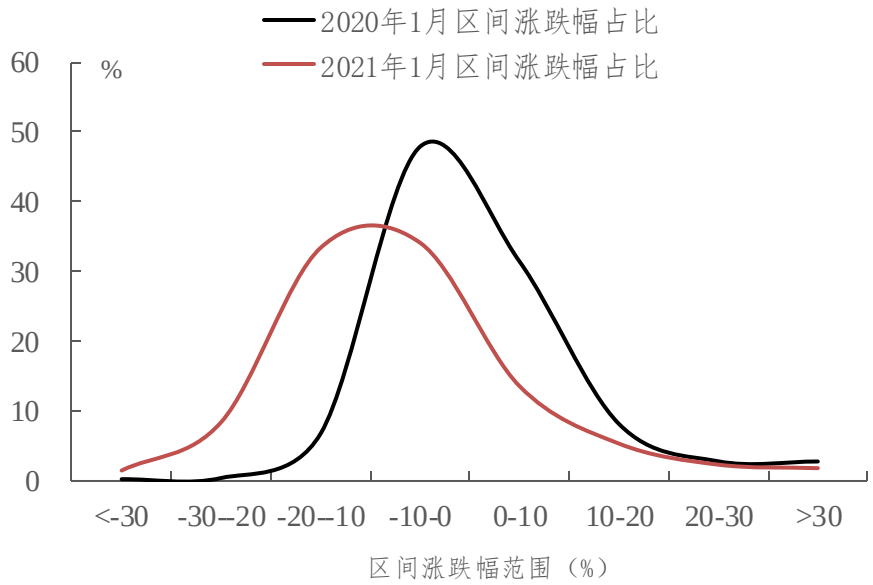
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年初A股上涨主要是大市值公司贡献

■2021年初较2020年同期A股市场下跌公司的比例更高，市场行情向好系少数公司带动形成。

■2021年初A股区间涨跌幅的流通市值加权平均显著高于算数平均值，年初市场的上涨主要由大市值股票拉动。

图表：2021年1月较2020年1月A股下跌的公司比例更高



注：值为该涨跌幅区间的公司家数占全A公司总家数的比例
资料来源：wind，东兴证券研究所
注：数据更新至2021年1月31日

图表：2021年初A股涨幅集中在大市值股票

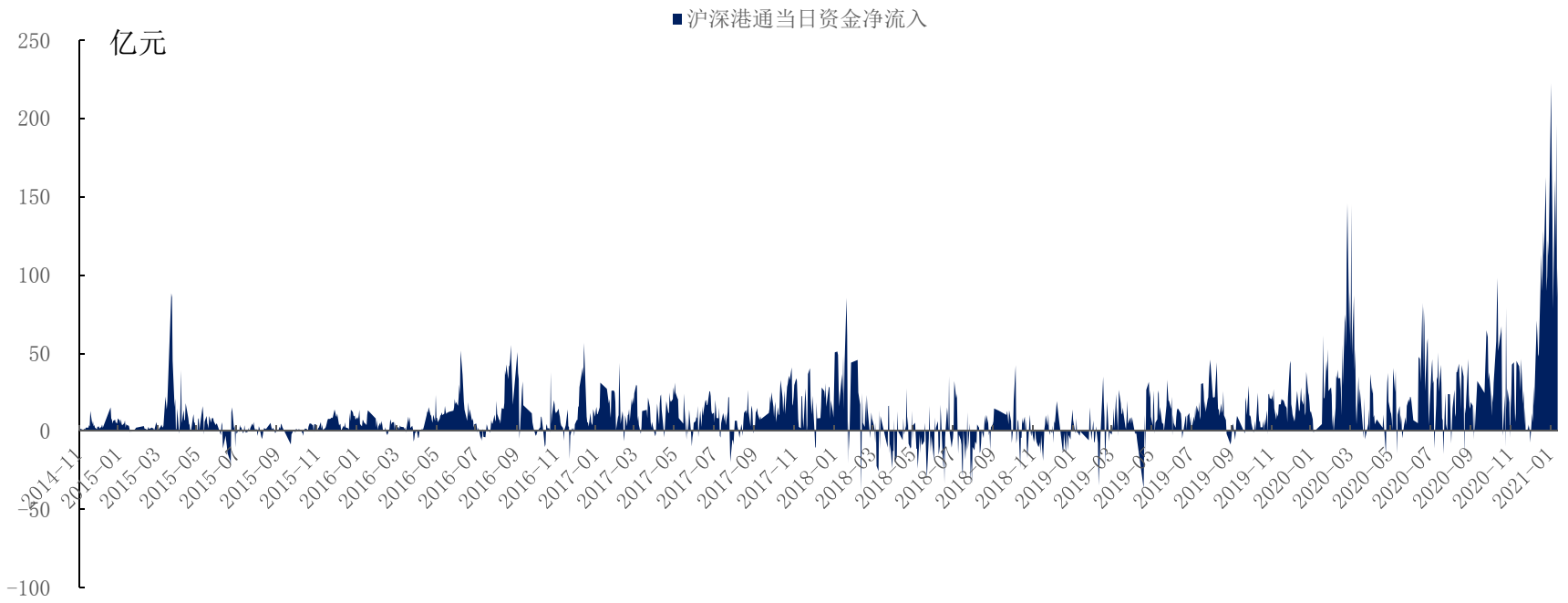
指标	2020年	2021年
区间涨跌幅（算术平均）（%）	0.82	-6.40
区间涨跌幅（流通市值加权平均）（%）	-0.27	0.05
注：选取的股票为全部A股，所取涨跌幅区间为相应年份1月1日-1月31日		

资料来源：wind，东兴证券研究所

核心资产的再扩散：南下资金规模创新高

■资金外溢南下资金规模创新高，2020年12月23日开始，资金大幅南下，截止到1月31日，总流入量已达2869.41亿元，创2014年沪港通开放以来的新高。

图表：南向资金流入港股规模达历史高峰



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

核心资产的再扩散：南向资金抱团龙头股

■本轮资金南下抱团显著，流入腾讯控股、中国移动等10只股票的资金约达到2098亿元，占全部南向资金比例达到71.9%。

图表：南向资金抱团现象显著，流入前10公司占比超过70%

股票代码	股票简称	所属行业	南向资金净流入（亿元）	股票代码	股票简称	所属行业	南向资金净流入（亿元）
0700.HK	腾讯控股	资讯科技业	1072.07	3800.HK	保利协鑫能源	工业	24.79
0941.HK	中国移动	电讯业	449.03	2382.HK	舜宇光学科技	工业	14.58
0883.HK	中国海洋石油	能源业	246.49	2013.HK	微盟集团	非必需性消费	10.12
3690.HK	美团-W	资讯科技业	226.08	6690.HK	海尔智家	非必需性消费	6.93
0981.HK	中芯国际	资讯科技业	148.63	0268.HK	金蝶国际	资讯科技业	3.55
0388.HK	香港交易所	金融业	119.67	3888.HK	金山软件	资讯科技业	3.26
1810.HK	小米集团-W	资讯科技业	89.68	1211.HK	比亚迪股份	非必需性消费	2.76
6969.HK	思摩尔国际	非必需性消费	58.54	6618.HK	京东健康	医疗保健业	1.85
0728.HK	中国电信	电讯业	33.24	2238.HK	广汽集团	非必需性消费	1.79
0762.HK	中国联通	电讯业	25.86	2020.HK	安踏体育	非必需性消费	1.57

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

核心资产的再扩散：南向资金抱团龙头股

■2020年12月23日-2021年1月31日之间沪深港通前十大活跃个股集中在大市值股票。全部港股中市值过500亿的股票仅有3.33%，而沪深港通交易活跃的股票中市值超过五百亿的股票占比高达68.42%。

图表：港股市场市值500亿以上的大盘股是稀缺标的

自由流通市值（亿元）	公司数量	占比（%）
>1000	38	1.49%
500-1000	47	1.84%
0-500	2468	96.67%
总计	2553	100.00%

注：该数据基于2021年1月31日全部港股上市公司数据统计。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：南下资金主要流向市值在500亿以上的大盘股

自由流通市值范围	公司数量	占比（%）
>1000	18	47.37%
500-1000	8	21.05%
0-500	12	31.58%
总计	38	100.00%

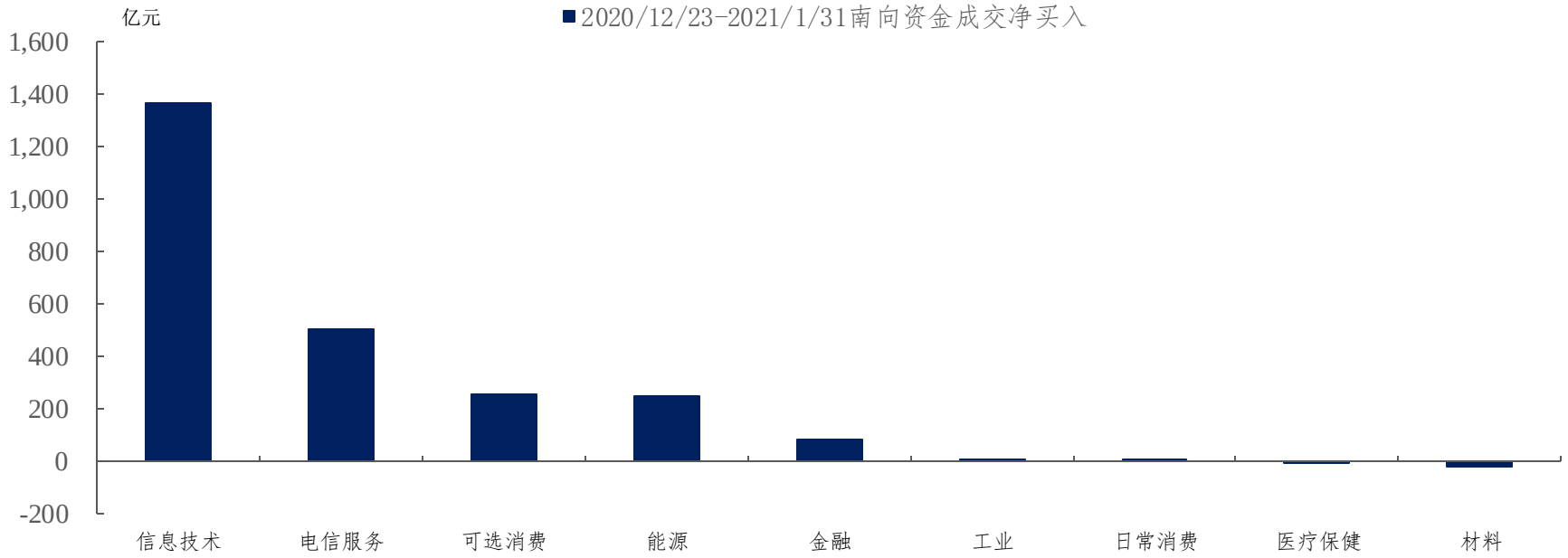
注：该数据基于2020年12月23日-2021年1月31日南向资金交易前十大活跃个股数据统计。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

核心资产的再扩散：南向资金涌入“新经济”

■本轮资金南下集中涌入“新经济” 板块，信息技术、电信服务、可选消费资金流入占总流入占比接近90%，这也是本轮行情中A股涨幅较大的板块。

图表：本轮资金南下集中涌入“新经济” 板块



注：该数据基于2020年12月23日-2021年1月31日南向资金交易前十大活跃个股统计。

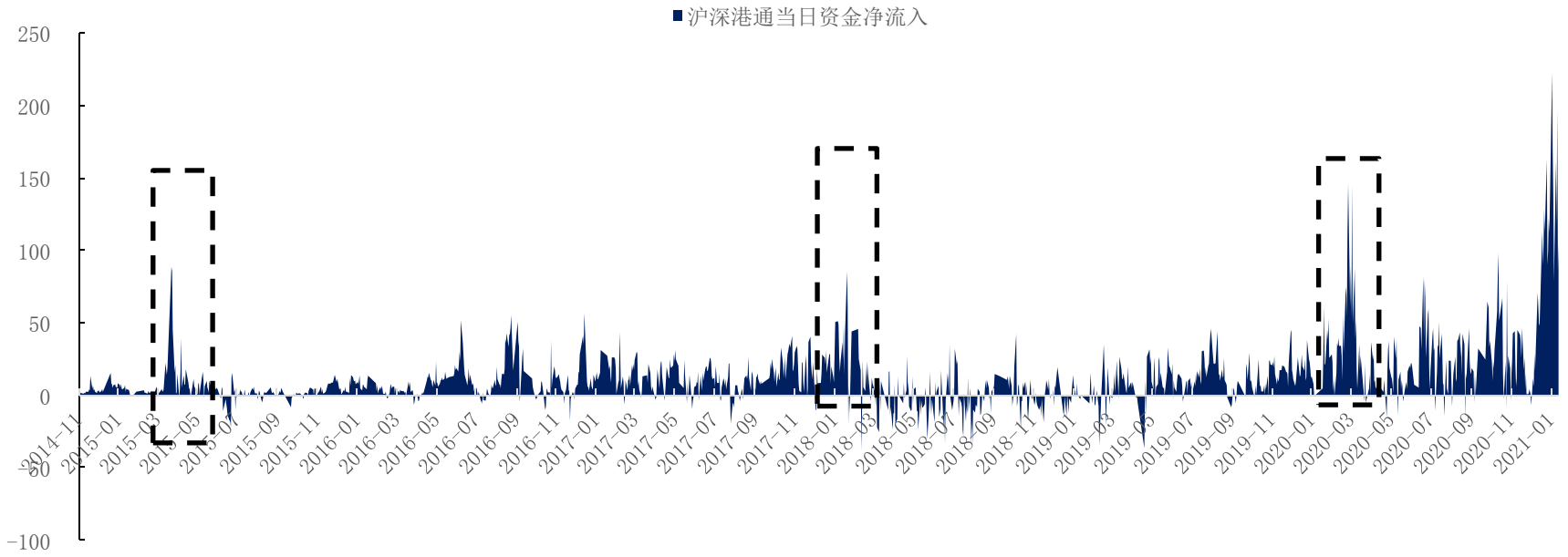
资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新至2021年1月31日

核心资产的再扩散：历史上还有三次资金大规模南下

■历史上还有三次南向资金的集中大规模流入，分别发生在2015年3月30日-2015年4月17日；2017年12月29日-2018年2月6日；2020年2月25日-2020年3月25日；

■2015年南向资金集中流入工业、非必需性消费、资讯科技等板块， 2017年、2020年南下资金集中度较高，最大流入量均发生在金融业，占比分别为68%、59.33%。

