万联证券 WANLIAN SECURITIES

新发展，新格局

——2021 年度策略报告

日期：2020 年 12 月 18 日

投资要点：

- A 股市场 2020 年上半年涨幅明显，下半年宽幅震荡。国内指数领先海外，创业板 50 领跑市场。分行业来看，行业大多上涨，食品饮料强势领涨，医药走势紧随疫情逻辑；从风格来看，上半年的强复苏逻辑，推升了消费和成长股上行，四季度复苏速度逐步走弱，市场切换到金融和周期板块，结构分化。
- **疫情冲击为 2020 年主导因素。**上半年的流动性宽松推动了市场上行，下半年 A 股逻辑切换为盈利修复叠加信用收缩，降低了收益预期。
- **行业变动中谋求确定性机会。**企业营业收入、归母净利润延续修复，科创板修复速度最快。行业修复速度也有明显差异，制造业营收增速修复最快，周期行业三季度净利润修复提速。行业三季度 ROE 回升快于融资成本，制造业有扩产动能。部分行业估值水平已经达到高点，但行业未来确定性较强，在全球经济修复的背景下仍有增长亮点，仍受市场认可。
- **上下游两端的行业景气度率先修复，并逐步传导至中游。**下游消费行业继续修复，2021 年可选消费仍有大幅上行空间，商品房销售行情延续，下游家电随地产竣工提速，销售额明显上行，汽车消费增速持续处于高位。上游行业受经济顺周期修复，价格持续上行，行业景气度逐步提升。
- **货币政策逐步从“稳增长”切换到“防风险”，资金持续入市为长期趋势。**四季度央行流动性投放助力维稳市场，且市场资金流入仍强。两融规模稳步增加，北上资金行业选择上也关注行业基本面，成为风向标。新成立基金规模明显增加，权益类基金发行热度较高，被动性指数基金品种和规模也明显增加。居民投资逐步通过基金入市。
- 资本市场基础制度建设加快。全面注册制逐步推进，主板、创业板 IPO 规模预期全面提升。退市新规到来，提高退市效率，加快了退市节奏。“十四五”规划了未来的经济发展，并明确了部分产业发展方向，政策将助力产业发展。
- **行业配置方面，可关注以下主线：**1）汽车/新能源汽车产业链、白酒、休闲服务等可选消费板块；2）有色、化工等顺周期板块；3）估值偏低、盈利能力稳定或业绩反弹预期较高的大金融、交通运输蓝筹；4）新能源产业链、医药生物、军工、信息技术等“十四五”科技成长主线。
- 风险因素：全球新冠疫情反复、新冠疫苗接种推进不及预期、中美贸易摩擦反复、汇率风险。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理： 于天旭
电话：021-60883488
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20191129_策略年度报告_AAA—莫负好时代—2020 年年度策略
2. 万联证券研究所 20181218_策略年度报告_AAA_穿透迷雾，寻找未来

万联证券

目录

1、2020 年市场回顾 5
1.1A 股市场回顾：整体涨幅明显，结构有所分化 5
1.1.1 指数走势：两段 V 型+宽幅震荡 5
1.1.2 国内指数领先海外，创业板 50 领跑市场 5
1.1.3 行业走势：行业大多上涨，结构明显分化 6
1.1.4 风格走势：上半年消费、成长领跑，四季度金融、周期接力 7
1.2 影响 2020 年市场走势的因素 8
1.2.1 新冠疫情的扩散与控制程度 8
1.2.2 年内 A 股投资估值逻辑出现转折 9
2、行业景气度分析 11
2.1A 股营业收入 11
2.1.1 各指数：科创板营收修复最快 11
2.1.2 行业营收大多继续修复，制造业增速修复较快 12
2.2A 股归母净利润 13
2.2.1 各指数：科创板归母净利润增速最快 13
2.2.2 行业：利润增速继续修复，周期行业三季度提速 14
2.3A 股行业估值 14
2.3.1 一级行业 PE(TTM)：多数较年初上升，部分行业估值水平处在十年顶峰 14
2.3.2 一级行业 PB：与 PE 高度趋同，从趋同中寻找机会 15
2.4 上中下游景气指标 16
2.4.1 下游：消费继续修复 16
2.4.2 中游：上下两端景气逐步传导到中游 17
2.4.3 上游：价格进入修复阶段 18
3. 流动性投放呵护市场 19
3.1 社融、信贷投放维持高位 19
3.2 货币投放呵护市场，利率拐点仍需等待 20
3.3 市场资金流入仍强 21
3.3.1 两融规模增加，助力市场向好 21
3.3.2 北上资金为行业风向标 22
3.3.3 基金市场活跃增长 23
4. 政策利好资本市场，注册制全面推进 24
4.1 注册制全面推进，退市新规提高退市效率 24
4.2“十四五”政策助力产业发展 25
5. 2021 年投资建议 25
6. 风险提示 26

万联证券

图表目录

图表 1：2020 年上证指数走势 5
图表 2：2020 年 A 股主要指数涨跌幅（%） 6
图表 3：2020 年全球主要指数涨跌幅（%） 6
图表 4：2020 年 A 股申万一级行业涨跌幅（%） 7
图表 5：2020 年 A 股板块月度涨跌幅（%） 7
图表 6：自 2020 年 2 月末起海外新冠单日新增确诊反超内地 8
图表 7：海外和香港主要股指 PE（TTM）2020 上半年疫情期间最大回撤 8
图表 8：海外主要国家单日新增（MA7）确诊病例数（万例） 9
图表 9：上证指数收盘价（左轴）和 PE(TTM)走势 10
图表 10：创业板指收盘价（左轴）和 PE(TTM)走势 10
图表 11：2020 年 7 月 14 日前和 7 月 15 日后申万一级行业涨跌幅（%） 11
图表 12：2020 年前三季度各上市板营业收入累计同比 12
图表 13：2020 年前三季度各上市板营业收入占 A 股比例 12
图表 14：2020 年前三季度申万一级行业营业收入同比增速 13
图表 15：2020 年前三季度各上市板净利润同比 13
图表 16：2020 年前三季度各上市板归母净利润占比 13
图表 17：2020 年前三季度申万一级行业归母净利润同比增速 14
图表 18：2020 年申万一级行业月末 PE(TTM) 15
图表 19：当前申万一级行业 PE(TTM)所处十年百分位数（%） 16
图表 20：当前申万一级行业 PB(TTM)所处十年百分位数（%） 16
图表 21：社会消费品零售总额当月同比增速（%） 17
图表 22：商品房销售面积累计同比增速（%） 17
图表 23：家用电器和音像器材类零售额当月同比增速（%） 17
图表 24：36 大中城市 500ml 左右 52 度高档白酒平均价格（元） 17
图表 25：乘用车、商用车销量同比增速（%） 18
图表 26：公路客运量、货运量同比增速（%） 18
图表 27：民航客运量、货邮运输量同比增速（%） 18
图表 28：波罗的海干散货指数(BDI) 18
图表 29：WTI 和布伦特原油现货价（美元/桶） 19
图表 30：铁矿石、焦煤期货结算价（元/吨） 19
图表 31：阴极铜、玻璃期货结算价（元/吨） 19
图表 32：猪肉平均批发价(元/公斤) 19
图表 33：社融增速维持高位（%） 20
图表 34：M1 增速持续上行（%） 20
图表 35：信贷规模增长，结构转好（亿元） 20
图表 36：宏观经济杠杆整体上行（%） 20
图表 37：资金利率和国债收益率走势（%） 21
图表 38：MLF 投放整体呵护市场（亿元，%） 21
图表 39：两融市场结构与大盘走势 21
图表 40：两融金额占流通市值比（%） 21
图表 41：融资余额大幅抬升后逐步趋稳 22
图表 42：融券余额增速快于融资余额增速（%） 22
图表 43：2020 年北上资金累计值（亿元） 22

万联证券

图表 44：2020 年南下资金累计值（亿元）..... 22
图表 45：近一年北上资金行业偏好前/后五名 23
图表 46：近一年北上资金增/减持前/后 5 名 23
图表 47：新成立公募基金数量与份额（只，亿份）..... 23
图表 48：新备案私募数量与规模（只，亿元）..... 23
图表 49：上证 50 净申购份额（日）..... 24
图表 50：创业板 50 净申购份额（日）..... 24
图表 51：中证 500 净申购份额（日）..... 24
图表 52：ETF 份额变动（亿份）..... 24

万联证券

1、2020年市场回顾

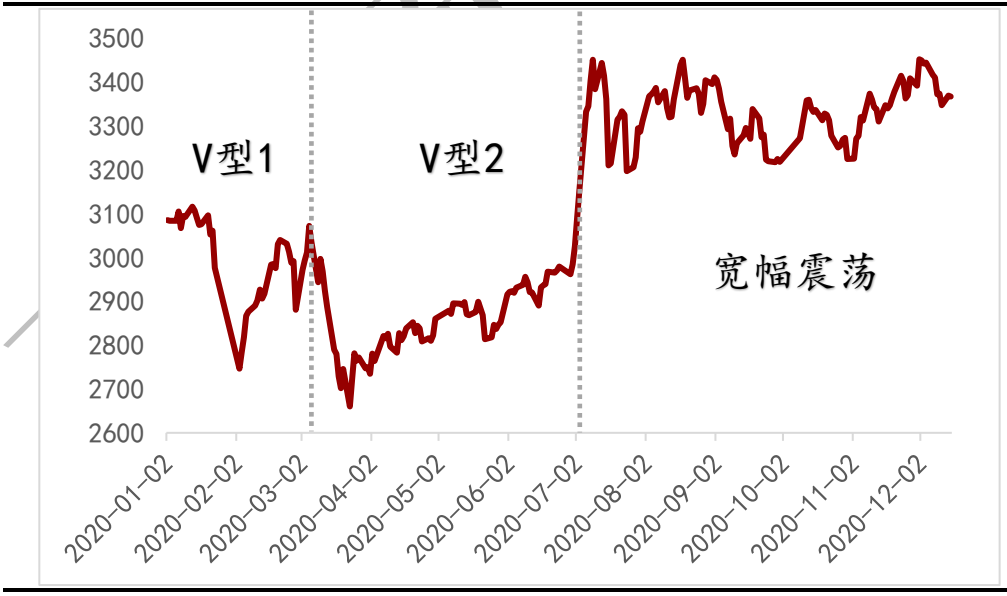
1.1A股市场回顾：整体涨幅明显，结构有所分化

1.1.1指数走势：两段V型+宽幅震荡

2020年A股市场可以用“上半年两段V型，下半年宽幅震荡”来形容走势，核心影响因素是新冠疫情带来的冲击：

春节期间内地疫情的爆发和节后内地防疫措施初步显示成效叠加流动性宽松带动A股第一段V型走势；随后海外第一波疫情自3月初爆发，全球市场恐慌情绪蔓延，A股收到波及后于3月中旬触底，随着各国政府货币宽松政策陆续出台，市场风险偏好逐步回暖，A股在7月中旬完成第二段V型走势。进入下半年，随着中国率先深入复工复产，经济活动持续修复，经济数据开始印证内地经济复苏的确定性，市场对于货币宽松预期边际缩减，A股进入宽幅调整阶段持续至12月中旬。

图表1：2020年上证指数走势



资料来源：wind，万联证券研究所

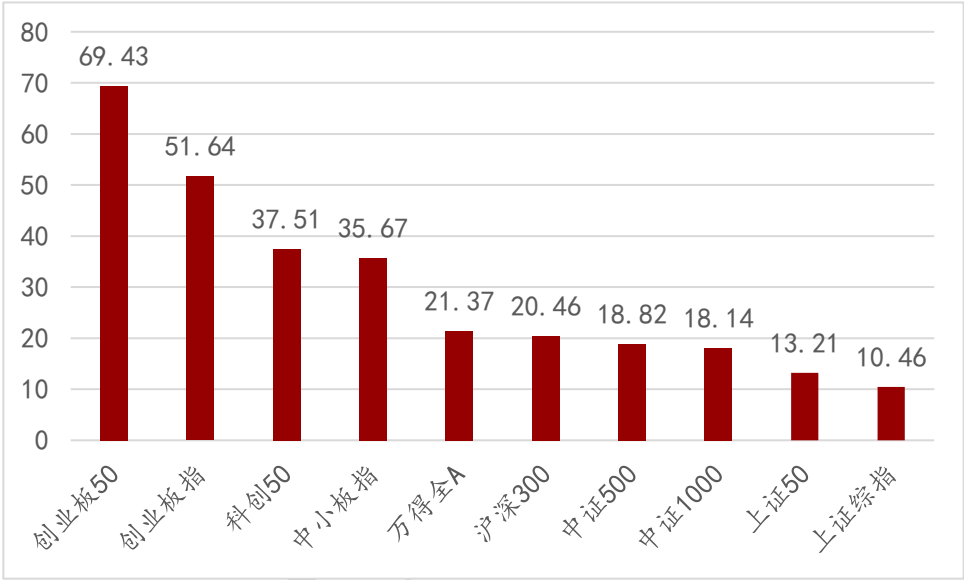
注：数据截至2020年12月14日

1.1.2国内指数领先海外，创业板50领跑市场

A股主要指数当前较年初均呈现上涨态势，大中小盘涨幅接近，但不同主题板块涨幅差距极为明显。截至2020年12月14日，万得全A上涨21.37%，从指数风格来看，除了上证50外，大盘风格的沪深300涨20.46%，中小盘风格的中证500涨18.82%，小盘风格的中证1000涨18.14%，区别不大。而同期上证综指涨10.46%，涨幅较低；创业板50涨69.43%、创业板指涨51.64%、科创50涨37.51%，涨幅明显较高。

与海外和港台主要股票指数相比，A股整体表现较优，创业板指表现优于涨幅领跑全球主要指数的纳斯达克指数，沪深300表现也处于亚太主要指数涨幅前列，高于除纳斯达克指数外的欧美主要指数。

