Z2021 年 01 月 29 日
证券研究报告·策略研究

策略专题报告

再 论 抱 团

摘要

当前市场抱团与以往抱团最大的不同在于，当以往的抱团瓦解时，龙头股会越跌越贵，而这次抱团的几大主线基本面仍然是健康的，下跌会使龙头股估值回落。因此，这次抱团并不会出现大的瓦解，只是需要时间来消化估值。在这个过程中，会出现两个状况：1、原先抱团品种的预期收益率降低；2、市场的热点将更加散乱。

抱团本身具备三大特征：1、不可重复性；2、不可共谋性；3、不可预知性。

抱团的不可重复性，是指市场每一次抱团的成因和结局都不一样。抱团的不可共谋性，是指抱团不可能由某些机构共同串谋而成。抱团的不可预知性，是指抱团很难被精确地同时预知时间和空间。

基本上每次抱团，都是“基本面+催化剂”的变化所引起的羊群效应。那么这次 2019 年下半年以来的抱团上涨，主要源于两大因素：一是行业层面的因素，是这次抱团的基本面；二是宏观层面的因素，就是流动性宽松，这是此次抱团的催化剂。**当前，行业层面的因素没有发生变化：**新能源的渗透率仍在快速提升，技术进步在稳步推进；军事演练需求与装备升级换代需求稳步提升；消费需求增长依然是稳健的。**而宏观层面的因素，却发生了较大的转变：由于疫情未来将向着逐步转弱的方向演进，因此各国央行对于流动性的态度都开始发生微妙的转变。**

在这种状况下，我们认为未来市场走势会向着两个方向演化：一方面，原先抱团品种的上涨斜率会放缓，股价波动会加剧；另一方面，市场热点会呈现更加多样化、散乱化的特征。

投资策略：从投资策略上看，我们认为有四个方面可以关注。一是在抱团龙头上，我们认为新能源、军工、医药的龙头仍然值得关注，只要调整充分，依然是很好的赛道，值得介入。建议关注宁德时代、隆基股份、中材科技、航发动力、西部超导、药明康德等。二是受益于利率上行和经济复苏的银行板块。建议关注招商银行、宁波银行、平安银行、渝农商行等。三是调整比较充分的疫情受损板块，如旅游、航空、院线的龙头。建议关注众信旅游、春秋航空、华夏航空、万达院线等。四是关注一些业绩增速较高、估值合理的中小市值标的，如久立特材、精工钢构、凯迪股份等。

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：抱团结束了吗？（2021-01-17）
2. 策略专题：中央经济会议奠定市场上行基调（2020-12-20）
3. 策略专题：政治局会议给市场带来的启示（2020-12-14）
4. 策略专题：珍惜牛回头，进军 4000 点（2020-12-03）
5. 策略专题：冰火两重天的市场，机会何在？（2020-11-19）
6. 一枝独秀的“中国牛”——A 股 2021 年投资策略（2020-11-02）
7. 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）
8. 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）
9. 策略专题：疫情反复，宽松犹在（2020-10-14）
10. 策略周报（0928-1008）：宽松不会缺席，节后有望开门红（2020-10-08）

核心观点：当前市场抱团与以往抱团最大的不同在于，当以往的抱团瓦解时，龙头股会越跌越贵，而这次抱团的几大主线基本面仍然是健康的，下跌会使龙头股估值回落。因此，这次抱团并不会出现大的瓦解，只是需要时间来消化估值。在这个过程中，会出现两个状况：1、原先抱团品种的预期收益率降低；2、市场的热点将更加散乱。

抱团是市场当中非常普遍的现象。从行为金融学的角度看，无抱团，不牛市。

每次牛市，都是由于形成了各种类型的抱团，才成为牛市。从某种意义上说，抱团就是牛市的同义词。

不管是 A 股的牛市，还是美股的牛市，不管是 A 股历史上的 2006 年牛市、2015 年牛市还是当下的牛市，都是由于各种各样的抱团而形成的。而且，在这些抱团中，绝大多数都是由各类机构参与形成的。因为机构是市场当中有体系、成建制的资金力量，形成抱团后，力量最大。当然，在牛市的巅峰期，散户也会形成抱团，但散户往往是抱团的后知后觉者：既是抱团形成的后知后觉者，也是抱团瓦解的后知后觉者。