图表：历史上还有三次资金大规模南下



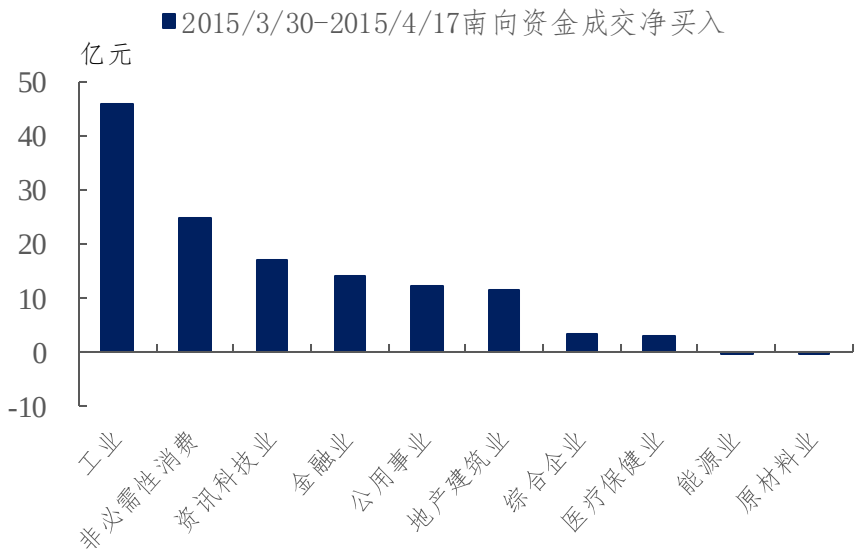
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

核心资产的再扩散：2015年南向资金主要流入工业、非必需消费

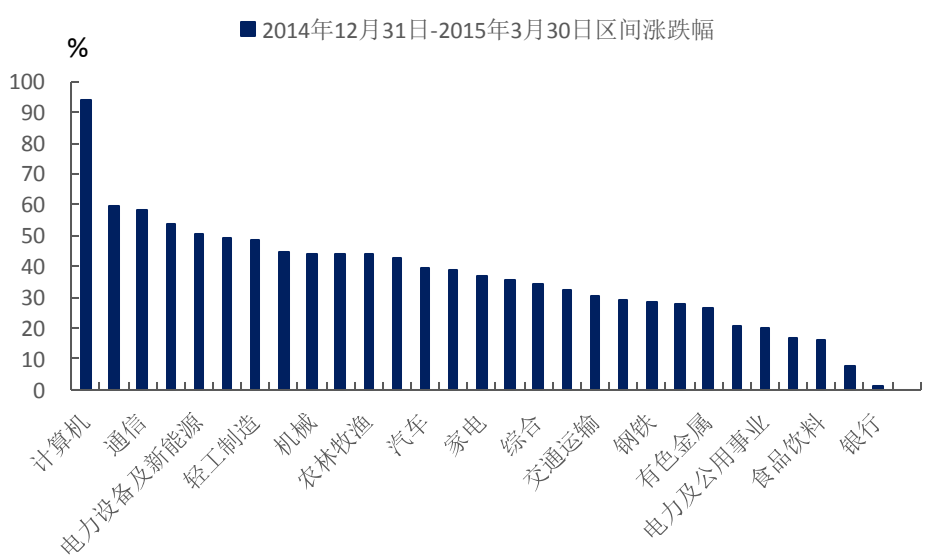
■第一次资金大规模南下发生在2015年3月30日-2015年4月17日；在这一时段内，南向资金集中流入工业、非必需性消费、资讯科技业等。港股资金流入的行业是A股前期表现好的行业，2014年12月31日-2015年3月30日区间内，涨幅靠前的行业如计算机、传媒、通信、消费者服务、纺织服装、机械、汽车等和港股资金流入的工业、非必需性消费、资讯科技业较为匹配。

图表：2015年南向资金涌入工业、非必需性消费等



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2017、2020年集中流入金融、资讯科技行业

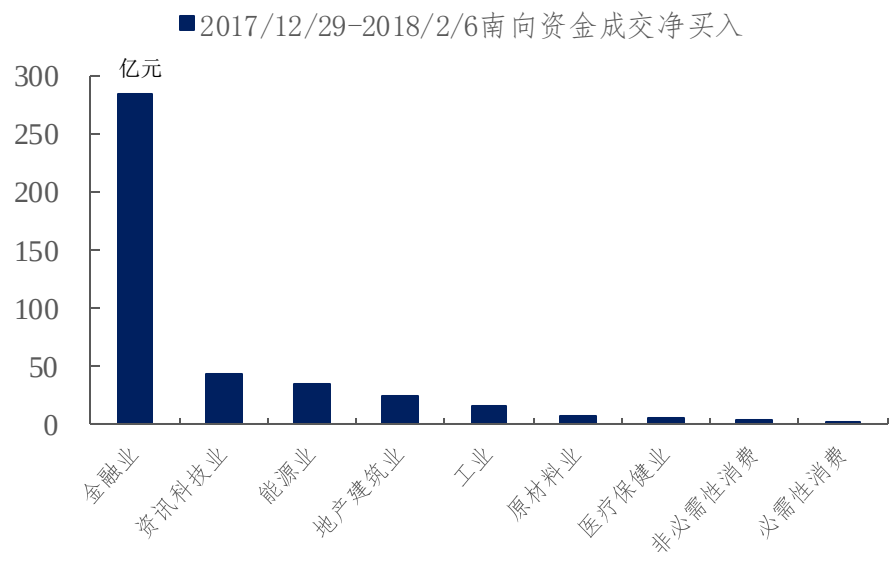


资料来源：Wind、东兴证券研究所

核心资产的再扩散：2017年南向资金主要流入金融业

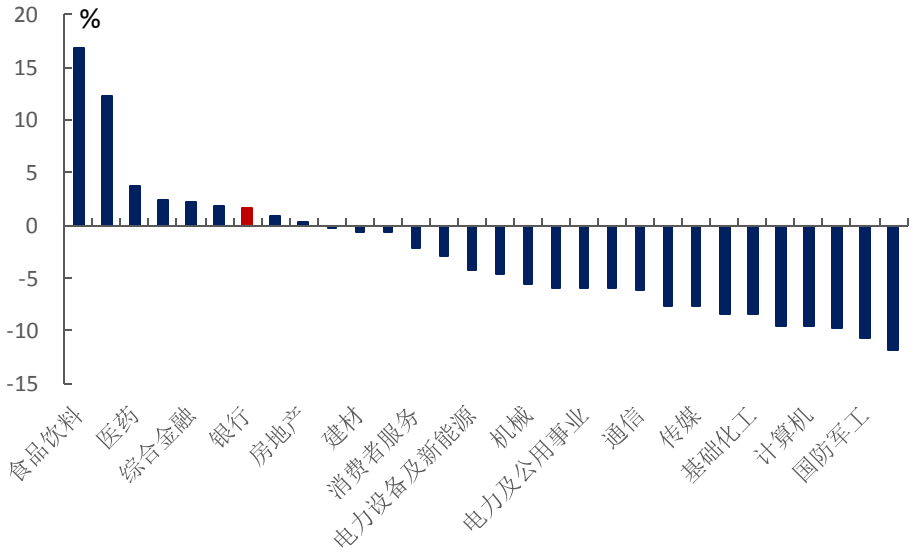
■第二次南向资金的大规模流入发生在2017年12月29日-2018年2月6日；这一时段南向资金流入集中度较高，最大流入量发生在金融业，流入规模284.32亿元，占比高达68%。对比2017年9月29日-2017年12月29日的A股行情，涨幅前六的行业分别为食品饮料、家电、医药、石油石化、非银金融、银行，涨幅分别达16.76%、12.30%、3.71%、2.41%、1.87%和1.59%，港股最大流入的板块同样是前期在A股表现优异。

图表：2017年12月南向资金集中流入金融业



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2017年A股对应银行业表现同样领先

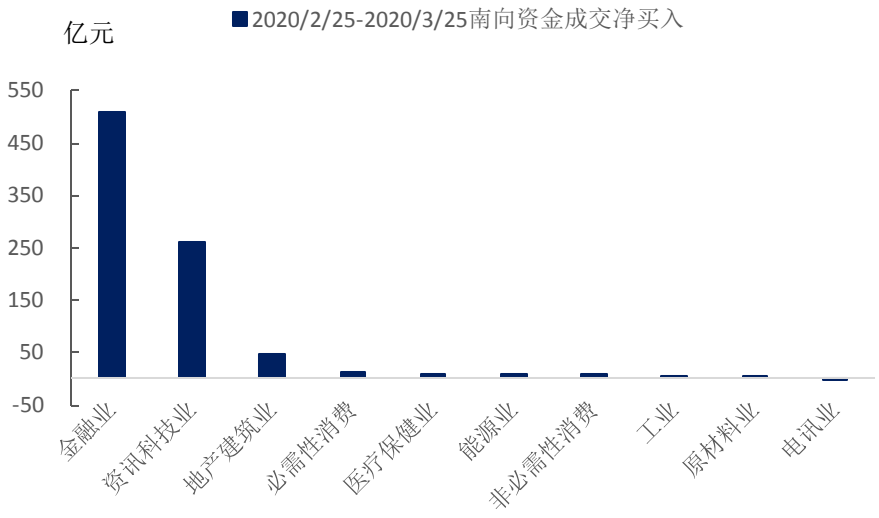


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据对应区间为2017年9月29日-2017年12月29日

核心资产的再扩散：2020年3月南向资金主要流入金融、资讯科技

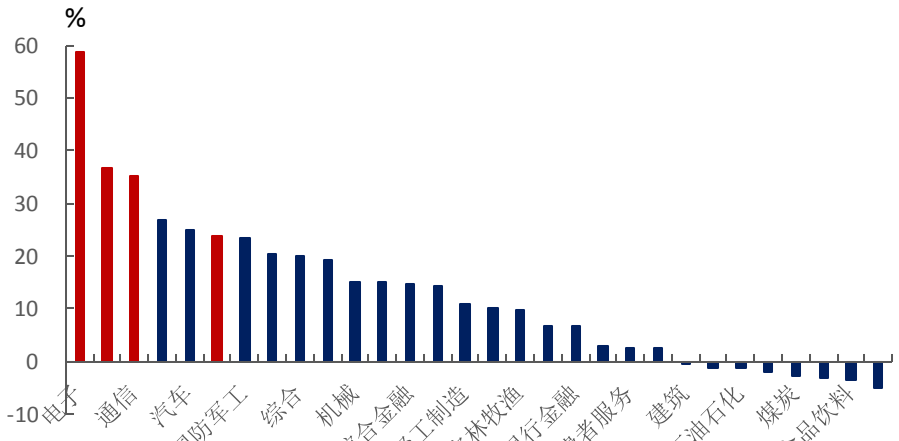
■第三次南向资金的大规模流入发生在2020年2月25日-2020年3月25日；2020年3月，南向资金集中流入金融业、资讯科技业、地产建筑业，合计流入占比95.31%。对比A股，在2019年11月25日-2020年2月25日涨幅靠前的板块分别为电子、计算机、通信、电新、传媒等科技行业，分别涨58.87%、36.73%、35.40%、26.68%、23.65%。港股资金流入的行业也是A股前期表现好的行业，从历史三次经验来看，港股流入行业均为前期A股表现优异的行业，港股的行情可能是A股行情的扩散。

图表：2020年3月南向资金集中流入金融、资讯科技业



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2020年A股对应科技板块表现领先



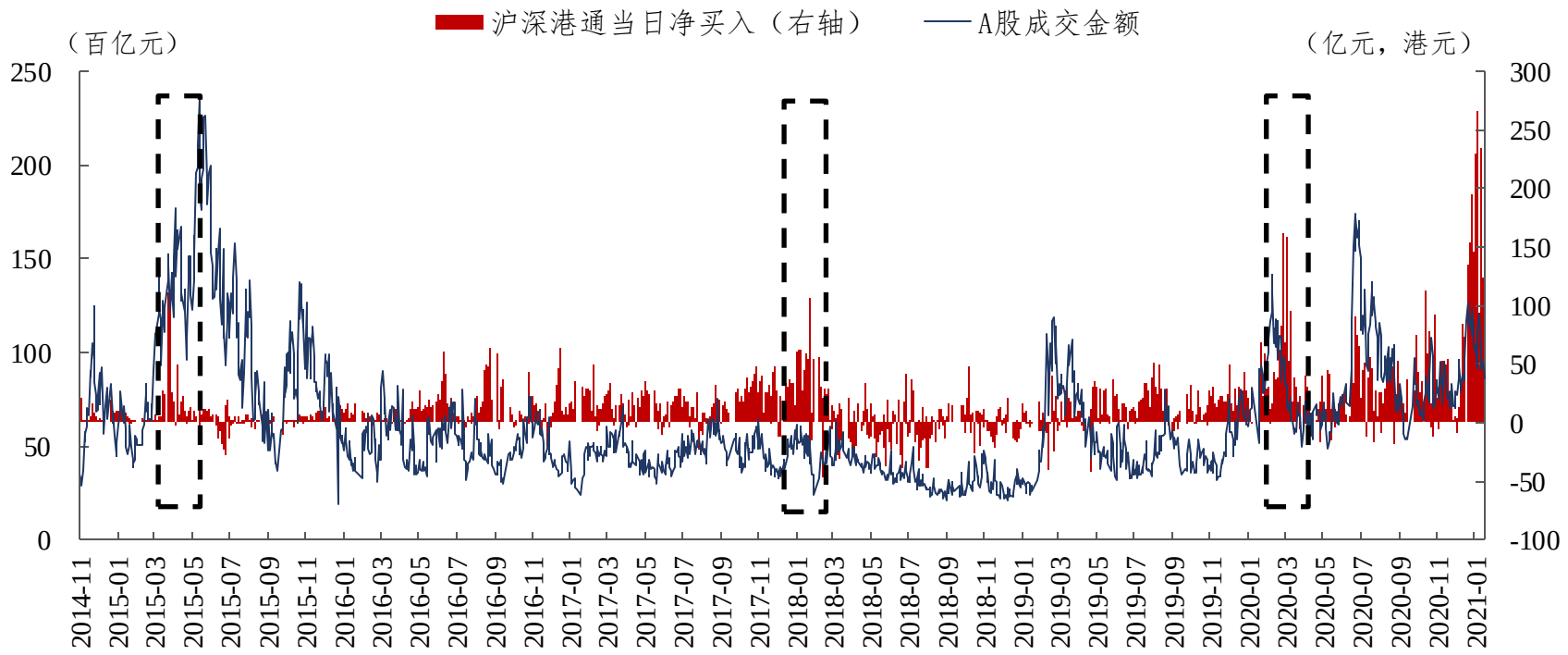
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据对应区间为2019年11月25日-2020年2月25日

