分析师：沈彦东
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

分析师：严诗静
执业证书：S0380520120001
联系电话：0755-82830333（197）
邮箱：yansj@wanhesec.com

分析师：黎云云
执业证书：S0380520120003
联系电话：0755-82830333（125）
邮箱：liyy@wanhesec.com

研究助理：朱琳
联系电话：0755-82830333（118）
邮箱：zhulin@wanhesec.com

研究助理：潘子栋
联系电话：0755-82830333（110）
邮箱：panzd@wanhesec.com

研究助理：刘紫祥
联系电话：0755-82830333（175）
邮箱：liuzx@wanhesec.com

研究助理：伍可心
联系电话：0755-82830333（119）
邮箱：wukx@wanhesec.com

研究助理：张桥
联系电话：0755-82830333（137）
邮箱：zhangqiao@wanhesec.com

新起点，待风来

——A 股 2021 年年度投资策略

主要观点：

我们对 2021 年整体行情判断偏谨慎。整体来看 2021 年的内外环境均好于 2020 年，但 2020 年受超宽松流动性影响，A 股估值持续上行，当前估值已处于偏高水平，考虑到估值与盈利的匹配性，以及流动性回归中性后对市场情绪的影响，我们对 2021 年 A 股行情整体判断偏向谨慎，收益情况将弱于 2020 年。

宏观环境层面：2021 年宏观经济将延续复苏趋势。2021 年我国经济延续复苏趋势不变，消费、投资、进出口均有望保持回升。同时作为“十四五”规划的开局之年，各领域配套政策将会相继出台，在构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局中，消费、投资、制造、进出口、工业等各领域将协同发展，推进产业转型升级，深化资本市场改革，实现发展质量、结构、规模、速度、效益的相互协同提升。我们认为 2021 年是形成我国经济新发展格局的关键年，在产业基础高级化、产业链现代化的过程中，各类政策将为经济的持续发展提供保障。

海外环境层面：2021 年海外风险整体趋缓，全球经济反弹可期。2021 年随着民主党候选人拜登当选，中美关系或将迎来边际缓和，相比特朗普美国新任总统拜登政策可预期性更强，在国际秩序及多边框架下的贸易谈判与对话协商或将是 2021 年中美关系的主基调，但也不可盲目判断中美关系的全面缓和，在当前背景下中美的长期战略对抗已经成为两国关系间的基本共识，我国在发展历程中也必然会对美国的地位形成挑战，但这更需要双方通过对话来解决，而非直接的冲突对抗。此外新冠肺炎的蔓延对全球经济复苏抑制明显，随着疫苗的推广新冠肺炎有望在 2021 年逐步消退，疫情阴霾退却有助全球经济反弹，也更有利于我国经济持续复苏。我们认为 2021 年海外整体环境将更有利于我国经济发展。

流动性层面：宏观流动性回归中性，权益类市场对资金吸引更大。整体来看 2021 年宏观流动性回归中性在市场中已经形成较为统一的共识，在货币政策回归正常后，无风险利率上行，疫情期间的“特殊货币政策”将退出，偏紧的宏观流动性将成为 2021 年主旋律。微观来看近年公募基金发行持续增加，同时投资权益类市场的比例也逐年上升，叠加资管新规下的银行理财产品转型，将为权益类市场带来较为可观的资金；海外市场超宽松的流动性投放，将使海外市场进入低利率或负利率时代，而基本面恢复态势较好的国内市场将对外资更具有吸引力。整体来看权益类市场流动性在公募及外资的助推下将保持净流入状态。

企业盈利层面：2021 是 A 股 ROE 的回升期。2020 年 Q1 A 股 ROE 探底，随着经济的持续好转，企业盈利改善，带动 A 股 ROE 的逐步回暖。展望 2021 年，受益于基本面的持续恢复，企业经营环境持续改善，净利率有望继续提高；资产负债率下降，在央行货币政策回归正常化后，企业杠杆率将有所下降，同时央行也明确了 2021 年稳杠杆的预期，信贷环境整体偏紧，导致企业加杠杆空间有限，随着利率上行，预计企业加杠杆意愿下降；资产周转率受益于企业经营活动的恢复预计在 2021 年将恢复至疫情前的水平。总体来看 2021 年在净利率的推动下，ROE 有望持续改善。行业方面受益于基本面的持续复

苏，盈利复苏预期增强。

2021 投资策略：我们对 2021 年整体行情判断偏谨慎。从宏观环境、海外环境、流动性、盈利四方面来看，2021 年作为“十四五”开局之年，伴随着产业规划及政策出台，叠加我国经济的持续复苏趋势，整体宏观环境偏积极；随着拜登当选，中美关系有望迎来阶段性缓和，但长期战略竞争格局不会改变，海外风险边际下降；央行已明确表态货币政策回归正常化，在此背景下宏观流动性回归中性成为市场共识，而股市受基金发行及外资持续流入影响，仍可带来可观的净流入资金；随着疫情消退及经济持续复苏，企业经营压力边际减小，盈利改善预期增强，ROE 处于上行修复期。**整体来看 2021 年的内外环境均好于 2020 年，但 2020 年受超宽松流动性影响，A 股估值持续上行，当前估值已处于偏高水平，考虑到估值与盈利的匹配性，以及流动性回归中性后对市场情绪的影响，我们对 2021 年 A 股行情整体判断偏向谨慎，收益情况将弱于 2020 年。市场节奏：紧扣基本面恢复及盈利改善节奏，2021 年主要投资机会将出现在一、四季度；二、三季度流动性将成为市场主要矛盾点，四季度主要观察央行对流动性判断及海外复苏后对我国制造业需求端的影响。**

我们对 2021 年行业配置思路主要概括为“宏观托底，政策推动，兼顾盈利与估值”。结合我们对 2021 年市场整体行情的判断，2021 年主线有三：一是由宏观基本面持续改善推动的低估值顺周期行业盈利改善预期增强，包括上游原材料有色金属、采掘、钢铁等；二是受下游需求端改善及行业景气提升的中游制造业及可选消费，包括机械设备、电气机械、汽车、家电等；三是受政策推动及盈利改善预期增强的券商、电子、计算机、通信等。

主题投资：紧扣中长期产业规划路线，立足“大循环”与“双循环”。十九届五中全会中提出“十四五”及 2035 远景规划，2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，“十四五”期间我国处于特殊的历史时期，是全面建成社会主义现代化国家新的出发点，国家面临着逆全球化、疫情、经济转型等百年未有大变局，在此背景下，国家提出构建国内大循环，国际国内相互促进双循环发展路线。**我们认为紧扣“十四五”规划，立足“大循环”与“双循环”有三条主题投资线路：一是深化改革（如券商、环保等）；二是自主可控（计算机、半导体等）；三是扩大内需（食品饮料、医疗服务等）。**

风险提示：

海外疫情加速蔓延并在部分地区“再次爆发”、中美分歧快速升级、国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期、长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

目录

一、2020 年市场回顾 8

（一）A 股指数全部收涨，创业板表现亮眼 8

（二）行业表现良好，申万一级行业几乎全部收涨 10

（三）估值直接提高助推指数走强 13

二、2021 年国内宏观环境分析 16

（一）“十四五”规划配套政策助推经济持续复苏 17

（二）全球最大区域自贸区或推动我国服务出口 21

（三）2021 年基本面及政策预期总结 22

三、2021 海外环境分析 22

（一）美国两党执政理念完全不同，拜登当选后中美关系或边际缓和 23

（二）疫苗上市，疫情在 2021 年有望整体趋缓 27

（三）2021 年海外环境总结 28

四、2021 年流动性分析 28

（一）货币政策回归正常，宏观流动性逐步收紧 28

（二）微观流动性有改善空间，公募与外资为主要来源 31

（三）2021 流动性总结 34

五、2021 年企业盈利分析 34

（一）A 股盈利呈持续恢复态势 34

（二）创业板业绩改善速度放缓，利润增速回落 38

（三）行业盈利分析 41

（四）2021 盈利与估值总结 **42**

六、2021 投资策略与行业配置 **43**

（一）投资策略 **43**

（二）行业配置 **43**

主线一：基本面叠加估值推动顺周期盈利预期增强 44

主线二：景气改善叠加需求端改善推动中游制造与可选消费 45

主线三：政策助推改革红利推动券商、科技盈利改善预期增强 48

（三）主题投资 **50**

深化改革 51

自主可控 52

扩大内需 53

七、风险提示 **55**

图表目录

图表 1 A 股主要指数涨跌幅与 2019 年同期对比（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）.....8
图表 2 2019 年-2020 年 A 股三大指数走势（截止 2002 年 11 月 27 日）（2019 年 1 月 2 日收盘价=1）（%）.....9
图表 3 2020 年全球主要指数涨跌幅对比（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）.....10
图表 4 2020 年申万一级行业涨跌幅（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）.....11
图表 5 2020 年申万一级行业单季度涨跌幅对比（%）.....11
图表 6 2020 年申万一级行业涨跌幅排序及行业走势（截止 11 月 27 日）（%）.....12
图表 7 上证综指估值近十年变化（倍、点）.....14
图表 8 上证综指估值分位点与指数对比（%、点）.....14
图表 9 深证成指估值近十年变化（倍、点）.....14
图表 10 深证成指估值分位点与指数对比（%、点）.....14
图表 11 创业板指估值近十年变化（倍、点）.....14
图表 12 创业板指估值分位点与指数对比（%、点）.....14
图表 13 上证 50 估值近十年变化（倍、点）.....15
图表 14 上证 50 估值分位点与指数对比（%、点）.....15
图表 15 沪深 300 估值近十年变化（倍、点）.....15
图表 16 沪深 300 估值分位点与指数对比（%、点）.....15
图表 17 申万一级行业估值及当前所处历史（十年）分位点（截止 11 月 27 日）.....15
图表 18 投资累计同比（%）.....17
图表 19 社会消费品零售总额当月值及同比（%、亿）.....17
图表 20 进出口当月同比（%）.....17
图表 21 规模以上工业增加值当月及累计同比（%）.....17
图表 22 十四五规划目标就任务.....18
图表 23 城镇新增就业人数累计同比（%）.....19
图表 24 居民人均可支配收入与制造业景气指数（%）.....19
图表 25 构建国内大循环设想.....20
图表 26 构建国际国内双循环格局设想.....21
图表 27 特朗普执政期间退出的国际组织.....23
图表 28 美国大选时间进程.....24
图表 29 民主党与共和党施政纲领对比（拜登与特朗普政策预期对比）.....25
图表 30 拜登对华政策预期及影响梳理.....26
图表 31 全球新冠肺炎累计值（例）.....27
图表 32 新冠疫苗预计上市时间及隶属国家.....27
图表 33 央行公开市场操作（亿）.....29
图表 34 近十年 M1 与 M2 走势（%）.....29
图表 35 中期借贷便利（MLF）投放当月值（亿）.....29
图表 36 社会融资规模存量（万亿元，%）.....30
图表 37 社会融资规模当月值（亿）.....30
图表 38 R007 与 DR007 对比（%）.....30
图表 39 中债国债到期收益率 1 年 VS 10 年（%）.....31
图表 40 中债企业债到期收益率 1 年 VS 10 年（%）.....31
图表 41 人民币对美元与欧元中间价（元）.....31
图表 42 基金市场整体状况（截至 11 月 27 日）.....32
图表 43 基金数量与资产规模（亿，个）.....32
图表 44 基金种类所占比例（%）.....32
图表 45 新成立基金总数及份额变化（亿份，个）.....33

图表 46 北向资金累计净买入（亿）.....33
图表 47 北向资金当日净流入（亿）.....33
图表 48 南向资金当日净流入（亿）.....33
图表 49 A 股营业收入变化趋势（%）.....35
图表 50 A 股工业企业利润及归母净利润走势（%）.....35
图表 51 A 股毛利率变化（%）.....35
图表 52 A 股归母净利润同比增长率（%）.....35
图表 53 A 股销售费用变化（%）.....36
图表 54 A 股管理费用变化（%）.....36
图表 55 A 股财务费用变化（%）.....36
图表 56 全部 A 股非金融三费与营收变化（%）.....36
图表 57 A 股 ROE 变化（%）.....37
图表 58 A 股销售净利率变化（%）.....37
图表 59 A 股资产负债率变化（%）.....37
图表 60 A 股资产周转率变化（%）.....38
图表 61 全部 A 股非金融三因子变化（%）.....38
图表 62 主板与中小创营收同比增速（%）.....39
图表 63 主板与中小创归母净利润同比增速（%）.....39
图表 64 主板与创业板单季度毛利率变化（%）.....39
图表 65 主板与中小创单季度财务费用占比变化（%）.....39
图表 66 主板与中小创单季度销售费用占比变化（%）.....39
图表 67 主板与中小创单季度管理费用占比变化（%）.....39
图表 68 主板与中小创走势与沪深 300 ROE 十年历史平均值（%）.....40
图表 69 主板与中小创单季度净利率变化（%）.....40
图表 70 主板与中小创资产负债率（%）.....40
图表 71 主板与中小创资产周转率变化（%）.....41
图表 72 创业板三因子（%）.....41
图表 73 申万一级行业归母净利润增速与 PE（11 月 27 日）.....41
图表 74 主要指数及行业 2020 年盈利、估值及涨跌幅对比（截止 2020-12-25、三季报）.....43
图表 75 上游资源品营业收入增速（%）.....45
图表 76 上游资源品归母净利润增速（%））.....45
图表 77 上游资源品净利率（%）.....45
图表 78 上游资源品 ROE（%）.....45
图表 79 中游制造营业收入增速（%）.....46
图表 80 中游制造归母净利润增速（%）.....46
图表 81 中游制造净利率（%）.....46
图表 82 中游制造 ROE（%）.....46
图表 83 下游消费营业收入增速（%）.....47
图表 84 下游消费归母净利润增速（%）.....47
图表 85 下游消费净利率（%）.....48
图表 86 下游消费 ROE（%）.....48
图表 87 金融业营业收入增速（%）.....49
图表 88 金融业归母净利润增速（%）.....49
图表 89 金融业净利率（%）.....49
图表 90 金融业 ROE（%）.....49
图表 91 科技业营业收入增速（%）.....50
图表 92 科技业归母净利润增速（%）.....50

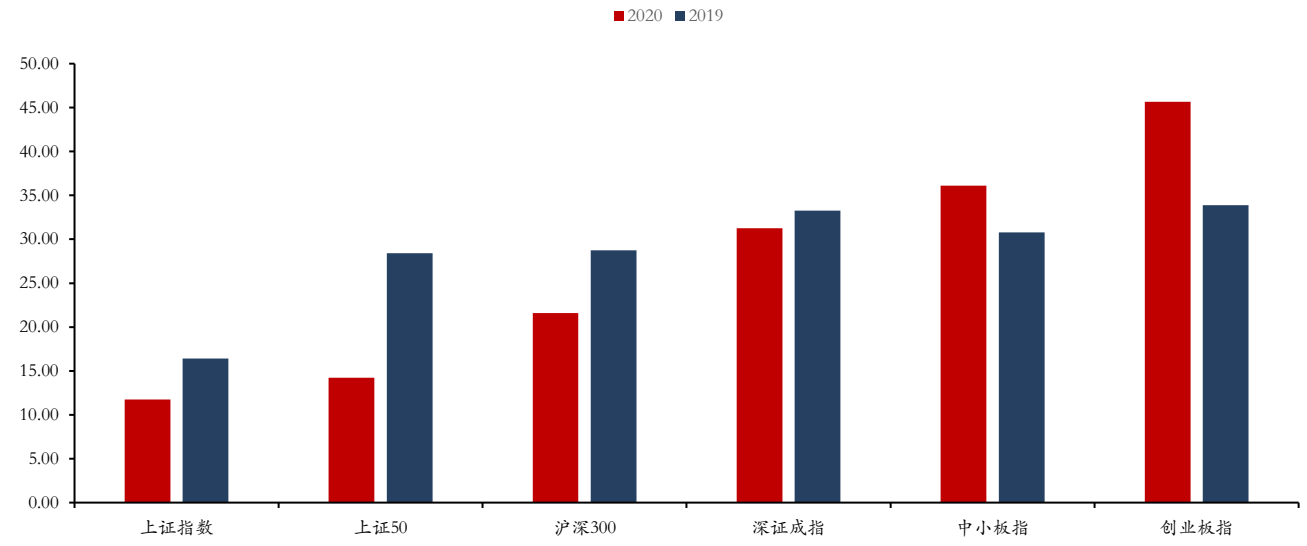
图表 93 科技业净利率（%） 50
图表 94 科技业 ROE（%） 50

一、2020 年市场回顾

（一）A 股指数全部收涨，创业板表现亮眼

2020 年 A 股呈现“V”型走势，主要指数全部收涨。2020 年突如其来的疫情扰乱了市场运行节奏，年初的“春季躁动”也因疫情爆发从上行掉头向下，随着中央果断采取防控措施，疫情在第二季度初期得到控制，A 股整体也呈现出 V 型走势。面对全国大范围防控措施带来的停工停产、隔离限行等现象，企业经营在第一季度受到巨大冲击，随后中央推出一系列经济刺激政策以及超宽松的货币政策对冲疫情对我国经济带来的风险。在流动性极充裕的背景下，A 股市场走出了独立行情，交易活跃度高位运行。在二季度疫情大幅好转后，复工复产持续推进，社会及经济活动逐步恢复，企业经营及盈利也出现好转，在此背景下央行表示货币政策将逐步回归正常状态，流动性边际收紧，因此指数三季度整体呈现震荡走势。截止 2020 年 11 月 27 日，上证综指上涨 11.74%、深证成指上涨 31.25%，创业板指上涨 45.65%，中小板指上涨 36.12%，上证 50 上涨 14.22%，沪深 300 上涨 21.58%。整体来看 2020 年延续了 2019 年的良好表现，其中创业板指与中小板指均好于 2019 年同期表现。

图表 1　A 股主要指数涨跌幅与 2019 年同期对比（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）

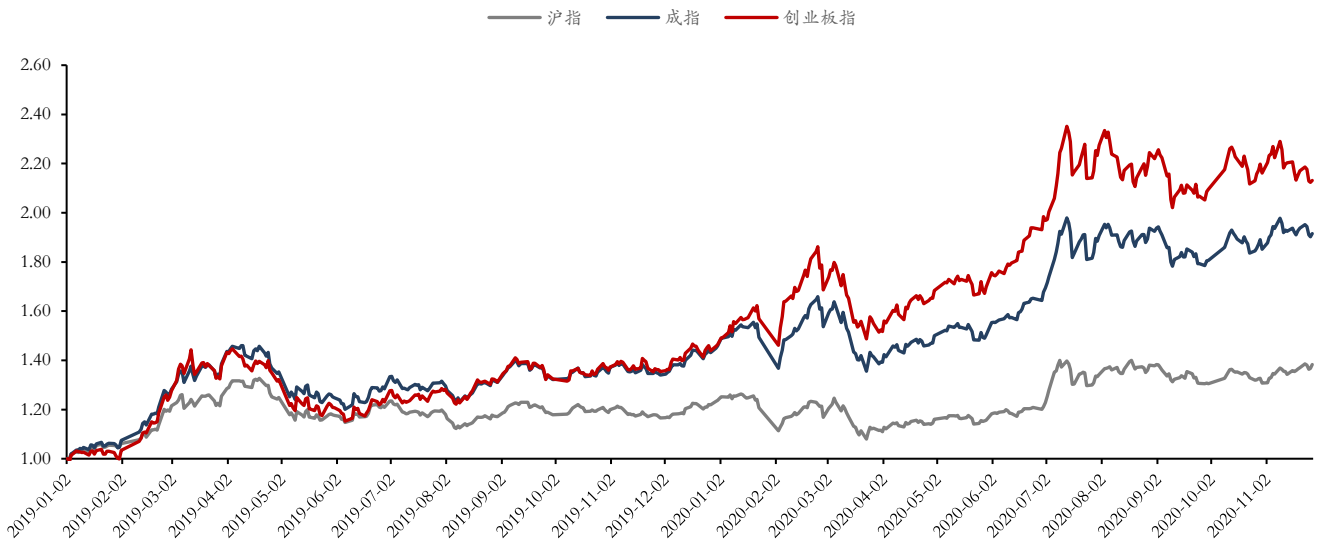


资料来源：Wind，万和证券研究所

从风格上看，2020 年 A 股中小盘股表现好于蓝筹。年初疫情“恐慌期”过后，A 股整体走势迅速上行，受到超宽松货币影响，指数估值迅速走高；下

半年随着央行流动性的收紧，A 股风格开始向低估值的板块转移，在三季度后期及四季度，顺周期板块以及受行业景气改善影响的汽车板块估值不断提高。整体来看 2020 年 A 主要经历了两轮比较明显的调整，第一轮调整是受疫情影响的 2 月，指数快速下挫，而随着疫情防控措施的实施，因疫情风险导致的调整快速出清，3 月末 A 股开始迅速反弹拉升；随后 7-10 月 A 股经历另一轮调整，一方面受海外疫情反复的影响，另一方面也是国内央行流动性边际收紧后 A 股进行的风格切换，10 月之后则是由顺周期板块及汽车板块带动的新一轮反弹。整体来看 A 股 2020 年表现较好，叠加 2019 年行情 A 股的牛市风格明显。