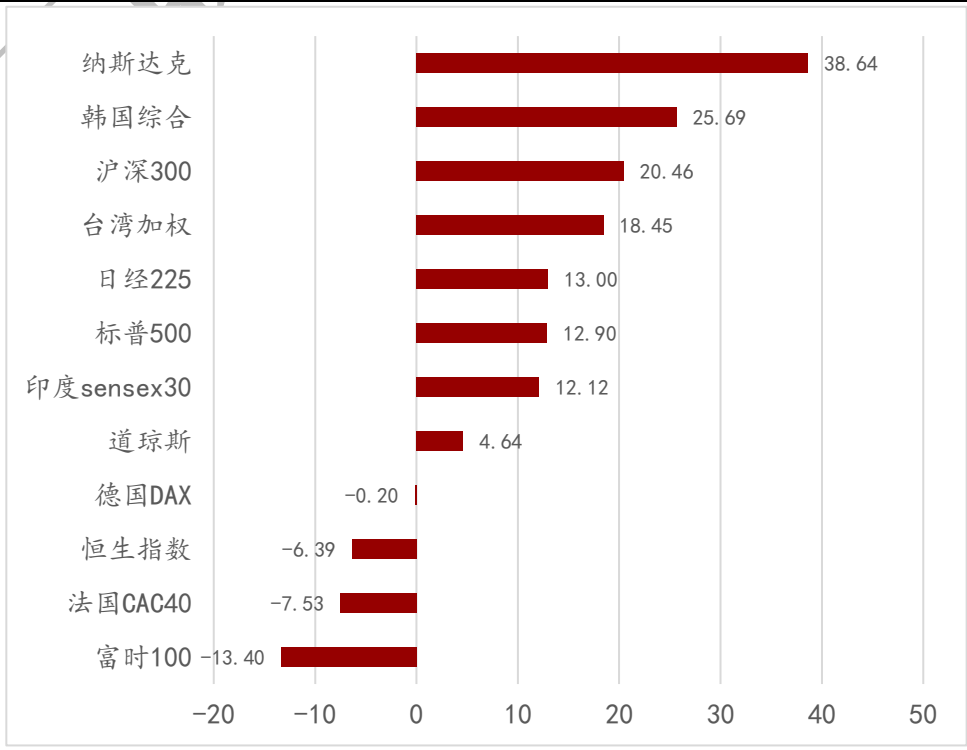
图表2：2020年A股主要指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

图表3：2020年全球主要指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

1.1.3行业走势：行业大多上涨，结构明显分化

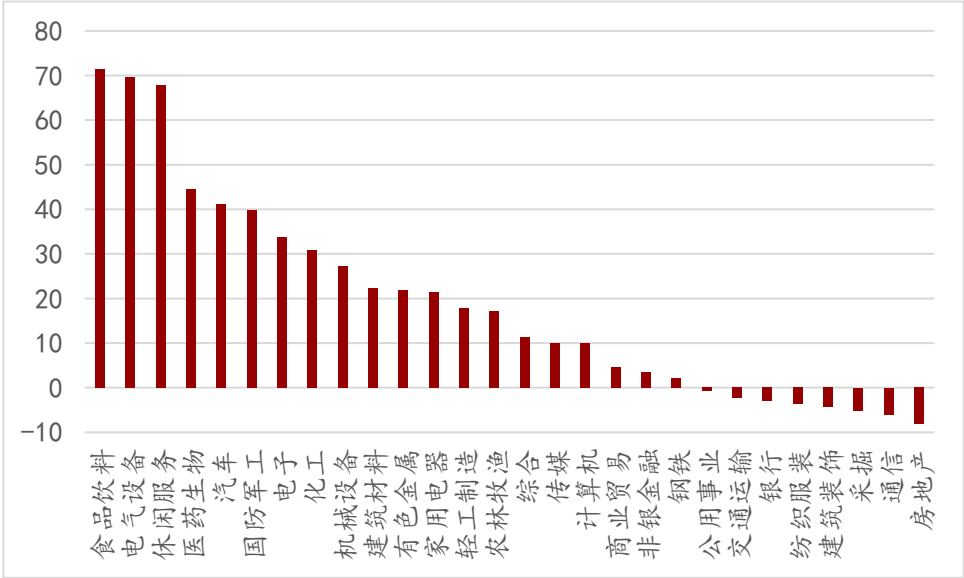
食品饮料强势领涨，医药走势紧随疫情逻辑。按申万一级行业分类，A股一级行业年内多数上涨，少数下跌的一级行业跌幅均小于10%。

截至2020年12月14日，28个一级行业中有20个年内上涨，其中涨幅最高的有食品饮料

（+71.49%）、电气设备（+69.54%）、休闲服务（+67.90%）等，涨幅超过同期沪深300（+20.46%）的行业集中在消费板块（食品饮料、休闲服务、医药生物等）和周期板块（军工、化工、建筑材料等）。

下跌的8个一级行业主要为低估值的银行、地产、交通运输、基建等蓝筹板块，其中房地产（-8.11%）、通信（-6.03%）和采掘（-5.08%）跌幅较大。

图表4：2020年A股申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

1.1.4风格走势：上半年消费、成长领跑，四季度金融、周期接力

按中信风格指数划分，年内消费风格（+40.98%）和成长风格（+32.24%）领涨，稳定风格（-5.50%）是唯一累计下跌的风格板块。上半年的强复苏逻辑，推升了消费和成长股上行，四季度复苏速度逐步走弱，市场切换到金融和周期板块。消费风格在内地一季度疫情防控爆发拉锯期较为抗跌，并在二季度领跑V型反弹的上升期，年内累计涨幅领先。但自8月起至年底，周期风格领跑A股，消费和成长风格在此期间表现出现调整。

从上市公司规模和业绩来看，大盘好于中盘好于小盘股但累计涨幅接近，绩优股同期表现则大幅优于微利股和亏损股。

图表5：2020年A股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	年内合计
风格	金融	-4.67	-4.46	-6.47	4.06	-3.09	3.30	9.83	2.66	-3.32	-0.15	8.15	0.76
	周期	-1.58	-1.46	-4.77	2.37	-0.07	5.27	14.39	4.11	-5.44	2.33	8.79	20.91
	消费	-1.78	-0.04	-0.07	6.03	4.81	11.32	13.58	3.71	-8.26	2.95	0.14	40.98
	成长	5.59	5.60	-9.42	7.05	0.03	11.63	16.32	-0.33	-6.08	0.21	1.61	34.24
	稳定	-4.69	-5.38	-1.99	3.11	-1.46	2.77	6.16	2.33	-5.69	-1.00	5.27	-5.50
规模	大盘指数	-1.95	-1.16	-6.34	6.64	-1.14	8.13	12.49	2.41	-4.30	3.22	5.08	24.10
	中盘指数	1.33	1.15	-7.67	6.24	1.05	8.83	12.94	1.58	-7.18	-1.18	3.86	20.91
	小盘指数	2.22	2.41	-7.55	5.10	2.02	8.80	12.88	0.90	-8.14	-1.32	2.99	19.18
业绩	亏损股指数	-1.15	2.52	-6.63	1.33	-0.27	5.82	14.05	4.39	-6.38	-2.15	4.23	12.18
	微利股指数	-1.27	-2.52	-7.39	-1.12	2.41	3.77	15.97	1.19	-6.44	-1.36	9.60	8.26
	绩优股指数	-3.04	-2.33	-4.00	9.69	2.21	11.28	14.18	2.80	-6.26	2.49	0.77	37.63

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

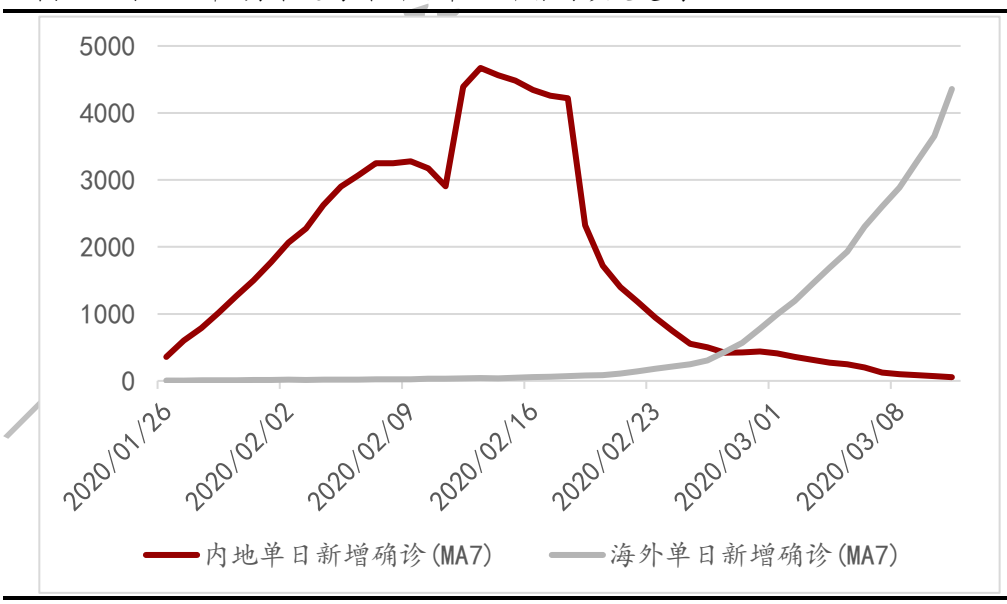
1.2影响2020年市场走势的因素

1.2.1新冠疫情的扩散与控制程度

新冠疫情的扩散与控制程度及各国政府为应对疫情冲击提出的防疫、经济、货币政策成为影响2020年市场走势的主要因素之一。

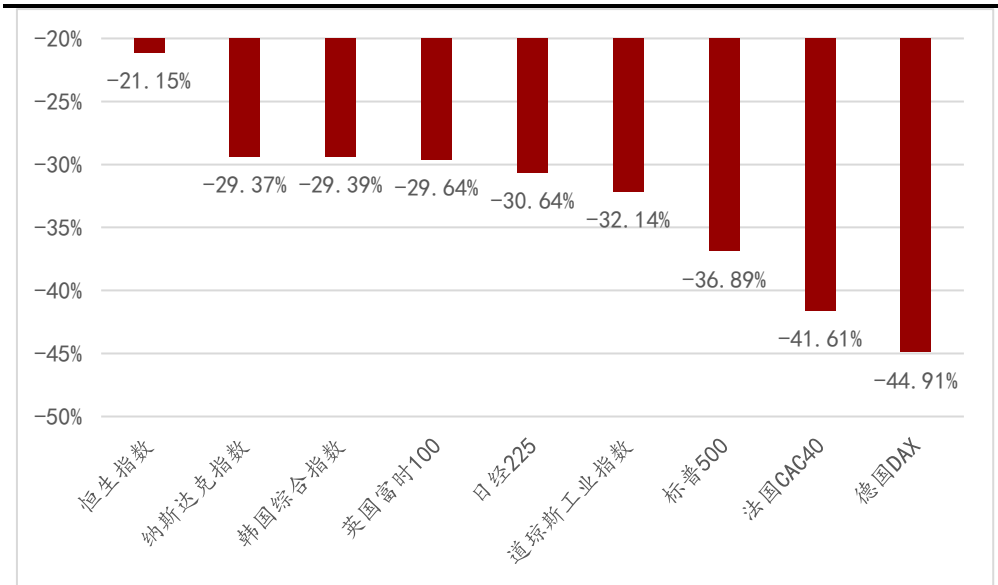
中国内地是最早受到疫情冲击的地区，A股市场在1-2月独立演绎了第一段V型反转走势。自2月末以来海外疫情增速反超内地，疫情冲击下全球市场在3月经历风险偏好大幅下降、美元流动性紧缺，海外股市估值大幅下跌。随后自3月底起，各国政府通过的经济刺激法案和货币宽松等政策，叠加疫情防控成效初显，使得经济复苏估值修复成为市场主旋律，但四季度欧美疫情初显反复，在新冠疫苗消息面边际向好的情况下海外市场震荡加剧。

图表6：自2020年2月末起海外新冠单日新增确诊反超内地



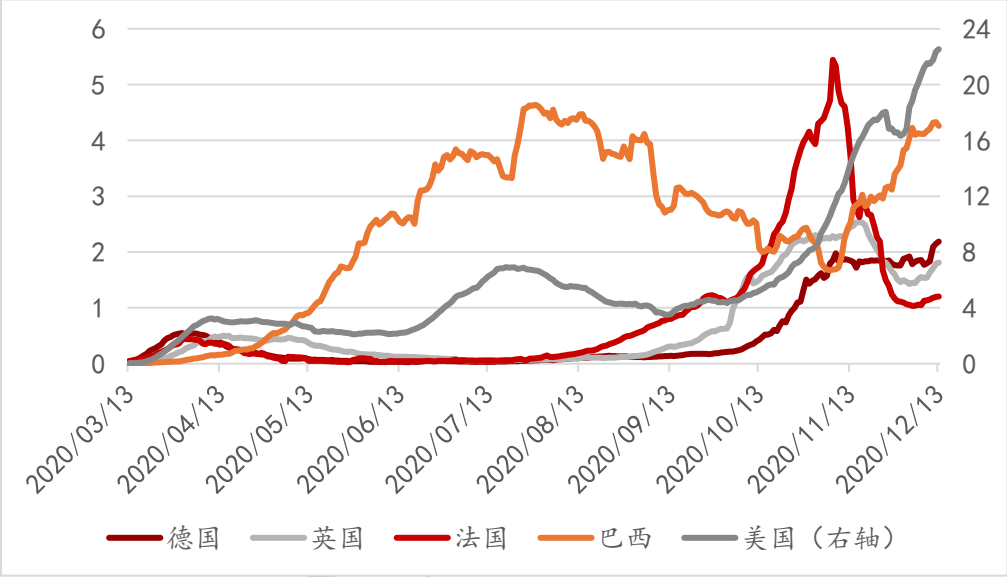
资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：海外和香港主要股指PE（TTM）2020上半年疫情期间最大回撤