核心资产的再扩散：资金大规模南下并未对A股造成显著的分流

■历史上三次资金大规模南下并未对A股造成显著的分流。

图表：资金大规模南下并未对A股造成显著的分流



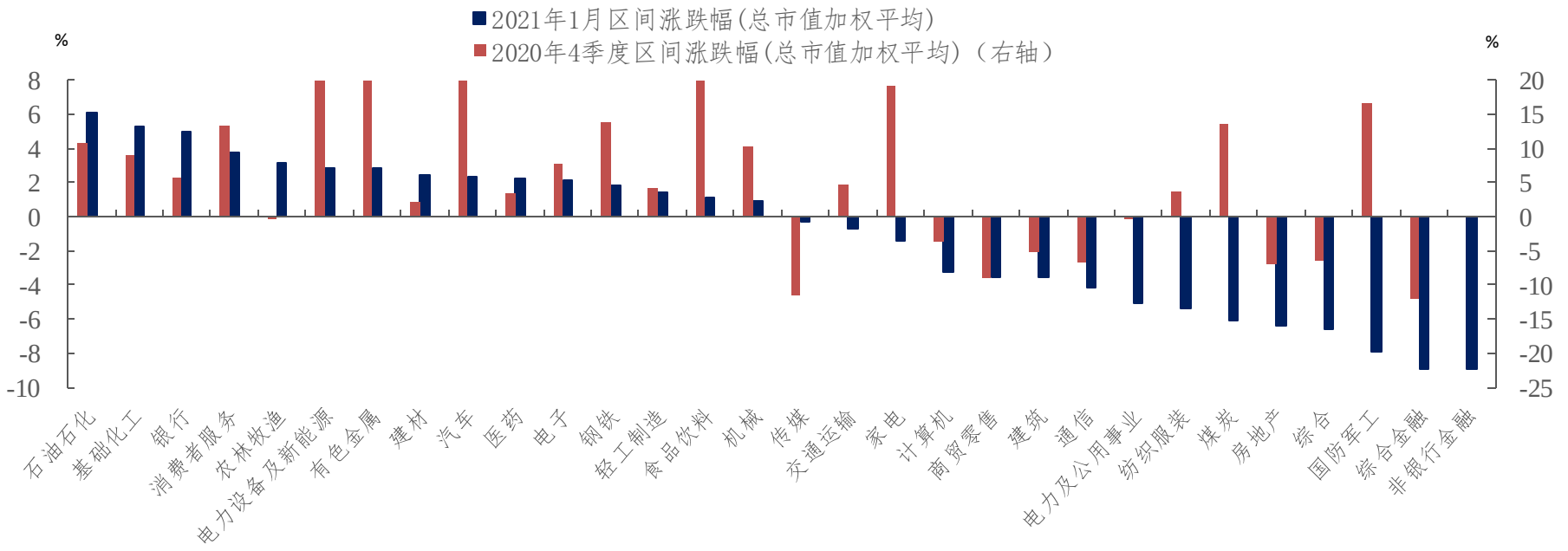
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

结构性行情持续，交易经济复苏

■ 1月市场整体上涨，上证综指、创业板指分别涨0.29%、5.48%。结构性行情持续，1月行业延续去年四季度的结构特征，与经济复苏更加相关的石油石化、基础化工、银行等行业表现涨幅居前。

图表：1月涨幅最高的板块还是前期强势的板块



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

目 录

一、不变：哪些趋势在延续？

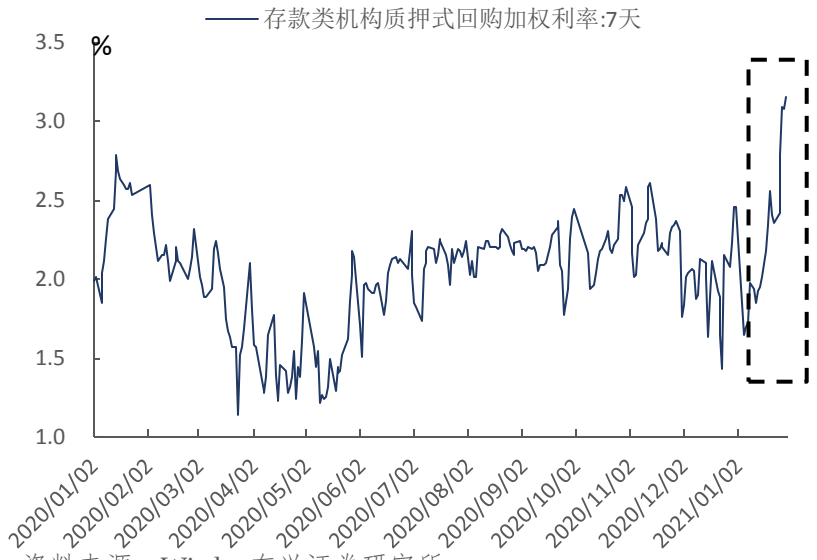
二、变：发生了什么边际变化？

三、行业配置：寻找未被充分挖掘的“宝藏”

流动性预期变化：1月最后一周资金面紧张

■1月25日央行货币政策委委员马骏在中国财富管理50人论坛举办的“中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会上指出“有些领域泡沫已经显现”、“如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险[1]。”1月25日-28日，央行公开市场连续四日资金净回笼，累计回笼资金规模超5685亿元，DR007由2.4218%上行至3.0801%；交易所GC001和隔夜SHIBOR分别达到了6.3980%和3.0240%，资金价格创下2020年以来的新高。

图表：12月货币政策开始转向宽松

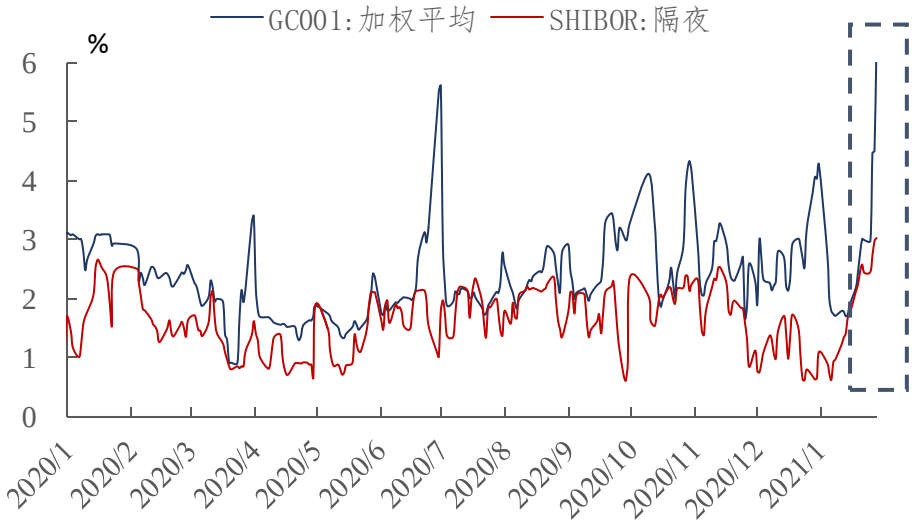


资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：[1]原文来自：http://www.cwm50.cn/newsitem/278384375

注：数据更新至2021年1月31日

图表：1月末交易所、银行间隔夜利率大幅上涨

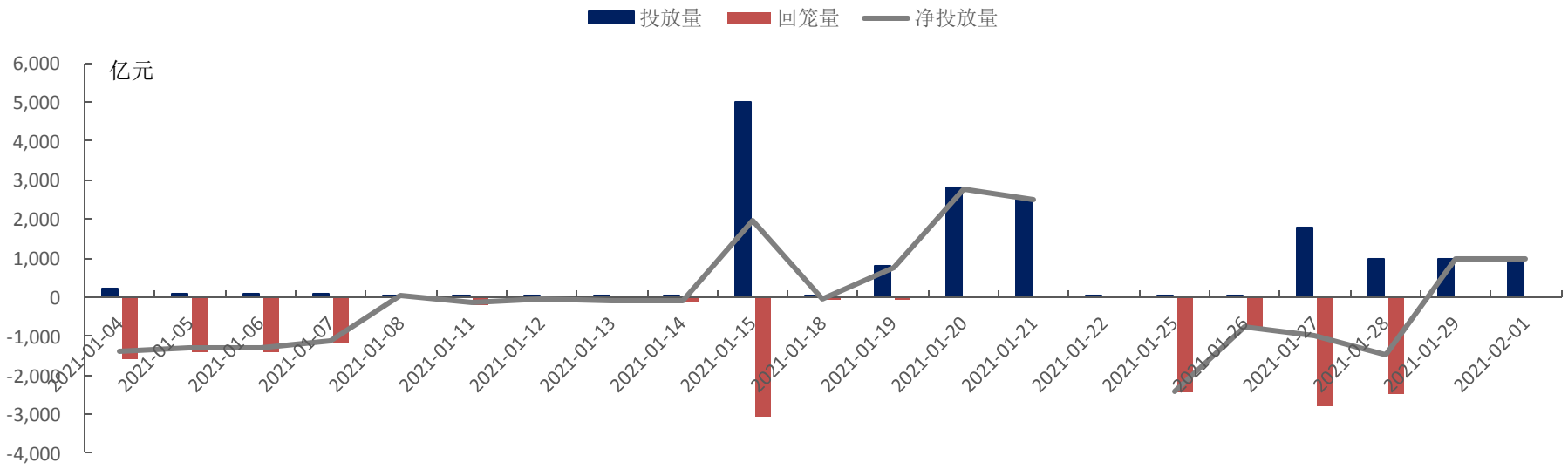


资料来源：Wind、东兴证券研究所

流动性预期变化：货币政策重申“不急转弯”

■1月26日，易纲在出席“达沃斯议程”线上对话会上表示，“未来，货币政策会保持平衡，我们会确保政策是一致、稳定的，不会不成熟地退出支持政策[1]。” 1月29日，央行公开市场投放1000亿，当日逆回购到期20亿，净投放980亿，再次向市场注入流动性；同时当日央行对市场传闻“人民银行常备借款便利（SLF）利率上调、需提前2天申请”[2]进行辟谣并向公安机关报案，当日交易所利率GC001加权平均报收5.4310%，较1月28日的6.398%大幅下行96.7BP。

图表：央行1月29日公开市场操作释放流动性



资料来源：Wind、东兴证券研究所

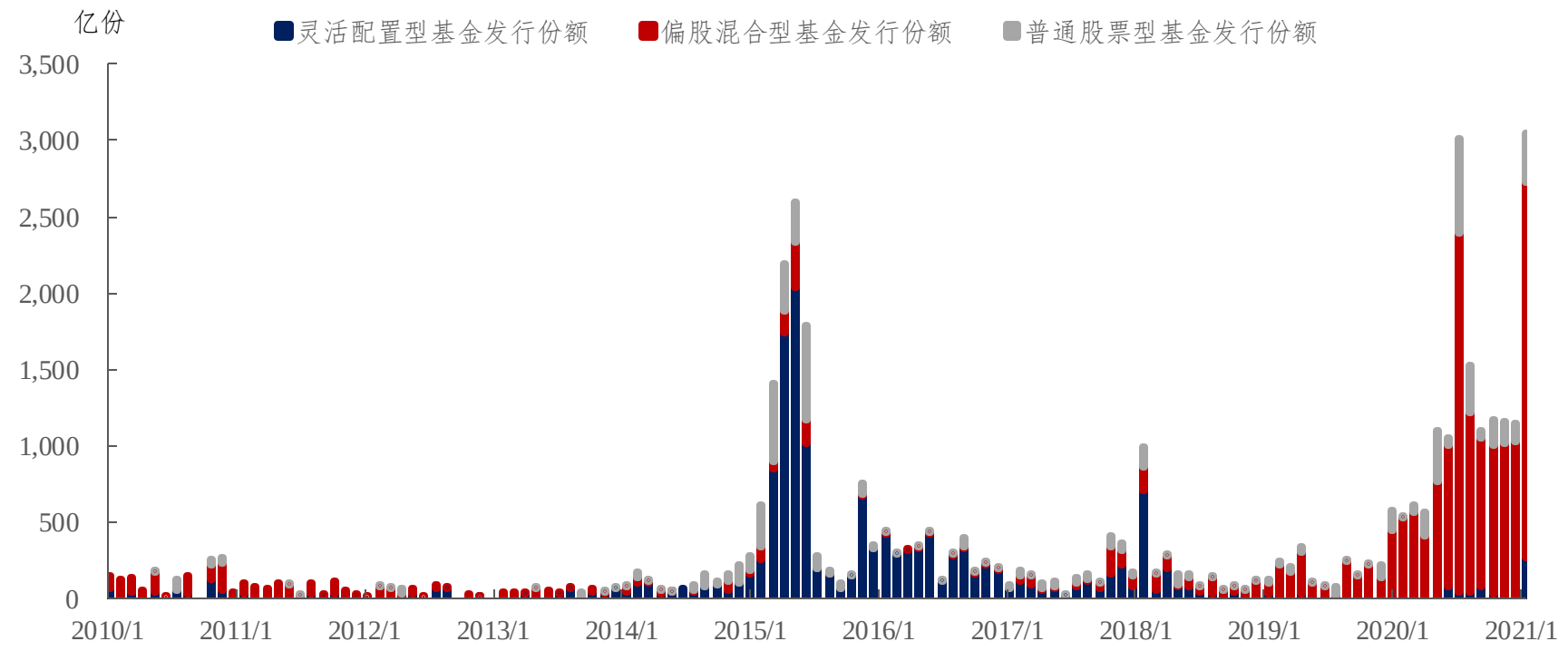
[1]原文来自http://www.xinhuanet.com/money/2021-01/27/c_1210997728.htm [2]原文来自https://mp.weixin.qq.com/s/1G0uEqoCiBbWqNhb5HL5tA