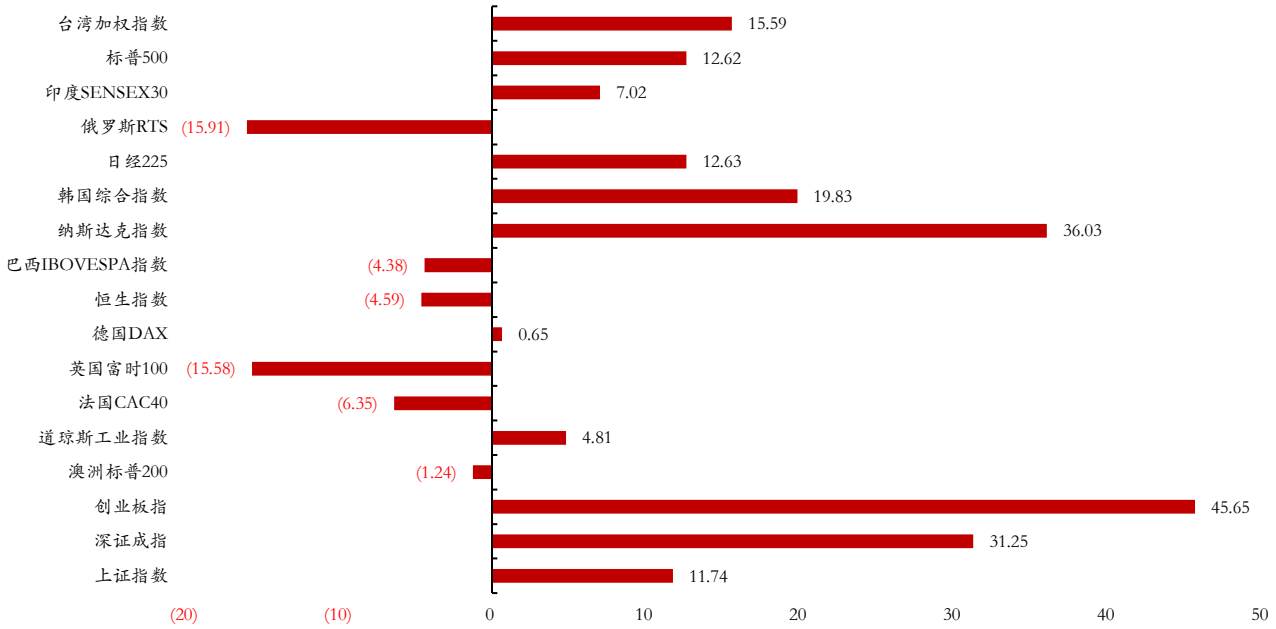
图表 2　2019 年-2020 年 A 股三大指数走势（截止 2002 年 11 月 27 日）（2019 年 1 月 2 日收盘价=1）（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

从国际角度来看，2020 年 A 股指数领涨全球。虽然海外主要市场大部分指数录得正收益，但从涨幅来看，A 股指数好于海外其他市场，而创业板指更是在同期超越美国纳斯达克指数，成为全球涨幅第一的指数。具体看截止 2020 年 11 月 27 日，标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数、富时 100、法国 CAC40、德国 DAX、日经 225、韩国综合指数、澳洲标普 200 分别上涨 12.62%、4.81%、36.03%、-15.58%、-6.35%、0.65%、12.63%、19.83%、-1.24%。

图表 3 2020 年全球主要指数涨跌幅对比（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）



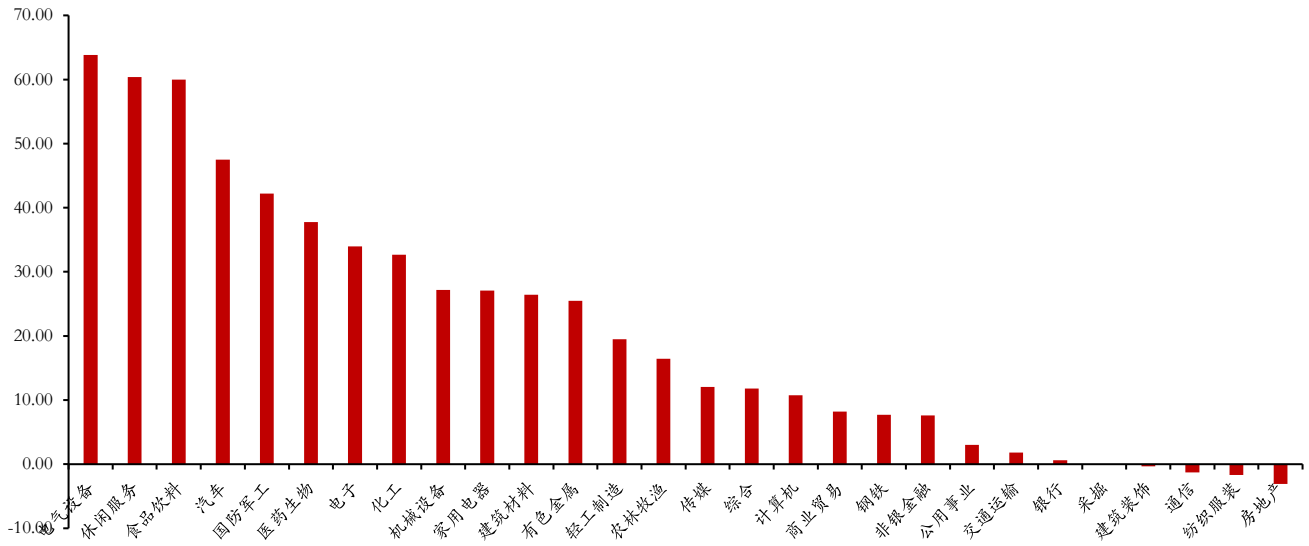
资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）行业表现良好，申万一级行业几乎全部收涨

申万一级行业几乎全线收涨，电气设备、休闲服务领涨市场。从行业涨跌幅来看，电气设备涨幅最大为 63.81%，休闲服务、食品饮料、汽车、国防军工、医药生物、电子、化工涨幅均大于 30%，分别为 63.39%、59.98%、47.52%、52.19%、37.77%、33.97%、32.69%；表现较差的有房地产、纺织服装、通信跌幅分别为-3.10%、-1.70%、-1.29%。2020 年 A 股行业呈现明显的季度性行情特征：第一季度市场受疫情影响最严重，医用物品、生活必需品以及云办公等成为刚需，农林渔牧（15.65%）、医药生物（8.39%）、计算机（3.90%）表现最好；休闲服务（-20.08%）、采掘（-17.22%）、家用电器（-15.93%）表现最差；而第二季度随着疫情逐步消退，复工复产的推进休闲服务（62.74%）、电子（30.73%）、医药生物（29.42%）表现最好；而同期建筑装饰（-4.05%）、纺织服装（-2.41%）、采掘（-1.69%）表现最差；第三季度国内疫情状况进一步好转，受经济活动日益活跃宏观基本面恢复情况较好等因素影响，休闲服务（32.97%）、国防军工（30.11%）、电气设备（26.01%）表现最好；通信（-8.10%）、商业贸易（-3.42%）、计算机（-3.23%）表现最差；第四季度截止 11 月 27 日汽车（21.38%）、有色金属（21.34%）、家用电器（17.98%）表现最好；休闲服务（-7.26%）、传媒（-6.09%）、计算机（-5.98%）表现最差。整体来看 2020 年 A 股行业表现较好，行业轮动受疫情及国内宏观基本面恢复情

况影响较大，行情跟随疫情及基本面变化情而交替上涨。

图表 4　2020 年申万一级行业涨跌幅（截止 2002 年 11 月 27 日）（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5　2020 年申万一级行业单季度涨跌幅对比（%）

行业	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
农林牧渔	15.65	1.15	0.96	-1.40
医药生物	8.39	29.42	2.93	-4.58
计算机	3.90	17.18	-3.23	-5.98
通信	3.76	3.38	-8.10	0.14
建筑材料	1.48	5.64	14.60	2.89
电气设备	-1.51	20.93	26.01	9.15
商业贸易	-1.78	17.61	-3.42	-3.02
综合	-2.50	10.37	2.17	1.69
纺织服装	-3.62	-2.41	2.08	2.38
建筑装饰	-3.81	-4.05	6.33	1.55
食品饮料	-4.21	28.70	19.34	8.74
国防军工	-4.74	11.04	30.11	3.32
电子	-4.78	30.73	2.66	4.82
汽车	-6.74	7.49	21.23	21.38
机械设备	-6.80	12.70	13.17	6.99
传媒	-6.89	25.97	1.74	-6.09
轻工制造	-7.68	10.70	10.62	5.67
公用事业	-7.73	2.34	5.83	3.10
化工	-8.75	12.70	15.66	11.55
钢铁	-12.03	2.25	4.01	15.12
有色金属	-13.47	11.13	7.56	21.34
房地产	-14.11	5.69	4.23	2.41
银行	-14.80	0.97	1.68	15.04
交通运输	-14.93	5.63	7.40	5.51
非银金融	-15.80	4.87	14.52	6.40

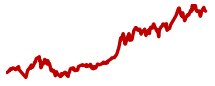
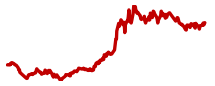
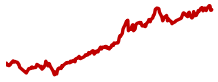
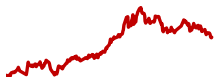
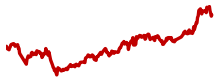
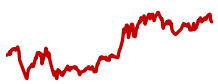
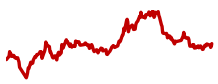
家用电器	-15.93	17.01	9.51	17.98
采掘	-17.22	-1.69	7.76	13.97
休闲服务	-20.08	62.74	32.97	-7.26

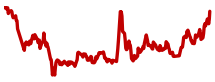
资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：红色标注为当季涨幅前三行业，绿色标注为当季跌幅前三行行业；第四季度截止 11 月 27 日。

2020 年 A 股行业轮动主要围绕两条主线进行，一条是伴随疫情状况变化包括医药生物、食品饮料、农林牧渔、、休闲服务、计算机等；另一条线是伴随国内经济形势变化包括电气设备、汽车、化工、电子、家用电器等。在政策环境利好的背景下市场走势整体延续了 2019 年的牛市行情，行业轮动线路较为清晰，全年来看基本实现了全行业的上涨。

图表 6　2020 年申万一级行业涨跌幅排序及行业走势（截止 11 月 27 日）(%)

行业	涨跌幅	2020 年行业走势
电气设备	63.81	
休闲服务	60.39	
食品饮料	59.98	
汽车	47.52	
国防军工	42.19	
医药生物	37.77	
电子	33.97	
化工	32.69	
机械设备	27.19	
家用电器	27.10	
建筑材料	26.41	
有色金属	25.50	
轻工制造	19.47	
农林牧渔	16.44	
传媒	12.06	
综合	11.81	

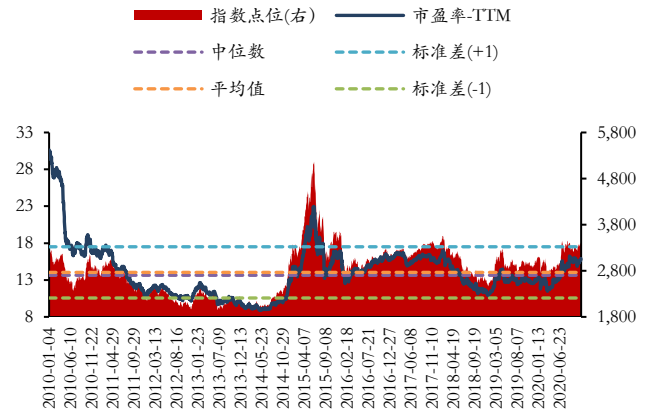
计算机	10.78	
商业贸易	8.19	
钢铁	7.70	
非银金融	7.59	
公用事业	3.02	
交通运输	1.82	
银行	0.63	
采掘	-0.05	
建筑装饰	-0.34	
通信	-1.29	
纺织服装	-1.70	
房地产	-3.10	

资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）估值直接提高助推指数走强

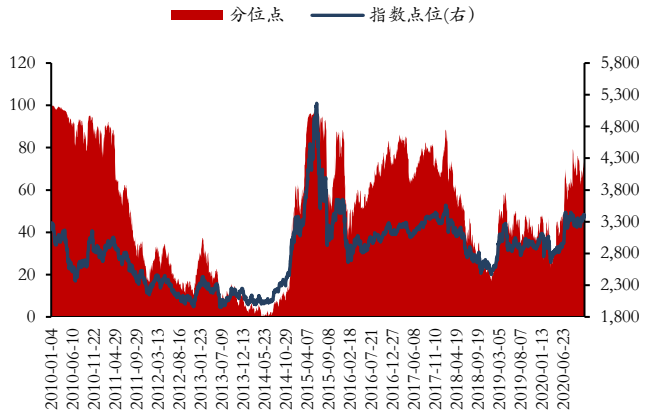
A 股主要指数估值均有所提高，已处于历史较高水平。2020 年 A 股出现“生拔估值”现象，上半年企业经营面临极大挑战，在此情况下 A 股指数逆势走高，估值水平持续上升，截止 11 月 27 日，上证综指、深证成指、创业板指、上证 50、沪深 300 估值分别为 15.88、31.42、61.42、12.20、15.36，分别位于历史（十年）74.10%、83.62%、77.22%、84.33%、87.28%分位点，主要指数估值水平均已处在历史高位，从此可以看出 2002 年 A 股指数的走强主要受估值直接提高影响。

图表 7 上证综指估值近十年变化（倍、点）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8 上证综指估值分位点与指数对比（%、点）



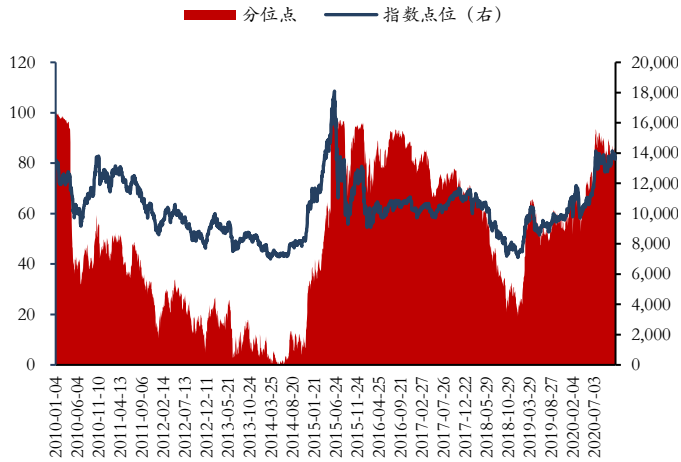
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9 深证成指估值近十年变化（倍、点）



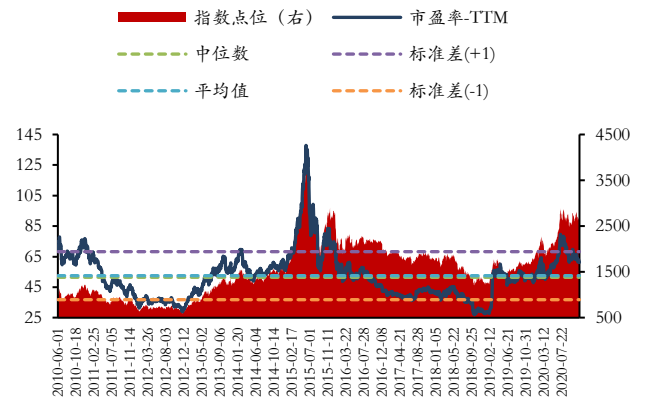
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10 深证成指估值分位点与指数对比（%、点）



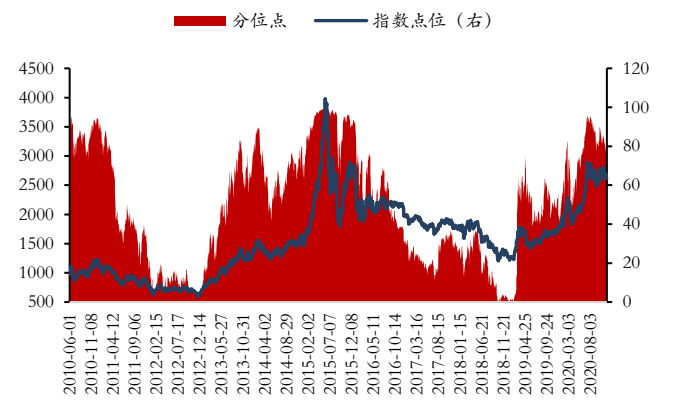
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 创业板指估值近十年变化（倍、点）



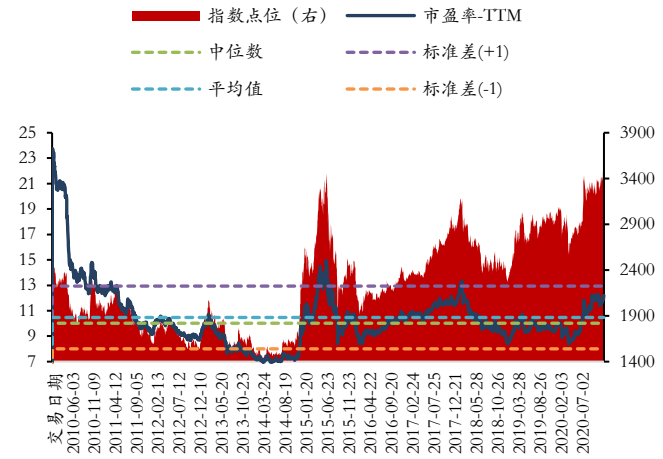
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 创业板指估值分位点与指数对比（%、点）



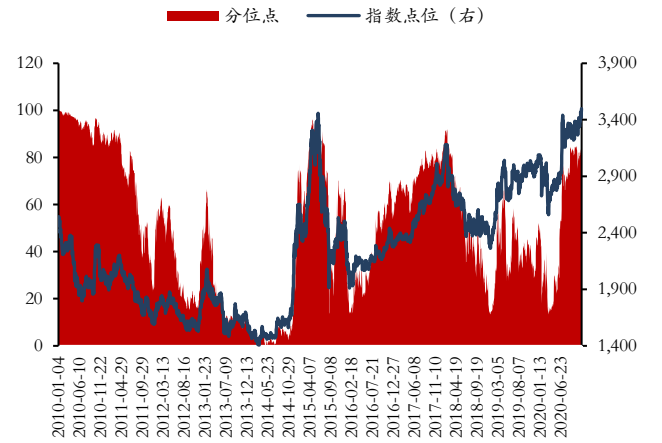
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 上证 50 估值近十年变化（倍、点）



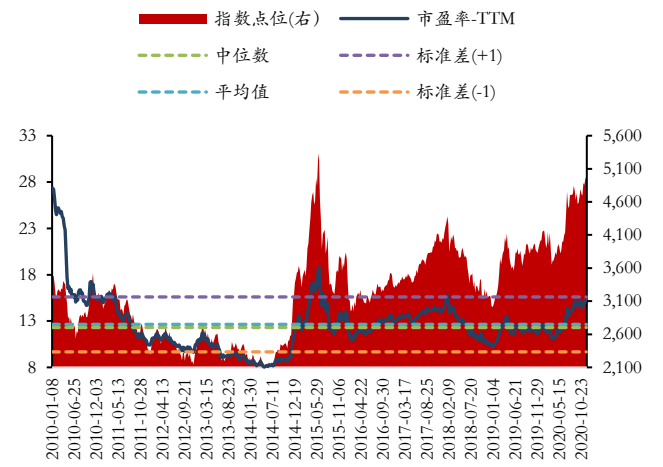
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14 上证 50 估值分位点与指数对比（%、点）



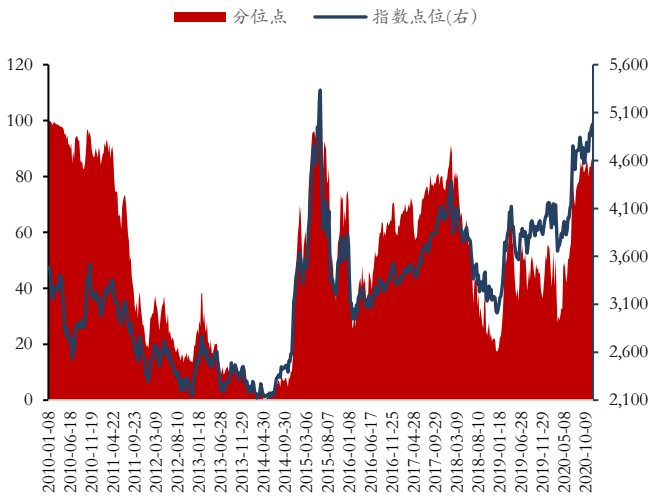
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 沪深 300 估值近十年变化（倍、点）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 沪深 300 估值分位点与指数对比（%、点）



资料来源：Wind，万和证券研究所

从行业估值水平来看，申万一级行业有 16 个行业估值位于历史 50%以上分位点，其中休闲服务、食品饮料、家用电器、汽车四个行业估值分别位于历史 98.57%、98.23%、96.36%、95.73%分位点；2020 年涨幅较高的电气设备、医药生物、电子估值水平分别位于历史 51.68%、67.82%、50.43%分位点；而农林牧渔、建筑装饰、房地产、建筑材料等估值水平偏低。

图表 17 申万一级行业估值及当前所处历史（十年）分位点（截止 11 月 27 日）

行业	PE-TTM	历史分位点	PB（LF）	历史分位点
休闲服务	131.80	98.57%	6.14	96.13%
食品饮料	46.34	98.23%	9.32	98.53%

家用电器	26.44	96.36%	3.88	92.96%
汽车	31.20	95.73%	2.34	55.08%
交通运输	24.72	84.45%	1.54	45.90%
计算机	70.49	83.62%	4.22	45.04%
纺织服装	38.04	80.71%	1.91	27.71%
银行	7.54	79.31%	0.74	7.10%
医药生物	41.22	67.82%	4.33	55.45%
化工	30.01	61.10%	2.48	50.47%
非银金融	18.96	57.17%	2.03	58.25%
国防军工	67.98	56.76%	3.37	58.29%
商业贸易	29.50	55.93%	1.54	13.17%
有色金属	46.35	53.51%	2.62	31.63%
电气设备	39.66	51.68%	3.56	71.14%
电子	49.83	50.43%	4.24	80.33%
机械设备	29.27	46.38%	2.59	50.81%
通信	39.93	39.64%	2.48	36.16%
综合	35.79	35.07%	2.09	21.06%
采掘	16.34	34.79%	1.15	11.76%
传媒	37.64	32.13%	2.62	18.20%
钢铁	14.49	25.82%	1.00	33.24%
轻工制造	26.60	22.29%	1.99	30.77%
建筑材料	14.78	21.76%	2.19	49.28%
公用事业	18.84	18.52%	1.43	9.15%
房地产	9.34	9.38%	1.23	4.11%
建筑装饰	9.63	7.44%	0.90	1.45%
农林牧渔	15.65	0.72%	3.48	45.15%

资料来源：Wind，万和证券研究所

二、2021 年国内宏观环境分析

2020 年疫情给我国宏观经济带来了巨大影响，经济和社会活动被迫“暂停”，经济的停滞导致我国 2020 年一季度 GDP 创改革开放以来新低报-6.8%，在初期经济三驾马车消费、投资、出口均受到巨大冲击，同时海外疫情的持续蔓延以及欧美国家的消极防控措施导致我国进出口持续低迷；随着严格防控措施的推进，我国疫情得到快速的控制，随后稳步推进复工复产，二季度我国 GDP 增长恢复至 3.2%，三季度恢复至 4.9%。在我国疫情防控取得持续性成功后，各项指标稳步回升，而由于我国最早最好的控制了疫情的蔓延，防疫物资驱动出口回升，导致出口超预期发展，但消费与投资仍然对经济恢复带来一定的拖累。到 2020Q3 经过两个季度的努力，我国宏观经济呈现出稳步持续复苏趋势，经济动能逐步被激活。根据万和证券宏观组判断，2021 年中国有望保持良好的复苏态势，经济的主要推力在于服务业修复、海外复

