策略

2021 年 A 股投资策略

报告原因：年度策略

复苏乘风，科技破浪，击楫中流

2020 年 12 月 9 日

策略研究/年度策略

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯 CFA

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

李杰 CPA

执业登记编码：S0760520090001

邮箱：lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **海外： 2021 年全球经济有望走出疫情，显著回暖**

纵观全球，我们认为 2021 年全球经济复苏具备较高的确定性，对权益市场影响偏正面。首先在新冠疫苗进展顺利的前提下，我们预估 2021 年疫情大流行有望在全球范围内彻底结束。其次，多数经济体 2021 年有望回到疫情前水平，需求具备较高弹性而上游资源品供给弹性显著低于需求，预计 2021 年可能成为商品大年。再次，中美关系在 2021 年仍然具备较高不确定性，但我们判断相较特朗普执政时期将有所改善。另外，加入 RCEP 有利于我国双循环战略，未来对欧美国家进出口依赖程度降低，有望一定程度上解决当前产业链两头在外的困局。最后，我们判断美联储 2021 年大概率保持按兵不动，虽然购债力度可能较 2020 年有所减弱，但预计不会对资本市场造成过大的扰动。

- **国内宏观：经济延续复苏，政策有序回归常态**

内外环境双重改善助力国内经济和企业盈利加速复苏：疫苗上市降低各方不确定性，疫情大概率被有效控制的背景下，全球需求将进一步回暖，国内企业产成品库存压力明显缓解，生产端随着利润的改善已基本恢复正常，预计 2020 年四季度与 2021 年一季度企业有加速补库存的动力，**工业企业新一轮补库存周期将逐步开启。**我国内生消费需求在疫苗推广、促消费政策实施、经济修复、居民就业与收入改善等多重因素作用下也将进一步复苏，尤其是**线下服务类消费有望释放出更多前期被压抑的需求。**因此，**制造业投资、服务类消费将代替地产、基建链条成为引领国内经济下一阶段复苏的新动能。**

随着经济内生修复，宽松政策将逐步退出，但退出节奏不会太快，将充分考虑到经济与市场的承受能力。

- **时代背景：十四五开局年&双循环新格局**

十四五规划全文预计在 2021 年两会期间发布，有利于提升市场对经济高质量增长的乐观预期和投资者风险偏好，后续各产业的十四五规划也将陆续出台，有望不断催化资本市场丰富的主题投资行情，**建议可重点关注新能源、扩大内需、制造升级以及科技创新等领域。**内循环、双循环新格局发展战略将在多个层面、多个领域得到进一步落实，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，引导居民和企业预期，增强消费和投资动力，形成经济正循环，有利于**中长期内提升我国经济的韧性和权益资产的配置价值。**

- **流动性：宏观流动性略收紧，市场流动性有望维持稳态**

伴随经济复苏深化，明年的宏观流动性环境大概率收紧，不利于股市估值大幅度提升。

但我们从股市资金供需主体来看，在资本市场改革红利不断、人民币资产价值持续提升的背景之下，居民、公募、保险、外资、银行理财等资金仍将持续性进入股市；另外全面注册制实施后，短期情绪会一定程度冲击 A 股资产价格，但长期来看 A 股首发的融资效率将迈上新的台阶，并不会对 A 股市场产生明显的资金抽血效应。**总体看股市资金面有望维持稳态运行。**经济增速、利差和制度优势背景下，人民币汇率进入中长期升值通道，未来几年万亿量级外资有望持续流入中国资本市场。

- **2021 大势研判：从流动性驱动到盈利驱动**

经济的强势复苏有望在上半年延续，但同时逆周期政策的退出也将更加明确，**市场驱动力从流动性宽松转变为基本面盈利修复，和时代机遇、政策利好所带来的市场风险偏好提升。**市场走势大概率前高后低，全年指数整体增幅有限，需降低整体收益预期，在防御风险的前提下，**重点把握风格行业轮动与主题投资带来的阶段性、结构性投资机会。**

- **2021 年行业配置：复苏乘风，科技破浪**

行业配置上，我们推荐以下三条主线：

（1）经济复苏深化主线：今年末到明年一二季度交际，建议重点加仓受益于经济复苏深化，供需缺口进一步打开、景气度显著改善、盈利加速修复的**上游周期（煤炭、有色）、中游制造（化工、机械等）与恢复弹性较大的可选消费板块（线下服务消费（旅游、酒店等）、景气度有望延续的地产后周期消费（汽车、家电、家居））。**

（2）低估值修复主线：估值处于历史低位、基本面和行业风险预期来到明确拐点的银行、保险，以及受益于资本市场交易活跃、制度改革全面推进的龙头券商板块，可作为底仓品种持续性地配置。

（3）科技强国主线：十四五+双循环发展格局的时代背景下，科技创新的战略地位得到进一步提升，这无疑是未来几年我国经济与资本市场发展的主线，**建议持续跟进芯片、5G、云计算、信创、新能源与新能源汽车等多行业领域的主题投资机会。**



资料来源：山西证券研究所

目录

一、 2021 年全球经济有望走出疫情，显著回暖 11

1. 疫情 2021 年有望彻底结束 11
2. 主要国家经济有望在 2021 年回到疫情前水平 14
3. RCEP 助力我国实现双循环战略 19
4. 美联储 2021 年预计按兵不动，不会对资本市场形成剧烈扰动 21

二、经济延续复苏，政策有序回归常态，资本市场走向成熟 24

1. 经济复苏延续，第三产业恢复较慢 24

1.1. 消费：有望持续复苏 26

1.2. 投资：基建地产以稳为主，难有超预期表现 27

1.3. 行业：下游率先复苏，景气程度由下游向上游传导 29

2. 货币政策与宏观流动性展望 32
3. 释放增长潜力，构建经济发展新格局 34

3.1. 双循环——两头在外困局如何破？ 34

3.2. 十四五——下一个五年去向何方？ 37

4. 全面注册制下资本市场迎来新机遇 39

三、 资金面与估值分析 41

1. 股票市场资金供需分析 41

1.1. 资金供给 42

1.1.1. 公募基金募集预计将继续保持较高水平 42

1.1.2. 阳光私募基金 45

1.1.3. 保险类资金增长 46

1.1.4. 海外资金流入明年持续 46

1.2. 资金需求 47

1.2.1. A 股市场融资规模有望继续攀升 47

1.2.2. 全面注册制实施后首发规模上升 48

2. A 股估值分析 49
2.1. 沪深 300 指数整体估值相对合理 50
2.2. 上证指估值有抬升空间但难大幅提高 50
2.3. 深成指估值略微高估 52
2.4. 创业板高预期带来高市净率 53
四、 2021 年大势研判与配置建议 54
1. 2020 年市场表现回顾 54
2. 2021 年大势研判 56
3. 2021 年投资主线 59
3.1. 经济复苏深化主线（上游周期+中游制造+下游服务类消费） 60
3.2. 低估值修复主线（大金融） 66
3.3. 科技强国主线 68
五、风险提示 75
1. 逆周期政策调整力度和节奏超预期 75
2. 宏观经济大幅波动 75
3. 信用债风险进一步升级 75
4. 金融、监管政策超预期收紧 75
5. 美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级 75
6. 疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期 75

图目录

图 1 ： 全球疫情 11
图 2 ： 无疫苗假设全球疫情预期 11
图 3 ： 美国疫情 12
图 4 ： 德国疫情 12
图 5 ： 日本疫情 12
图 6 ： 韩国疫情 12
图 7 ： 巴西疫情 12
图 8 ： 印尼疫情 12
图 9 ： 全球 PMI 14
图 10 ： 美国 PMI 15
图 11 ： 美国进出口 15
图 12 ： 中美贸易 15
图 13 ： 英国 PMI 17
图 14 ： 英国进出口 17
图 15 ： 德国 PMI 17
图 16 ： 法国 PMI 17
图 17 ： 德国进出口 18
图 18 ： 法国进出口 18
图 19 ： 日本 PMI 18
图 20 ： 韩国制造业 PMI 18
图 21 ： 日本进出口 19
图 22 ： 韩国进出口 19
图 23 ： 印度 PMI 19
图 24 ： 印度进出口 19
图 25 ： 与 RCEP 成员国贸易比重 20
图 26 ： 贸易战以来对我国进出口的影响 20
图 27 ： 双边自贸协议签订情况 20

图 28 ： 中日贸易.....21
图 29 ： 美国通胀同比增速.....22
图 30 ： 美国失业情况.....23
图 31 ： 美国 ISM 指数.....23
图 32 ： 6 月 FOMC 点阵图.....23
图 33 ： 9 月 FOMC 点阵图.....23
图 34 ： 三季度 GDP 累计增速转正.....24
图 35 ： 第三产业恢复速度较慢.....24
图 36 ： 3 月以来，PMI 持续处于扩张区间.....25
图 37 ： 原材料及出口订单增加是 PMI 扩张的主因.....25
图 38 ： 疫情后生产与原材料库存背离更为明显.....25
图 39 ： 消费对 GDP 当季同比贡献在三季度转正.....26
图 40 ： 消费对 GDP 累计同比贡献为负.....26
图 41 ： 限额以上消费恢复更快.....27
图 42 ： 社零累计同比仍未转正.....27
图 43 ： 2020 年基建增速小幅不及预期.....28
图 44 ： 今年地方债发行低于去年同期.....28
图 45 ： 房地产投资累计同比在 6 月转正.....28
图 46 ： 房地产销售额累计同比在 8 月份转正.....28
图 47 ： 前期新开工维持高增速.....29
图 48 ： 新开工走弱施工韧性较强.....29
图 49 ： 行业景气指数.....30
图 50 ： 周期的利润出现明显改善.....30
图 51 ： 电子+汽车+周期的业绩增速大幅超过去年.....30
图 52 ： 周期的利润出现明显改善.....31
图 53 ： 科技、汽车、周期轮动上涨.....31
图 54 ： 主要工业品产量增速回升.....31
图 55 ： 工业企业存货下降应收账款回升.....31
图 56 ： 工业企业利润持续回升.....32

图 57 ： 产成品库存持续下降.....32
图 58 ： 利率已恢复至去年水平.....32
图 59 ： M2 增速仍维持高位.....32
图 60 ： 地方债发行吸收了多余流动性.....33
图 61 ： 企业债券融资增速高于政府.....33
图 62 ： 财政中的社保支出大幅提高.....34
图 63 ： 新增就业人数仍低于去年同期.....34
图 64 ： 消费对 GDP 增长的贡献稳步提升.....36
图 65 ： 人民收入稳步提高.....36
图 66 ： 出口持续走高.....36
图 67 ： 出口分化明显.....36
图 68 ： 两头在外的现实和未来内循环为主的着力点.....37
图 69 ： 十九届五中全会亮点.....38
图 70 ： 十八届五中全会要点.....38
图 71 ： 十四五方针.....39
图 72 ： A 股市场流通市值及参考持仓量.....42
图 73 ： 月新增公募基金数量.....42
图 74 ： 三季度基金持股比例与十年均值及中值对比.....42
图 75 ： 近四季度基金持股比例.....43
图 76 ： 二三季度相对标准配置的变化.....43
图 77 ： 医药生物超配比例.....44
图 78 ： 传媒超配比例.....44
图 79 ： 银行超配比例.....44
图 80 ： 非银金融超配比例.....44
图 81 ： 钢铁、化工超配比例.....44
图 82 ： 休闲服务超配比例.....44
图 83 ： A 股行业估值图.....45
图 84 ： 私募基金规模.....45
图 85 ： 险资可投资余额与股票占险企资产比例.....46

图 86 ： 资产价格调整 A 股首发、配股、增发总和.....47
图 87 ： 对数 A 股流通市值及总市值.....47
图 88 ： A 股涨幅调整流通市值.....47
图 89 ： A 股调整资金流入速度对应估值.....48
图 90 ： A 股融资额.....48
图 91 ： A 股净上市家数统计.....49
图 92 ： 上市 A 股及上市公司数目统计.....49
图 93 ： 中美 IPO 数目对比（柱状图）.....49
图 94 ： 中美融资额对比（柱状图）.....49
图 95 ： 沪深 300PB.....50
图 96 ： 标普 500 及沪深 300PE（TTM）.....50
图 97 ： 上证指数 PB.....51
图 98 ： 上证指数近五年 PB.....51
图 99 ： 上证指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置).....51
图 100 ： PE 分布.....51
图 101 ： 预期 ROE 分布.....51
图 102 ： 深证成指 PB.....52
图 103 ： 深证成指近 5 年 PB.....52
图 104 ： 深成指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置).....52
图 105 ： PE 分布.....53
图 106 ： 预期 ROE 分布.....53
图 107 ： 创业板 PB.....53
图 108 ： 创业板 PE（TTM）.....53
图 109 ： 创业板指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置).....54
图 110 ： PE 分布.....54
图 111 ： 预期 ROE 分布.....54
图 112 ： 上证综指历史 PE.....55
图 113 ： 深证成指历史 PE.....55
图 114 ： 全球市场年内涨幅（数据截止 2020.12.7）.....55

图 115 ： 行业年内涨跌幅（数据截止 11.30）.....56
图 116 ： 行业估值对比（PE）（数据截止 11.30）.....56
图 117 ： 行业估值对比（PB）（数据截止 11.30）.....56
图 118 ： 行业近四季度单季度 ROE.....61
图 119 ： 行业近四季度单季度归母净利润同比增速.....61
图 120 ：煤炭期货价格已经率先反映.....62
图 121 ：煤炭库存维持中低位运行.....62
图 122 ： LME:铜价及库存.....62
图 123 ： LME:铝价及库存.....62
图 124 ：工业企业利润持续回升.....63
图 125 ：铜库存位于低位.....63
图 126 ： 汽车产销量：当月同比.....65
图 127 ： 白家电产销量：当月同比.....65
图 128 ： 全国电影票房收入.....65
图 129 ： 各省旅游人次.....65
图 130 ： 月度民航总周转量.....65
图 131 ： 星级饭店平均出租率.....65
图 132 ： 银行指数走势对应归母净利润增速.....66
图 133 ： 银行市盈率 PE（TTM）.....66
图 134 ： 银行市净率 PB.....66
图 135 ： 保险市盈率 PE（TTM）.....67
图 136 ： 保险市净率 PB.....67
图 137 ： 券商市盈率 PE（TTM）.....67
图 138 ： 券商市净率 PB.....67
图 139 ： 集成电路市场规模与增速.....72

表目录

表 1：疫苗研发现状.....13
表 2：拜登政策一览.....15
表 3：双循环在多个重要会议上被提及.....34
表 4：资本市场改革加快，全面注册制推行在即.....40
表 5：年内促消费政策频繁发布.....63
表 6：国家持续出台多项科技创新领域扶持政策.....68
表 7：基础电信运营商与第三方 IDC 服务商的优劣比较.....74

一、 2021 年全球经济有望走出疫情，显著回暖

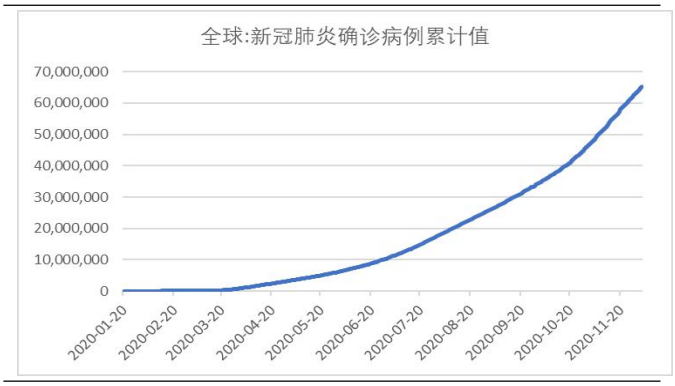
纵观全球，我们认为 2021 年全球经济复苏具备较高的确定性，对权益市场影响偏正面。首先在新冠疫苗进展顺利的前提下，我们预估 2021 年疫情大流行有望在全球范围内彻底结束。其次，多数经济体 2021 年有望回到疫情前水平，需求具备较高弹性而上游资源品供给弹性显著低于需求，预计 2021 年可能成为商品大年。再次，中美关系在 2021 年仍然具备较高不确定性，但我们判断相较特朗普执政时期将有所改善。另外，加入 RCEP 有利于我国双循环战略，未来对欧美国家进出口依赖程度降低，有望一定程度上解决当前产业链两头在外的困局。最后，我们判断美联储 2021 年大概率保持按兵不动，虽然购债力度可能较 2020 年有所减弱，但预计不会对资本市场造成过大的扰动。

1. 疫情 2021 年有望彻底结束

根据疫苗产能，我们预计全球范围 30-35 亿人次将接种疫苗，新冠疫情全球大流行有望在 2021 年得到有效控制。我国接种 3-6 亿人口就可以将 R^2 下降至 0.6 以下，彻底避免疫情再次大规模爆发的可能。

整体来看，短期内海外疫情仍未得到有效控制。目前全球确诊人数超过 6500 万人，其中约 150 万人死亡。如果疫苗未研发成功，按照当前形势，预计 2021 年 2 月末确诊人数将破亿，3 月末确诊人数将达 1.2 亿；6 月末确诊人数将超 1.8 亿；9 月末确诊人数将达 2.6 亿；12 月末将达 3.5 亿。当前美国与西方国家疫情人数再度出现加速向上的势头。东亚整体疫情得到有效控制，日本与韩国疫情控制相对较好。我国上游资源国，如巴西和印尼，疫情仍然有相对较大的影响，总确诊人数、增速都维持高位。

图 1：全球疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

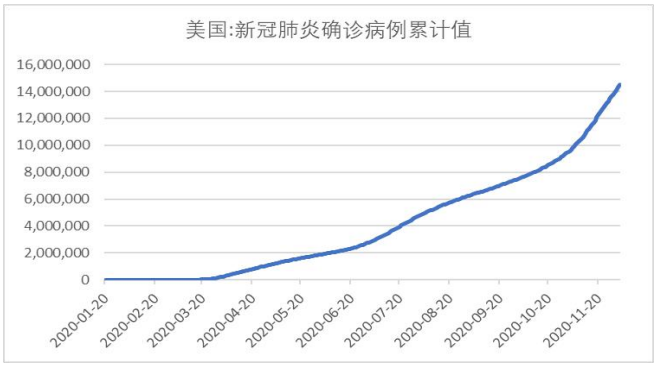
图 2：无疫苗假设全球疫情预期



数据来源：Wind，山西证券研究所

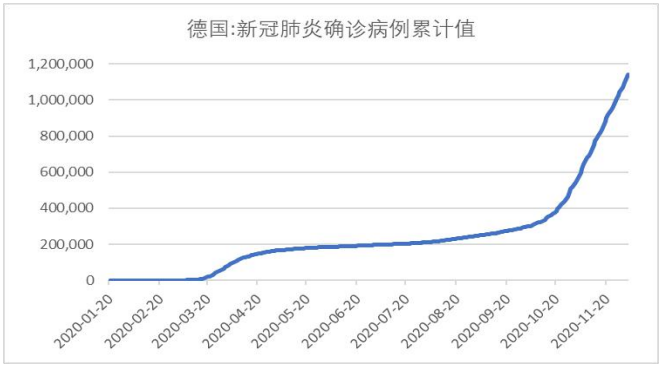
当前美国与西方国家疫情人数再度出现加速向上的势头。

图 3：美国疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

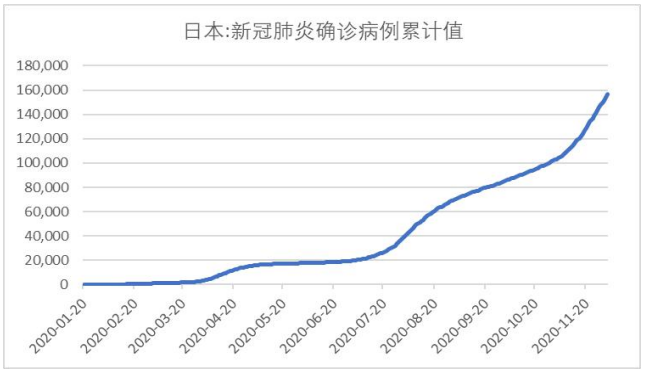
图 4：德国疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

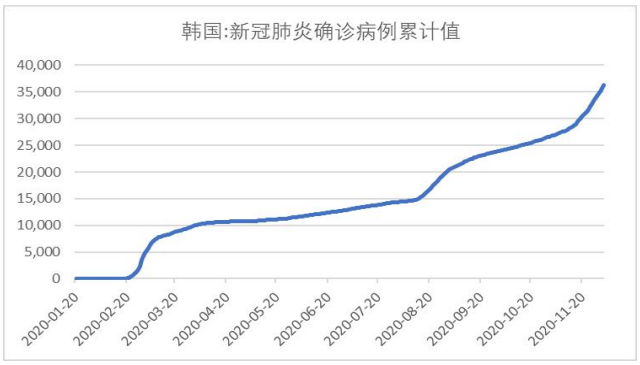
东亚整体疫情得到有效控制，日本与韩国疫情控制相对较好。

图 5：日本疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

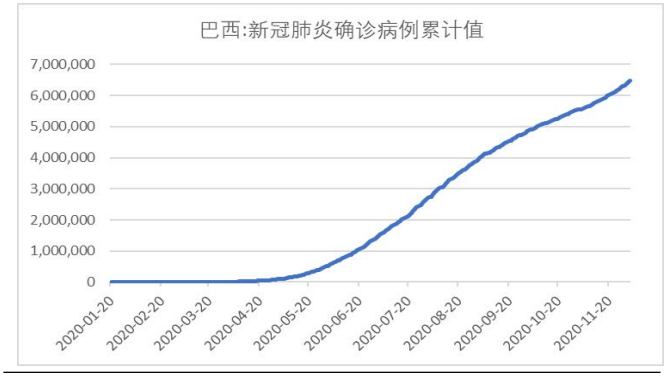
图 6：韩国疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

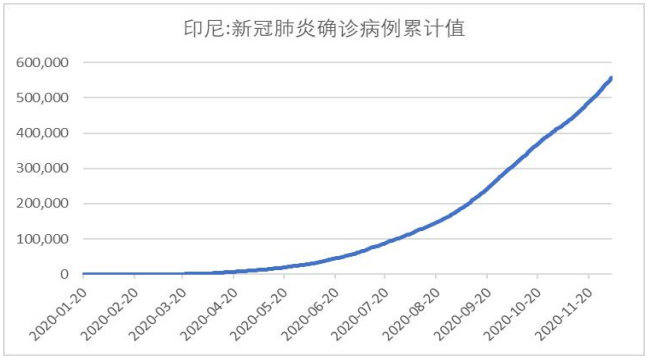
我国上游资源国，如巴西和印尼，疫情仍然有相对较大的影响，总确诊人数、增速都维持高位。

图 7：巴西疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：印尼疫情



数据来源：Wind，山西证券研究所

我国疫苗研发情况顺利，截至十一月，全球共十支新冠疫苗进入三期临床试验阶段，其中四支来自中国。三支属于病毒灭活疫苗，一支属于腺病毒载体疫苗。国药集团旗下的新冠疫苗在今年 7 月被批准紧急

使用以来，目前已有数十万人紧急接种，没有一例严重不良反应，其中注射疫苗后的离境人员，有 5.6 万人，无一例感染。目前两款疫苗的生产工厂已经完成建设，今年年底产能将达到 1 亿剂左右，预计明年产能将达到 10 亿剂以上，将优先保证中国使用。两支新冠灭活疫苗皆在最后的全力冲刺阶段，**11 月末国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请**，而国药集团中国生物北京生物制品研究所研发的疫苗也已**于 12 月 9 日在阿联酋获批上市，三期数据显示有效率达 86%**。科兴中维研制的灭活疫苗也早已于 7 月获批我国新冠疫苗紧急使用，并于 8 月全面启动了新冠灭活疫苗的生产，产能约为每年 3 亿剂，直至今年年底大约可以生产 1 亿剂新冠灭活疫苗（包括半成品）。上述两种疫苗基本在 2021 年可以覆盖我国全部人口，根据疫情传播学，**我国接种 3-6 亿人口就可以将 R^2 下降至 0.6 以下，彻底避免疫情再次大规模爆发的可能。**

从我国疫苗的海外潜在买家来看，国药集团表示现在已经有近二十个国家向国药集团提出新冠疫苗的需求，其中包括了巴西、东南亚、阿拉伯等国家，预计这些国家也有望在 2021 年摆脱疫情影响。

全球免疫有望。国际上有三只疫苗已经公布三期数据，分别是德国 BioNTech 公司和美国制药巨头辉瑞联合研发的 mRNA 疫苗、美国生物制药公司 Moderna 研发的 mRNA 疫苗以及牛津大学和阿斯利康公司联合研发的腺病毒载体疫苗。辉瑞宣布其疫苗对抗病毒有效性为 95%，Moderna 宣布其疫苗有效性高达 94.5%，而阿斯利康宣布其疫苗有效性为 70%，但成本大大低于前两种疫苗、对保存冷链要求更低、保存时间更长，更易于储存和运送到世界各地。**三者的 2021 年产能预计可以达到 25-30 亿剂，基本可以完成全球范围的免疫工作。**

表 1：疫苗研发现状

	辉瑞&BioNTech	Moderna	牛津大学&阿斯利康
疫苗类型	mRNA 疫苗	mRNA 疫苗	腺病毒载体疫苗
有效性	95%	94.50%	70%（两种给药方案有效性分别为 90%和 62%）
价格	19.5 美元/剂	60 美元/两剂	3-4 美元/剂
紧急授权使用	十一月下旬	十二月上中旬	12/05 以前
最早广泛接种应用时间	明年四月	明年四月	明年一季度
产量	2020 年生产五千万剂，2021 年生产多达 13 亿剂疫苗	2021 年在全球生产 5 至 10 亿剂的新冠疫苗	2020 年生产 2 亿剂，2021 年 1 季度生产 7 亿剂
	已与美国政府签订了 19.5 亿美元的合同，从今年开始提供 1 亿	已经承诺向包括美国、加拿大和瑞士在内的	已与英国政府签订 1 亿剂疫苗合同

	剂疫苗，此外还与欧盟、英国、加拿大和日本达成了供应协议。	几个国家供应 1.75 亿至超过 6.1 亿剂疫苗	
储存要求	疫苗可在零下 20 摄氏度下保存长达六个月，或在正常冷藏条件下（2- 8 摄氏度）保存一个月	在零下 75 摄氏度条件下进行超冷存储，或在冰箱中保存 5 天	在正常冷藏条件下（2- 8 摄氏度）保存至少六个月
国内合作方	复星医药	暂无	暂无

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

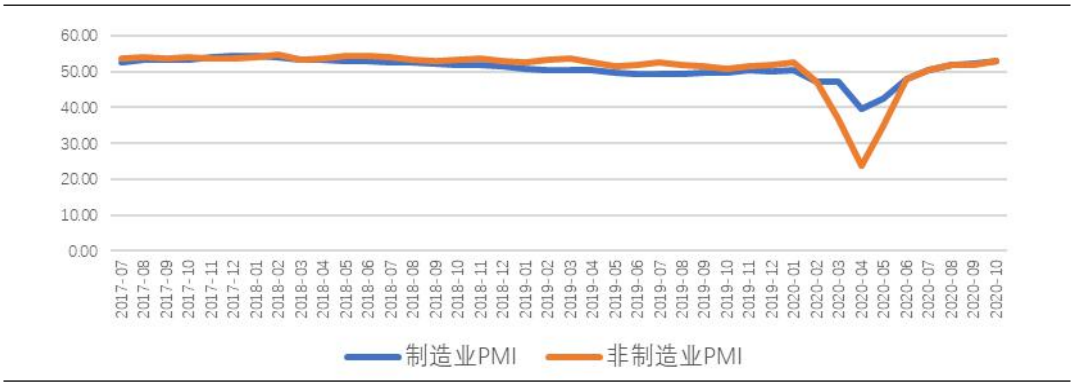
从现有信息来看，如果疫苗进展顺利，那么**预计全球范围 30-35 亿人次将接种疫苗，新冠疫情全球大流行有望在 2021 年得到有效控制。**12 月初英国率先批准使用辉瑞疫苗，成为世界上第一个开始全国接种的国家，美国食品药品监督管理局（FDA）也将于 10 日召开会议商讨辉瑞疫苗审批事宜，预期将在几天内批准疫苗正式使用，届时将即刻开始大规模分发。8 日拜登表示**就职 100 天内将为美国人接种 1 亿剂新冠疫苗**，而美国新冠疫苗项目负责人也表示有信心**美国能在 2021 年中为所有美国人接种新冠疫苗**。