注：数据更新至2021年2月1日

增量资金变化：1月份公募基金发行量创新高

■ 2021年1月以来公募基金发行份额超过3000亿，创2010年以来单月公募基金发行份额新高，增量资金持续入场。

图表：2021年1月公募基金发行量创2010年以来新高



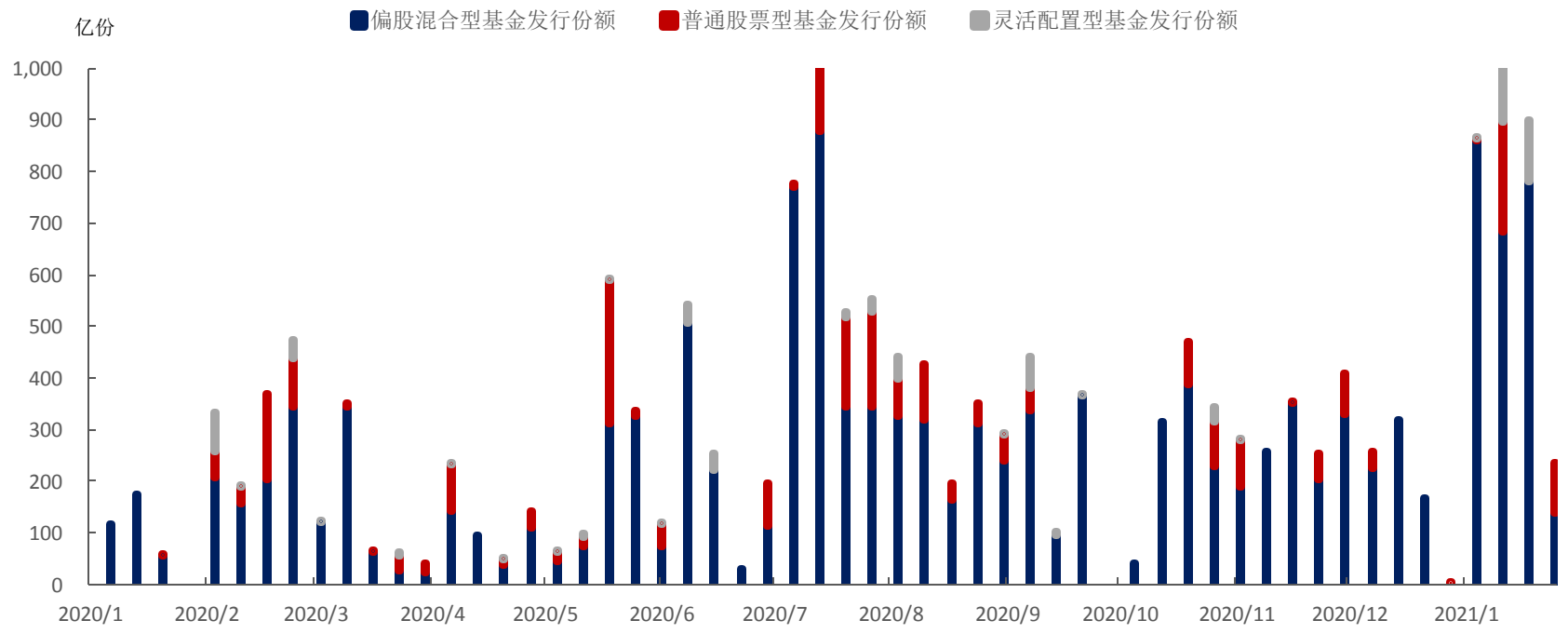
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

增量资金变化：1月下旬公募基金发行量回落

■ 但2021年1月最后两周公募基金发行份额已明显回落。天量的增量资金入场是这一轮结构性行情持续深化的基础，若新增入场资金回落可能影响行情的可持续性。

图表：1月最后两周公募基金发行份额回落



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月31日

疫情冲击再现：多省市爆发散点疫情

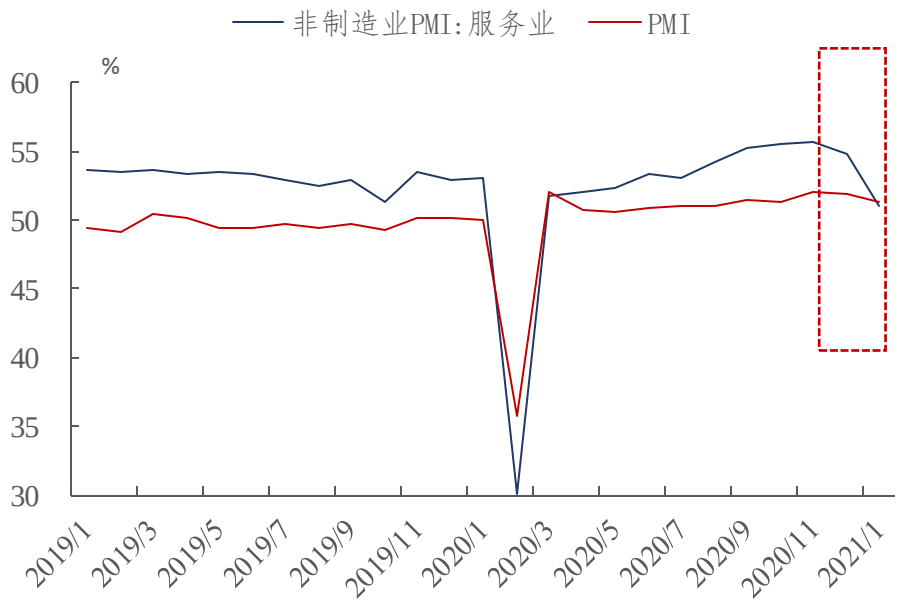
■2020年底以来，受季节因素及节假日人员流动性增加的影响，疫情防控压力加大，黑龙江、辽宁、北京、河北、吉林、上海相继爆发散点疫情，山西、山东、湖北、广西、陕西也有零星本土病例出现；1月服务业PMI明显下降，制造业PMI小幅回落，引发市场对经济的担忧。

图表：全国多省市发生散点疫情

省份	开始时间	结束时间	已持续时间（天）	截止2月1日累计病例
黑龙江	2020-12-10	至今	55	641
辽宁	2020-12-18	2021-01-10	24	86
北京	2020-12-25	2021-01-29	35	67
河北	2021-01-02	至今	31	938
吉林	2021-01-16	至今	18	398
上海	2021-01-21	2021-01-29	8	18

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：1月服务业PMI明显下降，制造业PMI小幅回落



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：数据更新至2021年1月

疫情冲击再现：去年出现了13次散点疫情

■2020年3月下旬全国疫情基本得到控制之后，发生了13次病例连续增加5例以上的散点疫情。

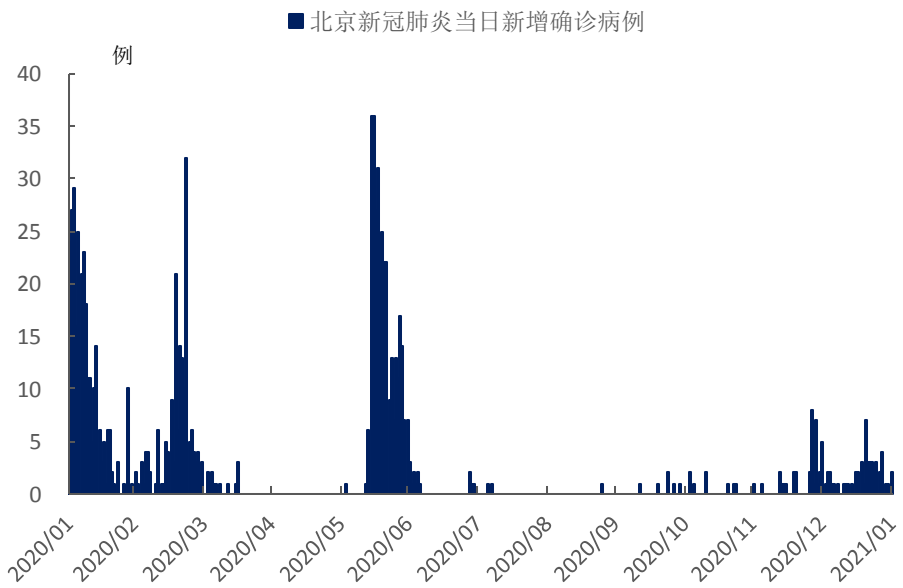
■我们选取了去年6-7月份散点疫情同步发生在北京、河北，后续在辽宁、新疆相继出现了疫情，同时在辽宁、浙江、天津、四川有零星病例，符合多省相继爆发的特征，爆发地点也与本次疫情有一定的相似性。

图表：2020年4月以来发生了14次散点疫情

省份	开始时间	结束时间	持续时间（天）	累计病例
黑龙江	2020-04-09	2020-05-12	32	77
吉林	2020-05-07	2020-05-23	17	43
湖北	2020-05-09	2020-05-18	9	7
北京	2020-06-11	2020-07-05	24	335
河北	2020-06-14	2020-06-24	10	21
新疆	2020-07-16	2020-08-15	31	827
辽宁	2020-07-22	2020-08-05	15	93
山东	2020-10-12	2020-10-14	2	13
新疆	2020-10-27	2020-11-05	11	78
湖北	2020-11-02	2020-11-14	13	9
天津	2020-11-08	2020-11-23	15	9
内蒙古	2020-11-21	2020-12-09	19	28
四川	2020-12-07	2020-12-17	11	13

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表： 6月11日北京再次出现新冠确诊高峰



资料来源：Wind、东兴证券研究所

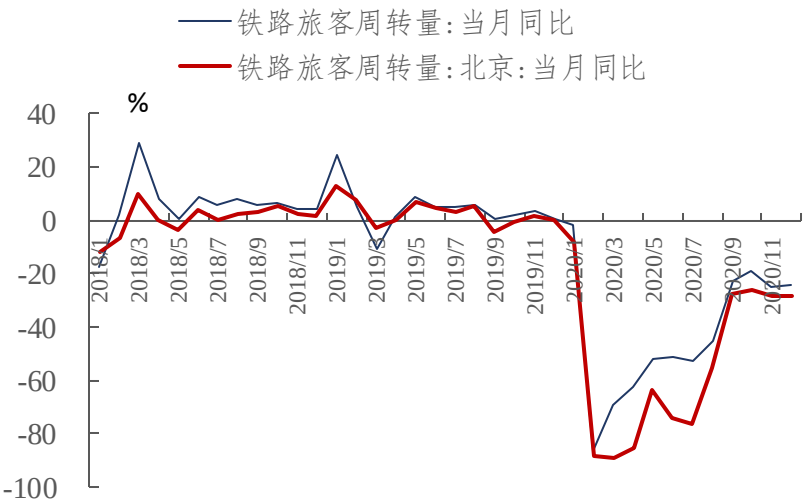
注释：数据更新至2021年1月

疫情冲击再现：疫情拖累交通运输复苏进程

■**散点疫情拖累全国铁路业复苏。**全国铁路旅客周转量在2-5月以每月同比上涨10%左右的速度复苏，6-7月同比基本与5月持平，复苏步伐暂缓；同期北京同比下降了12.6%，受挫更加严重。

■**散点疫情对北京民航有显著影响，但无扩散效应。**全国民航业仍处于原来的复苏通道，北京民航在疫情期间的复苏进程显著慢于全国，7月全国民航旅客周转量同比较5月上升19.4%，北京仅上升10.9%，首都机场的客流量及航班数均暂缓了回暖的趋势。

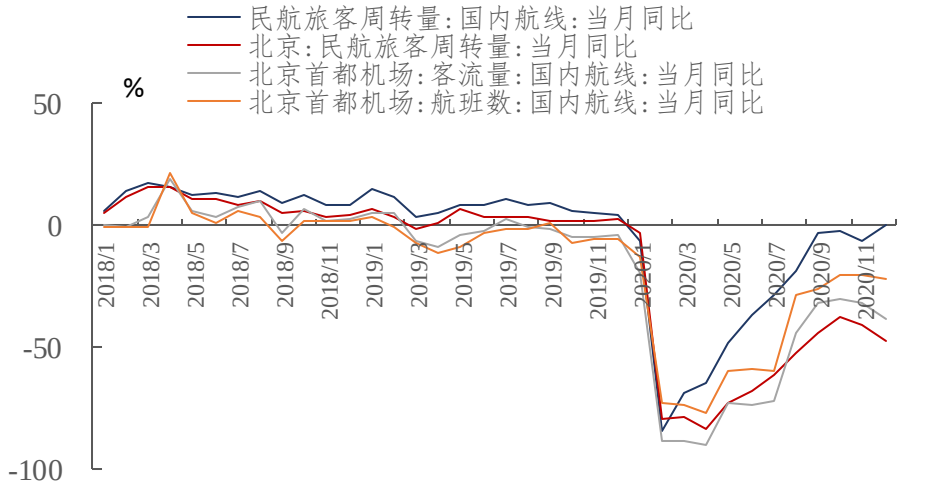
图表：北京铁路恢复速度在6-7月放缓



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：数据更新至2020年12月

图表：北京民航恢复速度疫情期间低于全国



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：数据更新至2020年12月

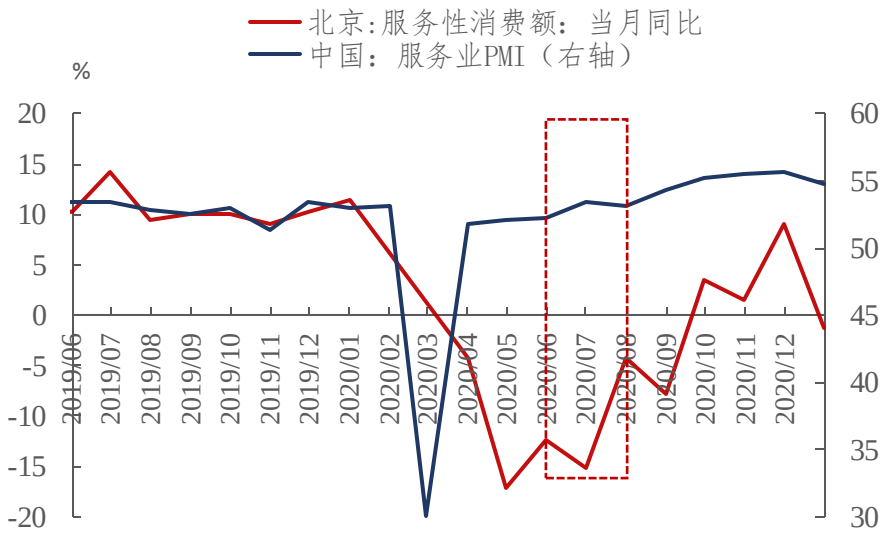
注释：由于北京相关数据可得，作为2020年年中的样本城市与全国的情况进行对照分析。

疫情冲击再现：疫情影响消费和服务业复苏

■**散点疫情对全国服务业基本无影响，北京服务业复苏进程暂缓。**全国服务业PMI疫情期间没有大的波动；北京服务性消费额6月同比-15.27%，较5月下降2.86%，7月疫情结束即回归复苏通道。

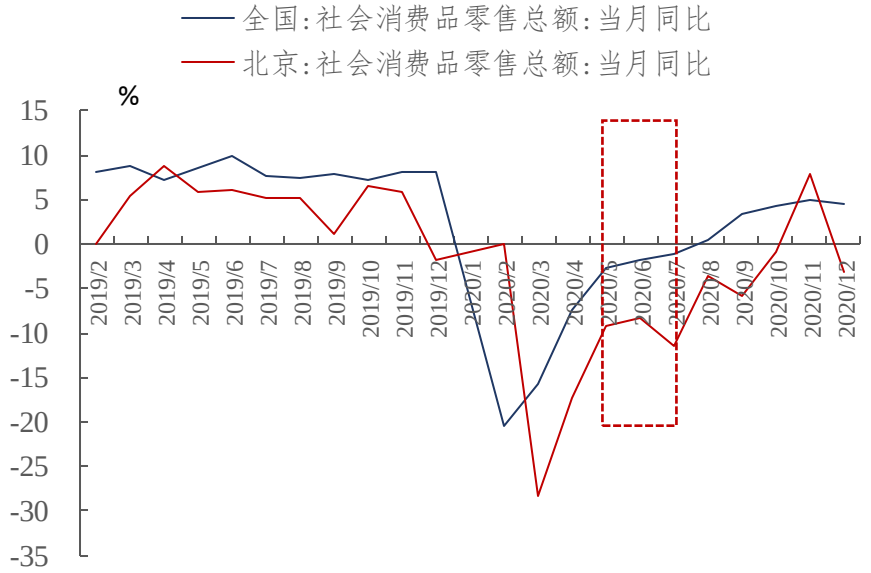
■**全国消费复苏放缓，北京消费下滑。**全国社零5月同比较4月增加4.7%，6月、7月同比分别较上月增加1%/1.3%，复苏速度降低。北京社零6月同比增速放缓，7月同比较上月下降3.3%，显著下滑。

