DONGXING SECURITIES

策略深度报告



1月展望：后疫情时代的复苏红利

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1月3日

摘要

2020年的核心逻辑是“疫情冲击—资金驱动—经济修复”，轮动轨迹为“科技-大消费-大金融-顺周期”。2021年是后疫情时代，流动性泛滥与经济增长低迷之间的“错位”出现逆转，市场逻辑主线从分母端的估值转向分子端的盈利。

2021年是后疫情时代，国内经济结构性走强。需求来看：出口维持强势、消费和制造业投资上行，而房地产投资和基建投资出现回落；供给端：2020年底生产已经回升超过疫情前水平，生产上行将在明年上半年持续并将拉动需求进一步回升。综合来看，即便不考虑基数效应，2020年上半年经济基本面也将维持强势。

政策不急转弯，信贷边际收紧被充分预期。根据最新中央经济工作会议定调，2021年信用向常态化回落，社融增速预计为12%，央行将维持银行间市场流动性，短端利率上行空间有限。近期国债利率走势显示市场对信用边际收紧已经充分预期，预计市场不会出现估值大幅收缩。

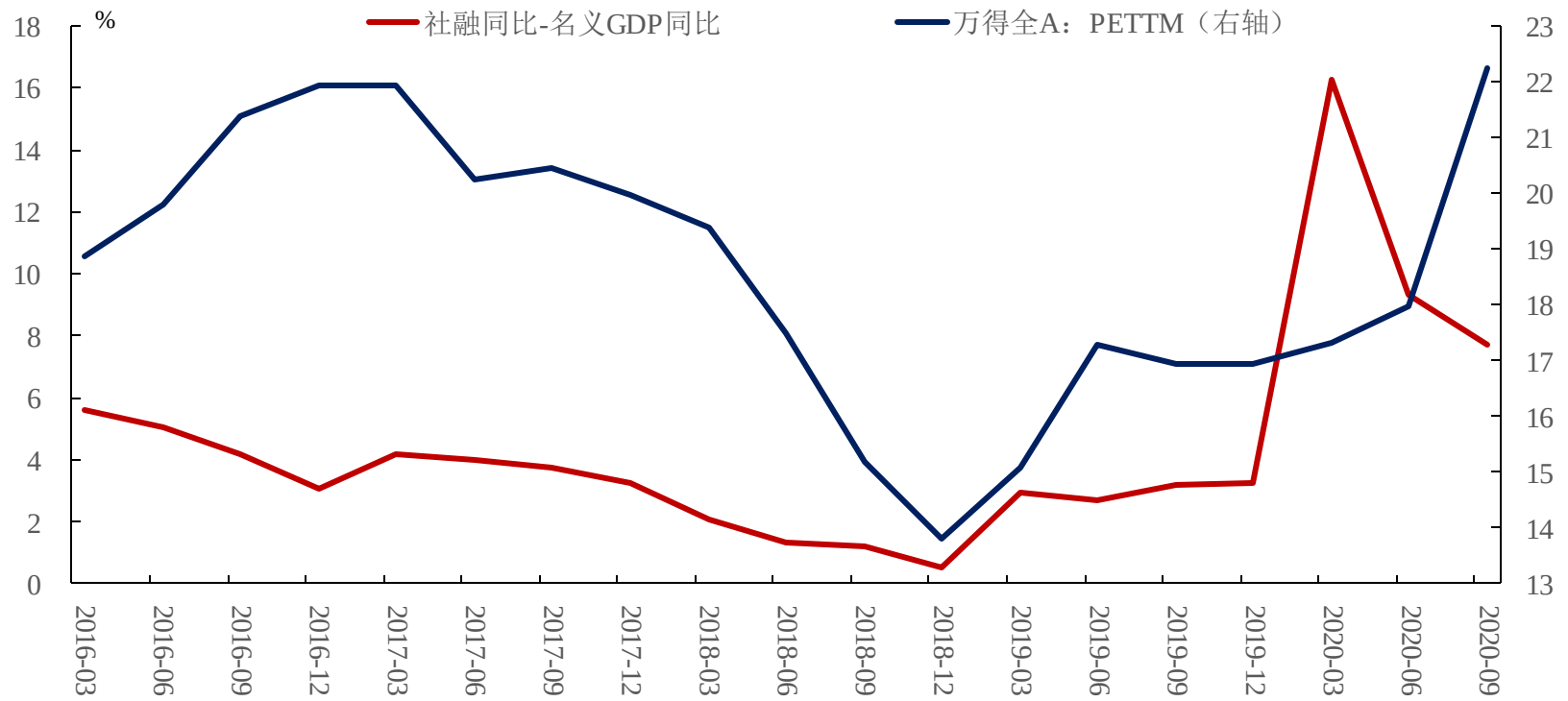
行业配置：逆疫情交易。展望来看大类行业内部分化加大。行业配置的核心是寻找后疫情时代的高景气行业，三条布局主线：1）**押注海外复苏：**第一。部分国家疫情短期难以得到控制，“中国供给全球”仍将延续；第二，美国复工将带来资源品需求提升；第三，美国房地产销售旺盛，预计拉升地产产业链进口。海外需求产业链可关注食品加工、金属制品、家电、家具、有色、螺纹钢、石油等。2）**受冲击最大行业的“否极泰来”：**2020年低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计2021年将随疫情稳定而逐渐恢复，重点包括零售、国内旅游、公路、院线、餐饮等，龙头企业在本次疫情中市占率显著提升，具备更强的盈利能力，但在估值中尚未体现，重点关注上述行业的龙头企业。3）**长期景气度上行的科技：**新能源汽车、光伏。此外，金融仍可作为底仓配置，重点关注银行。

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。

回顾：流动性盛宴下股票市场抬估值

■用政策宽松对冲疫情冲击，充裕的流动性为股票市场形成支撑，估值水涨船高。

图表：流动性拉动A股估值水涨船高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

回顾：哪些回到了疫情前？

■2020年11月和去年同期相比，DR007、十年期国债收益率、三年期AAA级企业债收益率基本持平；工业投资、生产单月数据已基本恢复至疫情前水平，消费数据还较疫情前有较大差距。从进出口数据来看，出口金额截止11月累计同比2.5%，远超去年同期的-0.22%，出口维持高景气度。

图表：11月经济数据对比

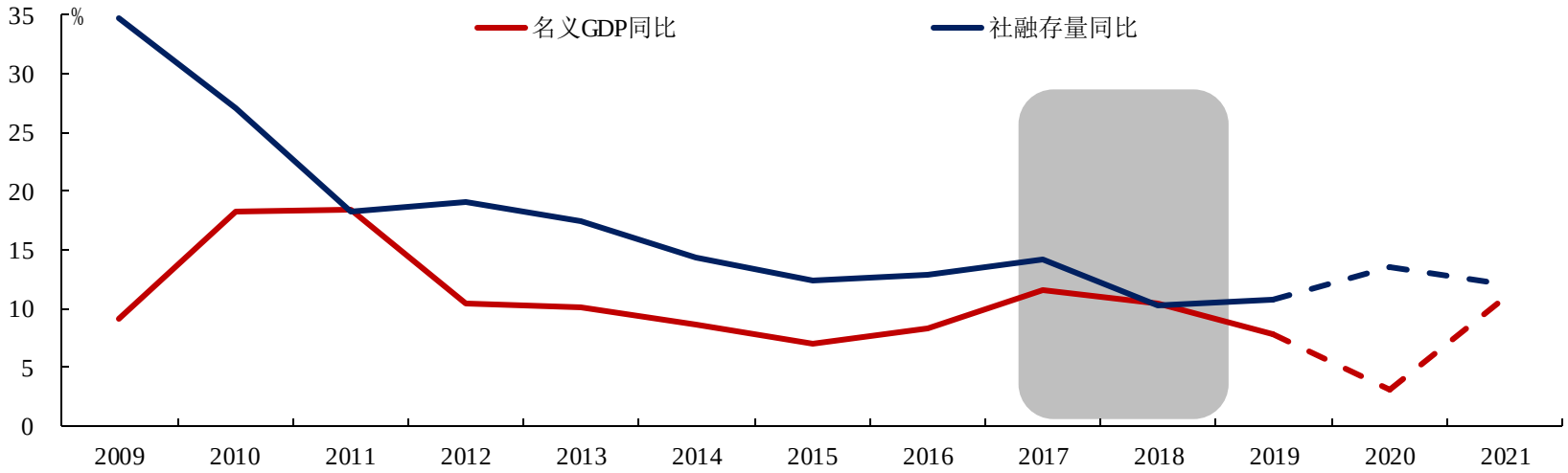
指标名称	2020年11月	2019年11月
DR007（%）	2.29	2.53
十年期国债（%）	3.25	3.22
AAA3年（%）	3.76	3.56
LPR（%）	3.85	4.15
工业增加值累计同比（%）	2.3	5.6
工业增加值当月同比（%）	7	6.2
固定资产投资累计同比（%）	2.6	5.2
社零累计同比（%）	-4.8	8
社零当月同比（%）	5	8
出口金额累计同比（%）	2.5	-0.22
进口金额累计同比（%）	-1.6	-4.29

资料来源：Wind、东兴证券研究所

展望：2021年的稳杠杆类似2017年

- 2017年稳杠杆环境下，其中社融同比与名义GDP同比差为2.6%；2018年去杠杆环境下，该差值为-0.2%；2019年“社会融资规模增速略高于国内 生产总值名义增速”[1]，该差值为2.9%。
- 根据中央工作会议要求“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”[2]，考虑到今年由于基数效应，GDP增速高于潜在水平，社融与名义GDP缺口将回落，我们预计2021年的社融同比预计12.0%，名义GDP增速10.9%，情况类似于2017年。

图表：名义GDP与社融存量同比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

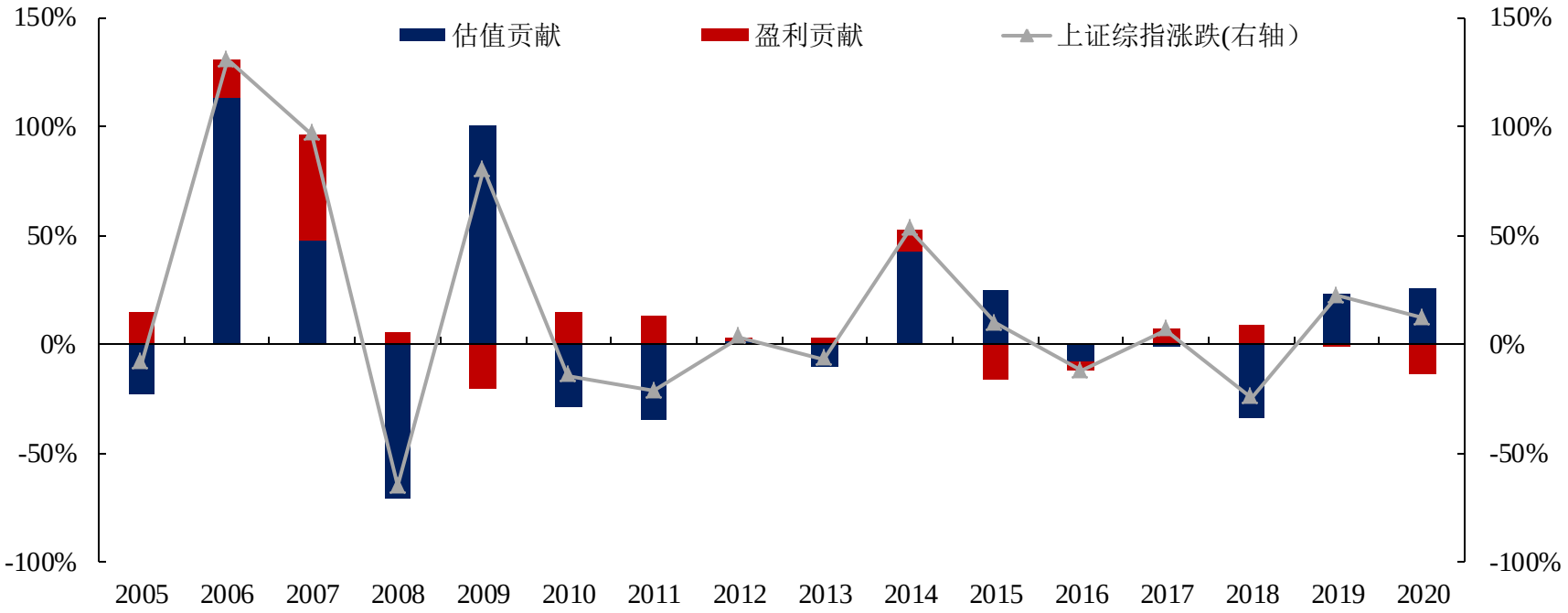
注：2020、2021年名义GDP增速分别假设为3.1%、10.9%；2020、2021年社融存量同分别假设为13.5%、12.0%

1：2020年中央经济工作会议，中国政府网；2：《中国货币政策执行报告---2019年4季度》，中国人民银行

展望：2021年的上行动力来自强盈利复苏

■2019、2020年两年主要是估值贡献，超额流动性提供导致的估值的水涨船高；盈利修复的贡献还未反应在定价中。

图表：2019、2020年两年主要是估值贡献，超额流动性提供导致的估值的水涨船高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

目 录

一、经济环境：结构性复苏

二、政策环境：不急转弯，信贷常态化回落

三、行业配置：逆疫情交易

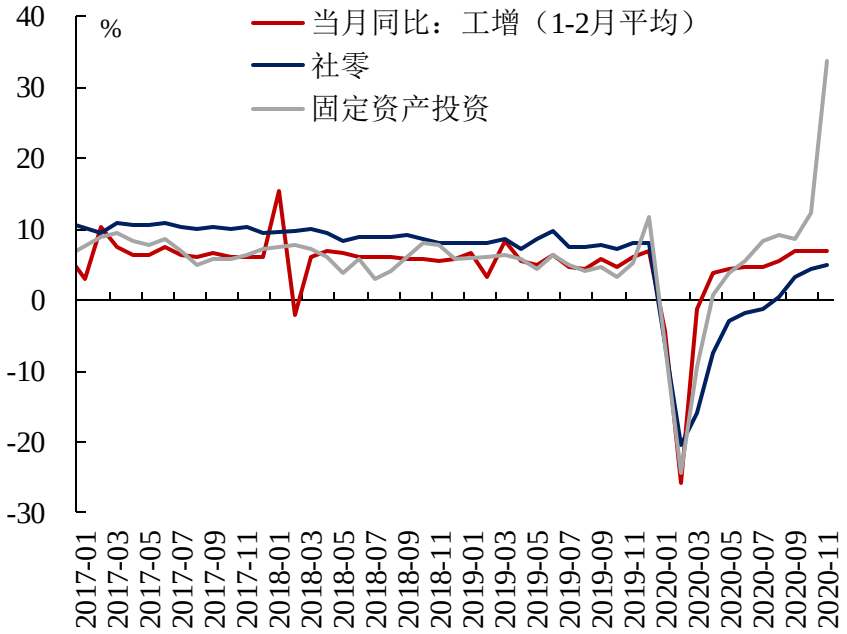
需求视角—出口：2021年上半年维持高景气

■2020年疫情冲击之后，中国和海外（美国为代表）错位恢复：

中国：生产快速恢复，投资和消费修复相对缓慢；

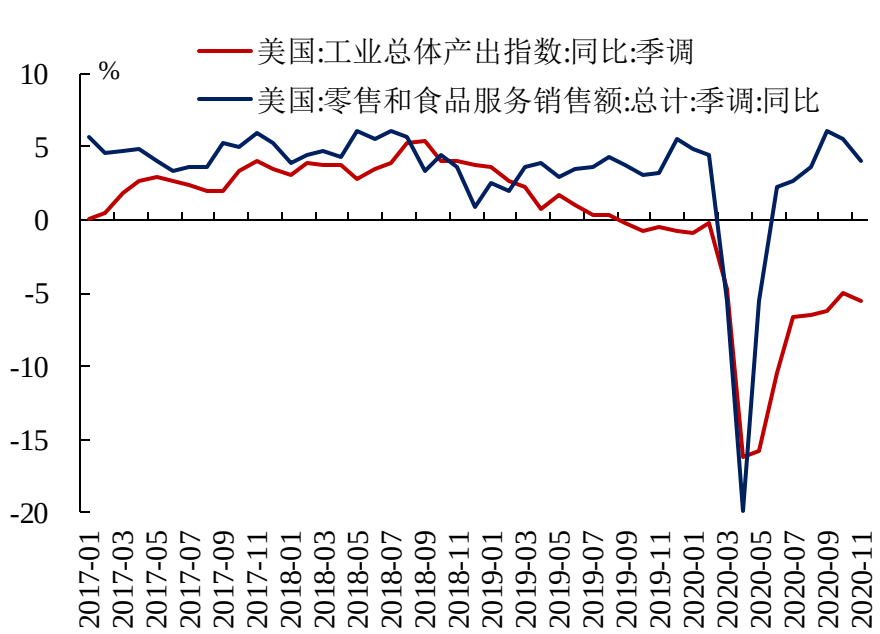
美国：依靠强力补助刺激消费，生产恢复相对缓慢。

图表：国内工业生产、投资与社零同比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国在强补贴政策下的消费修复