2. 主要国家经济有望在 2021 年回到疫情前水平

全球多数国家有望在疫苗的配合下 2021 年经济有望回到疫情前水平，从疫后情况来看预计需求反弹力度大于供给，预计上游商品在 2021 年可能出现需求集中释放而供给反弹力度有限的局面。随着拜登上台，中美关系 2021 年继续走差的概率有所减小。

受欧美等国家影响，全球二季度经济活动明显下降，其中非制造业受影响显著大于制造业，但**三季度经济持续回暖，目前已基本恢复至疫情前水平。**

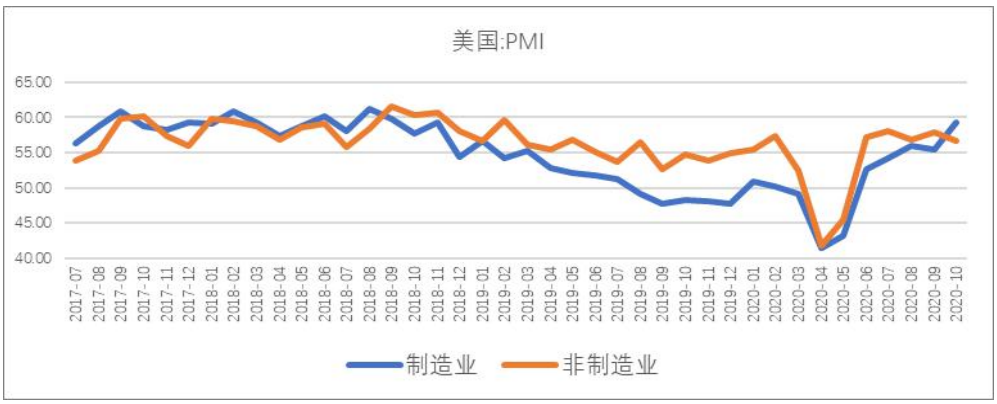
图 9：全球 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

美国受到疫情打击较为严重，2020 年一季度开始迅速回落。从 PMI 数据来看，**美国经济持续回暖趋势已经出现，但是相对制造业，非制造业短期受到疫情反复的影响，反弹趋势有所放缓。**

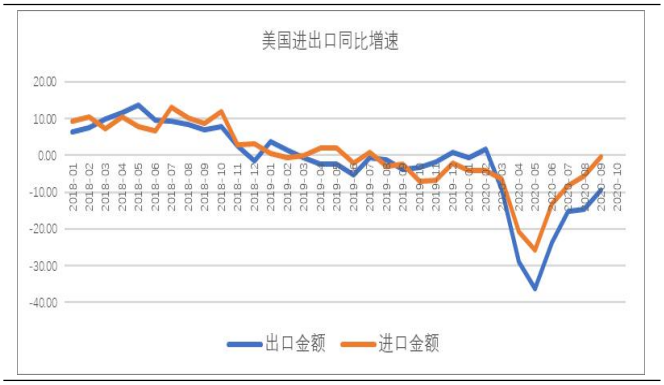
图 10：美国 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

从美国进出口的供需格局来看，美国出口整体疲弱，我们认为一方面是因为美国自身供给受到疫情影响收缩，另一方面则是全球受疫情影响对美国产品需求显著下降。然而**美国进口回暖速度要显著高于出口，主要原因则是在财政补贴的大背景下美国需求下降幅度并不大，而且国内多数供给受到疫情影响不得不加大从疫情控制较好的国家进口。**我国与美国的贸易逆差进一步加大也印证了这一点。

图 11：美国进出口



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：中美贸易



数据来源：Wind，山西证券研究所

如果考虑疫苗按照月份等量投放，**预计美国社会活动可能在 2021 年 6-7 月恢复正常，整体经济活动供需格局可能会在 2021 年中期恢复，届时中美贸易可能回归至 2018-2019 中值水平，但因美国政府换届中美贸易仍具有较大不确定性。**

表 2：拜登政策一览

	拜登当选政治承诺
移民	1. 撤销庇护申请数量限制；2. 加强公私合作和人道主义援助；3. 结束对非法入境儿童的长期拘留；4. 改变公共收费移民方案；5. 结束南部边境的 “国家紧急状态”；6. 废

	除 “穆斯林禁令” ；7. 推动区域移民安置；8. 保障 “追梦人”
贸易	1. 对使用不正当手段(货币操纵、反竞争倾销、国有补贴）的国家实施贸易执法；2. 团结盟友、向中国和其他 “贸易滥用者”施压（非关税武器）；3. 抵制外国窃取知识产权行为；4. 重塑美国制造和创新能力；5. 以不公平的环境与贸易操作问责中国
对外政策	1. 结束阿富汗和中东战争；2. 提升外交能力；3. 恢复和重构盟友关系
经济就业	1. 调动美国制造业和创新力；2. 现代化基础设施建设；3. 全面促进美国的种族平等；4. 取消减税政策；5. “重建更好未来” ：提升最低工资，投资绿色能源
能源环境	1. 增加基础设施、汽车工业、公共交通、电力、住房、清洁能源等投资；2. 重新加入《巴黎气候协定》、世界卫生组织等国际组织
医疗保险	推进《平价医疗法案》：1. 提供更多选择 2. 降低成本、提高质量、简化医疗体系；3. 反对处方药公司滥用职权；4. 确保全民医疗
教育	1. 学生贷款免除计划；2. 扩展免学费大学范围，以及全民学前班教育
防疫	1. 呼吁颁布全国 “口罩令”；2. 建立流行病检测委员会，保证全民免费检测；3. 重新加入 WHO

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

随着美国大选帷幕缓缓落下，若无意外拜登将于明年 1 月成功上任。根据疫情形式与拜登的政策预期来看，**预计不会出现封锁政策**，但将实施包括强制口罩令、全民免费新冠检测在内的更加积极的防疫政策，有利于美国进一步控制疫情。

从拜登的政治承诺来看，**将延续奥巴马时期的主要政策**，更加强调**绿色与现代基础设施建设**，预计**新能源、新能源汽车等行业将成为持续热点方向。**

拜登更重视对外合作，恢复和重构盟友关系。**明年 1 月拜登上任后，预期中美贸易冲突将得到缓解，受贸易战及惩罚性关税打压受损的行业与公司有望反弹。**但同时，与特朗普相比，拜登在知识产权和技术转让方面更为重视，我国科技行业未来发展仍将受到美国带来的阻碍。近期拜登阐述了他的对华政策思维：不打算惩罚中国，而是要让美国回归国际多边组织。对华政策大概率仍将延续此前的接触改变原则，但是现有关税是否会取消、对中国科技行业打压等方面是否会松绑仍然有较大的不确定性。根据现有信息来看，预计拜登很有可能在后续谈判中取消关税政策以换取我方知识产权等方面的承诺。同时考虑到硅谷与金融企业对民主党的支持，**拜登可能在谈判中以我国科技、金融市场开放换取两国科技企业间的合作。**

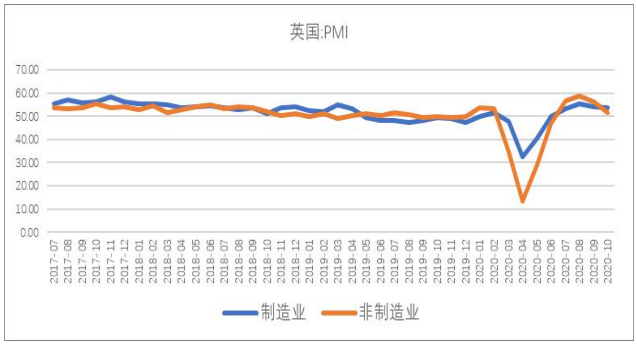
特朗普在任期间签署了被称作“30 年来美国最大规模减税法案”的《减税与就业法案》，降低了个人所得税税率及企业税。其中，联邦企业所得税税率从 35%降至 21%，并在税率和征税原则上为留存海外的美国

企业提供优惠。但拜登明年 1 月上任后按照其竞选纲领将取消减税政策，可能导致**明年美国货品竞争力下降**，在中美竞争领域内，相关行业有望得到更大的发展机会。

此外，拜登明确提出投资绿色能源，发展新能源产业，如果其成功当选将加速美国新能源车产业的发展。考虑到美国新能源车产业链目前仅下游特斯拉发展迅速，中上游布局都不及我国，**未来或将为我国新能源汽车中上游产业提供更大的发展空间。**

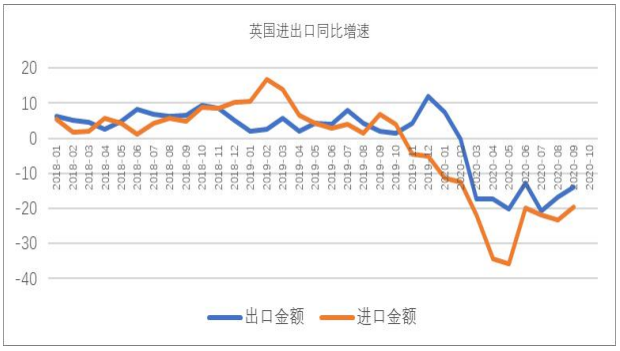
欧洲方面，相较美国受到疫情影响更为严重，在第一轮封城后疫情没有受到明显控制，11 月迎来第二轮封城政策。具体来看，英国 8 月起受第二波疫情影响经济活动持续下降，**制造业受到的冲击并不是特别大。**考虑到 11 月初开始的第二波封锁政策，参照一期封锁带来的影响，**预期疫情将得到控制，明年一季度非制造业将有显著回升，但制造业弹性不大。**

图 13：英国 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 14：英国进出口

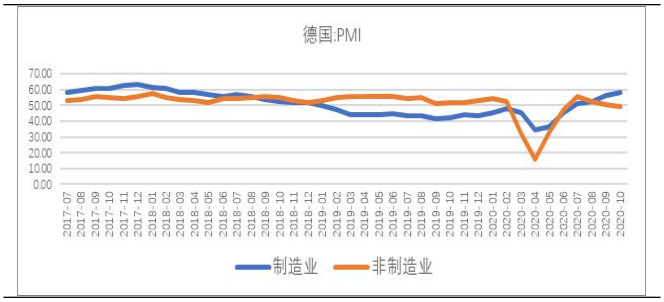


数据来源：Wind，山西证券研究所

从进出口供需关系来看，进口下降速度比出口更为明显。受脱欧影响，目前英国方面进出口仍具备较大不确定性。

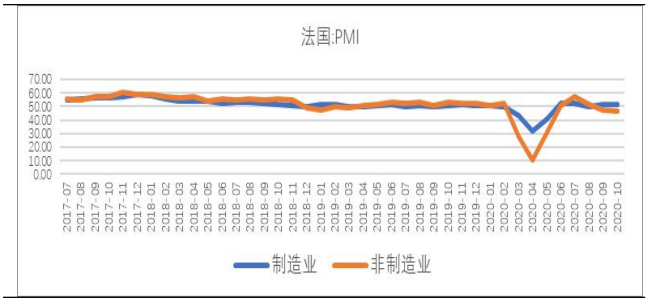
德国与法国方面，经济受到的影响基本一致，第一轮疫情过后经济出现显著反弹，而第二波疫情再起仅对非制造业影响较大，制造业仍在加速复苏。因此我们判断**在疫情结束后欧洲整体制造业的回暖虽然仍有空间，但力度可能不及市场预期。**

图 15：德国 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

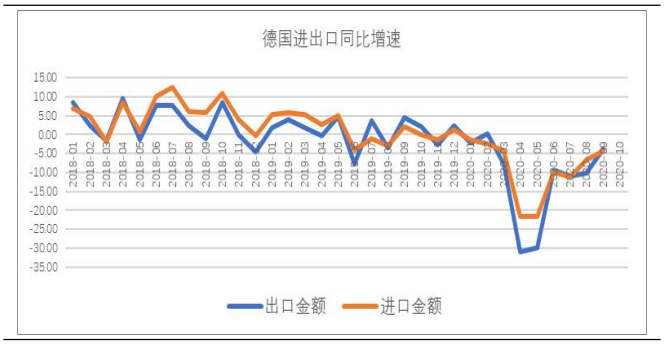
图 16：法国 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

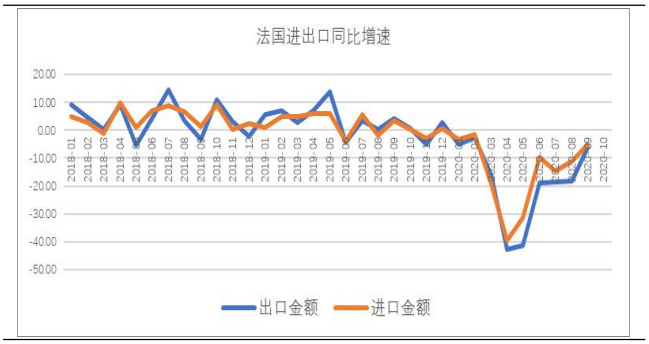
进一步看欧洲进出口，10 月基本接近恢复到疫情前水平但仍有差距，**对上游需求仍有空间。**

图 17：德国进出口



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：法国进出口

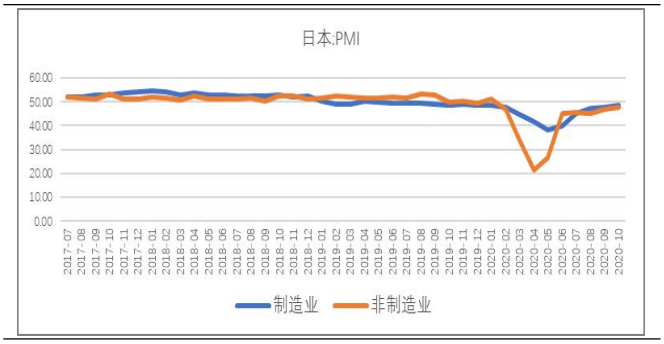


数据来源：Wind，山西证券研究所

我们判断，欧洲对我国进出口 2021 年会相对有利，但不会形成太大扰动。

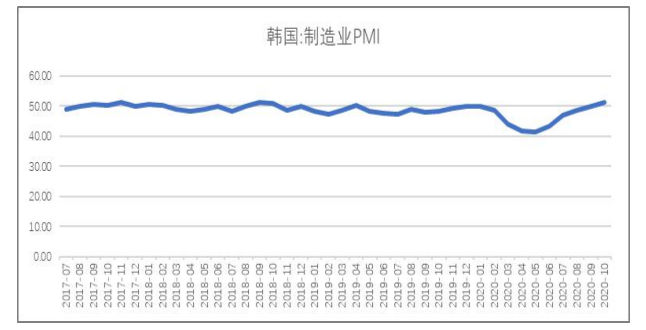
主要上游供给国方面，印尼与巴西基本一致，在疫情影响下，经济快速下降后持续稳步回升。两国都没有采取严厉的封城手段来控制疫情，但正常的经济活动仍在持续，并未受到显著影响。整体来看，**两国的供给受疫情影响有限**，预计在 2021 年彻底摆脱疫情影响后供给有望显著恢复，但从增量来看，**供给仍无法补偿疫情彻底结束后全球需求的报复性增长。**

图 19：日本 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：韩国制造业 PMI

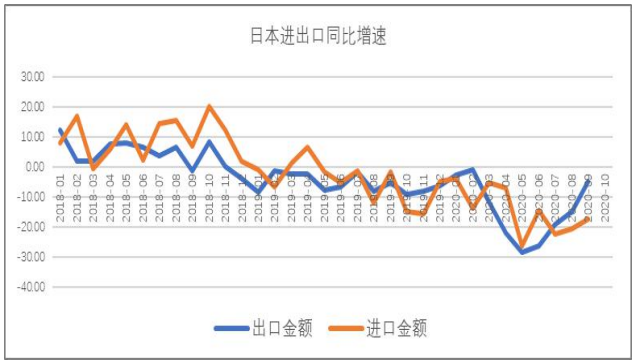


数据来源：Wind，山西证券研究所

日韩整体由于疫情控制切实有效，经济受疫情打击程度低。三季度经济显著回暖，其中制造业整体已恢复至疫情前平均水平，非制造业基本恢复至疫情前水平，有望在年底疫情得到控制后进一步回暖。

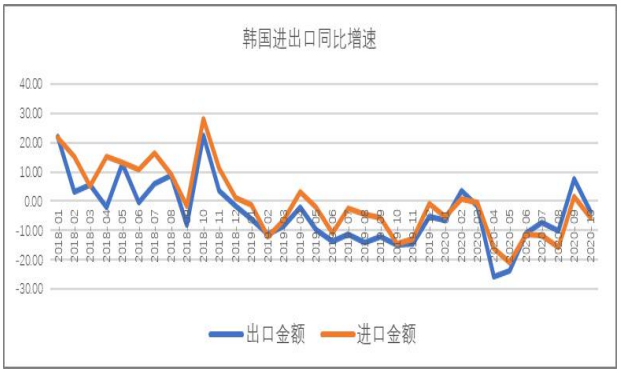
出口方面，日韩二季度受疫情短暂波动后，三季度皆恢复正常水平。其中韩国三季度环比出口创 34 年最大增幅，同比增速自 2019 年后首次超过 5%。进口增速整体低于出口，主要原因是经济仍未修复需求仍然偏弱。

图 21：日本进出口



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：韩国进出口

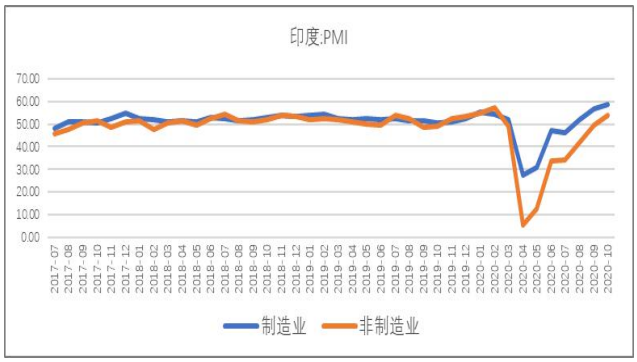


数据来源：Wind，山西证券研究所

受封锁影响，印度整体经济快速下降后四月开始持续稳步回升，10 月上升至十年来最高水平，但这一复苏很大程度归因于前期积压的消费需求和 9-11 月印度传统节日密集期的促销推动。随着节日因素的消退，12 月起这一复苏速度可能趋弱。

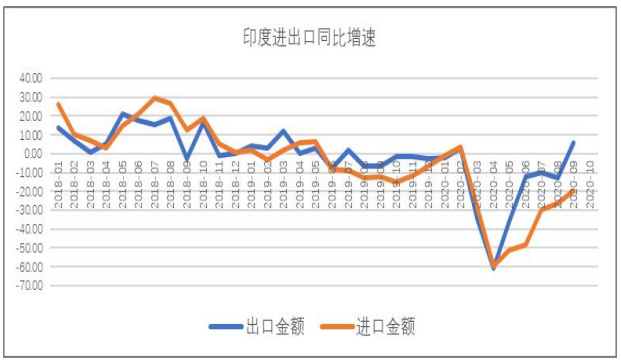
进一步看进出口，印度二季度封锁期间进出口疲软，但 5 月后回暖，其中出口速度显著高于进口，主要是由于印度 5 月出台了有史以来最大规模的经济刺激政策，其中投资绝大部分集中在供给端，因此出口供给整体较为刚性。进口方面，主要受疫情停工停产影响对上游需求疲软，**但预期 2021 年一季度需求将明显回暖。**

图 23：印度 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：印度进出口



数据来源：Wind，山西证券研究所

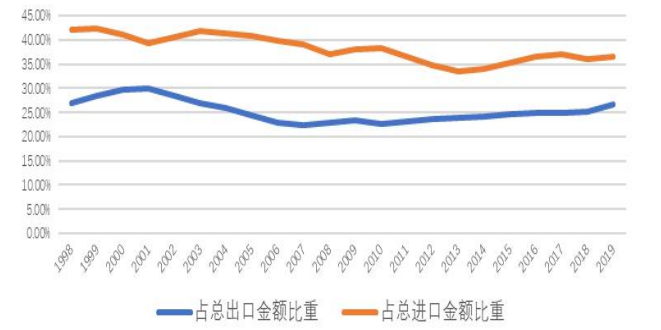
3. RCEP 助力我国实现双循环战略

由东盟十国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共 15 个成员国组成的总人口、经济体量、贸易总额均占全球总量约 30%的全球规模最大的自贸区在**区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）**正式签署后诞生，旨在通过削减关税及非关税壁垒，建立一个 15 国统一市场的自由贸易协定，具体降税模式以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主，货物贸易最终零关税产品数整体上将超过 90%。

我们认为 RCEP 的签订对我国有三重影响：1. 增强应对贸易摩擦能力，降低对美市场过度依赖，完善双循环。2. 带动未来出口及经济总量持续增长。3. 促进企业全面提升竞争力。

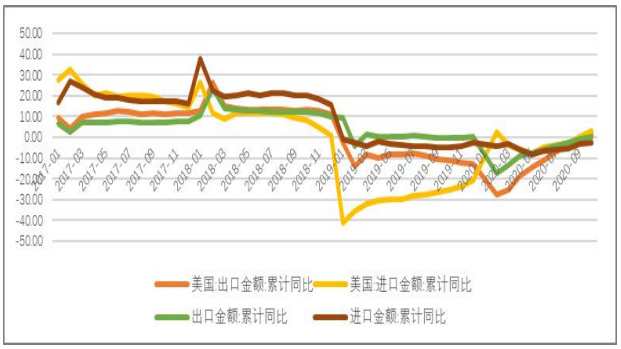
首先，欧盟和美国一直位列我国前三大贸易伙伴，我国进出口市场高度依赖于欧美市场，应对贸易摩擦能力低。中美贸易战期间，我国进出口增速明显下降。我们认为**加入 RCEP 将显著增强我国应对贸易摩擦的能力，降低对西方国家市场过度依赖，多元化进出口市场，改变两头在外的境况。**

图 25：与 RCEP 成员国贸易比重



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：贸易战以来对我国进出口的影响



数据来源：Wind，山西证券研究所

其次，加入 RCEP 将带动未来出口及经济总量持续增长。据官方机构预测，到 2025 年，RCEP 有望带动成员国出口、对外投资存量、GDP 分别比基线多增长 10.4%、2.6%、1.8%。在我国现阶段消费占 GDP 比重已经逐渐升高的情况下，外部的经济交流将拉动外需，为我国出口及经济增长提供支撑。

最后，加入 RCEP 将促进我国企业全面提升竞争力，未来龙头企业将享有更高估值溢价。通过此协定促进了自由贸易，降低了 RECP 成员国间进口货物的税收成本。税收成本的降低有双重效应：一方面企业利润增加，另一方面产品价格下降。在失去关税壁垒的保护下，成员国各国的企业间竞争将更为公平， 促使企业全面提升竞争力。

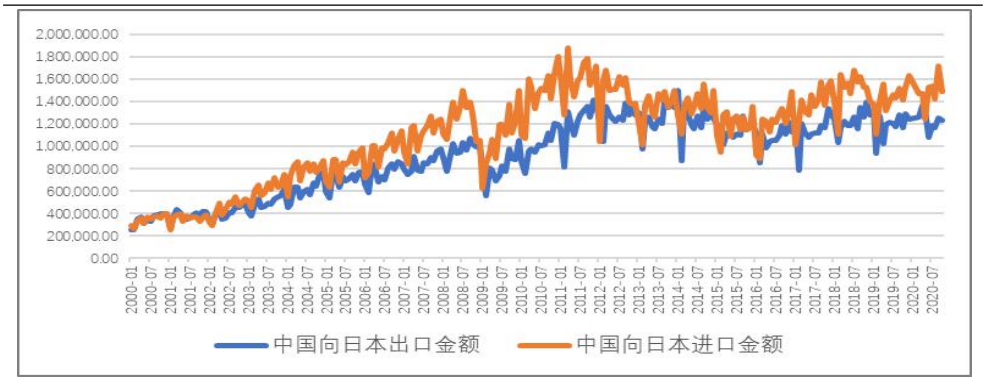
图 27：双边自贸协议签订情况

	中国	东盟	日本	韩国	澳大利亚	新西兰
中国		√	×	√	√	√
东盟	√		√	√	√	√
日本	×	√		×	√	√
韩国	√	√	×		√	√
澳大利亚	√	√	√	√		√
新西兰	√	√	√	√	√	

数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

具体行业方面，考虑到东盟十国与其他五国间均已存在“10+1”自贸区协议，同时日本、澳大利亚、新西兰同属 CPTPP，中国与韩国、澳大利亚、新西兰也有已经生效的双边自贸协议，RCEP 最大的增量贡献将来自于中日韩，特别是**中日之间首次建立的自由贸易协议**。这也是我国首次与世界前十的经济体签署自贸协定。预期**我国与日本进出口占比更高的行业将受显著影响**。

图 28：中日贸易



数据来源：Wind，山西证券研究所

考虑到我国现阶段平均关税水平高于日本，因此在 RCEP 协定下我国关税税率下调，相比出口行业，主要进口行业将受更大程度影响。

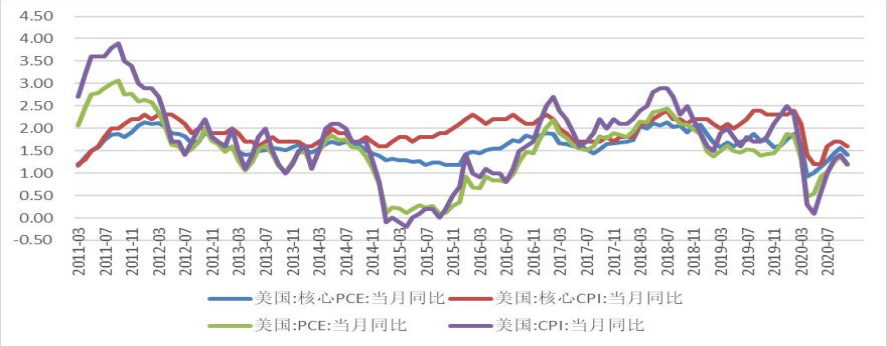
进口方面，机电产品、运输设备和化工产品是日本对我国的主要出口商品，上述行业预计将在一定程度上受到中日贸易的冲击，但下游行业预计将显著获利。

日本自中国进口的主要商品为机电产品、纺织品及原料和家具、玩具、杂项制品。由于日本多数产品进口关税已经极低，因此 RCEP 签订后将无明显的关税下调，**受益最大的将为纺织品及原料行业，关税由 10%左右下降至 0。**

4. 美联储 2021 年预计按兵不动，不会对资本市场形成剧烈扰动

政策方面，预计美联储 2021 年按兵不动，基准利率大概率不会变化，购买债券的速度具备不确定性，目前信息来看不会大幅减慢。在九月 FOMC 会议中，美联储修改了长期目标与货币政策声明，表示将实行一项长期战略“平均通胀目标制”提高对通胀的容忍度：即在通胀低于 2%一段时间后，货币政策将力求让通胀未来在稍高于 2%的水平运行一段时间，以达到 2%的平均通胀目标。实行该目标的根本原因是美国通胀同比增速长期低于 2%的目标水平，其中美联储最关注的核心 PCE 除 2012Q1 和 2018Q2-4 短暂超过 2%以外一直低于 2%。

图 29：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

在十一月 FOMC 会议中，美联储官员投票决定将联邦基金利率的目标区间维持在 0%至 0.25%之间。同时表示：

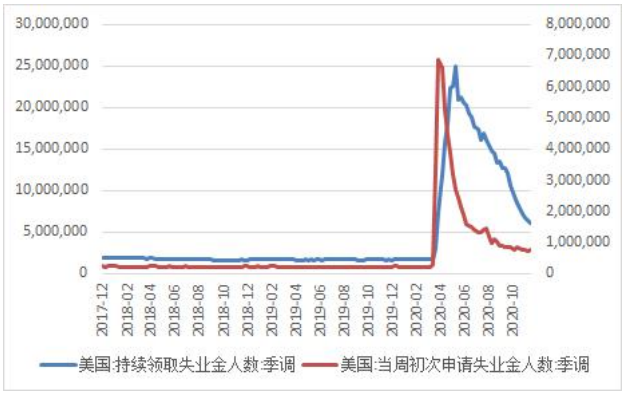
- **在通胀率已升至 2%并有望在一段时间内适度超过 2%之前**，保持当前的目标区间。
- 当前购买速度有助于维持市场平稳运行及帮助促进宽松的金融条件，因此在未来几个月内，将**“至少以目前的速度”**增持国债证券和机构抵押贷款支持证券。目前，美联储每月购买 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的抵押贷款支持证券，对各期限证券的购买量呈平均分布。
- 目前不需要调整购债计划，但对其持开放态度，如果未来情况发生变化导致影响市场，将适当调整购债计划，调整将包括**增加购买力度**或在不增加购买规模情况下将转向**购买期限更长的债券**。不考虑缩减资产购买力度。
- 在经济长期复苏前，政策都将**保持宽松**。

但十一月中旬，财政部表示拒绝延长即将到期的美联储的部分紧急贷款计划，意味着美联储一系列由财政部支持的多个救济项目待 12 月 31 日到期后资金将不会续期；同时，财政部要求美联储归还 3 月份大规模财政刺激计划中尚未动用的 4500 亿美元闲置资金。目前美联储表示按照规定将遵循财政部要求，因此在提出的两个举措中，预期如果未来调整购债计划，更大可能将转向购买长期债券。

但同时，市场方面，美联储的宽松货币政策必须以经济增速、失业率、核心通胀三大因素为依据。

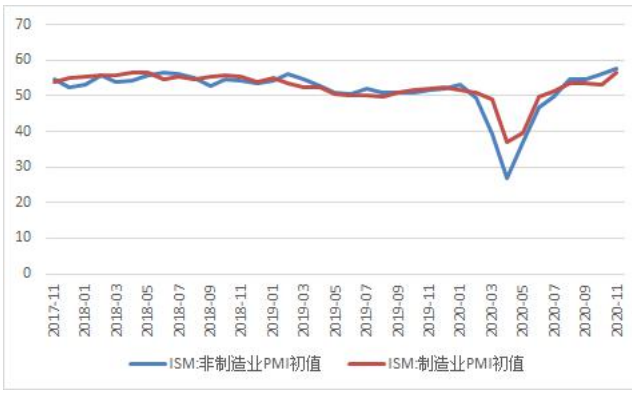
而截至 11 月 的经济数据都显示美国经济增速整体明显回升，通胀整体也呈上升趋势：美国 11 月 Markit 制造业及服务业 PMI 初值分别为 56.7 和 57.7，远超预期的 53 和 55.3，超过前值 53.4 及 56.9。同时，失业率虽然仍未恢复至疫情前水平，但整体呈下降趋势。**因此预计美联储继续维持现有货币政策的持续性以继续观察市场，以当前速度继购债可能性提升。**

图 30：美国失业情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

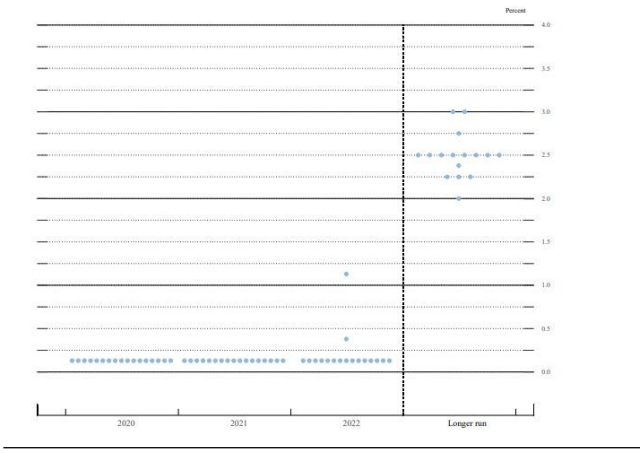
图 31：美国 ISM 指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

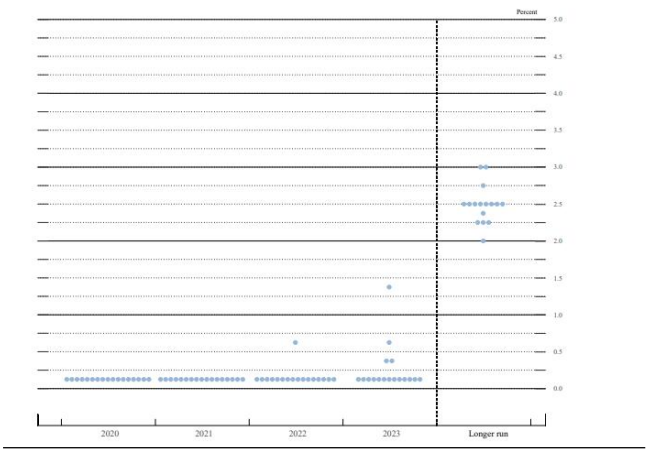
整体来看，2021 年美联储潜在货币政策明显偏鸽，九月公布的利率点阵图显示美联储将维持现利率水平直至 2023 年，晚于此前六月公布的点阵图显示的将维持现利率水平至 2022 年，同时今年的平均通胀目标制意味着美国未来一段时间内对通胀的容忍程度加大，因此目前来看明年大概率不会加息。

图 32：6 月 FOMC 点阵图



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 33：9 月 FOMC 点阵图



数据来源：Wind，山西证券研究所

预期美联储几个月内将以目前速度增持国债和抵押贷款支持证券，后期可能会调整购买计划，大概率转向购买期限更长的债券。但考虑到美国经济数据明显回暖以及 24 日拜登新提名前美联储主席珍妮特·耶伦为财政部长，耶伦支持大规模财政刺激，同时财政部与美联储关系可能改善，**美联储对调整购买计划的可能性略低于维持现有购买计划可能性。**

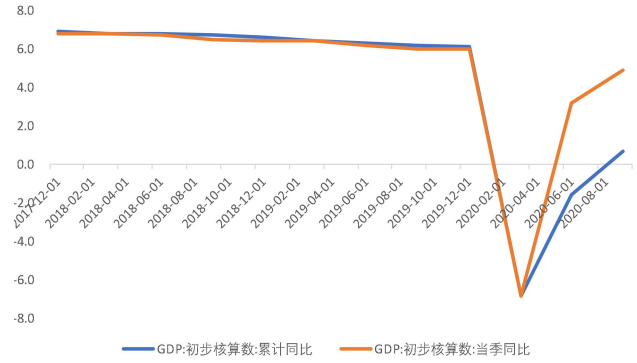
二、经济延续复苏，政策有序回归常态，资本市场走向成熟

1. 经济复苏延续，第三产业恢复较慢

前三季度 GDP 累计增速转正，经济稳步复苏。受新冠疫情影响，2020 年第一季度经济增速大幅回调。但在新冠疫情爆发后，我国政府采取有力措施来阻断新冠疫情传播，新冠疫情很快得到了控制，GDP 增速在一季度见底后迅速反弹。2020 年前三季度 GDP 累计增速达到 0.7%，实现了累计增速同比的转正，经济稳步复苏。

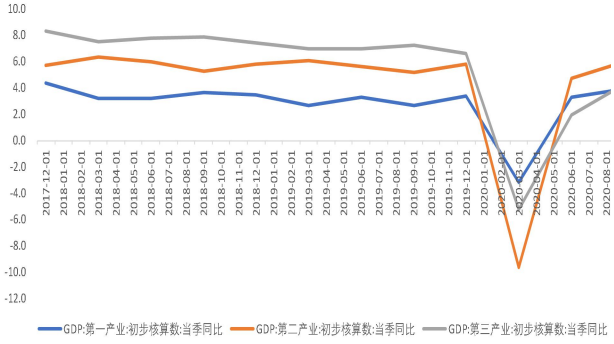
分项来看，第二产业受影响疫情最大，但反弹也最迅速，三季度增速已超过去年同期水平。原因是严格的隔离措施延缓了春节后返工潮，3 月份建筑业处于停工或半停工状态，拖累了第二产业增速。自二季度以来，建筑业和制造业恢复超预期，带动第二产业增速反弹。新冠疫情步入全球大流行后，受益于财政补贴，欧美主要国家进口相对刚性而出口收窄，中国的出口持续超预期，制造业也随之反弹。前期新开工增速较高，本年房地产进入交付期，建筑行业的及时复工保障房地产施工及竣工维持高增速。宽松的货币政策对地产销售形成利好。多因素叠加下房地产投资韧性超预期。

图 34：三季度 GDP 累计增速转正



数据来源：Wind，山西证券研究所

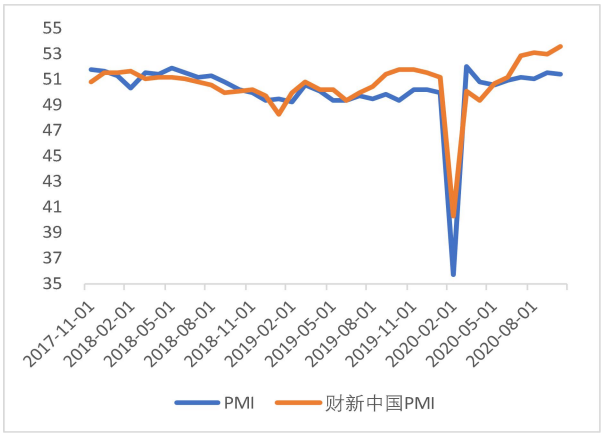
图 35：第三产业恢复速度较慢



数据来源：Wind，山西证券研究所

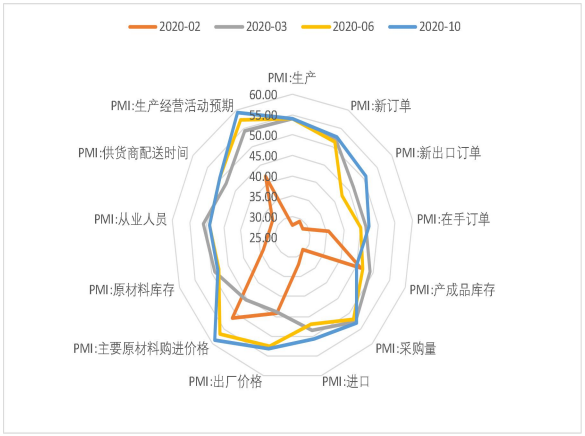
无论是官方 PMI 还是财新 PMI，自 3 月份以来，均处于扩张区间，印证了宏观经济仍处于复苏区间。从 PMI 的分项来看，原材料及出口订单增加是 PMI 扩张的主因。受疫情影响，2 月份 PMI 分项均下降，其中采购量降幅最大。3 月份开始 PMI 分项指数扩张，各分项开始逐渐恢复至正常水平。下半年，新出口订单、原材料价格、出厂价格上涨成为拉动 PMI 回升的主因。

图 36：3 月以来，PMI 持续处于扩张区间



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 37：原材料及出口订单增加是 PMI 扩张的主因

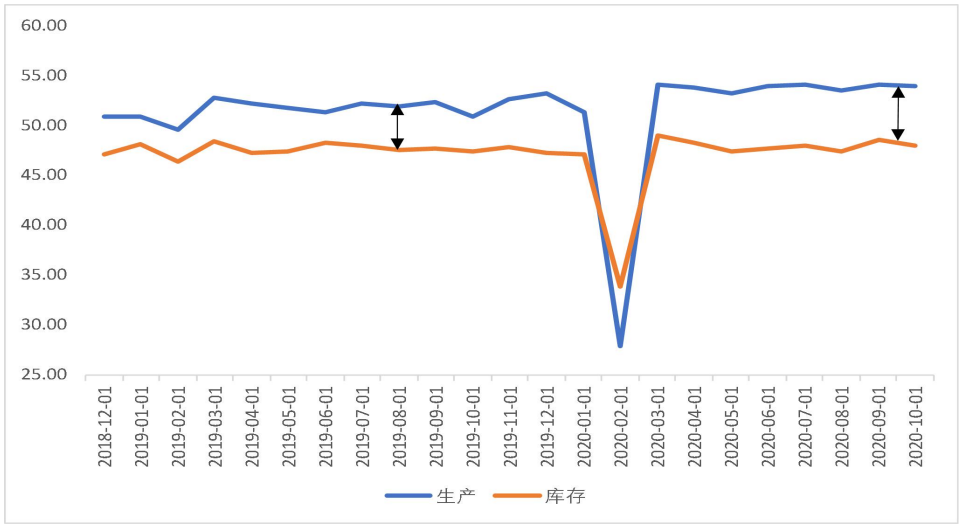


数据来源：Wind，山西证券研究所

我们预计经济复苏的态势仍旧延续，考虑到今年一季度的低基数以及经济增长的惯性，预计 2021 年上半年经济仍旧会维持较高增长；受基数影响，下半年增速会显著下降。总体来看，全年经济将呈现 “前高后低”的态势。

展望 2021 年，消费有望持续复苏。汽车消费方面，政策对汽车的支持有望使汽车消费的强势延续至明年上半年；家电和建材方面，地产投资中施工增速韧性较强，家电和建材需求仍有支撑。**投资端，基建地产以稳为主，难有超预期表现。**

图 38：疫情后生产与原材料库存背离更为明显



数据来源：Wind，山西证券研究所

本轮周期品的涨价，以及周期板块利润的改善根源是供需错配，这一趋势在全球疫情逐步受控的背景下有望延续。此前，受疫情影响，全球周期品需求疲软，厂商主动或非主动（因疫情停工或倒闭）压缩产

能。而疫情一旦得到有效控制，需求迅速回升，短期商品迎来供需错配，商品价格有望在短期内快速上涨。从中国摆脱疫情后的经验来看，全球大类商品库存迅速下降，一旦疫情结束预计当前库存相对复苏的需求是严重不足的。

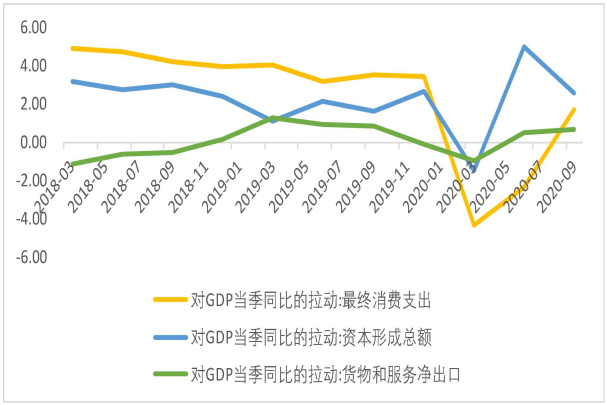
目前，我们已观察到由需求上升去库存向补库存转化的迹象，未来供需分化有望不断收敛，新一轮补库存周期逐步开启。在疫情大概率被控制的假设下，预计美国社会活动可能在 2021 年 6-7 月恢复正常，整体经济活动供需格局可能届时恢复，届时中美贸易可能回归至 2018-2019 中值水平。2020 年四季度与 2021 年一季度企业有在欧美疫情结束复苏前补库存的动力。

1.1. 消费：有望持续复苏

消费韧性较强，但消费恢复速度低于投资及进出口。从消费对 GDP 累计贡献同比来看，投资和进出口是拉动 GDP 止跌回升的主要动力，而消费对 GDP 累计同比增速的贡献滑落至负区间。我们认为这主要有两个原因：其一是疫情后的回补性消费难以完全弥补疫情时期产生的消费缺口；其二是疫情防控措施是逐步放开的，局部疫情的产生影响了消费者的消费意愿，服务型消费复苏缓慢也是拖累消费复苏的重要原因。这与从生产端的数据一致，第三产业的复苏进度也略低于第二产业。

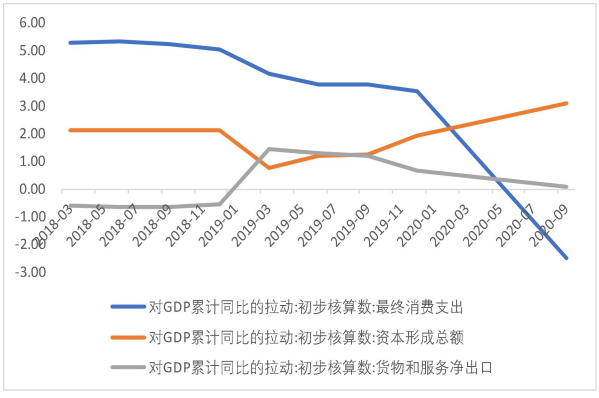
展望 2021 年，我们认为消费有望成为经济增长的重要引擎。其一是疫苗，按照国药、辉瑞、Moderna 三方疫苗当前的生产预期，预计明年全球接种人次将超过 30 亿，2021 年内全球疫情基本可以得到控制，疫情被控制后消费信心将进一步提升，全球消费有望迎来全面复苏。其二是经济复苏下消费者的收入及消费意愿增加。

图 39：消费对 GDP 当季同比贡献在三季度转正



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 40：消费对 GDP 累计同比贡献为负



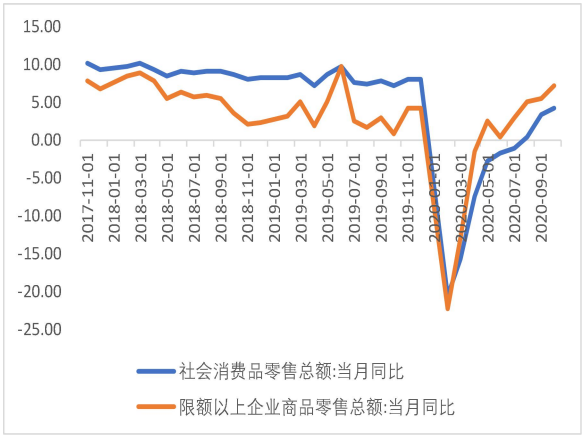
数据来源：Wind，山西证券研究所

从结构上来看，限额以上消费恢复更快。汽车消费、家电、建材等大宗消费是支撑限额以上消费走高的主要推手。虽然汽车、家电和建材前 10 月的累计同比增速仍旧为负，但当月已超过去年水平。

展望 2021 年，我们认为可选消费进一步复苏的确定性更强。汽车消费方面，政策对汽车的支持有望使

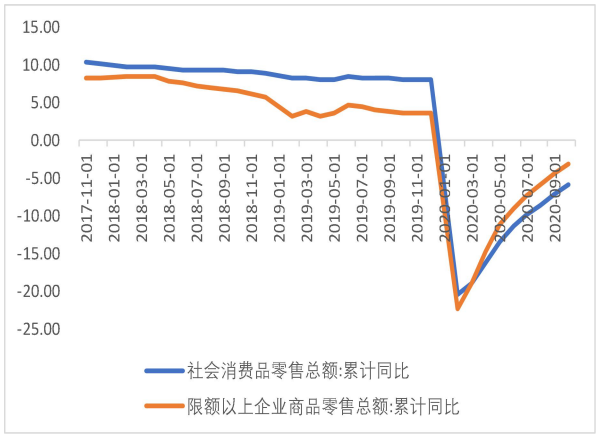
汽车消费的强势延续至明年上半年；家电和建材方面，地产投资中施工及竣工韧性较强，家电和建材需求仍有支撑。

图 41：限额以上消费恢复更快



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 42：社零累计同比仍未转正



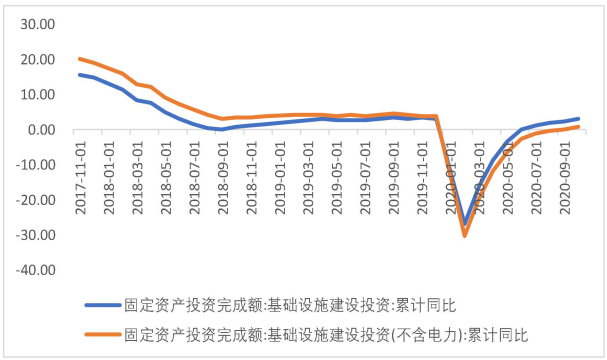
数据来源：Wind，山西证券研究所

1.2. 投资：基建地产以稳为主，难有超预期表现

本年基建增速小幅不及预期。在今年经济遭遇疫情冲击后，基建投资作为传统逆周期调节工具备受期待。不过，在后疫情时代，除了 5 月份，单月增速超过 10%，后续月份单月增速大部分在 7%-9%之间，而 9 月份一度在 5%以下。虽然单月增速高于去年，但远小于 2017 年，即上轮基建上升周期。主要原因有两点：其一，今年的专项债发行速度低于去年同期。今年五月份召开两会，地方债集中发行期偏晚，资金到账时间也偏晚，影响了基建节奏。其二，地方政府优质储备项目不足。由此中央特意调整了专项债的使用方向，提出资金可用于“党中央、国务院明确的“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等领域符合条件的重大项目”。

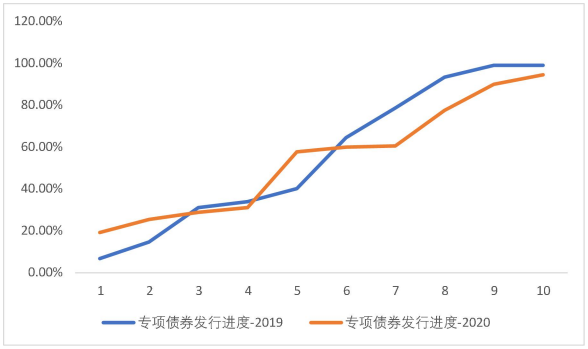
展望 2021 年，我们判断基建增速将维持低位，既无断崖式下跌的风险，但也难超预期。今年由于地方债集中发行偏晚，加之四季度北方进入停工期，一部分工程施工期将延续到明年，明年的基建增速有保障。同时，由于经济持续复苏，逆周期调节的必要性降低，2021 年国债发行规模及赤字率大概率低于 2020 年，基建能得到的增量资金也有限，故基建也难超预期。**综上，我们判断明年基建投资增速在一季度达到高点，随后逐渐回落，但在上半年仍能达到 7%左右增速，在年底回落至 4%左右。**

图 43：2020 年基建增速小幅不及预期



数据来源：Wind，山西证券研究所

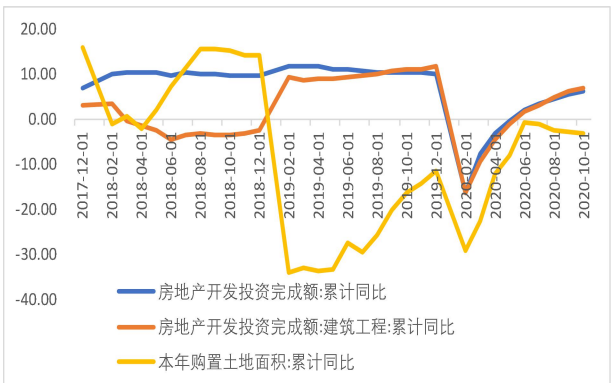
图 44：今年地方债发行低于去年同期



数据来源：Wind，山西证券研究所

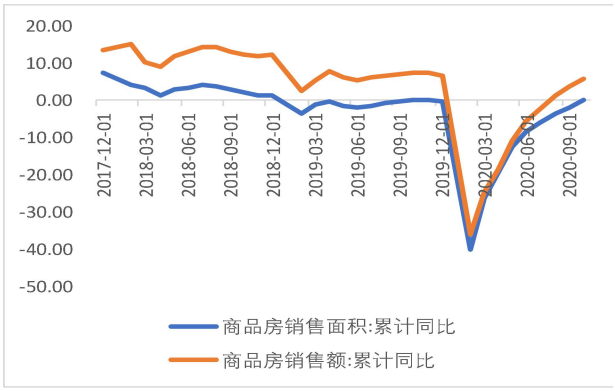
本年地产投资韧性超市场预期。其一，建筑业恢复速度较快，未对房地产投资形成拖累。疫情发生在春节期间，节后多数行业复工较为缓慢。但建筑行业实施点对点运输，封闭式管理等多种手段，保障了建筑行业的复工。其二，前期新开工高增速下地产进入交房期，施工全年维持正增长支撑了房地产投资。其三，相对宽松的政策环境。财政方面，多地出台土地购置款延期或分期缴纳政策；货币方面，全年流动性较为宽松。宽松的政策环境缓解了房地产企业的资金压力，也对下游的销售有促进作用。

图 45： 房地产投资累计同比在 6 月转正



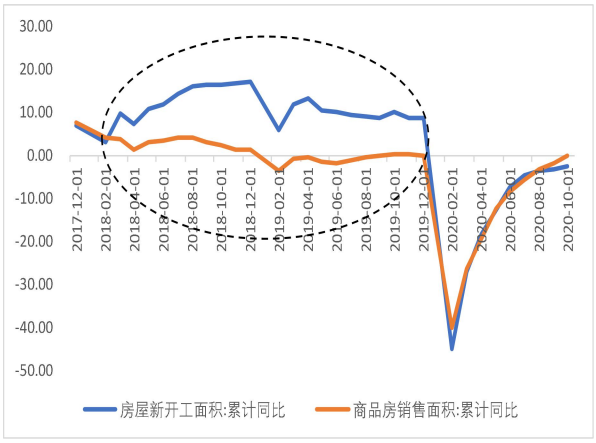
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 46：房地产销售额累计同比在 8 月份转正



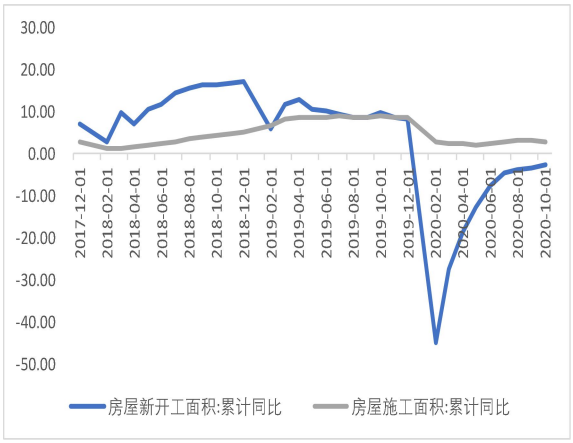
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 47：前期新开工维持高增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 48：新开工走弱施工韧性较强



数据来源：Wind，山西证券研究所

展望 2021 年，我们认为房地产投资面临一定的下行压力。房企融资三道红线下，地产买地意愿下降。年中，监管部门提出房企融资的三道红线，即“剔除预收款后的资产负债率不得高于 70%、净负债率不得高于 100%、现金短债比不小于 1 倍”。虽然相关措施还未正式生效，但购置土地面积增速已经出现明显回落。从新开工增速来看，地产步入下行周期，“抢开工”现象大概率不会再演。2018 年时，新开工增速与销售、施工出现背离，原因在于当时房地产市场热度较高，房企通过加速新开工仍可实现加速推盘，加速销售，抢占市场份额。当下房地产市场热度下降，新开工抢销售意义不大。施工增速韧性较强，但难以超预期。影响地产投资增速的最大的变量是货币政策。从目前来看，货币政策以紧利率为主，数量上仍较为宽松，宽松的货币环境有助于地产销售，销售超预期下会带动投资走强。但货币政策边际收紧是大概率事件。综合来看，地产投资以稳为主，难超预期。

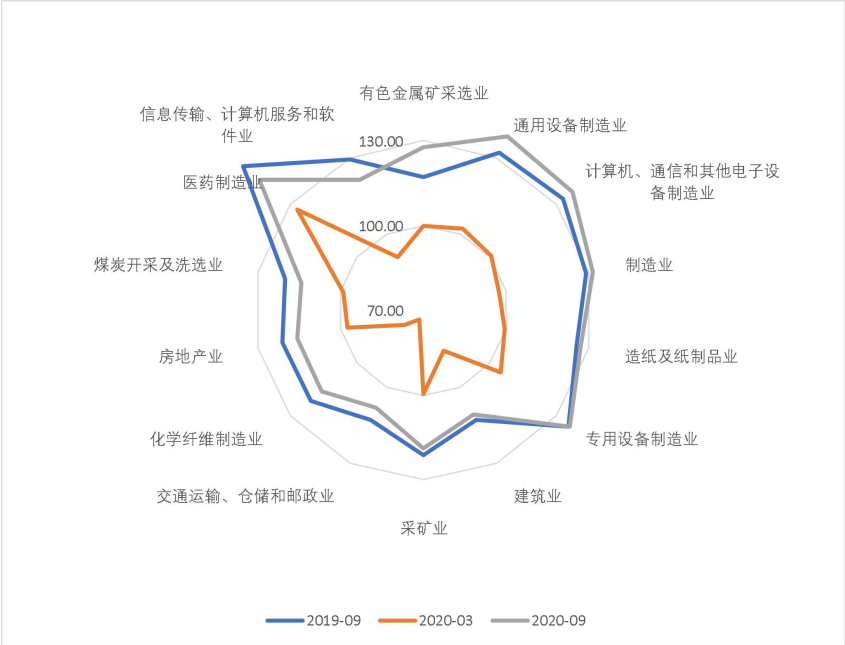
受基数影响，地产投资增速将前高后低。我们预计，土地购置费同比或在明年中期达到 20%左右，后续逐渐上升至 25%左右。而建安投资同比因为基数效应，明年初有望超过 20%，明年中期下降至 10%左右，而年底或在 5%左右。整体房地产投资在明年中期因为基数效应会抬升至 14%左右的水平，而明年年底降至 10%左右，低于目前接近 13%的水平，和 2019 下半年持平。

1.3. 行业：下游率先复苏，景气程度由下游向上游传导

疫情影响下，不同行业之间的表现出现明显分化。综合来看，疫情受益行业（计算机、通信）的景气度和利润增速最先出现反弹，此后景气度向上游传导。上游行业的利润增速也出现明显回升。

从景气度来看，与疫情期间相比，各行业的景气度均明显回升，制造业景气度提升幅度最大。与去年同期相比，有色、通用设备、计算机、通信、制造业等景气度上升幅度最大。综合来看，截至到今年三季度，科技+周期的景气度在持续回升，而交运、化纤、地产等板块的景气度低于去年同期。

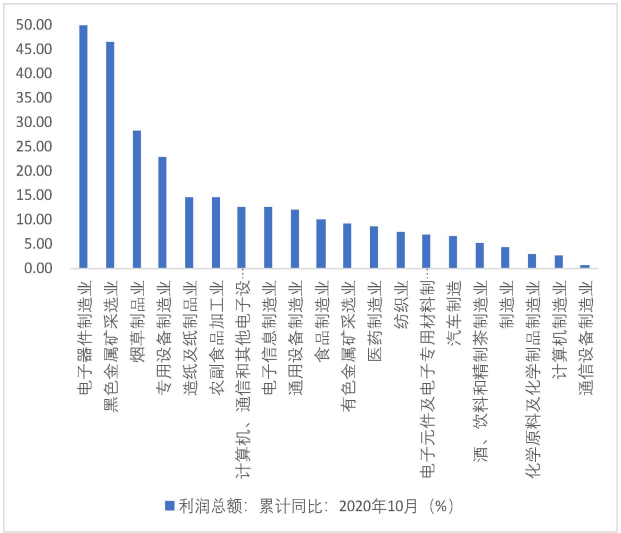
图 49：行业景气指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

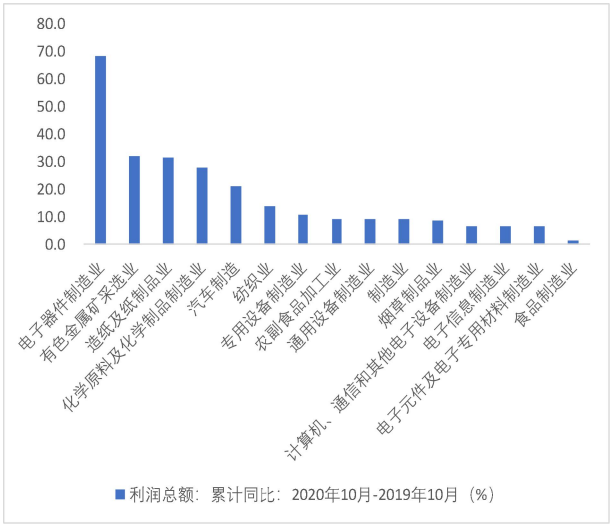
从利润来看，电子、黑色金属、专用设备及造纸利润总额累计增速较高，行业利润改善明显。从累计同比增速差来看，电子、有色、造纸、化工、汽车等板块位居前列，增速大幅超过去年同期。

图 50：周期的利润出现明显改善



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 51：电子+汽车+周期的业绩增速大幅超过去年

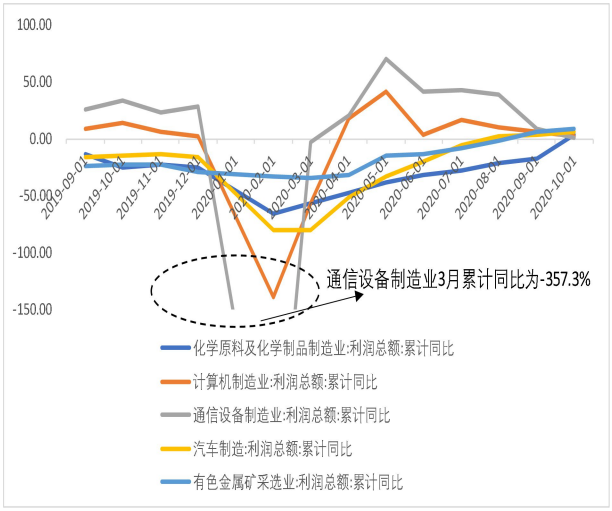


数据来源：Wind，山西证券研究所

疫情受益行业、中游、上游递进改善，A 股科技、汽车、周期板块也轮动上涨。3-5 月份，受益于远程办公、教学，通信、计算机产品需求大增，推动行业利润增速止跌反弹，迅速转正，A 股相关板块也随之大涨。8 月份汽车行业利润总额转正，此后市场开始提到对汽车的关注度。临近年底，有色、化工的利润总额增速也随之转正，但在其转正之前 A 股已经提前反应。总体来看，疫情之后经济逐步复苏，上游、中游及

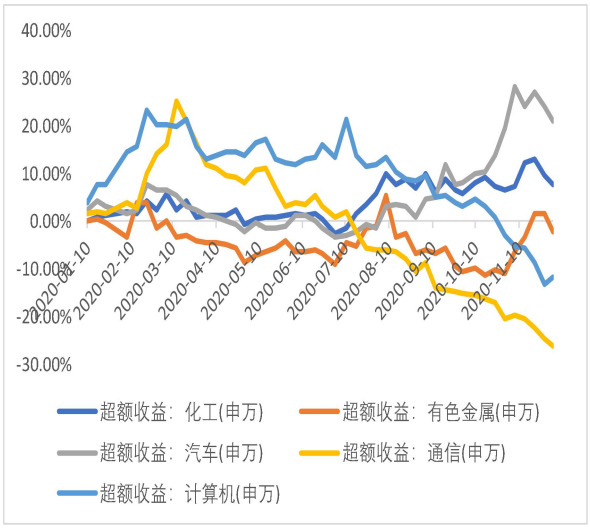
下游的利润逐步改善。

图 52：周期的利润出现明显改善



数据来源：Wind，山西证券研究所

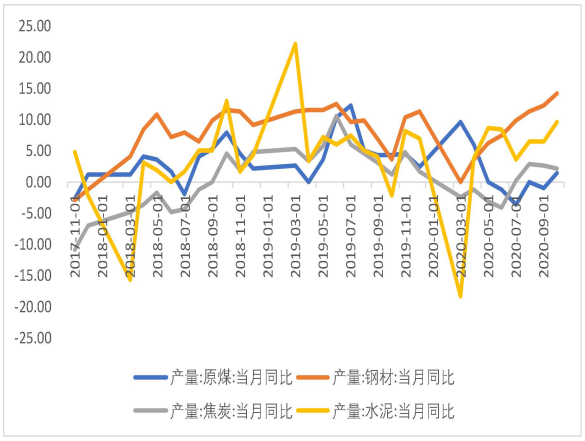
图 53：科技、汽车、周期轮动上涨



数据来源：Wind，山西证券研究所

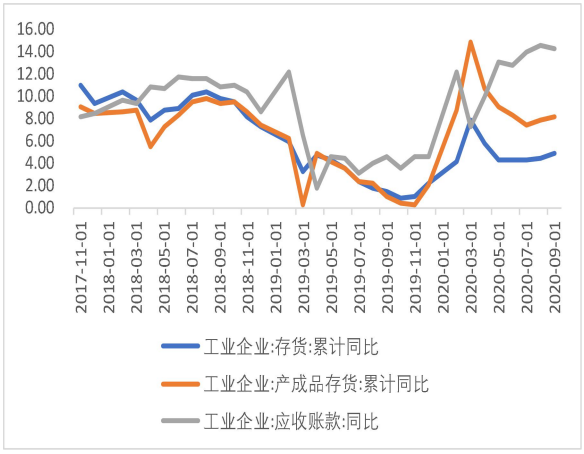
从主要工业品来看，除焦炭价格外，钢材、水泥、原煤等主要工业品产量均出现止跌回升迹象。与 2019 年不同，本轮周期品产能回升是受益于需求拉动的。工业企业的财务指标也可佐证这一点，存货及产成品累计同比增速在疫情期间大幅上升，但疫情后下降走平；而应收账款同比增速维持高位，下游需求旺盛。

图 54：主要工业品产量增速回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

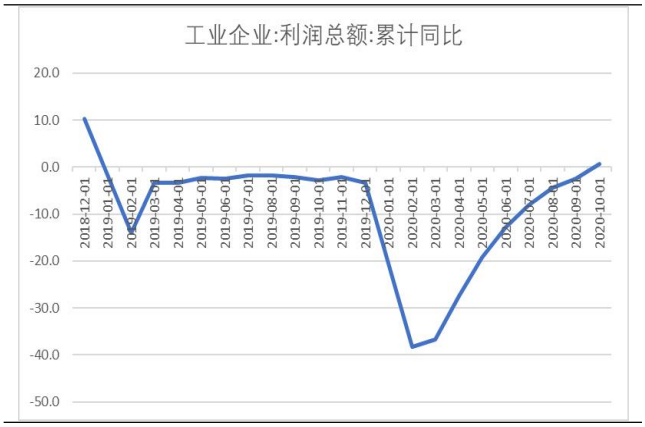
图 55：工业企业存货下降应收账款回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

本轮周期品的涨价，以及周期板块利润的改善根源是供需错配。当下疫情仍旧严峻但疫苗已经出现，叠加欧美圣诞节效应，下游需求回升。但从供给端来看，制造业活动的恢复需要时间，短期内难以满足需求，即造成了供需错配。

图 56：工业企业利润持续回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 57：产成品库存持续下降



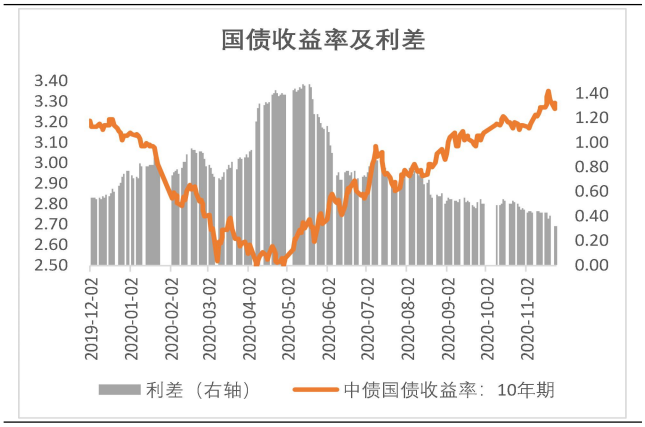
数据来源：Wind，山西证券研究所

展望 2021 年，整体库存周期开始恢复，新一轮库存周期将逐步开启。在疫情大概率被控制的假设下，预计美国社会活动可能在 2021 年 6-7 月恢复正常，整体经济活动供需格局可能届时恢复，届时中美贸易可能回归至 2018-2019 中值水平。此外，全球需求也将进一步回暖，1-10 月工业企业产成品存货增速较 1-9 月的 8.2%回落至 6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解；工业企业的生产随着利润的改善也进入恢复，目前已基本恢复到常态。

2. 货币政策与宏观流动性展望

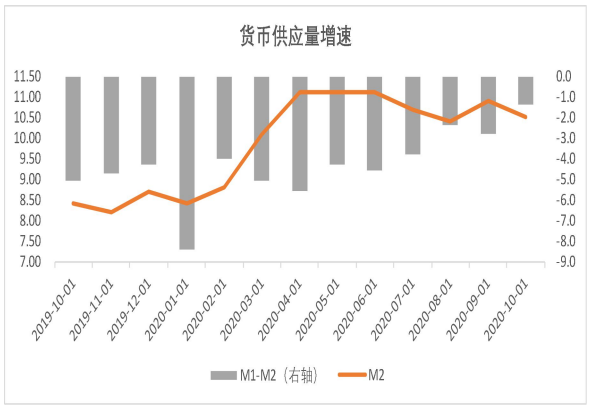
本年货币政策前松后紧，全年量升价稳。为应对疫情的影响，年初央行采取了超常规的货币政策来稳定经济。从价格方面来看，央行通过降低政策利率来降低资金成本，十年国债利率在 2 月份明显下行，在 5 月份初经济企稳后逐步回升。从数量方面来看，货币供应量明显增加，M2 增速重回两位数。今年的 CPI 中枢在 2.5%左右，全年 GDP 增速在 2%左右，M2 明显高于经通胀调整后的 GDP 增速，货币环境较为宽松。

图 58：利率已恢复至去年水平



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 59：M2 增速仍维持高位

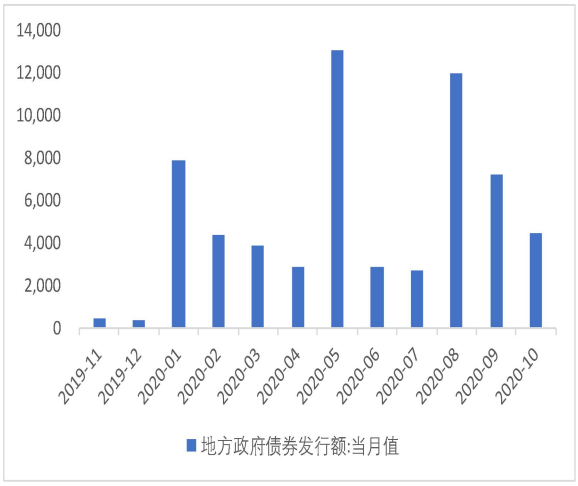


数据来源：Wind，山西证券研究所

从第二季度开始，金融委及央行官员在多个场合明确表示，疫情期间一些特殊性、阶段性的货币政策

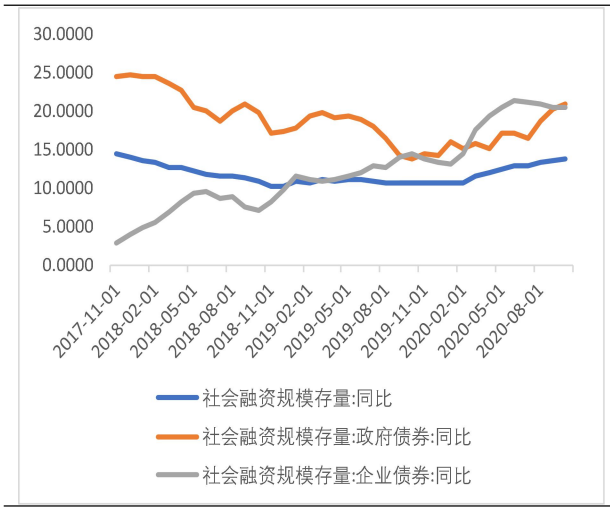
工具要适时退出。此后，在维持流动性充裕的前提下，央行的货币政策开始出现边际收紧。即使此后地方债发行迎来高峰，央行也并未再度释放流动性来对冲。由此随着地方债的发行，前期释放的流动性被动回收。从数量上看，虽然 M2 增速仍旧维持高位，但由于政府融资的挤出效应，无风险利率上行，企业债券融资增速下降，也佐证了货币政策在边际收紧。最新出炉的央行三季度货币执行报告中有两点值得关注：其一是报告多次提及“我国经济增长好于预期”，这是实施货币政策正常化的底气所在。其二是提到了全球经济体“财政可持续性风险”以及“资本市场估值缺乏经济基本面支撑”，央行对货币政策过于宽松带来的溢出效应十分警惕。货币政策走向常态化，社融规模重回与潜在经济增速相匹配是货币政策下一阶段的重点方向。

图 60：地方债发行吸收了多余流动性



数据来源：Wind，山西证券研究所

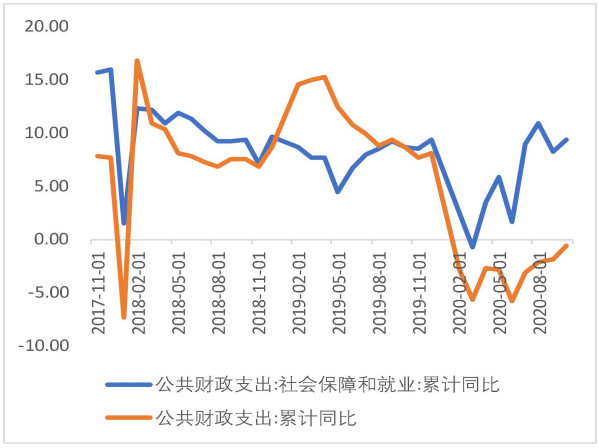
图 61：企业债券融资增速高于政府



数据来源：Wind，山西证券研究所

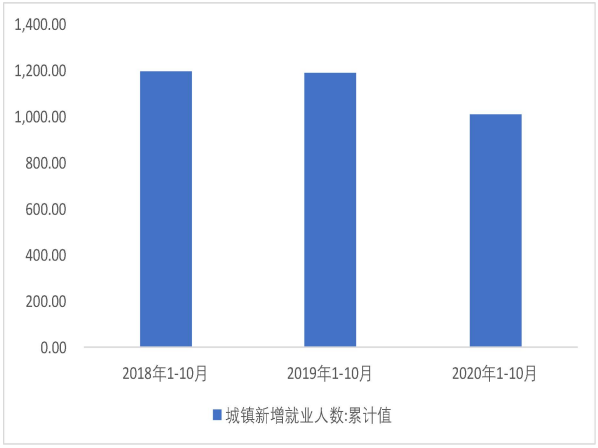
展望 2021 年，我们认为一些疫情期间特设的货币政策工具会逐步退出，但退出的节奏不会太快。原因有三：其一，国务院领导人近期特别强调中国将保持宏观政策连续性稳定性，意味着货币政策不会很快退出。其二，本次疫情冲击消费端，消费端还未完全复苏。从新增就业人数来看，1-10 月的新增就业人数已完成了两会的目标，但仍旧低于去年同期。本年度财政中用于保民生的资金显著增加，对冲了经济下行带来的就业压力。在经济内生动能尚未全面恢复的背景下，稳定市场主体和稳定就业需要财政和货币配合发力。其三，央行也提及要保持流动性合理充裕。具体来看，就是要“科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。

图 62：财政中的社保支出大幅提高



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 63：新增就业人数仍低于去年同期



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 释放增长潜力，构建经济发展新格局

3.1. 双循环——两头在外困局如何破？

2020 年 5 月 14 日，中共中央政治局常委会会议首次提出“要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。此后“双循环”在多个会议上多次被提及。

表 3：双循环在多个重要会议上被提及

时间	部门或人员	内容
2020/5/14	中央政治局常委会	要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020/5/23	全国政协十三届三次会议经济界委员并参加联组会	指出面向未来，我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，逐步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。
2020/7/21	企业家座谈会	当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革蓬勃兴起。以前，在经济全球化深入发展的外部环境下，市场和资源“两头在外”对我国快速发展发挥了重要作用。在当前保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩的外部环境下，**我们必须充分发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环为我国经济发展增添动力，带动世界经济复苏。**

2020/7/30	中央政治局会议	**当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识**，加快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，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，**完善宏观调控跨周期设计和调节**，实现稳增长和防风险长期均衡。
2020/8/20	长三角一体化发展座谈会	**在当前全球市场萎缩的外部环境下**，我们必须集中力量办好自己的事，发挥国内超大规模市场优势，加快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。
2020/8/24	经济社会领域专家座谈会	**自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变，经常项目顺差同国内生产总值的比率由 2007 年的 9.9%降至现在的不到 1%，国内需求对经济增长的贡献率有 7 个年份超过 100%。**未来一个时期，国内市场主导国民经济循环特征会更加明显，经济增长的内需潜力会不断释放。
2020/9/1	中央全面深化改革委员会第十五次会议	加快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，**是根据我国发展阶段、环境、条件变化作出的战略决策，是事关全局的系统性深层次变革。**
2020/10/22	中央政治局常委会	深刻认识我国社会主要矛盾变化带来的新特征新要求，深刻认识错综复杂国际环境带来的新矛盾新挑战，深刻认识“十四五”时期我国将进入新发展阶段的重大判断，贯彻落实新发展理念，紧扣推动高质量发展，**着力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。**
2020/10/29	十九届五中全会	坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。

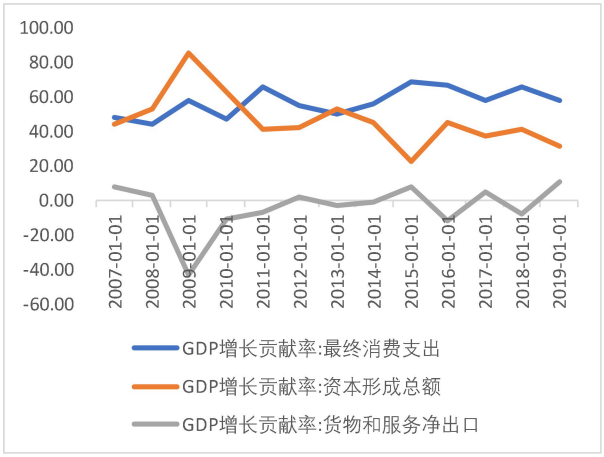
资料来源：新华网，共产党员网，山西证券研究所整理

国内国际双循环的重大战略，是对“十四五”甚至更长远未来的谋划，涉及到经济及民生的方方面面。

双循环战略的提出，有助于打破资源、市场两头在外，受制于人的状况。在我国加入世界贸易组织之后，我国抓住全球化发展机遇，形成了市场和资源两头在外的发展模式。但随着我国经济的发展，国内市场随之发展壮大。国家领导人提到“自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变”。最终消费支出对 GDP 的贡献率已经从 2007 年的 47.93%上升至 2019 年的 57.75%，消费对 GDP 增长

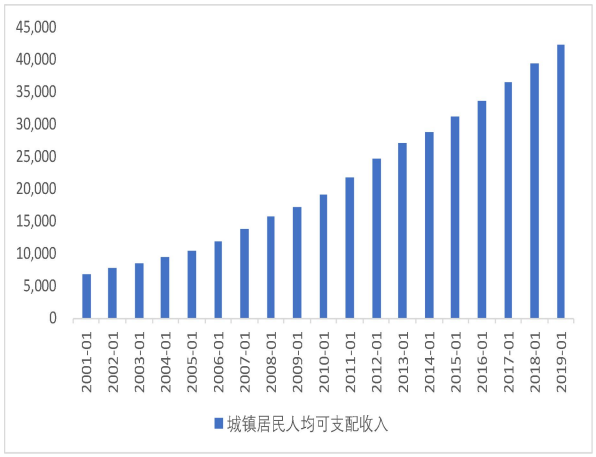
的贡献稳步提升。人民收入也稳步提高，居民消费购买力大幅提升。结合我国的经济体量、人口规模以及齐全的工业门类，“两头在外”的发展模式已经不适合我国。**“充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”是我国经济进一步发展的必然要求。**

图 64：消费对 GDP 增长的贡献稳步提升



数据来源：Wind，山西证券研究所

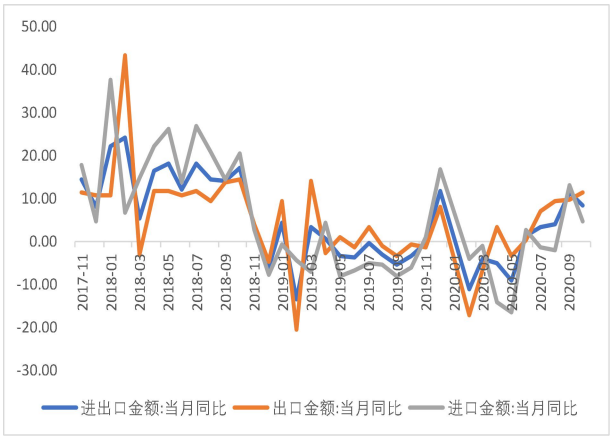
图 65：人民收入稳步提高



数据来源：Wind，山西证券研究所

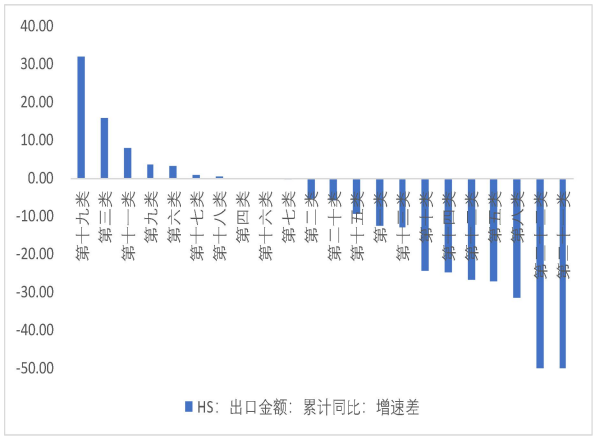
主要经济体对全球经济增长形成拖累，双循环也是我国应对国际形势变化的重要举措。自 2008 年金融危机之后，全球市场收缩，民粹主义、贸易保护主义兴起，国际经济大循环动能减弱。在新冠疫情的冲击下，这些问题被进一步暴露出来，全球产业链和供应链面临重大冲击，2020 年上半年我国进出口增速均转负。此后欧美国家实施大规模财政刺激，由于疫情影响产能不足，加大进口我国产品而带动我国出口增速止跌转正，但其持续性存疑。从出口结构来看，HS 的二十一个大类分化明显，仅 9 个大类的 1-10 月的增速不低于去年同期，多数大类是下降的。综合来看，国外市场的不确定性明显增加，发展国内市场，构建双循环的发展格局势在必行。

图 66：出口持续走高



数据来源：Wind，山西证券研究所

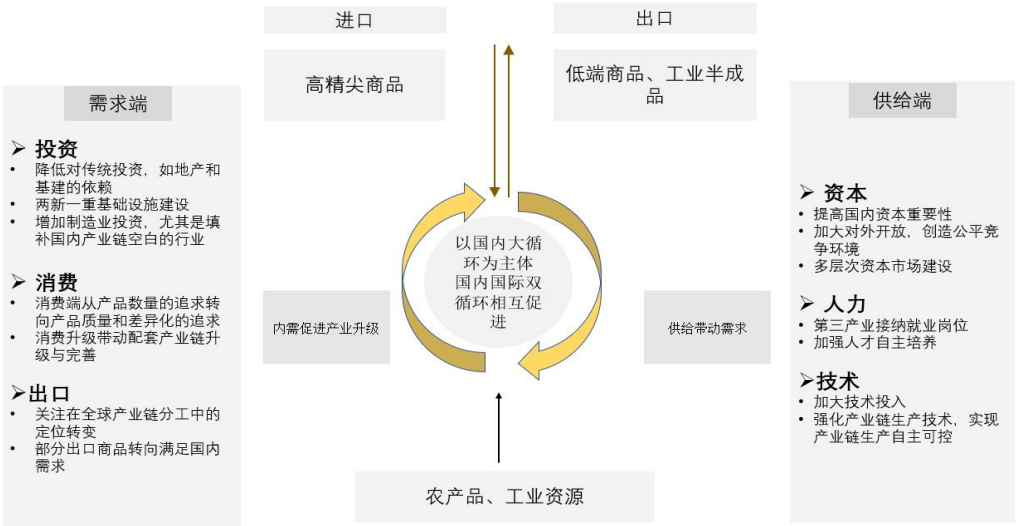
图 67：出口分化明显



数据来源：Wind，山西证券研究所

“双循环”发展战略更重要的目的是引导居民和企业预期，增强消费和投资动力，形成经济正循环。外部环境难以改变，但可以通过“内循环”完善国内体制机制、工业体系、基础设施、加快科技创新驱动，实现经济高质量发展。通过国内市场的广度和深度提升提高国际市场对我国市场的依赖性，从而实现等价交换，确保资源和市场不断档，享受全球化成果并持续推进全球化。有助于打破国内经济循环的阻滞。财富阶层固化导致的资金脱实向虚、房价快速上涨、边际消费倾向难以提升等；要素市场化固化，体制机制固化导致的创新力度不足、新兴产业发展不足等。

图 68：两头在外的现实和未来内循环为主的着力点

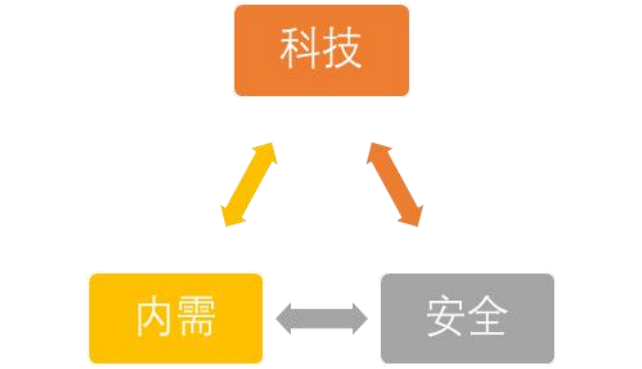


数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

3.2. 十四五——下一个五年去向何方？

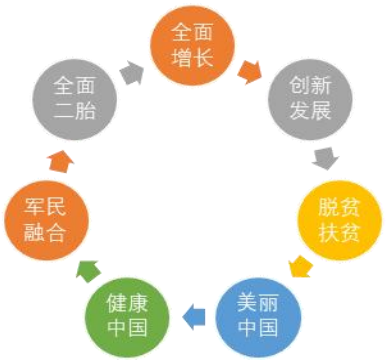
十九届五中全会指出了我国下一步需要解决的问题，包括发展不平衡不充分，重点领域关键环节改革任务仍艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。我们预判，未来或将出台一系列针对短板的潜在政策对市场形成刺激，包括西部、中部地区性政策、创新引导政策、农业基建政策、城乡均衡发展政策、环保政策以及民生政策等，具备较强的主题性投资机会。

图 69：十九届五中全会亮点



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 70：十八届五中全会要点



数据来源：Wind，山西证券研究所

经济方面：提出增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。我们认为整体更加强调转型升级、农业安全、城乡发展三个方面，重点关注科技、农业等主题方向。

改革开放方面：提出高标准市场体系基本建成，市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成。我们判断这说明未来一段时间国企改革、资本市场改革、对外开放改革还将进一步深入，值得重点关注国改、金融、关键领域开放等主题方向。

社会文明方面：公共文化服务体系和文化产业体系更加健全。

生态文明方面：提出建设实现新进步，国土空间开发保护格局得到优化，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，生态环境持续改善，生态安全屏障更加牢固，城乡人居环境明显改善。我们认为后续新能源汽车、光伏、环保等板块仍将有进一步政策出台，具备长期主题性投资机会。

从更长期看，会议从 5 个维度提出二〇三五远景目标：

宏观维度：经济、科技、综合国力大幅跃升，经济总量和城乡居民收入迈上新的大台阶，关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列。（潜在利好板块：电子、通信、计算机、医药等）

体系维度：基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系；基本实现国家治理体系和治理能力现代化。（潜在利好板块：高端装备制造、机械、计算机、电子、通信、农业等）

文化、环境维度：建成文化强国、教育强国、人才强国、体育强国、健康中国，国民素质和社会文明程度达到新高度，国家文化软实力显著增强；广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。（潜在利好板块：传媒、环保等）

开放、民生维度：形成对外开放新格局，参与国际经济合作和竞争新优势明显增强；人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小。（潜在利好板块：消费升级方向等）

平安中国维度：基本实现国防和军队现代化。（潜在利好板块：军工等）

图 71：十四五方针



数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

4. 全面注册制下资本市场迎来新机遇

2020 年以来，创业板注册制、新三板转板制度落地，再融资新规进一步放松，证券法完成修订，推动资本市场改革的政策不断出台。监管的目的在于发展直接融资，以达到支持科创等新兴产业发展，促进国家经济转型升级的目的，**而注册制改革是各项改革的核心，也是推动直接融资的重要抓手。**

表 4：资本市场改革加快，全面注册制推行在即

时间	监管部门	事件
2020/2/14	证监会	证监会发布“再融资新规”，放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求。
2020/3/20	证监会	证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》。
2020/4/18	证监会	发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，明确管理人要求和可参与投资的基金类型，要求基金管理人应具备相应投研能力，配备充足的投研人员。
2020/4/27	证监会	证监会就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案公开征求意见。
2020/4/30	证监会	根据中国证监会与国家发展改革委推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作安排，中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，现向社会公开征求意见。
2020/5/22	证监会	为优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导证券行业差异化发展，证监会对《证券公司分类监管规定》相关条款进行修改，现向社会公开征求意见。
2020/5/22	证监会	证监会就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》公开征求意见。特别规定称，要复制推广科创板主要制度，并根据实际予以优化，同时结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。
2020/5/29	证监会	证监会发布《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，自发布之日起施行。允许证券公司公开发行次级债，不再限制投资者人数，支持券商充实资本。
2020/6/3	证监会	为建立转板上市机制，规范转板上市行为，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，对转入板块的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。
2020/6/12	证监会	中国证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》《关于修

		改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》，向社会公开征求意见。
2020/6/12	证监会	证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。
2020/10/9	国务院	国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》（简称“国七条”）
2020/10/31	国务院金稳委	增强资本市场枢纽功能，**全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重**
2020/11/27	沪深交易所	沪深交易所正式发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）（征求意见稿）》《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）（征求意见稿）》

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

在 10 月 31 日金融委会议上，明确提出要全面推行注册制，全面注册制落地可期。此前证监会主席易会满在向人大做报告时也提到，全市场推行注册制的条件已经逐步具备。从科创板及创业板试点注册制后的情况来看，推行注册制后企业上市速度明显加快，排队时间显著缩短，利好券商的投行业务。此外，金融委会议着重提到了建立常态化退市机制，随着注册制的推行，退市力度也随之明显加大，但与 IPO 数量相比，退市的上市公司仍在少数。建立常态化退市机制，有利于僵尸上市公司出清，提升市场活跃度。以提高直接融资比例为主线的资本市场改革制度加速落地，服务实体经济功能不断完善，作为资本市场重要一环的证券公司，必将迎来发展机遇。建议投资者可持续关注头部券商及特色券商的中长线投资机会。

三、 资金面与估值分析

1. 股票市场资金供需分析

A 股二级市场由于信息效率高、参与者多，参与者为价格接受者等特点，接近完全竞争市场，资金供需能够快速反映新信息而达到均衡点。**从数据来看，未来 A 股市场扩容速度和资金流入速度双升，资金供需按照管理层对股市扩容的思路预计不会对 A 股估值产生趋势性的影响。在相对稳定的预期收益率下，市场流动性有望维持稳态运行。**

1.1. 资金供给

1.1.1. 公募基金募集预计将继续保持较高水平

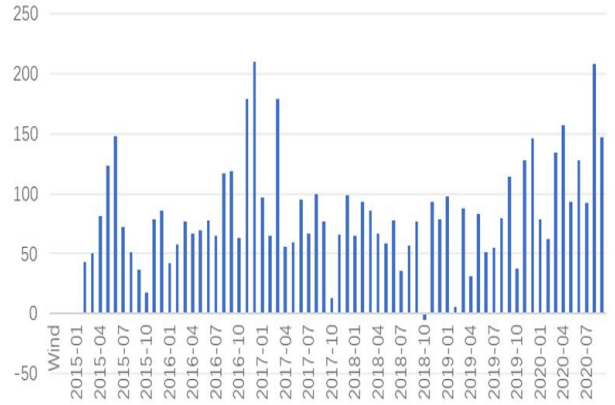
未来几年内，在房住不炒的主基调下，居民资产配置向金融资产倾斜、金融资产配置向机构倾斜的带动下，公募基金将成为居民对 A 股市场配置的重要通道。2020 年至今(10 月 23 日)，公募基金无论是从募集数额或是从数量上都已经超过了过去几年的水平，A 股市值中机构持股比例也出现了进一步上升的趋势。我们认为明年股票型公募基金将维持今年增速，新募集资金规模或与今年大致持平，为权益市场带来 6000-7000 亿元左右的增量资金。

图 72：A 股市场流通市值及参考持仓量



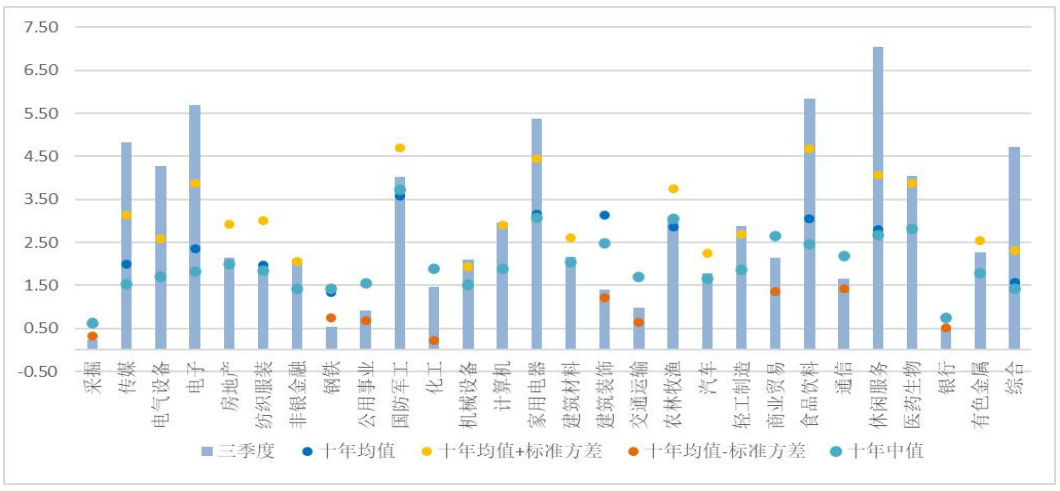
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 73：月新增公募基金数量



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 74：三季度基金持股比例与十年均值及中值对比

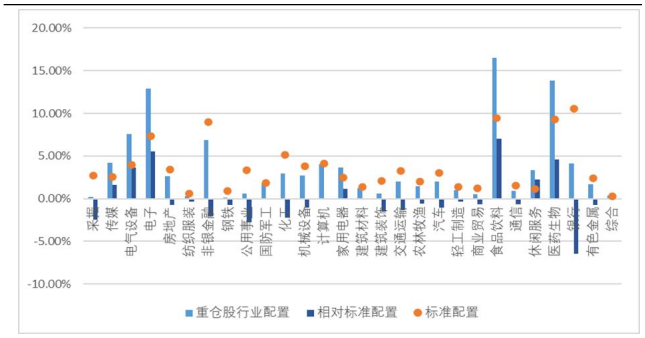


数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

从历史数据来看，基金对于各行业的配置往往与市场有所差异。比较三季度各行业基金持股比例与这一数据的十年历史中值及十年历史均值，以与均值的差值是否在一标准方差之内作为超配/低配标准，相较市场，**三季度基金超配行业聚焦在消费、成长板块，包括传媒、电气设备、电子、机械设备、家用电器、轻工制造、食品饮料、休闲服务行业**，其中今年前三季度持续增持的行业为电气设备、轻工制造、休闲服务；**低配行业聚焦在周期和金融板块**，主要包括采掘、钢铁和银行业，其中采掘及钢铁行业前三季度小幅减持。

行业超配的主要逻辑不一。三季度消费、成长板块仓位都继续处于历史高位，主要原因是相较其他行业，食品饮料、医药生物属于“刚需”，**业绩确定性较高且景气度韧性较强**，下半年将持续为经济增长提供支撑。家电等可选消费板块考虑到 1. 疫情后政策大力倡导扩大内需及刺激消费以及 2. 下半年将为地产竣工高峰期两大因素，**具有强烈复苏预期**。休闲服务行业作为超配情况下继续加持的行业之一，主要原因是**国内疫情得到控制逐渐稳定情况下半年服务业将有大幅回升空间**；而传媒板块主要受子版块游戏的高景气拉动。上半年受疫情影响，游戏产业实现阶段性、爆发性增长， 而复工复产后用户习惯已经养成，因此市场有望延续稳步增长态势。同时前期受疫情影响较大的影视行业需求后期可能集中释放。周期板块内部电气设备、轻工制造、机械设备配置比例皆处于历史高位，主要原因可能是整体产能在年中已基本恢复正常，预期未来**在经济整体处于回暖态势背景下供给速度将稳步提升，同时国外疫情二次爆发背景下利于我国出口**。

图 75：近四季度基金持股比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 76：二三季度相对标准配置的变化



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们比较基金重仓股行业配置比例，与行业市值占市场总市值的比重（称为市场标准配置），以两者差值来衡量基金对某一行业的超配（低配）程度，可以看到**医药生物、食品饮料和电子属于明显超配的前三大行业，银行、化工、非银金融则为明显低配的前三大行业。**

相较二季度，三季度基金倾向于增持周期、消费板块，减持医药、科技板块。增持幅度最高的三个行业分别是食品饮料、电气设备、休闲服务，减持幅度最高的三个行业分别是医药生物、计算机、传媒，其

中医药生物减持超 3%，主要原因可能是医药板块短期内涨幅过大导致估值偏高，基金选择部分落袋为安以重新布局。

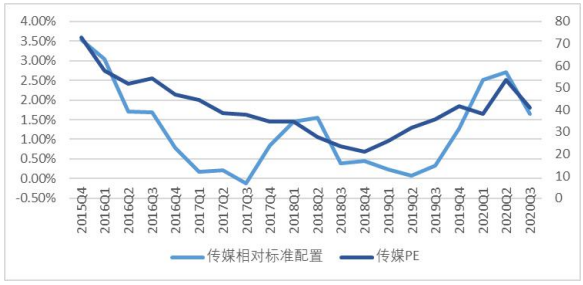
进一步地，观察历史增/减持的规律，我们发现在多个行业估值（PE）与相对标准配置超配比例有较强的正相关性。估值较高的行业往往伴随着基金增持，而估值较低的行业往往伴随着基金减持。

图 77：医药生物超配比例



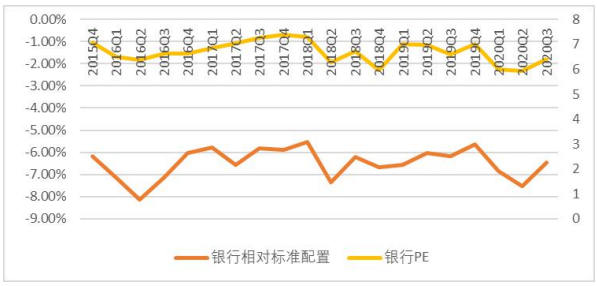
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 78：传媒超配比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 79：银行超配比例



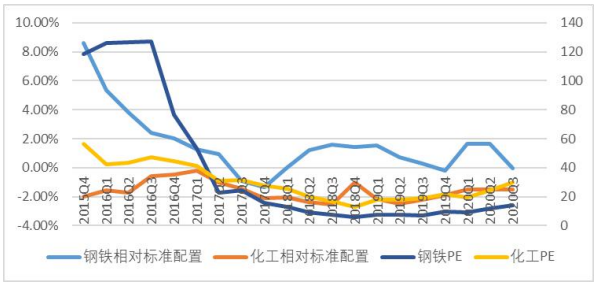
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 80：非银金融超配比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 81：钢铁、化工超配比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 82：休闲服务超配比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

行业之间的估值偏离程度较大，存在再平衡的动力，因此我们认为未来估值调整时基金将相应地对仓位进行调整，以期与估值尽量匹配。目前食品饮料、休闲服务等超配行业当前估值大幅超出历史十年中值，而钢铁、采掘、银行等低配顺周期行业处于历史低位，未来高估值行业估值下降时基金将相对减持，而低估值行业估值上升时基金将相对增持。

图 83：A 股行业估值图

证券简称	农林牧渔	采掘	化工	钢铁	有色金属	电子	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	商业贸易	休闲服务	综合	建筑材料	建筑装饰	电气设备	国防军工	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	汽车	机械设备
PE	17.5	14.7	29.7	14.2	42.0	52.0	23.3	44.2	35.5	26.8	49.0	20.0	23.2	9.3	24.5	161.1	39.6	15.1	9.9	41.2	74.8	74.5	40.9	39.6	6.4	18.9	28.2	29.3
历史最高	119.6	88.0	76.6	143.8	140.3	113.8	26.6	52.3	63.1	113.3	74.4	39.2	43.3	33.6	71.4	164.4	120.6	50.7	33.6	100.0	245.8	159.7	141.8	95.1	11.3	38.1	36.3	136.1
历史最低	19.8	23.2	37.8	13.5	178.8	58.9	27.5	48.1	83.9	48.0	64.6	21.5	48.1	10.5	32.7	452.4	53.1	15.2	9.3	57.6	105.9	243.7	19.5	129.4	6.1	22.5	44.4	49.1
PE分位数	0.0%	22.3%	57.4%	26.2%	48.6%	59.3%	97.3%	97.7%	77.8%	24.5%	92.6%	29.0%	77.7%	84.1%	47.5%	99.7%	44.8%	25.4%	10.8%	58.9%	62.0%	86.8%	44.2%	36.3%	37.1%	60.1%	96.3%	48.0%
PB	3.9	1.0	2.3	0.9	2.2	4.2	3.4	9.1	1.9	2.0	4.8	1.3	1.5	1.2	1.6	6.8	2.1	2.2	0.9	3.5	3.3	4.6	2.8	2.7	0.7	2.0	1.9	2.5
历史最高	7.4	4.2	5.3	2.7	6.8	6.9	4.9	9.9	6.2	6.4	8.4	4.5	3.9	4.1	5.5	8.2	7.8	4.4	3.9	7.3	8.2	15.5	11.4	6.6	2.1	4.1	4.5	6.2
历史最低	2.4	0.9	1.6	0.7	1.7	2.7	1.8	3.0	1.5	1.5	2.6	1.3	1.1	1.1	1.3	2.5	1.2	1.5	0.9	1.6	1.9	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.4	1.6
PB分位数	63.4%	3.3%	37.4%	24.0%	19.8%	84.7%	77.7%	99.0%	25.5%	31.2%	81.7%	3.1%	37.8%	3.4%	18.6%	98.6%	22.9%	56.1%	2.1%	73.6%	60.8%	61.7%	22.6%	45.1%	1.0%	57.5%	35.6%	49.1%

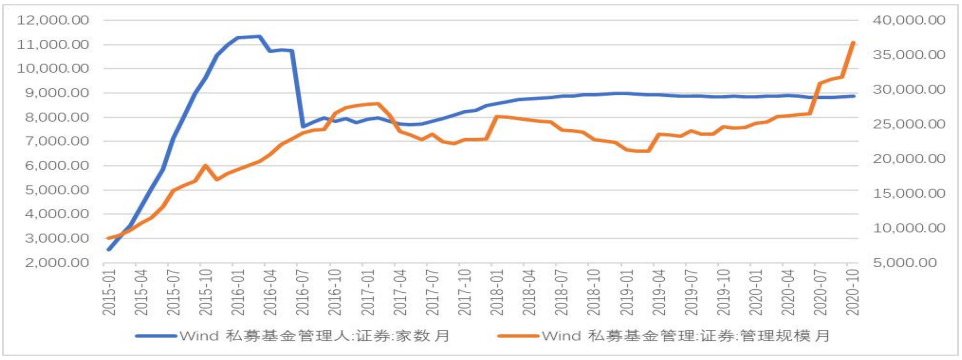
数据来源：Wind，山西证券研究所

今年四季度到明年中期，随着疫情控制经济逐渐复苏、景气度改善，周期行业将明显受益，因此我们判断基金将针对行业中目前的**低估值顺周期板块**进行布局，其中重点包括钢铁、化工等现阶段相对配置低于历史水平的行业。同时，银行、非银金融等目前估值与持仓水平皆处于历史低位、悲观预期已经充分反映，因此**未来具有修复预期的板块**，基金同样可能加仓配置。对于通信、电子等科技板块**估值合理、同时明确为中长期发展主线的行业**，基金将维持现阶段的配置比例。

1.1.2. 阳光私募基金

基于一定的比例假设我们估算可为二级市场提供 3000 亿元左右规模的增量资金。根据基金业协会公布数据，截至 2020 年 9 月进行证券市场投资的私募基金管理人数量为 8844 家；存续备案私募证券投资基金规模 3.18 万亿元。私募数量和行情有较强相关性，预计年底到明年年初将有一定的增加，私募基金有望延续今年的增长势头。

图 84：私募基金规模

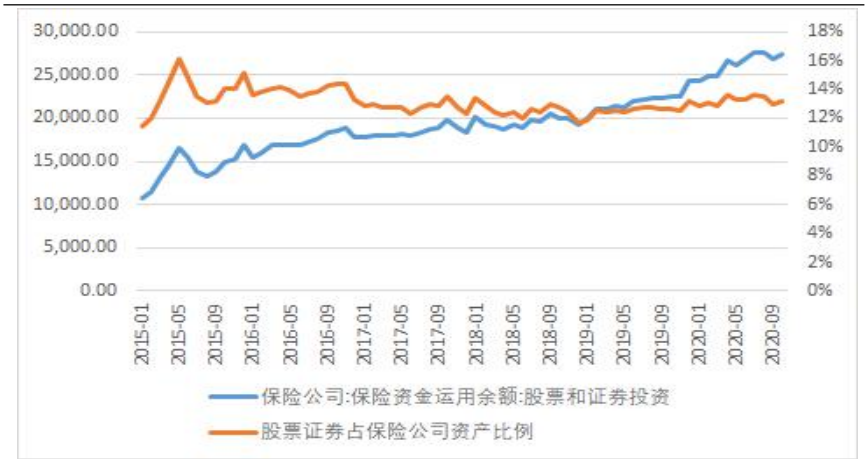


数据来源：Wind，山西证券研究所

1.1.3. 保险类资金增长

我们认为，在政策鼓励长期资金入市的方向下，险资入市比例有提升空间。综合来看，我们估算明年来自保险公司的资金有望为市场带来约 3000 亿元的增量。根据银保监会数据，截至 2020 年 10 月保险公司资产中投资股票和证券投资的比例较年初略微下降，但受益于可投资余额的快速增长，投入股票和基金的资金规模增加了超 2300 亿元。

图 85：险资可投资余额与股票占险企资产比例



数据来源：Wind，山西证券研究所

我们认为明年社保及养老体系资金增量规模将有望在 1000 亿元左右。社保和养老金方面，截至今年第三季度，持股市值相较去年同期增加了 1411.6 亿元，由于政策因素，今年养老金入市比例提高，入市资金规模相对较大。

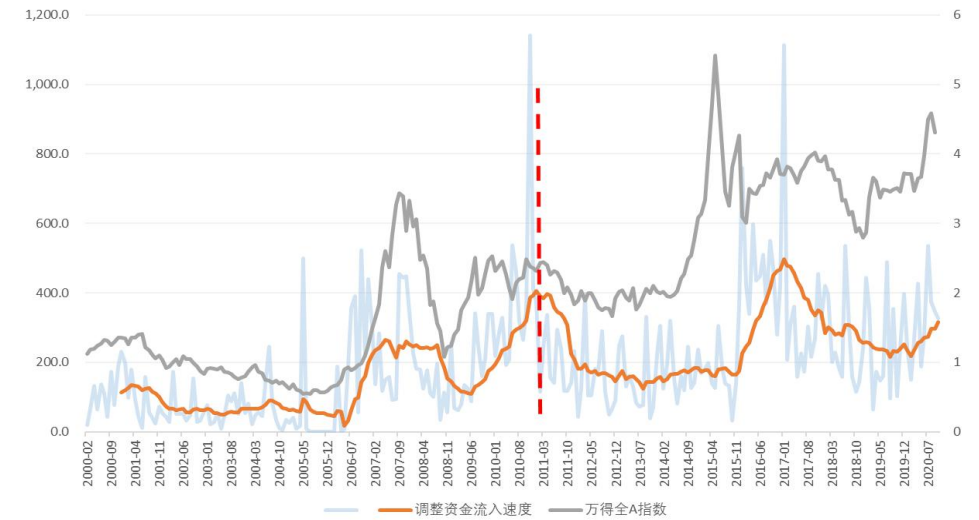
1.1.4. 海外资金流入明年持续

十四五规划中重点提到对我国对外开放，保护外商、外资，推进人民币国际化事项。我们预计 2021 年作为＂十四五＂规划的第一年，我国将加快资本市场改革开放的步伐，以及人民币进一步升值空间的打开，外资对于人民币资产的持有意愿有望进一步提升并带来资金流入。考虑到当前 A 股相对全球仍具备一定优势， 我们预计 2021 年作为＂十四五＂规划的第一年，我国将加快资本市场改革开放的步伐，以及人民币进一步升值空间的打开，外资对于人民币资产的持有意愿有望进一步提升并带来资金流入，估算明年的外资净流入规模大约在 3000 亿元左右。

1.2. 资金需求

1.2.1. A 股市场融资规模有望继续攀升

图 86：资产价格调整 A 股首发、配股、增发总和



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 87：对数 A 股流通市值及总市值



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 88：A 股涨幅调整流通市值



数据来源：Wind，山西证券研究所

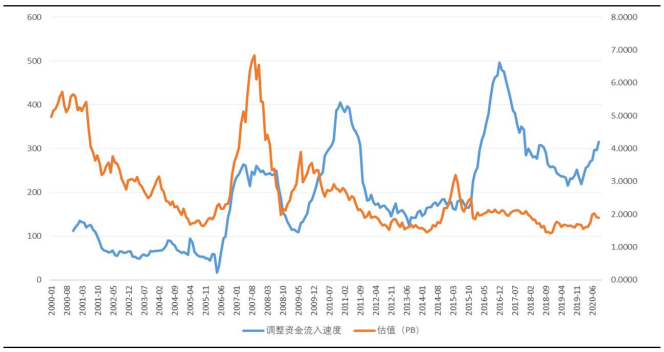
万得全 A 指数取样所有在上海、深圳证券交易所上市的 A 股股票作为样本股，以自由流通市值作为权重进行计算。我们将 A 股总流通市值除以万得全 A 指数，得到由资金流入 A 股市场带来的市值增加走势，即**资金净流入指数**，可以看到自 2011 年开始，资金流入指数下降，资金流入增长趋缓。

从最新数据来看，到 2020 年 9 月份，伴随着注册制的推行和指数点位的上涨，资金流入速度处于上升阶段，如果该趋势持续，依照历史资金流入速度上升期为 1-2 年判断，流速上升将在明年或后年到达最新的流入高峰。A 股市场作为重要的融资市场，对于实体经济发展的作用至关重要，市场规模的扩大与宏观经

济相挂钩，结合历史数据趋势、政策、经济总量增速等指标对未来资金流入指数做出推测，从而作为未来市场资金的需求。资金流入指数有明显的周期性，内在逻辑为我国 A 股市场不断改革扩大的政策周期影响以及 A 股走势的周期影响的叠加，中枢抬升的原因则是伴随我国经济体量不断扩大，绝对增量不断上升。

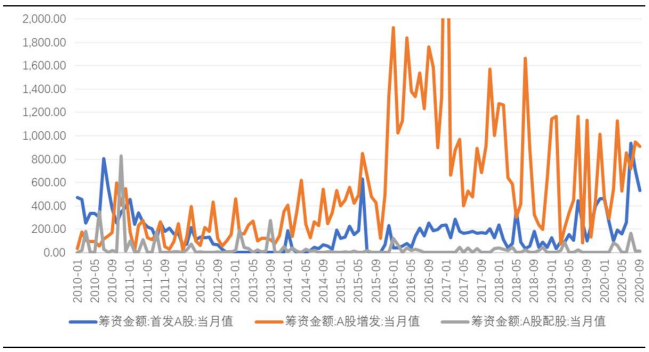
对比 A 股融资速度和 A 股资产价格历史数据，整体来看，月度首发、增发、配股总量和全 A 指数估值相关性逐渐减弱。由于资产价格高估时，从市场融到更多的钱，从而吸引更多人从市场融资，07、08 年同步性较强，此后 A 股估值严重偏离情况较少，两指标相关性大幅减弱，随着 A 股市场资金逐渐接近完全竞争市场，结合内在资产价格和融资量内在逻辑，未来资金需求扩张不会对 A 股估值水平带来趋势性影响。

图 89：A 股调整资金流入速度对应估值



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 90：A 股融资额



数据来源：Wind，山西证券研究所

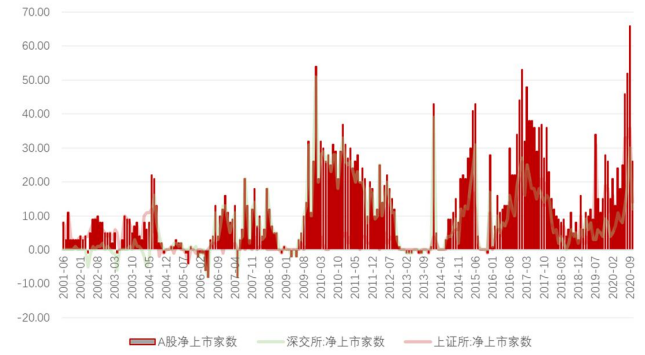
随着注册制的推行，首发筹资额有望继续抬升，未来首发和增发融资月融资规模将接近，是 A 股主要融资方式。对比首发、增发、配股融资量，首发和增发是股票市场融资的主要方式。从融资额度来看，增发融资在过去占比较大。

1.2.2. 全面注册制实施后首发规模上升

全面注册制对于 A 股资金方面不会产生较大的影响。从已有的经验来看，创业板注册制推行之后，净上市家数有所增加，而指数的上涨并未受到冲击。未来如果 A 股全面实施注册制，新上市家数增加的同时，新股溢价将会减少，发行价格将有所提升，首发融资量将迈上新的台阶，新上市公司可以从首发中募集到更多现金。

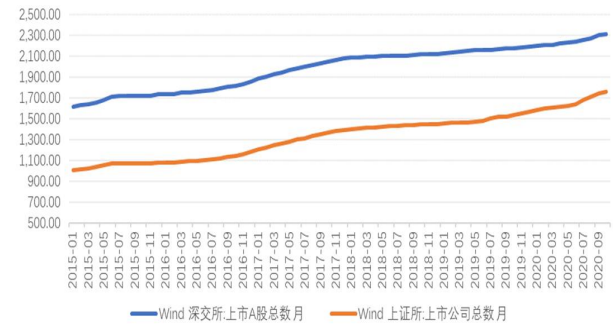
美国股市目前采用注册制 IPO，对比目前中国 A 股市场，每月 IPO 家数和融资额和中国相似。另外，根据 A 股市场以往的政策实施经验来看，政策效果将相对温和，逐步体现。**综上，全面注册制实施后，由于情绪原因带来的市场惯性，预计短时间会一定程度影响 A 股资产价格，但这种影响将很快消失。长期来看 A 股首发的融资效率将迈上新的台阶，效果将逐步体现，并不会对 A 股市场资金产生明显的资金抽调效应。**

图 91：A 股净上市家数统计



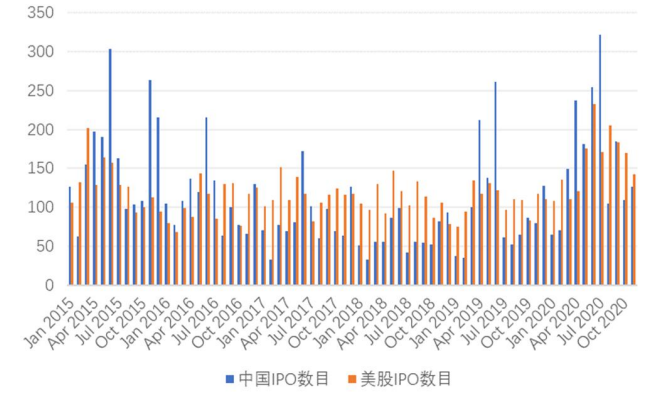
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 92：上市 A 股及上市公司数目统计



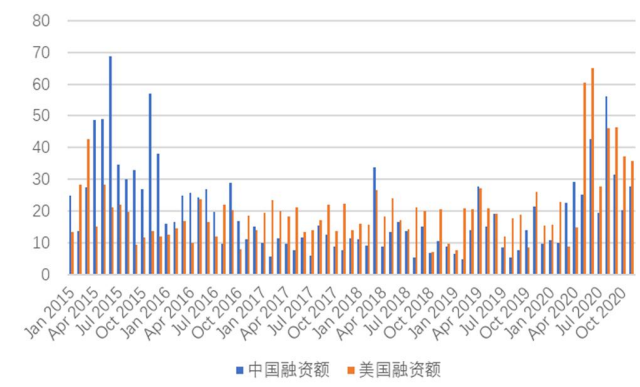
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 93：中美 IPO 数目对比（柱状图）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 94：中美融资额对比（柱状图）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. A 股估值分析

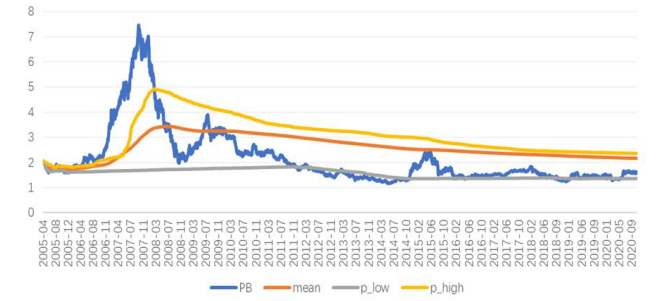
就盈利预期角度分析，创业板估值相对合理，深市略高估，沪市相对高估。就 PB 时间序列来看，深市和创业板处在历史高位，沪市处于相对低位，该现象产生的主要原因是深市和创业板受疫情影响较小且赛道长期向好，预期净资产收益率较高，而沪市则相反。估值方面，我们结合目前估值水平在历史中所处的位置以及动态市盈率、预期净资产收益率相对位置进行定性分析。根据股票估值和盈利增长率关系可推导出 PE 和预期 ROE 关系如下：PE=m/(k-预期 ROE)（这里 m、k 是常数），选取该指标的原因是预期 ROE 的数据较全，我们假设市场盈利增长率正比于预期 ROE。 PE 大小和预期 ROE 呈正相关关系，对于 PE 高低的判断需要结合预期 ROE。数量关系来看，如果 ROE 较小，pe 和 roe 关系可近似看成斜率为正的直线，如果 roe 较大，pe 和 roe 关系更接近斜率逐渐变大的向上曲线。此外，PB 变化趋势也需要考虑，根据估值指标关系

我们可以得到恒等式：$\frac{P/B}{roe} \equiv P/E$，根据前文 PE 和 ROE 的关系，如果 roe 上升，PE 也会随之上升，进而将推高 PB。我们将先分析三大股指的 PB 指标的历史分位水平，再看 PE 和增长预期的关系来分析高 PB 是由哪个指标带来的。

2.1. 沪深 300 指数整体估值相对合理

综合考量，目前沪深 300 的估值相对合理，目前相对合理的估值已经一定程度上反映了经营会回暖的预期，未来估值继续上升需要经济基本面或企业盈利继续好转。沪深 300 的 PB 指标放在 2005 年-2020 年时间窗口来看处于 40%分位数水平。从图中可以看出 2007-2009 年指标估值大幅超出历史其它时间段，自 2012 年起估值处于低位，即使是 2015 年高点也未突破此前的平均值。从市盈率指标来看，在该时点沪深 300PE 仍低于标普 500，由于编制方法的差异，两个指数的权重构成也存在一定区别。无论从行业权重还是个股权重来看，沪深 300 的金融股色彩都非常浓重，而标普 500 中则包含更大比例的科技型公司，产业结构更加平衡，从而有更高的估值水平。 如果未来沪市 300 科技股权重上升，估值有望抬升。

图 95：沪深 300PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 96：标普 500 及沪深 300PE（TTM）

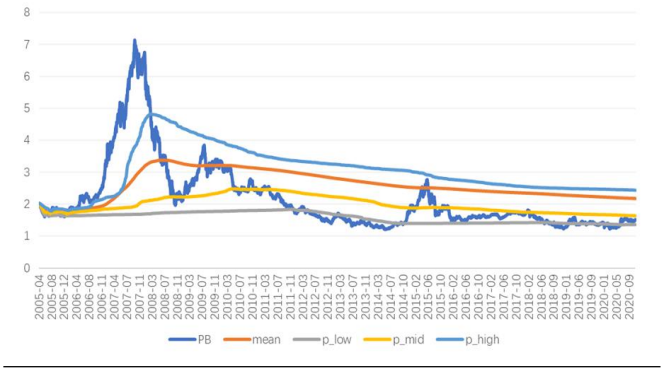


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2. 上证指估值有抬升空间但难大幅提高

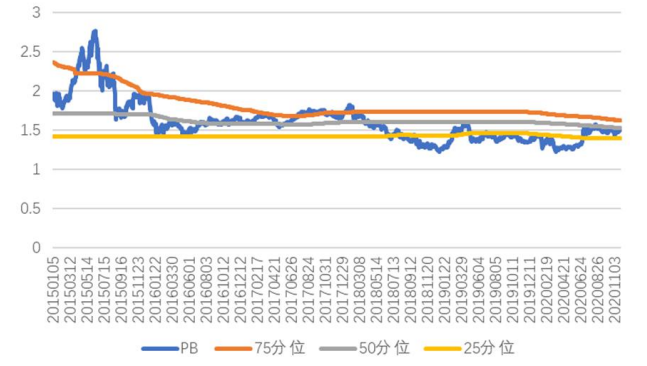
由于上证指数包含较多的传统行业企业，其 ROE 提升速度较慢，未来很难出现 PE 大幅上涨的情况。上证指数 PB 处于历史低位，在今年 7 月份快速上涨之前，处于 0.1 分位数之下（2005 年-2020 年），目前处于 0.1-0.35 分位数之间，离历史平均值还有较大的距离，主要原因是 2010 年之前指数出现严重高估的情况。但如果看上证指数近五年的分位数的话，目前估值水平并不低。未来如果上证 ROE 超市场预期，上证估值或有一定概率抬升。从剔除掉极端值的 PE-ROE 坐标系来看，上证指数虽然处于历史较低分位数，但是由于一致预期 ROE 同样处在历史最低位置，而 PE 并不处于相似的低位，因此目前估值仍然是相对高位。

图 97：上证指数 PB



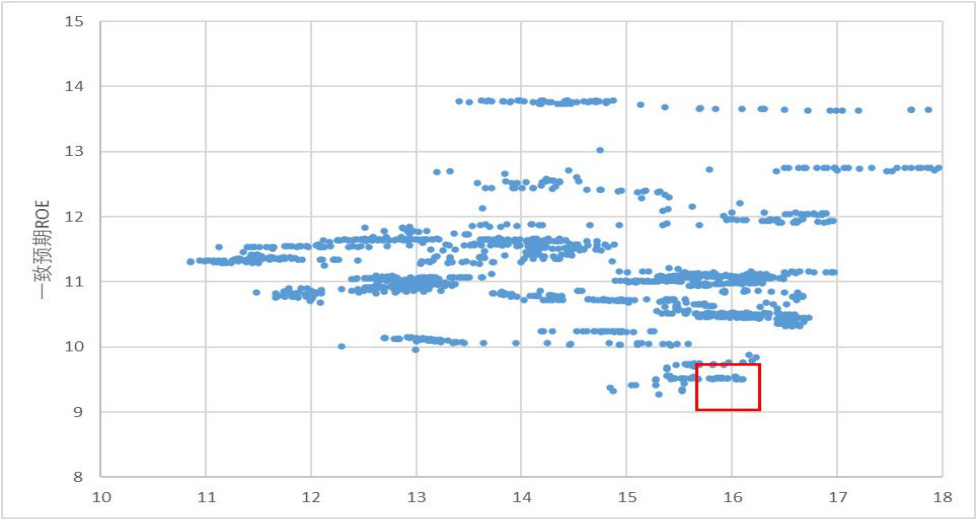
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 98：上证指数近五年 PB



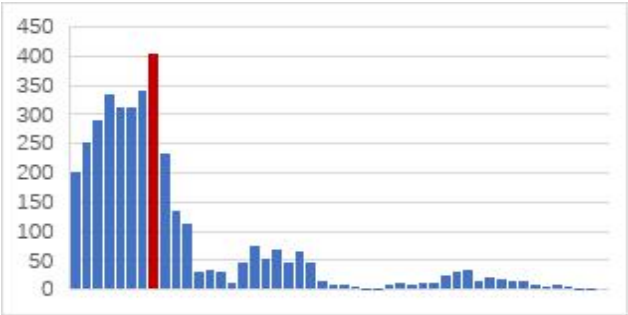
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 99：上证指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置)



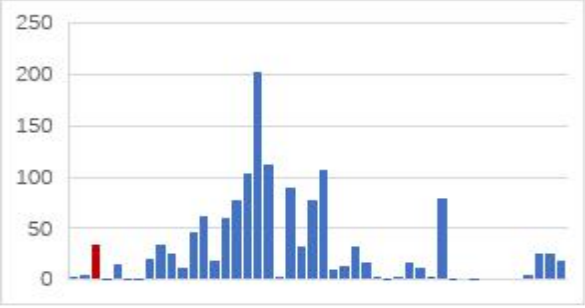
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 100：PE 分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 101：预期 ROE 分布

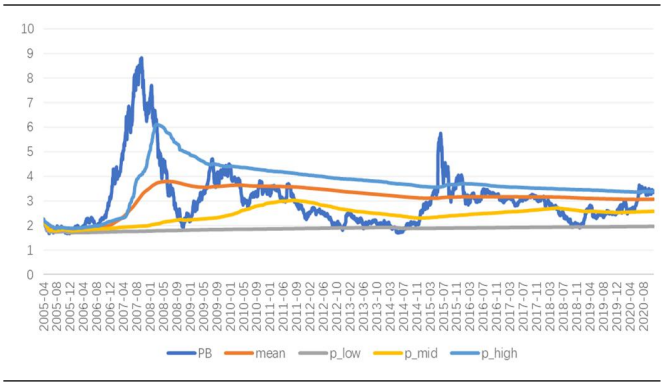


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3. 深成指估值略微高估

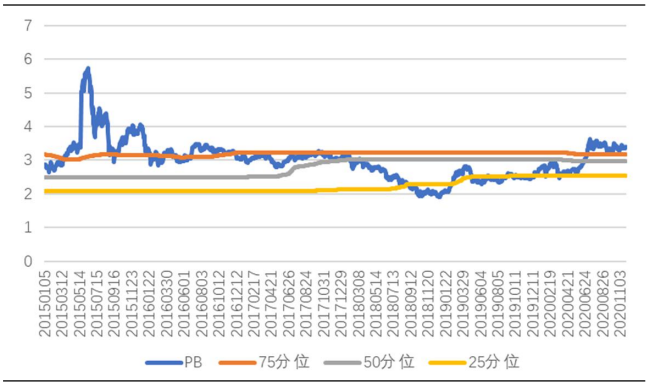
深成指 PB 处于 0.75 分位数水平附近，处于历史相对高位。从剔除掉极端值的 PE－ROE 位置图来看，其估值位置处于中部偏右水平，呈略高估状态。

图 102：深证成指 PB



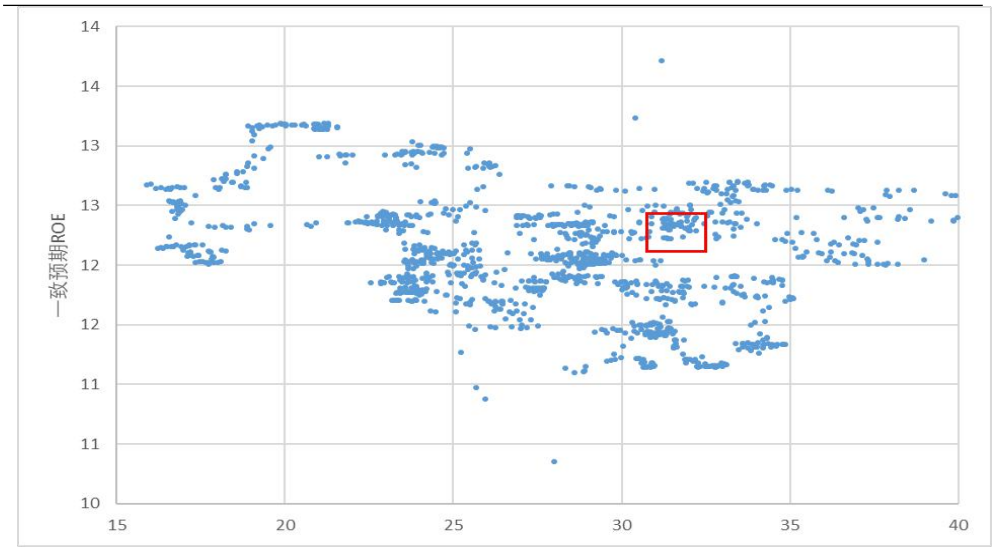
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 103：深证成指近 5 年 PB



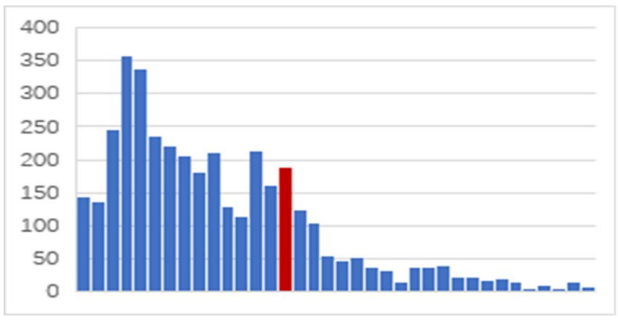
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 104：深成指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置)



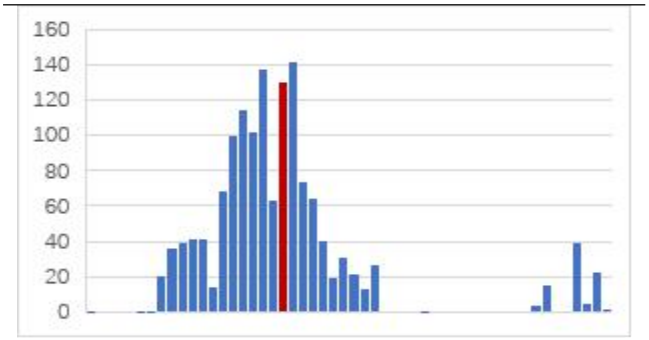
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 105：PE 分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 106：预期 ROE 分布

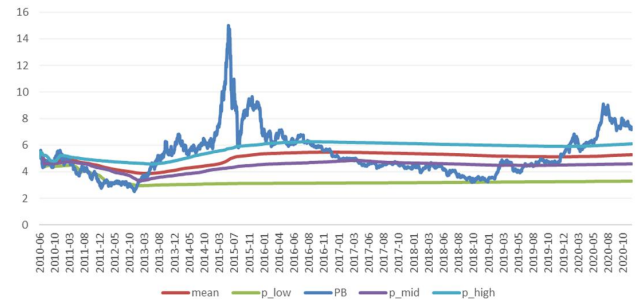


数据来源：Wind，山西证券研究所

2.4. 创业板高预期带来高市净率

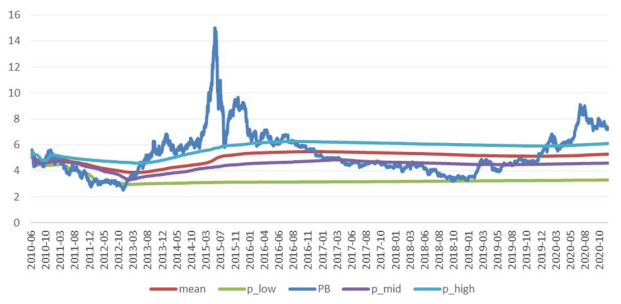
从 PE—ROE 位置来看，其预期 ROE 处于高位，估值位置处于中部水平，相对合理。目前（截至 11 月 25 日）创业板估值处于较高水平。目前已大幅超出历史 0.75 分位数水平，市盈率与纳斯达克指数接近。根据我们前文的结论，如果创业板 ROE 水平高于全市场，那么其 PB 并不处于过度高估的位置，而是处在长期震荡上升的通道中。值得注意的是，高估值依赖高 ROE 预期，投资者需要关注警惕宏观环境变化导致 ROE 下调带来的估值冲击。

图 107：创业板 PB



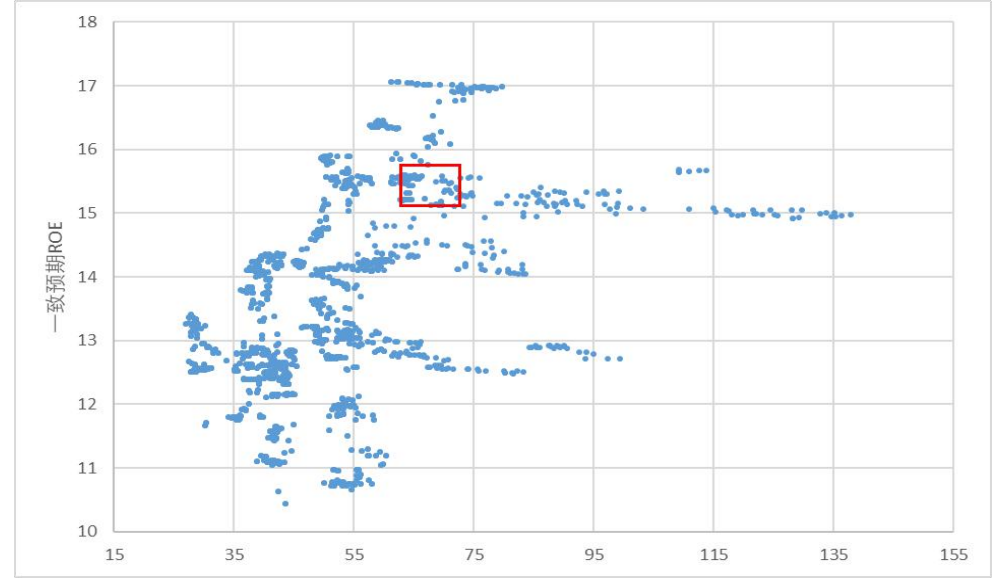
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 108：创业板 PE（TTM）



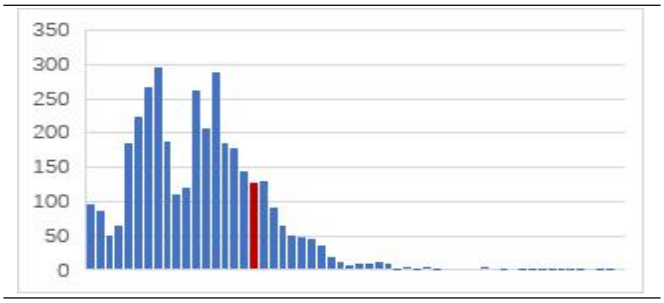
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 109：创业板指数 PE-预期 ROE 点阵图(红框为目前所处位置)



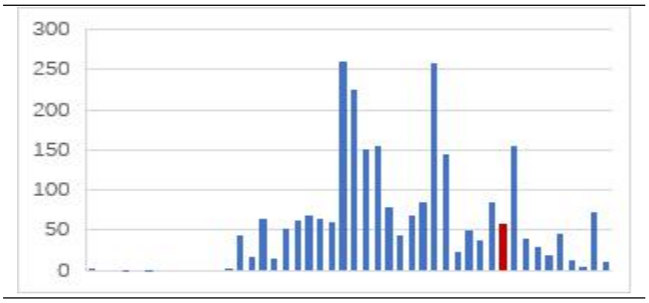
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 110：PE 分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 111：预期 ROE 分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

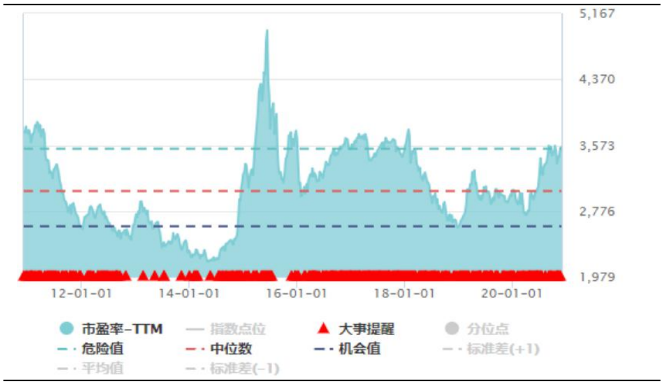
四、 2021 年大势研判与配置建议

1. 2020 年市场表现回顾

2020 年，A 股市场先抑后扬，在突如其来的疫情冲击之下一度急剧下行，随后伴随着疫情逐步受控、复工复产有序推进，以及财政货币双宽松政策的实施，股市也展开了一波凌厉的上涨行情，科技与消费涨幅尤为可观，到 7 月中下旬转入震荡市，市场风格也逐步从科技成长向顺周期低估值切换。截止 11.30，上证综指 PE_TTM15.81，来到历史十年的 80.47%分位，深证成指 PE_TTM31.39，处于历史十年的 85.94%分位，创业板指 PE_TTM61.76，回落至历史十年的 80.47%分位。**在全球市场来看，A 股表现尤为突出，创业板指牛冠全球，上证指数表现处于中间位置。**

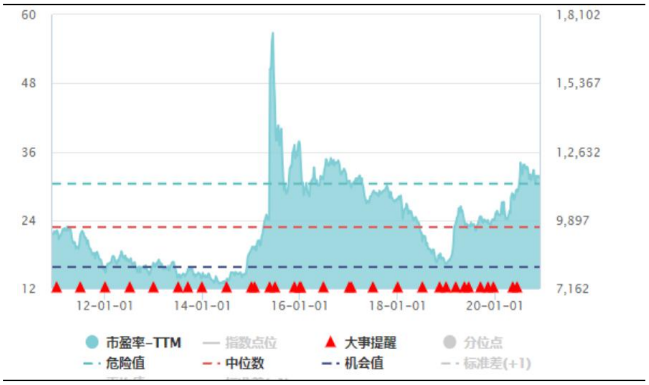
流动性宽松和风险偏好改善是推动今年市场估值中枢抬升的主要因素。目前而言，流动性宽松政策的逐步退出变得更加明确，预计今年年底到明年上半年，盈利修复将代替流动性，成为驱动下一轮行情演进的首要因素。

图 112：上证综指历史 PE



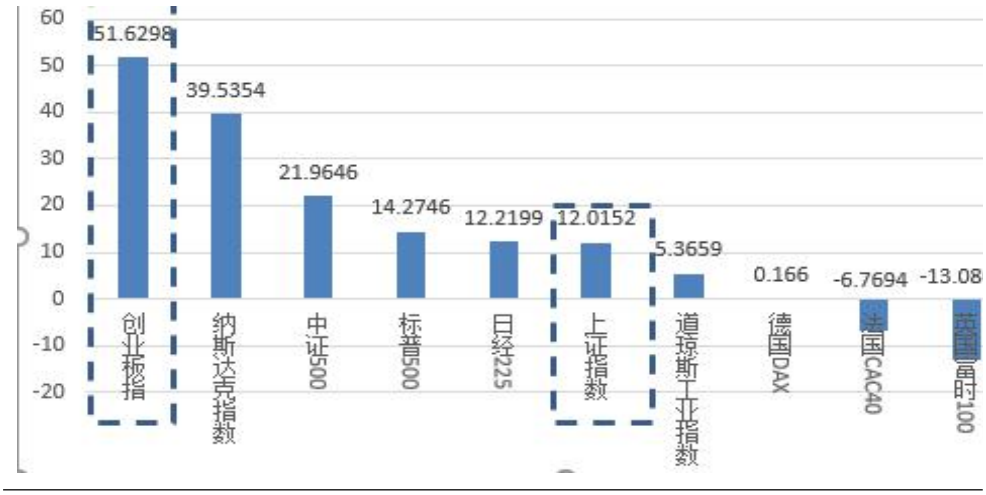
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 113：深证成指历史 PE



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 114：全球市场年内涨幅（数据截止 2020.12.7）



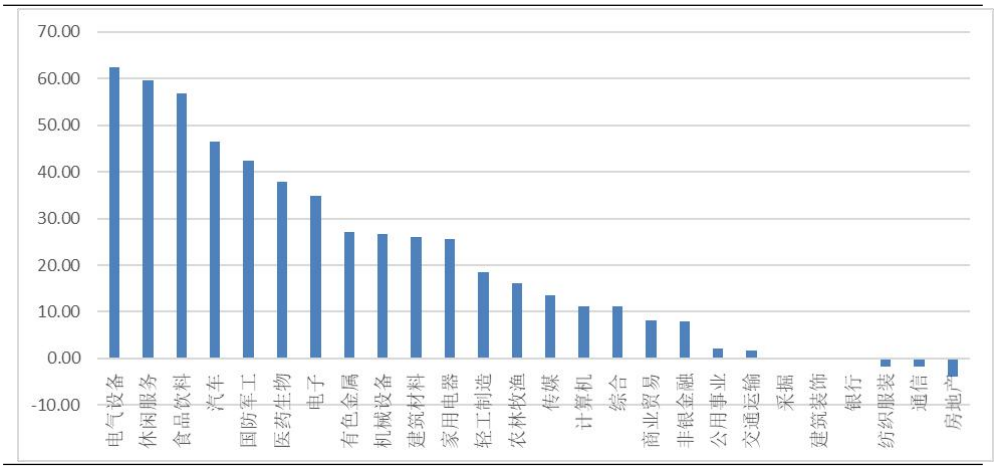
数据来源：Wind，山西证券研究所

2020 年行情风格变化十分明显，在一季度后期开启的单边上涨行情中，科技成长一马当先，创业板指期间最高涨幅一度达到 61% 。7 月上旬我们提示市场风格将开始切换，需重视周期与价值的配置价值，后市表现一如我们预期，创业板指开始震荡下行，大盘蓝筹反而纷纷异动，低估值、顺周期的采掘、钢铁、有色、大金融、可选消费等行业板块轮番开始表现，市场的天平由成长一端开始向价值一端倾斜。

从行业对比来看，年初至今，电气设备、休闲服务、食品饮料、汽车、国防军工、医药生物等行业涨

幅居前，房地产、通信、纺织服装、银行、建筑装饰等行业相对落后。

图 115：行业年内涨跌幅（数据截止 11.30）

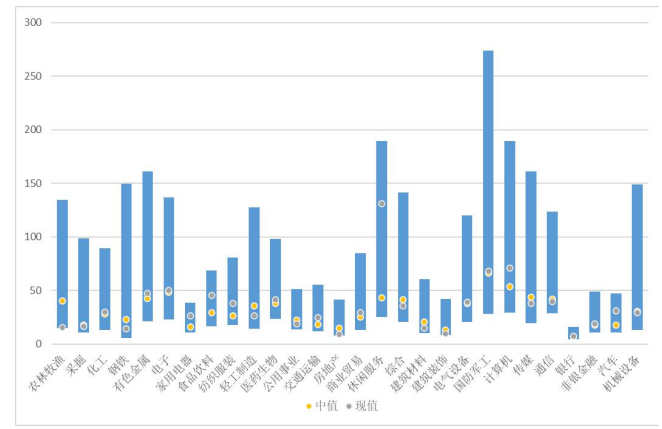


数据来源：Wind，山西证券研究所

从历史估值区间（10 年）来看，在 PE 估值下，农林牧渔、公用事业、房地产、银行、钢铁、采掘、化工等行业估值扔处于历史低位，食品饮料、休闲服务、计算机、汽车等行业目前估值已经超过历史中值，值得警惕。

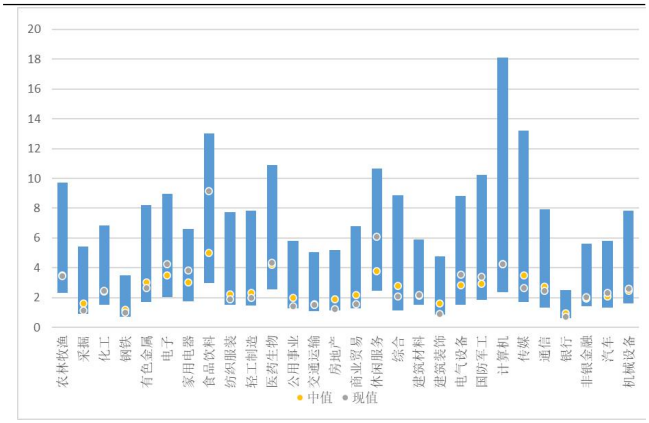
在 PB 估值下，行业大致表现与 PE 估值下类似，值得注意的是，食品饮料、休闲服务当前估值大幅超出历史中值，钢铁、采掘、银行、房地产、建筑装饰等顺周期行业仍处于历史低位。

图 116：行业估值对比（PE）（数据截止 11.30）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 117：行业估值对比（PB）（数据截止 11.30）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 2021 年大势研判

2020 年，意外迭出之年：一场新冠疫情打乱了全球经济原有的步调，国内 GDP 增速在一季度急剧降至

负增长区间，服务业、制造业均遭重创，但在我国及时、有效、体系化的防疫措施应对之下，国内疫情较快地受到控制，货币、财政、金融与产业政策的逆周期调节也在特殊时期发挥了应有的效力，经济供需两侧相继修复，GDP 增速在二季度即回正，三、四季度持续复苏，在“哀鸿遍野”的全球经济体中显得一枝独秀；**大国关系愈显脆弱**，美国打着“贸易保护”的旗号封锁技术、阻挠我国高新技术领域的突破和发展，并在国防、外交等领域反复试探和挑衅，新冠疫情的冲击也使得各国更加重视产业链供应链的安全可控并开始回迁，逆全球化趋势进一步加深，在此背景之下我国转向内循环、双循环战略发展格局，同时在十四五规划建议中重点突出科技、内需与国防，尤其是对科技创新的重视和扶持力度都上升到了空前的高度。

2021 年，“十四五”开局之年：经济的强势复苏有望在上半年延续，但同时逆周期政策的退出也将更加明确，**市场驱动力从流动性宽松转变为基本面盈利修复，和时代机遇、政策利好所带来的市场风险偏好提升。市场走势大概率前高后低，全年指数整体增幅有限，需降低整体收益预期，在防御风险的前提下，重点把握风格行业轮动与主题投资带来的阶段性、结构性投资机会。**

海外：纵观全球，我们认为 2021 年全球经济复苏具备较高的确定性，对权益市场影响偏正面。首先在新冠疫苗进展顺利的前提下，我们预估 2021 年疫情大流行有望在全球范围内彻底结束。其次，多数经济体 2021 年有望回到疫情前水平，需求具备较高弹性而上游资源品供给弹性显著低于需求，预计 2021 年可能成为商品大年。再次，中美关系在 2021 年仍然具备较高不确定性，但我们判断相较特朗普执政时期将有所改善。另外，加入 RCEP 有利于我国双循环战略，未来对欧美国家进出口依赖程度降低，有望一定程度上解决当前产业链两头在外的困局。最后，我们判断美联储 2021 年大概率保持按兵不动，虽然购债力度可能较 2020 年有所减弱，但预计不会对资本市场造成过大的扰动。

基本面：内外环境双重改善助力经济和企业盈利加速复苏：疫苗上市降低各方不确定性，疫情大概率被有效控制的前提下，全球需求也将进一步回暖，1-10 月国内工业企业产成品存货增速较 1-9 月的 8.2%回落至 6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解，工业企业的生产随着利润的改善明已基本恢复到常态，此前生产恢复更多依赖政策扶持，而随着库存和工业企业生产能力触底同时全球范围需求复苏强劲，我们预计 2020 年四季度与 2021 年一季度企业有加速补库存的动力，**工业企业新一轮补库存周期将逐步开启。**我国内生消费需求在疫苗推广、促消费政策实施、经济修复、居民就业与收入改善等多重因素作用下也将进一步复苏，尤其是**线下服务类消费有望释放出更多前期被压抑的需求。总体而言，制造业投资、服务类消费将代替地产、基建链条成为引领国内经济下一阶段复苏的新动能。**

政策面：明年十四五规划全文预计在两会期间发布，十四五期间的发展方向与政策措施将得到进一步

细化，有利于提升市场对经济高质量增长的乐观预期和投资者风险偏好，后续各产业的十四五规划也将陆续出台，有望不断催化资本市场内丰富的主题投资行情，建议可重点关注新能源、扩大内需、制造升级、科技创新等领域。**内循环、双循环格局将在多个层面、多个领域得到落实**，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，引导居民和企业预期，增强消费和投资动力，形成经济正循环，有利于中长期提升中国经济的韧性和权益资产的配置价值。**资本市场改革加速推进，制度与市场不断规范化成熟化发展，全面注册制落地可期，资本市场与龙头券商也将迎来新一轮发展机遇。**

流动性：伴随经济复苏深化，明年的宏观流动性环境大概率收紧，不利于股市估值大幅度的提升。回顾 2020 年，流动性环境经历了从超常规宽松到适度宽松再到回归常态的变化，其背后是经济从急剧下滑到供给修复再到需求修复的状态变化。**展望 2021 年，我们预计经济继续复苏支持财政、货币端政策进一步回归常态化，一些疫情期间特设的货币政策工具会逐步退出，但退出的节奏不会太快**，将“科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，另外信用债违约频发、房企债务高企等风险也更加受到高层的重视，“管理好风险，管理好改革和开放顺序风险，管理好金融机构风险，管理好房地产市场风险（易纲行长）”的必要性大幅提升。我们已经注意到近来债市长短端收益率均在上行，同时短端收益率上升更多导致长短端息差收窄，实则已经释放出宏观流动性进一步回笼的信号。

不过我们从股市资金供需主体来看，在资本市场改革红利不断、人民币资产价值持续提升的背景之下，居民、公募、保险、外资、银行理财等资金仍将持续性进入股市，另外**全面注册制实施后，短期情绪会一定程度冲击 A 股资产价格，但长期来看 A 股首发的融资效率将迈上新的台阶，并不会对 A 股市场产生明显的资金抽血效应。总体看股市资金面有望维持稳态运行。**经济增速、利差和制度优势背景下，人民币汇率进入中长期升值通道，未来几年万亿量级外资有望持续流入中国资本市场。

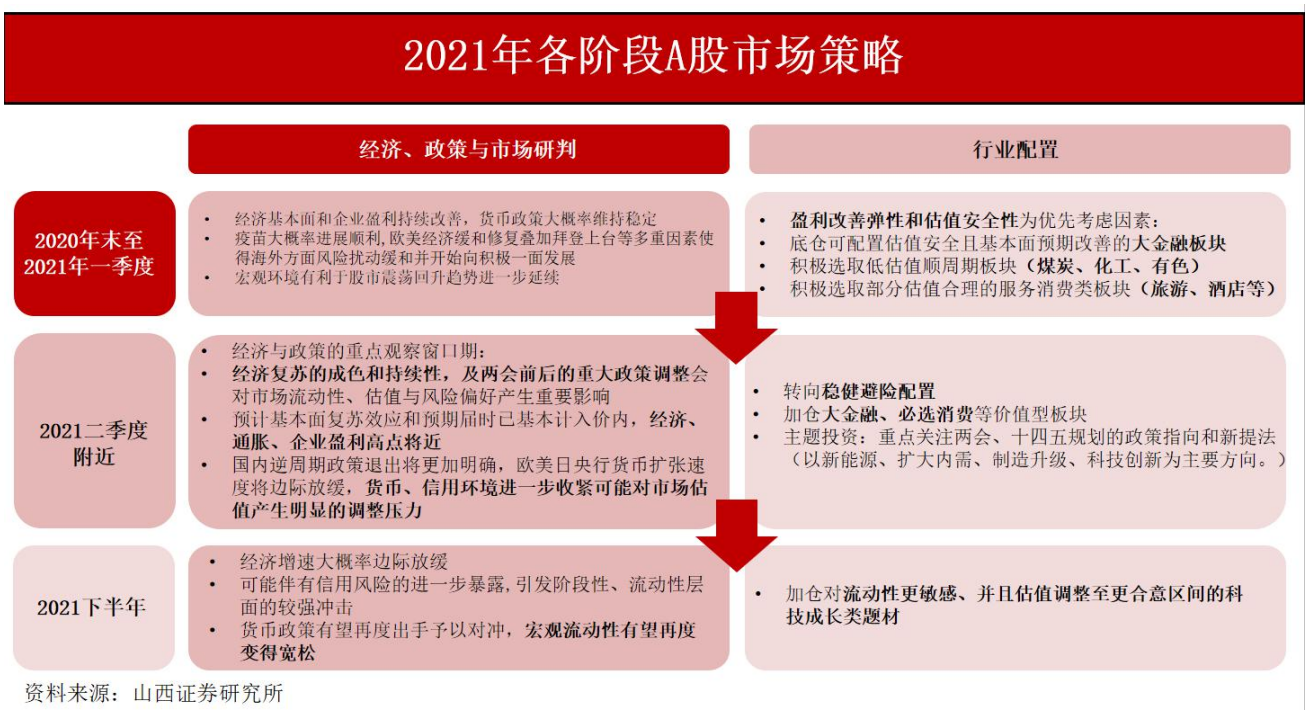
具体到行情演进的各个阶段，我们预计：

（1） **今年末到明年一季度**，经济基本面和企业盈利持续改善，货币政策大概率维持稳定、边际松紧幅度均属有限，疫苗大概率进展顺利、欧美经济缓和修复叠加拜登上台等多重因素使得海外方面风险扰动缓和并开始向积极一面发展，**宏观环境有利于股市震荡回升趋势进一步延续，以盈利改善弹性和估值安全性作为优先考虑因素，底仓可配置估值安全且基本面预期改善的大金融板块，同时积极选取低估值顺周期板块（煤炭、化工、有色）、部分估值合理的服务消费类板块（旅游、酒店等）作为重点进攻方向。**

（2） **春季躁动过后，在二季度附近，来到了经济与政策的重点观察窗口期**，我们需要从各类数据中检验经济复苏的成色和持续性，并重点关注两会前后的重大政策调整、包括财政、货币、监管、

产业领域的再定调，这些势必会对市场流动性、估值与风险偏好产生重要影响，预计基本面复苏效应和预期届时已基本计入价内，经济、通胀、企业盈利的高点将近，国内逆周期政策退出将更加明确，欧美日央行货币扩张速度也将边际放缓，货币、信用环境的进一步收紧可能对市场估值产生明显的调整压力，**策略也应随之调整，转向稳健避险配置，优先考虑加仓大金融、必选消费等价值型板块，主题投资方面重点关注两会、十四五规划的政策指向和新提法（以新能源、扩大内需、制造升级、科技创新为主要方向）。**

（3） **2021 年下半年，**经济增速大概率边际放缓，并可能伴有信用风险的进一步暴露、引发阶段性的、流动性层面的较强冲击，货币政策有望再度出手予以对冲，宏观流动性有望再度变得宽松，**届时可顺势加仓对流动性更为敏感、并且估值调整至更合意区间的科技成长类题材。**



资料来源：山西证券研究所

3. 2021 年投资主线

行业配置上，我们推荐以下三条主线：

（1）**经济复苏深化主线：**今年末到明年一二季度交际，建议重点加仓受益于经济复苏深化，供需缺口进一步打开、景气度显著改善、盈利加速修复的上游周期（煤炭、有色）、中游制造（化工、机械等）与恢复弹性较大的可选消费板块（线下服务消费（旅游、酒店等）、景气度有望延续的地产后周期消费（汽车、家电、家居））。

（2）**低估值修复主线：**估值处于历史低位、基本面和行业风险预期来到明确拐点的银行、保险，以及受益于资本市场交易活跃、制度改革全面推进的龙头券商板块，可作为底仓品种持续性地配置。

（3）**科技强国主线：**十四五+双循环发展格局的时代背景下，科技创新的战略地位得到进一步提升，这无疑是未来几年我国经济与资本市场发展的主线，建议持续跟进芯片、5G、云计算、信创、新能源与新能源汽车等多行业领域的主题投资机会。

3.1. 经济复苏深化主线（上游周期+中游制造+下游服务类消费）

1）周期性行业进入主动补库阶段、景气度有望持续

我国经济处于全面复苏阶段，但行业方面盈利修复进度不一，我们建议重点关注由被动去库存转向主动补库存、景气持续扩张的行业，以及库存已经降至历史低位，未来有望实现触底反弹的部分行业。

我们从分行业的库存单月同比增速来看，

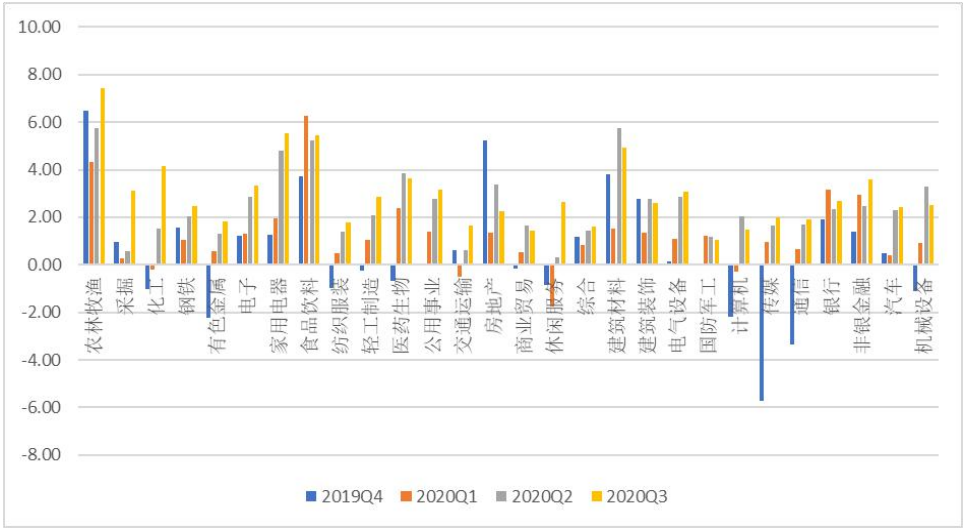
- **已经从去库存转向主动补库存阶段的有：**黑色金属冶炼加工、有色金属冶炼加工、汽车、其他运输设备等；
- **仍处于去库存阶段的有：**采矿业、纺织服装、化学原料及化学制品制造业、橡胶塑料等；
- 今年以来持续补库存的有：电气机械与器材制造业、计算机、通信和其他电子设备、通用设备、专用设备、金属制品、化学纤维、医药制造、造纸业、家具制造、食品饮料等

我们从盈利恢复情况来看，

采掘、化工、钢铁、有色等传统周期性行业三季度业绩增速由负转正，ROE 也出现不同程度的上升；银行盈利增速的降幅明显收窄，处于盈利筑底阶段，电子增速仍然较高，但计算机、通信行业盈利增速开始下滑。

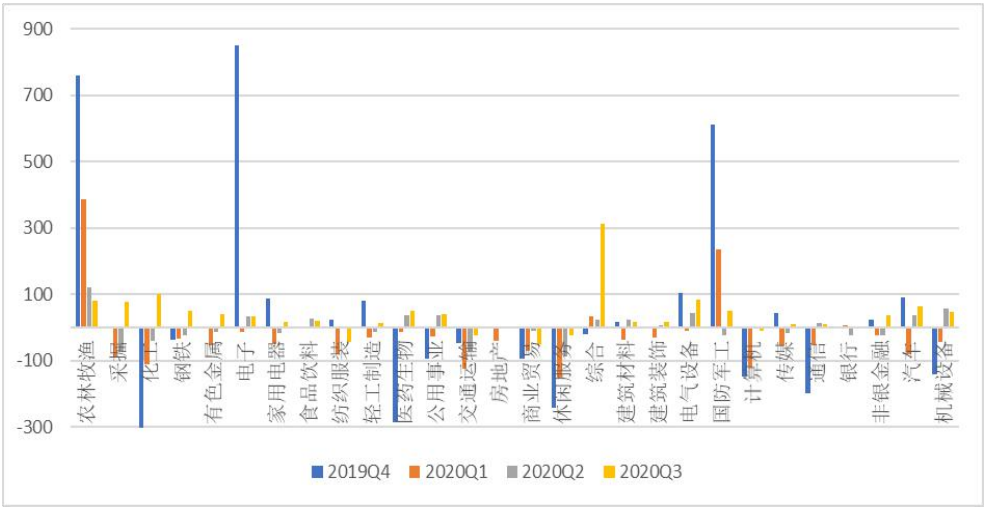
整体来看，中短期顺周期行业盈利增长叠加估值的相对优势凸显。

图 118：行业近四季度单季度 ROE



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 119：行业近四季度单季度归母净利润同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

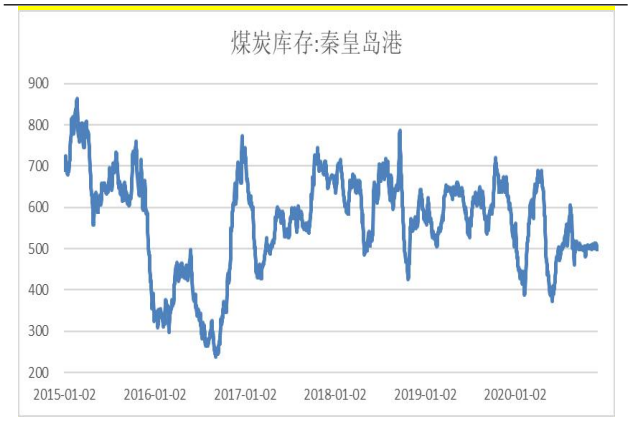
以煤炭为例分析，我们预计，后续旺季需求和成本因素还将助推港口煤价出现约 20 元左右的涨幅。行业景气度改善大概率延续至 2021 年中期。从需求来看，下游需求持续释放，采购需求维持高位。从库存来看，库存中低位运行，冬季补库存动力明显。供给政策有所松动但短期效果难现，短期供给缺乏弹性。此外，四季度环保政策仍不放松，超市场预期。

图 120：煤炭期货价格已经率先反映



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 121：煤炭库存维持中低位运行



数据来源：Wind，山西证券研究所

2）有色金属迎来有利的宏观环境

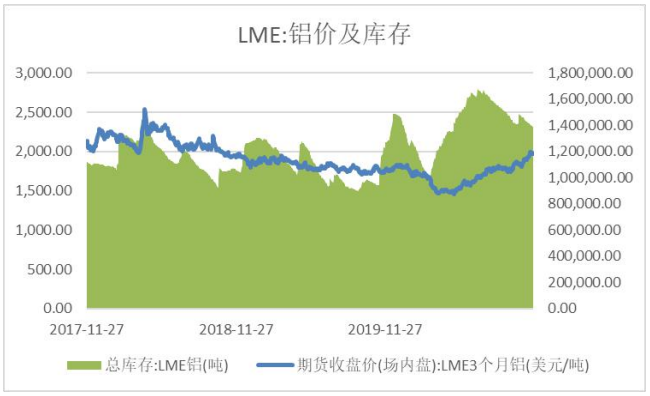
疫苗提振经济增长前景预期，明年上半年全球经济需求大概率全面复苏，需求先于供给快速复苏，叠加弱美元周期影响，工业金属价格有望进一步走升，重点关注铜、铝等工业金属。

图 122：LME:铜价及库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

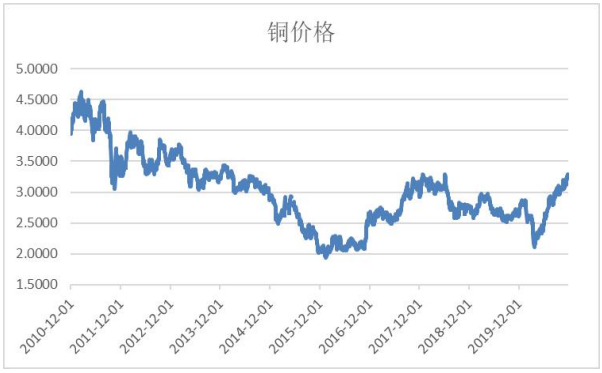
图 123：LME:铝价及库存



数据来源：Wind，山西证券研究所

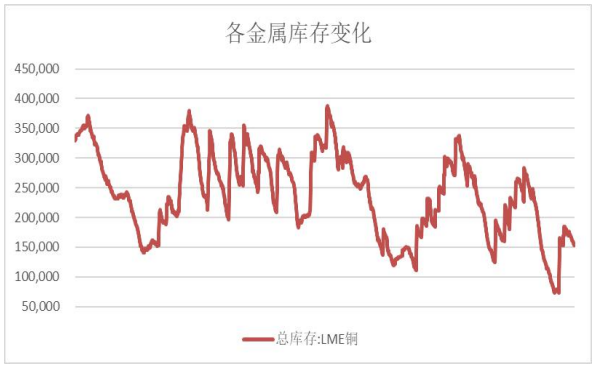
以铜为例分析，我们认为板块景气度延续，价格仍未到顶。从需求来看，需求复苏叠加美联储宽松预期继续推高铜价。从库存来看，铜库存位于低位，需求复苏预期下 2021 年铜将迎供需错配。供给约束下 2021 年铝仅 200 万吨新增产能可投放，2021 年海外需求回暖下国内供需格局将进一步紧张。

图 124：工业企业利润持续回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 125：铜库存位于低位



数据来源：Wind，山西证券研究所

3）扩大内需的政策导向下，可选消费领域仍有中长期配置机会

在经济与政策支持下，内需进一步得到释放，景气程度仍在改善、盈利有望维持稳定的汽车、家电、家居值得继续关注。但经历前期的大幅上涨，**目前估值有些偏贵**，建议等待回调后的更佳介入机会。

表 5：年内促消费政策频繁发布

时间	发布机构	公文名称	重点内容
02/28	国家发改委等 23 个部门	《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》	从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等 6 个方面提出了 19 项政策举措，其中明确提到加快完善家电等领域回收网络，各地区制定消费更新换代政策，鼓励企业开展以旧换新，合理引导消费预期。
04/29	发改委、科技部等 11 部门	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	调整国六排放标准实施有关要求，将过渡期截止时间从 2020 年 7 月 1 日延迟到 2021 年 1 月 1 日；完善新能源汽车购置相关财税支持政策，将新能源汽车购置补贴政策延续至 2022 年底，并平缓 2020-2022 年补贴退坡节奏；加快淘汰报废老旧柴油货车，支持引导重点地区完成淘汰 100 万辆的目标任务；畅通二手车流通交易，带动新车消费；用好汽车消费金融。
05/14	国家发改委、工信部等 7 个部门	《关于完善废旧家电回收处理体系 推动家电更新消费的	确定了完善回收处理体系、促进加点更新消费、组织开展典型推广、 加大监法力度、提高行业管理水平 5 个方面 13 项重点任务。鼓励企业加快产品创新迭代，优化产品功能款式，开展个性化定制业务，提高家电供给水平；引导消费者加快家电消

		实施方案》	费升级，使用网络化、智能化、绿色化产品，有条件的地方可对消费者购置节能型家电产品给予适当补贴；按照法治化、市场化原则，发展二手家电交易。
07/15	工信部、农业农村部、商务部	《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》	联合组织开展新能源汽车下乡活动，活动期间地方人民政府发布本地区支持新能源汽车下乡等有关政策，参与汽车企业发布活动车型和优惠措施，针对农村消费者的购车需求加大优惠力度，促进农村地区新能源汽车推广应用。
08/13	财政部、海关总署、税务总局	《关于不再执行20种商品停止减免税规定的公告》	针对包括空调、电冰箱和电冰柜、洗衣机在内的20种商品不再执行停止减免税规定。
09/16	财政部、工信部等物部门	《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》	将对燃料电池汽车的购置补贴政策调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励。
10/09	国务院	《新能源汽车产业发展规划》	引导新能源汽车产业有序发展，落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施，对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，给予新能源汽车停车、充电等优惠政策。
11/18	国务院常委会议		会议指出消费是经济增长主引擎，坚定实施扩大内需战略/其中第二条是扩大家居家装消费，鼓励地方淘汰旧家电并购买绿色智能家电，环保家居给予补贴
全年	地方政府		河南、广东、山东、江苏、浙江、北京、深圳等省市地区陆续出台社会消费券，刺激家电及汽车产业消费。

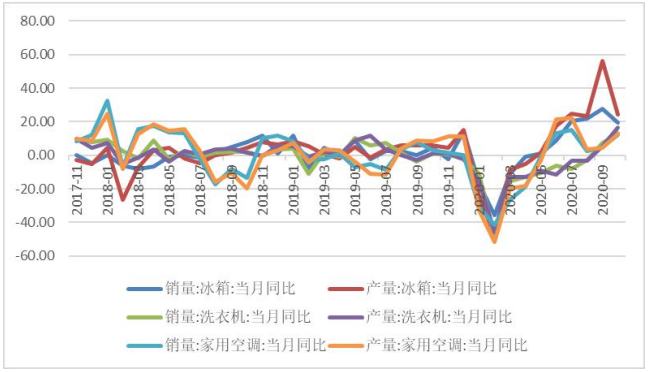
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 126：汽车产销量：当月同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 127：白家电产销量：当月同比

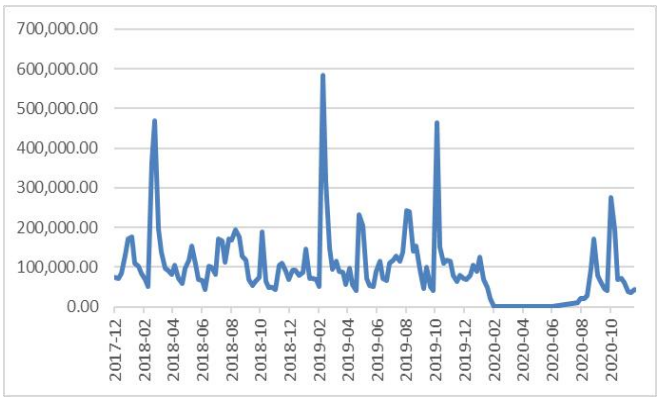


数据来源：Wind，山西证券研究所

5）疫苗推广后，线下服务类消费场景有望加速复苏

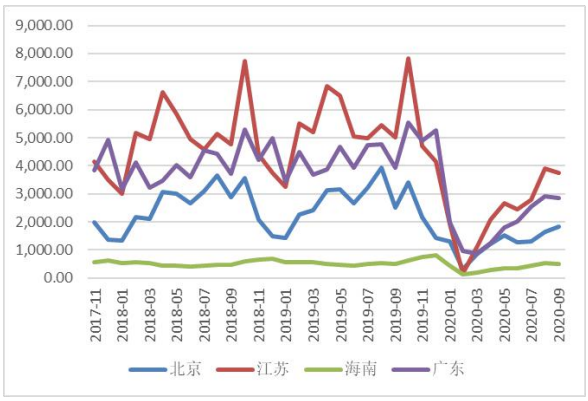
随着疫苗进展顺利，海外疫情防控向着更积极的方向发展，全球疫情有望逐步进入尾声，线下消费服务场景也将迎来更大程度的改善，长时间以来被压抑的需求有望得到集中释放，关注旅游、酒店等。

图 128：全国电影票房收入



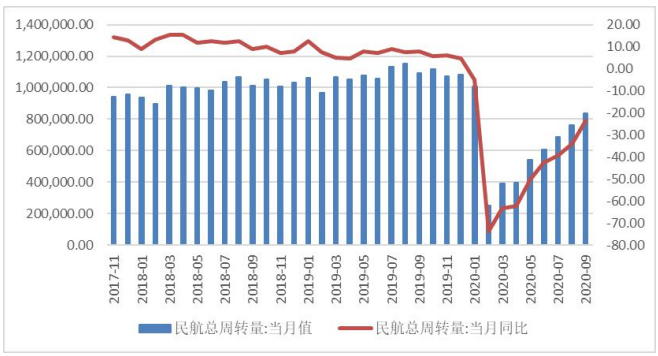
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 129：各省旅游人次



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 130：月度民航总周转量



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 131：星级饭店平均出租率

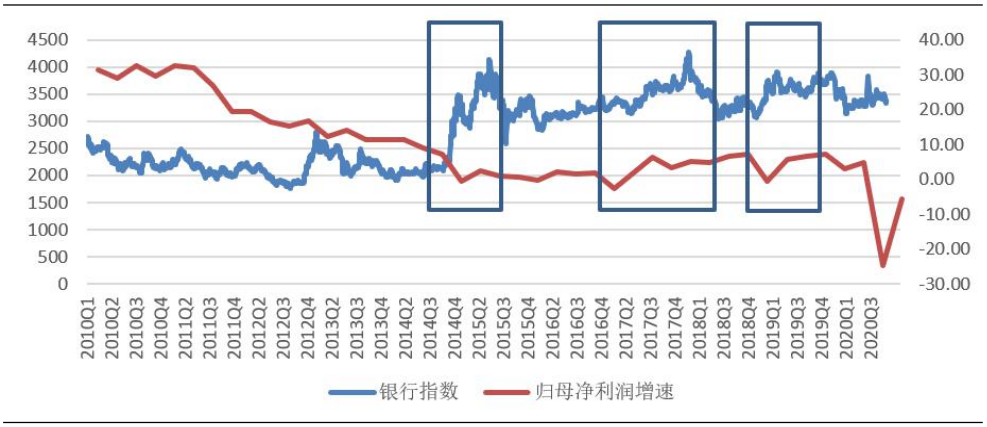


数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2. 低估值修复主线（大金融）

1）银行：业绩修复+较低估值，底仓配置价值凸显。

图 132：银行指数走势对应归母净利润增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 133：银行市盈率 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 134：银行市净率 PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

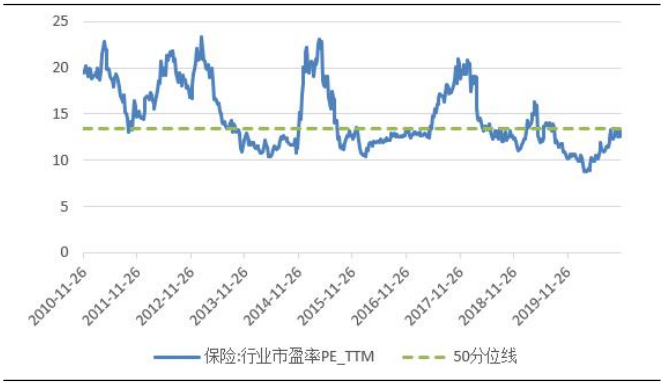
回顾来看，银行业在净利润增速改善期间出现上涨行情的可能性较大（如 2014 年、2017 年和 2019 年）。目前银行业净利润增速正在由负转正区间，业绩进一步改善的确定性较高，改善幅度也可能较大，板块行情有进一步上行的动力。另外从估值来看，银行业市净率的历史分位数仅为 6.07%，估值修复的空间也较大。

2）保险：低基数+开门红，保费有望大幅增长。

受疫情影响，2020 年一季度线下保险业务开展不利，为 2021 年上半年的业绩增长提供了较低的基数；

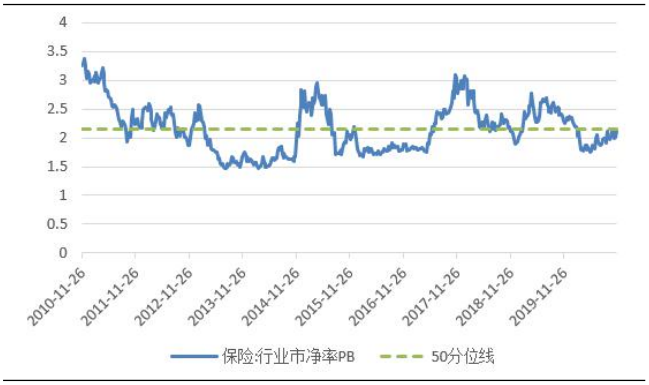
现阶段经济持续复苏有望改善居民收入，险企正在积极布局 2021 开门红工作，居民保险意识也在不断提升，叠加去年的低基数效应，2021 年有望开启新一轮的保费和新业务价值大幅增长周期，险企负债端大概率有超预期表现，资产端的权益投资收益也有望进一步增厚，利率上行、利差扩大的宏观环境也更有利于保险股的配置价值凸显；整体来看板块估值有望持续得到修复，建议重点关注行业龙头的表现。

图 135：保险市盈率 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 136：保险市净率 PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

3)券商：全面注册制+资本市场改革深化+头部优势凸显

资本市场制度改革持续推进，未来全面注册制落地，上市资源将进一步向头部券商集中。当前券商业务发展整体不断趋向头部化，行业集中度提升趋势明显，叠加监管层扶优扶强的思路以及打造航母级券商的诉求，头部券商的优势将进一步强化，建议重点关注相关投资机会。

图 137：券商市盈率 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 138：券商市净率 PB



数据来源：Wind，山西证券研究所

科技创新无疑是在不确定性的时局下最具确定性的中长期投资方向，也是我们持续推荐的主题投资方向。

3.3. 科技强国主线

“十四五”规划建议将科技创新提升到前所未有的高度。在“十四五”规划建议十二项核心任务中，“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”居首，“科技自主自强”与“科技强国”都是规划中的新提法，值得重视。规划建议中明确提出“瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域”，我们判断这些产业、行业将成为未来政策重点扶持的方向，对应至少 3-5 年的景气周期。

同时，我们未来要建立内循环、双循环的发展格局，在“卡脖子”的技术领域真正实现自主可控，也是首当其冲要去完成的历史任务，**科技强国正是整个内循环、双循环体系的基石。**

表 6：国家持续出台多项科技创新领域扶持政策

时间	发布机构	公文名称	重点内容
02/21	国务院	《国务院办公厅关于推广第三批支持创新相关改革举措的通知》	全国或八个改革试验区域内推广第三批改革措施，涵盖科技金融创新、科技管理体制创新、知识产权保护、人才培养和激励、军民深度融合五个方面共 20 项。
03/03	科技部、发展改革委等六部门	《加强“从 0 到 1”基础研究工作方案》	从优化原始创新环境、强化国家科技计划原创导向、加强基础研究人才培养、创新科学研究方法手段、强化国家重点实验室原始创新、提升企业自主创新能力、加强管理服务等 7 个方面提出具体措施。
03/19	工业和信息化部	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	明确 13 项重点任务和 4 项推进措施，重点抓好“四个一批”：一是广泛征集一批技术力量强、服务效果好的数字化服务商、优秀数字化产品和服务。二是组织“创新中国行”、中小企业数字化赋能高端论坛、大中小企业融通创新暨数字化产品和解决方案对接等一系列活动。三是利用“企业微课”等线上平台，开展一批数字化网络化智能化技术培训。四是总结推介一批数字化赋能标杆中小企业和实践案例，以示范引领广大中小企业。
03/21	科技部	《关于科技创新支撑复工复产和经	提出 9 个方面、18 条具体举措，对科技支撑经济平稳运行发展作出体系化安排，包括：1. 启动实施“科技助力经济 2020”重点转向 2. 充分发挥国家高新区在推动复工复产中重要载体作用 3. 实施科技

		济平稳运行的若干措施》	型中小企业创新发展行动 4. 加大对高新技术企业的激励引导 5. 实施先进技术推广应用“百城百园”行动 6. 培育壮大新产业新业态新模式 7. 开展科技人员服务企业专项行动 8. 推动科技特派员助力保障春耕生产和扶贫攻坚 9. 扩大高校毕业生就业渠道
03/30	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	提出加快发展技术要素市场，从多方面完成创新激励，包括：健全职务科技成果产权制度，完善科技创新资源配置方式，培育发展技术转移机构和技术经理人，促进技术要素与资本要素融合发展，支持国际科技创新合作。
04/21	最高人民法院	《关于全面加强知识产权司法保护的意见》	提出加强科技创新成果保护，强调依法、严格、平等、精准、高效、长效、全面保护知识产权。
05/11	科技部办公厅、财政部办公厅等六部门	《新形势下加强基础研究若干重点举措》	从优化基础研究总体布局、激发创新主体活力、深化项目管理改革、营造有利于基础研究发展的创新环境、完善支持机制五个方面提出十项举措。
05/18	国务院	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	全面完善科技创新制度和组织体系。加强国家创新体系建设，编制新一轮国家中长期科技发展规划。健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制。建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系。完善科技人才发现、培养、激励机制，健全符合科研规律的科技管理体制和政策体系，改进科技评价体系，试点赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权。
06/09	科技部办公厅	《关于加快推动国家科技成果转移转化示范区建设发展的通知》	以服务科技型企业为重点，发挥支撑复工复产示范带动作用，国家科技成果转移转化示范区要全面落实科技支撑复工复产和经济平稳运行的若干措施。通过成果转化助力示范区成为新基建、新技术、新材料、新装备、新产品、新业态的主阵地，培育一批科技成果转化示范企业。

07/17	国务院	《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》	强调支持高新区企业发展壮大，目标到 2025 年，国家高新区布局更加优化，自主创新能力明显增强，体制机制持续创新，创新创业环境明显改善，高新技术产业体系基本形成，建立高新技术成果产出、转化和产业化机制，攻克一批支撑产业和区域发展的关键核心技术，形成一批自主可控、国际领先的产品，涌现一批具有国际竞争力的创新型企业和产业集群，建成若干具有世界影响力的高科技园区和一批创新型特色园区；到 2035 年，建成一大批具有全球影响力的高科技园区，主要产业进入全球价值链中高端，实现园区治理体系和治理能力现代化。
9/11	国家发展改革委、科技部等四部门	《关于扩大战略性新兴产业投资 培育壮大新增长点增长极的指导意见》	提出了包括加快新一代信息技术产业提质增效、加快生物产业创新发展步伐在内的 13 个重点方向和包括加强政府资金引导在内的支持政策，推动战略性新兴产业高质量发展。
10/27	国务院	《国家科学技术奖励条例》	针对科技奖励制度存在的问题，进一步加强诚信体系建设，加大监督惩戒力度，激发科技工作者创新活力，促进科技奖励健康发展。

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

我们重点推荐关注科技创新领域内的三个主要投资方向：

1）景气旺盛、业绩持续释放的，关注消费电子、新能源汽车、军工领域

以新能源汽车为例

新能源汽车行业涵盖板块包括新能源板块，充电桩板块，燃料电池板块，氢能源板块，锂电池板块，智能电网板块。我国新能源汽车市场规模全球领先，新能源汽车产销量连续 5 年居全球首位。

- **我国大力发展新能源行业，行业支持政策密集发布。**
  - 10 月 9 日国务院常务会议通过《新能源汽车产业发展规划》，引导新能源汽车产业有序发展，落实新能源汽车相关税收优惠政策，优化分类交通管理及金融服务等措施，对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，给予新能源汽车停车、充电等优惠政策。

- 财政部明确表示将大力支持充电基础设施建设。一是采取“以奖代补”方式，支持地方开展充电基础设施建设，其中中央财政支持购置，目前已经累计下达奖励资金 45 亿元；二是形成中央和地方协同推进的发展格局，地方主要补贴充电基础设施建设和运营。
- 科技部也表示将重点在三大领域加大技术创新力度，一是在电池的新体系、新材料、新工艺、新结构方面进行一些超前部署，进一步推动动力电池向高比能、高安全的方向发展。二是围绕智能化、网联化以及轻量化，加快布局新一代信息技术，着力推动车控操作系统及计算平台、车规级芯片等自动驾驶技术和装备研制，大力支持碳化硅功率器件、轻量化材料、低成本稀土永磁材料等研发。
- 2019 年末成立的先进制造产业投资基金二期将继续聚焦于新能源汽车产业，同时工信部 10 月表示，将引导 19 年末同期成立的国家制造业转型升级基金支持动力电池领域。
- 在 2025 远景方面，提出了目标到 2025 年新能源汽车销售量达到销售总量的 20%左右。目标保证了国内新能源行业的增速下限，而一旦在三大电领域关键技术得到突破，未来新能源汽车产业整体成长空间将进一步提升。

➢ **海外需求强劲增长**

受欧洲大力推行新能源汽车导致需求增加影响，今年前 6 个月，欧洲成为中国整车出口第二大市场，对欧出口 13.13 亿美元，同比增长 73.4%；出口 57068 辆，同比增长 20.4%，预期出口额及出口数量明年将继续提升。同时，考虑到目前美国为我国第二大电池产品出口国，而拜登明年一月上台后将大力推行新能源汽车发展，预期动力电池出口额未来将进一步提升。

2）国产替代、自主可控环节，重点关注半导体、芯片、信息安全、医疗器械等

以芯片为例

➢ **集成电路市场需求空间巨大，但目前仍较多依赖进口环节**

图 139：集成电路市场规模与增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

近年来我国集成电路行业销售收入保持上升态势。根据 2015-2019 销售收入数据测算，我国集成电路市场规模年复合增长率约 23.3%。2020 年，由于 5G 通信及人工智能发展的需求拉动，预测市场将进一步扩大。2020 年前三季度中国集成电路产品产量总共生产了 1822 亿块，同比增长 14.7%。**然而此产值仍远远不能满足国内市场需求，很大一部分仍需依靠进口。2020 年前三季度中国共进口芯片 3872 亿块，同比增长 23.18%。**

- **政策支持下，集成电路行业有望迎来黄金发展阶段**

今年 8 月 4 日国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面共 40 条政策措施，推动集成电路产业和软件产业实现高质量发展。其中最令人瞩目的就是税收优惠相关条例，有力度更大、覆盖更广、更灵活三个特征。

力度更大：从过往最高 5 年免税升至 10 年免税，

覆盖更广：同时优惠覆盖企业从先前的集成电路生产企业扩展至全产业链。

更灵活：执行了分级税收优惠政策，更大力度扶持重点企业，引导产业向重点企业（研发能力更强、产品技术含量更高企业）倾斜更多资源。例如，新增了“集成电路线宽小于 28 纳米(含)，且经营期在 15 年以上的集成电路生产企业或项目，第一年至第十年免征企业所得税”，原相关企业享受的政策是“五年免税五年减半”，进一步降低了相关企业的税负。此政策鼓励芯片和软件企业加快发展，向更高技术含量方向发展，增强企业技术研发创新和应用能力。

预期该政策将显著优化整个产业链公司的营业能力，推动整体产业提升。同时，考虑到该政策对相关企业也给予了进口关税的优惠，将有效鼓励中国企业以最快的速度引进全球先进技术。据国务院发布的相关数据显示，中国芯片自给率要在未来五年内达到 70%，而 2019 年我国芯片自给率仅为 30%

左右。**在国家政策强力支持下，集成电路行业有望迎来黄金发展阶段。**

- **重点关注大基金持股公司，与芯片制造行业龙头**

2020 受华为芯片事件影响，芯片材料与设备投资占比迅速提升。国家大基金一期中，设备与材料企业仅占比 4.2%，严重不足 ，而 2019 年 10 月注册成立的国家大基金二期投资管理者明确表示将重点扶持设备和材料国产化。目前最为薄弱的国产芯片制造环节想要赶上国际水平仍需要大量的半导体设备和半导体材料配套，因此设备与材料方面市场空间较大。**建议关注大基金持股的 A 股上市公司。**

另外考虑到政策重点扶持的芯片制造业是技术及资金高门槛企业，而建设投资是维持、扩大产能和改善工艺的根本所在，**建议关注芯片制造子行业中规模效应更明显的龙头性企业。**

3）新基建、路径明确、成长空间可观，关注 5G、物联网、云计算、数据中心、光伏等

5G 提升传输速度、云计算提升运算数据能力，物联网带来更多数字化可能性，5AIoT 与云计算叠加，将带来多场景的投资机会。据知名云通讯公司 Twilio 调查数据显示，2020 新冠疫情将全球的数字化进程平均提前了 5-7 年。数字经济比传统经济更加高效、便携、经济，而 5G 则为新数字经济提供了完整的信息基础设施，重要意义不言而喻。

- **我国国内 5G 推进全球领先。**

截至 2020 年 10 月中国开通 5G 基站近 70 万个，5G 连接数达到 1.5 亿。预计物联网、虚拟运营商、自动驾驶等领域 5G 应用将加快推进；5G 终端连接数超过了 1.5 亿，5G 手机出货渗透率全球领先，带动半导体和消费电子全产业链景气周期。在云计算基础设施的快速推进、疫情推动数字化加速的背景下，预期云服务将在产业纵深上有更大突破。

据中国信通院预测，预计到 2025 年我国 5G 网络建设投资累计将达到 1.2 万亿元，将带动产业链上下游以及各行业应用投资超过 3.5 万亿元，届时中国将占据全世界 30%的连接，预计中国 5G 用户将达 8.16 亿，意味着中国将是全球最大的 5G 市场。

- **5G 投资建议多元化布局，关注产业链上下游。**

在 5G 板块的具体布局上，结合行研意见，我们建议可以围绕产业链上下游进行多元化的布局。中期可关注上游包括滤波器、天线、射频器件、PCB、光模块等基站建设所必须的零部件，以及 5G 建设网络所需的主设备、传输设备商（如中兴通讯、烽火通信），预期随着 5G 基站放量建设，零部件销量将成比例地增长。中长期，5G 建设成熟后可重点关注下游云计算、物联网、智慧城市等垂直应用领域。

- **云计算领域重点关注 IDC**

IDC 作为云计算的底层核心技术设施，在需求快速增长的同时，也是云计算公司投资建设的重点。

2019 年中国 IDC 业务市场规模达到 1562.5 亿元，同比增长 27.2%；同时，2020 年初，疫情爆发培

育了大量新型客户需求，推动 IDC 行业客户需求规模大量增长。预计 2022 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 3200.5 亿元，同比增长 28.8%，进入新一轮爆发期。全球 IDC 产业增速目前保持在 20%左右，而中国增速接近 30%，发展更快，但需要注意的是，全球 IDC 市场已经进入到行业整合、规模规划、高效专业化发展阶段，而这也是中国市场未来的发展方向。

我国 IDC 市场仍由三大运营商主导，在中国市场合计占比超过 65%，剩余份额由第三方中立企业瓜分，这与美国早期市场较为相似。虽然运营商现阶段体量较大，但相比第三方中立 IDC 服务商并无比较优势。因此，随着市场对于 IDC 更全方位运营服务需求的提升，预计 IDC 产业发展长期将主要依赖于满足核心城市云计算、互联网、金融客户的第三方中立数据中心主导，靠近全球趋势。

建议关注第三方 IDC 数据中心，未来发展空间更大；另外考虑到 IDC 行业集中度将逐渐提升，建议关注规模优势有望进一步凸显的行业龙头公司。

表 7：基础电信运营商与第三方 IDC 服务商的优劣比较

	代表公司	优势	劣势
基础电信运营商	中国电信/中国联通/中国移动	拥有大量基础设施资源：网络与机房资源丰富、分布广	不提供增值服务 未来重点聚焦在 5G 建设，IDC 不是核心业务，营收占比低 客户响应能力弱
第三方 IDC 服务商	万国数据/世纪互联/光环新网	服务灵活，除传统 IDC 业务外提供各类增值服务、定制化服务，满足大型企业定制化需求 能够供应多个运营商网络 客户响应能力强	需要租赁电信运营商网络 相较电信运营商机柜数量少，然而近年一线城市新 IDC 建设受政策管控趋严

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

五、风险提示

1. 逆周期政策调整力度和节奏超预期
2. 宏观经济大幅波动
3. 信用债风险进一步升级
4. 金融、监管政策超预期收紧
5. 美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级
6. 疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336