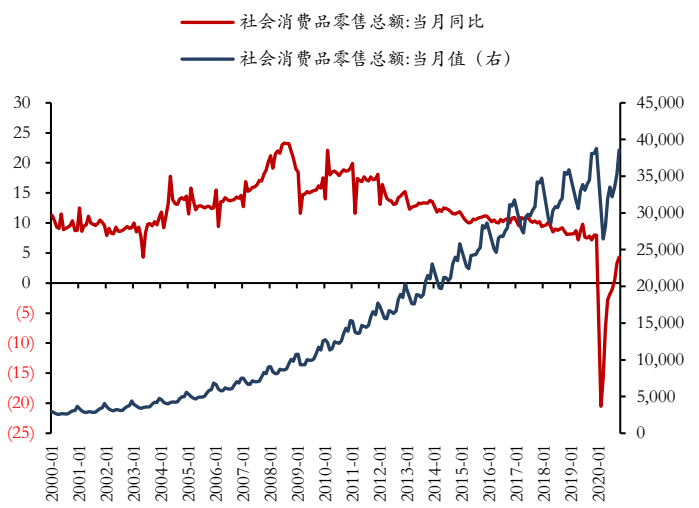
苏以及在此基础上的海内外制造业补库存。

图表 18 投资累计同比（%）



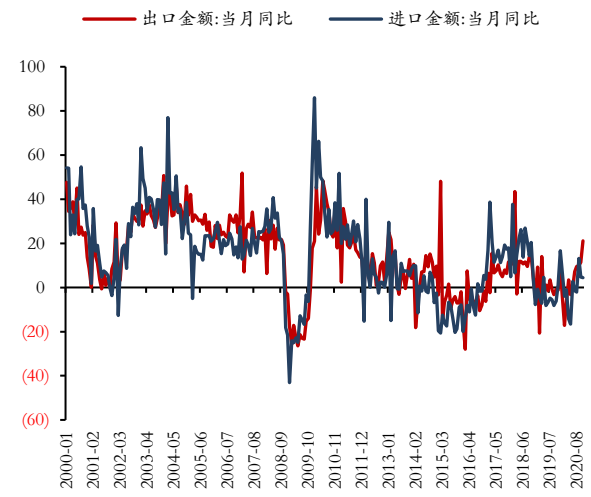
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 社会消费品零售总额当月值及同比（%、亿）



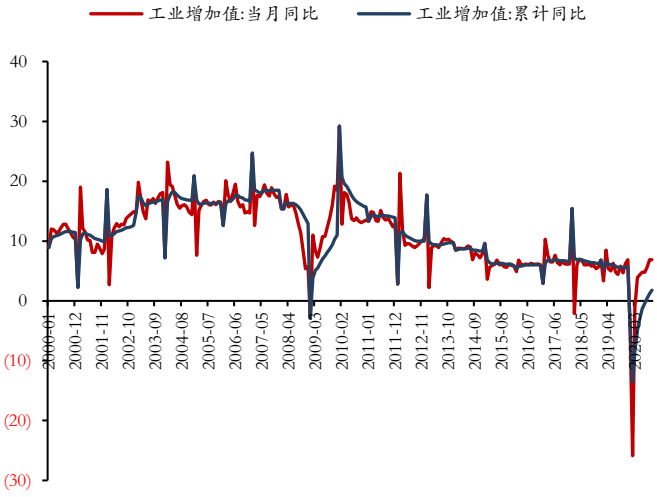
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 20 进出口当月同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 21 规模以上工业增加值当月及累计同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（一）“十四五”规划配套政策助推经济持续复苏

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，“十四五”时期我国将开启全面建设社会主义现代化国家的新征程，是向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。我们认为 2021 年政策将沿着构建大循环及双循环格局框架在重点领域及细分领域出台，后续需跟踪各相关领域的后续政策。

图表 22 十四五规划目标就任务

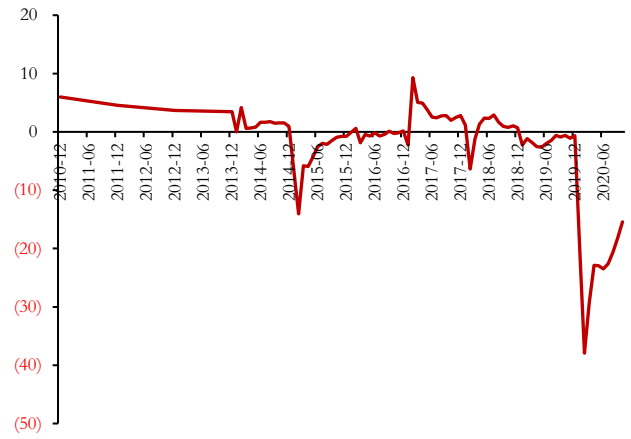
六大发展目标	12 项组成部分	细分重点领域
经济发展取得新成效	坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势	强化国家战略科技力量。 提升企业技术创新能力。 激发人才创新活力。 激发人才创新活力。
	加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级	提升产业链供应链现代化水平。 发展战略性新兴产业。 加快发展现代服务业。 统筹推进基础设施建设。 加快数字化发展。
	形成强大国内市场，构建新发展格局	畅通国内大循环。 促进国内国际双循环。 全面促进消费。 拓展投资空间。
改革开放迈出新步伐	全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制	激发各类市场主体活力。 完善宏观经济治理。 建立现代财税金融体制。 建设高标准市场体系。 加快转变政府职能。
	优先发展农业农村，全面推进乡村振兴	提高农业质量效益和竞争力。 实施乡村建设行动。 深化农村改革。 实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。
社会文明程度得到新提高	优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化	构建国土空间开发保护新格局。 推动区域协调发展。 推进以人为核心的新型城镇化。
	繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力	提高社会文明程度。 提升公共文化服务水平。 健全现代文化产业体系。
生态文明建设实现新进步	推动绿色发展，促进人与自然和谐共生	加快推动绿色低碳发展。 持续改善环境质量。 提升生态系统质量和稳定性。 全面提高资源利用效率。
	实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面	建设更高水平开放型经济新体制。 推动共建“一带一路”高质量发展。 积极参与全球经济治理体系改革。
民生福祉达到新水平	改善人民生活品质，提高社会建设水平	提高人民收入水平。 强化就业优先政策。 建设高质量教育体系。 健全多层次社会保障体系。 全面推进健康中国建设。 实施积极应对人口老龄化国家战略。 加强和创新社会治理。
国家治理效能得到新提升	统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国	加强国家安全体系和能力建设。 确保国家经济安全。

	保障人民生命安全。 维护社会稳定和安全。
加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一	提高国防和军队现代化质量效益。 促进国防实力和经济实力同步提升。

资料来源：中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议，万和证券研究所

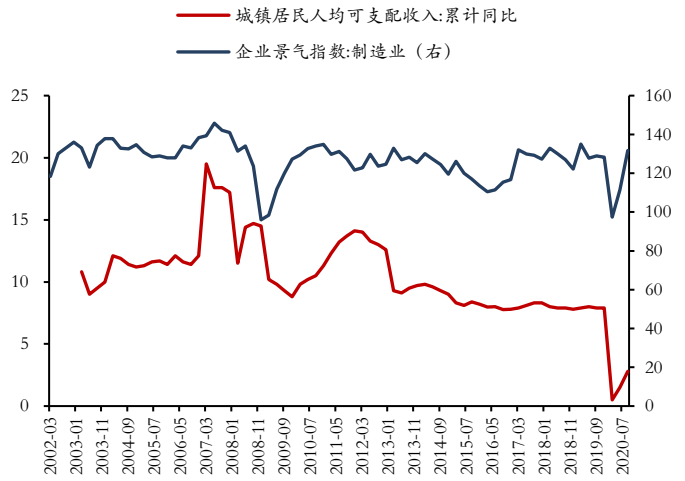
构建以国内大循环为主体、消费与投资是关键。“十四五”规划中明确要构建国内大循环为主体的发展格局，在此背景下扩大内需成为构建国内大循环必不可少的环节，以消费带动制造业的转型升级，新旧动能转换，驱动经济高质量发展，构成以消费、投资为主双支柱发展模式。11 月 17 日发改委表示将会同相关部门进一步研究出台促进服务消费的新举措，积极发展“互联网+医疗健康”、数字智慧文旅、在线教育培训、智能体育等服务消费新模式，引导传统服务企业线上线下融合发展，进一步释放服务消费潜力。11 月 18 日国常会再出五项新政策刺激消费市场释放潜力，要求部署提振大宗消费重点消费和促进释放农村消费潜力，确定适应消费升级支持“互联网+旅游”的措施。当前城镇新增就业人数累计同比仍然偏低，随着经济的恢复就业情况有望持续好转；此外城镇居民可支配收入累计同比与制造业景气指数走势基本趋同，未来政策如若围绕提高居民收入、改善收入分配和土地制度改革展开，有望有效挖掘国内居民消费潜力，而需求端回升会进一步推动消费回暖，从而刺激制造业景气好转并刺激制造业的转型升级，并带动产业投资的提升，实现消费-制造-投资的循环模式。我们认为 2021 年构建国内大循环框架政策会进一步推动消费与投资的回暖。

图表 23　城镇新增就业人数累计同比（%）



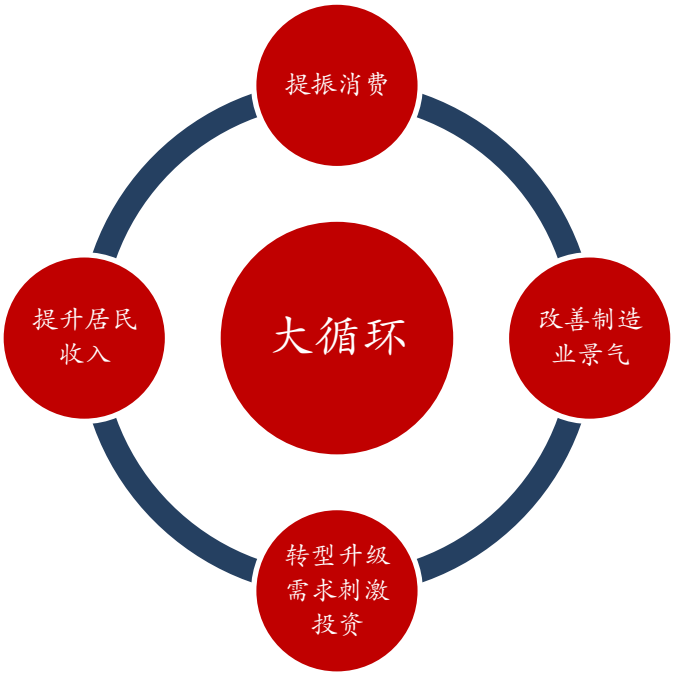
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 24　居民人均可支配收入与制造业景气指数（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 25 构建国内大循环设想



资料来源：中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议，万和证券研究所

构建国内国际双循环相互促格局，进出口及对外开放是关键。构建双循环格局资本市场重要性凸显。在“十四五”期间预计将继续深化金融市场改革，继续提高直接融资比例，助力我国科技产业，中小微企业、创新企业快速发展壮大。近年来中央层面的会议和文件频繁提及资本市场，强调切实发挥好金融服务实体经济的作用。在科创板和创业板实验注册制后，2021 年有望继续在其他板块推行；同时完善退市制度，使我国金融市场制度建设更加完善。在 2035 远景规划中强调了科技对我国经济中长期发展的重要性，对于“卡脖子”领域的政策扶持力度将更大，包括人工智能、量子信息、半导体、生命健康等前沿领域实施新一批国家重大科技项目。在双循环格局下，我国企业要走出去参与国际竞争是必不可少的，高端制造将是我国参与国际竞争必不可少的领域，结合我国当前经济发展及工业现状来看，产业升级是经济转型及双循环的核心驱动力之一，包括新兴产业的发展以及重大工业领域、精密工业领域要在未来国际竞争中形成绝对优势。此外增加中国制造产品附加值，形成出口-制造-投资的循环模式，进一步推升我国企业的核心竞争力，形成国内制造升级海外消费的国内国际相互促进的发展格局。我们认为 2021 年配合“十四五”规划，将在高端制造、精密制造、新兴产业、资本市场改革等领域出台配套政策，推动双循环的加速构成。

图表 26 构建国际国内双循环格局设想



资料来源：中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议，万和证券研究所

（二）全球最大区域自贸区或推动我国服务出口

我国加强区域合作，全球最大自贸区落地。11 月 15 日，东盟十国以及中日韩澳等 15 个国家正式签署 RCEP（区域全面经济伙伴关系协定），标志着全球规模最大的自由贸易区顺利落地。RCEP 可视为我国在“十四五”期间进一步推动各类贸易协定的开端，也是我国未来构建双循环的前站。目前 RCEP 拥有 15 个成员涵盖 29.7%的全球人口，经济规模占全球经济比重高达 28.9%，吸引外国直接投资流入额占全球总额的 8.3%，面向全球市场的出口规模高达 25%，超过美墨加协定（USMCA）、CPTPP 或欧盟 28 国的比重。RCEP 框架下各成员之间关税减让承诺十年内降至零关税；其中，货物贸易零关税产品数整体上超过 90%。中日贸易关税预计大幅缩减、中韩也将进一步便利关键领域贸易。RCEP 的签订为中国在新时期构建开放型经济新体制，形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局提供巨大助力。此外 RCEP 增强了技术方面的沟通，帮助各成员国之间进行产业链的重新规划与融合。2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，通过 RCEP 的签订，未来我国在国际贸易及区域贸易中将占据更多的主动权，可以逐步改善前期因中美贸易战对我国进出口带来的负面冲击，并削弱 CPTPP 对我国外贸的不利影响。

（三）2021 年基本面及政策预期总结

2021 年宏观经济将延续复苏趋势。整体来看，2021 年我国经济延续复苏趋势不变，消费、投资、进出口均有望保持回升。同时作为“十四五”规划的开局之年，各领域配套政策将会相继出台，在构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局中，消费、投资、制造、进出口、工业等各领域将协同发展，推进产业转型升级，深化资本市场改革，实现发展质量、结构、规模、速度、效益的相互协同提升。我们认为 2021 年是形成我国经济新发展格局的关键年，在产业基础高级化、产业链现代化的过程中，各类政策将为经济的持续发展提供保障。

三、2021 海外环境分析

特朗普执政四年期间对中美关系、国际秩序破坏严重，两国关系接近历史冰点。2017 年 1 月 20 日特朗普正式宣誓就职美国第 45 任总统，特朗普从竞选到任职美国总统期间都是一位非常具有争议的人物，执政四年严重破坏了国际秩序，使中美关系迅速恶化，将中美建交四十年来积累的战略互信及深厚友谊推向历史最低点，双方迈向“脱钩”边缘。中美关系是当今世界最重要的双边关系之一，中美两国经济产出合计占全球 4 成以上份额，中美间经贸合作与经贸对抗对全球贸易及供应链产生巨大影响，两国间的互信邦交及贸易更有利于世界经济的发展。但特朗普政府枉顾两国多年建立的战略互信，执政期间多次针对中国发起贸易争端，尤其是在疫情期间，特朗普政府为转移国内防控抗疫不利影响而甩锅中国的行为，使两国关系迅速恶化。整体来看特朗普执政期间民粹主义、单边主义大行其道，逆全球化势力抬头，对国际秩序及中美两国关系均有破坏。

图表 27 特朗普执政期间退出的国际组织



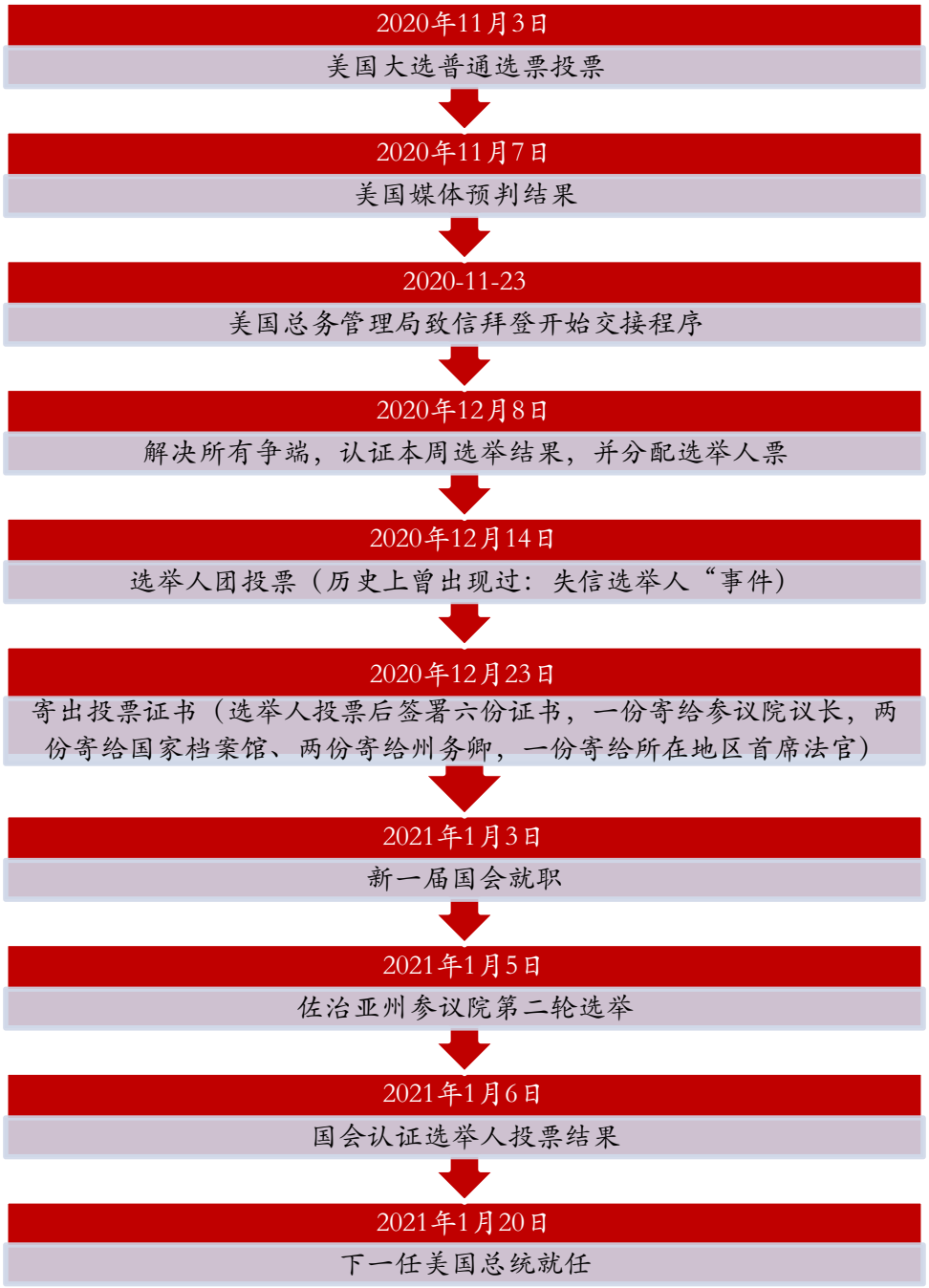
资料来源：新闻、官方通报等，万和证券研究所

（一）美国两党执政理念完全不同，拜登当选后中美关系或边际缓和

特朗普多地提出诉讼，拜登当选确定性强。2020 年美国大选基本落地，根据美国媒体的报导，拜登已经获得超过 270 张选举人票，理论上拜登已经胜选，2021 年 1 月 20 日将就职美国第 46 任总统。不过由于特朗普仍未承认败选，并在密西根州、宾夕法尼亚州、内华达州等多地提起诉讼，要求停止计票或重新计票，同时质疑此次大选的公正性，怀疑存在舞弊事件。虽然根据《选举票计算法》（Electoral Count Act of 1887）各州在普选票统计结束后

（12 月 8 日），由选举人团（12 月 14 日）投票选出下一任美国总统，并由美国国会宣布下一任总统人选。从时间上讲特朗普确实仍有“挣扎”的余地，但从历史惯例来看，普选票的统计基本可以确定最终的总统人选，而美国总务管理局局长 11 月 23 日致信拜登，表示其将启动交接程序，并拨款 700 万美元作为过渡资金。从现阶段的情况来分析，我们将以拜登最终当选的情景进行预判。

图表 28　美国大选时间进程



资料来源：选举票计算法，CNN，万和证券研究所

民主党总统候选人拜登就职后中美关系有望边际缓和。从历史惯例来看，美国民族党总统相对共和党更显温和，从军事层面来讲，共和党人偏向于大规

模作战，自上世纪 80 年代起共和党总统发动了包括海湾战争、阿富汗战争、伊拉克战争等在内的多场大规模作战；而民主党总统虽也有对外作战，但无论从规模还是影响均相对较小；从两党执政纲领来看，民主党更加注重在国际秩序内推行其政策、扩张民主；共和党执政则更偏向保守及保护主义；从经济层面来讲，民主党主张推进全球化，在多边贸易领域内建立美国的优势地位和领导者角色；共和党的保守主义通常对外保持强硬态度，并经常发动贸易保护行动。因此从美国两党历来的政治主张中可以观察出，民主党当政时期的政策可预期性更强，也更有利于我国在国际秩序内寻求自身利益。