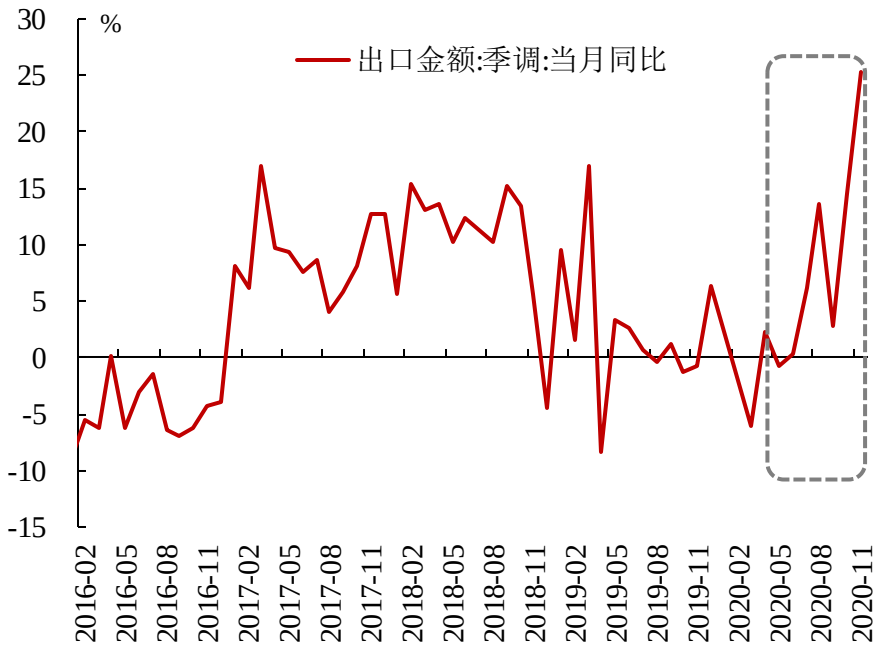


资料来源：Wind、东兴证券研究所

需求视角—出口：2021年上半年维持高景气

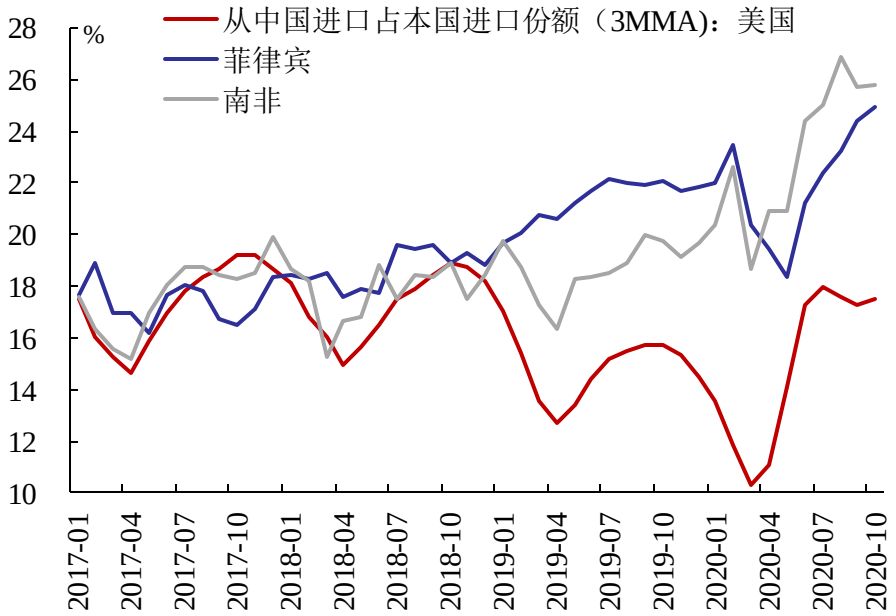
■疫情后的经济错位恢复，拉动2020年下半年我国出口增速大幅走高、出口份额增大。

图表：2020年下半年我国出口增速大幅走高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：我国出口份额增大



资料来源：Wind、东兴证券研究所

需求视角—出口：2021年上半年维持高景气

■受2020年疫情下经济的错位恢复，医药、木材加工、食品加工、计算机通讯设备、金属制品、家具制造等细分行业出口交货值出现明显增长。

图表：2019与2020年4-11月出口交货值同比及其变动

行业	2019年4月-11月出口交货值同比（%）	2020年4月-11月出口交货值同比（%）	同比变动	行业	2019年4月-11月出口交货值同比（%）	2020年4月-11月出口交货值同比（%）	同比变动
石油天然气开采*	80.9	166.7	85.8	纺织	-8.6	-11.7	-3.2
医药	0.6	35.9	35.3	文体娱乐用品	-5.3	-8.7	-3.4
木材加工	-20.4	-4.6	15.8	汽车制造	-2.7	-7.2	-4.4
电力热力*	-5.7	9.8	15.6	非金属矿物	-4.1	-9.0	-4.9
食品加工	-9.5	-1.9	7.6	印刷	3.4	-2.5	-6.0
计算机通信设备	0.0	7.6	7.6	纺织服装	-10.3	-19.0	-8.7
金属制品	-6.6	-0.6	5.9	有色金属冶炼	-3.9	-12.8	-8.9
家具制造	-7.6	-1.7	5.9	黑色金属冶炼	-20.0	-31.4	-11.5
化学原料及制品	-15.6	-9.9	5.7	化学纤维	-10.2	-26.1	-15.9
橡胶塑料制品	-1.4	4.2	5.6	酒饮料茶	-0.2	-17.1	-16.9
专用设备	5.3	10.9	5.5	造纸	6.2	-12.3	-18.4
食品	-3.9	0.0	3.8	皮毛羽制品	-6.1	-25.0	-18.9
所有工业加总	-1.7	0.8	2.6	废弃资源综合利用	47.9	19.4	-28.4
铁路船舶航空航天	-3.1	-1.8	1.3	金属制品、机械和设备修理	20.8	-11.8	-32.6
水的生产和供应	3.4	4.2	0.8	非金属矿采选	12.4	-21.5	-33.9
电气机械	5.8	6.5	0.7	燃气生产和供应	20.2	-16.8	-37.0
仪器仪表	-5.7	-5.3	0.4	有色金属矿采选	9.4	-31.4	-40.8
煤炭开采洗选	-57.4	-58.1	-0.7	烟草	8.5	-60.6	-69.2
通用设备	1.0	-1.3	-2.4	石油煤炭加工	26.6	-54.3	-80.9

资料来源：Wind、东兴证券研究所

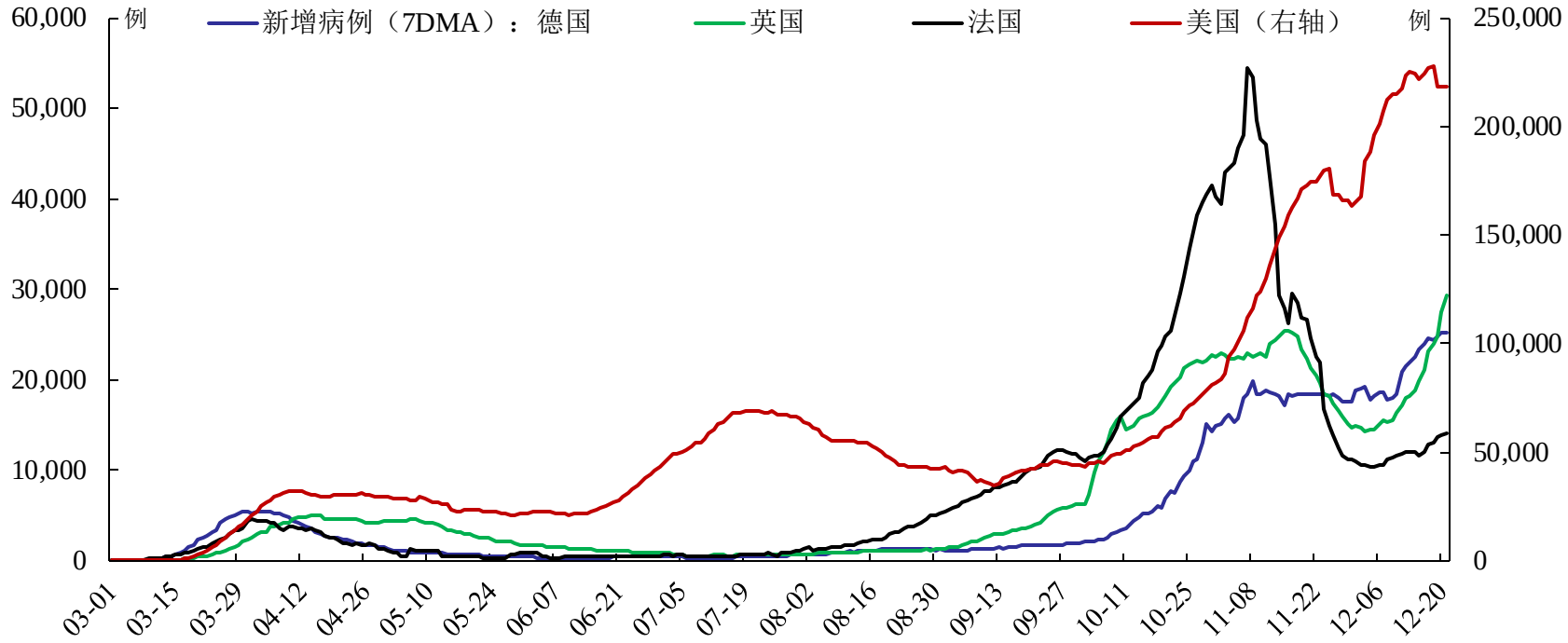
注：加*行业虽然出现了明显上涨，但其2020年4-11月出口交货量绝对值较小

需求视角—出口：2021年上半年维持高景气

■由于病毒变异给疫苗研发带来不确定性，以及疫苗生产普及存在时滞，海外疫情在明年上半年大概率继续蔓延；

■海外供需缺口还将继续支撑出口维持高位，相关出口产业链可能继续高增长。

图表：海外疫情持续蔓延



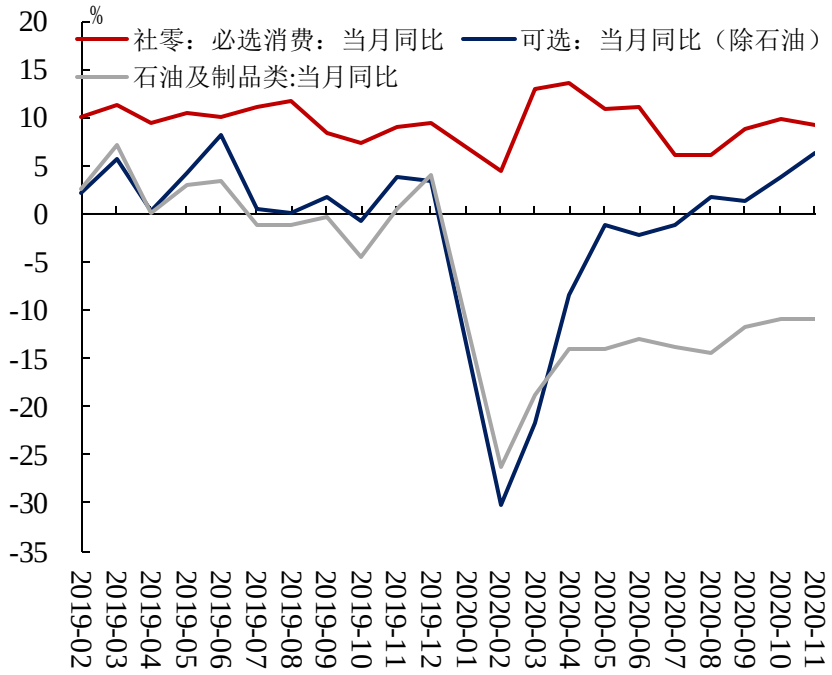
资料来源：Wind、东兴证券研究所

需求视角—消费：中低人群收入回升

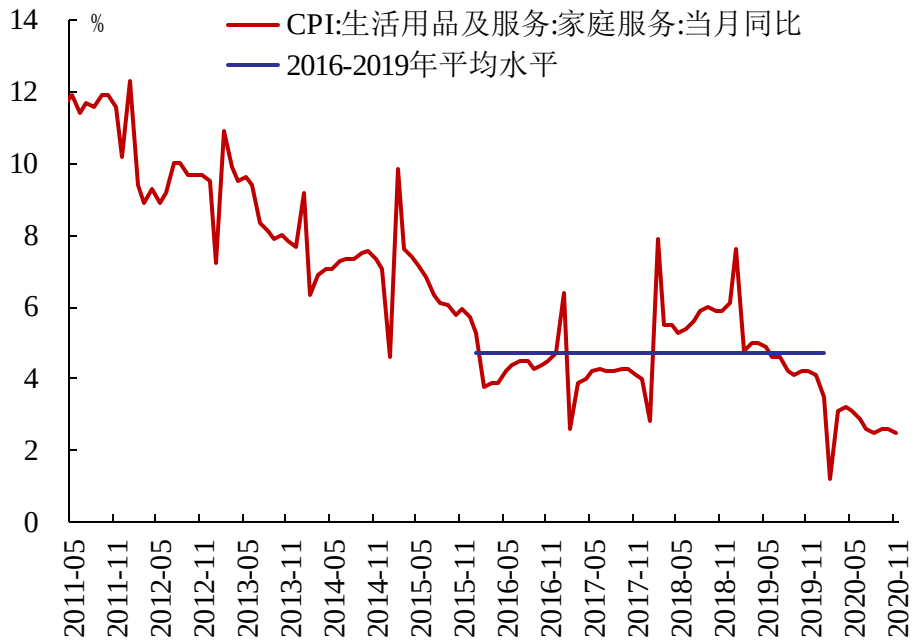
■消费的回暖好于市场预期，目前社零（除石油）均已回到疫情前水平；

■中低端劳动力收入继续恶化，未来收入的回升将进一步支撑消费修复。

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

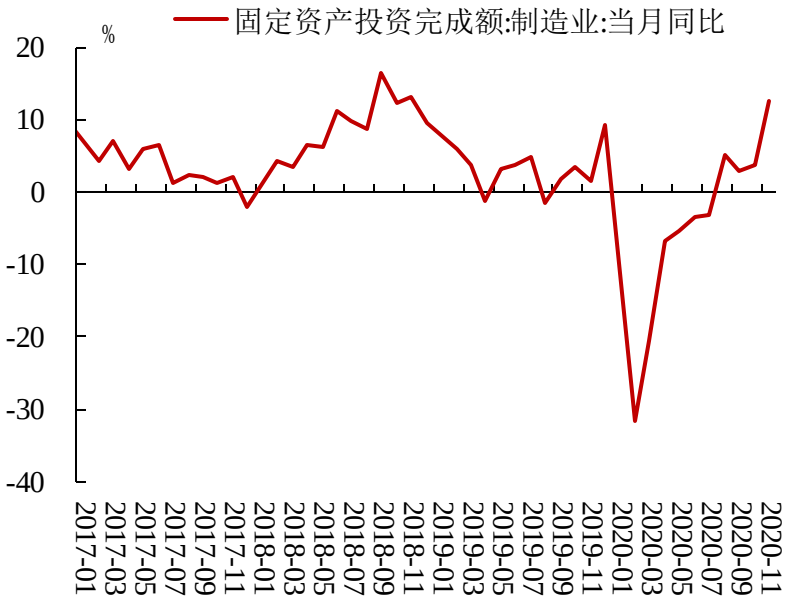
注：必选消费包括粮油食品、饮料、烟酒、服装鞋帽针纺织品、日用品、中西药品；可选消费（除石油）包括金银珠宝、家用电器和音响器材、家具、通讯器材、建筑及装潢材料、化妆品、体育娱乐用品、书报杂志、文化办公用品。

需求视角—投资：制造业投资可能进入上行周期

■制造业投资出现明显修复，达到疫情前高位水平；

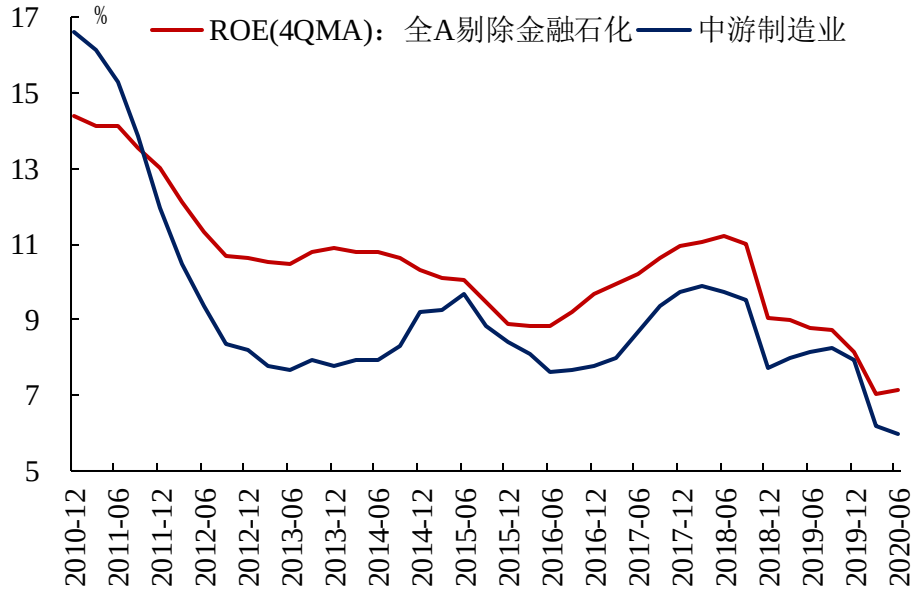
■2016年下半年以来，中游制造业ROE出现见底回升趋势，但随后受到中美贸易战、去杠杆以及新冠疫情影响，制造业ROE继续走低，我们认为制造业ROE可能已经见底，制造业投资将逐步进入上行周期。