当前，市场出现了剧烈的调整。那这样的调整，是否意味着这次抱团就结束了呢？我们认为，抱团没有结束，只是会弱化，需要调低预期收益率。未来，市场将会向两个方向演化：一方面，原先抱团品种的上涨斜率会放缓，另一方面，市场热点会呈现多样化、散乱化的特征。如一些前期被压制的板块，如疫情受损板块的航空、餐饮、旅游会现有情绪性反弹，之后伴随经营数据的实际恢复情况有所上涨；一些原先增速就比较高，估值又比较低的细分行业个股也会有不错的上涨。而之所以将出现这样的状况，这是由这次抱团的特性决定的。

在分析这次抱团的状况前，我们先来了解下抱团本身具备的三大特征：1、抱团的不可重复性；2、抱团的不可共谋性；3、抱团的不可预知性。

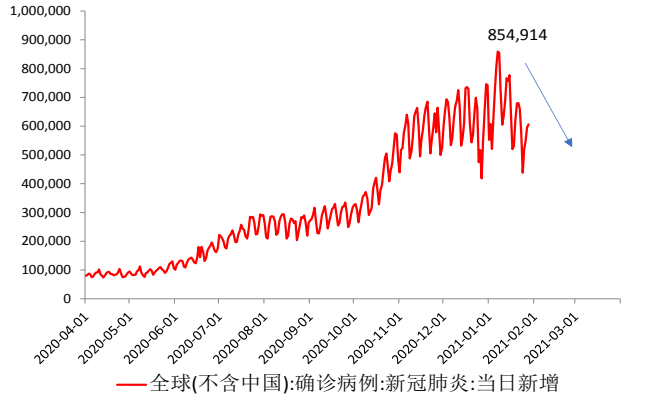
抱团的不可重复性，是指市场每一次抱团的成因和结局都不一样。就拿 A 股的三次抱团来看：2006 年（实际是 2005 年 9 月到 2007 年 10 月）、2015 年（实际是 2013 年的创业板牛+2014 下半年与 2015 上半年的全面牛）和这次，每次抱团都不一样。2006 年那次，是“国企改革红利+经济起飞红利”的集中爆发：国企改革红利，是通过股权分置改革，让投资者能够以低于实际价值的价格拿到上市公司股份，这让市场有了一种价值回归的动力；经济起飞红利，是因为进入 21 世纪后“城市化+入世”使得中国经济进入超高速增长状态，让相当多的行业和公司在那几年具备了超级成长性。2015 年那次，是“互联网革命+并购兴起+杠杆资金加持”三重因素激化下的牛市。而这一次，则是“优质公司价值重估+疫情时期流动性充裕”形成的牛市。从结局上看：第一次抱团，由金融危机的冲击而告终；第二次抱团，由杠杆资金的清理而告终；第三次抱团，会因何种情况而终结，目前尚看不清楚。

抱团的不可共谋性，是指抱团不可能由某些机构共同串谋而成。这是由市场的博弈特性决定的。因为每次抱团都是一个大范围、参与者众多的事件，同时共谋又是法律不允许的，任何私底下的共谋协议都是不合法的，这就使得抱团行为难以避免囚徒困境：当导致抱团的因素不再存在时，作为参与抱团的个体的最优选择永远是“走为上计，先走为上”。因此可以反推，当抱团仍然成立时，一定是参与者认为催生抱团的那些因素还未出现瓦解。

抱团的不可预知性，是指抱团很难被精确地同时预知时间和空间。因为任何一个抱团，都需要有“基本面+催化剂”这两个因素的加持。对于基本面，通过理性是可以进行预判的，比如 2006 年时对于中国经济繁荣的预判，2015 年时对于 TMT 行业的繁荣预判，这一次对于白酒、新能源、医药、军工等优质龙头业绩增长的预判。但是对于催化剂，则根本不可能