图表 29　民主党与共和党施政纲领对比（拜登与特朗普政策预期对比）

项目	共和党竞选纲领	民主党竞选纲领
就业	坚持“美国优先”政策，创造新工作机会，减税并将制造业带回美国（抵税优惠）等。	**提升最低工资，主张延长 600 美元/月的失业救济。**
疫情	为美国的医护人员生产所有关键药品和用品，并为未来流行病做准备，2021 年将恢复正常生活。	**更全面的防疫措施；关注疫情防控总量，并关注防控中的平等问题。拟强制要求全美佩戴口罩，推出更积极的防控措施，保障全民检测，制定带薪休假制度应对疫情。**
经济	将制药和机器人技术等基本行业带回美国；放松能源管制，主张将制造业带回美国。	**支持多变贸易，支持贸易自由化，将投入 1.3 万亿改善道路、桥梁、隧道，推出更大规模的经济刺激计划，主张给小企业更多贷款。**
医疗	降低医保费用，保护社会保障和医疗保险，重新构建医疗系统，对退伍军人提供世界一流的医疗保健和服务。	**提高医保覆盖率，降低药价和医疗保健支出。**
教育	为美国每个孩子提供选择学校的机会。	**普及基础教育，让公立学院和大学对低收入家庭免费，社区大学对所有学生免费，促进社会教育权公平性。**
改革	结束官僚主义对美国公民和小企业的欺凌行为；揭露华盛顿的现金流，将权力交还给人民和国家；解决全球主义弊病。	**主张保护美国公民，包括妇女、残障人士等少数群体权利，实现种族平等；增加住房供应；结束枪支暴力泛滥。**
安全	雇佣更多的警察和执法人员；加大对执法人员袭击的刑事处罚；结束无现金保释。	**主张减轻量刑标准，削减警察经费，减少有色人种遭受的不公正待遇。**
移民	阻止非法移民有资格获得纳税人资助的福利、医疗保健和免费大学教育。	**主张拆除边境墙、取消“旅行禁令“、停止遣返非法移民等，恢复美国价值观，同时建立新的移民制度。**
创新	组建太空部队，在月球建立永久性人类驻留，并向火星发送首次载人飞行；加强基础设施建设系统，5G 竞赛，建立国家高速无线互联网网络；引领世界获得最清洁的饮用水和最清洁的空气。	**主张大力发展清洁能源，改变其对用户隐私、信息监控、仇恨言论的实际行动，减少大型客机公司的垄断权。**
外交	停止无休止的战争，将部队带回美国；让盟国支付公平的份额；建立完善的网络安全防御体系和导弹防御体系。	**主张保持美国军队海外部署，强调修复与欧盟关系，**

数据来源：特朗普、拜登竞选官网，万和证券研究所

拜登对华政策将有别于特朗普，有利于中美展开战略对话。虽然当前对华强硬态度和遏制我国发展已经成为美国两党的共识，但实施手段不同也将对中美关系产生明显影响。拜登在竞选时曾提到“民主党将与盟国发动世界上超过一半的经济体对抗中国，并尽可能从最强有力的位置进行谈判”；“民主党人对中国的态度将以美国国家利益和盟国利益为指导，并利用美国社会开放、经济活力以及同盟力量来塑造反映我们价值观的国际准则”。从这些表述中可以观察出，盲目的乐观预判拜登就职后中美关系全面缓和是不明智的。不过拜登被认为是传统的“温和派”，拜登当选后中美斗争烈度会有所下降，合作空间将会逐渐扩大，两国间的直接碰撞会相对减少，意识形态斗争或将成为趋势。拜登在竞选时对华的定位为“竞争对手”而非特朗普时期定义的“最大威胁”。我们认为无论从两党历来的政治主张来看，还是从两党总统候选人的个人风格来看，拜登的当选将更有利于国际秩序重建以及中美战略对话的开展，中美关系在拜登任职时期有望边际改善。但也需要注意中美两国的战略竞争格局已经形成，双方均无法改变现阶段中美两国的竞争关系，而民主党执政可预期的变化是竞争手段不同。

图表 30　拜登对华政策预期及影响梳理

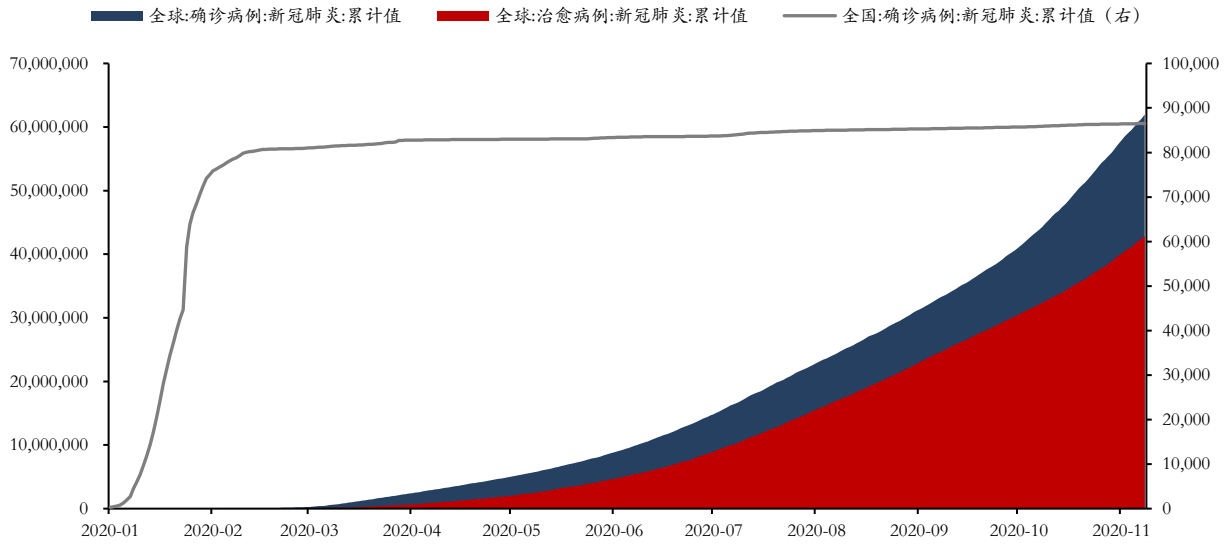
领域	政策预期	影响
贸易	拜登对特朗普的对华政策持批评态度。拜登表示特朗普加征关税政策并不能有效遏制中国崛起，他将重新评估关税情况，未来或取消特朗普的税收及贸易政策。拜登主张联合盟友共同对我国在贸易方面进行谈判，以达成更有利于美国的协议。	我们认为拜登的贸易政策可避免我国与美国就贸易领域的直接争端。而在国际秩序内的对话也是我国所期望进行的；我国对中美贸易争端的态度始终坚持通过对话与协商解决，而非加征关税的直接冲突。虽然美国在世界范围内更有号召力，但我国作为全球最大的单一市场，市场规模巨大，在对话中我国同样占有相对优势。
科技	拜登在竞选时表示“知识产权盗取”与“网络间谍”行为，表示将遏制我国盗取美国的知识产权，在这方面将重点遏制我国。	我们认为科技领域的竞争将是未来一段时间的主旋律，随着我国的崛起，不可避免的将在科技领域产生碰撞，面对美国的科技霸凌行为，我国需加速推进国产替代，在关键领域形成突破，解决一批“卡脖子”的关键技术。不可否认，我国在一些基础研究及基础科学领域对比美国仍相对落后，而这也是“十四五”期间将重点解决的问题。
金融	人民币汇率问题，指责我国为货币操纵国。拜登当选后或将在汇率问题上对我国多加指责。	我国坚持人民币汇率市场化原则，在人民币国际化不断加深的背景下，任何对美元有挑战的货币都将是美国攻击的对象，但我国坚持对外开放，随着我国不断的对外开放，人民币国际化的进程同样将不断的推进。
人权	民主党通常在人权问题上对外我国多加指责，包括宗教、香港、台湾等问题都将是民主党与我国谈判或攻击我国的筹码。拜登当选后除贸易领域外或将更多的在人权领域对我国进行攻击。	虽然民主党致力于全球范围内推行其“民主”，但是我国内政不容他国干涉，在核心问题上我国无法让步。我们认为有别于共和党特朗普，拜登当选后或将在人权领域与我国有较大的摩擦。

数据来源：拜登竞选官网、拜登竞选演讲，万和证券研究所

（二）疫苗上市，疫情在 2021 年有望整体趋缓

海外疫情仍然严重，疫苗有望年底推出并在 2021 年大范围推广。当前海外疫情整体形势仍然不容乐观，欧美等国采取的消极应对措施使西方国家控制疫情的时间更长。截至 11 月 27 日，全球累计确诊 61,968,400 例，累计治愈 42,812,425 例，累计死亡 86,501 例。尽管死亡率趋于平缓并有开始下降的趋势，但是美国、欧洲部分国家随着气温的降低又有再次爆发的迹象。我国钟南山院士曾表示当前对于新冠疫情仍没有特效药，在疫苗上市前，防控仍然是主要手段。从当前世界各国对新冠疫苗的研发通报中，共有十余款疫苗进入到临床三期阶段，订单数已经接近 50 亿支左右。当前进程最快的是美国辉瑞制药公司与德国 BioNTech 共同研发的新冠疫苗，其三期临床实验的有效性超过 90%；此外包括莫代纳、牛津大学、国药所等机构新冠疫苗研发品种均已进入到临床三期阶段。我们认为新冠疫苗有望在 2020 年年底推出，并将在 2021 年大范围使用。如果 2021 年疫苗可以如期使用，将是对新冠肺炎最有利的控制手段。疫情的消退将对世界经济的恢复带来积极影响，我们认为 2021 年二、三季度世界经济或将迎来较明显的反弹修复机会。

图表 31　全球新冠肺炎累计值（例）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 32　新冠疫苗预计上市时间及隶属国家

公司	预计上市时间	隶属国家
Gamaleya Research Institute	2021 第一季度	俄罗斯
BioNTech-辉瑞	2021 第一季度	德国、美国
Johnson&Johnson：	2021 第二季度	美国

Moderna	2021 第二季度	美国
牛津大学-阿斯利康	2021 第一季度	英国
康希诺生物	2021 第一季度	墨西哥
国药-北京所	2021 第一季度	中国
国药-武汉所	2020 第四季度	中国

资料来源：新闻通报，公司官网，万和证券研究所

（三）2021 年海外环境总结

2021 年海外风险整体趋缓，全球经济反弹可期。2021 年随着民主党候选人拜登的当选，中美关系或将迎来边际缓和，相比特朗普美国新任总统拜登政策可预期性更强，在国际秩序及多边框架下的贸易谈判与对话协商或将是 2021 年中美关系的主基调，但也不可盲目判断中美关系的全面缓和，在当前背景下中美的长期战略对抗已经成为两国关系间的基本共识，我国在发展历程中也必然会对美国的地位形成挑战，但这更需要双方通过对话来解决，而非直接的冲突对抗。此外新冠肺炎的蔓延对全球经济复苏抑制明显，随着疫苗的推广新冠肺炎有望在 2021 年逐步消退，疫情阴霾退却有助全球经济反弹，也更有利于我国经济持续复苏。我们认为 2021 年海外整体环境将更有利于我国经济发展。

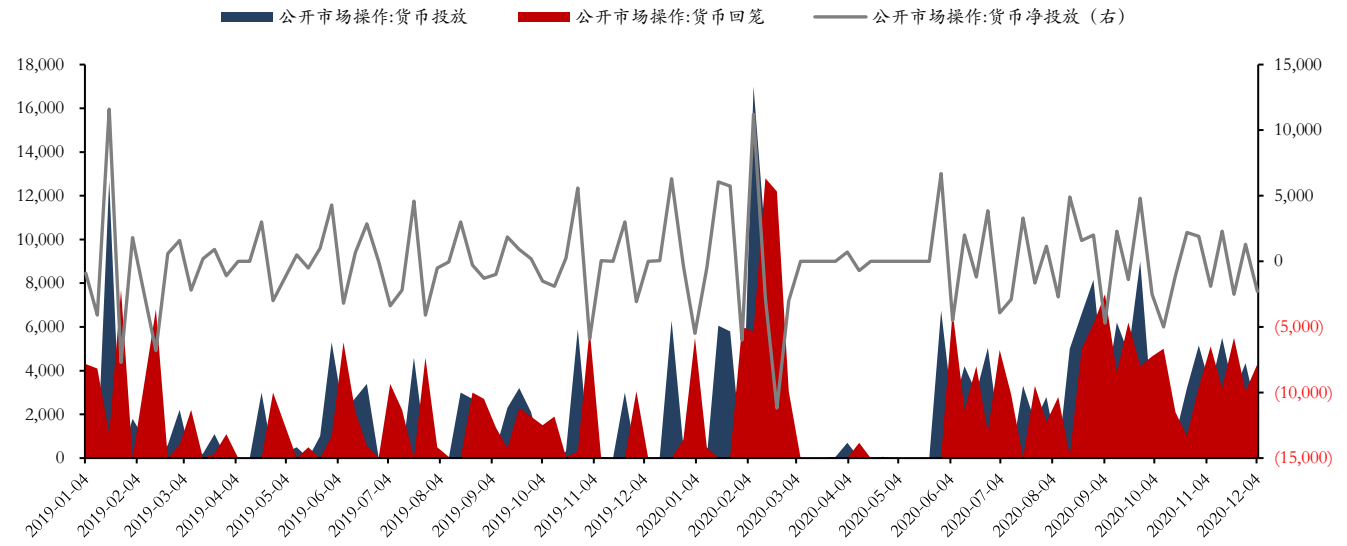
四、2021 年流动性分析

（一）货币政策回归正常，宏观流动性逐步收紧

随着基本面的持续恢复。货币政策逐步回归常态。2020 年央行为对冲疫情风险果断在第一季度投入流动性，开展 1.7 万亿元公开市场短期逆回购操作，维护金融市场的运行,缓解悲观预期;2 月 17 日下调 1 年期 MLF10 个基点，2 月 20 日下调 1 年期 LPR10 个基点，并下调 5 年期 LPR5 个基点，3 月 16 日定向降准 50-100 个基点；在二季度初期将 1 年期 MLF 利率由 3.25%降至 2.95%，4 月 20 日再次下调 1 年期 LPR20 个基点，下调 5 年期 LPR10 个基点，进一步强化市场对货币政策逆周期调节的预期，整体来看央行在疫情期间数次降准、降息，通过公开市场操作等货币政策工具向市场投放流动性，维护市场对资金的需求。随着疫情防控成果的持续稳定，并伴随着基本面稳步恢复，央行开始在二季度末期稳定逆回购操作；第三季度 GDP 恢复至 4.9%，经济活动与社会活动进一步活跃，社融规模不断扩大，央行的货币政

策更进一步趋向于中性。9 月 2 日李克强总理表示下一步要坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，促进经济金融的平稳运行。央行《第三季度货币政策执行报告》重新提及货币“总闸门”，并提出保持宏观杠杆率基本稳定，表示未来央行结束宽松货币政策的态势。

图表 33 央行公开市场操作（亿）



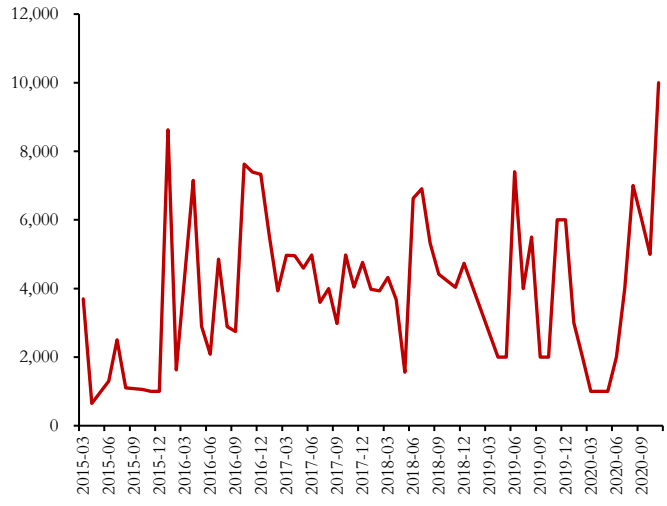
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 34 近十年 M1 与 M2 走势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 35 中期借贷便利（MLF）投放当月值（亿）

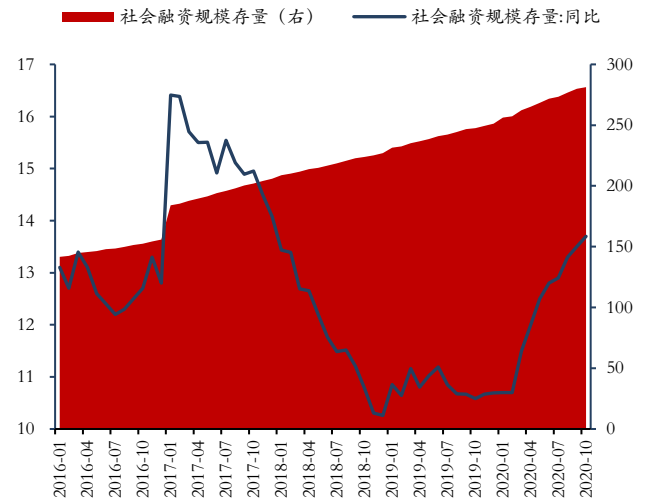


资料来源：Wind，万和证券研究所

社融回落，利率先升后降、人民币有升值压力。2020 年社会融资规模增长快速，随着经济的复苏，市场对资金需求旺盛，社融规模不断扩大，增速保持高位运行，总体上看社融总规模已处于历史高位，2021 年随着货币政策回归中性，以及 2020 年的高基数预计社融增速或有回落；利率方面 2020 年

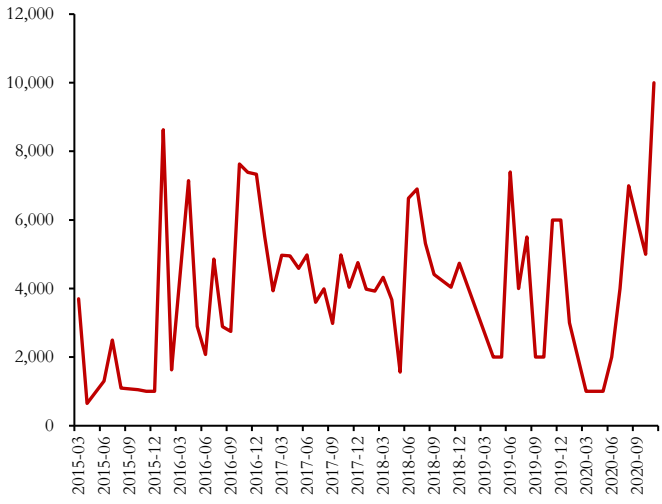
受疫情影响，国内利率整体呈现先降后升的态势，随着宏观基本面的稳步恢复，当前长短端国债到期收益率整体呈现上行态势，利差收窄至正常水平。我们认为 2021 年利率或将整体呈现上升态势，主要受货币政策回归正常及基本面逐步向好影响。汇率方面我们认为人民币随着基本面的恢复仍有一定的升值空间，但预计升值空间有限，而随着全球经济复苏人民币未来升值空间将逐步收窄。

图表 36 社会融资规模存量（万亿元，%）



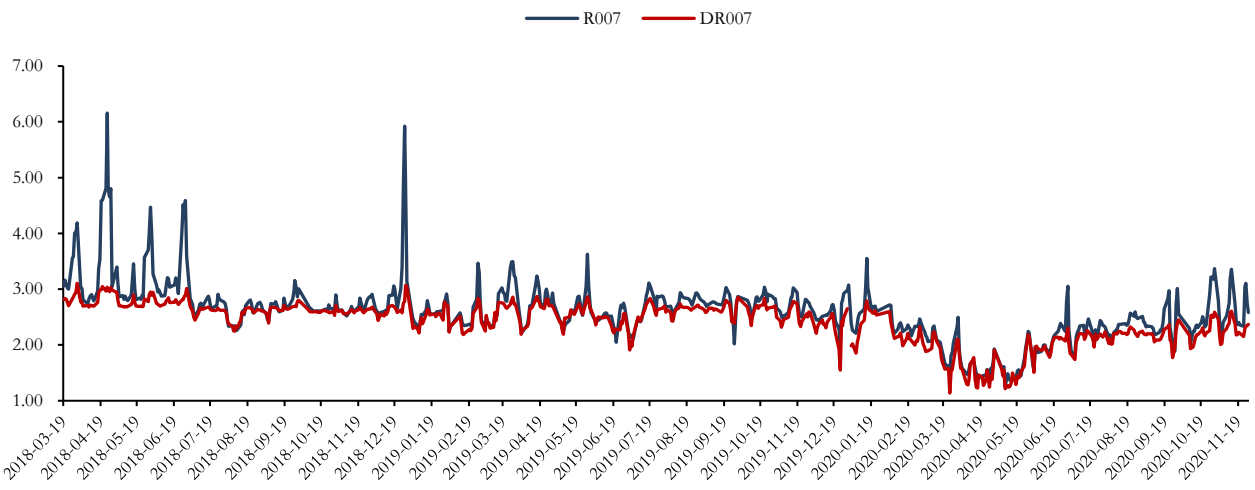
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 37 社会融资规模当月值（亿）



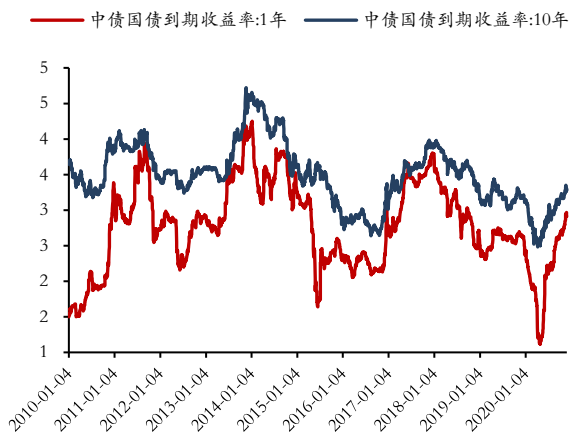
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 38 R007 与 DR007 对比（%）



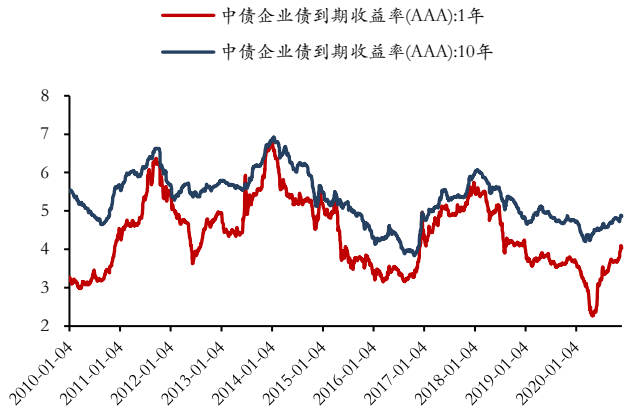
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 39 中债国债到期收益率 1 年 VS 10 年（%）