图表：制造业投资出现回补



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：万德全A剔除金融石化和中游制造业ROE



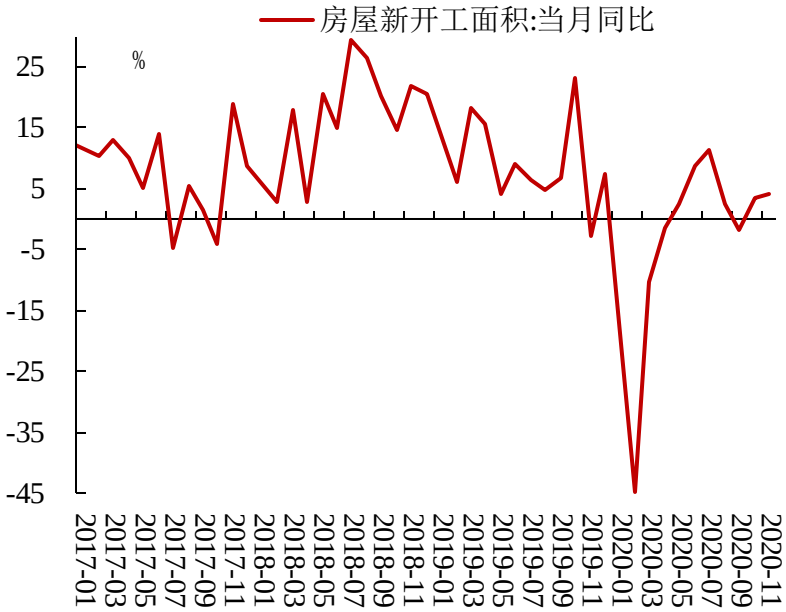
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：采用中信行业分类，中游制造业包括机械、建材、电新和交运

需求视角—投资：房地产投资逐步回落

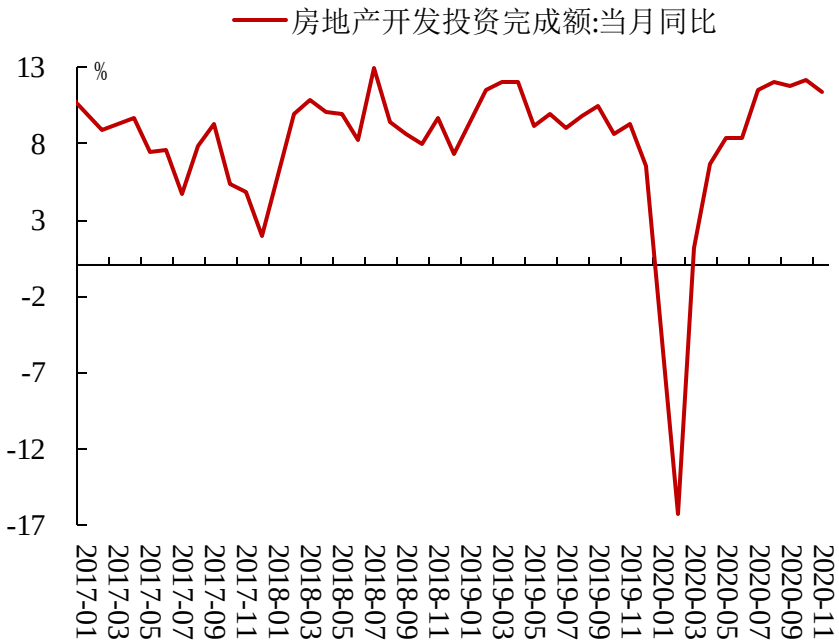
- 从房地产政策来看，中央经济工作会议再次强调“房住不炒”，预计“三道红线”监管要求将在2021年逐步铺开，房地产政策持续收紧，房企融资压力不断加大；
- 从房企补库存角度看，考虑到我国人口和城市化的相关趋势，房地产企业合宜库存将明显回落，房地产在经历了 2018-2020年为期三年的补库存阶段，预计该过程将在2021年逐步结束。

图表：房地产新开工回落至较低水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：房地产投资将逐步走弱



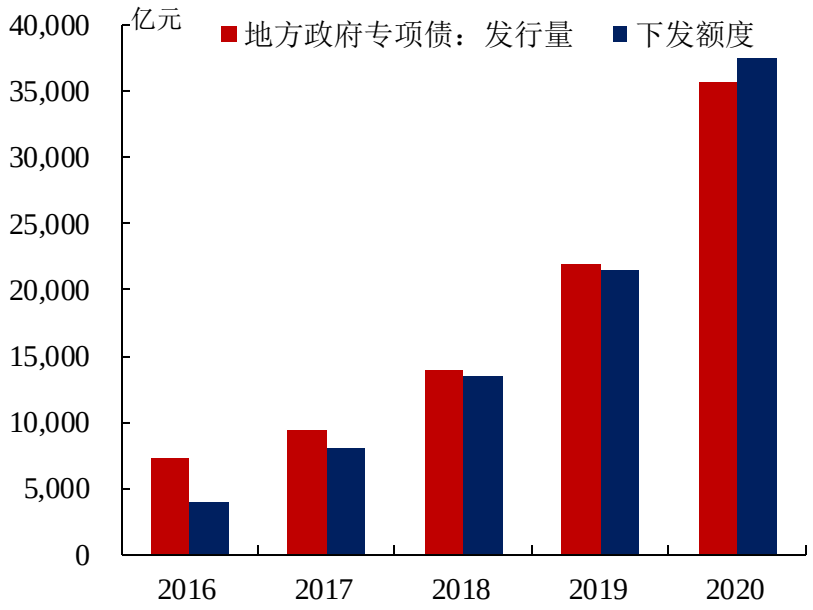
资料来源：Wind、东兴证券研究所

需求视角—投资：基建投资小幅回落

■ 2020年政府推进积极的财政政策，显著提高地方专项债额度，但疫情影响下，全口径基建投资小幅回落，全年预计在3.5%。

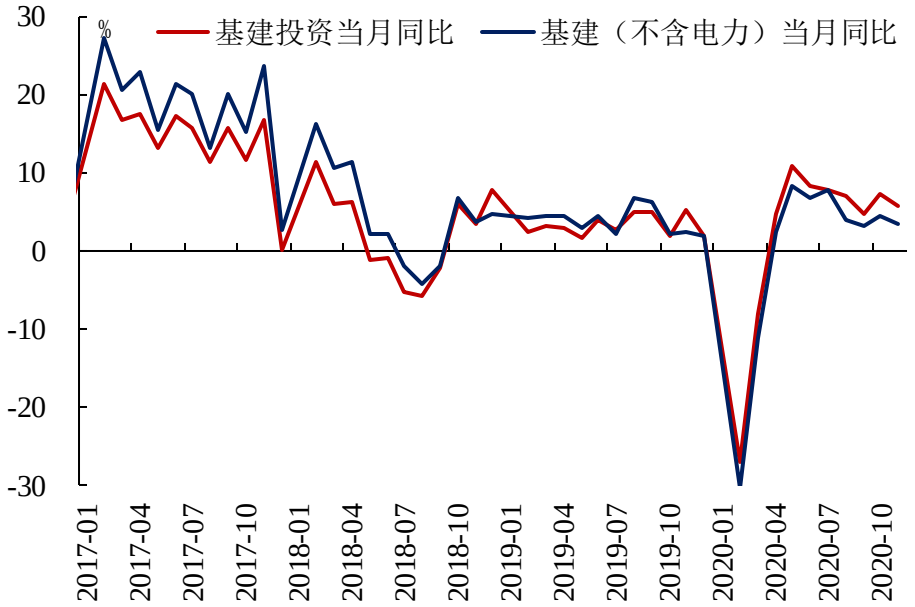
■ 随着疫情后经济稳步恢复，2021年地方政府专项债额度可能减少，但前期未使用完资金将对2021年基建投资形成支撑。不考虑基数效应，我们预计2021年全口径基建投资较之2020年小幅回落。

图表：2020年地方政府专项债额度大幅增加



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：基建投资可能相对走弱



资料来源：Wind、东兴证券研究所

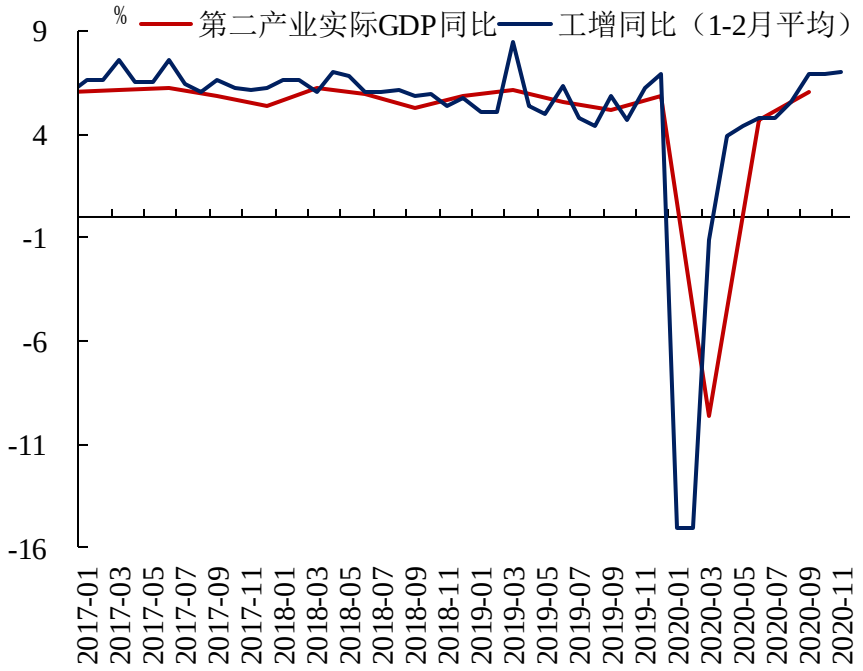
供给视角：生产强势至少持续到2021年上半年

■根据出口、消费、投资等需求端数据，我们认为明年上半年经济将出现结构性复苏；

■生产端数据显示，年底国内的工业和服务业生产均已经反弹至超过疫情前水平；

■综合需求和供给数据，我们认为，不考虑基数效应，明年上半年我国经济将维持强势。

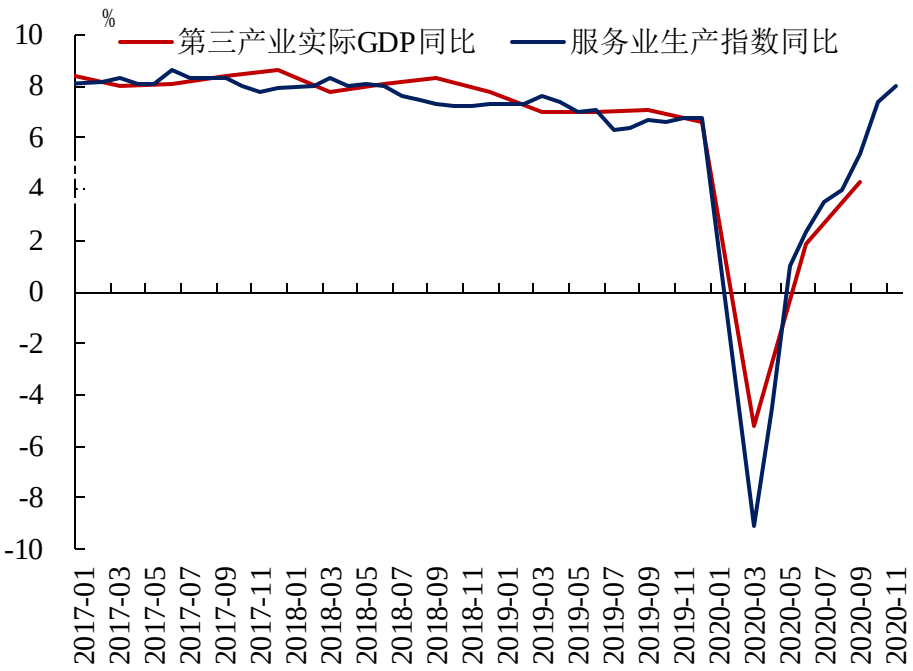
图表：工业生产超过疫情前水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：为了控制春节效应，我们选择将1-2月工增进行平均处理。

图表：服务业生产超过疫情前水平

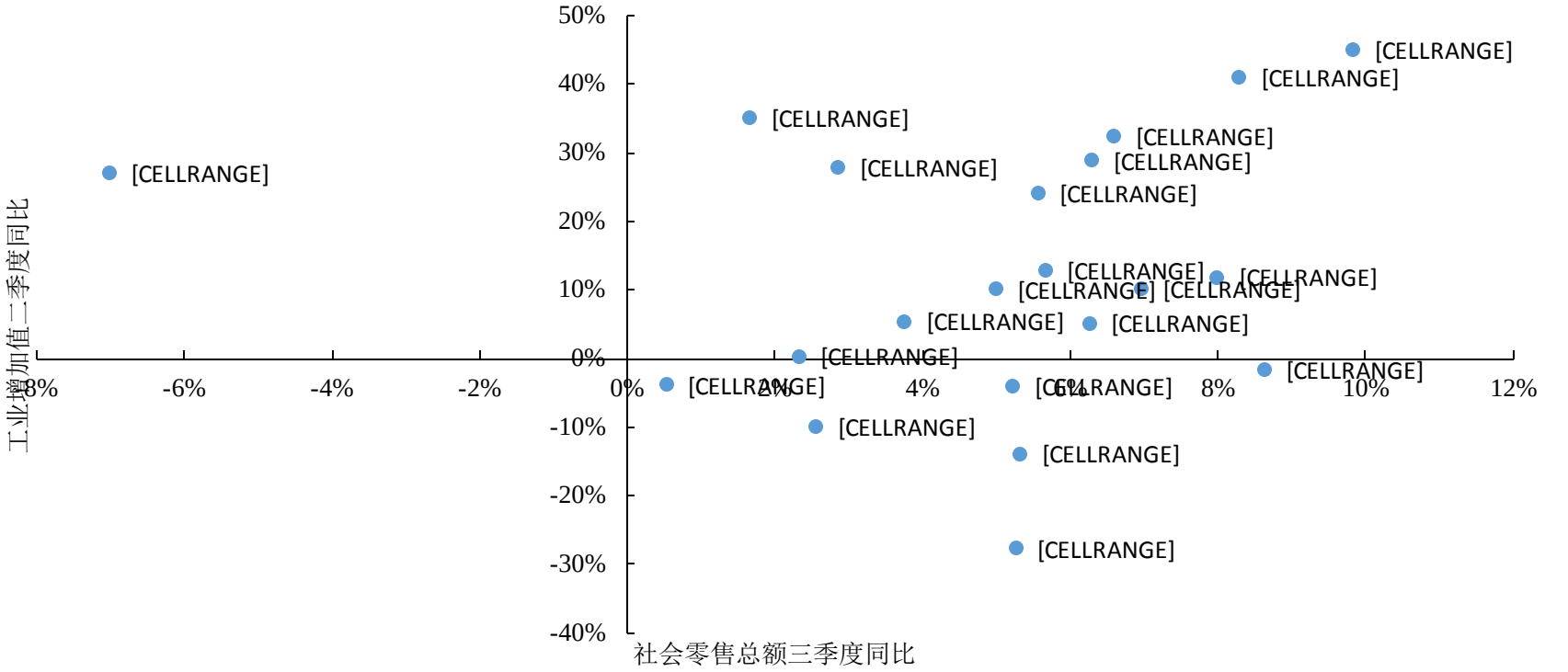


资料来源：Wind、东兴证券研究所

供给修复也将进一步拉动需求改善

■以中国为例，二季度生产恢复比较快的地区三季度消费增速也比较高。随着国内生产持续走强，这将带来居民收入的回收，进一步拉动需求改善。

图表：2020Q2生产恢复比较快的地区在2020Q3消费增速也比较高

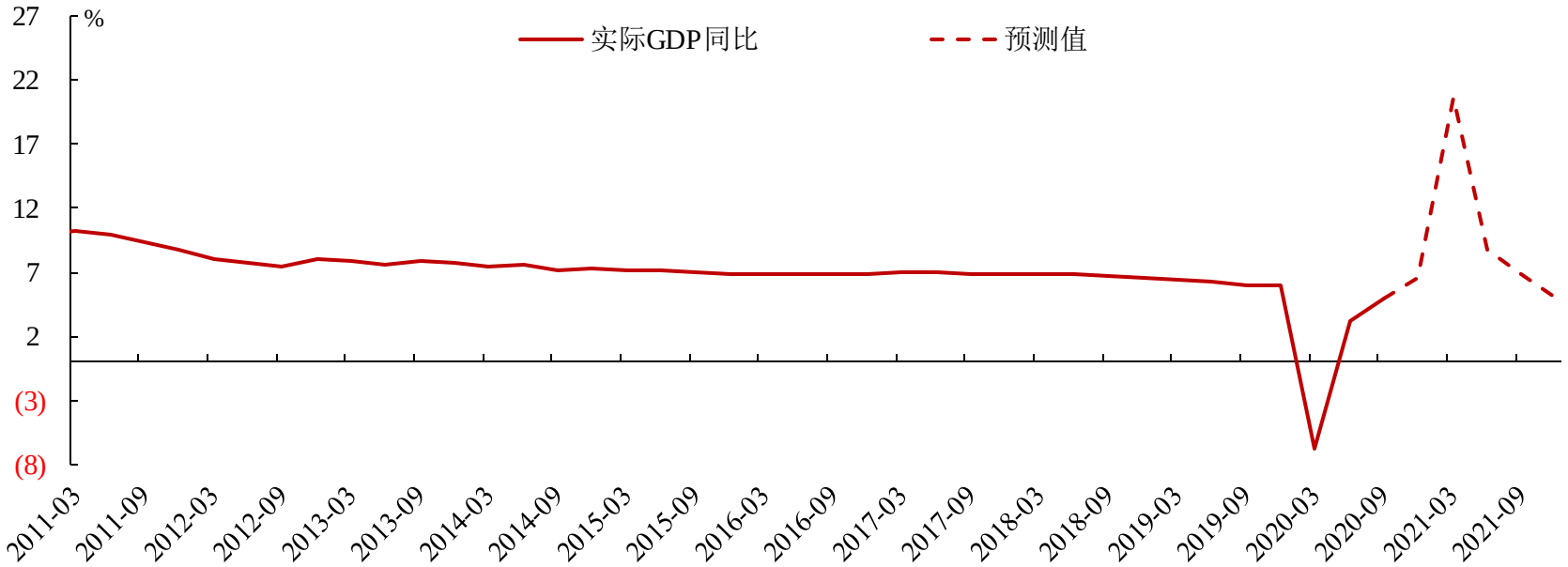


资料来源：Wind、东兴证券研究所

宏观经济结构性复苏，上半年GDP高于潜在水平

- 根据最新的生产端数据，我们认为2020年第四季度GDP可能远超市场预期的6.0%（Wind口径），达到6.6%左右水平。国内疫情受到了较好控制，宏观经济保持平稳可持续发展，我们预计明年一季度实际GDP增速为20.6%、8.7%，高于市场预期的18.6%、8.0%（Wind口径）。