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：海外主要国家单日新增（MA7）确诊病例数（万例）



资料来源：Wind，万联证券研究所

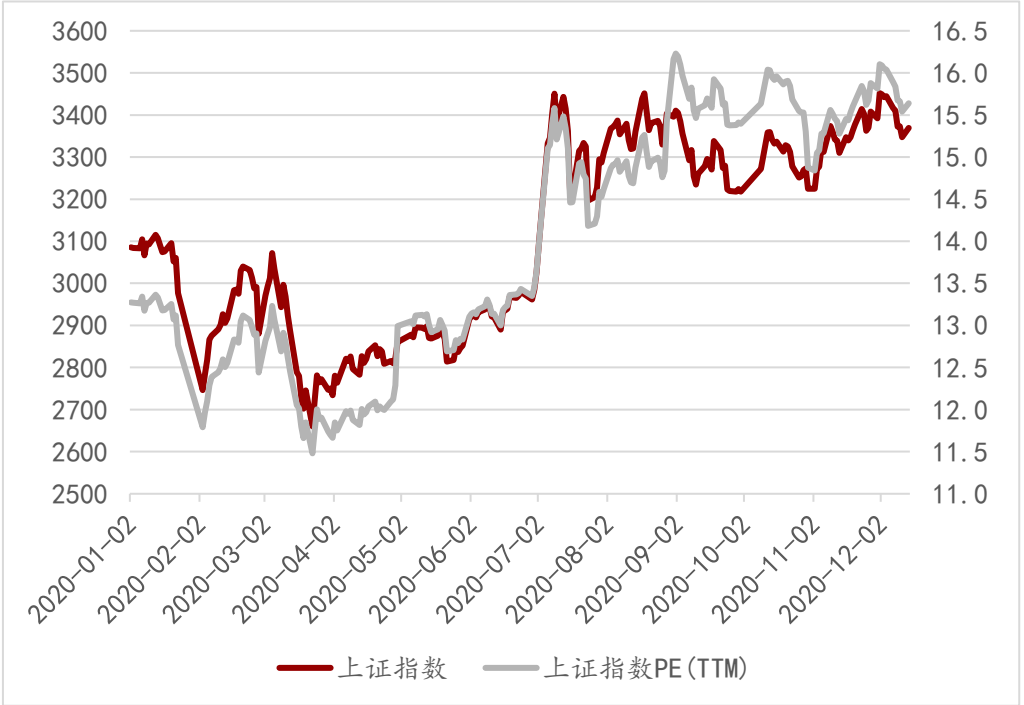
1.2.2年内A股投资估值逻辑出现转折

以7月14日和15日为分界线可见A股年内投资逻辑转折：

7月中旬前，流动性宽松环境下对A股估值定价的拉升是推动股指上行的主要动力。7月14日前，尽管上市公司四月底出炉的2020年一季报出现营收和利润大幅下滑的情况，但是在流动性充裕的背景下上证大盘和创业板在二季度持续修复上行，并在7月初创下年内指数新高。**7月15日后，随着内地经济改善趋势持续向好，流动性宽松预期边际递减，市场投资逻辑转向估值较低、盈利能力稳定、安全边际较高的板块，**在此期间估值较低的上证指数滚动市盈率高位震荡，估值偏高的创业板指滚动市盈率则出现高位回落。

7月14日前，一级行业多数上涨，仅有采掘（-4.82%）和银行（-7.53%）下跌；**7月15日后，一级行业涨跌近乎各半，业绩稳定的电气设备、食品饮料板块延续上半年高涨幅，盈利修复预期较高的银行和顺周期板块在宽幅震荡期走强，**而上半年涨幅较大的计算机、传媒等成长板块在此阶段回落较多。

图表9：上证指数收盘价（左轴）和PE(TTM)走势



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

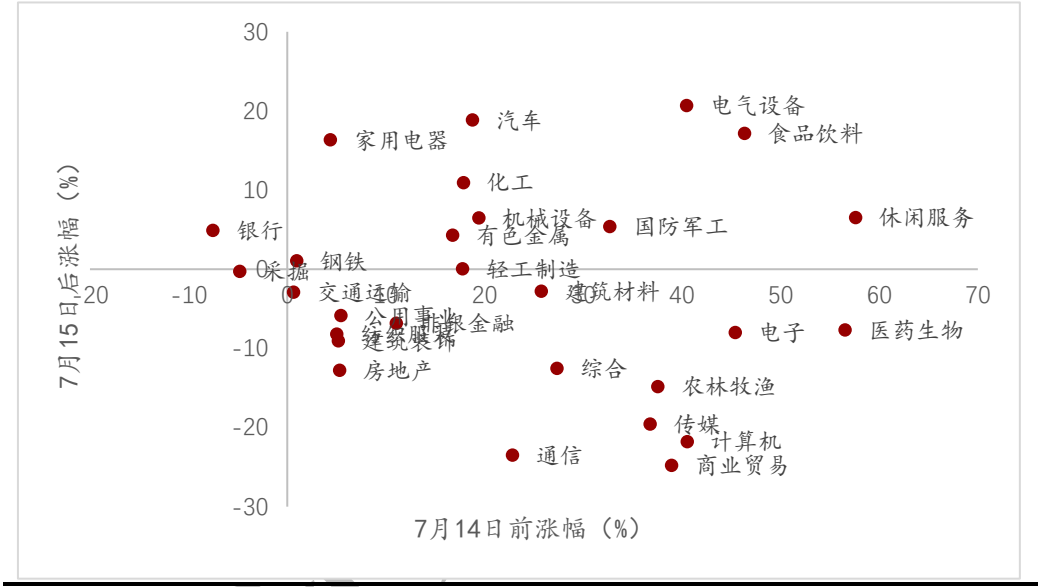
图表10：创业板指收盘价（左轴）和PE(TTM)走势



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

图表11：2020年7月14日前和7月15日后申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月14日

2、行业景气度分析

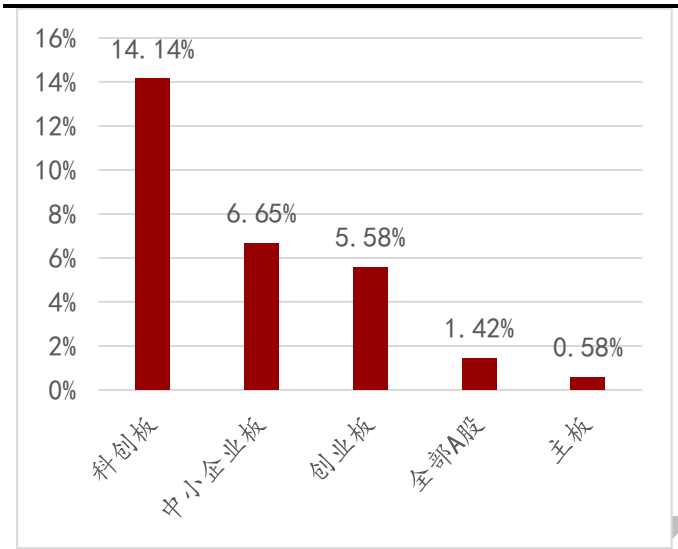
2.1A股营业收入

2.1.1各指数：科创板营收修复最快

根据上市公司披露的三季报数据，**2020年1-9月A股上市公司营业收入共计36.79万亿元，较2019年1-9月同比增长1.42%，年内首次实现正增长，**较上半年增速提高3.05个百分点，三季度上市公司延续二季度营收修复趋势。

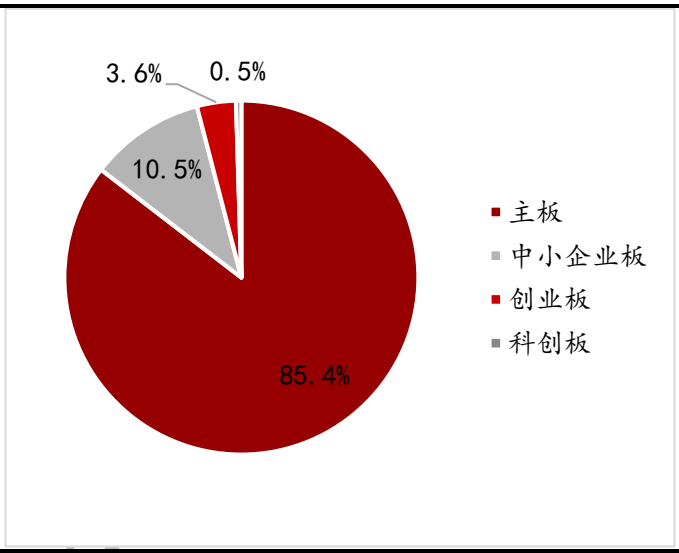
各板块增速均继续修复，科创板增速提升最快，但整体规模占比依然较小。具体到各上市板块，2020年1-9月全部沪深主板上市公司累计营业收入31.63万亿元，同比增长0.58%，增速较2020年上半年提高2.83个百分点，占A股总营业收入的85.4%；中小板累计营业收入3.89万亿元，同比增长6.65%，增速较上半年提高4.34个百分点，占A股总营业收入的10.5%；创业板累计营业收入1.32万亿元，同比增长5.58%，增速较上半年提高3.93个百分点，占A股总营业收入的3.6%；科创板累计营业收入1,803.74亿元，同比增长14.14%，增速较上半年提高8.20个百分点，占A股总营业收入的0.5%。

图表12：2020年前三季度各上市板营业收入累计同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：2020年前三季度各上市板营业收入占A股比例



资料来源：Wind，万联证券研究所

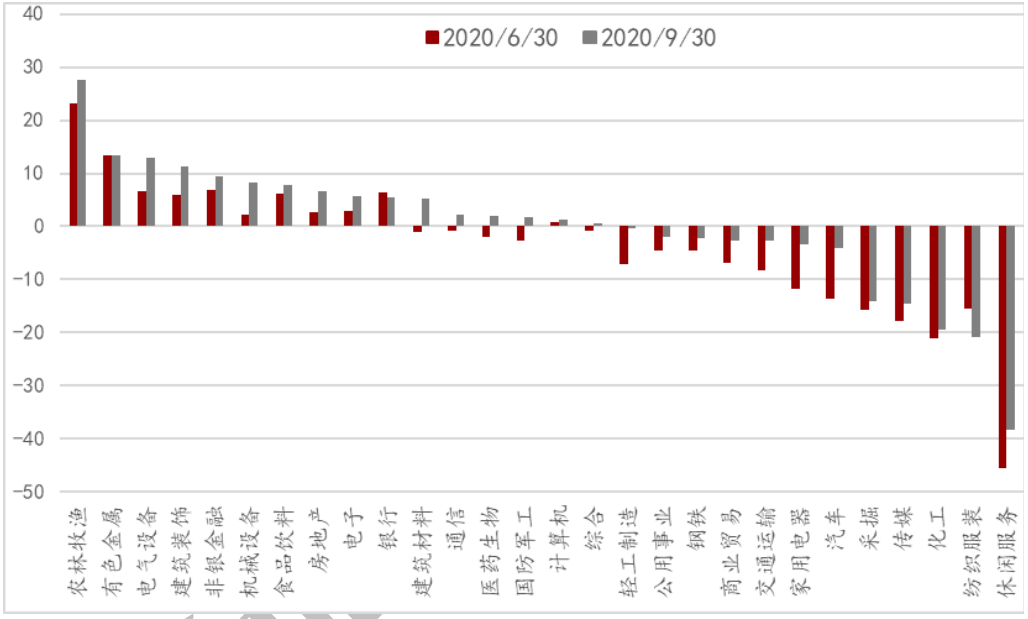
2.1.2行业营收大多继续修复，制造业增速修复较快

制造行业前三季度同比增速较高，行业营收大多较二季度继续修复。

按申万一级行业划分，2020年1-9月营业收入同比上涨的行业有18个，较2020年上半年多增3个，其中农林牧渔（+23.30%）、电气设备（+15.38%）、有色金属（+13.12%）、建筑装饰（+13.03%）、国防军工（+12.31%）涨幅靠前，均超过10%；10个行业依然增速为负，休闲服务（-37.66%）、化工（-18.77%）、采掘（-13.96%）、传媒（-13.31%）和纺织服装（-10.34%）跌幅靠前。

2020年上半年必选消费和科技行业表现较优，而周期类行业业绩一般。年初疫情爆发和随后在海外的快速传播，直接刺激了对医疗物资和服务的需求，食品和农产品等必须消费品需求也保持上行，同时隔离措施和居家办公也刺激了信息经济大发展。疫情期间居民出行受限，从而导致交通运输、石油石化、可选消费等周期行业业绩恶化。进入三季度后，我国疫情防控取得了显著成效，全国经济生产活动已经基本恢复正常，线下消费也逐渐修复，国家逆周期调控边际放缓，顺周期行业、可选消费行业业绩开始改善。

图表14：2020年前三季度申万一级行业营业收入同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2A股归母净利润