图表:北京服务复苏进程暂缓，全国服务业不受影响



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：数据更新至2020年12月

图表：北京消费7月下滑，全国消费复苏放缓



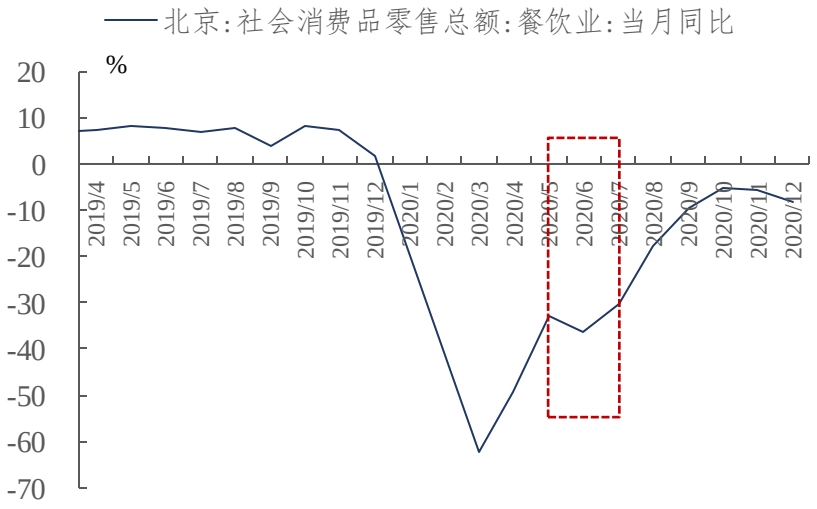
资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：数据更新至2020年12月

疫情冲击再现：散点疫情对线下消费影响结构分化

■**餐饮业在疫情得到控制后迅速恢复复苏。**北京餐饮业6月同比-36.5%，较5月下降3.8%，在7月疫情好转之后即回到了复苏通道。

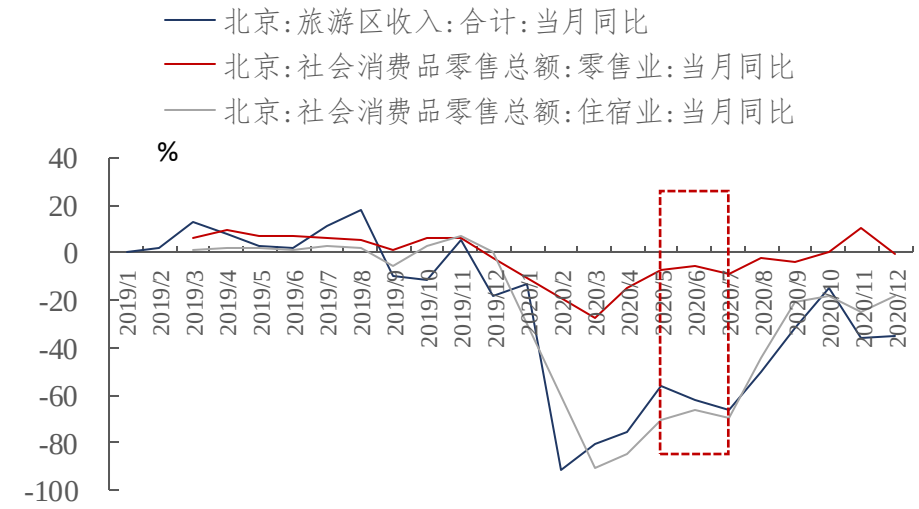
■**疫情对零售业、住宿业和旅游业的影响持续时间长于餐饮业。**旅游区收入、零售业、住宿业6月发生疫情后复苏速度放缓；7月零售业、住宿业总额、旅游业收入同比分别较上月下降3.7%/3.3%/3.6%，8月回归复苏通道。

图表：北京餐饮业6月同比下降，7月恢复复苏



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：数据更新至2020年12月

图表：北京旅游业、住宿业和零售业7月同比仍旧下降



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：数据更新至2020年12月

疫情冲击再现：全国交通和消费或将短期受挫

■ **疫情拖累当地经济，部分行业影响会扩散到全国。**疫情会对当地交通运输及消费、服务业产生短期影响；应各省市疫情防控要求和“就地过年”政策，预计全国整体交通和消费都将受挫，对铁路客运的影响将大于民航。

■ **散点疫情不会造成长期影响，在疫情得到控制之后便会回到原来的复苏通道。**本地居民为主要消费群体的服务业和餐饮在疫情得到控制之后会迅速恢复；内外地消费者兼有的交通运输、住宿业和零售业以及消费弹性较大的旅游业后期恢复较慢，影响持续到疫情防控等级下调之后。

图表：北京6月份散点疫情对各行业的影响时间及范围

行业	细分行业	疫情对该行业产生影响的时间	疫情对该行业影响结束的时间	长期影响	是否会辐射到全国
交通运输	民航客运	疫情发生当期	疫情防控等级下调之后	无	否
	铁路客运	疫情发生当期	疫情防控等级下调之后	无	是
服务业	服务业	疫情发生当期	疫情得到控制迅速恢复	无	否
消费	餐饮业	疫情发生当期	疫情得到控制迅速恢复	无	是
	零售业	疫情发生当期	疫情防控等级下调之后	无	
	旅游业	疫情发生当期	疫情防控等级下调之后	无	
	住宿业	疫情发生当期	疫情防控等级下调之后	无	

资料来源：wind，东兴证券研究所

注：基于P30-P32内容归纳总结

目 录

一、不变：哪些趋势在延续？

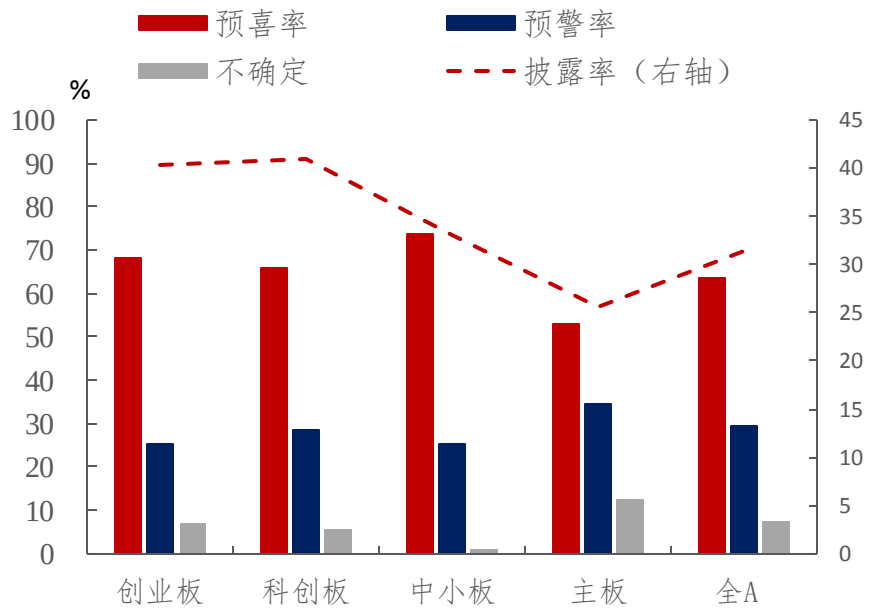
二、变：发生了什么边际变化？

三、行业配置：寻找未被充分挖掘的“宝藏”

四季度全A预喜率超六成

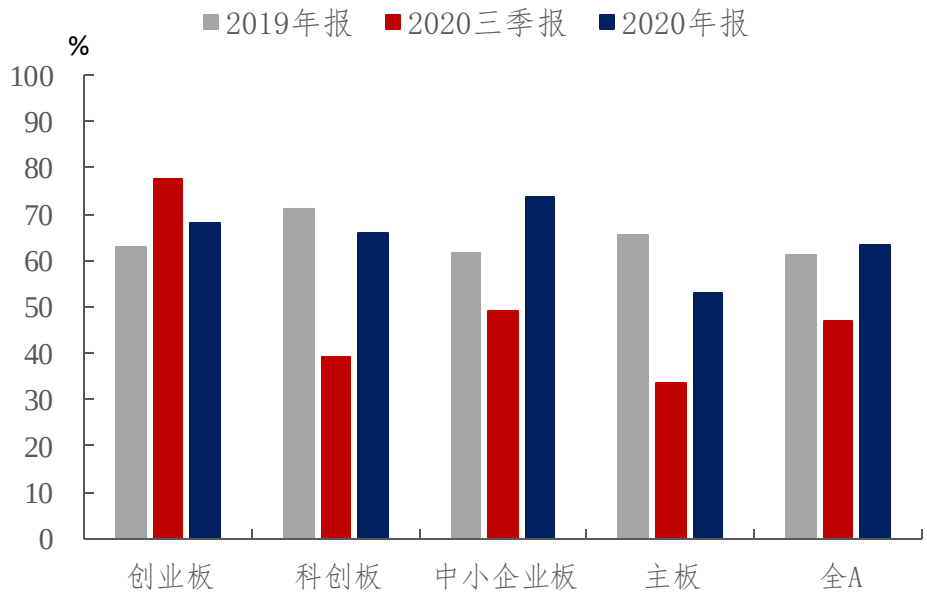
■截至1月26日，全A共有1309家公司发布了第四季度业绩预告，整体披露率31.41%。其中，829家公司预喜（预增、续盈、扭亏、略增），占比63%，383家公司预警（预减、续亏、首亏和略减），占比29%，另外有97家不确定，占比7%。

图表：预喜率全面高于预警率



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新至2021年1月26日

图表：除创业板外各板块预喜率均高于三季报

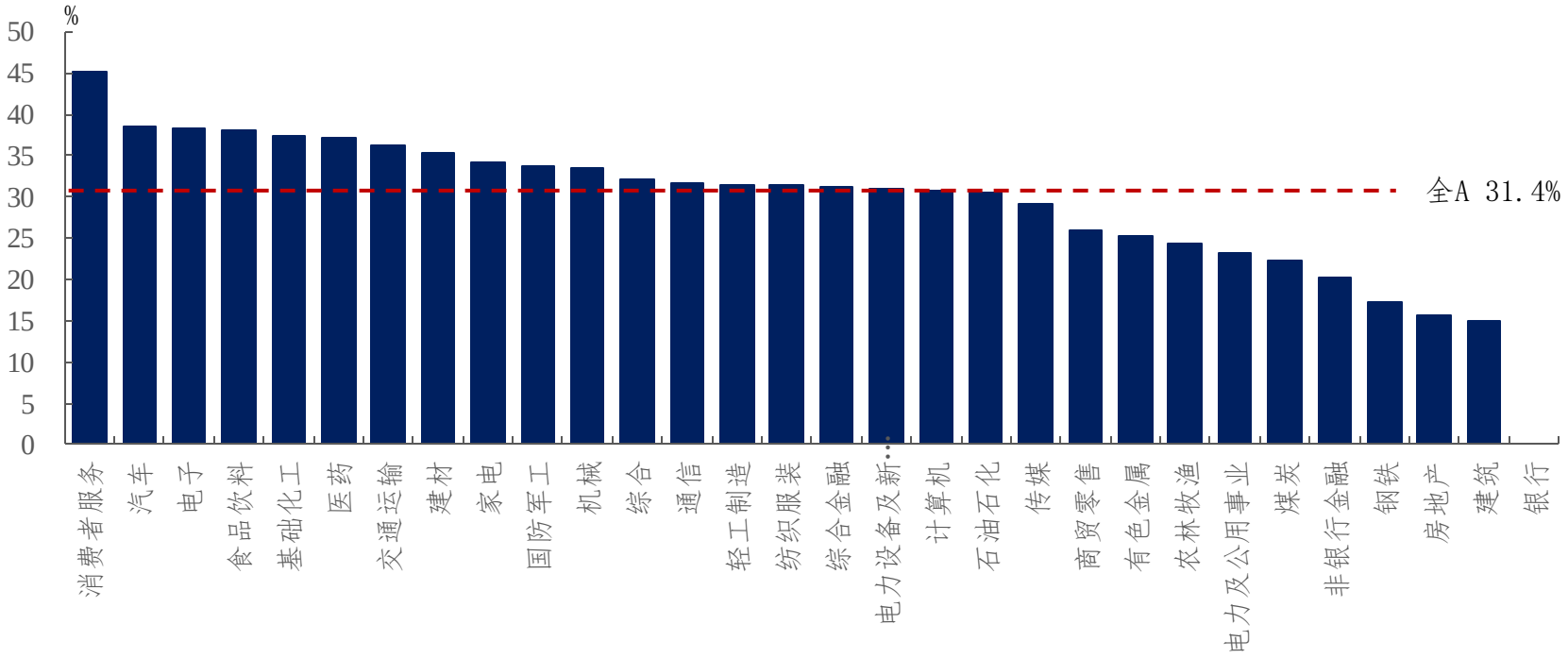


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新至2021年1月26日

消费者服务行业披露率最高

■从各行业（中信一级行业）披露率来看，消费者服务、汽车、电子行业披露率较高，分别占比45.10%/38.42%/38.19%，房地产、建筑、银行披露率较低。

图表：消费者服务、汽车、电子行业披露率较高



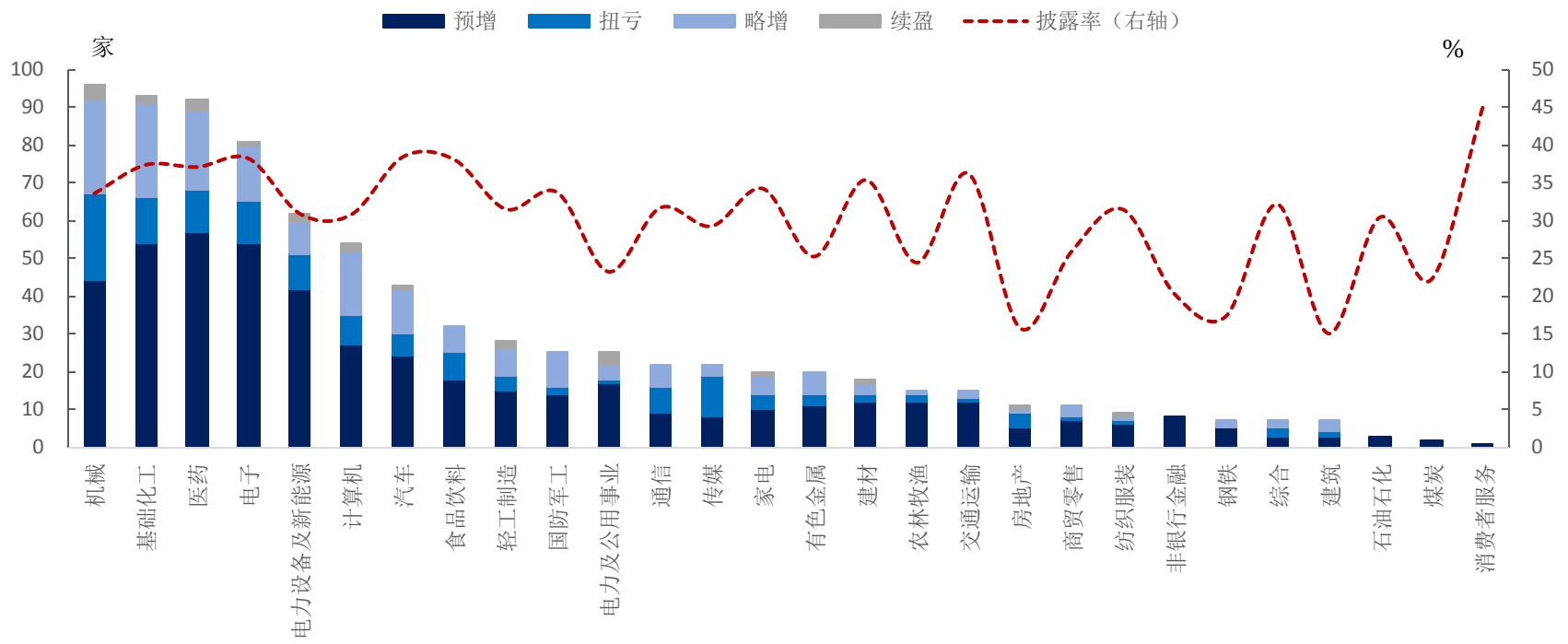
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月26日