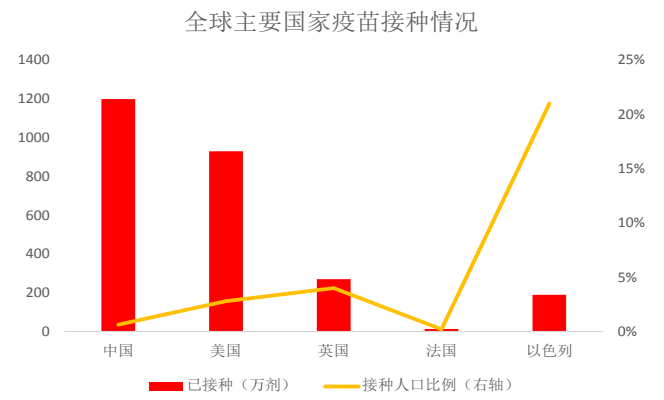
事先预判。如 2006 年时不会预见到股权分置改革的具体方案，2015 年时不会预见到市场对于杠杆的应用，这次则不会预见到疫情的冲击以及由此带来的全球流动性大宽松。

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：全球新冠累计确诊人数将超 1 亿



数据来源：Wind，西南证券整理

在了解了抱团的三大特征后，我们就能够对这次抱团更有所了解，也能够更加清楚这次抱团未来的演绎。基本上每次抱团，都是“基本面+催化剂”的变化所引起的羊群效应。那么这次 2019 年下半年以来的抱团上涨，主要源于两大因素：一是行业层面的因素，是这次抱团的基本面；二是宏观层面的因素，就是流动性宽松，这是此次抱团的催化剂。**当前，行业层面的因素没有发生变化：**新能源的渗透率仍在快速提升，技术进步在稳步推进；军事演练需求与装备升级换代需求稳步提升；消费需求增长依然是稳健的。因此这次抱团很难出现像 2007 年、2015 年那样的状况：龙头个股估值越跌越贵。在 2007 年时，因为遭遇了金融危机，市场需求迅速萎缩，相应的龙头标的的盈利预期快速下修。如当年“五朵金花”，金融、房地产、有色、钢铁、煤炭，这些在 2008 年之后几年都陷入了严重的利润下滑，甚至有相当多上市公司都陷入了亏损，估值趋向于无穷大，出现了越跌越贵的状况。而 2015 年牛市时的 TMT 龙头，如乐视网、暴风影音等，在之后几年甚至陷入了严重亏损，市盈率也趋于无穷大，同样陷入了越跌越贵的状况。而当前市场的抱团板块，如一线白酒、新能源和军工，在可预见的未来行业仍然保持稳健增长，龙头盈利有保障，当前的回调只是使这些龙头估值更便宜了。**相比于行业基本面仍然稳健，宏观层面的因素，却发生了较大的转变：由于疫情未来将向着逐步转弱的方向演进，因此各国央行对于流动性的态度都开始发生微妙的转变。**在海外，虽然美联储主席鲍威尔重申联储现在不会退出量化宽松政策，但是此前的联储会议纪要却透露出在不久的将来会逐步退出量化宽松的迹象。同样，在国内，虽然央行行长易纲表达了货币政策稳定的意愿，但是央行的公开市场操作，却是向着流动性逐步收紧的方向演变。在这种状况下，已经十分高估的各个抱团龙头，自然会出现股价剧烈的波动和调整。

在这种状况下，我们认为未来市场走势会向着两个方向演化：一方面，原先抱团品种的上涨斜率会放缓，股价波动会加剧；另一方面，市场热点会呈现更加多样化、散乱化的特征。

投资策略：从投资策略上看，我们认为有四个方面可以关注。

一是在抱团龙头上，我们认为新能源、军工、医药的龙头仍然值得关注，只要调整充分，依然是很好的赛道，值得介入。建议关注宁德时代、隆基股份、中材科技、航发动力、西部超导、药明康德等。

二是受益于利率上行和经济复苏的银行板块。建议关注招商银行、宁波银行、平安银行、渝农商行等。

三是调整比较充分的疫情受损板块，如旅游、航空、院线的龙头。建议关注众信旅游、春秋航空、华夏航空、万达院线等。

四是关注一些业绩增速较高、估值合理的中小市值标的，如久立特材、精工钢构、凯迪股份等。

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