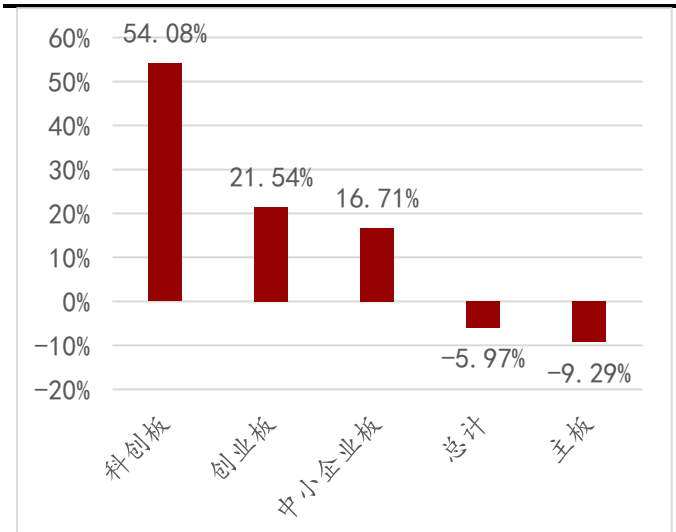
2.2.1各指数：科创板归母净利润增速最快

A股上市公司盈利能力继续修复，主板利润增速修复不及中小、创业板。

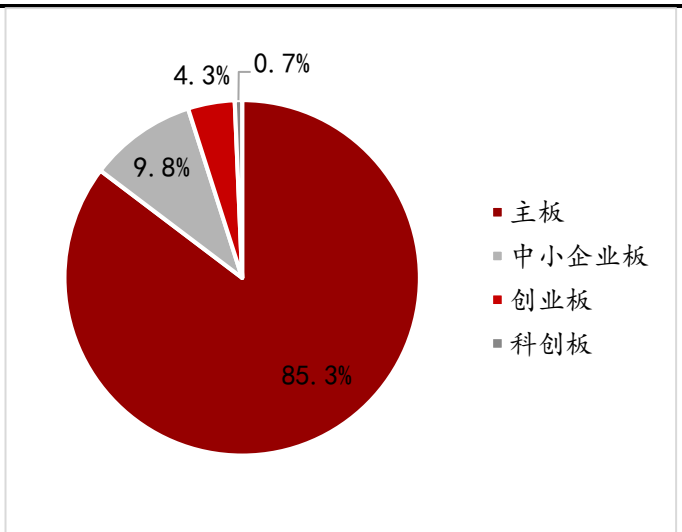
A股上市公司2020年1-9月归母净利润总计31,339.95亿元，同比下降5.97%，降幅较上半年缩窄11.34个百分点。其中主板归母净利润总计26,735.56亿元，同比下降9.29%，降幅较上半年缩减11.53个百分点，占全部A股的85.3%；中小板归母净利润3061.65亿元，同比增长16.71%，增幅较上半年扩大7.53个百分点，占全部A股的9.8%；创业板归母净利润1332.60亿元，同比增长21.54%，增幅较上半年扩大4.52个百分点，占全部A股的4.3%；科创板归母净利润210.15亿元，同比增长54.08%，较上半年增速扩大19.42个百分点，占全部A股的0.7%。

分季度来看，2020年三季度全部A股归母净利润12,754.66亿元，同比2019年三季度增长17.52%，较二季度多增29.22个百分点；环比2020年二季度增长23.73%。

图表15：2020年前三季度各上市板净利润同比



图表16：2020年前三季度各上市板归母净利润占比



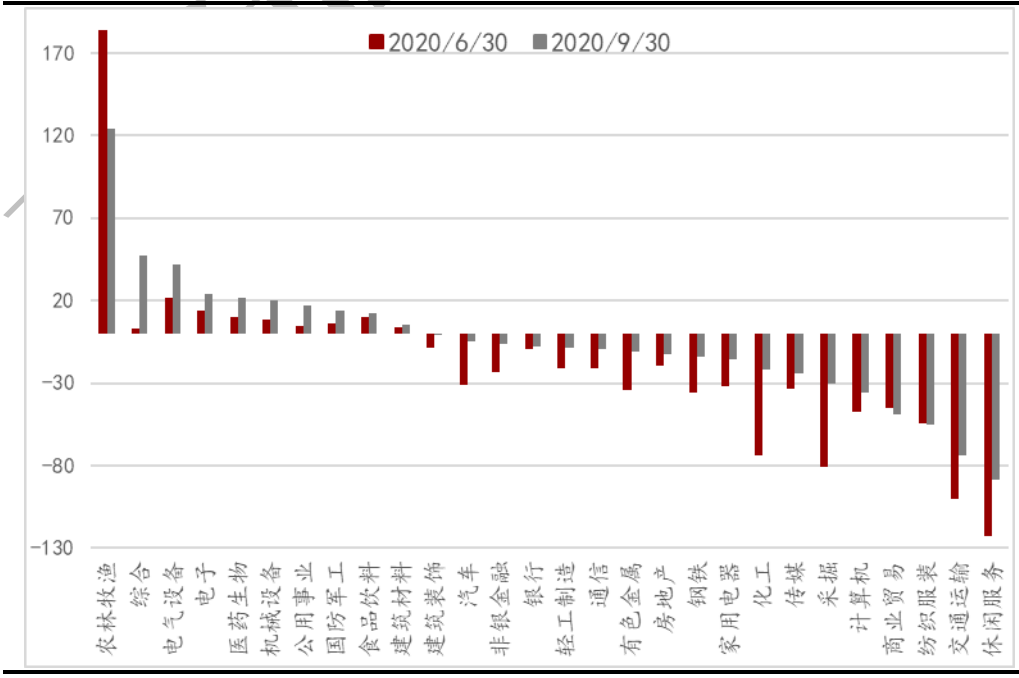
资料来源：Wind，万联证券研究所　　资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2.2行业：利润增速继续修复，周期行业三季度提速

随国内疫情三季度基本得到控制，企业三季度基本实现复工复产，出口增速超预期，企业生产旺盛，线下服务消费也逐步回暖，消费逐步复苏。休闲服务三季度归母净利润环比修复幅度最大。2020年1-9月归母净利润同比上涨的申万一级行业有10个。其中农林牧渔（+124.33%）、综合（+46.93%）、电气设备（+42.21%）涨幅靠前，但随着猪肉供给逐步恢复，猪肉价格回落，农林牧渔行业利润增速较二季度有所放缓；增速仍未转正的18个行业中，休闲服务（-86.50%）、交通运输（-73.53%）、商业贸易（-45.64%）、计算机（-32.00%）和采掘（-30.17%）依然跌幅较深。

分季度来看，2020年三季度有23个一级行业归母净利润同比正增长，较二季度多增8个，其中综合（+225.62%）、化工（+96.93%）、电气设备（+81.16%）、国防军工（+79.33%）、采掘（+75.81%）、农林牧渔（+70.62%）同比增速靠前，均超过70%；20个一级行业净利润环比正增长，较二季度减少4个，其中休闲服务（+501.53%）、采掘（+439.67%）、交通运输（+170.11%）、化工（+160.50%）、非银金融（+46.47%）、有色金属（+39.83%）涨幅较多。

图表17：2020年前三季度申万一级行业归母净利润同比增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3A股行业估值

2.3.1一级行业PE(TTM)：多数较年初上升，部分行业估值水平处在十年顶峰

就具体的估值水平月度变动来看，三月份的新冠疫情叠加海外市场的剧烈波动对A股产生了较大的冲击，整体估值水平产生了较大幅度的回调。对于这类的系统性风险，我们很难不受其影响，但在做具体市场分析时，我们应以更为理性的态度对待市场短期情绪的宣泄，因此我们可以适当弱化三月份的市场波动。

针对不同的行业我们需要从其整体变动中寻找的确定性相对较大的机会。就今年上升幅度最大的休闲服务行业而言，其于今年9月份的估值水平已经到达峰值，在随后的三个月处于不断修复的态势，说明市场对该板块估值水平的认知出现一定的分歧；与之不同的是，食品饮料、家用电器、钢铁等行业虽然已经累积了一定的涨幅但仍处

于稳步攀升的阶段，这从侧面说明市场对于这些板块的认可。那么在未来A股市场强者恒强的局面下，我们需要关注市场预期的变动，从估值预期不断抬升的赛道中优中选优，与市场主流同行。

另外值得我们关注的是医药生物行业的变动趋势。回望今年，最大的黑天鹅事件便是新冠疫情的突袭。在全球疫情指数级扩散的大背景下，医药生物作为为数不多的受益行业，在市场的一致性预期下其估值水平在今年上半年快速抬升，在7月份到达顶峰之后开始逐步回调，在经过8至11月份的调整之后于12月份有企稳的迹象。结合当前全球疫情形势的发展，我们认为医药生物行业在经过估值调整之后产生了一定的安全边际，在2021年有较大的确定性。

截止2020年12月17日，A股多数行业滚动市盈率较年初上升。在估值上升的22个一级行业中，休闲服务（+359%）、商业贸易（+97%）、食品饮料（+65%）、钢铁（+58%）、家用电器（+56%）、汽车（+52%）滚动市盈率涨幅较多，均超过50%；估值下降的6个行业中，农林牧渔（-49%）、传媒（-14%）、房地产（-5%）降幅超过5%。以2010年至今作为时间维度来看，食品饮料（99.9%）、休闲服务（98.6%）、家用电器（95.8%）和汽车（94.0%）滚动市盈率估值水平处在近十年高点；而农林牧渔（0.9%）、房地产（2.7%）、建筑装饰（3.4%）估值水平则处在近十年低点。总的来看，共有15个一级行业当前PE(TTM)高于近十年中位数，13个低于近十年中位数。

图表18：2020年申万一级行业月末PE(TTM)

行业名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月17日	变化趋势	较年初变化
休闲服务	31.3	30.3	27.1	34.3	67.2	84.3	119.7	108.2	161.1	145.1	131.1	143.7		359%
商业贸易	14.3	13.8	14.4	17.5	22.2	25.0	27.8	26.3	24.5	24.3	29.5	28.2		97%
食品饮料	30.7	30.0	31.0	33.7	36.6	39.9	47.0	52.3	44.2	46.2	45.4	50.7		65%
钢铁	9.1	9.0	9.0	10.7	11.6	11.8	12.7	12.9	14.2	14.5	14.2	14.4		58%
家用电器	16.7	16.1	14.4	16.1	19.4	19.9	22.0	22.1	23.3	25.0	26.1	26.0		56%
汽车	19.8	20.4	18.5	19.0	23.1	25.4	29.0	30.5	28.2	32.0	31.0	30.1		52%
纺织服装	24.9	25.8	24.5	23.7	29.6	30.6	32.4	33.4	35.5	36.2	38.1	37.1		49%
交通运输	17.1	15.9	15.5	16.0	20.5	21.0	22.6	23.1	23.2	22.8	24.7	24.4		43%
化工	21.6	21.6	19.3	20.3	23.0	24.6	29.2	30.5	29.7	30.6	29.8	30.0		39%
采掘	12.4	11.5	11.0	11.5	12.5	12.4	14.0	14.1	14.7	14.7	16.4	15.8		28%
电气设备	34.1	34.8	31.6	33.0	31.5	35.2	43.5	44.1	41.2	43.9	39.3	42.3		24%
非银金融	15.2	15.0	13.6	14.0	14.8	15.6	19.2	19.7	18.9	18.4	19.0	18.5		22%
有色金属	38.2	37.6	30.5	31.5	36.2	37.8	45.8	45.3	42.0	42.3	47.1	46.4		21%
医药生物	38.1	38.9	39.0	41.8	45.2	52.2	61.6	59.9	49.0	49.9	41.3	45.0		18%
建筑材料	12.3	13.3	13.0	13.8	14.3	14.1	17.4	17.8	15.1	14.8	14.7	14.4		17%
计算机	62.5	69.3	57.5	61.4	69.6	77.6	82.6	82.5	74.5	71.7	70.8	70.4		13%
机械设备	26.4	26.8	24.8	25.0	27.9	28.8	32.5	34.4	29.3	29.8	29.1	29.4		12%
国防军工	59.9	60.6	54.5	57.4	54.5	56.1	71.7	76.9	74.8	70.6	68.1	66.1		10%
轻工制造	24.1	23.7	21.2	20.8	22.8	24.1	28.0	29.0	26.8	26.6	26.4	26.1		8%
银行	6.7	6.3	6.0	6.2	6.0	5.9	6.0	6.3	6.4	6.7	7.5	7.3		8%
综合	33.0	34.5	29.4	41.5	41.2	43.7	48.7	49.5	39.6	40.4	35.6	35.3		7%
电子	47.8	50.5	40.6	44.5	45.0	54.0	60.4	60.5	52.0	52.0	50.1	48.6		2%
公用事业	18.4	18.0	18.0	18.9	19.8	20.5	22.3	23.2	20.0	20.0	18.7	18.3		-1%
建筑装饰	9.3	9.2	9.0	9.4	9.7	9.6	10.7	11.0	9.9	9.8	9.6	9.3		-1%
通信	38.2	43.6	38.9	41.1	42.0	45.4	47.2	46.6	39.6	38.7	39.7	37.7		-1%
房地产	9.3	9.1	8.4	8.4	8.6	9.1	9.6	9.8	9.3	8.9	9.3	8.8		-5%
传媒	42.5	43.4	38.3	41.2	46.0	53.5	51.1	45.7	40.9	39.9	38.2	36.7		-14%
农林牧渔	30.7	29.9	32.8	23.5	18.6	19.8	22.9	24.4	17.5	17.1	15.6	15.6		-49%

资料来源：Wind，万联证券研究所

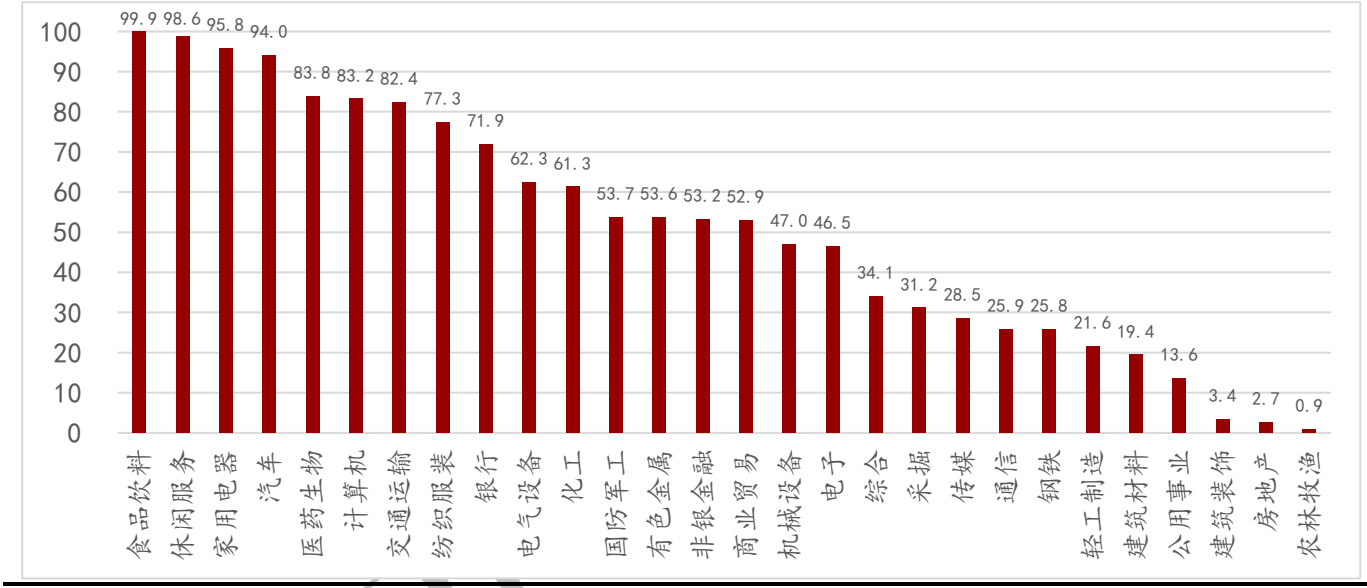
2.3.2一级行业PB：与PE高度趋同，从趋同中寻找机会

从市净率的角度来看，食品饮料（100%）、休闲服务（98.3%）、家用电器（90.8%）当前估值水平处在近十年高位，建筑装饰（0.2%）、房地产（1.6%）处在近十年低点，与市盈率角度得到结论一致。总体来看，当前市净率高于近十年中位数的一级行业有11个，少于低于中位数的17个。

从PE与PB值靠前的行业来看，食品饮料、休闲服务、家用电器均分列前三，可以

反映出市场认可度较强。股市偏向于对未来的预期，在不确定性中寻找确定性，显然至少在未来一段时间内这三类行业的快速发展受到市场的认可。资金的选择已经从板块间的轮动变为对于确定性较高资产的偏好，核心资产的价格格外受到市场的关注，这也导致了市场的分化水平不断提升。考虑到监管的持续升级，市场机制的不断完善，未来市场的公开性与透明度将大大增强，优质资产的竞争力愈发明显，投资者偏好于优质行业与标的的格局或将维持。因此，对于这三大行业我们可以持续予以关注。

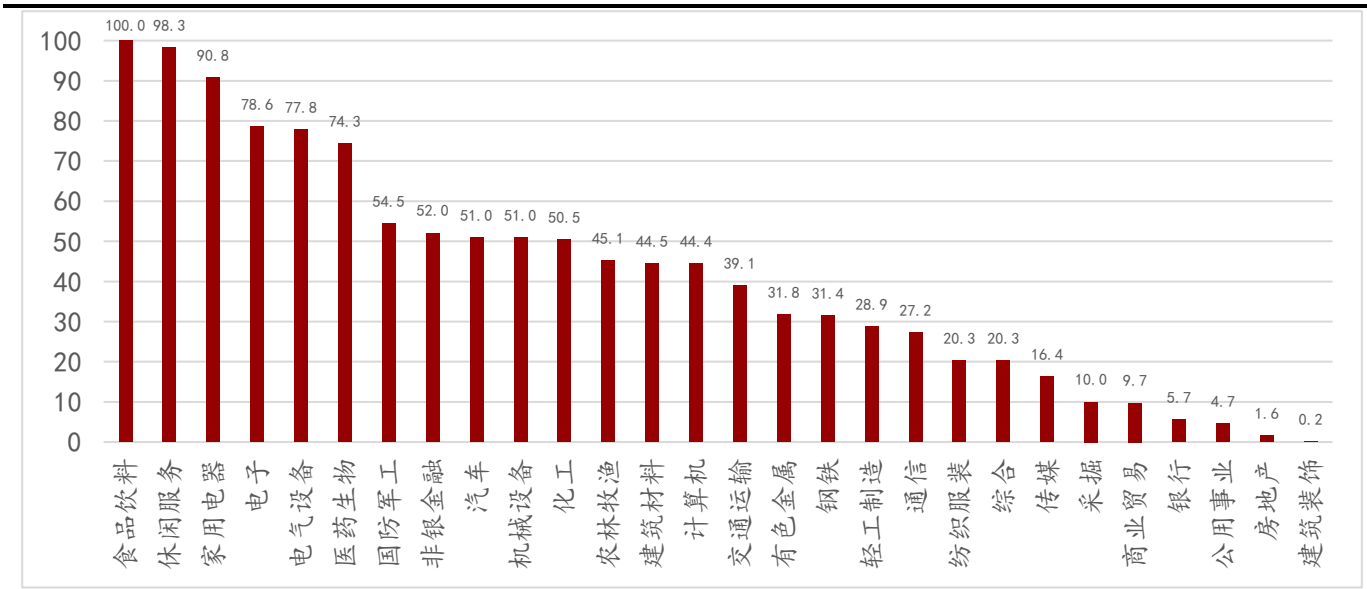
图表19：当前申万一级行业PE(TTM)所处十年百分位数（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据统计时间范围为2010年1月1日至2020年12月17日

图表20：当前申万一级行业PB(TTM)所处十年百分位数（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据统计时间范围为2010年1月1日至2020年12月17日

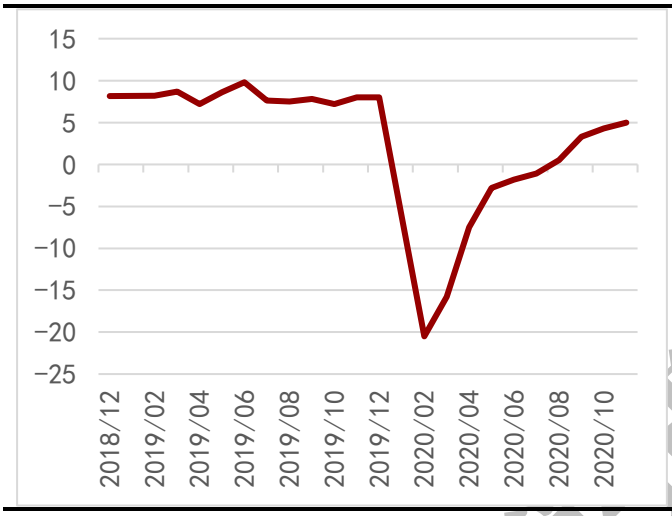
2.4上中下游景气指标

2.4.1下游：消费继续修复

内地疫情对一季度下游行业造成重大影响，随着内地疫情防控自 3 月起持续向好，下游消费情绪进入二季度进一步回暖，叠加地方政府发放消费券、开放线下实体店消费等一系列促消费政策实施，使得二季度开始下游行业景气度普遍环比回升。

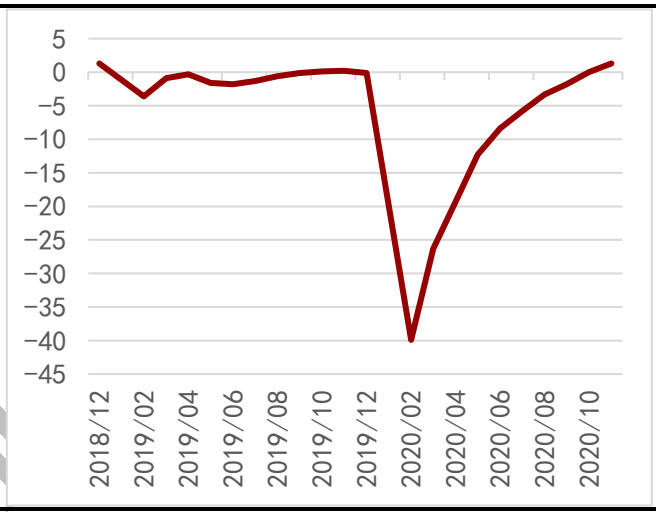
截至 2020 年 11 月，社会消费品零售总额已连续四个月同比正增长。

图表 21：社会消费品零售总额当月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 22：商品房销售面积累计同比增速（%）



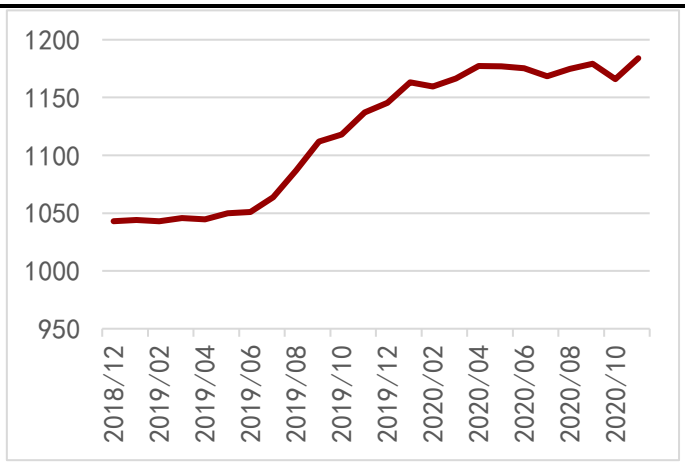
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 23：家用电器和音像器材类零售额当月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 24：36 大中城市 500ml 左右 52 度高档白酒平均价格（元）

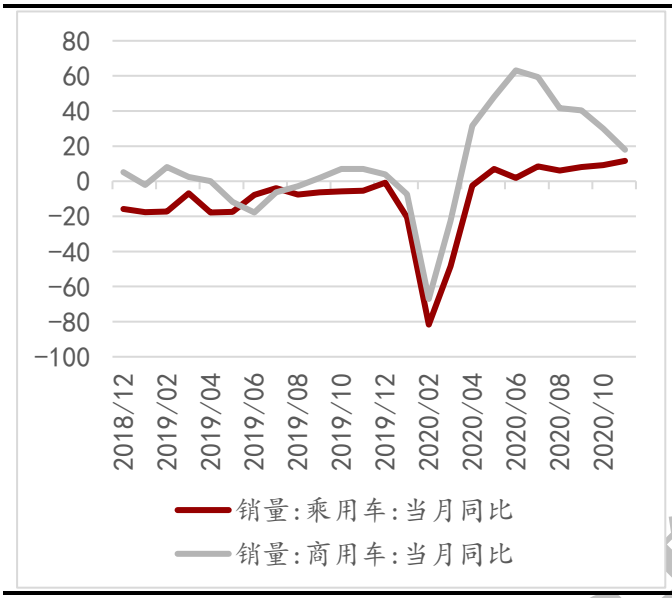


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.4.2中游：上下两端景气逐步传导到中游

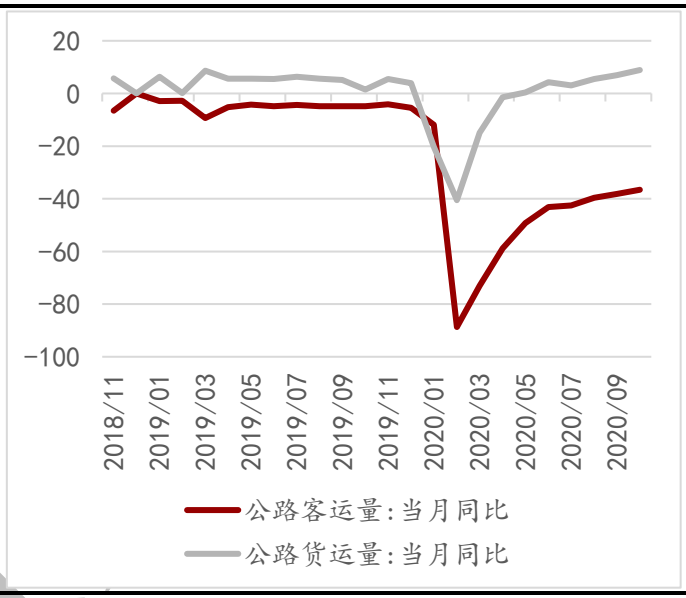
疫情对中游行业造成的冲击目前尚未完全恢复，但景气度正逐步传导至中游。从一季度末开始，中游行业受益于内地复工复产的持续推进，在3月至4月中游行业中的汽车、交通运输行业业绩持续改善，相关业绩指标环比均为正增长。但交通运输行业仍有较大业绩修复空间，预计2021年疫苗的普遍接种将有利于中游行业恢复景气度。

图表 25：乘用车、商用车销量同比增速（%）



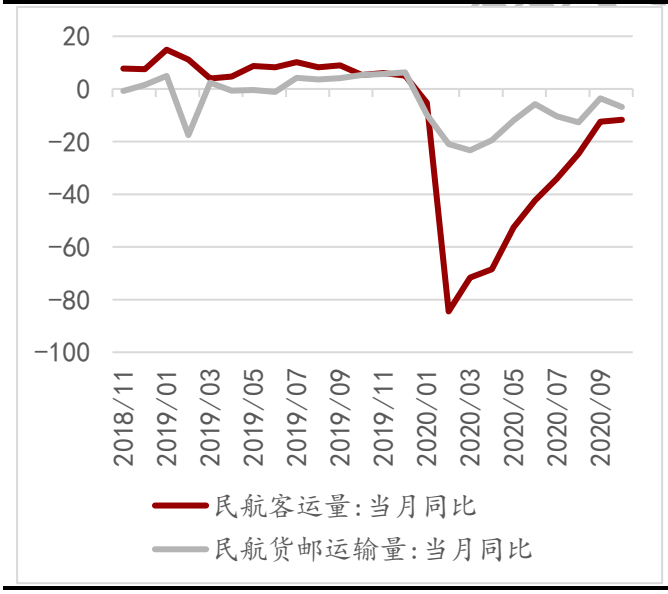
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 26：公路客运量、货运量同比增速（%）



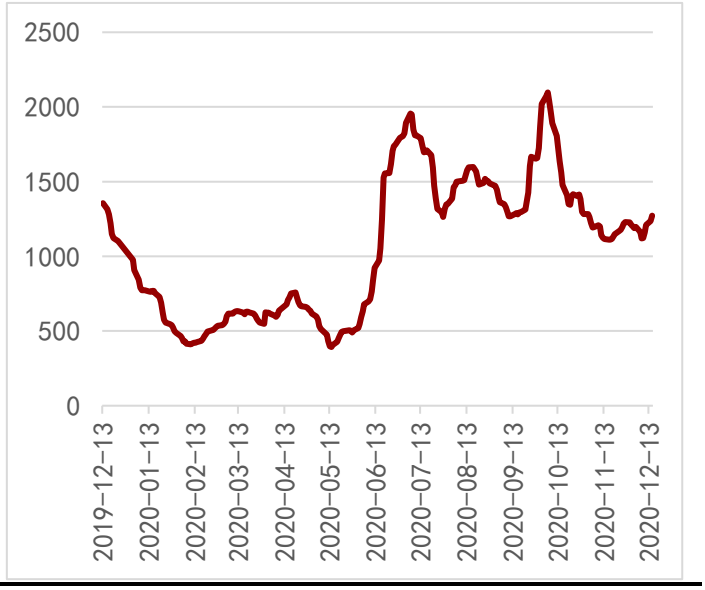
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 27：民航客运量、货邮运输量同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 28：波罗的海干散货指数(BDI)



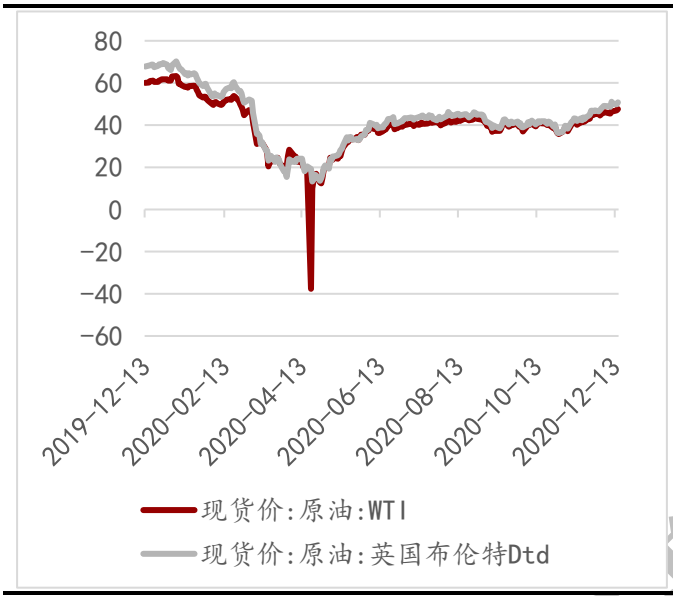
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.4.3上游：价格进入修复阶段

相比下游和中游行业，上游行业经疫情冲击后景气度修复的起点较晚，从4月至5月开始。随着海外主要经济体疫情在4-5月边际向好，中国内地复工复产持续推进，上游行业需求端有所改善，供给端有主动减产的石油等，也有因产地疫情被动减产的部分有色金属等，供需平衡开始扭转，使得上游行业进入价格修复阶段。

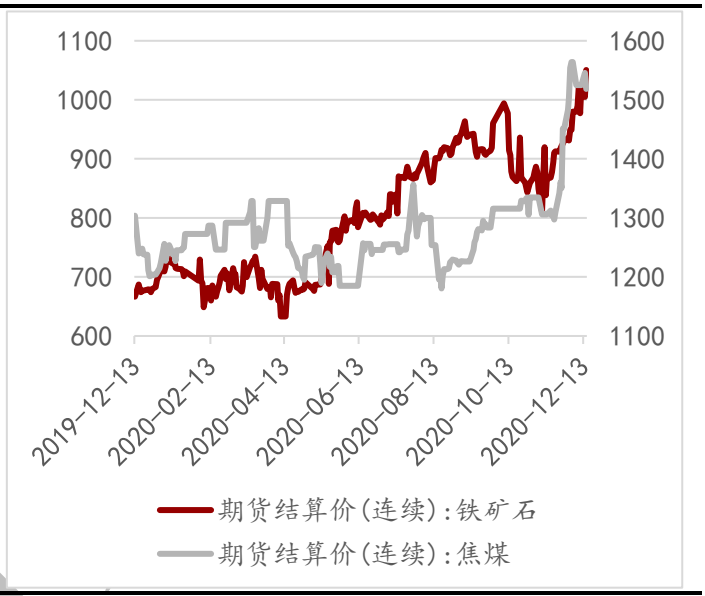
进入下半年，钢铁、煤炭、有色金属、建材等资源品受益于需求端持续增长，价格上涨景气度不断回升，食品中的猪肉价格则震荡下跌，同比增速大幅下滑，带动CPI走低，工业品价格上行，CPI—PPI剪刀差进一步收窄。

图表 29：WTI 和布伦特原油现货价（美元/桶）



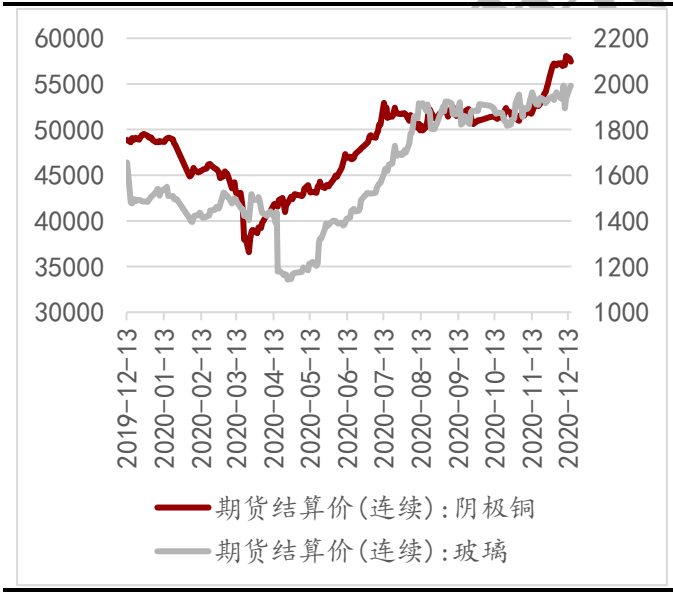
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 30：铁矿石、焦煤期货结算价（元/吨）



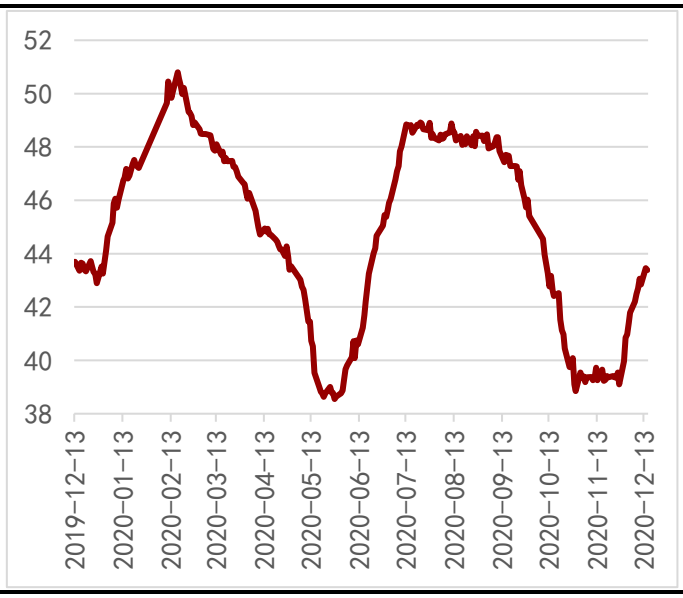
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 31：阴极铜、玻璃期货结算价（元/吨）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 32：猪肉平均批发价(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

3. 流动性投放呵护市场

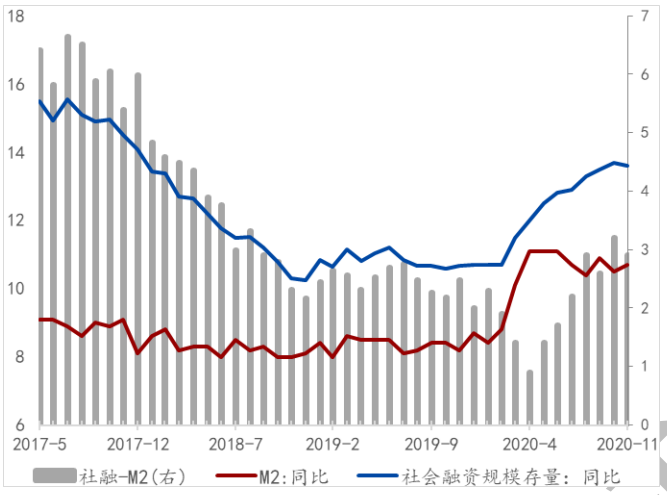
3.1社融、信贷投放维持高位

受疫情影响，货币政策紧随经济和市场情况调整，重心逐步从“稳增长”切换到“防风险”。1-4月为应对疫情对经济的负面冲击，货币政策进入宽松阶段，且力度较大；5-7月，随着经济稳步修复，为防止资金空转套利，货币政策边际收紧；8月以来，货币政策整体平稳，央行整体政策方向倾向于维稳市场。

信用扩张拐点到来，整体依然较强，M1继续上行，企业资金相对充裕，经济持续修复。11月社融存量同比小幅回落0.1个百分点至13.6%，表现不弱，政府债券依然为主

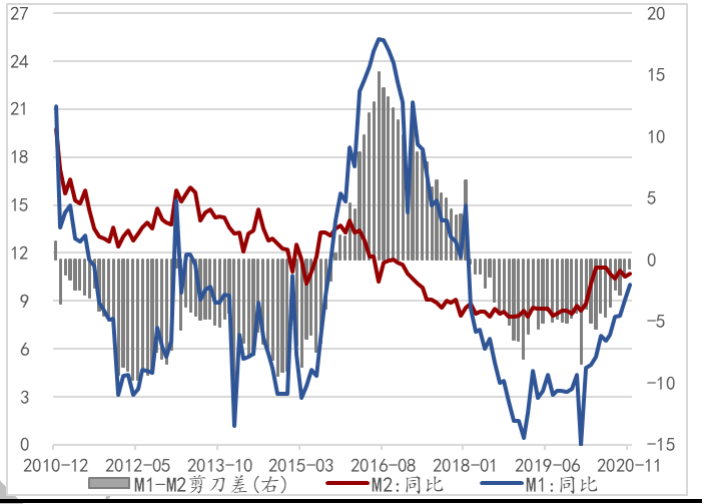
要支撑；受永煤风险事件对信用债市场造成冲击，企业债融资规模有所下行。需要关注2021年信用收缩的风险。

图表 33：社融增速维持高位（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

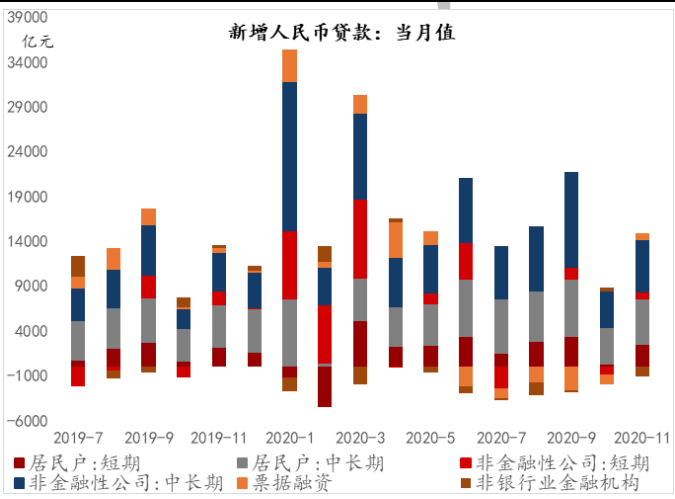
图表 34：M1 增速持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

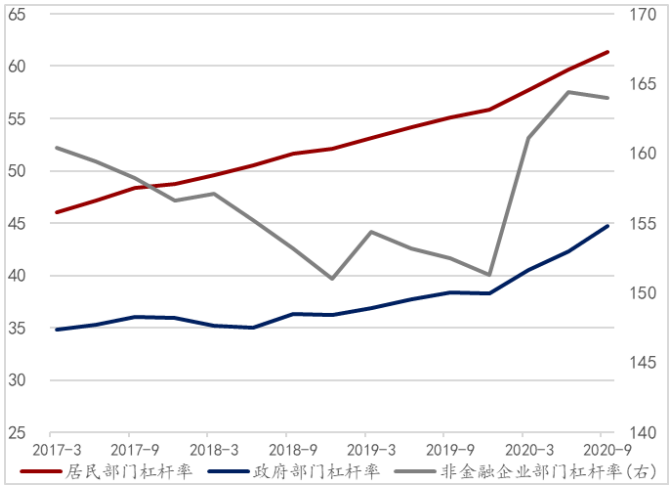
企业、居民的中长期贷款延续多增，信贷结构继续向好，宏观杠杆率整体上行。上半年的宽财政、宽货币政策一定程度上助推了宏观杠杆率的上行，但中小银行流动性压力仍存，货币政策收紧预期在四季度和2021年一季度不会到来。2021年政策强调了稳杠杆，防止实体经济杠杆过高给市场带来风险，也对货币市场流动性形成一定牵制。需要关注二季度后流动性的边际改变。

图表 35：信贷规模增长，结构转好（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 36：宏观经济杠杆整体上行（%）



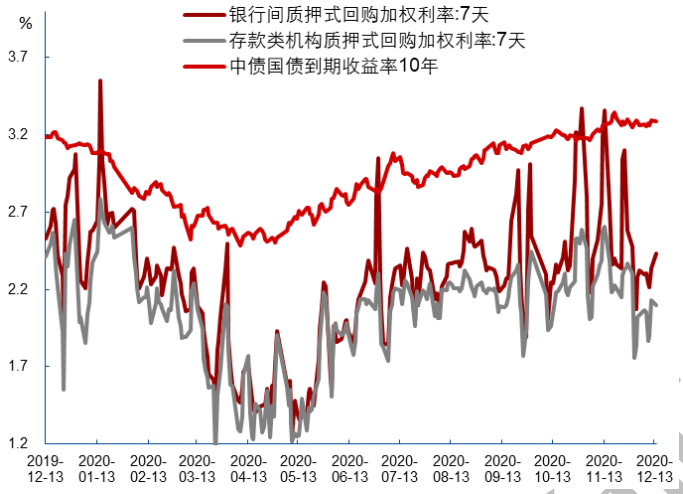
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2货币投放呵护市场，利率拐点仍需等待

国债到期收益率在4-5月达到年内低点，为了稳经济增长和保就业；随着经济的稳步修复，货币政策明显边际收紧，资金利率和国债和收益率明显上行，MLF利率和LPR利率均保持不变，部分到期的MLF也没有续作。而四季度以来，央行呵护市场流动性、防风险意图明显，货币政策重心逐步切换到金融防风险。11月30日MLF的超额续作和12月15日的MLF投放创新高，一方面，受到信用违约事件带来的赎回压力，带来了银行间流动性的压力；另一方面，压降结构性存款导致中小银行的负债端较差，需要维护其流动性，央行两次MLF的投放，平抑了银行中长期限负债的紧张。

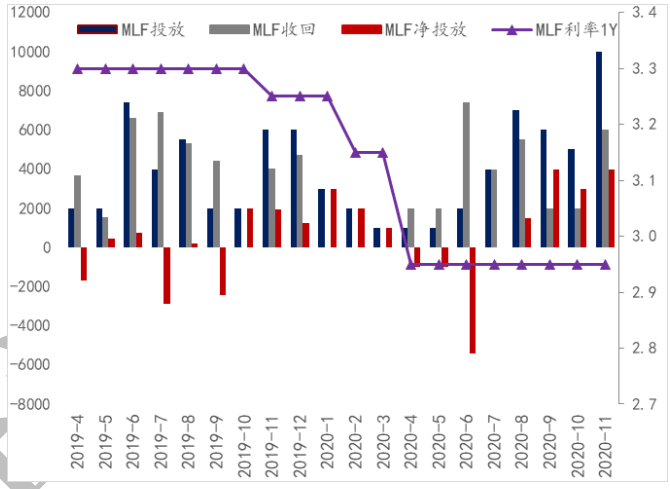
货币政策预期2021年回归中性，逐步正常化。但2021年一季度，经济修复上行的趋势仍未改变，利率下行拐点仍需等待。如果市场流动性边际收紧，对估值较高的行业形成一定压力。

图表 37：资金利率和国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 38：MLF 投放整体呵护市场（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

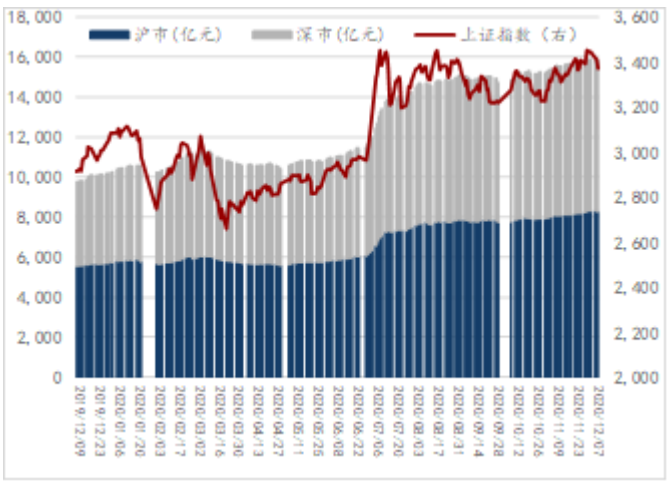
3.3市场资金流入仍强

3.3.1 两融规模增加，助力市场向好

两融规模拉升后持续处于高位。总体上，最近一年两融余额规模稳步扩大，6月市场流动性投放增加，市场风险情绪的上行，出现明显拉升，随后逐步回归常态。分市场结构看，今年两融增量更多的涌向了深市，截至12月10日，2020年深成指数增长了28.9%，深市两融余额增加了约3036亿元，涨幅为67.1%；上证指数增加了9.29%，沪市两融余额增加了约2550亿元，涨幅为44.5%。

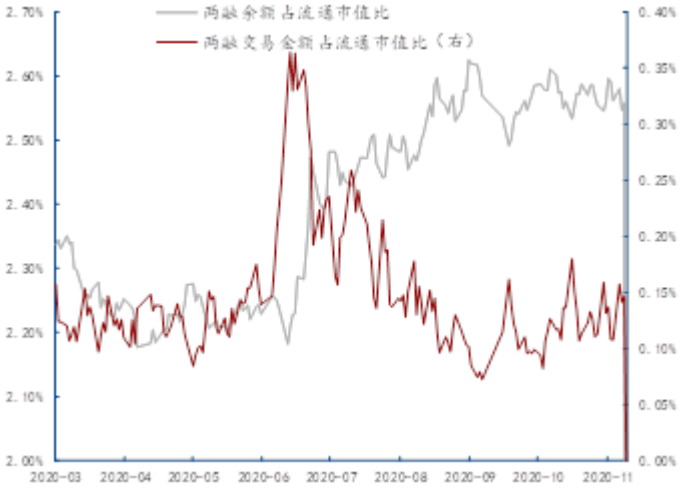
两融余额占流通市值比在7月以来出现明显上涨，抬升至2.52%；两融交易金额占流通市值比在今年6月中旬提前到顶回落，对市场行情升温有一定的识别和预警作用。

图表 39：两融市场结构与大盘走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 40：两融金额占流通市值比（%）

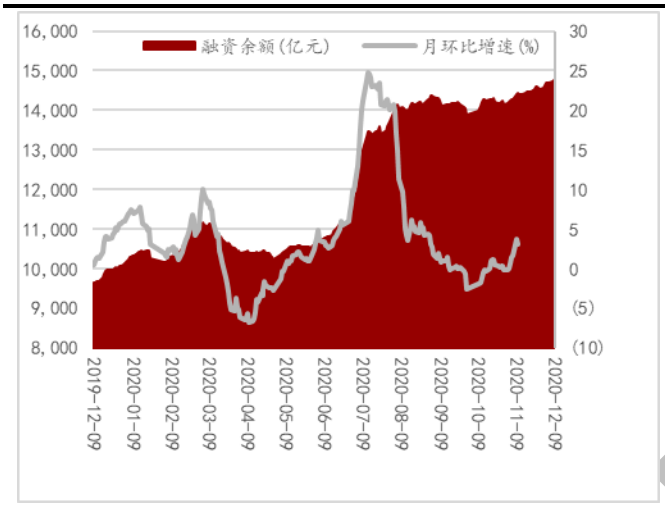


资料来源：Wind，万联证券研究所

融券增速明显强于融资增速，面对市场大涨，风险对冲需求也随之上升。分项来看，截至12月9日，融资余额达到15837.82亿元，同比增长了62.28%;融券余量从去年的16.59亿股上升至85.52亿元，同比增长了415.39%。从金额占比角度看，融资余额占

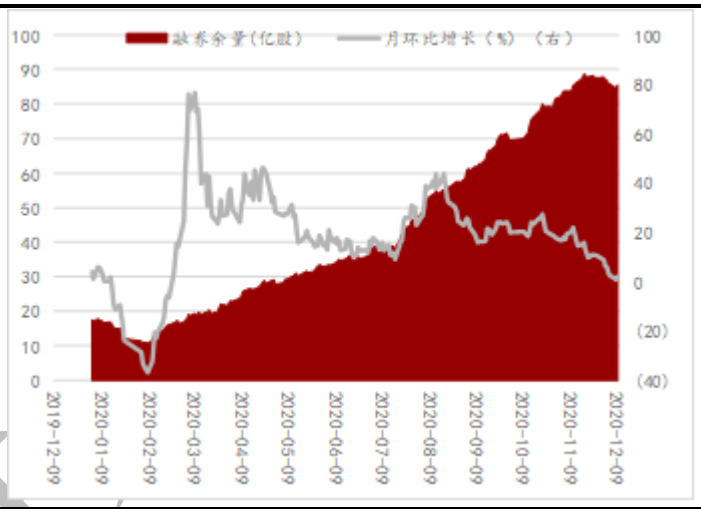
比从上期的98.64%降至92.76%，融券余额金额占比上升了5.88%，融券金额占比明显上升。

图表 41：融资余额大幅抬升后逐步趋稳



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 42：融券余额增速快于融资余额增速（%）



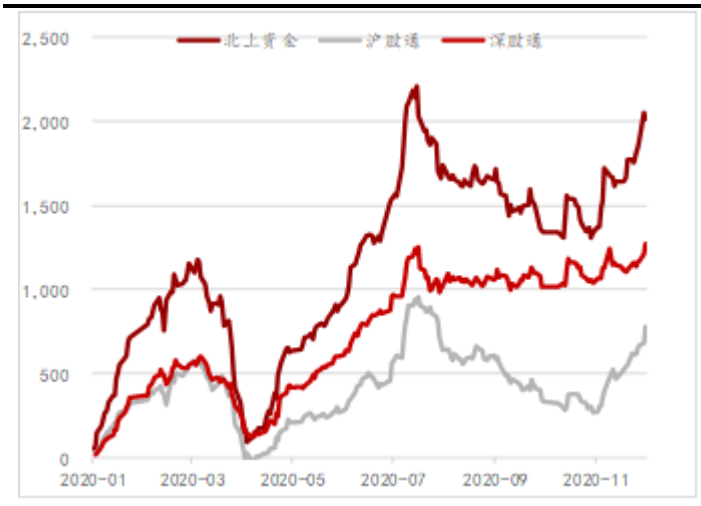
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3.2北上资金为行业风向标

海内外周期错位，国内经济最先修复，海外资金对A股偏好阶段性增强。截至12月9日，北上资金累计流入1807.01亿元（2019年全年 3514 亿），其中深股通累计流入1111.58亿元，沪股通累计流入695.41亿元。

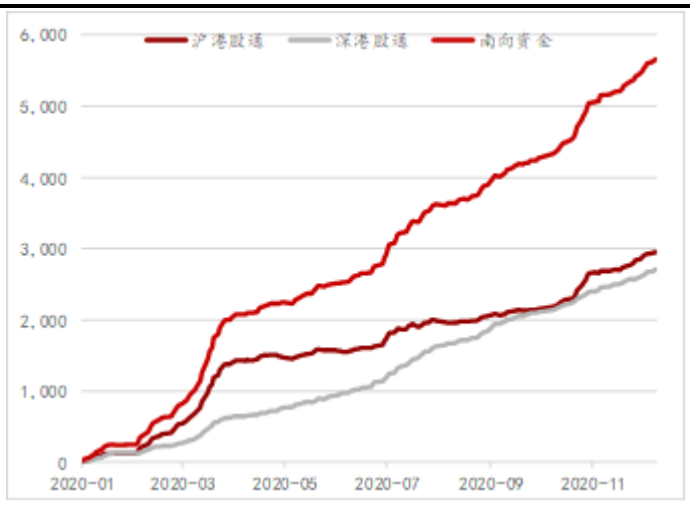
南下资金对A股资金形成一定分流。由于港股基本面逐步向好，科技类股票占比逐步提升，估值具有一定吸引力，且公募基金配置港股仓位的比例仍然不高，2020年南下资金规模明显上行。截至12月9日，南下资金累计净流入为5652.12亿元（2019年全年为2472亿元），其中通过沪股港通2948.29亿元，通过深股港通2703.82亿元。

图表 43：2020 年北上资金累计值（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 44：2020 年南下资金累计值（亿元）



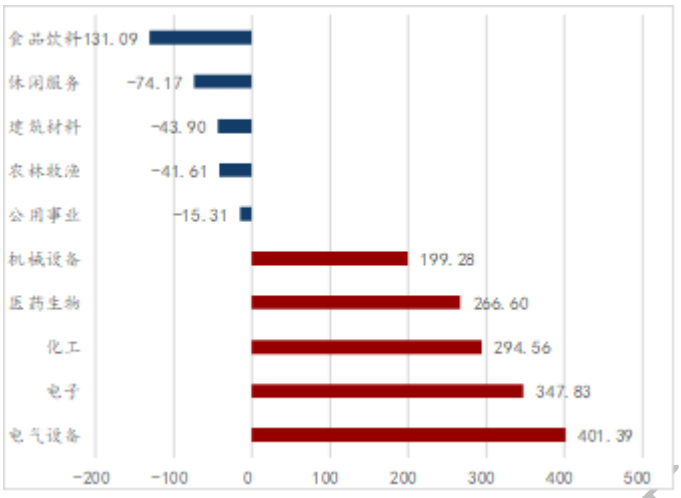
资料来源：Wind，万联证券研究所

北上资金行业分化明显，疫情因素影响的医药生物行业受资金追捧，2019年涨幅较大的食品饮料行业资金有所流出。分行业来看，最近一年北上资金增持前五的行业分别是电气设备、电子、化工、医药生物和机械设备，减持前五的分别是食品饮料、休闲服务、建筑材料、农林牧渔和公用事业。北上资金近期对顺周期修复的制造业板块流入逐渐增加。