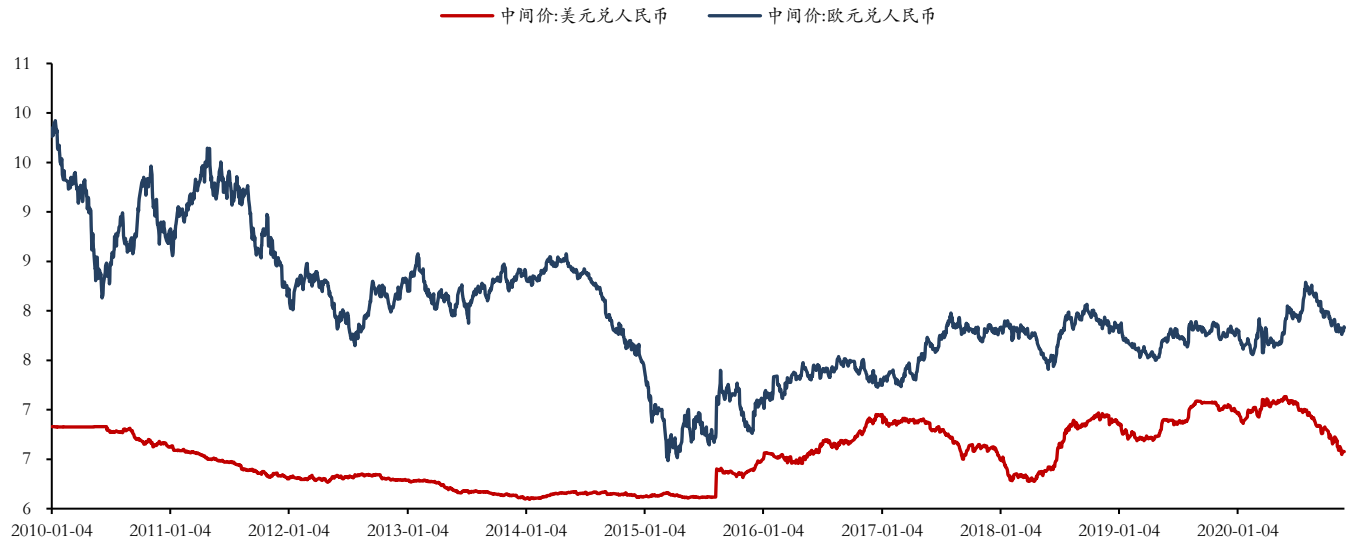
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 40 中债企业债到期收益率 1 年 VS 10 年（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 41 人民币对美元与欧元中间价（元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）微观流动性有改善空间，公募与外资为主要来源

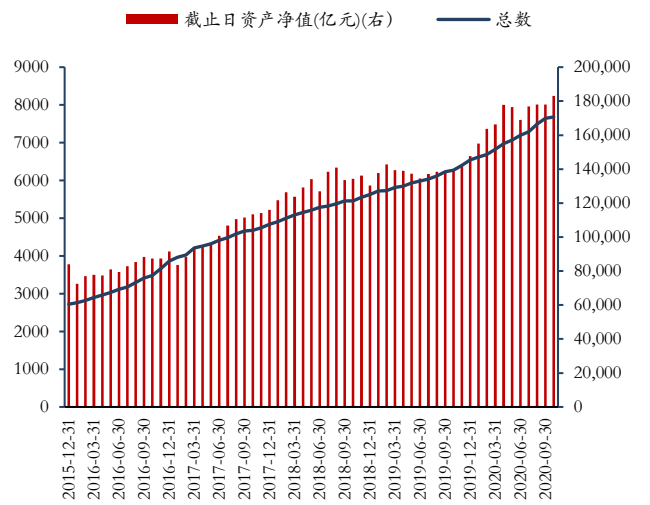
公募基金发行持续升高。虽然从宏观层面看流动性回归中性已经成为 2021 年的一个市场共识，但二级市场情况或好于预期。一方面资管新规下银行理财处于调换阶段，后期权益类产品将持续发力；另一方面公募基金或将成为市场增量资金的一大来源，近年来公募基金发行持续增长，截止 11 月 27 日 2020 年共有 1259 只基金发行，发行份额 28863.19 亿份，主动型股票基金份额增长超多 1 万亿份，净值增长超 2 万亿，相比于年初份额增长超过 60%，净值增长超过 90%，我们认为未来基金将持续发力，叠加银行理财产品的转型，2021 年机构类投资者有望持续进入权益类市场。

图表 42 基金市场整体状况（截至 11 月 27 日）

基金类型	数量合计(只)	占比(%)	份额合计(亿份)	占比(%)	资产净值合计(亿元)	占比(%)
股票型基金	1,251	17.31	12,034.71	7.36	16,393.9153	8.96
普通股票型基金	405	5.60	3,888.44	2.38	6,068.3105	3.32
被动指数型基金	726	10.05	7,585.93	4.64	9,338.1842	5.10
增强指数型基金	120	1.66	560.34	0.34	987.4205	0.54
混合型基金	3,096	42.85	30,608.32	18.72	42,906.6670	23.44
偏股混合型基金	1,160	16.05	17,038.71	10.42	24,448.7781	13.36
平衡混合型基金	101	1.40	1,131.75	0.69	1,500.9944	0.82
偏债混合型基金	401	5.55	4,467.33	2.73	4,832.2738	2.64
灵活配置型基金	1,434	19.85	7,970.53	4.88	12,124.6207	6.62
债券型基金	2,321	32.12	45,838.69	28.04	48,824.9205	26.67
中长期纯债型基金	1,564	21.64	35,282.59	21.58	36,591.5709	19.99
短期纯债型基金	166	2.30	2,410.50	1.47	2,491.3501	1.36
混合债券型一级基金	92	1.27	883.10	0.54	1,092.3054	0.60
混合债券型二级基金	346	4.79	3,658.18	2.24	4,809.3561	2.63
被动指数型债券基金	152	2.10	3,603.67	2.20	3,839.4484	2.10
增强指数型债券基金	1	0.01	0.67	0.00	0.8896	0.00
货币市场型基金	343	4.75	73,242.79	44.80	72,810.4007	39.78
另类投资基金	51	0.71	755.03	0.46	992.5192	0.54
股票多空	22	0.30	525.79	0.32	654.5291	0.36
商品型基金	28	0.39	228.93	0.14	305.5154	0.17
REITs	1	0.01	0.30	0.00	32.4747	0.02
QDII 基金	164	2.27	1,008.72	0.62	1,111.9940	0.61
国际(QDII)股票型基金	83	1.15	627.41	0.38	666.7868	0.36
国际(QDII)混合型基金	35	0.48	156.72	0.10	225.9189	0.12
国际(QDII)债券型基金	27	0.37	120.43	0.07	155.4971	0.08
国际(QDII)另类投资基金	19	0.26	104.16	0.06	63.7912	0.03
全部基金	7,226	100.00	163,488.27	100.00	183,040.4166	100.00

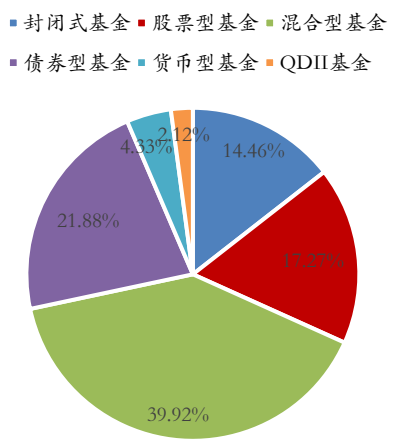
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 43 基金数量与资产规模（亿，个）



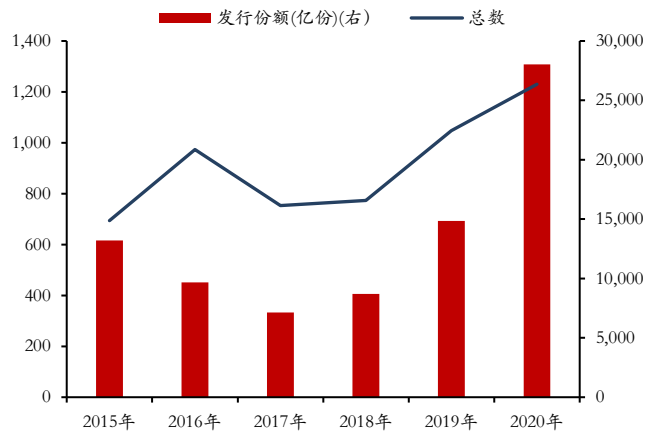
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 44 基金种类所占比例（%）



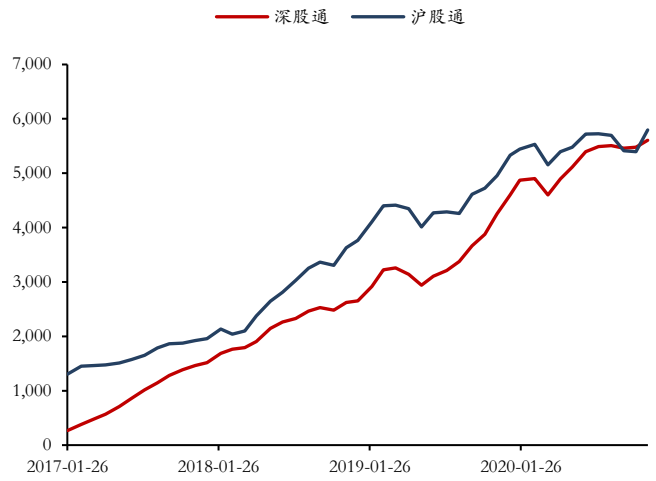
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 45 新成立基金总数及份额变化（亿份，个）



资料来源：Wind，万和证券研究所

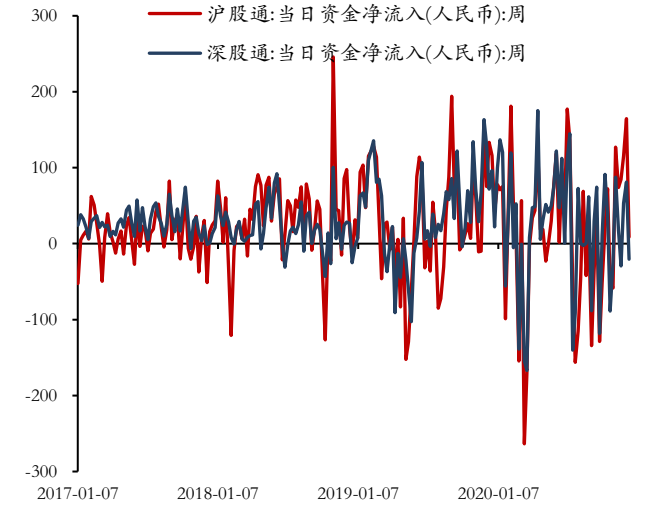
图表 46 北向资金累计净买入（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

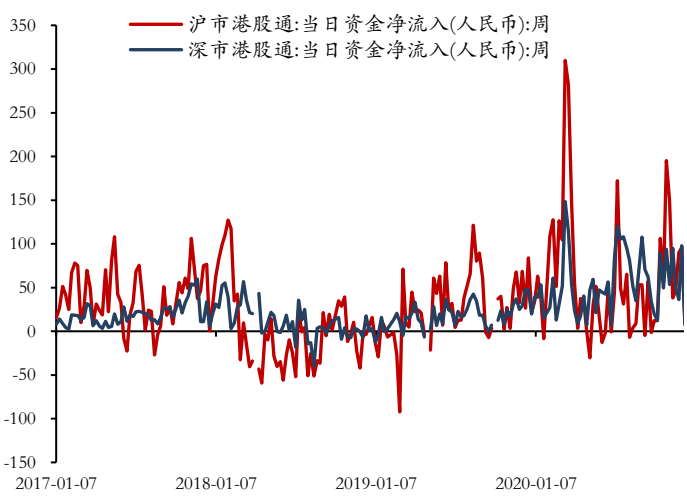
近年外资持续流入。当前阶段中国权益类市场对海外资金吸引力较大，由于人民币升值所吸引的海外资金也将在 2021 年加速流入 A 股。2017 年-2020 年北向资金经持续净流入，流入规模接近万亿，外资所持市场份额逐年增加。在后疫情市场，由于全球流动性的“大水漫灌”将导致欧美等市场负利率或低利率时期到来，而我国作为最早成功控制疫情的国家，经济恢复动能以及经济发展韧性均优于海外市场，叠加我国货币政策先一步回归正常，国内权益类市场对外资的吸引力将进一步提升，我们认为 2021 年外资仍将持续流入 A 股，所占市值比例有望进一步提升。

图表 47 北向资金当日净流入（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 48 南向资金当日净流入（亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）2021 流动性总结

宏观流动性偏紧，权益类市场对资金吸引更大。整体来看 2021 年宏观流动性回归中性在市场中已经形成较为统一的共识，在货币政策回归正常后，无风险利率上行，疫情期间的“特殊货币政策”将退出，偏紧的宏观流动性将成为 2021 年主旋律。微观来看近年公募基金发行持续增加，同时投资权益类市场的比例也逐年上升，叠加资管新规下的银行理财产品转型，将为权益类市场带来较为可观的资金；海外市场超宽松的流动性投放，将使海外市场进入低利率或负利率时代，而基本面恢复态势较好的国内市场将对外资更具有吸引力。整体来看权益类市场流动性在公募及外资的助推下将保持净流入状态。

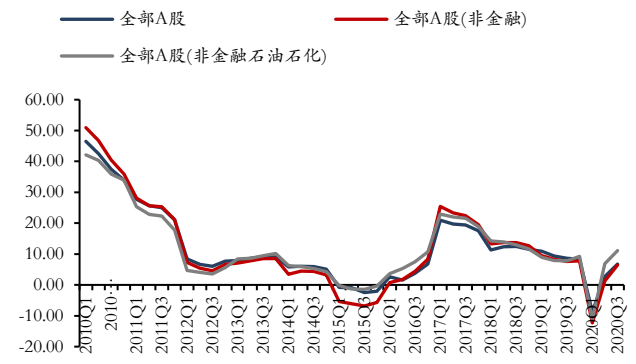
五、2021 年企业盈利分析

（一）A 股盈利呈持续恢复态势

A 股盈利延续修复趋势，增速进入上行区间。2020 年受疫情影响，使得原本在 2019Q3-2020Q1 出现的圆弧形盈利底部破坏，A 股盈利增速转头向下大幅回落，而随着疫情防控成效的持续，基本面稳步恢复，A 股企业盈利状况大幅改善。在 2020 年二季度 A 股盈利对比一季度已经有明显改善，三季度改善趋势进一步确认，全 A 及全 A 非金融净利润增速均转正，负债率有所下降。具体看：2019Q4、2020Q1、2020Q2、2020Q3（以下用“同期”表示）全部 A 股营业收入累计同比分别为 8.37%、-8.76%、2.67%、6.76%，剔除金融后分别为 7.83%、-12.31%、1.25%、6.46%，剔除金融石油石化分别为 9.31%、-11.20%、6.81%、11.10%，A 股营业收入在 Q1 之后反弹趋势明显；同期全部 A 股归母净利润同比增速分别为-4.39%、-23.95%、-12.21%、17.38%，剔除金融后分别为-24.52%、-52.59%、-0.39%、31.99%，剔除金融石油石化后分别为-35.38%、-42.08%、9.47%、20.50%，随着疫情防控成果的持续，A 股净利润增速在 Q3 明显改善，全部 A 股与全部 A 股非金融净利润增速在 Q3 实现转正。按照历史惯例，工业企业利润总额与 A 股归母净利润同比增速相关性较高，走势基本趋同，从工业企业利润总额增速来看，同期分别为-2.77%、-37.50%、-19.83%、-4.97%，当前我国经济复苏形势良好，疫情防控成果持续，制造业 PMI 持续保持扩张区间，社会及经济活动日益活跃，预

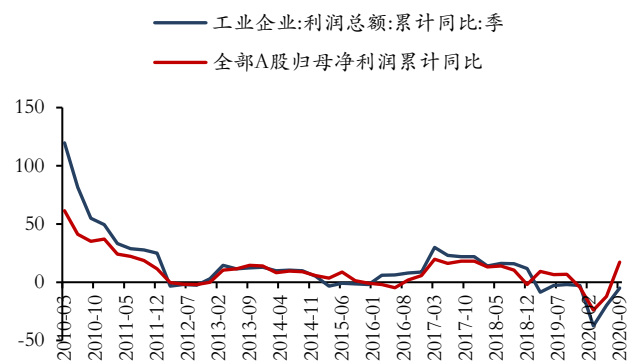
计未来工业企业利润仍将进一步改善至正区间。

图表 49 A 股营业收入变化趋势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

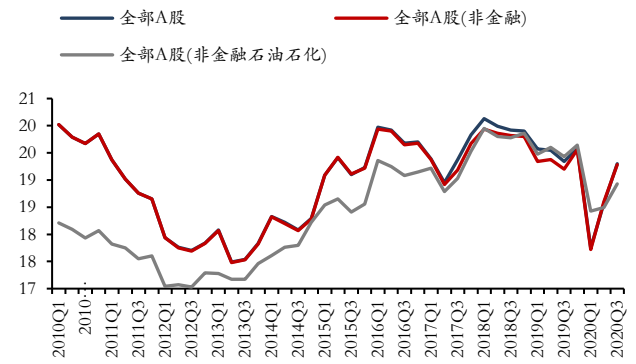
图表 50 A 股工业企业利润及归母净利润走势（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

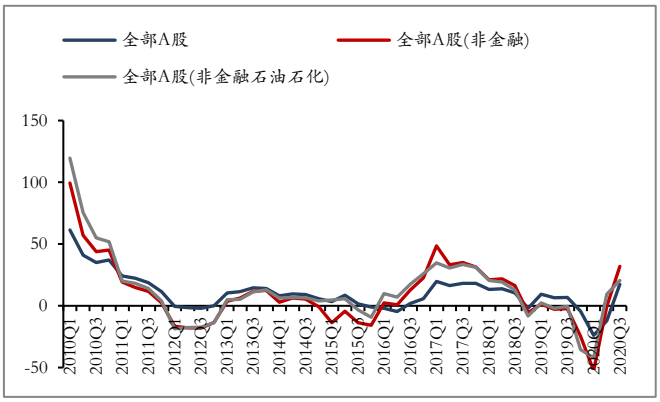
进一步分析归母净利润变化的因素，毛利率与三费均有较明显改变。同期全部 A 股毛利率分别为 19.58%、17.75%、18.57%、19.30%，剔除金融后分别为 19.56%、17.72%、18.60%、19.28%，剔除金融石油石化后分别为 19.64%、18.43%、18.49%、18.93%，受益于制造业的持续恢复，毛利率在 Q3 改善明显。此外全部 A 股管理费用与财务费用占营收比例均有比较明显下降，全部 A 股管理费用占比由 Q1 的 7.32%下降至 6.78%，剔除金融后由 4.02%下降至 3.48%，剔除金融石油石化后由 4.24%下降至 3.55%；同期全部 A 股财务费用占比由 1.94%下降至 1.51%，剔除金融后由 1.91%下降至 1.48%，剔除金融石油石化后由 2.06%下降至 1.55%。得益于疫情期间各项政策的落实为企业经营提供了帮助，使企业三费占营收比例在 Q2 之后继续下行，均出现明显的下降。在营业收入、毛利率及三费的共振下，A 股 Q3 盈利延续改善，营收与净利润增速均恢复至正区间。

图表 51 A 股毛利率变化（%）



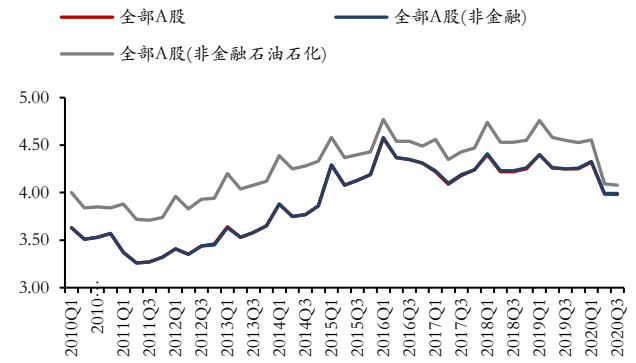
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 52 A 股归母净利润同比增长率（%）



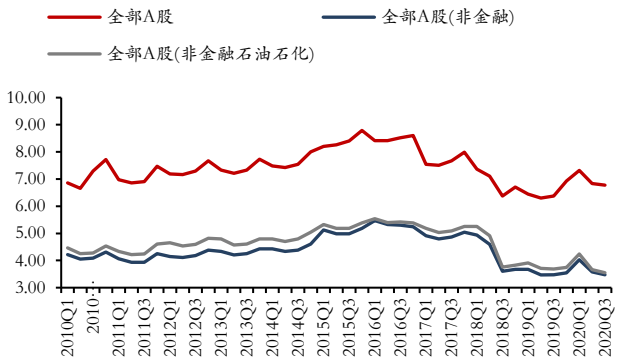
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 53 A 股销售费用变化（%）



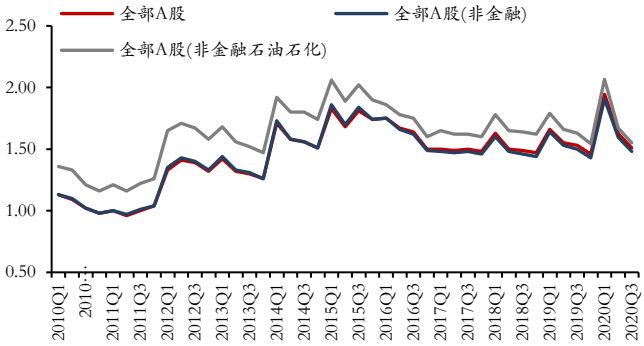
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 54 A 股管理费用变化（%）



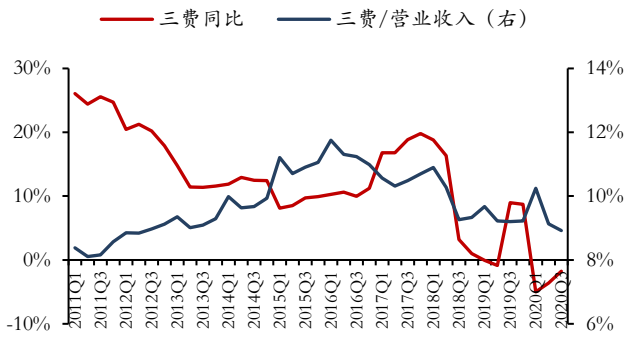
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 55 A 股财务费用变化（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 56 全部 A 股非金融三费与营收变化（%）