机械、基础化工、医药预喜公司数改善明显

■从各行业（中信一级行业）预喜公司数量来看，机械、基础化工、医药行业改善明显，分别有96/93/92家，石油石化、煤炭、消费者服务行业改善不太明显。

图表：机械、基础化工、医药预喜公司数量改善明显



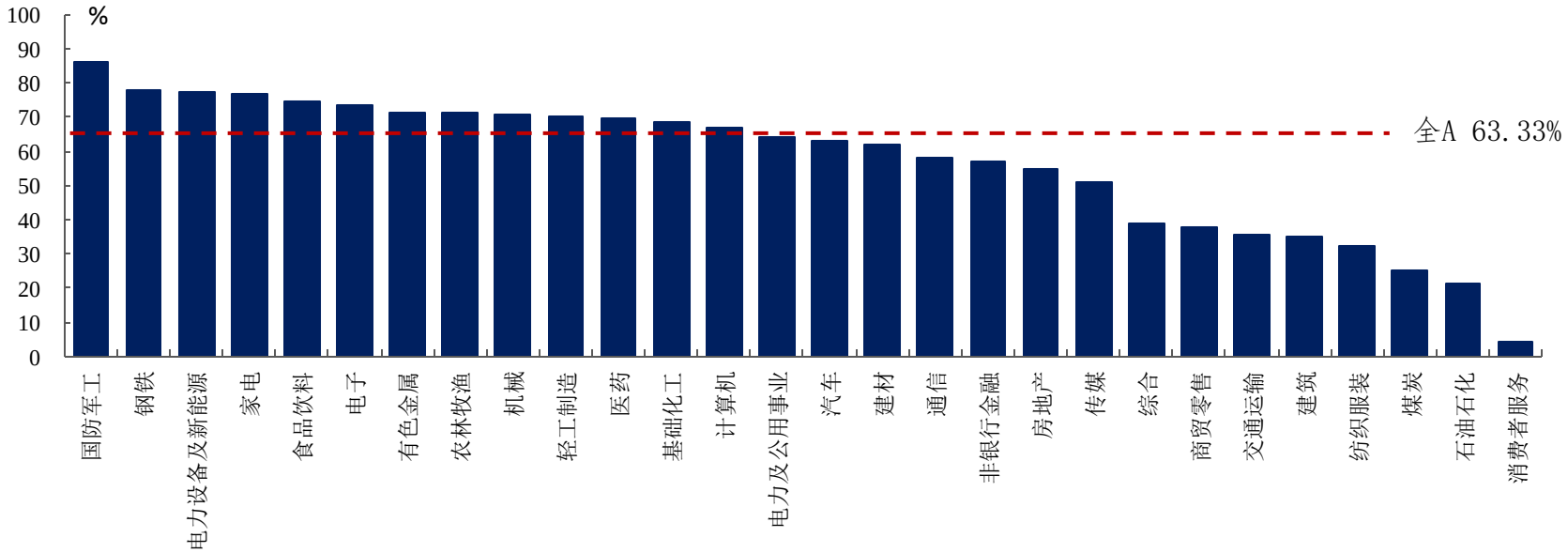
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至2021年1月26日

国防军工、钢铁、电新行业预喜率高

■从各行业（中信一级行业）预喜率来看，国防军工、钢铁、电新、家电、食品饮料行业预喜率较高，分别占比86.21%/77.78%/77.50%/76.92%/74.42%，煤炭、石油石化、消费者服务预喜率较低。

图表：军工、钢铁、电新等行业预喜率较高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：预喜率=行业预喜公司数量/行业披露公司数量。数据更新至2021年1月26日

食品饮料的春节错峰效应与低基数效应

■2019年春节较早，除夕夜时间为2020年1月24日，酒类、调味品、肉制品等的备货从2019年12月就已经开始，而2020年春节相对滞后，除夕夜时间为2021年2月11日，春节备货时间也有所延后。此外，2020年1月初开始新冠疫情愈演愈烈，也造成了2020年1月的低基数。春节错峰效应与低基数效应使得食品饮料行业2020年12月景气度较弱但2021年1月景气度或将显著上行。一季度食品饮料业绩预期可能会改善。

图表：2020年1月新冠疫情愈演愈烈

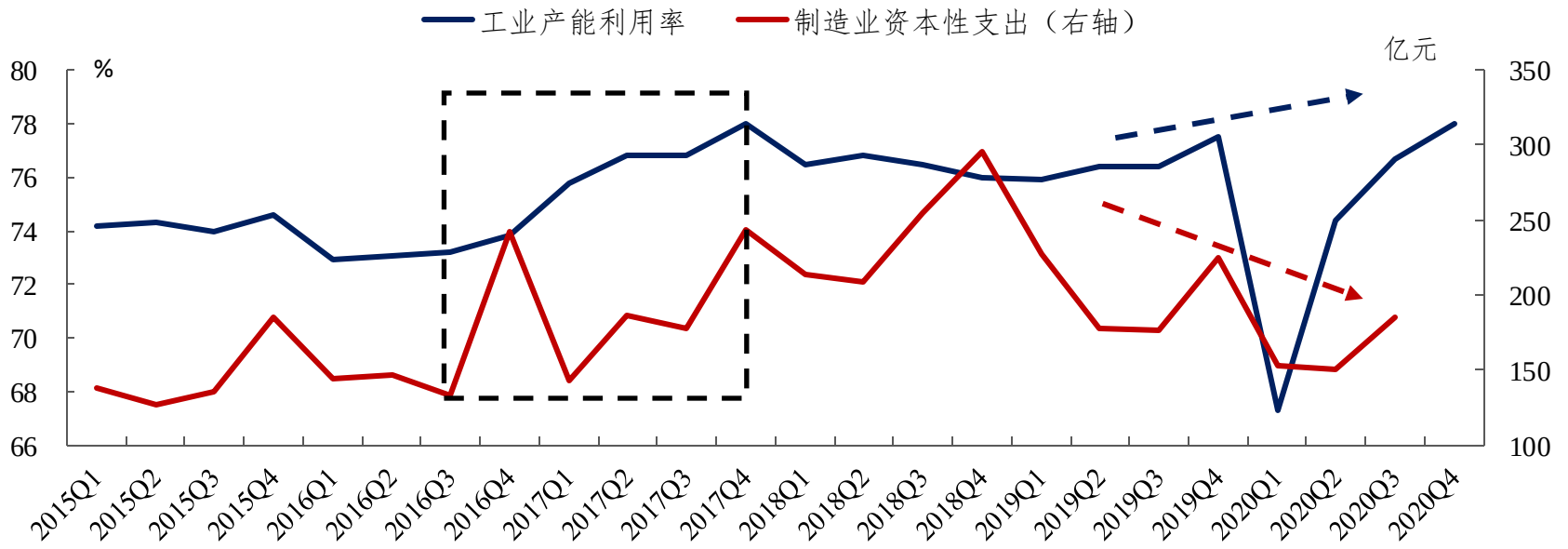
2020年1月新冠疫情重要节点									
1月1日	1月2日 中国疾控中心收到湖北省送检的第一批4例病例标本	1月3日 中方向世界卫生组织通报疫情信息	1月4日	1月5日	1月6日	1月7日	1月8日	1月9日	1月10日
1月11日	1月12日 武汉市卫生健康委在情况通报中将“不明原因的病毒性肺炎”更名为“新型冠状病毒感染的肺炎”	1月13日	1月14日	1月15日	1月16日	1月17日	1月18日	1月19日 国家卫生健康委组织以钟南山为组长的国家医疗与防控高级别专家组赶至武汉实地考察疫情防控工作	1月20日
1月21日	1月22日	1月23日 武汉疫情防控指挥部发布1号通告，10时起机场、火车站离汉通道暂时关闭	1月24日 2019年除夕	1月25日	1月26日	1月27日	1月28日	1月29日	1月30日

资料来源：新华网、东兴证券研究所

主线一、押注制造业：制造业具备产能扩张潜力

■截至2020年12月，制造业产能利率已经达到78%。历史来看，产能利用率上升也往往伴随资本支出扩张，本次产能利用率上升制造业资本支出尚未显著上行，制造业资本支出仍具备扩张潜力。

图表 ：制造业资本支出存在扩张空间



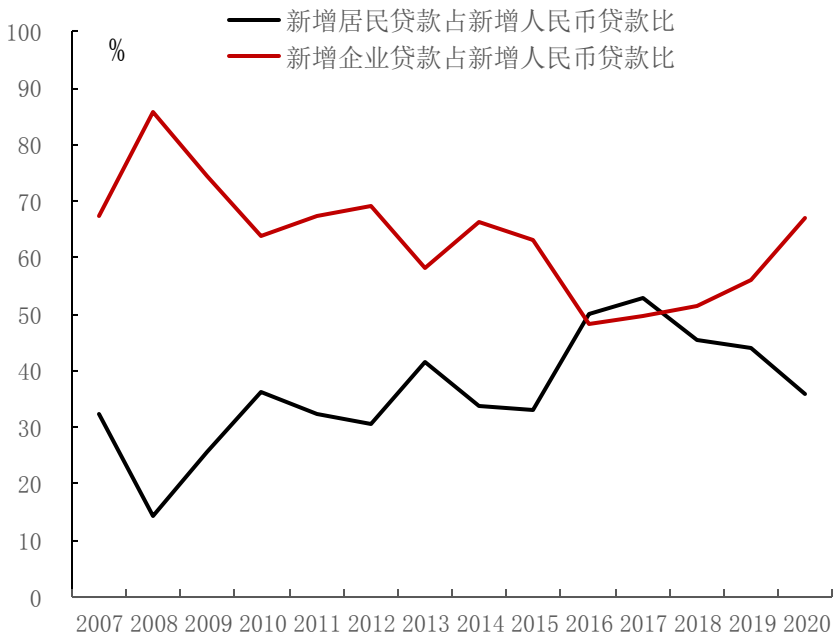
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：此处以家电、机械、汽车三个行业平均值计算制造业资本性支出。数据更新截止2020年12月

主线一、押注制造业：本轮加杠杆依靠制造业扩张

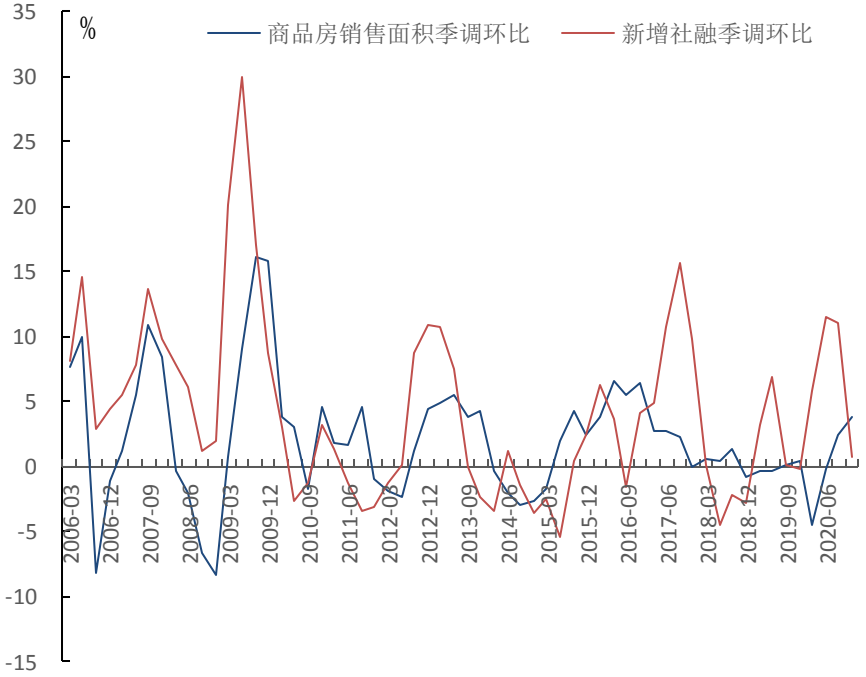
■ 本轮加杠杆依靠的是制造业的扩张而非房地产，社融新增与商品房销售在2020年上半年出现显著的分化。