图表：2021年上半年我国经济可能依然维持强势



资料来源：Wind、东兴证券研究所 注：我们预计剔除掉基数效应后，2021年Q1、Q2、Q3、Q4的GDP增速分别为6.2%、6%、5.9%和5.8%，据此预测2021年Q1、Q2、Q3、Q4的GDP增速分别为20.6%、8.7%、6.7%和4.9%。

小结：2021年宏观经济基本面结构性复苏

■ 不考虑基数效应，2021年上半年国内经济基本面也将维持强势：

1）需求端：

A、出口维持强势；

B、消费和制造业投资继续上行；

C、房地产投资和基建投资出现回落；

2）供给端：2020年底生产出现明显回补，该过程至少在明年上半年得到维持；

3）生产强势也将拉动需求进一步改善。

目 录

一、经济环境：结构性走强

二、政策环境：不急转弯，信贷常态化回落

三、行业配置：逆疫情交易

中央经济工作会议定调，政策不急转弯

■12月召开的中央经济工作会议提出“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，明年世界经济形势仍然复杂严峻，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。政策强调不确定性较大，风险点仍存，宏观政策的退出不能过快、过急，预计明年的信用政策不会大收紧。

图表：历年中央经济工作会议中货币政策表述对比

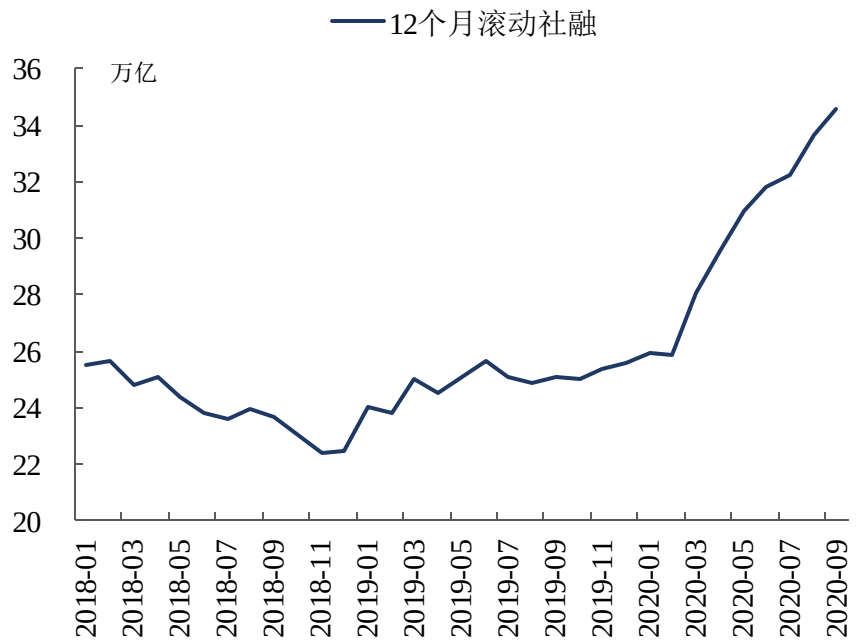
	2020年	2020年7月政治局会议	2019年	2018年	2017年	2016年
经济形势判断	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。	十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后的的第一个五年。当今世界正经历百年未有之大变局，不稳定性不确定性明显增强。	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。	经济运行稳中有变变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。	党的十八大以来，我国经济发展取得历史性成就、发生历史性变革，为其他领域改革发展提供了重要物质条件。经济实力再上新台阶，经济年均增长7.1%，成为世界经济增长的主要动力源和稳定器。对外开放深入发展，倡导和推动共建“一带一路”，积极引导经济全球化朝着正确方向发展。人民获得感、幸福感明显增强，脱贫攻坚战取得决定性进展，基本公共服务均等化程度不断提高。	我国经济运行仍存在不少突出矛盾和问题，产能过剩和需求结构升级矛盾突出，经济增长内生动力不足，金融风险有所积聚，部分地区困难增多等。
货币政策	保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准，合理适度，保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。深化金融供给侧结构性改革。	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，提高直接融资比重。稳定总需求。	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总阀门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。

资料来源：中国政府网http://www.gov.cn/xinwen 、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮放松主要靠表内信贷

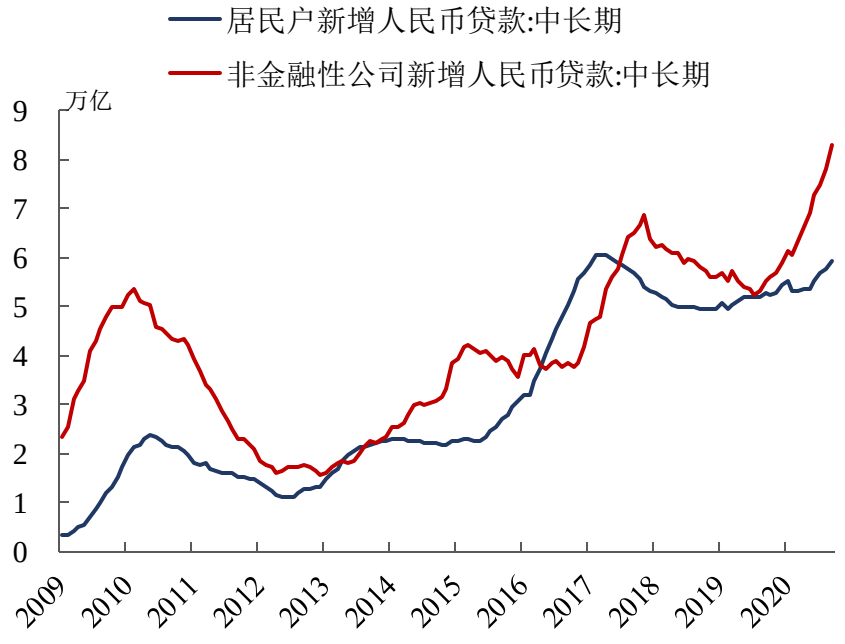
■本轮放松主要靠表内信贷—需要存款准备金。

图表：12个月滚动社融2020年末预计达35.8万亿



资料来源：wind，东兴证券研究所

图表：中长期贷款延续高增长

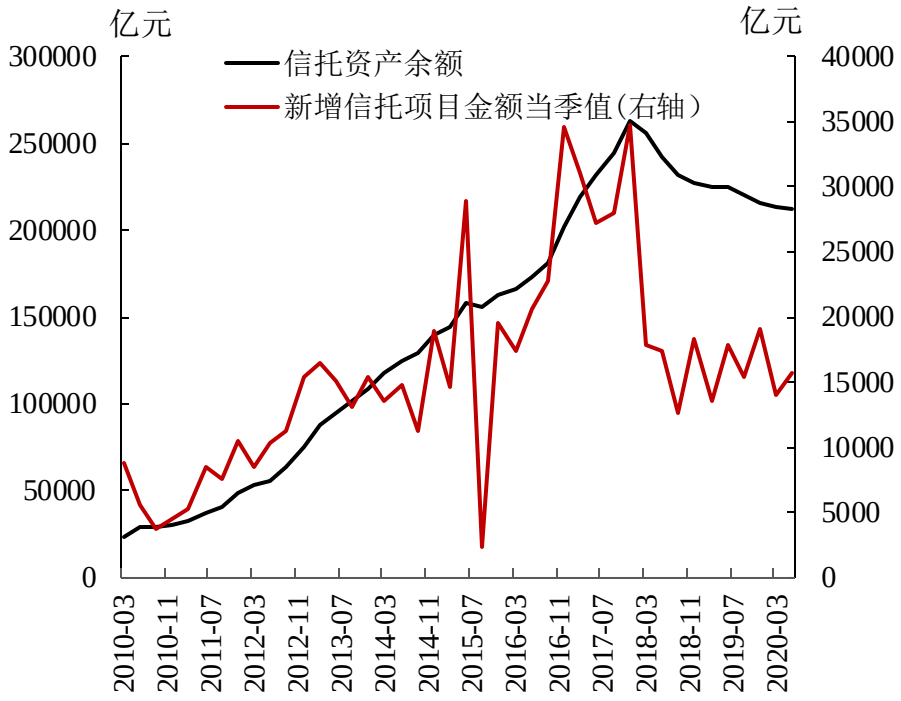


资料来源：wind，东兴证券研究所

不会“大紧”：2014年的放松主要靠表外

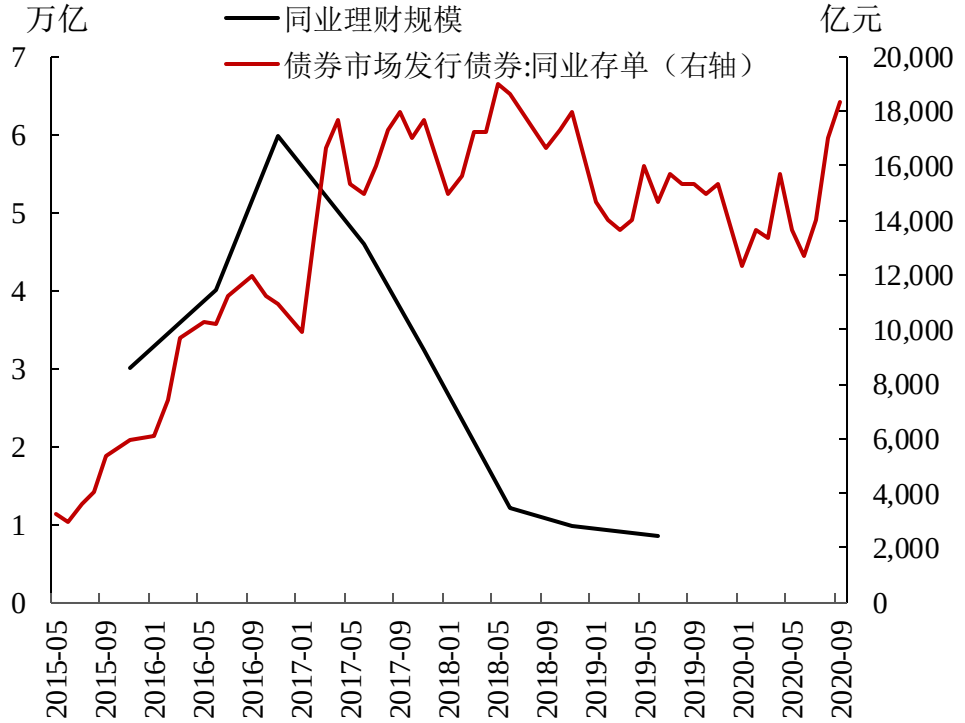
■2014年-2016年放松主要靠表外—不需要存款准备金。

图表：2014年开始信托资产规模高速扩张



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2015年开始同业存单发行量大增

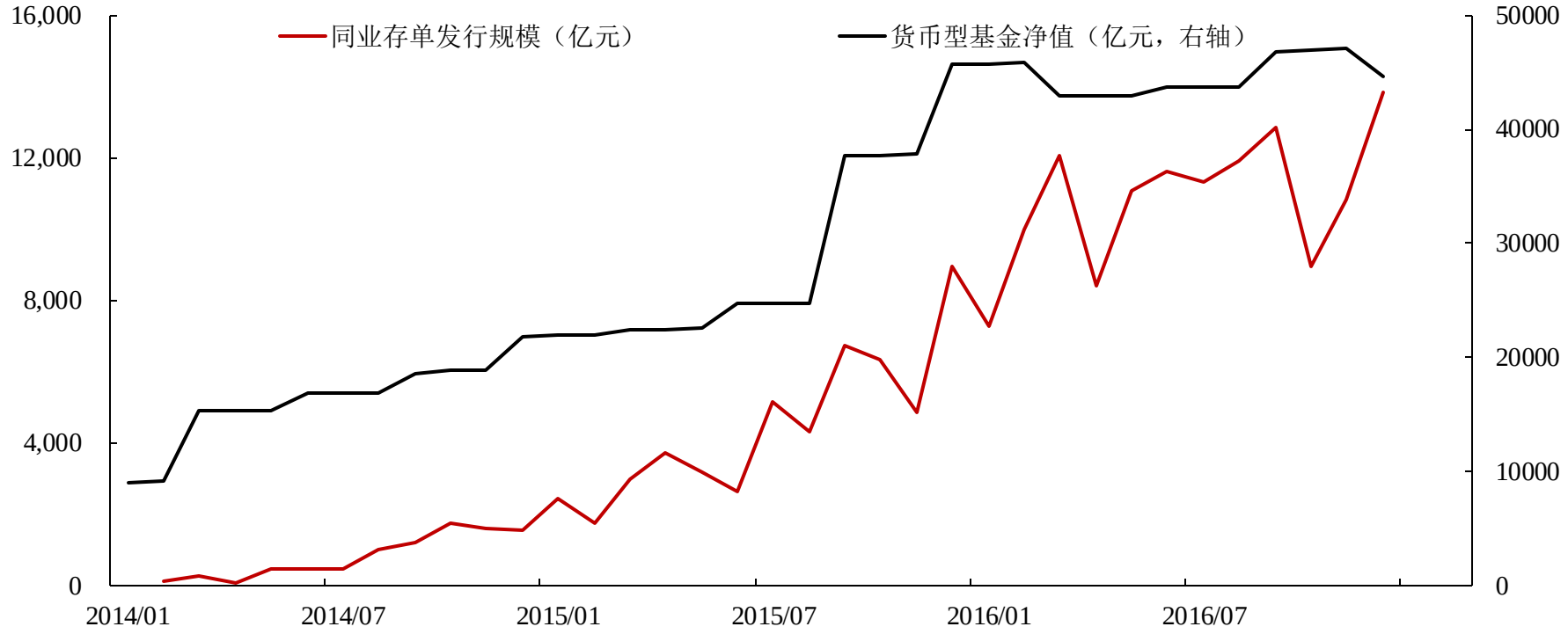


资料来源：Wind、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮并未有明显资金空转

■ 14-16年，“货币松”叠加“监管松”导致监管套利、同业乱象爆发，16年政策迅速收紧，市场开始经历漫长而痛苦的去杠杆过程。

图表：资金循环中货币型基金规模暴增



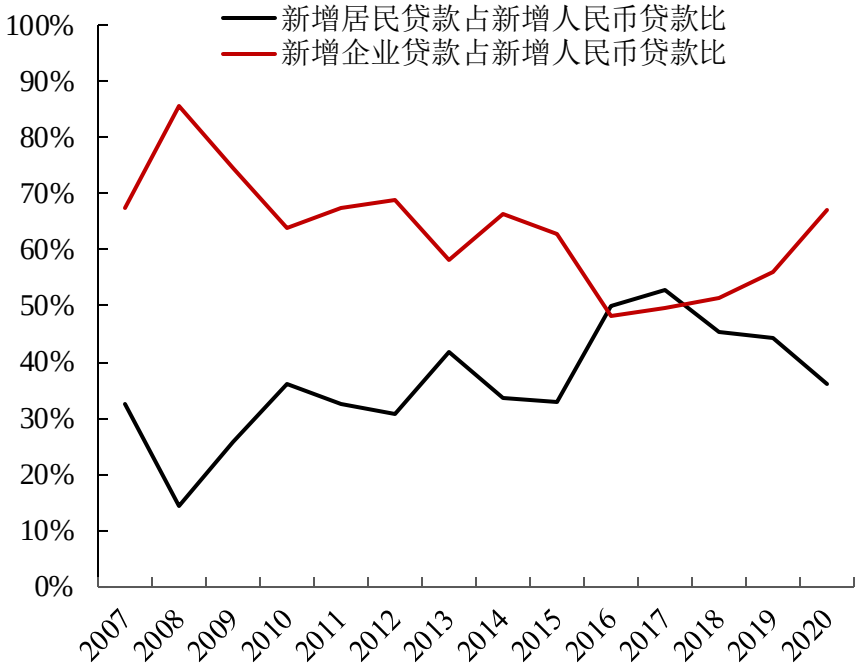
资料来源：Wind、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮加杠杆对象不同

■本轮信用周期与地产周期相背离。

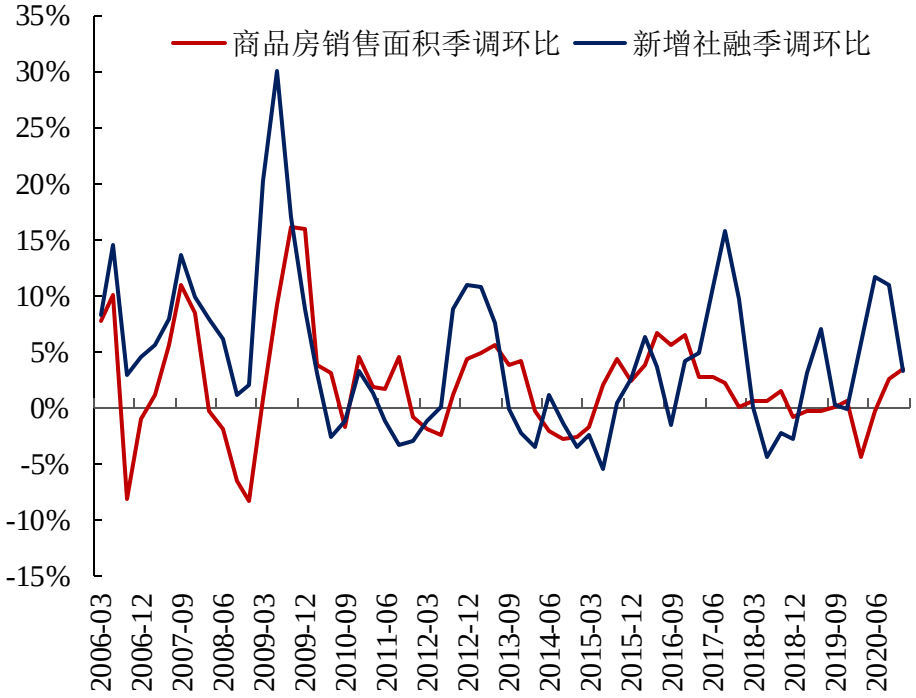
■这与2009年的加杠杆靠房地产截然不同。

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

图表：商品房销售与新增社融走势背离

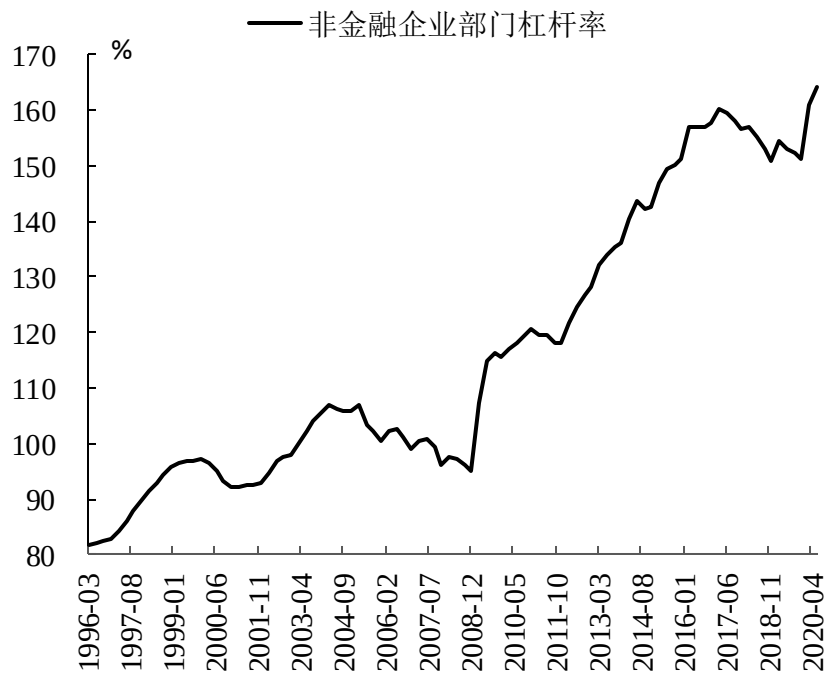


资料来源：wind，东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮未导致产能过剩问题

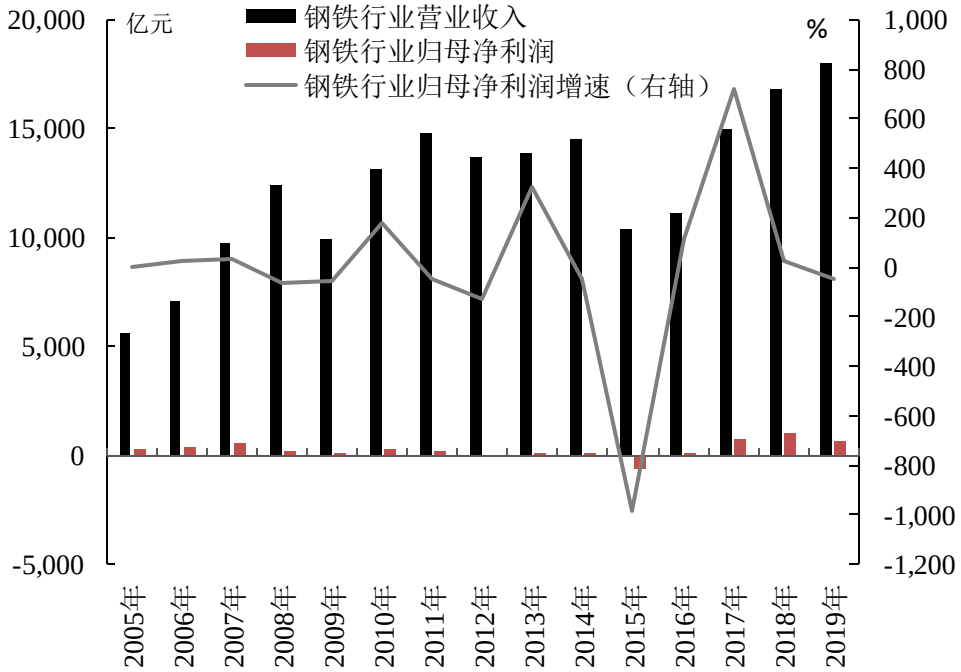
■08年的一系列强经济刺激政策导致杠杆率大幅提升、产能过剩等一系列问题，09年政策从“大放松”转向“大收紧”。

图表：“四万亿刺激后”杠杆率大幅上升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：08、09年钢铁行业出现产能过剩

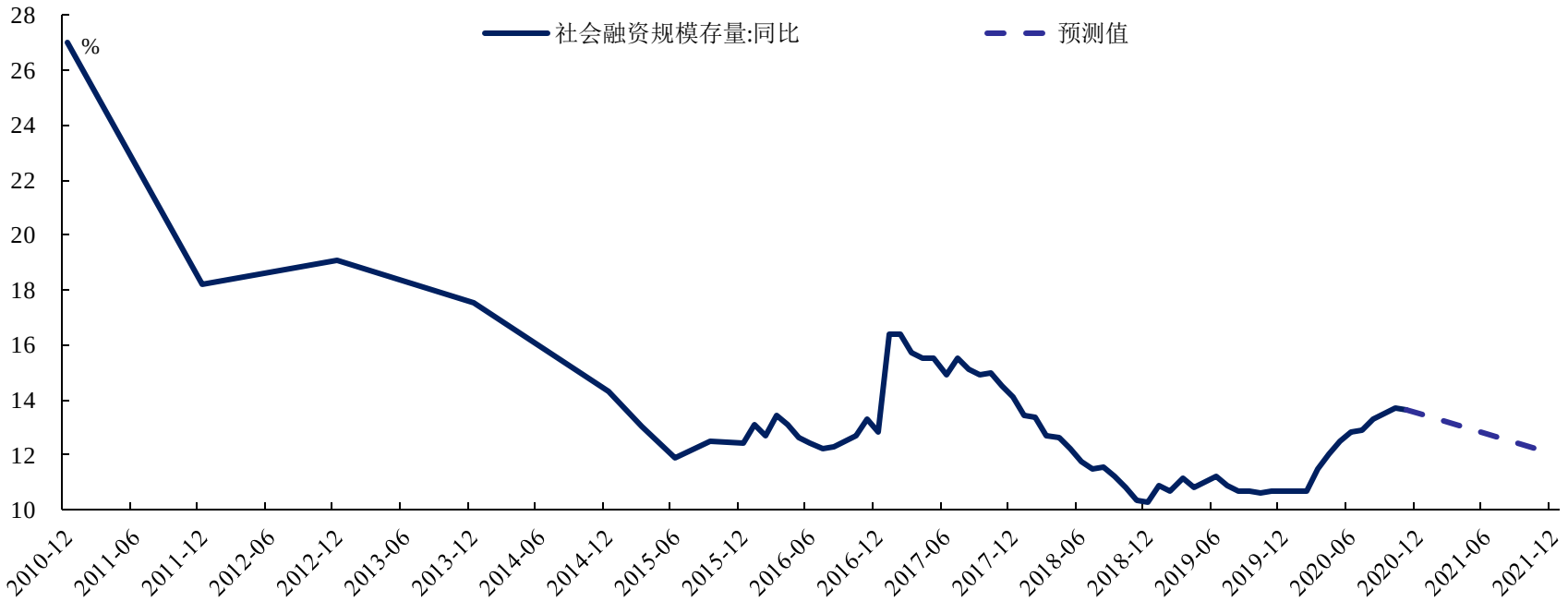


资料来源：Wind、东兴证券研究所

政策环境：信用环境将回归常态化

■2020年，社融投放可能达到34.1万亿，社融存量同比增速预计将达到13.5%。12月召开的中央经济工作会议为2021年宏观调控定调，会议提出政策不急转弯，预计货币政策退出和回归常态化的速度和幅度或低于预期，预计社融存量增速将回落至12.0%。

图表：2021年预计社融增速将为12%

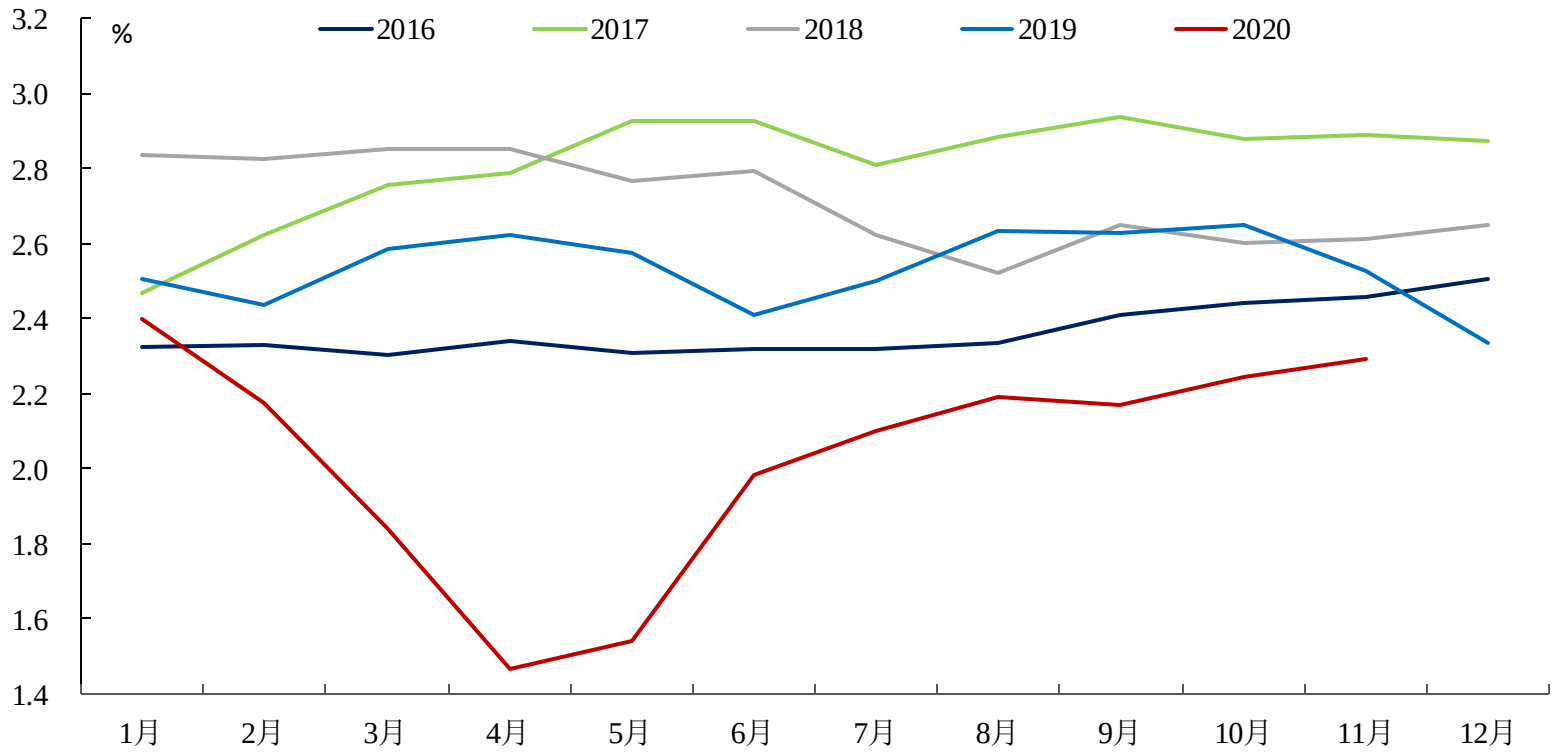


资料来源：Wind、东兴证券研究所

短端利率继续上行空间已经不大

■短端利率自5月以来持续回升，已接近2016年水平，但当前的宏观经济明显弱于2016年。

图表：DR007上半年大幅下行，但下半年已经持续回升



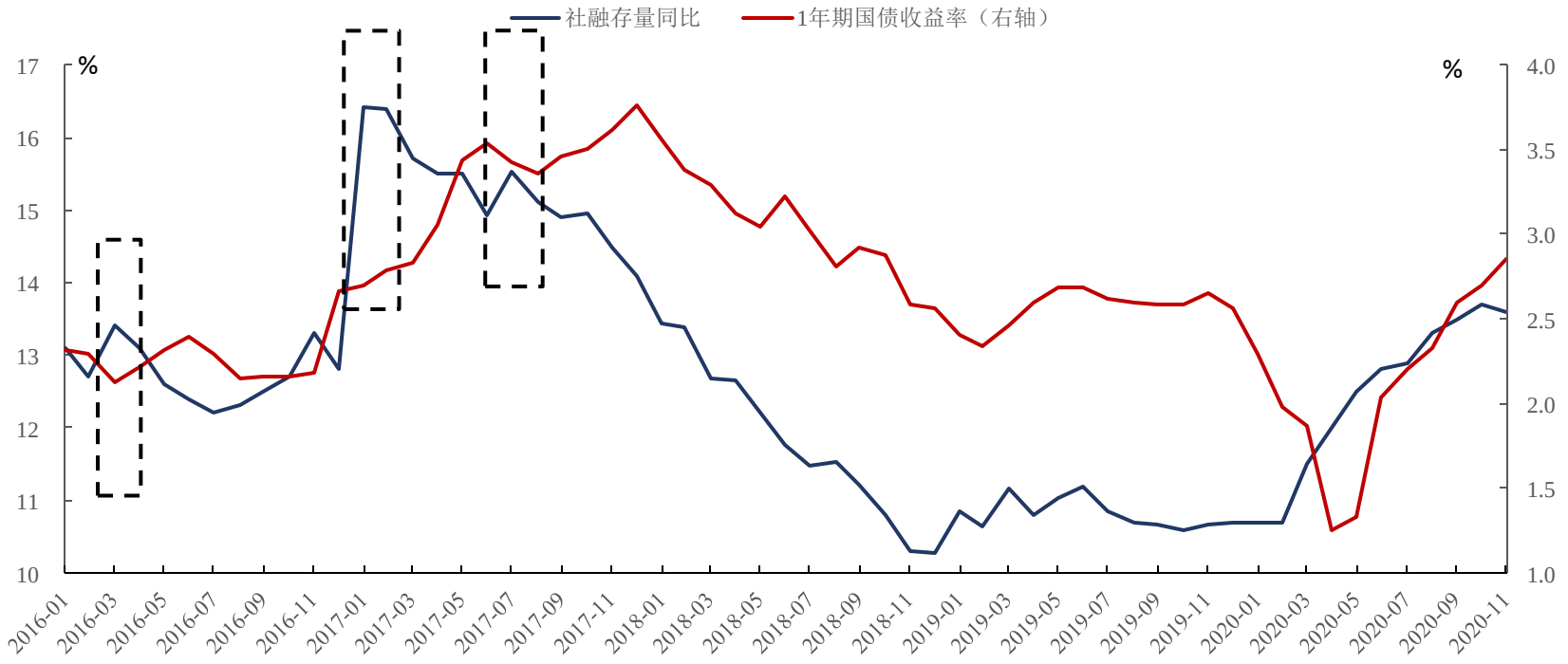
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：2020年数据截止11月

国债利率已经提前反应收紧预期

■历史上，一般国债收益率开始上行往往跟社融向下拐点同步，但此次社融仍处趋势性上行区间时国债收益率已经提前向上，提前反应政策收紧预期。

图表：1年期国债收益率已提前反应收紧预期



资料来源：wind，东兴证券研究所

小结：信用边际收紧已被充分预期

■信用边际收紧已被充分预期

1）信贷政策将回归常态，信贷环境不会“大紧”

2）短端利率上行空间有限

3）信贷边际收紧已经被市场充分吸收

目 录

一、经济环境：结构性走强

二、政策环境：不急转弯，信贷常态化回落

三、行业配置：逆疫情交易

关键词：盈利复苏、龙头占优

■2019-2020年：超额宏观流动性导致的金融资产估值扩张，盈利的贡献还未显现。

■企业盈利：全球的错位复苏带来盈利高增长；疫情严重受损行业在2021年有大幅改善的预期，国内外错位修复的背景下，“中国供给全球”及“海外渐次复工”会对相关产业链形成支撑。

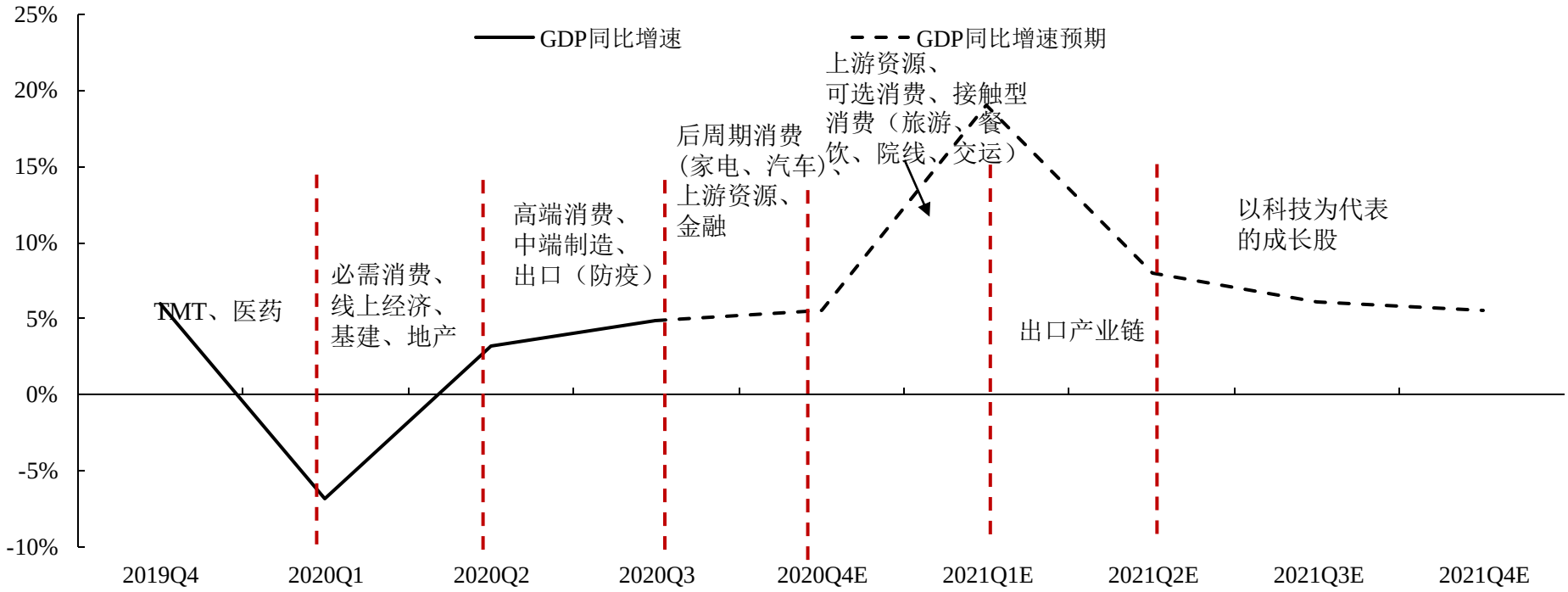
■流动性：信用从高速扩张转向常态化，但在存款搬家、外资流入的趋势下，股票市场流动性还维持相对充裕的水平。

■估值：龙头占优趋势不变，部分行业的龙头估值溢价还未充分显现；估值极端分化的情况并不支持全面下跌。

疫情冲击后的行业修复顺序

- 2020年以来疫情冲击之后的复苏顺序：2020Q1，TMT、医药；2020Q2，必需消费、线上经济、基建、地产；2020Q3，高端消费、中端制造、出口（防疫）；2020Q4，后周期消费(家电、汽车)、上游资源、金融；2021Q1，上游资源、可选消费、接触型消费（旅游、餐饮、院线、交运）；2021Q2，出口产业链。

图表：疫情冲击后景气度占优行业



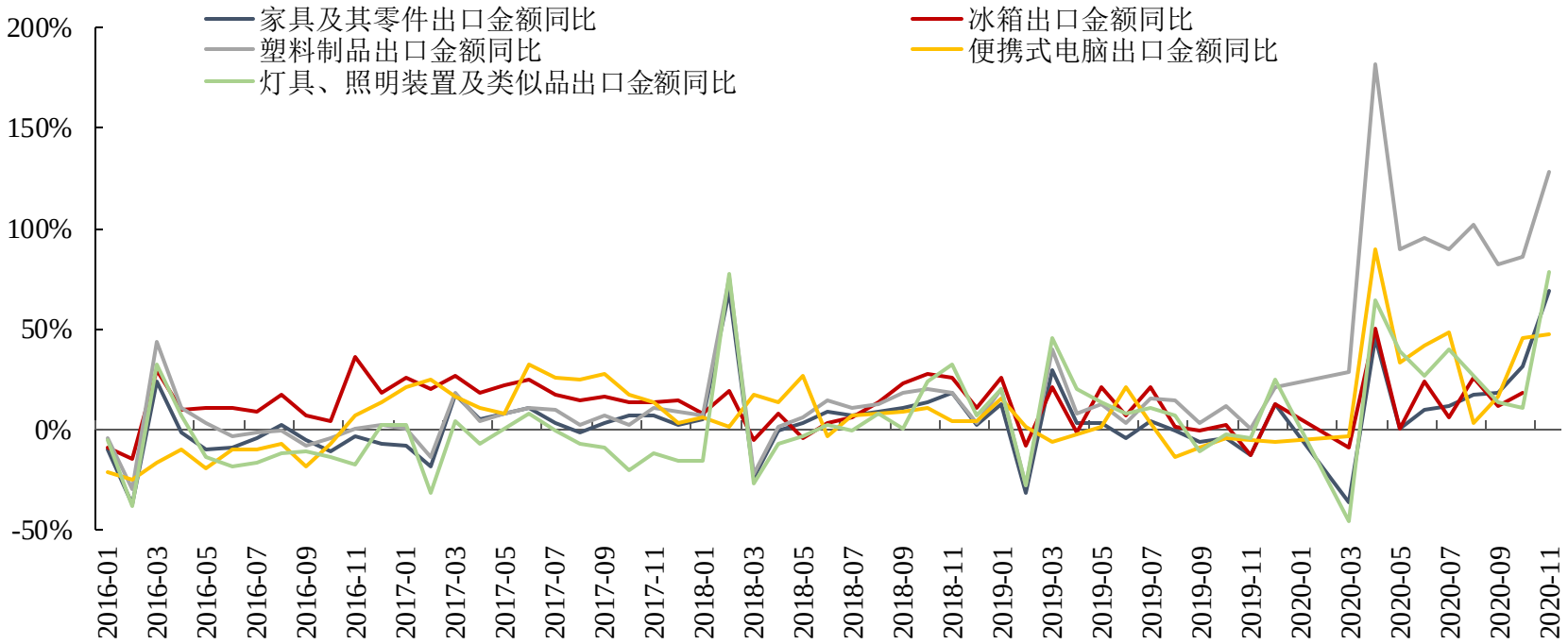
资料来源：Wind、东兴证券研究所

其中：2020Q4及2021年增速来自东兴策略组预测

行业主线（一）押注海外：中国供给全球

■疫情冲击下，中国供给全球，我国出口替代效应显著，主要集中在“宅经济”，产品包括家具、家电、电子产品等。除美国等个别国家外，全球疫苗接种周期较长，海外疫情仍难以在短期内得到控制，我国出口替代效应仍将存在，中国供给全球趋势仍将持续。

图表：疫情冲击下我国家具、冰箱、灯具等“宅经济”产品出口高增

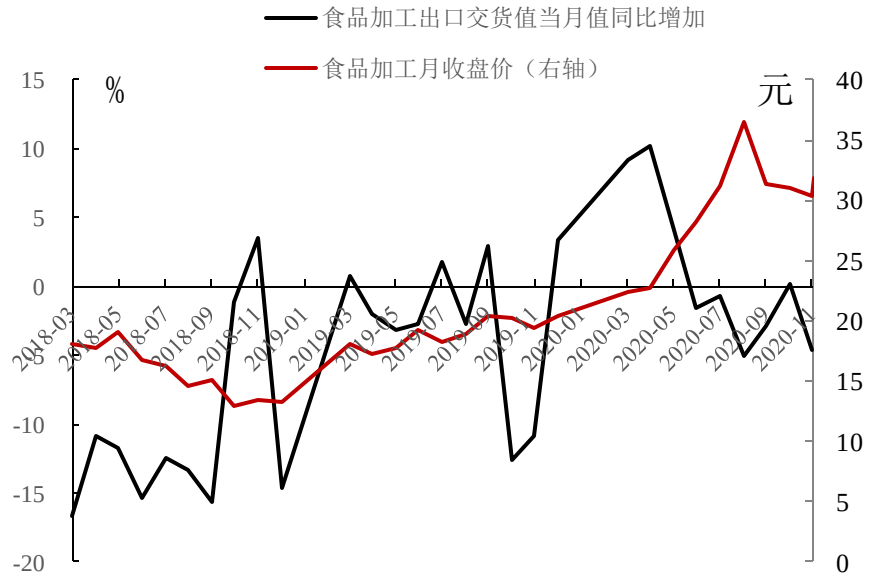


资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（一）押注海外：中国供给全球

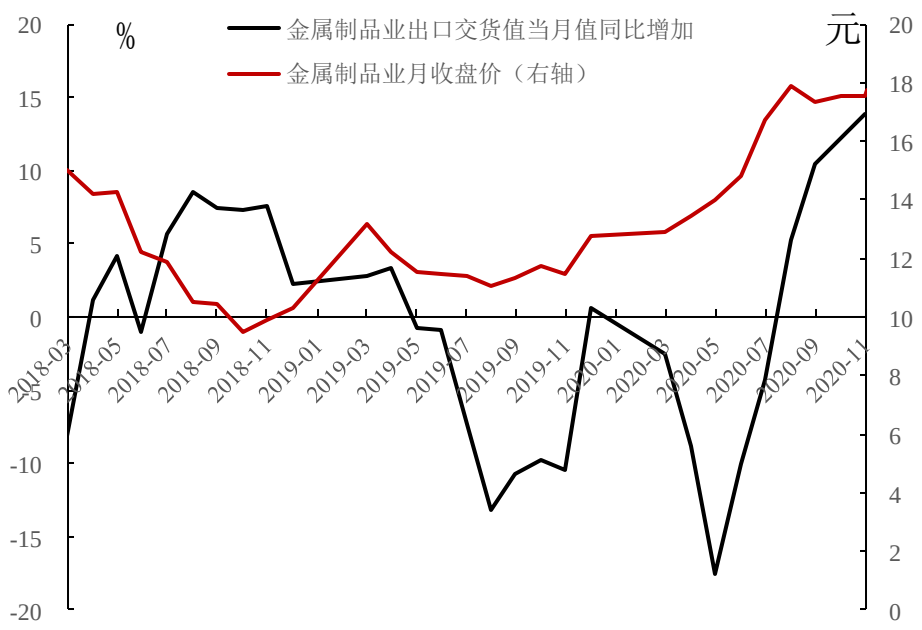
■疫情冲击下，食品加工业、金属制品业出口显著提升，股票市场也有所反应。2021年疫情持续影响下，仍将利于食品加工业、金属制品业出口。

图表：疫情冲击下，食品加工业出口大增



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：疫情冲击下，金属制品业出口大增



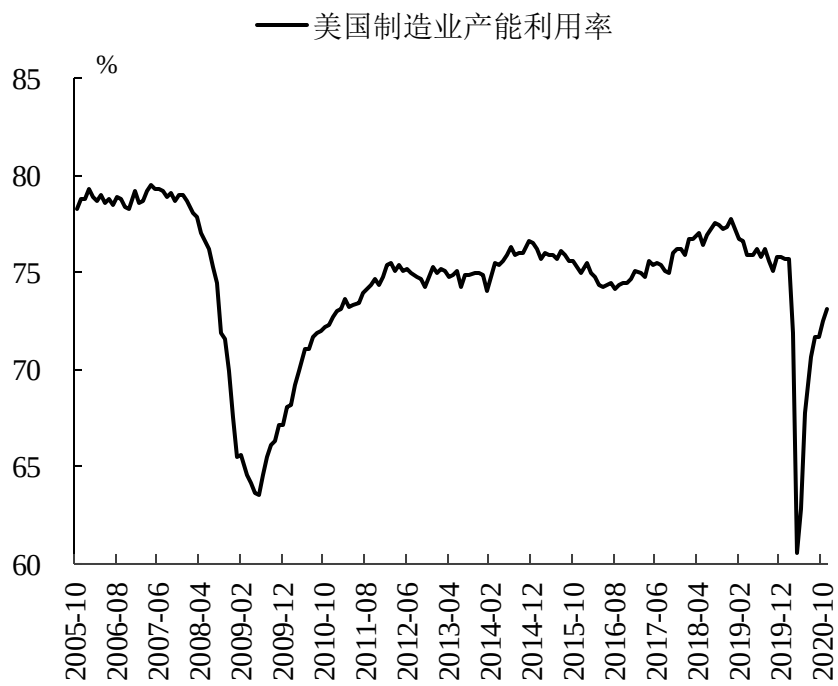
资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（一）押注海外：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。

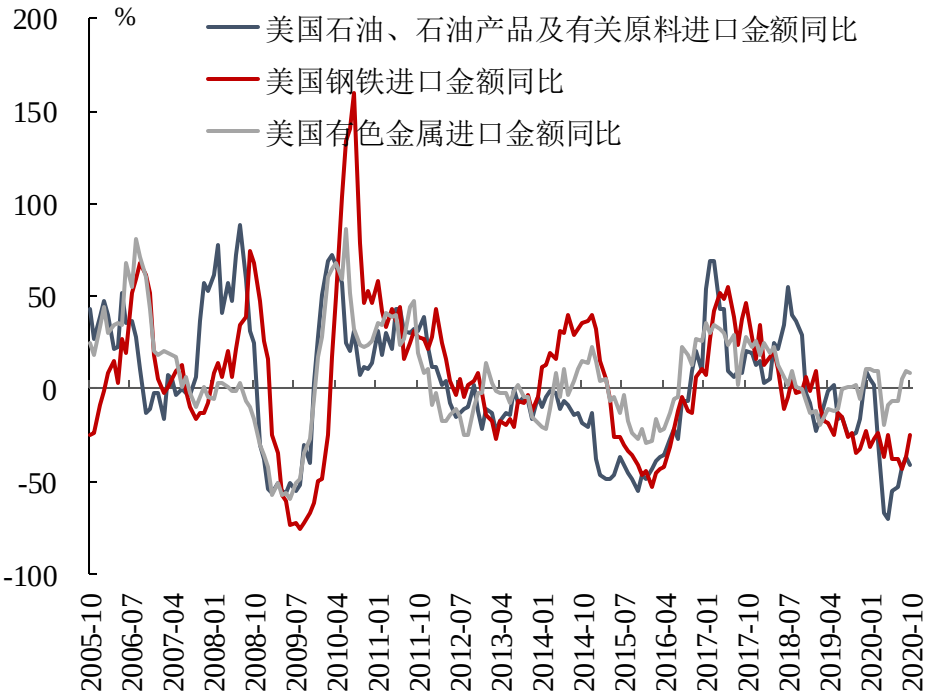
■当前，美国工厂开工仍未回到疫情前水平，明年逐步复工趋势预计仍将延续，对上游资源品仍具备较强需求支撑。

图表：4月以来，美国开始复工复产



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国复工后资源品进口需求大增

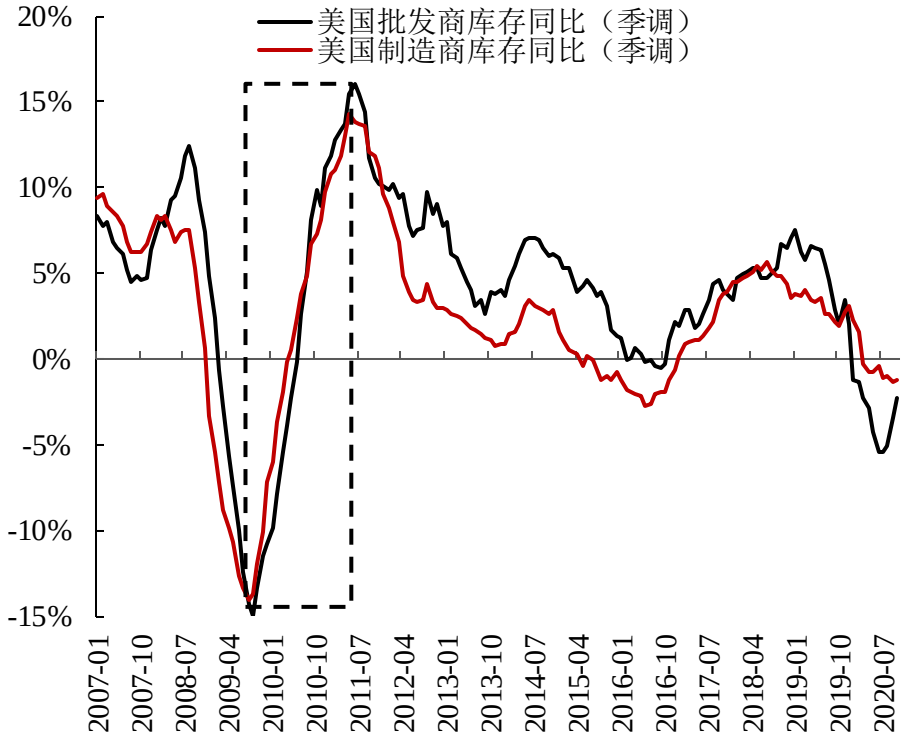


资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（一）押注海外：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

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

行业主线（一）押注海外：美国房地产产业链

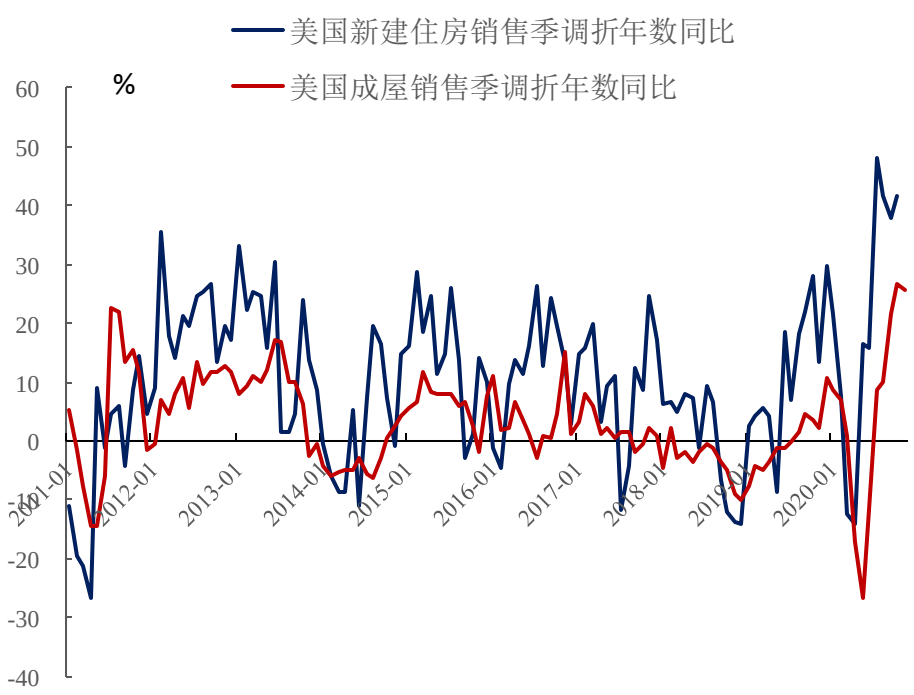
■2020年3月以来，美国30年期房贷利率显著下行，由3月中旬的3.65%下行至12月中旬的2.66%，美国房屋销售随之从5月开始持续高增长，利好家电、家具等地产后周期产品出口。

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

图表：美国新建住房、成屋销售在疫情以来维持高增

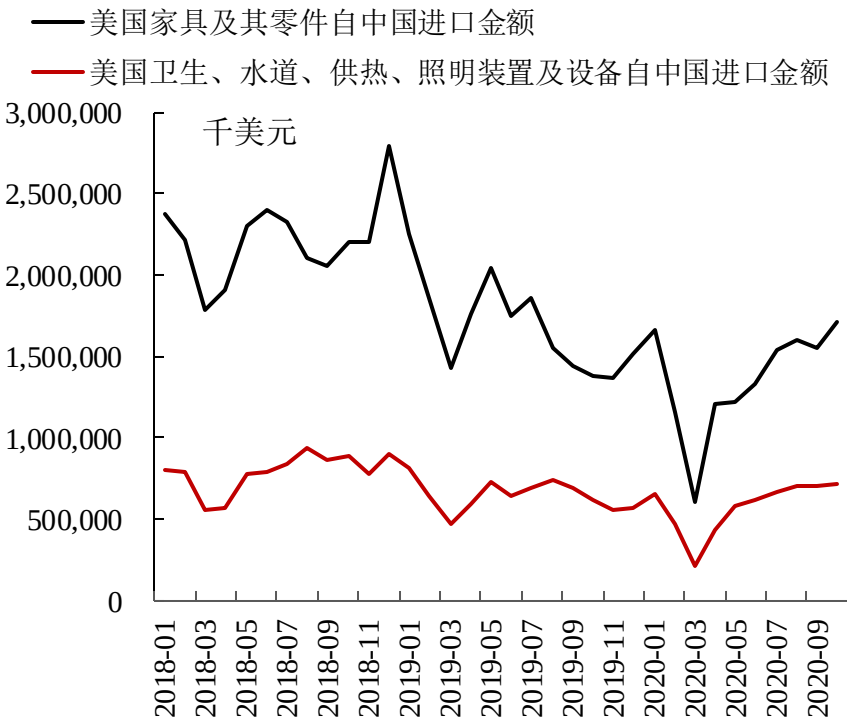


资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（一）押注海外：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

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

行业主线（一）押注海外：美国房地产产业链

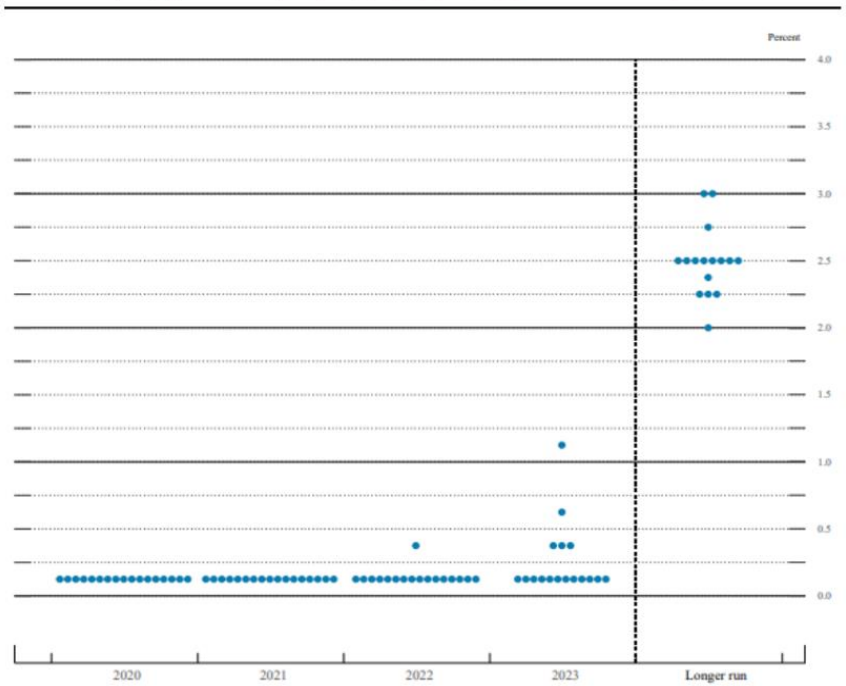
■12月美联储议息会议上，联邦基金利率的目标水平保持在0-0.25%不变，美联储主席鲍威尔表示通胀上升还需要一定时间，在美国通胀重返正轨之前，不会提前加息。最新点阵图也显示，0利率预计将维持至2023年。货币政策预计将持续维持宽松，美国房地产市场或将持续受益。

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

图表：美联储点阵图显示0利率将持续到2023年

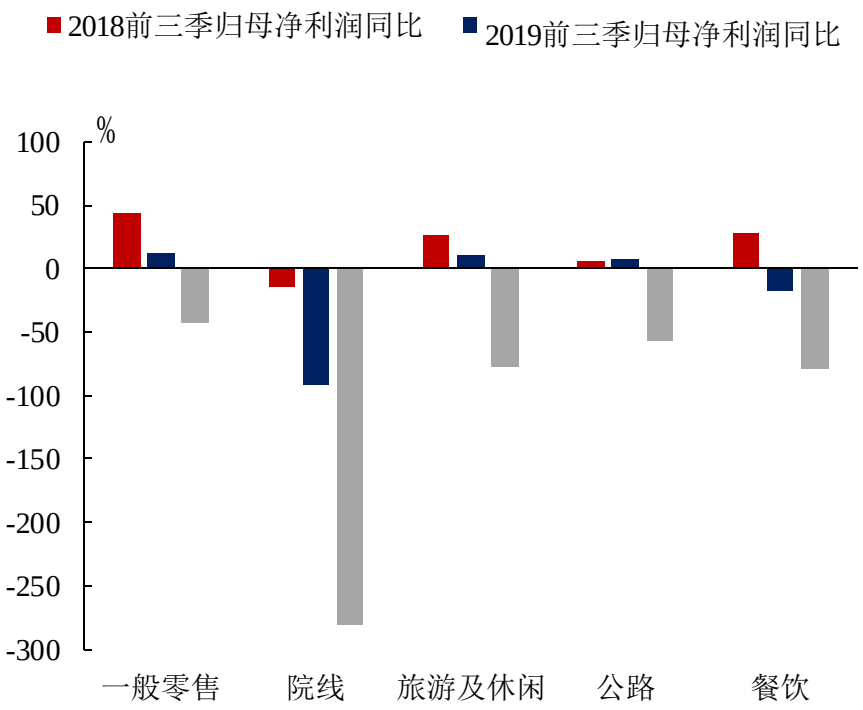


资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（二）线下消费：2020年冲击最大

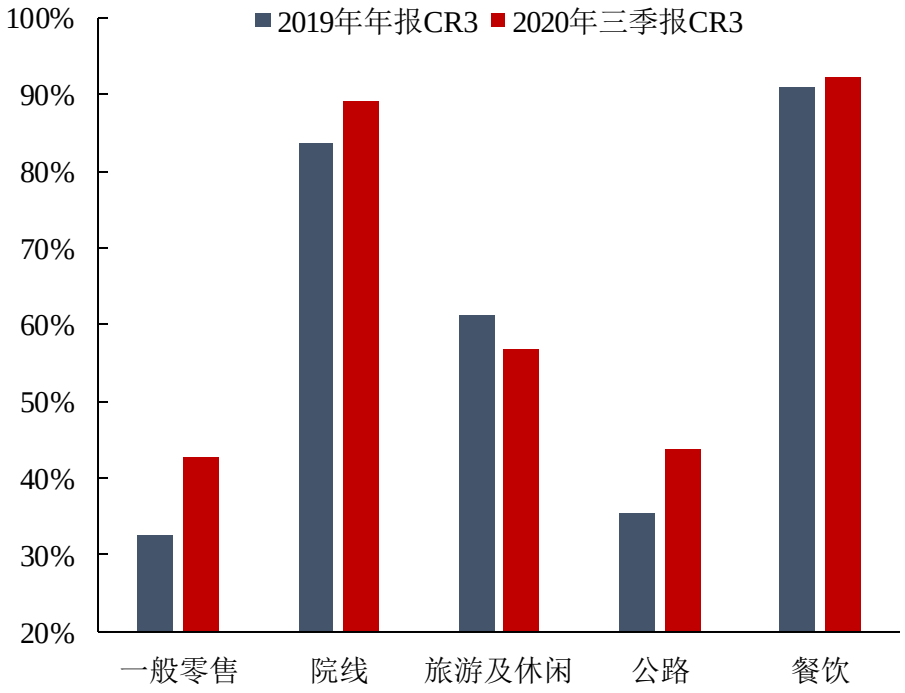
■部分低端及可选消费在疫情中受冲击严重，盈利大幅受损，但同时疫情冲击也带来了这些行业集中度的显著提升。

图表：部分低端及可选消费盈利受疫情冲击严重



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：疫情冲击下低端及可选消费行业集中度显著提升

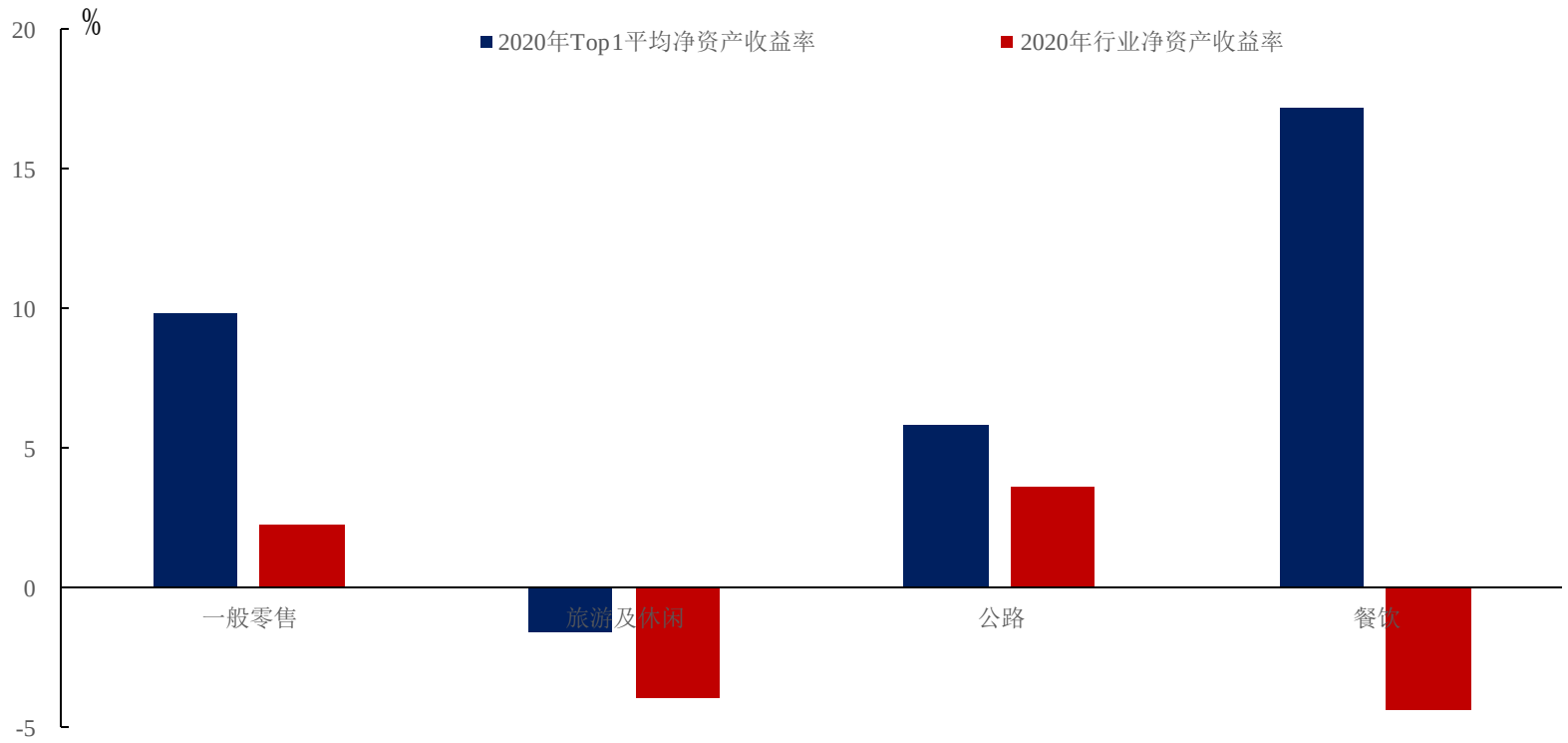


资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（二）线下消费：龙头盈利超行业平均

■部分低端及可选消费行业中，行业龙头的净资产收益率显著高于行业平均水平，表现出更强的盈利能力。

图表：行业龙头净资产收益率显著高于行业平均水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（二）线下消费：市场未给龙头充分溢价

■疫情后，龙头获得了更高的市场占有率同时拥有更强的盈利能力，但从当前估值和股价涨幅来看，市场尚未给予龙头充分的溢价。

图表：龙头公司的股价涨幅和估值并未显著高于行业平均水平

股票代码	公司简称	所属行业	区间涨跌幅（%）	市盈率	所属行业涨跌幅	所属行业市盈率
601933.SH	永辉超市	一般零售	-4.54	32.90	6.80	28.22
600827.SH	百联股份	一般零售	69.58	39.91		
600729.SH	重庆百货	一般零售	-3.31	11.03		
002739.SZ	万达电影	院线	-5.84	-5.03	-9.83	-9.12
600977.SH	中国电影	院线	-16.40	-62.43		
603103.SH	横店影视	院线	-5.19	-35.09		
600138.SH	中青旅	旅游及休闲	-18.41	-70.90	-28.22	-2.45
000524.SZ	岭南控股	旅游及休闲	8.66	-41.70		
002707.SZ	众信旅游	旅游及休闲	-7.85	-14.53		
000900.SZ	现代投资	公路	-0.02	10.65	-7.49	18.09
600350.SH	山东高速	公路	32.93	13.13		
600377.SH	宁沪高速	公路	-14.31	18.24		
603043.SH	广州酒家	餐饮	31.42	38.15	22.29	35.73
605108.SH	同庆楼	餐饮	4.12	29.70		
002186.SZ	全聚德	餐饮	-0.81	-14.93		

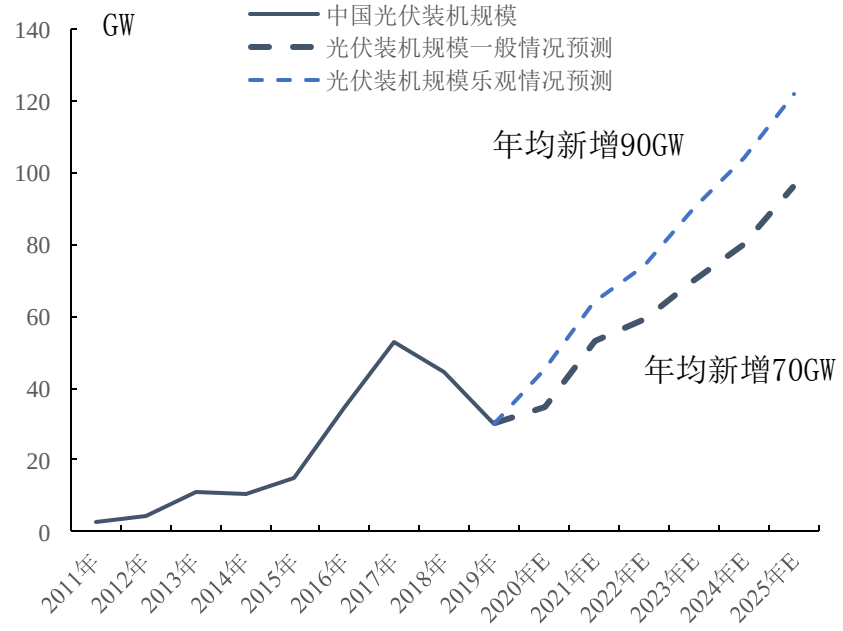
资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业主线（三）成长：光伏

■政策催化：中央经济工作会议再次强调“碳中和”，提出“我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和”，能源结构或将面临调整，利好光伏行业。

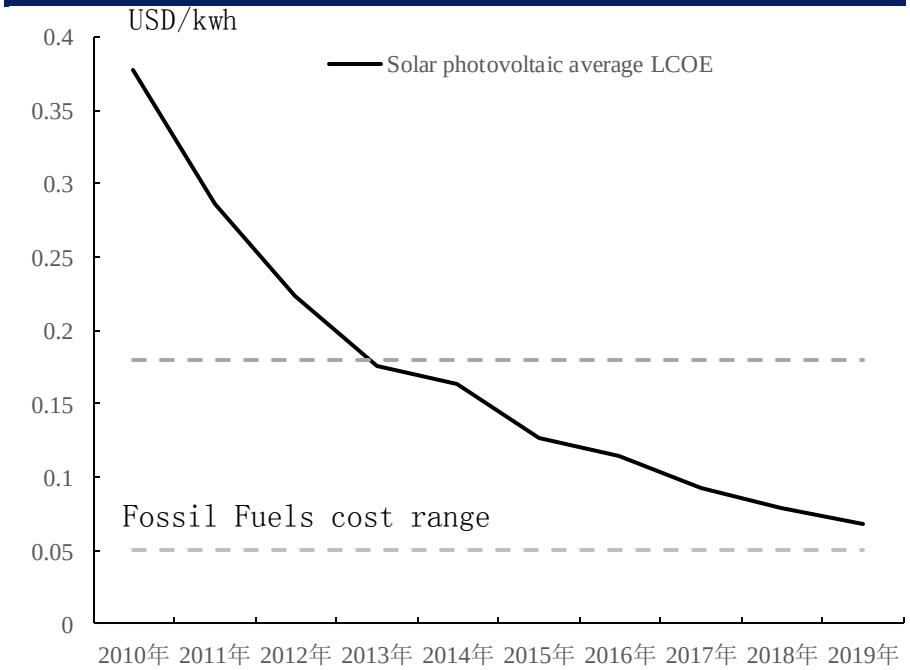
■需求增长确定：光伏发电成本很快会大范围低于火电，根据中国光伏行业协会测算，截止到2019年，我国已实现工商业分布式光伏发电用电侧平价，预计未来1-2年内也可实现居民用电侧平价；中期看行业景气度，根据中国光伏行业协会预测，2021-2025年年均新增光伏装机量将达到70-90GW，预计有20%-25%左右的增速。

图表：光伏行业仍处高速发展区间



资料来源：中国光伏行业协会、东兴证券研究所

图表：光伏发电成本已接近化石燃料发电成本

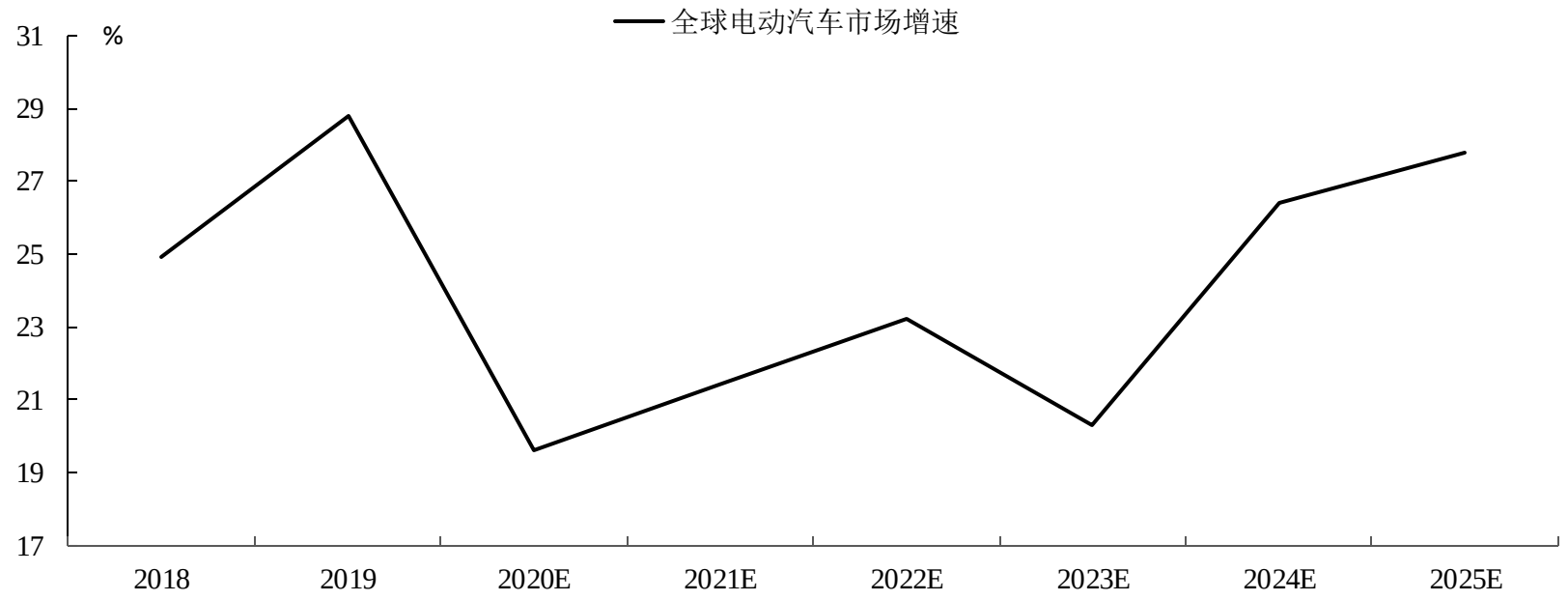


资料来源：国际可再生能源署、东兴证券研究所

行业主线（三）成长：新能源汽车

■新能源汽车行业当前仍处于高速发展阶段，核心技术日趋成熟，逐渐在关键性能方面向燃油车看齐，在能源替换和环保监管的双重驱动下，新能源汽车仍将是汽车行业的重要发展方向，具有广阔成长空间。渗透率提升，预计未来三年年化增速20%-25%。

图表：新能源汽车行业仍处高速发展阶段

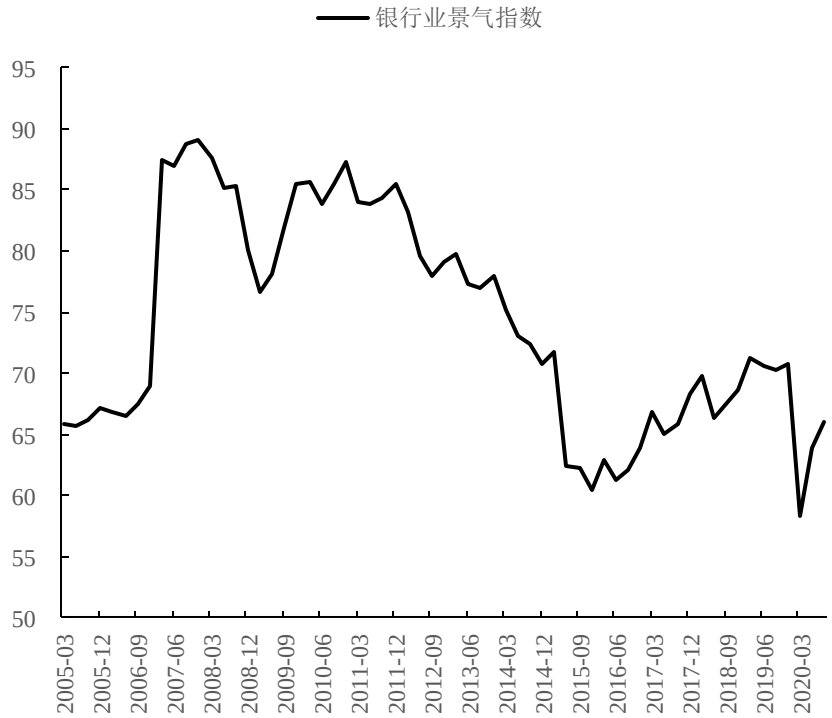


资料来源：Bis research、东兴证券研究所

行业主线（四）金融：经济复苏拉动银行

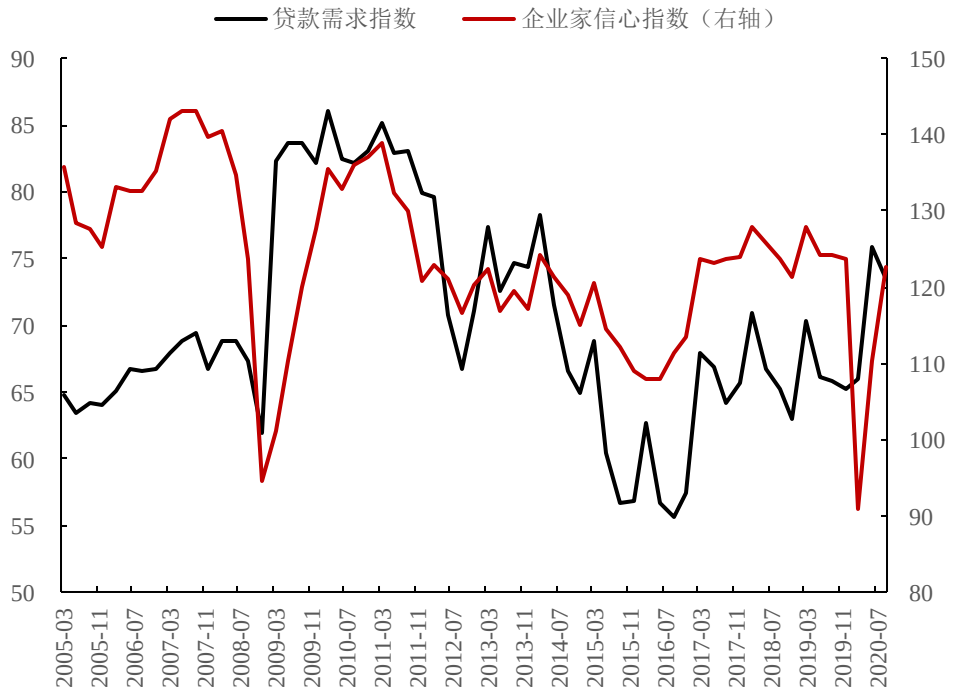
■当前经济仍处上行周期，存在盈利改善预期，明年不良率有望降低，利好银行板块。

图表：银行业景气度持续回升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图表：经济复苏带动企业信心恢复，使贷款需求保持旺盛

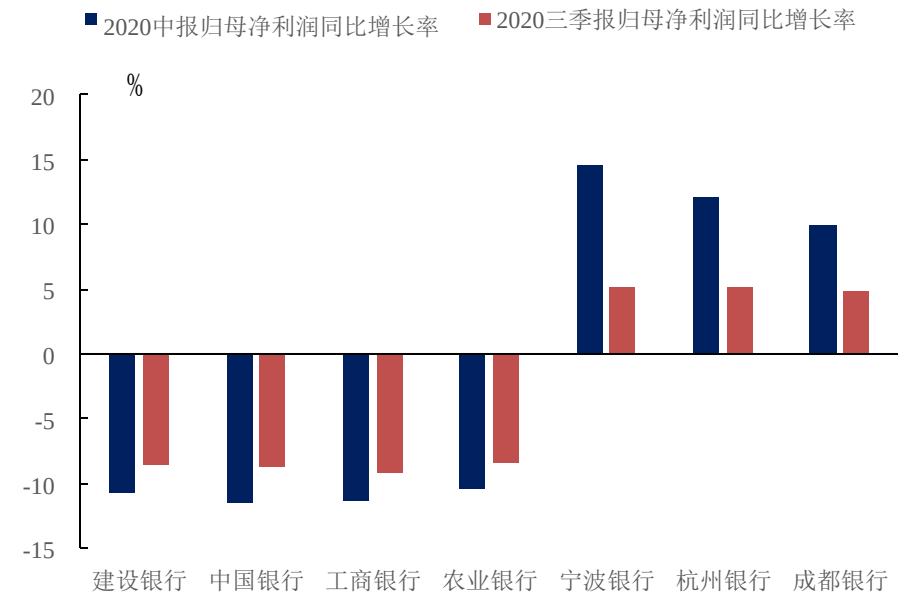


资料来源：wind、东兴证券研究所

行业主线（四）金融：经济复苏拉动银行

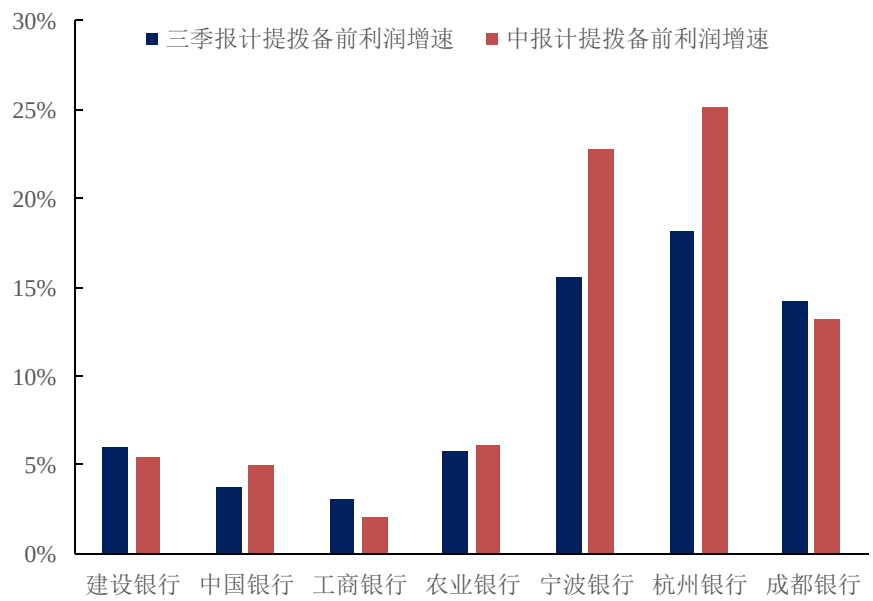
■三季报来看，银行间业绩分化依然显著，城商行三季度业绩不佳主要系按照监管要求大幅增提拨备。建设银行、中国银行、工商银行、农业银行等大型股份制银行2020三季报归母净利润同比增长率均处于负区间，分别为-8.66%/-8.69%/-9.15%/-8.49%，宁波银行、杭州银行、成都银行等城商行的归母净利润同比增速分别为5.22%、5.11%、4.81%。城商行三季度业绩不佳主要系按照监管要求大幅增提拨备，更能反映经营实质的利润增速仍维持较高。

图表：银行业内部业绩大幅分化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图表：城商行拨备前利润增速仍较高



资料来源：wind，东兴证券研究所

行业主线（四）金融：经济复苏拉动银行

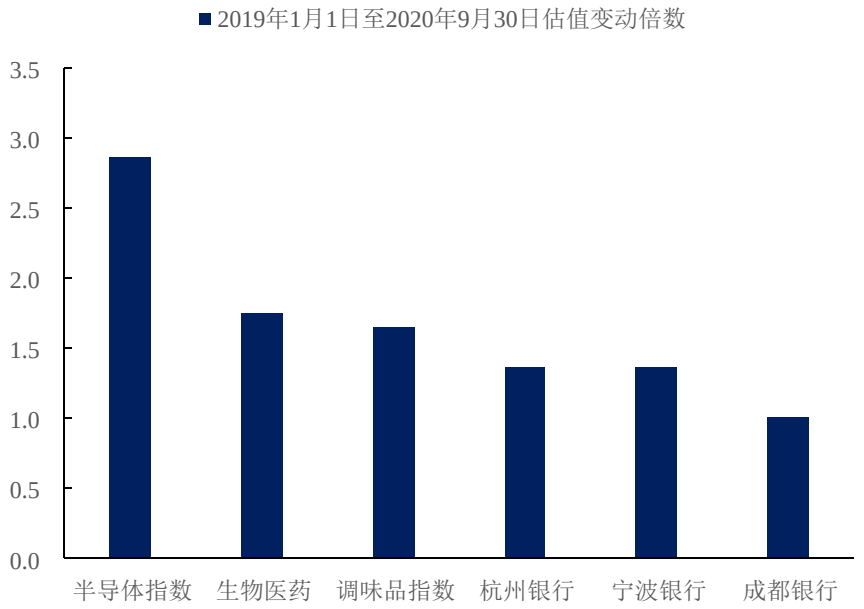
■城商行近年来始终维持较高成长速度，疫情前宁波银行、杭州银行、成都银行等城商行平均单季增速可达到约20%，但相比于成长板块，城商行估值增长却没有完全反映出其成长的确定性。

图表：城商行近年始终维持较高增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图表：城商行估值增长幅度小于成长板块



资料来源：wind，东兴证券研究所

小结：布局后疫情时代

■ 2021年大类行业内部分化加大，沿着如下主线布局：

1）押注海外复苏：除美国等个别国家外，全球疫苗接种周期较长，海外疫情仍难以在短期内得到控制，中国供给全球趋势仍将延续；美国复工将带来资源品需求的提升，美房地产市场销售的旺盛预计也将拉动地产产业链产品进口，可关注食品加工、金属制品、家电、家具、铜、螺纹钢、石油等。

2）受冲击最大行业的“否极泰来”：2020年低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计2021年将随疫情稳定而逐渐恢复，重点包括零售、国内旅游、公路、院线、餐饮等，这些行业的龙头企业在本次疫情中市占率显著提升，具备更强的盈利能力，但并未得到市场的超额溢价，可以重点布局以上行业的龙头企业。

3）长期布局科技：科技股中锁定长期景气度向上的新能源汽车、光伏。

金融作为底仓配置，银行受益于经济上行周期，不良率预计将下降，部分成农商行的成长性会持续得到验证。

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。

东兴证券 DONGXING SECURITIES

谢谢大家 欢迎交流