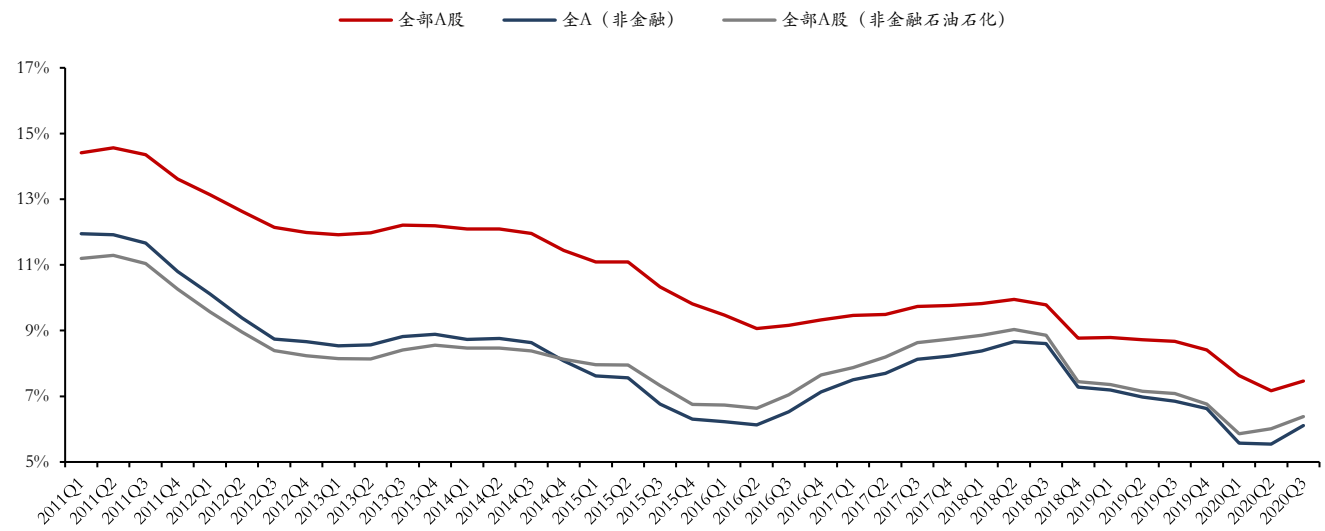


资料来源：Wind，万和证券研究所

ROE 环比继续改善，资产负债率有所下降，净利率回升，资产周转率基本持平。2020Q3 全部 A 股 ROE（TTM，整体法，下同）为 7.46%，剔除金融后为 6.11%，剔除金融石油石化后为 6.38%，整体看全 A、全 A 非金融，全 A 非金融石油石化 ROE 均呈现环比改善，略低于去年同期，同时三者均低于十年历史平均值。按影响因子来看，单季度净利率继续回升，全部 A 股 Q3 为 7.67%，剔除金融后为 4.63%，剔除金融石油石化后为 4.96%，环比回升但仍低于十年历史平均值；资产负债率回落，全部 A 股 Q3 为 83.90%，剔除金融后为 60.88%，剔除金融石油石化后为 61.63%，由于央行在二季度及三季度采取的流动性边际收紧及稳杠杆措施，A 股企业整体杠杆率下降；资产周转率变化不大，环比基本持平，全部 A 股 Q3 资产周转率为 17.29%，剔除金融后为 59.67%，剔除金融石油石化后为 57.18%，对比 Q2 非金融企业周转率略有下降。当前工业补库存周期将持续至 2021 年上半年，同时我国工业企业利润总额同比将继续保持回升；从净利润率角度看，因疫情影响的最严重阶段已经过去，2021 年随着疫苗的大范围推广，海外疫情的消退

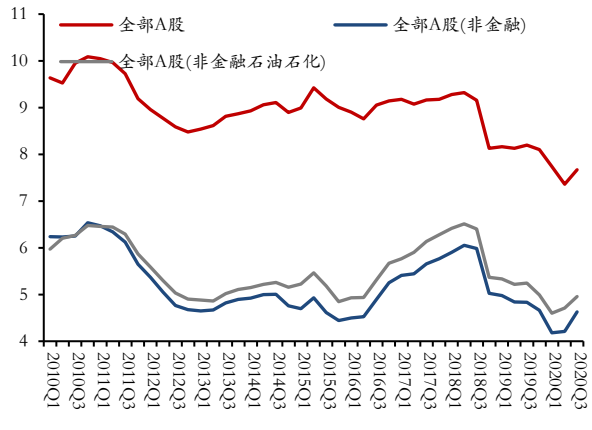
将继续推升世界经济复苏速度，有利于我国经济的进一步回升，从而保持 A 股企业净利润率的增速。

图表 57 A 股 ROE 变化（%）



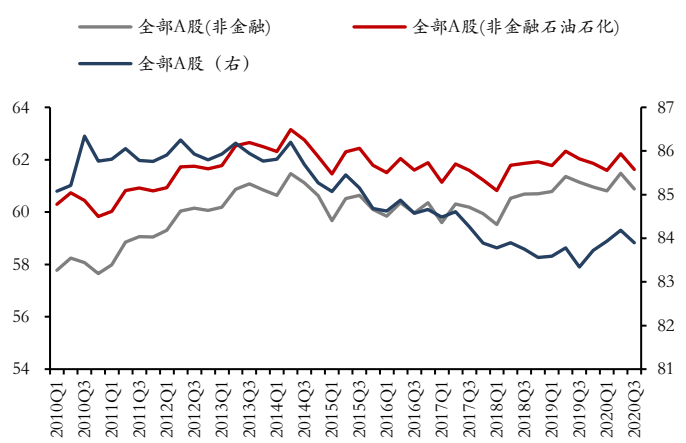
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 58 A 股销售净利率变化（%）



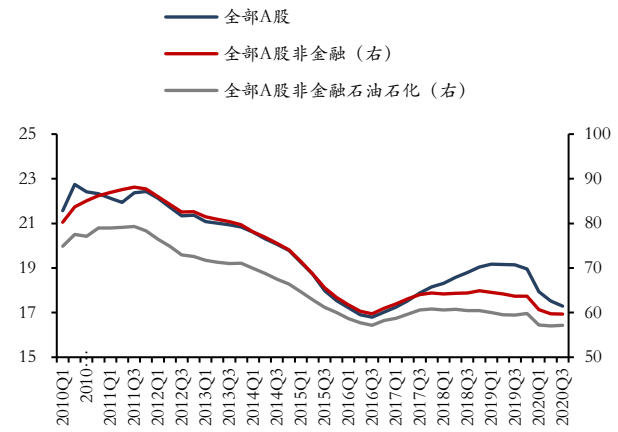
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 59 A 股资产负债率变化（%）



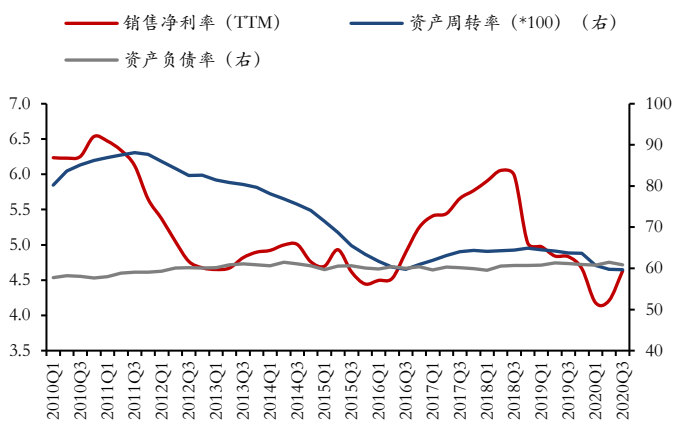
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 60 A 股资产周转率变化（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 61 全部 A 股非金融三因子变化（%）

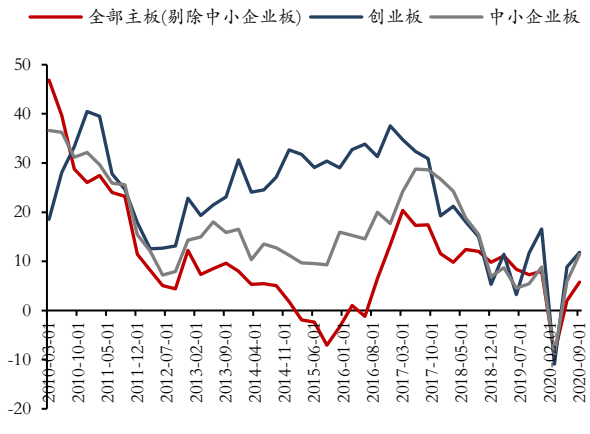


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）创业板业绩改善速度放缓，利润增速回落

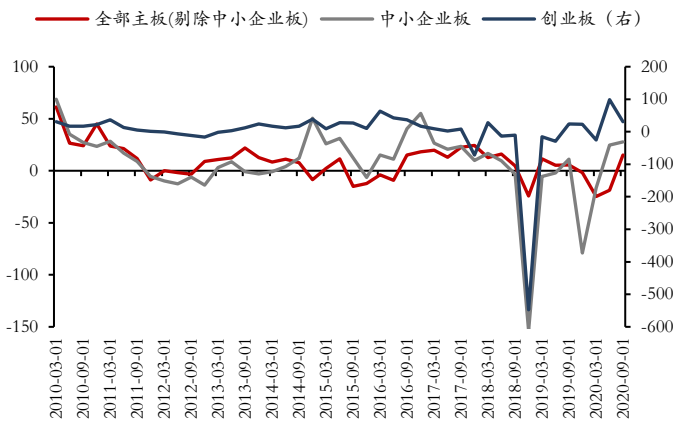
主板、中小创营收增速保持增长，创业板单季度净利润增速高位回落。同期主板（剔除中小创，下同）营收增速分别为 7.98%，-8.73%、2.02%、5.79%；创业板营收增速分别为 16.59%、10.91%、8.81%、11.81%；中小板营收增速分别为 8.86%、-8.85%、5.88%、11.45%，主板与中小创营收继续保持增长；同期主板归母净利润增速分别为-1.68%、-24.74%、-18.73%、15.12%，创业板归母净利润增速分别为 22.52%、-25.54%、98.63%、31.22%，主板净利润增速 Q3 转正，创业板净利润增速较 Q2 高位回落，不过当前创业板增速仍为近两年较高水平。具体来看，主板同期单季度毛利率为 18.49%、16.47%、17.11%、17.83%，创业板为 29.32%、29.72%、31.75%、32.23%，创业板毛利率进一步提升；三费方面主板与创业板销售费用占比上升，主板管理费用上升，创业板下降，而财务费用方面创业板上升较大，主板略有回落。整体来看 2020Q3 创业板利率增速下降与三费上升相关。往后看，当前创业板业绩增速仍处于改善区间，但增速已有明显放缓。

图表 62 主板与中小创营收同比增速（%）



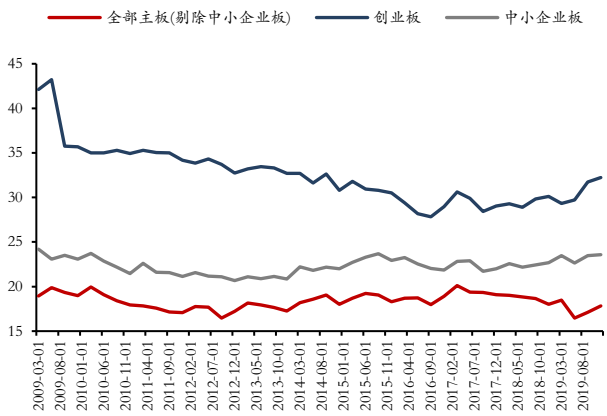
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 63 主板与中小创归母净利润同比增速（%）



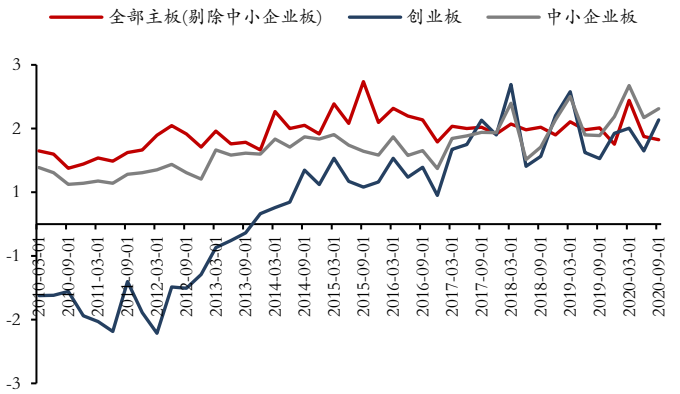
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 64 主板与创业板单季度毛利率变化（%）



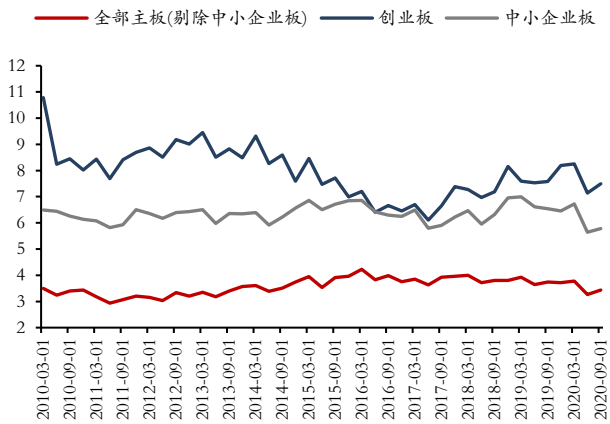
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 65 主板与中小创单季度财务费用占比变化（%）



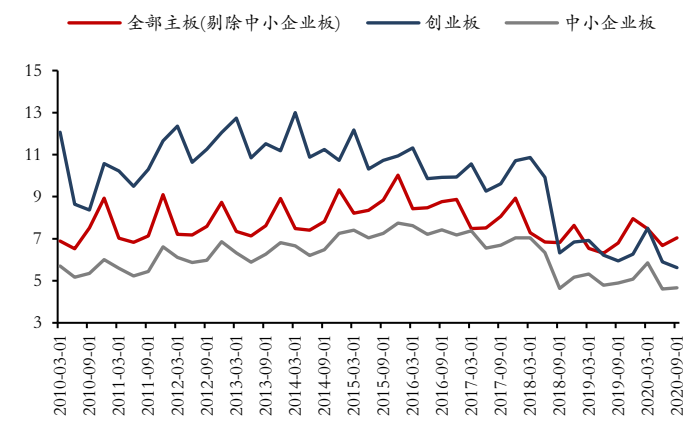
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 66 主板与中小创单季度销售费用占比变化(%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

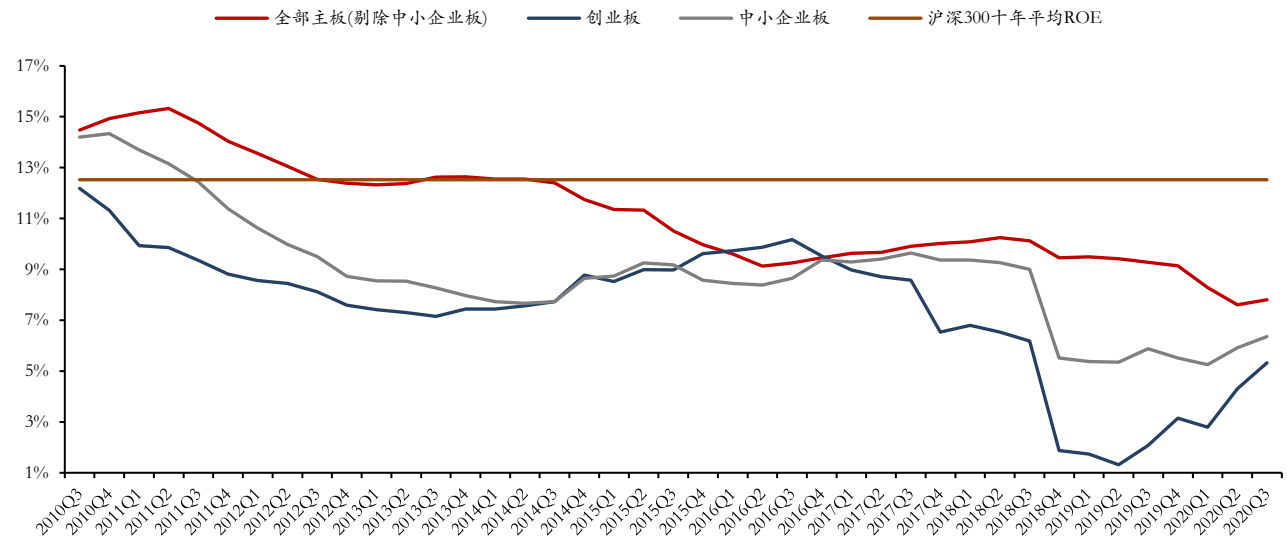
图表 67 主板与中小创单季度管理费用占比变化（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

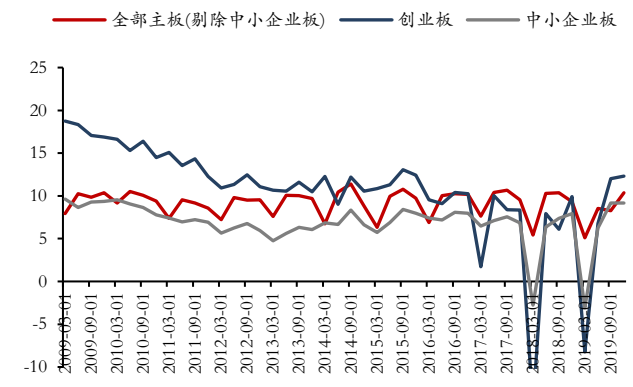
主板、中小创 ROE 均成回升态势。2020 年 Q3，主板、创业板、中小板 ROE 分别为 7.81%、5.33%和 5.91%环比回升，略低于 2019 年同期，低于十年平均值。杜邦拆解后，主板、中小创净利率较 Q2 呈大幅上涨态势，分别为 10.37%、12.33%、9.18%，高于十年历史平均值；主板资产负债率变化幅度不大，创业板与中小板环比回落；主板资产周转率回落，创业板环比回升，中小板变化幅度不大。整体来看主板、中小创 ROE 仍将会处在改善通道中，预计明年二季度改善幅度将趋缓，根据历史惯例来看，ROE 通常会在净利率触顶后的 2-3 个季度触顶，当前净利率仍在回升通道中，预计 2021 年净利率增速现行达到高点，随后 ROE 在 2021 第四季度进入本轮回升周期高点。

图表 68　主板与中小创走势与沪深 300 ROE 十年历史平均值（%）



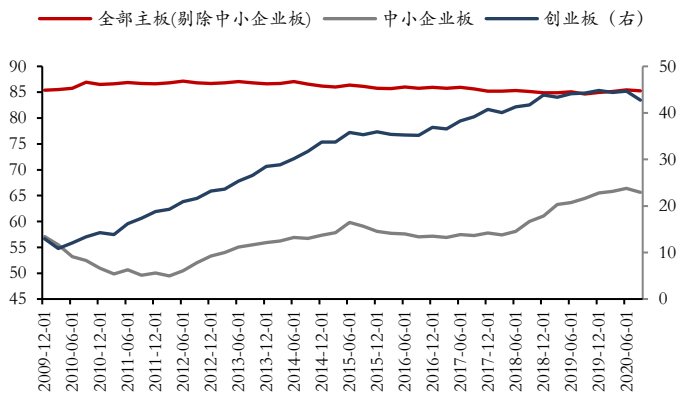
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 69　主板与中小创单季度净利率变化（%）



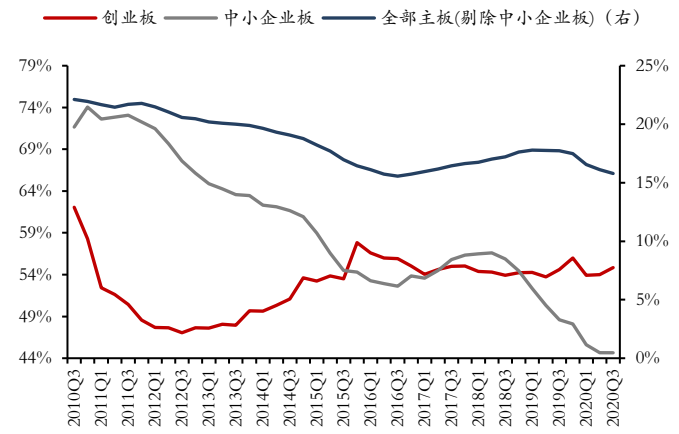
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 70　主板与中小创资产负债率（%）



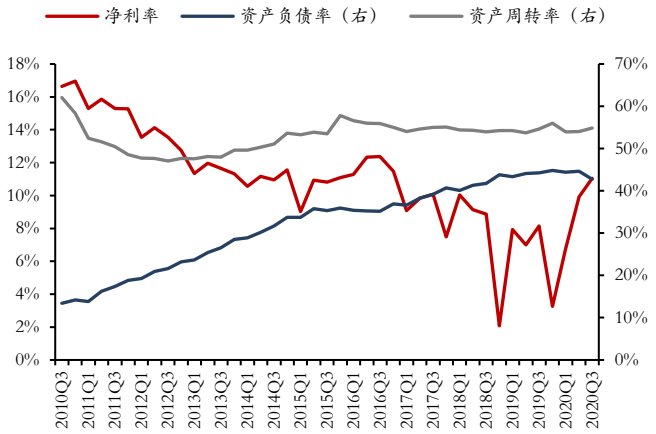
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 71 主板与中小创资产周转率变化（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 72 创业板三因子（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）行业盈利分析

2020 年企业盈利节奏被打破，整体生产经营落后往年。2020 年受疫情影响，上半年绝大部分企业生产经营节奏被打破，企业盈利增速在 Q1 下行探底，伴随着疫情得到有效控制，复工复产的持续推进，企业在二季度后期逐步恢复，Q1、Q2 受价格中枢下沉影响，上游资源品盈利增幅大幅下挫，采掘、有色、钢铁等归母净利润增速分比为-89.40%/-80.82%、-57.30%/-34.53%、-41.96%/-35.56%，三季度伴随着经济持续复苏需求端回升等影响，上游资源品盈利修复进程加快；而部分受疫情影响较小的行业如农林牧渔、食品饮料、医药生物等盈利增速好于其他行业，Q1、Q2 归母净利润增速分别为 389.19%/184.04%、-0.17%/10.12%、-17.49%/10.37%。整体来看，2020 年 Q1 盈利增速为正的仅有 4 个行业，到 Q2 恢复至 10 个行业，虽然第三季度盈利增速为正的较第二季度数量上没有变化，但降幅基本都在逐步收窄。展望 2021 年我们认为随着基本面的持续恢复，企业盈利增速将进一步提升，其中资源品受基建影响利润增速或将保持两位数以上，而制造业受海外需求恢复也有望延续利润修复。

图表 73 申万一级行业归母净利润增速与 PE（11 月 27 日）

行业	累计：归母净利润 2020Q1	累计：归母净利润 2020Q2	累计：归母净利润 2020Q3	单季度：归母净利润 2020Q2	单季度：归母净利润 2020Q3	PE(TTM)
休闲服务	-151.80	-123.04	-88.28	-89.19	-23.46	131.80