图表：本轮信用周期与地产周期背离



资料来源：wind，东兴证券研究所
注：数据更新截止2020年

图表：商品房销售与新增社融走势背离

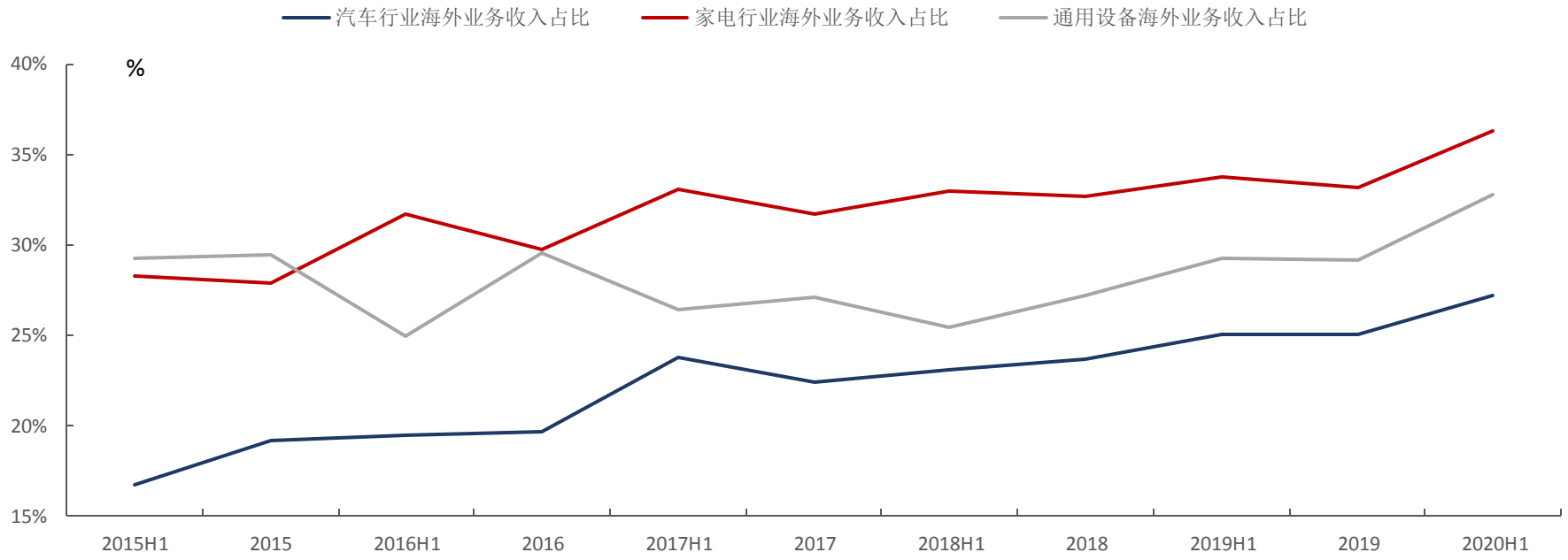


资料来源：wind，东兴证券研究所
注：数据更新截止2020年12月

主线一、押注制造业：疫情给予制造业出口空间

■本轮疫情中，汽车、家电、通用设备等制造业上市公司海外营收占比显著增长，企业在海外的优势进一步凸显。

图表：本轮疫情中，汽车、家电、通用设备等制造业上市公司海外营收占比显著增长



资料来源：wind、东兴证券研究所
数据更新截止2020年H1

主线一、押注制造业：龙头估值溢价并不显著

■制造业龙头相对行业整体普遍没有获得相应的龙头溢价。

图表：行业龙头并未获得超出行业中值的龙头溢价

行业	行业龙头	龙头	营收行业占比	PE	行业PE中值	PE比值
机械	中国中车	1457.75	0.15	15.21	34.11	0.45
	三一重工	734.24	0.07	30.61		0.90
	中集集团	635.92	0.06	34.08		1.00
家电	美的集团	2177.53	0.26	28.00	27.76	1.01
	海尔智家	1544.12	0.18	35.04		1.26
	格力电器	1274.68	0.15	13.71		0.49
汽车	上汽集团	4986.62	0.27	10.01	33.67	0.30
	潍柴动力	1473.84	0.08	18.42		0.55
	广汇汽车	1082.22	0.06	7.73		0.23
家居	欧派家居	97.32	0.12	48.92	21.92	2.23
	顾家家居	85.45	0.10	40.07		1.83
	索菲亚	50.94	0.06	26.85		1.22

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：营收行业占比根据最新一期报告（2020年三季报）测算。PE使用2021年1月29日数据。

主线一、押注制造业：工程机械景气度较高

■ 今年12月和全年以挖掘机为代表的工程机械行业景气度较高。12月国内销量同比增长58.5%，相较18、19呈加速增长态势；全年销量虽受疫情影响，但仍旧保持高达40.1%涨幅，较19年涨幅增加26.7%，与18持平。出口虽较2019年有所回落但随海外复工复产仍具备较大增长潜力。

图表：2020年全年销量虽受疫情影响，但仍旧保持高达40.1%涨幅

销量	2020年		2019年		2018年	
	国内	出口	国内	出口	国内	出口
12月销量	27319	4211	17238	2917	14269	1749
去年同期	17238	2917	14278	1749	12722	1272
同比涨幅	58.50%	44.40%	20.70%	66.80%	12.20%	37.50%
全年销量	292864	34741	209077	26616	184190	19100
去年同期	209077	26616	184320	19100	130559	9672
同比涨幅	40.10%	30.50%	13.40%	39.40%	41.10%	97.50%

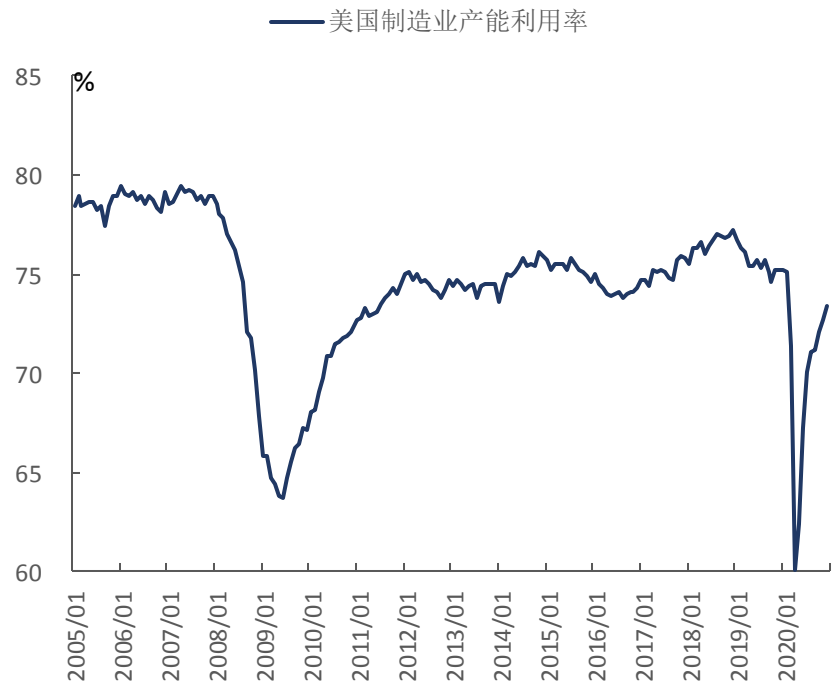
资料来源：中国工程机械工业协会、东兴证券研究所

主线二、交易海外复苏：发达国家复工

■2020年4月，美国复工最早，复工带来铜、钢铁、石油等资源品需求量的回升。

■当前，美国工厂开工仍未回到疫情前水平，明年逐步复工趋势预计仍将延续，对上游资源品仍具备较强需求支撑。

图表：美国产能利用率还未回到疫情前水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新截止2020年12月

图表：美国复工后资源品进口需求大增



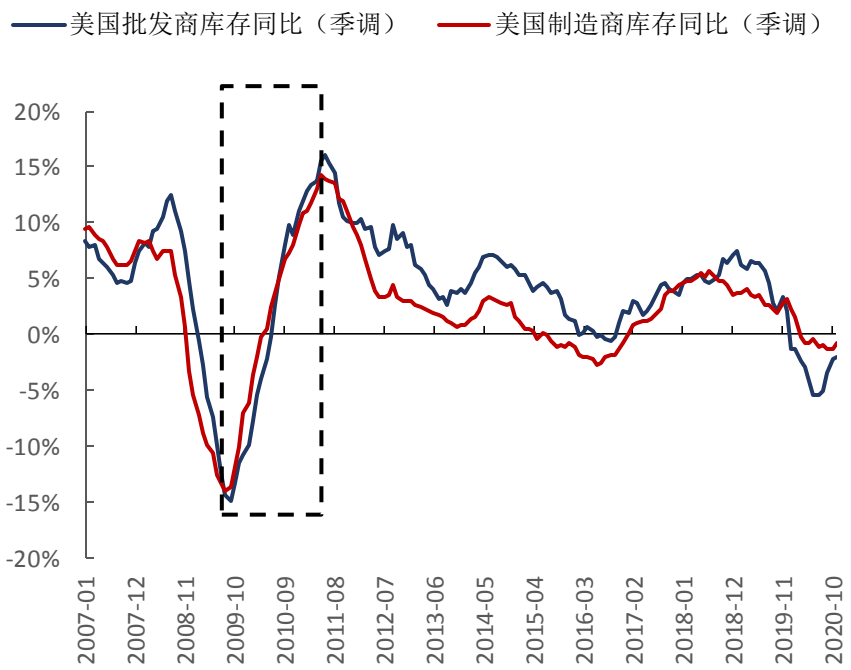
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新截止2020年11月

主线二、交易海外复苏：资源品需求上升

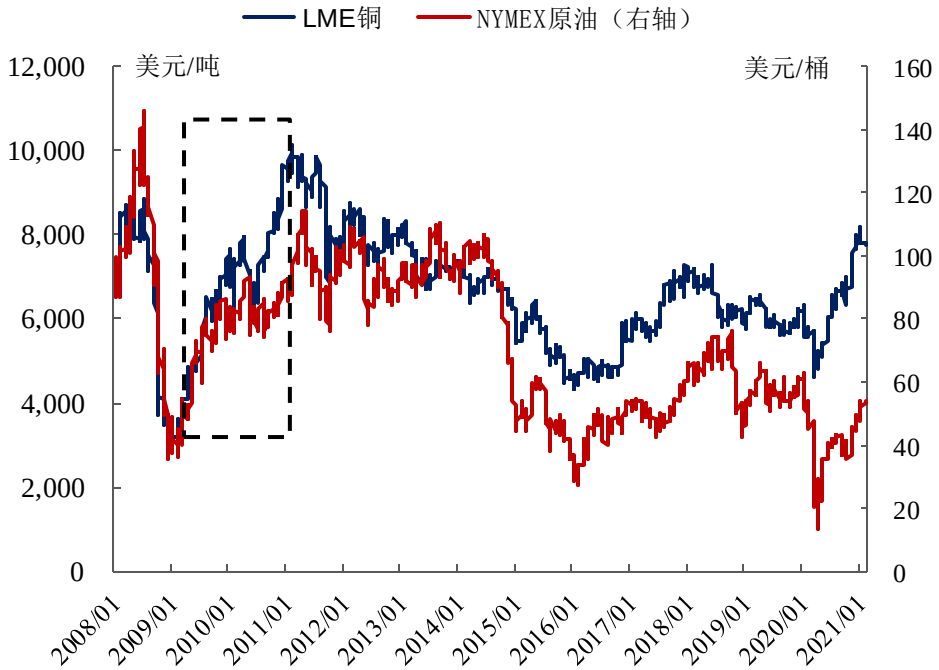
■当前美国制造厂商与批发厂商的库存处于历史低位，随疫苗上市，企业复工复产，厂商预计将开启主动补库存，对工业原材料、资源品有较大需求，或将带高资源品价格。历史经验来看，在2009年金融危机后的补库存阶段，铜、原油等资源品价格也持续上涨。

图表：美国制造商、批发商库存仍处低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2020年10月

图表：2009年的补库存阶段铜、原油大涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2021年2月1日

主线二、交易海外复苏：美国房地产产业链

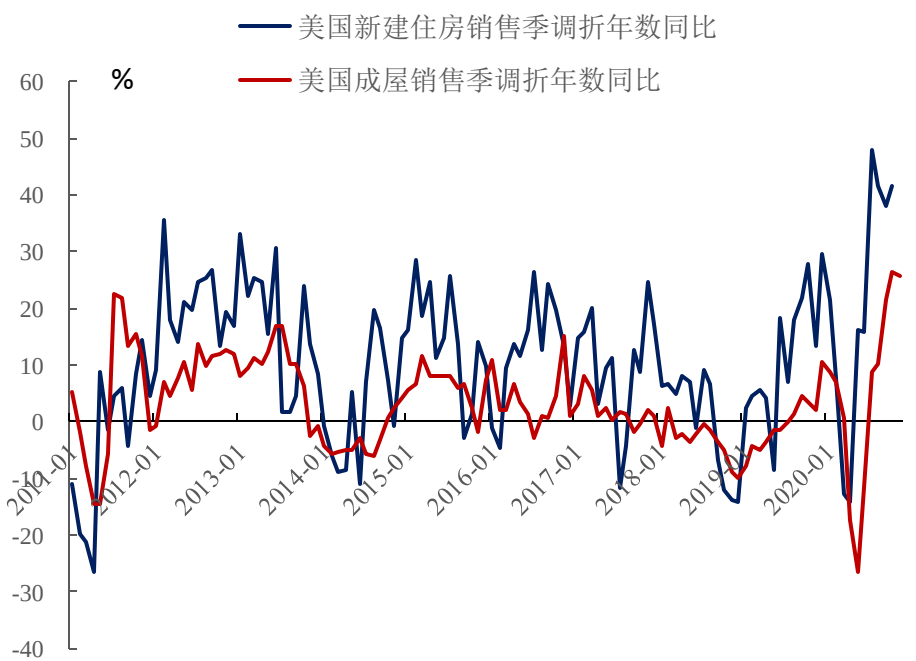
■2020年3月以来，美国30年期房贷利率显著下行，由3月中旬的3.65%下行至12月中旬的2.66%，美国房屋销售随之从5月开始持续高增长，利好家电、家具等地产后周期产品出口。