从个股来看，最近一年北上资金增持前五的是格力电器、宁德时代、迈瑞医疗、平安

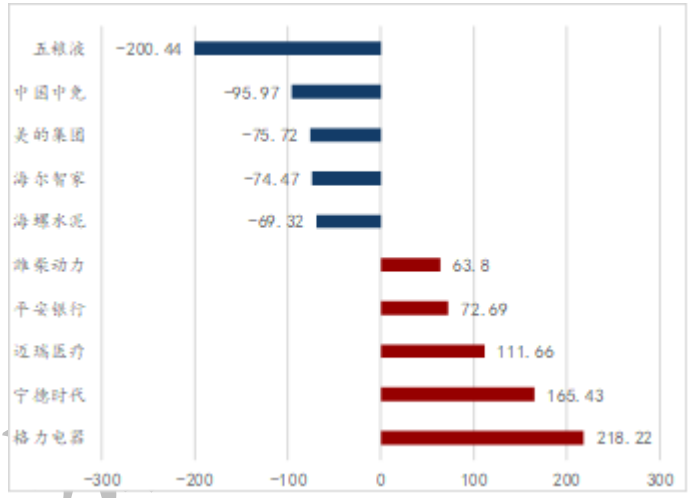
银行和潍柴动力；减持前五的是五粮液、中国中免、美的集团、海尔智家和海螺水泥。

图表 45：近一年北上资金行业偏好前/后五名



资料来源：Choice，万联证券研究所

图表 46：近一年北上资金增/减持前/后 5 名

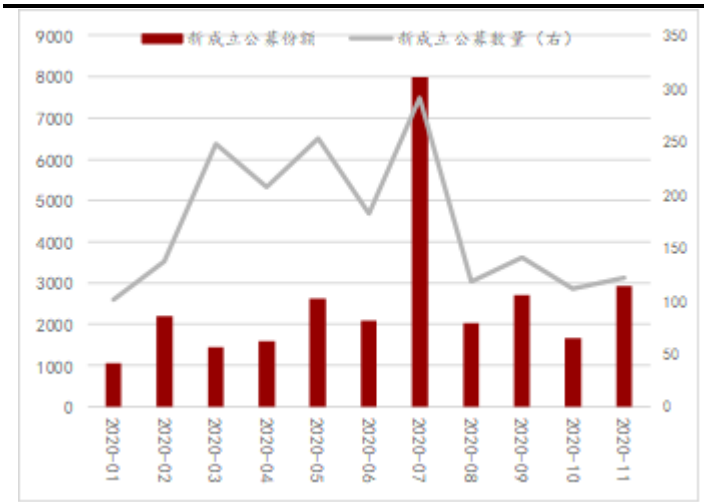


资料来源：Choice，万联证券研究所

3.3.3 基金市场活跃增长

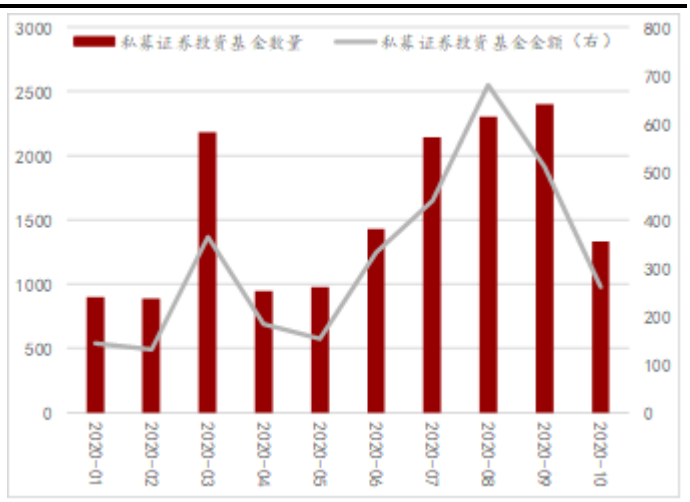
新成立基金规模逐步增加，权益类基金发行规模明显高于2019年，居民财富也逐步通过基金入市。截至12月9日，全国公募基金新成立1917只，比去年同期增长了34.8%；发行总份额为28447.68亿份，比去年同期增长了110.29%。其中股票型新成立319只，发行总份额为3272.29亿份；混合型新成立966只，发行总份额为15403.07亿份。截至到10月，证券投资类私募基金备案通过数量为15495只，募集规模为3197.66亿元，总体备案通过数量为20288只，募集规模为8189.62亿元。到12月9日，全国私募基金新成立23779只，比去年同期增长了41.68%。

图表 47：新成立公募基金数量与份额（只，亿份）



资料来源：Wind，万联证券研究所

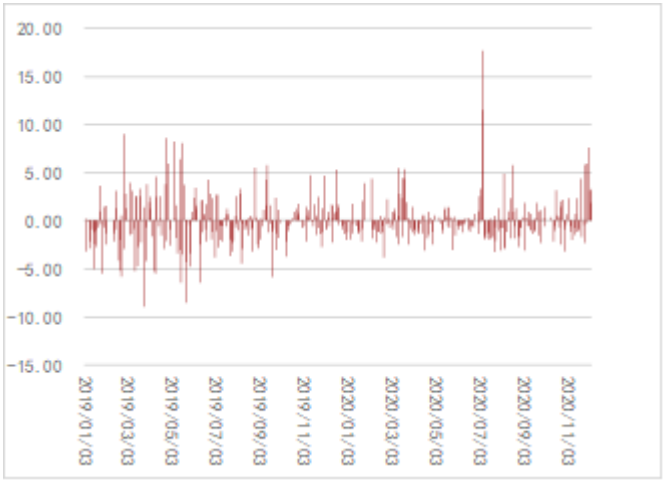
图表 48：新备案私募数量与规模（只，亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

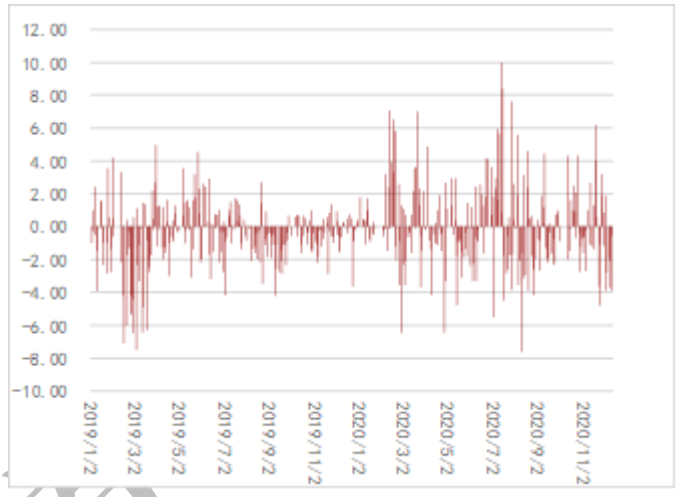
被动型指数品种和规模也明显增加，为投资者进行大类资产配置提供了更多的选择，沪深港通ETF的成立，也便捷了资金的流动。截至到12月9日，2020年ETF整体净申购769.76亿份，上证50ETF净申购13.16亿份，沪深300ETF净赎回9.24亿份，创业板50净赎回36.35亿份，中证500ETF净赎回24.33亿份。整体净申购前五的ETF分别是芯片ETF(159995.SZ)、证券ETF、券商ETF、芯片ETF（512760.SH）和5GETF，净赎回最多的五个ETF分别是央创ETF、嘉实央企创新ETF、一带一路国企ETF、一带一路ETF和央企创新ETF。

图表 49：上证 50 净申购份额（日）



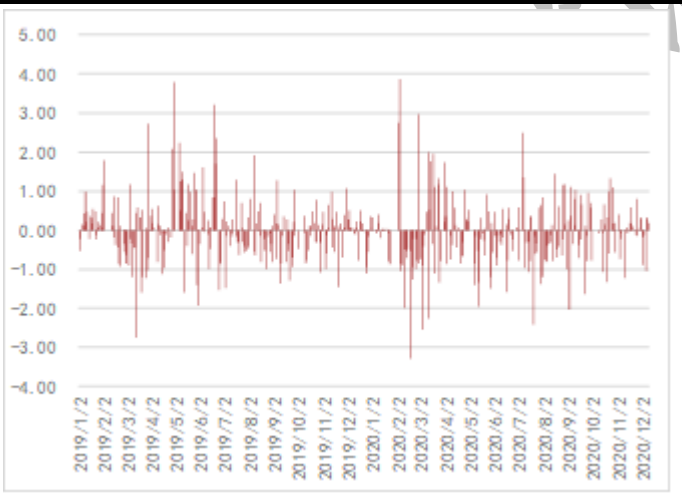
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 50：创业板 50 净申购份额（日）



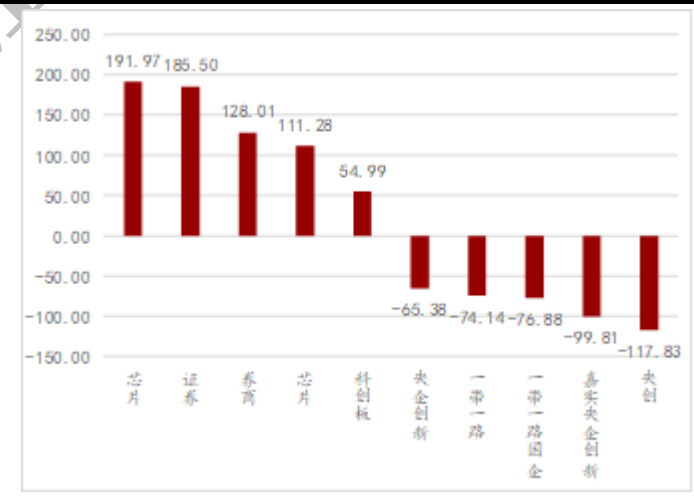
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 51：中证 500 净申购份额（日）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 52：ETF 份额变动（亿份）



资料来源：Choice，万联证券研究所

4. 政策利好资本市场，注册制全面推进

4.1注册制全面推进，退市新规提高退市效率

资本市场基础制度建设加快，构建资本市场健康生态。2020年在金融供给侧改革的引领下，资本市场改革进程不断加快，基础制度体系不断完善。先后有“新证券法、创业板注册制推行、新三板改革、基金投顾业务试点、CDR存托凭证、对外开放提速、退市新规”等多项改革创新政策出台。预计2021年资本市场改革仍将蹄疾步稳，在全面深化资本市场改革和资本市场对外开放的总框架下，围绕着“市场注册制改革、提高上市公司质量、完善多层次资本市场体系、优化退市制度、健全法治保障和制度建设、稳步推动资本市场对外开放”等方面，分步并稳扎稳打的落实各项政策。

全面注册制逐步推进，主板、创业板IPO规模预期全面提升。注册制随着资本市场改革的深化，注册制改革将会采取循序渐进的形式推进，在A股市场全面推行。注册制

下，市场化定价机制的约束作用进一步显现，增强对创新型企业的包容性和适应性，为大批科创型公司的上市铺平道路，促进产业结构加速升级。注册制稳步实施，联动新三板、区域股权市场改革，进一步补齐多层次资本市场体系短板，塑造高效联通的全新格局。注册制的全面推进，主板首发规模也预期大幅提升，创业板资金需求加大。

退市新规到来，提高退市效率，加快了退市节奏。2020年12月14日晚间，沪深交易所发布了改革后的退市制度安排。改变了以往单纯考核净利润的退市指标，通过营业收入和扣非净利润的组合指标，力求准确刻画壳公司。同时严格退市执行，压缩规避空间。建立常态化退市机制，企业退市速度将逐步加快，优化了上市公司质量。对于市场长期健康发展和广大投资者的利益都起到了积极的促进作用。

4.2“十四五”政策助力产业发展

“十四五”规划建议稿，规划了未来的经济发展，并明确了部分产业发展方向。更加突出政策的红利性，经济增长方面，2035年GDP较2020年翻倍，未来15年平均增速在4.7%左右。再次凸显内循环的重要性，并细化了内循环的具体做法。提到“制造强国、质量强国、网络强国、数字中国”等方向。 产业政策方面，明确了8大前沿领域：人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海，发展战略新兴产业方向：信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等，强化国家战略科技力量，系统布局新基建，推进能源革命，发展数字经济等。强调了统筹发展和安全，加快国防和军队现代化等做出战略部署。仍强调“房住不炒、因城施策”，未提及房产税，房地产政策基调偏中性。

2020年12月11日召开的政治局会议，强调供给侧改革的基础上，首次提出“需求侧改革”。国内经济大循环涉及供给和需求两个方面，会议强调更高水平的动态平衡。今年我国新冠肺炎疫情防控和经济恢复态势良好，但需求端的恢复慢于供给端。疫情抑制了消费倾向和消费预期，相对于投资和进出口的恢复速度，消费恢复明显滞后。国内需求主要包括投资与消费两个方面。从投资来看，通过新基建、新型城镇化等扩大有效投资，可以带动新技术的研发与应用，推动新兴产业的发展；从消费来看，通过完善社保、转移支付等再分配机制提高中低收入群体的消费能力，适当增加公共消费，逐步实现基本公共服务的均等化。会议要求“强化反垄断和防止资本无序扩张”。反垄断旨在抑制市场负外部性，鼓励公平竞争，保护消费者权益，防范系统性风险。在2021年管理层对于市场与金融监管方面会延续 “高压”的态势。

5. 2021年投资建议

2020年市场走势与新冠疫情的爆发、扩散、控制、反复息息相关，进入2021年，对抗新冠疫情扩散仍将是各国政府的头等大事。目前，新冠疫苗已在部分欧美国家对公众试种，疫苗已被海外国家视为一劳永逸解决新冠疫情的唯一方法。虽然内地经济在疫情得到基本控制后恢复，投资、消费、进出口三驾马车在下半年持续上行，但旅游、餐饮、航空等服务业仍承受疫情余波，预计随着疫苗的普及，相关行业仍有较大的业绩修复空间。

充裕的流动性是推动A股在内的全球股市在2020年下半年普遍反弹的重要原因，由于中国复工复产的进程领先全球、疫情防控得当没有大规模二次反复，市场对于内地经济今年四季度到明年上半年预期普遍较乐观。而随着内地经济生活步入“常态化”，

货币政策、财政政策等也将逐渐由“抗疫模式”转为“常态化”，流动性宽松预期自2020年下半年起边际回落，反映在A股由上半年各行业估值普遍上行转为下半年低估值、顺周期板块轮动领涨。2021年应对疫情恶化采取流动性宽松政策出现的概率较低，较难出现各行业估值普遍冲高的现象，市场大概率延续对业绩确定性较高的顺周期和消费板块、低估值大金融板块的偏好。

2021年是具备“建党百年”、“全面小康之年”、“十四五开局之年”等特殊意义的一年，通过2020年的检验，内地经济韧性明显，疫情防控经验充足，叠加上半年低基数因素，使得2021年内地经济增长高增速成为高确定性事件，A股整体盈利能力有望持续修复，可选消费板块将受益于人均收入增长、消费升级等趋势，继续获得市场认可。

行业配置方面，可关注以下主线：1）汽车/新能源汽车产业链、白酒、休闲服务等可选消费板块；2）有色金属、化工等顺周期板块；3）估值偏低、盈利能力稳定或业绩反弹预期较高的大金融、交通运输蓝筹；4）新能源产业链、医药生物、军工、信息技术等“十四五”科技成长主线。

6. 风险提示

全球新冠疫情反复、新冠疫苗接种推进不及预期、中美贸易摩擦反复、汇率风险。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场