计算机	-121.13	-47.07	-36.13	-1.96	-9.63	70.49
国防军工	65.60	5.89	13.92	-23.60	51.26	67.98
电子	-12.43	13.79	24.39	34.69	32.33	49.83
有色金属	-57.30	-34.53	-10.91	-13.16	38.97	46.35
食品饮料	-0.17	10.12	12.42	25.80	18.19	46.34
医药生物	-17.49	10.37	21.89	36.22	50.69	41.22
通信	-56.14	-20.98	-9.24	12.94	9.08	39.93
电气设备	-13.58	22.04	42.21	43.42	83.39	39.66
纺织服装	-80.57	-54.01	-54.81	-4.88	-45.37	38.04
传媒	-52.89	-33.43	-24.03	-17.68	10.36	37.64
综合	24.99	3.26	46.93	22.91	313.36	35.79
汽车	-83.49	-31.26	-5.09	36.50	62.82	31.20
化工	-111.46	-73.77	-21.81	-42.26	99.10	30.01
商业贸易	-73.28	-45.22	-48.90	-10.17	-50.67	29.50
机械设备	-46.58	8.38	19.78	56.82	47.23	29.27
轻工制造	-33.66	-21.15	-8.75	-12.92	11.96	26.60
家用电器	-52.41	-31.79	-15.51	-17.63	16.42	26.44
交通运输	-124.51	-100.44	-73.54	-71.25	-25.84	24.72
非银金融	-23.68	-23.50	-6.49	-23.69	35.17	18.96
公用事业	-29.35	4.29	17.06	37.66	38.46	18.84
采掘	-89.40	-80.82	-30.47	-75.31	76.02	16.34
农林牧渔	389.19	184.04	124.33	119.82	78.84	15.65
建筑材料	-36.30	3.60	5.44	24.44	17.33	14.78
钢铁	-41.96	-35.56	-13.83	-25.06	49.66	14.49
建筑装饰	-30.41	-8.81	-0.42	7.70	16.30	9.63
房地产	-42.57	-19.66	-12.82	-4.44	3.95	9.34
银行	5.50	-9.41	-7.90	-23.71	-4.76	7.54

资料来源：Wind，万和证券研究所

（四）2021 盈利与估值总结

2021 是 A 股 ROE 的回升期。2020 年 Q1 A 股 ROE 探底，随着经济的持续好转，企业盈利改善，带动 A 股 ROE 的逐步回暖。展望 2021 年，受益于基本面的持续恢复，企业经营环境持续改善，净利率有望继续提高；资产负债率下降，在央行货币政策回归正常化后，企业杠杆率将有所下降，同时央行也明确了 2021 年稳杠杆的预期，信贷环境整体偏紧，导致企业加杠杆空间有限，随着利率上行，预计企业加杠杆意愿下降；资产周转率受益于企业经营活动的恢复预计在 2021 年将恢复至疫情前的水平。总体来看 2021 年在净利率的推动下，ROE 有望持续改善。行业方面受益于基本面的持续复苏，盈利复苏预期增强。

六、2021 投资策略与行业配置

（一）投资策略

我们对 2021 年整体行情判断偏谨慎。从宏观环境、海外风险、流动性、盈利四方面来看，2021 年作为“十四五”开局之年，伴随着产业规划及政策出台，叠加我国经济的持续复苏趋势，整体宏观环境偏积极；随着拜登当选，中美关系有望迎来阶段性缓和，但长期战略竞争格局不会改变，海外风险边际下降；央行已明确表态货币政策回归正常化，在此背景下宏观流动性回归中性成为市场共识，而股市受基金发行及外资持续流入影响，仍可带来可观的净流入资金；随着疫情消退及经济持续复苏，企业经营压力边际减小，盈利改善预期增强，ROE 处于上行修复期。**整体来看 2021 年的内外环境均好于 2020 年，但 2020 年受超宽松流动性影响，A 股估值持续上行，当前估值已处于偏高水平，考虑到估值与盈利的匹配性，以及流动性回归中性后对市场情绪的影响，我们对 2021 年 A 股行情整体判断偏向谨慎，收益情况将弱于 2020 年。市场节奏：紧扣基本面恢复及盈利改善节奏，2021 年主要投资机会将出现在一、四季度；二、三季度流动性将成为市场主要矛盾点，四季度主要观察央行对流动性判断及海外复苏后对我国制造业需求端的影响。**

（二）行业配置

我们对 2021 年行业配置思路主要概括为“宏观托底，政策推动，兼顾盈利与估值”。结合我们对 2021 年市场整体行情的判断，2021 年主线有三：一是由宏观基本面持续改善推动的低估值顺周期行业盈利改善预期增强，包括上游原材料有色金属、采掘、钢铁等；二是受下游需求端改善及行业景气提升的中游制造业及可选消费，包括机械设备、电气机械、汽车、家电等；三是受政策推动及盈利改善预期增强的券商、电子、计算机、通信等。

图表 74　主要指数及行业 2020 年盈利、估值及涨跌幅对比（截止 2020-12-25、三季报）

证券简称	归母净利润同比增速（五年平均、%）	归母净利润同比增速（三季报、%）	涨跌幅（%）	PE(TTM)（倍）	分位数（%）	PB(LF)（倍）	分位数（%）
上证指数	5.71	-10.95	11.36	15.75	72.16	1.51	37.92
深证成指	4.36	7.36	34.38	31.15	81.87	3.56	90.37
中小板指	3.57	13.79	40.87	34.14	71.82	4.65	77.71

创业板指	-4.17	30.30	57.99	60.97	75.8	7.90	91.67
申万一级行业							
休闲服务	23.93	-88.28	86.73	154.07	99.21	7.18	99.34
国防军工	201.49	13.92	49.55	71.39	60.40	3.53	62.23
计算机	-5.02	-36.13	4.25	67.00	79.13	3.99	37.88
食品饮料	17.81	12.42	73.17	49.86	99.63	10.02	99.70
电子	14.04	24.39	33.94	49.42	49.16	4.26	80.63
有色金属	579.59	-10.91	35.22	49.21	58.37	2.78	36.64
电气设备	8.58	42.21	93.48	47.45	87.47	4.26	82.11
医药生物	5.34	21.89	50.60	45.23	84.32	4.74	74.93
通信	-77.00	-9.24	-11.22	36.27	18.73	2.26	22.78
纺织服装	-8.31	-54.81	-7.89	36.00	74.84	1.80	15.08
综合	-0.47	46.93	11.12	35.75	34.99	2.08	20.87
传媒	-10.81	-24.03	4.74	35.20	22.59	2.43	15.36
汽车	-2.96	-5.09	43.35	31.10	95.58	2.30	53.24
化工	10.48	-21.81	34.05	30.43	63.36	2.54	54.70
机械设备	7.20	19.78	28.97	29.55	47.40	2.61	51.37
商业贸易	12.32	-48.90	-0.42	27.16	50.28	1.42	6.37
家用电器	11.98	-15.51	26.19	26.33	96.07	3.86	92.02
轻工制造	19.14	-8.75	14.16	25.26	20.33	1.90	25.48
交通运输	5.76	-73.54	-1.68	24.31	81.55	1.49	39.15
公用事业	-5.98	17.06	1.83	18.71	17.95	1.41	7.29
非银金融	20.35	-6.49	0.29	17.70	44.64	1.89	36.38
采掘	104.16	-30.47	0.63	16.21	34.38	1.11	9.59
农林牧渔	42.55	124.33	15.05	15.53	0.75	3.45	43.14
钢铁	-72.65	-13.83	6.10	14.72	27.28	1.00	33.65
建筑材料	37.39	5.44	22.42	14.34	19.26	2.12	43.84
建筑装饰	9.11	-0.42	-7.45	9.02	1.26	0.85	0.07
房地产	17.19	-12.82	-11.90	8.45	0.92	1.12	0.04
银行	4.07	-7.90	-5.43	7.08	67.35	0.69	4.16

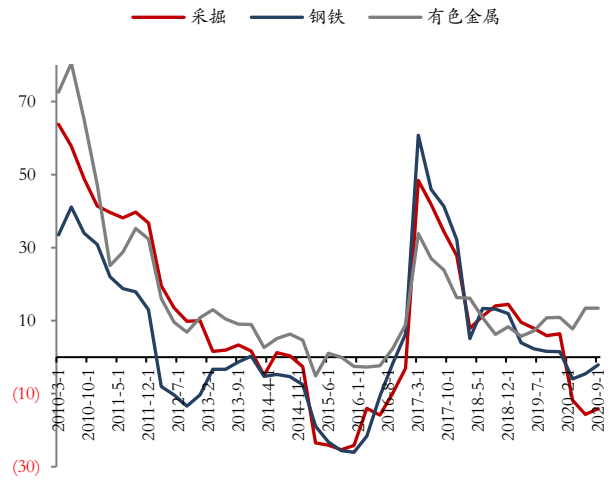
资料来源：Wind，万和证券研究所

主线一：基本面叠加估值推动顺周期盈利预期增强

上游原材料及顺周期整体估值偏低叠加利润修复预期确定性强。我们认为2021年伴随着疫苗的推广，疫情影响减弱（可能完全消退），全球经济复苏确定性增强，我国作为全球供应链中的重要一环，海外需求恢复将进一步推动国内基本面的复苏趋势。在此背景下，低估值顺周期板块盈利修复预期得到加强，叠加“十四五”规划，未来将有一批基建项目陆续落地，同时受益于中游制造业的逐步恢复，需求端的回升助推上游原材料价格回升。当前上游原材料及顺周期板块整体估值仍然偏低，以采掘、有色金属、钢铁为例，截止12月25日，动态估值分别为16.21倍、49.21倍、14.72倍、分别位于历史34.38%、58.37%、27.28%分位。当前原材料及顺周期板块的营收增速与

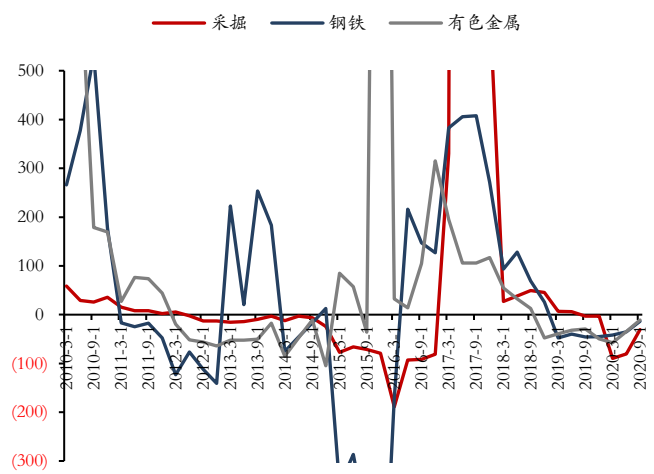
归母净利润增速仍处于下降区，而 2021 年我们判断经济恢复趋势将延续，在这个主基调下，上游原材料及顺周期板块受需求提振影响业绩有持续改善动力。

图表 75 上游资源品营业收入增速（%）



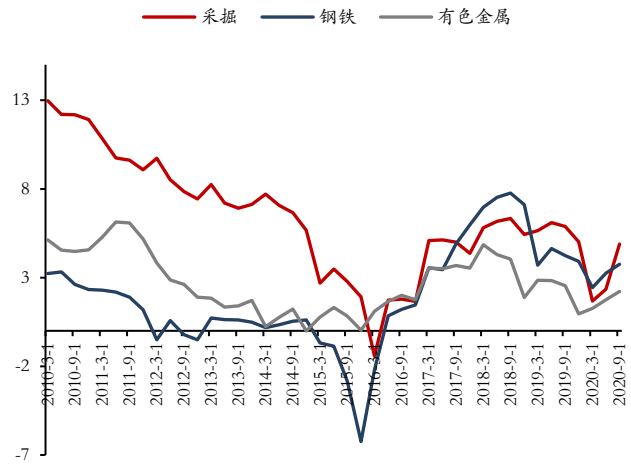
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 76 上游资源品归母净利润增速（%））



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 77 上游资源品净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 78 上游资源品 ROE（%）



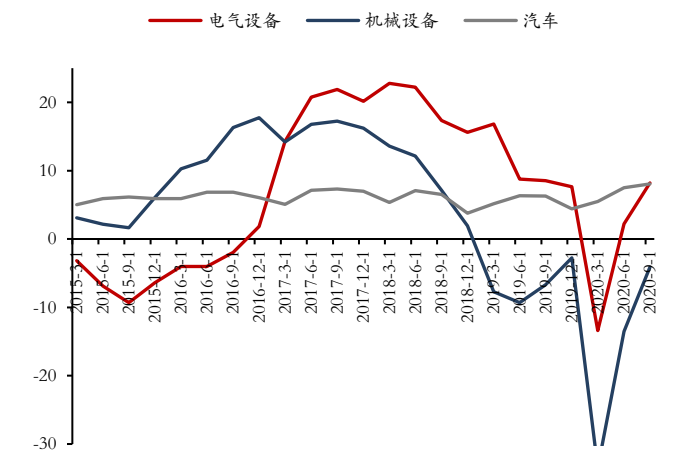
资料来源：Wind，万和证券研究所

主线二：景气改善叠加需求端改善推动中游制造与可选消费

中游制造景气提升叠加下游需求改善，推动制造与消费盈利持续复苏。我们认为新兴产业叠加传统制造业共同改善制造业业绩空间。中游制造业较为分散，但电气设备、汽车等板块受益于行业景气改善，随着 2021 年我国及全球经济的回暖，其盈利空间有望再次提升。2021 年作为“十四五”规划的开局之年，产业政策的推出有助于制造业的转型升级，进一步推升工业、

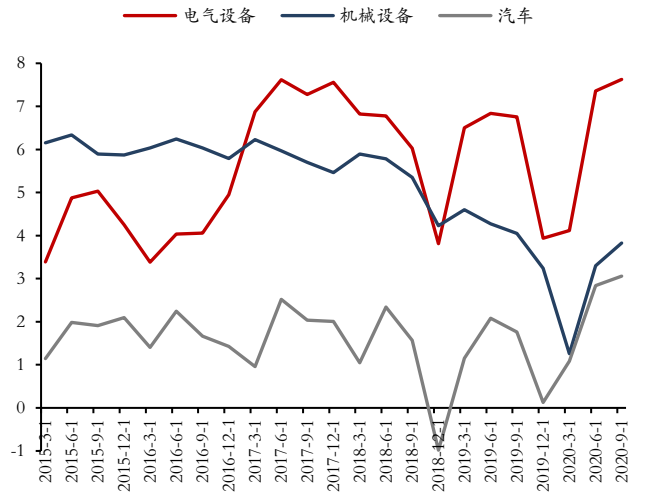
精密制造、特高压设备等制造业内部新兴行业的盈利空间，同时传统制造业如汽车、工程机械则受下游消费影响，进入到景气上升阶段。当前部分制造业及汽车虽然动态估值处于历史较高水平，但过去五年，其板块归母净利润同比平均增速相对较低，以电气设备、机械设备、汽车为例，过去五年归母净利润平均增速分别为，8.58%、7.20%、-2.96%，截至 12 月 25 日，其动态估值分别为 47.45 倍、28.55 倍、31.10 倍，分别位于历史 87.47%、47.40%、95.58%分位；而对比 PB（LF）分别为 4.26 倍、2.61 倍、2.30 倍，分别位于是 82.11%、51.37%、53.24%，从 PB 来看机械设备与汽车估值仍处于历史中游附近。考虑到当前制造业景业及汽车景气持续改善，叠加 2021 年经济复苏预期将继续推动制造业的盈利空间上升，中游制造估值容忍度或将提升，其盈利预期将增强。

图表 79　中游制造营业收入增速（%）



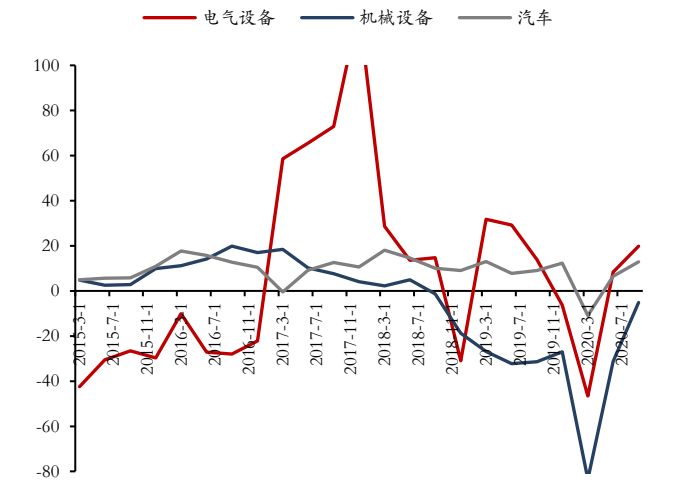
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 80　中游制造归母净利润增速（%）

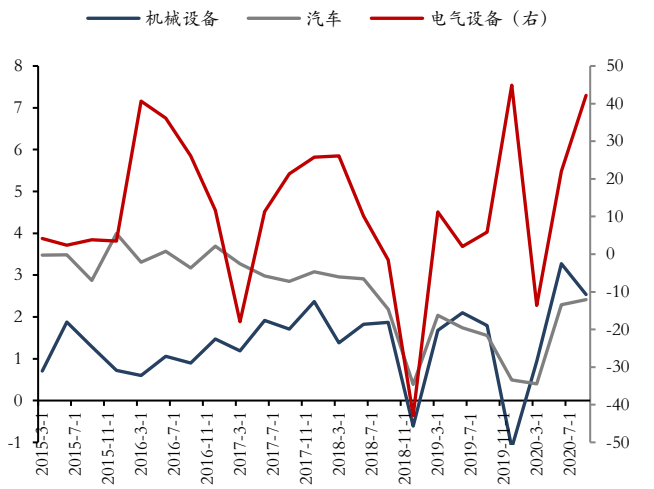


资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 81　中游制造净利率（%）



图表 82　中游制造 ROE（%）

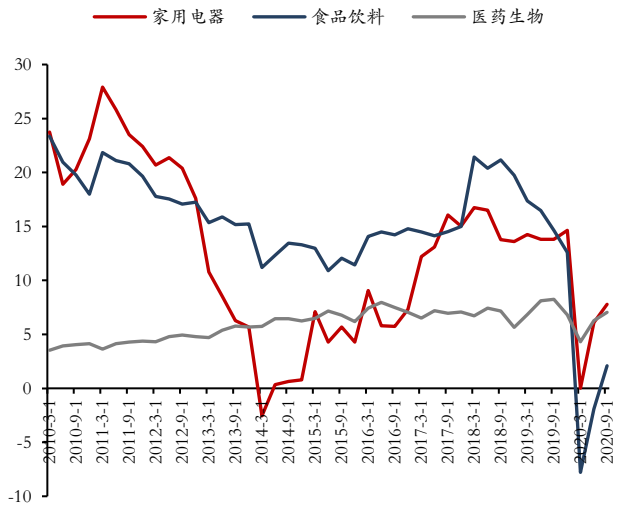


资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

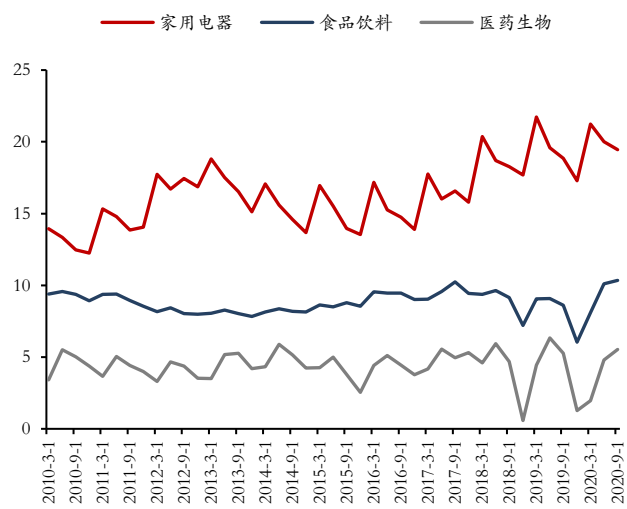
消费内部切换整体盈利形势不变。2020 年在疫情影响下，消费板块利润驱动力主要来源于必选消费，居民对生活用品的采购与囤积推动必选消费类企业在疫情期间的盈利。而随着疫情的消散，居民生活逐步恢复至正常状态，这也导致在高基数下的 2021 年必选消费盈利增速回落，与之相反的则是可选消费的回暖。同时消费服务类板块也将在 2021 年逐步恢复至疫情前水平，主要是消费服务通常以线下方式进行，这也需要居民在行动不受限的情况下才有可能出现持续恢复的趋势。我们认为 2021 年消费板块将进行内部切换，可选消费如家电、美妆、航空、酒店等将取代必选消费继续推动消费盈利的回升。同时 2021 年新冠疫苗的推广以及居民防护意识提升，将增强医药生物消费属性，继续推动医疗板块盈利提升。我们以家用电器、食品饮料、医药生物为例，截止 2020 年 12 月 25 日动态估值分别为 26.33 倍、49.86 倍、45.23 倍，分别位于历史 96.07%、99.63%、84.32%分位，其 PB（LF）分别为 3.86 倍、10.02 倍、4.74 倍，分别位于历史 92.02%、99.70%、74.93%分为，考虑到“十四五”规划中提出将构建国内大循环的战略，我们认为终端消费需求将持续提升，同时经济和就业市场的恢复也将推动居民可支配收入的回暖，将推动可选消费如旅游、餐饮、美妆等板块的盈利增速复苏预期提高，而提升消费板块的估值容忍。

图表 83　下游消费营业收入增速（%）



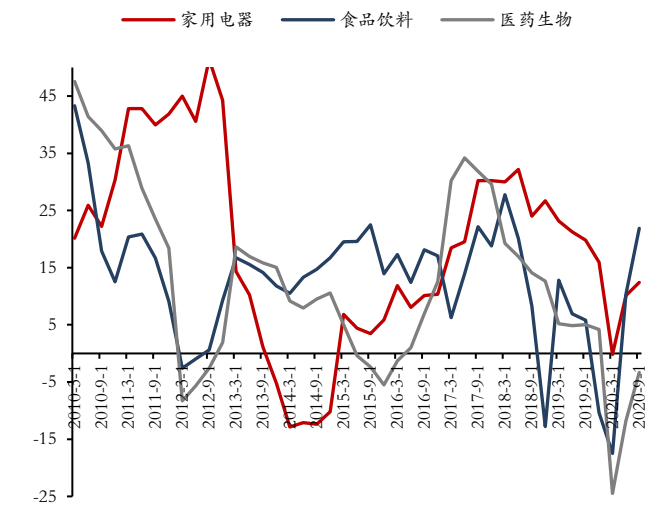
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 84　下游消费归母净利润增速（%）