图表：本轮疫情中美国房贷利率显著下行



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2021年1月28日

图表：美国新建住房、成屋销售在疫情以来维持高增

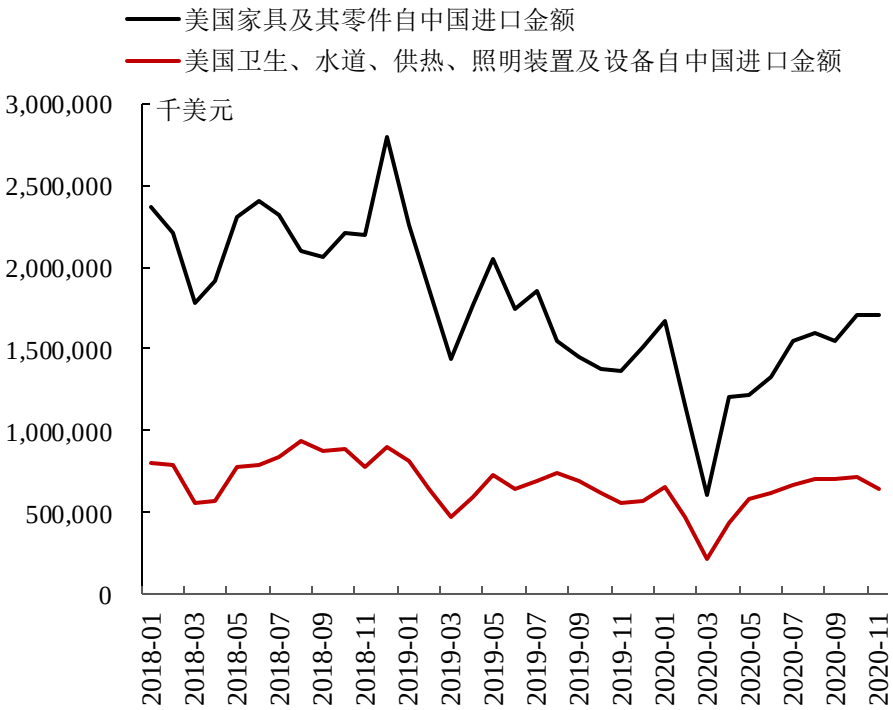


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2020年11月

主线二、交易海外复苏：美国房地产产业链

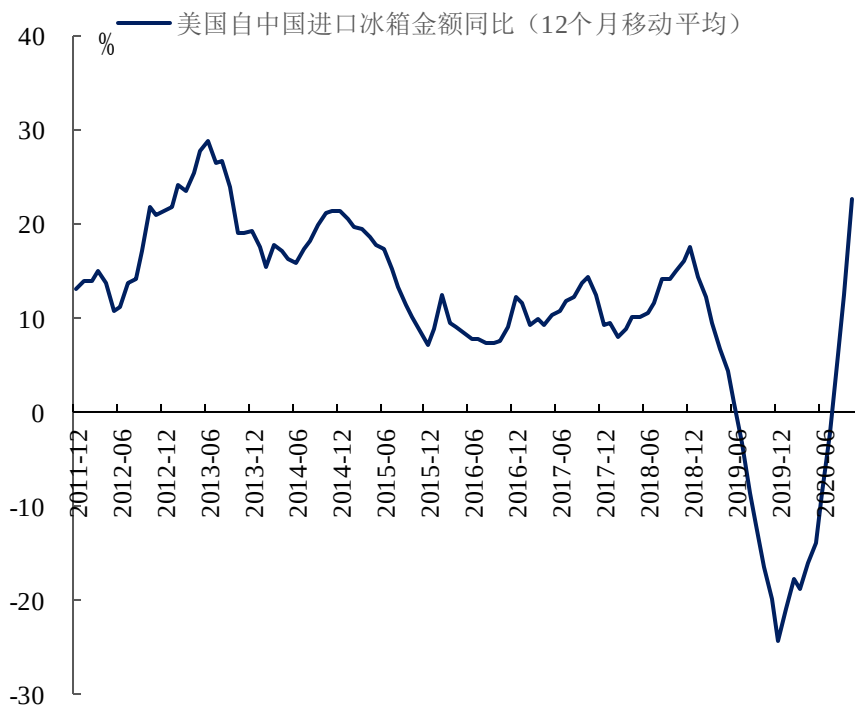
■美国房地产销售的持续景气带动中国房地产产业链产品出口。

图表：美国地产气带动中国家具、照明装置出口



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2020年11月

图表：美国自中国进口冰箱大幅上升

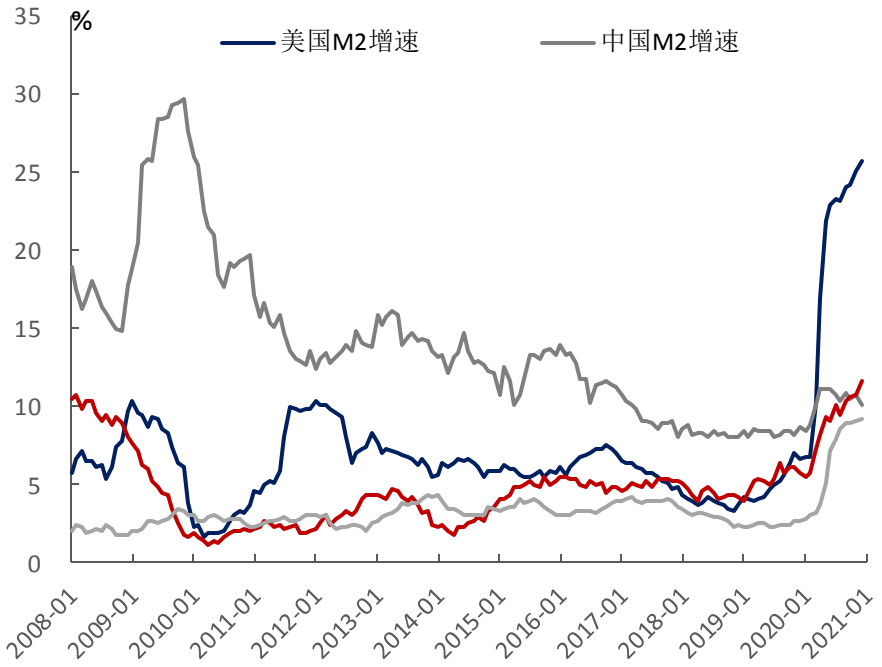


资料来源：comtrade、东兴证券研究所
注：数据截止2020年10月

主线二、交易海外复苏：美国房地产产业链

■1月美联储议息会议上，联邦基金利率的目标水平保持在0-0.25%不变，美联储主席鲍威尔表示通胀上升还需要一定时间，在美国通胀重返正轨之前，不会提前加息。最新点阵图也显示，0利率预计将维持至2023年。货币政策预计将持续维持宽松，美国房地产市场或将持续受益。

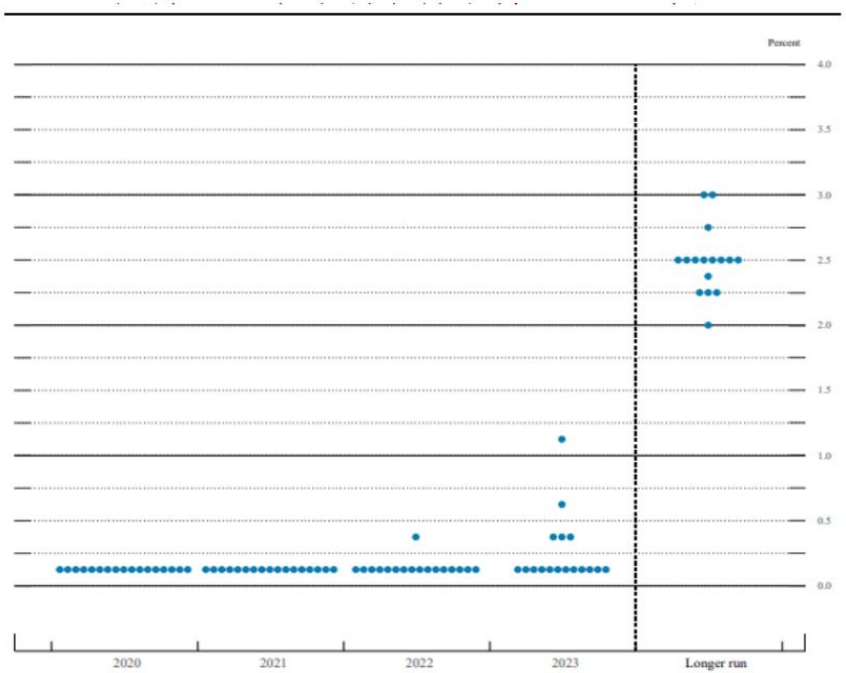
图表：美国货币政策在本轮疫情中极度宽松



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截止2020年12月

图表：美联储点阵图显示0利率将持续到2023年

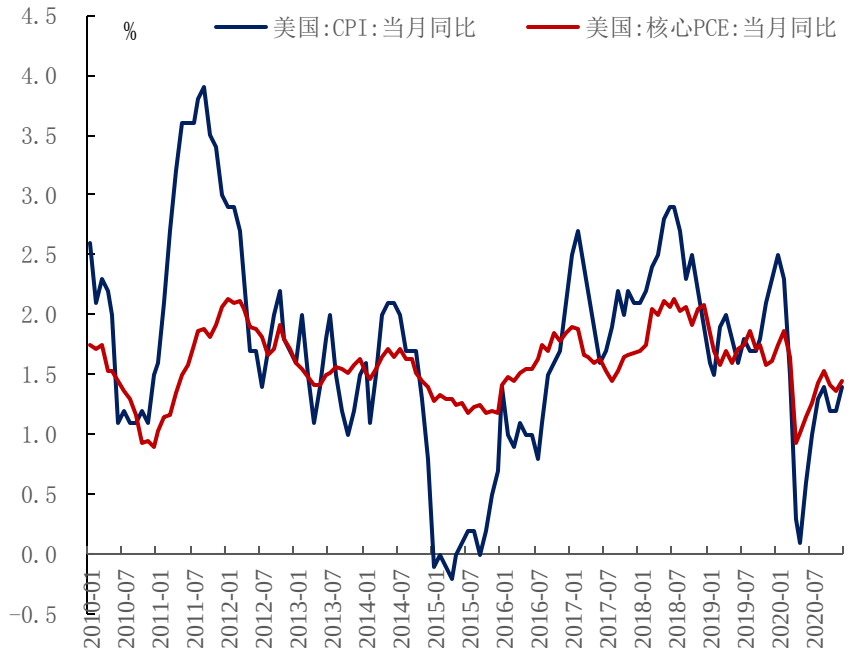


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：海外通胀抬头

■海外复工复产之后通胀抬头，美国CPI、核心PCE同比自2020年5月以来持续回升，截止2020年12月已分别达到1.40%、1.45%，通胀预期带来流动性收紧担忧，美国10年期国债自8月触底上行，美元指数也从2021年1月初的89.5上升至1月底的90.6，“输入性通胀”风险加剧。

图表：2020年5月以来CPI、核心PCE持续回升



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2020年12月

图表：美债8月重启上行，美元指数2021年初开始回升

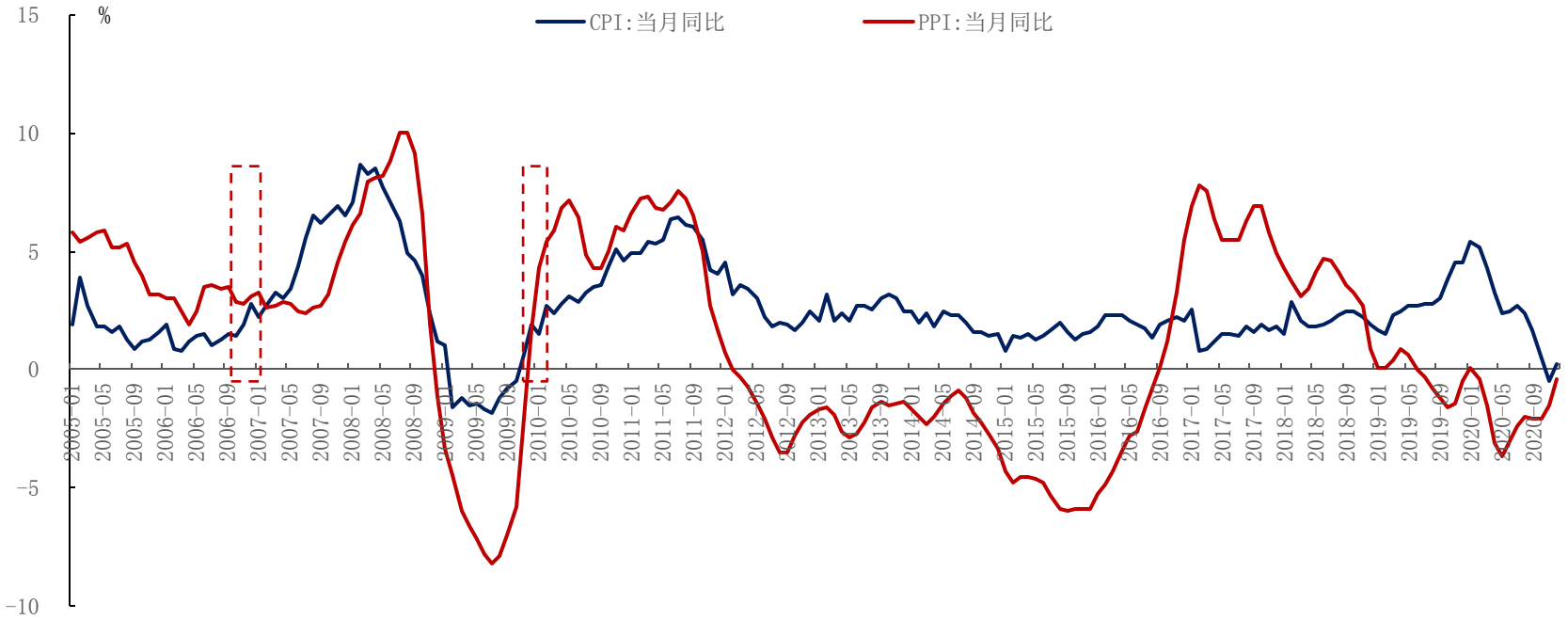


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据截止2020年1月31日

主线三：海外通胀抬头

■历史上来看，2006年12月-2007年2月（经济处于上行区间，原油、铜等大宗商品价格上涨，需求旺盛）和2010年2月-2010年4月（经济从金融危机冲击中复苏，美国QE带来“输入性通胀”，国内货币政策持续宽松）两段时间处于CPI同比由2%上升至3%的通胀快速爬升期。

图表： 2006年12月-2007年2月和和2010年2月-2010年4月处于通胀快速爬升期



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截止2020年12月

主线三：通胀早期相对受益品种

■2006年12月-2007年2月经济持续上行，通胀压力抬升下非银、钢铁等与经济周期密切相关的行业以及“通胀早期”属性较强的汽车、纺织服装、医药等消费品领涨。2010年2月-2010年4月流动性仍处在相对宽松的状态，成长股比较受益，出于对通胀的担忧情绪，市场开始配置医药、轻工等消费股。结合当前的流动性环境，建议配置可选消费中布局“通胀早期”的受益品种汽车、医药等。

图表：两段通胀上行区间内“抗通胀”的消费品如医药等表现良好

	2006.12-2007.2		2010.2-2010.4	
涨幅Top1	非银行金融	90.63%	医药	9.88%
涨幅Top2	汽车	68.14%	电子	7.18%
涨幅Top3	纺织服装	66.74%	计算机	5.48%
涨幅Top4	钢铁	57.22%	电力设备及新能源	4.40%
涨幅Top5	医药	57.19%	轻工制造	4.01%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

风险提示

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

分析师及联系人简介

分析师简介

分析师：杨若木，S1480510120014

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎，S1480120070056

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然，S1480120070029

南开大学金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺及风险提示

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。