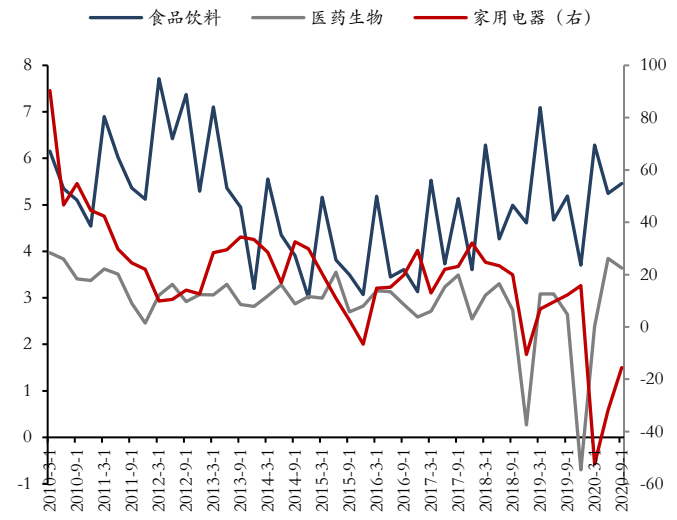
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 85 下游消费净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 86 下游消费 ROE（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

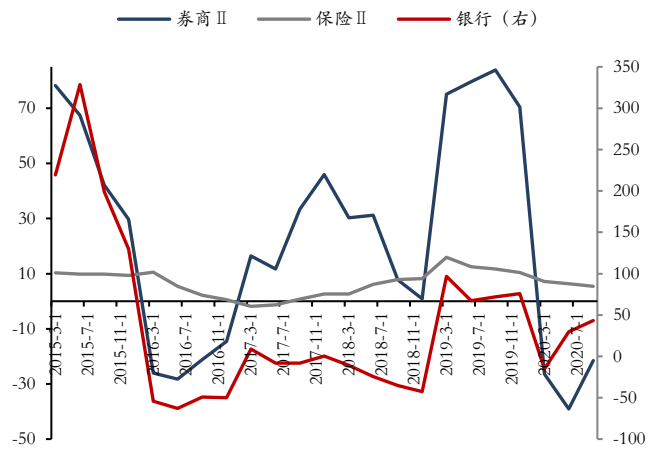
主线三：政策助推改革红利推动券商、科技盈利改善预期增强

金融改革推进我国直接融资比例，券商业绩有望继续提升。2020 年受益于注册制等金融市场改革红利，同时受益于二级市场行情与交易活跃度升高，券商业绩修复明显。我们认为 2021 年金融业整体环境较 2020 年将有较大幅度改善，券商受金融市场改革红利影响，直接融资比例的提升以及二级市场交易活跃度的提升，券商业绩有望持续增长；保险受居民收入与医疗安全意识提升，对保险业绩提供一定的支撑；上市银行营业收入增速边际放缓，拨备前净利润增速环比继续下降，受拨备计提边际放缓影响，净利润增速降幅缩窄，拨备计提力度较大夯实资产质量,部分银行仍面临资本约束压力较大，以量补价有望支撑全年业绩。以券商、保险、银行为例，截至 2020 年 12 月 25 日，动态估值分别为 24.45 倍、12.97 倍、7.08 倍，分别位于历史 49.79%、40.29%、67.35%分位；PB（LF）分别为 1.85 倍、2.07 倍、0.69 倍，分别位于 46.89%、40.43%、4.16%分位。展望明年，国内宏观环境延续稳定恢复态势，“稳健的货币政策合理适度”基调下，整体而言上市银行面临的经营压力逐步改善，目前行业估值仍位于底部区域，估值修复空间明显，部分银行资产质量较好、抗风险能力较强、基本面稳健的银行具备较好的投资价值；随着金融市场改革的推进，注册制有望继续扩张至其他板块，IPO、增发与再融资等将对券商业绩有直接影响，结合较好的行情推升券商经纪业务业绩，未来券商盈利提升空间较大。

2020 年整体来看呈现高增长态势，据中国证券业协会披露 2020 年前三季度

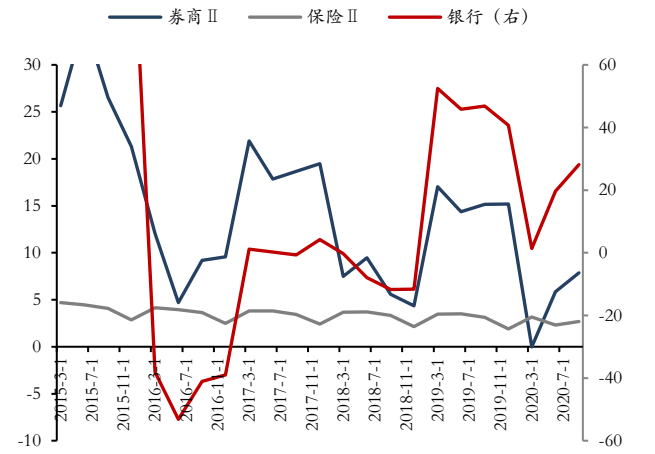
证券业营业收入 3423 亿元，同比+31.08%，净利润 1326 亿元，同比+42.51%，前三季度业绩已经超过去年全年水平且仅次于 2015 年，随着资本市场改革落地与深化，证券板块的整体业绩将得到显著提升；同时证券板块经历过前期调整，板块估值处于历史低位，截至 2020 年 12 月，板块市净率已经滑落到历史估值中枢，基于行业业绩增长和扩表、杠杆率提升的预期，板块估值存在较大提升空间

图表 87　金融业营业收入增速（%）



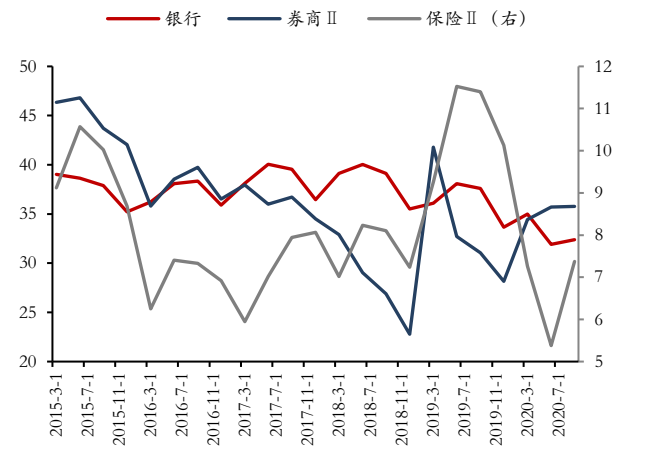
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 88　金融业归母净利润增速（%）



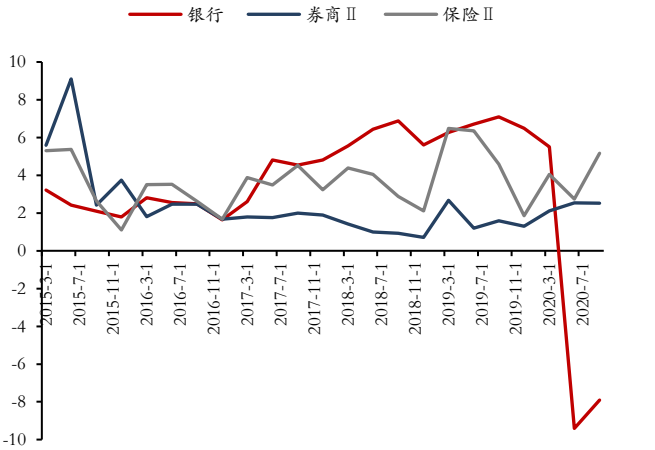
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 89　金融业净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 90　金融业 ROE（%）

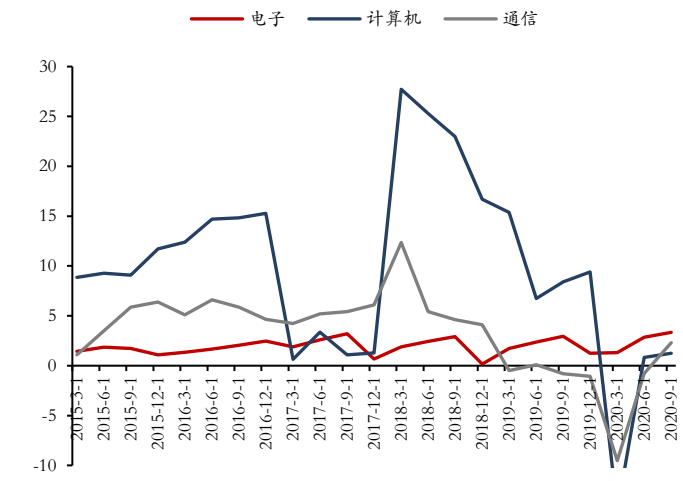


资料来源：Wind，万和证券研究所

科技是长期发展战略，行业景气度持续改善。5G、新能源汽车、芯片等科技产业持续受到中央重视，政策不断倾斜。随着 5G 时代的到来，消费电子、半导体、自动驾驶、云计算等行情景气度持续改善；叠加当前中美贸易摩擦，美国对我国“卡脖子”技术的限制，更加速推进了我国国产替代的紧迫性。以电子、计算机、通信为例，动态估值分别为 49.42 倍、67.00 倍、36.27 倍，

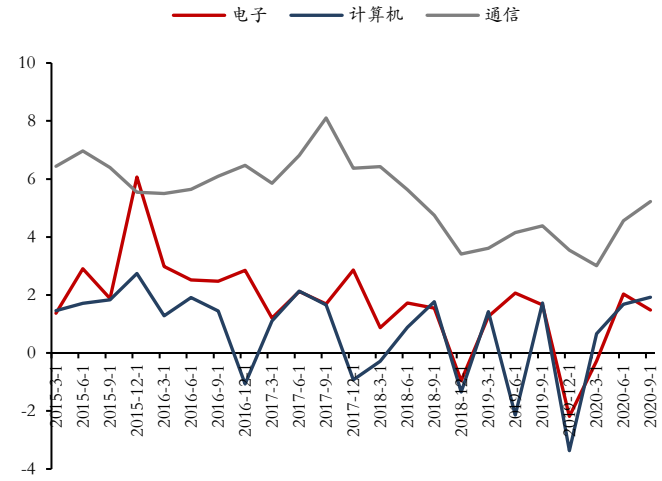
分别位于历史 49.16%、79.13%、18.73%分位。2021 年作为“十四五”的开局之年，对科技产业的布局也必然会更加深入，科技行业的景气度将持续改善。我们认为以手机为代表的消费电子、以安防为代表的安全领域，以半导体为代表的芯片领域将会获得持续关注与政策扶持，预计未来在收入和利润都将迎来持续的改善。

图表 91 科技业营业收入增速（%）



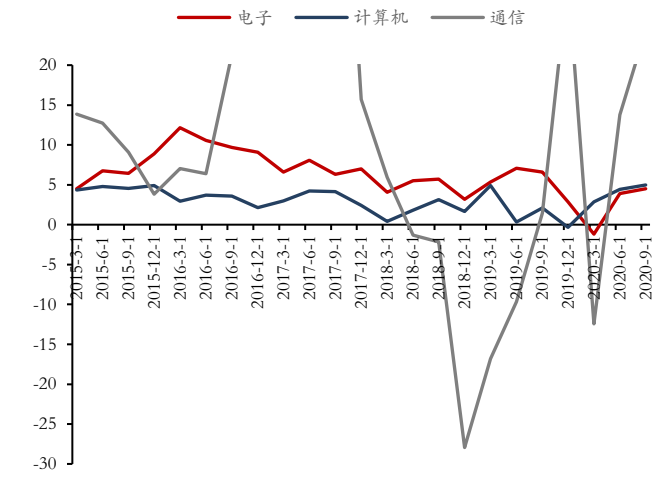
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 92 科技业归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 93 科技业净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 94 科技业 ROE（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）主题投资

紧扣中长期产业规划路线，立足“大循环”与“双循环”。十九届五中全会中提出“十四五”及 2035 远景规划，2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，“十四五”期间我国处于特殊的历史时期，是全面建成社会主义现代

化国家新的出发点，国家面临着逆全球化、疫情、经济转型等百年未有大变局，在此背景下，国家提出构建国内大循环，国际国内相互促进双循环发展路线。**我们认为紧扣“十四五”规划，立足“大循环”与“双循环”有三条主题投资线路：一是深化改革；二是自主可控；三是扩大内需。**

深化改革

资本市场改革：近年来资本市场逐步受到重视，2021 年也将是改革持续深化之年，“十四五”规划期间资本市场改革将加速推进，一方面提升我国直接融资比例，助力中小企业及创新企业发展,；另一方面完善我国资本市场制度建设，与国际接轨优化上市公司质量。未来如 IPO 注册制改革全面推进以及备注瞩目的“T+0”制度或将陆续出台，将有助于进一步提升行业营收能力。在此背景下我们建议关注：1)积极把握低估值龙头券商盈利长周期向上的投资机会。随着市场制度不断完善、交投活跃度提升，头部券商客户渠道更广受益更多；在业务重资产化趋势之下，头部券商资本金充足，在交易做市业务方面也具备较强优势；行业监管倾向头部券商，龙头将获得更多政策面支持，创新、转型业务抢占先发优势；2）率先贯彻差异化发展，在特定领域具备较强竞争力的特色化券商。未来注册制全面开放的背景下，具备投行业务优势的精品投行会获得更多业务增量；券商+科技转型趋势下，运用金融科技重塑业务模式在财富管理更易在日益激烈的竞争中实现突围。

碳达峰、碳中和：环保近年来不断受到重视，习近平主席曾明确表示“绿水青山，就是金山银山”，9 月 22 日我国在联合国大会宣布将在 2060 年达到碳中和，这也就意味着环保将是未来国家长期战略。作为政策依赖性较强的行业，短期来看主要关注点在于预期明年出台的“十四五”规划；长期来看，“碳达峰”、“碳中和”两项已列入 2021 年重点任务的目标，其影响将在未来十年乃至更长时间内不断推进产业发展。当前来看我国碳排放量位居世界前列，要达到“碳达峰”、“碳中和”需要继续深化工业改革、能源改革等，形成一整天节能减排的体系相互促进。我们认为有四个可关注的重点领域。一是垃圾焚烧发电领域，随着可再生能源占比不断提升，与之关系密切的垃圾发电行业将继续得到发展空间。与此同时，垃圾发电国补变动、垃圾分类的推广和可能出现的处理费用变动都将对行业盈利能力造成影响。二是环卫行业，受益于城市内环卫工作细化、智能化和农村地区医疗废物回收、农药包装回收、爱国卫生运动等推进，环卫行业将获得更大的市场空间。同时

环卫车辆领域是政策建议的电力、氢能源等新能源车的主要运用方向之一，牵动着更大规模的环保产业市场。三是大气治理领域，国六排放标准施行和臭氧与 PM2.5 协同防治推进，更有助于行业发展；四是环评领域，随着生态环境部推进环评的规范化、系统化和未来环保标准可预见的提升，环评行业将迎来竞争格局的变动，类似南大环境的具有专业学术背景和规划实践经验的环评企业将有着更强的市场竞争力。

自主可控

数字化：数字经济是引领新一轮经济周期的国家战略，新基建是数字经济发展的重要基石，再从产业趋势来看，5G、云计算、人工智能等新兴技术正在向传统产业渗透融合，率先转型的公司所获得的优势已逐步显现。未来随着我国经济转型加速推进，数字化运营将是所有企业的基础，在此背景下重点推荐工业互联网、金融科技、云计算三大领域。1）工业互联网：工业互联网是建设制造强国的关键支撑，辅以云计算为代表的技术基础设施和以数据中心为代表的算力基础设施，既是国家指向，又为产业转型升级提供动能，建议从软硬件两方面寻找投资机会：1、工业互联网是利用大数据分析以优化制造资源的配置效率，工业数据是智能制造发展的核心要素，数据中心建设以及网络构建势必拉动上游基础设施及硬件设备需求；2、随着制造业进一步复苏回暖以及智能化需求的释放，领先的国产工业软件厂商有望在技术研发不断加码的基础上，率先受益信创机遇所带来的国产替代空间；2）金融科技：随着资本市场改革纵深化推进、数字人民币加速落地叠加金融信创引领的新一轮软硬件建设景气周期，技术架构的转型以及科技窗口的开启将有利于为行业打开新的成长空间和估值空间；3）云计算：作为高确定性的技术发展趋势，云计算市场方兴未艾，疫情的突发使得云化进程得以提速，在 5G 商用落地以及 AI 赋能创新的共振下，率先实施云战略转型的公司有望加速实现价值兑现。

产业链自主可控：中美贸易争端触发我国国产替代的紧迫性，在一系列“卡脖子”技术上的窘迫，将迫使我国电子领域长期战略的实施。“十四五”规划明确指出要解决一批“卡脖子”技术，在国家政策资金的支持下，产业链自主可控和国产替代将是我国未来电子产业的发展趋势。随着疫情的消退全球供应链改善，5G 引领的新一轮科技周期蓄势待发，消费电子、工业控制、汽车电子将带动上游芯片、显示屏产业快速发展。具体来看：1、消费

电子：5G 换机潮加速，苹果强周期开启。疫情的逐步缓解带动全球供应链的恢复，苹果在 2020 年 4 季度发布的 5G 手机销量递延到 2021 年上半年释放，需求的回补叠加 2-3 年存量换机周期，预计 2021 年苹果将迎来换机高峰期，建议关注苹果产业链龙头公司。在无线充电、无线音频、智能创新细分领域，依靠国内完备的产业链优势，一批国内品牌商破局崛起，前景可期；2、面板：供需改善，景气向上。三星、LGD 等韩厂战略收缩，LCD 端产能格局重构，供需失衡改善，价格持续上升。新技术 Mini LED 背光产品自 2019 年陆续推出后，技术逐渐成熟，预期未来将有更多厂商选择 MiniLED。

半导体国产替代：成长性与周期性共振，半导体进入景气周期。2020 年，在 5G、人工智能、智能汽车等新兴应用领域的驱动下，全球集成电路产业重启新一轮硅周期上行通道，在中长期维度上，行业成长的边际因子强劲。具体到中国大陆地区，中美贸易摩擦推动国产化替代成为产业成长的契机，芯片自主可控成为中国半导体产业的唯一出路，在政策与资本的加持下，产业链从上游设备、材料、到设计、制造和封装等环节持续突破，内部发展动能充足，行业进入景气周期。大国博弈下高新技术的封锁演变为中美贸易摩擦之表象，新形势下的全球半导体供需矛盾打破原产业链全球化格局，对受压制方中国而言，破局的关键在于产业链自主可控。从中兴事件、到关税升级再到今年对华为的全面打压以及近期中芯国际被列入实体清单，我们能看到美国对中国的技术封锁逐步由下游应用扩张到中游制造乃至产业链全方位层面，从 19 年华为供应链对存储、射频、模拟 IC 等核心元器件的国产化替代需求，到本轮晶圆制造环节对上游设备、材料的国产化替代需求，半导体产业链的各环节都面临着掐脖子的状态。从产业链来看，国内 IC 设计环节近年来已经取得较大的进步，但是 EDA 工具与底层框架仍旧是设计自主的壁垒，短期内难以突破；晶圆代工仍是重要瓶颈，自中芯国际被列入实体清单后，美国设备出口商无法向中芯国际出口，国内先进制程发展受阻，与晶圆制造密切相关的设备、材料有望加速替代，迎来结构性突破机遇；国内 IC 封装测试环节已经进驻全球第一梯队，在先进制程发展受阻的情况下，依靠系统级封装技术有望成为突围关键。

扩大内需

食品饮料：在构建大循环的战略下，扩大内需是重要的抓手之一。“十四五”规划提出畅通土地要素流转环节，打通城乡经济发展循环。疫情后进一步提

升内需将是国家经济复苏的重要支撑，在此背景下，白酒、乳制品、调味料的需求或将进一步扩大。具体来看：1）白酒板块在行业中具有明显的刚需属性，细化到价格带来看，高端价格带白酒具有较强的刚需性；次高端价格带中具有冲击高端白酒潜质的龙头也具有较强刚需性优势。疫情导致消费端需求偏向的变动将成为新的关注点。2）乳制品方面消费者开始追求高质量高营养的乳品。现阶段低温奶在终端需求度不断提升，叠加各大乳企开始布局低温赛道，具有区域性优势及龙头优势的乳企将更加具有竞争力；3）调味品、速冻食品、休闲食品等板块有明显的上行。未来随着更多消费者居家消费习惯的形成，叠加餐饮端逐步复苏至往年态势，调味品、速冻食品、休闲食品等板块的龙头企业将更有成长性。

医疗：随着疫情的消退，医院门诊及手术逐步恢复，非疫情相关产品生产企业及医疗服务类机构因需求释放；中长期来看，医药生物行业具备强刚需属性，随着全国人口老龄化和科学技术的进步，行业整体发展前景十分乐观。我们认为未来医疗消费属性将得到进一步增强，与之相伴的是整体医疗行业的发展，未来可关注以下 5 条主线：1）创新药行业产业链（包括化药创新药、生物制药、疫苗、CXO)：近年来国内系列医改政策组合拳推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间；其中生物制药因具有较高技术门槛，将在较长期间维持高景气；疫苗作为防患于未病的有效工具拥有无限前景。此外，由于未来整个制药行业对研发的注重及欧美知名药企逐步将研究外包至发展中国家，如中国、印度，我国医疗服务细分领域 CXO 板块未来将随之有很大的提升空间。2）国产医疗器械优质企业：此次疫情爆发暴露了我国卫生防控体系的短板，随着全国卫生防控体系的完善及分级诊疗的逐步落实，国产替代将持续利好产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。3）连锁医疗服务机构：眼科、口腔、体检、ICL 服务赛道宽，龙头企业有望持续受益于人均可支配收入增加和行业渗透率与集中度提升，构建品牌影响力。4）血制品行业：血制品龙头企业有望通过资源整合、提高经营效率、凭借血战资源和技术优势进一步提升市场份额。5）部分原料药企业：国内环保要求逐渐提高，原料药龙头企业逐步提高市场集中度；由于带量采购大幅压缩仿制药企业利润，部分原料药企业转型升级为“原料药+制剂”一体化企业或 CMO/CDMO，盈利能力有望进一步提升，行业成长空间被打开。

七、风险提示

海外疫情加速蔓延并在部分地区“二次爆发”、中美分歧快速升级、国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期、长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn