DONGXING SECURITIES

策略深度报告



2021年展望：返璞归真，重估复苏

分析师：杨若木
分析师
执业证书编号：S1480510120014
联系方式：010-66554032
yangrm@dxzq.net.cn

联系人：林莎
A股策略
执业证书编号：S1480120070056
联系方式：010-66554151
linsha@dxzq.net.cn

2020年12月2日

东兴证券 DONGXING SECURITIES
www.dxzq.net.cn

摘要

2020年新冠疫情冲击经济、全球央行“大放水”。流动性泛滥与经济增长低迷之间“错位”，金融资产拔高估值。2021年是后疫情时代，三个正面变化正在发生。第一、全球经济共振复苏。2020年中国经济率先复苏，体现为供给端（投资和生产）的修复，海外经济是需求端（消费）的修复。2021年伴随疫苗出现及前期刺激政策发挥作用，全球需求走向扩张，中国名义GDP增速将超过10%，全A非金融企业盈利增速预计达24.4%；第二、人民币中长期升值趋势确立。全球资金和资源将进一步被吸引，流向高回报的人民币资产；第三、中国主动补库存周期自今年7月已经开启，预计至少持续到明年二季度。

信用收缩是“预期陷阱”，系统性的修正将带来预期差。当前市场一致预期是2020年的高社融增速不可持续，从量宽价松走向量紧价紧将大幅压降股票的估值。从本轮信用放松的方式（有节制和约束的放松）和信用放松的对象（不依靠房地产加杠杆）来看，2021年是信用向常态化回落的过程，而非“大收”。即便是信用收紧，叠加盈利上行，也不是估值的全面回落。对照历史上出现过的三轮“盈利复苏+信用收紧”的时期，估值收缩主要发生在“低增长+高估值”板块，而对于“低估值+高盈利”板块，估值反而出现扩张。

牛市第三年逻辑是“钱多，核心资产少”。当下投资者陷入悲观预期，认为2021年预期回报率需要全面下调。牛市难以持续3年，2008年、2016年皆是如此。但2021年的差异之处在于盈利改善的弹性史无前例，股票市场流动性维持充裕水平，增量的资金流入景气赛道。行业龙头的优势在疫情之后再次被放大，行业第一名和第二名的差距在放大，但龙头的估值溢价还未全面显现。

摘要（续）

行业配置：逆疫情交易。2021年与2020年是镜像关系。2020年，受疫情冲击影响较小的科技、医药和消费跑赢市场，投资驱动复苏的周期在下半年开始接力。2021年行业配置是寻找后疫情时代的高景气行业，三条布局主线：

1）押注海外复苏。2020年周期复兴的逻辑来自于国内投资复苏和供给修复，中游制造和上游资源（螺纹钢、铜）渐次修复；2021年复苏的动力来自海外供需两旺，海外供需主导的原材料（铁矿石、石油）和出口导向行业有望超预期，如工业制品、通用设备；

2）受冲击最大行业的“否极泰来”。 2020年高端消费率先修复，而低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计2021年随疫情稳定而逐渐恢复，重点包括零售、国内旅游、仓储物流、公路、电影院线（上游）等，重点布局这些行业的龙头企业；

3）科技要精选长期景气度上行的领域。新能源汽车、光伏和中游制造业龙头。

金融作为底仓配置，受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期，重点关注银行和保险。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

目 录

一、2021年的三个判断

二、信用周期的预期陷阱

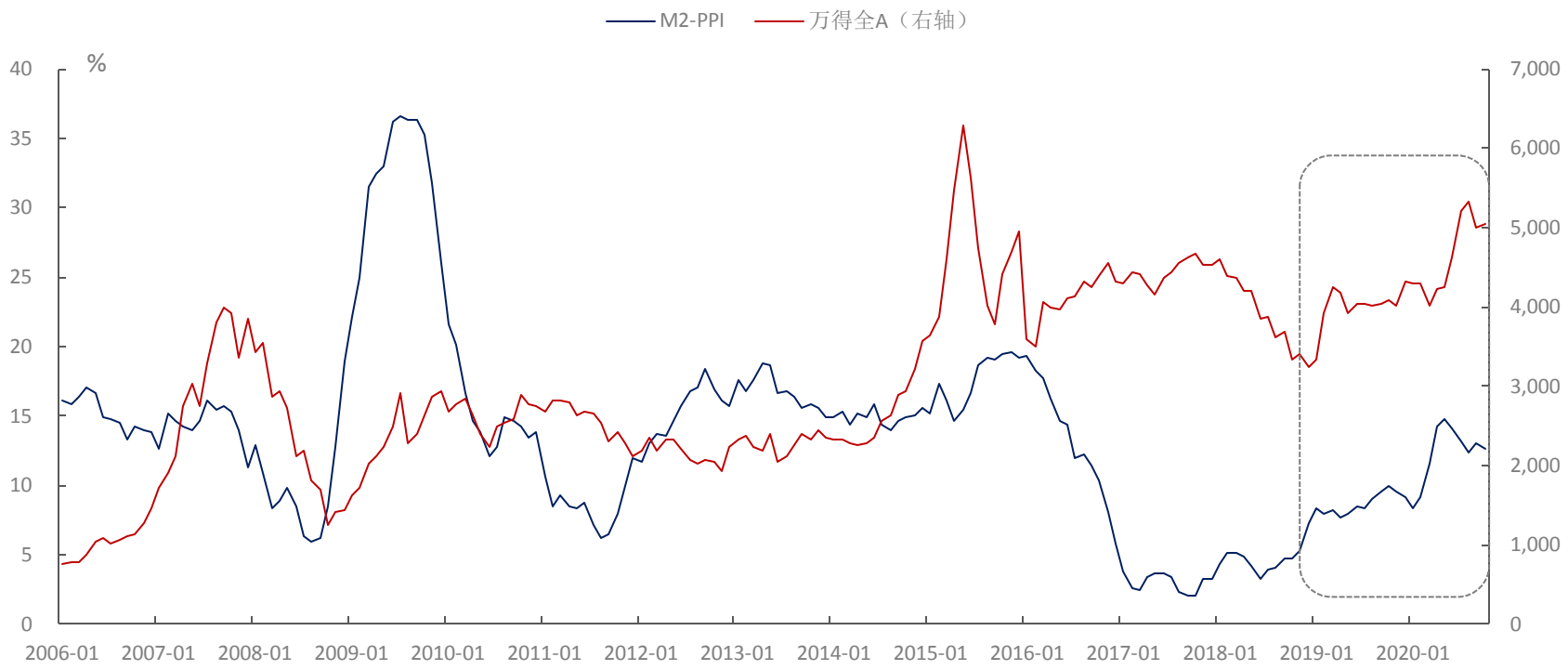
三、钱多，优质资产少

四、行业配置：逆疫情交易

回顾：流动性盛宴下的股票市场

■这轮行情的起点实际上可以回溯到2019年年初，充裕的流动性为股票市场形成支撑，股票市场的估值水涨船高。

图表：流动性拉动A股水涨船高

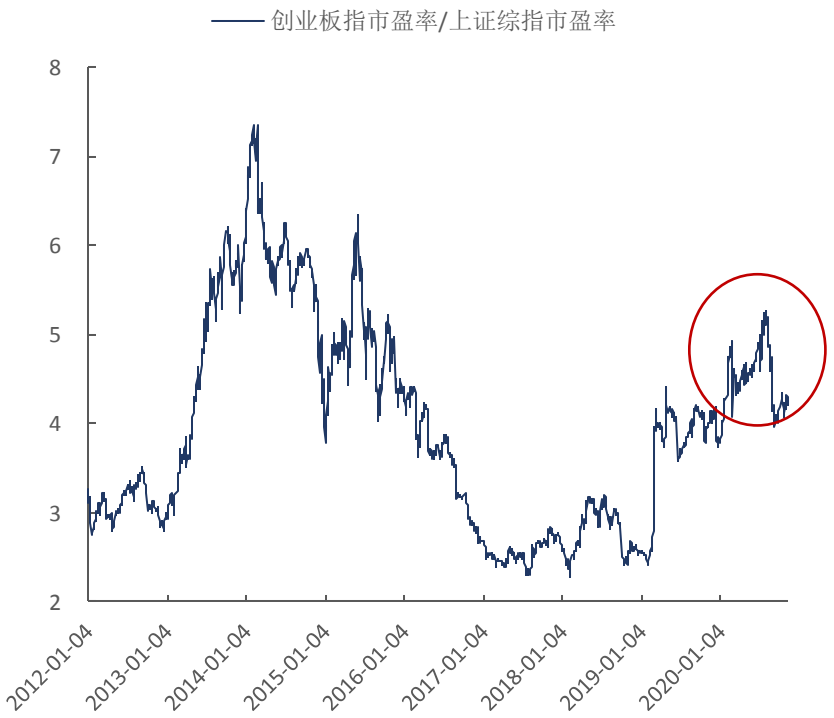


资料来源：Wind、东兴证券研究所

回顾：估值从极端分化走向收敛

■2020年7月也是估值从极端分化走向收敛的关键转折点。

图表：创业板指与上证综指估值从分化走向收敛



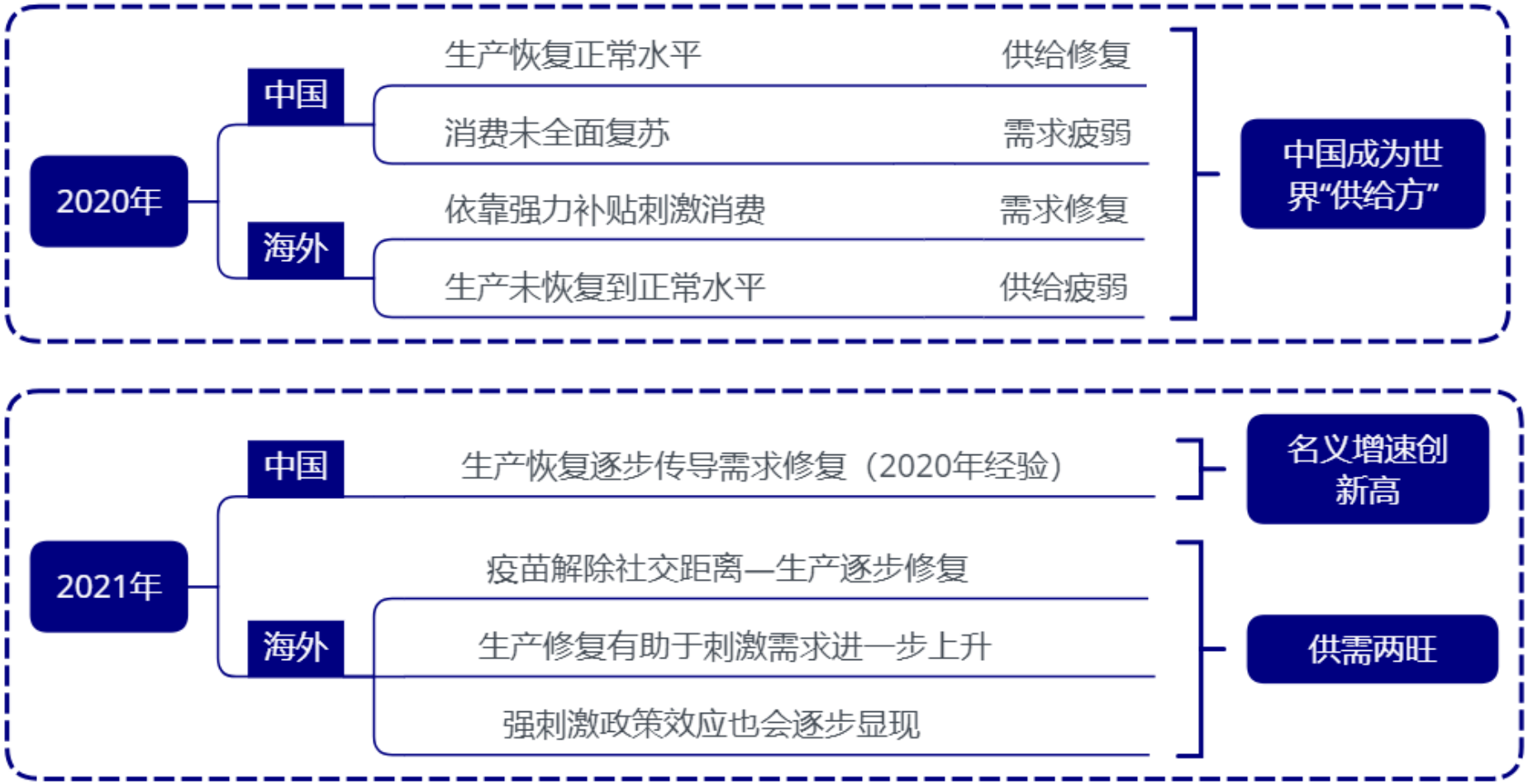
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：个股估值分化仍处于较高位置



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年判断一：全球错位复苏

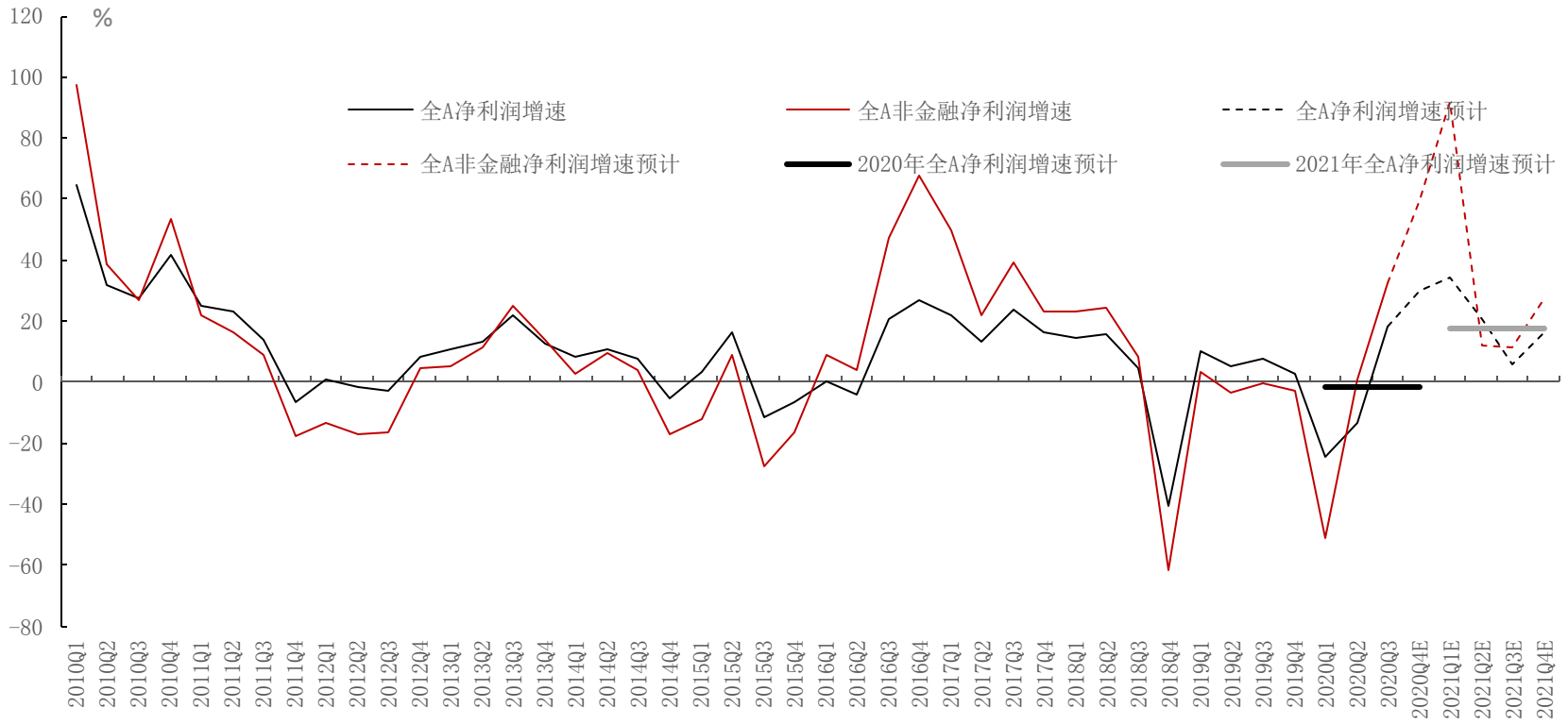


2021年判断一：强复苏带来盈利高增长

■我们预计2021年名义GDP增速约10.6%，接近2017年，创下2012年以来的新高水平。

■自上而下预测全部A股增速为17.90%，非金融企业增速为24.40%。

图表：2021年企业盈利增速较2020年显著回升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

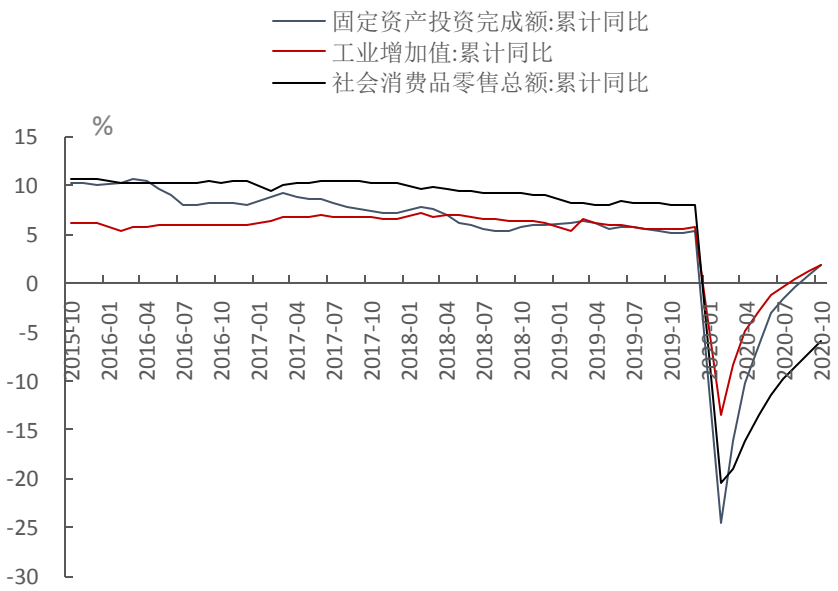
错位修复1:中国先恢复供给，海外先恢复需求

■2020年疫情冲击之后，中国和海外（美国为代表）不同步修复：

中国：率先修复投资和生产，消费修复相对缓慢。

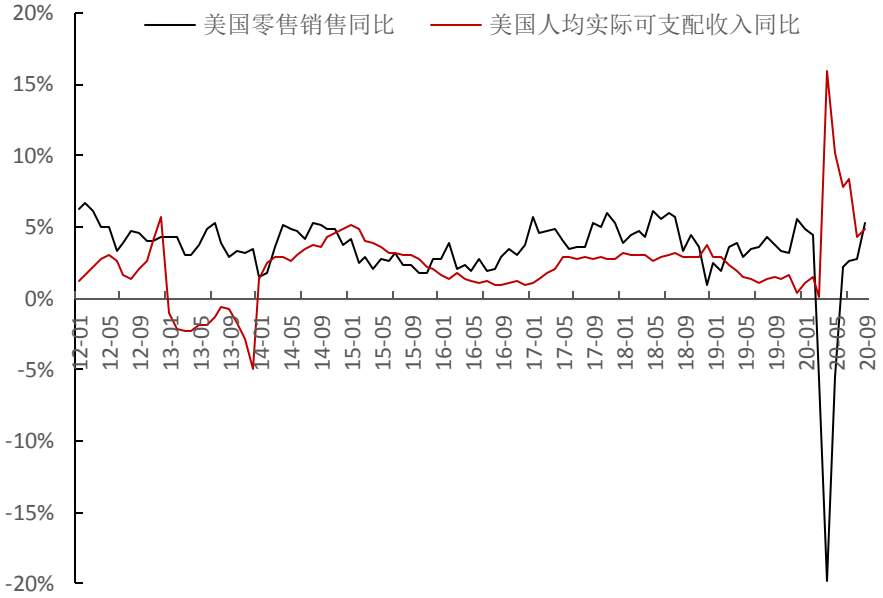
美国：依靠强力补助刺激消费。

图表：中国的投资、生产和消费数据



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国在强补贴政策下的全面修复

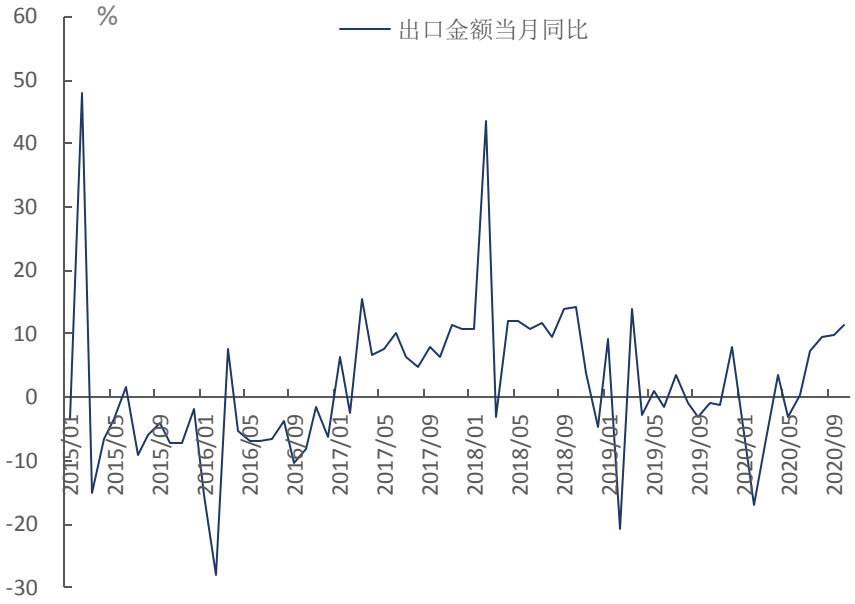


资料来源：Wind、东兴证券研究所

错位修复1：中国承担世界“供给方”角色

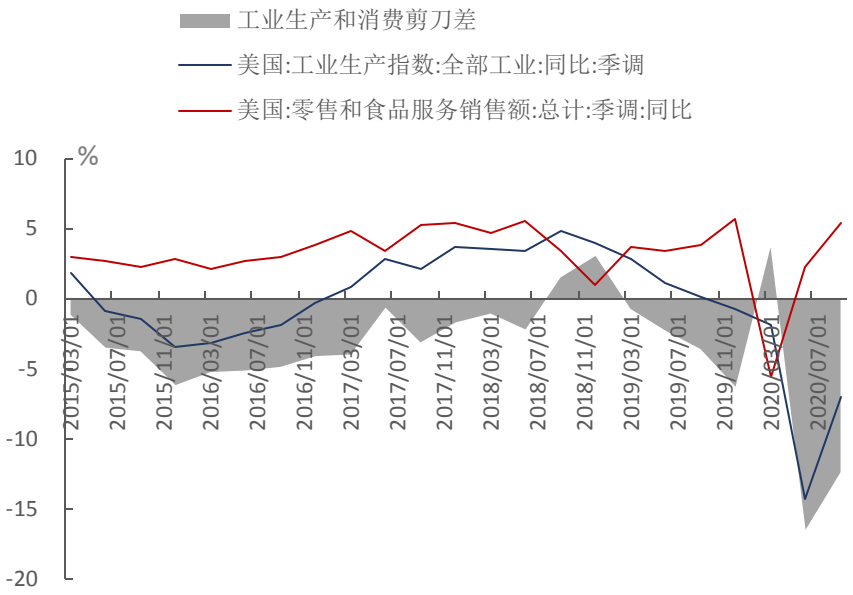
■海外需求修复快于供给修复，中国在2020年承担世界“供给方”的角色。

图表：中国的出口自5月开始持续走高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国工业生产指数和消费指数剪刀差走扩

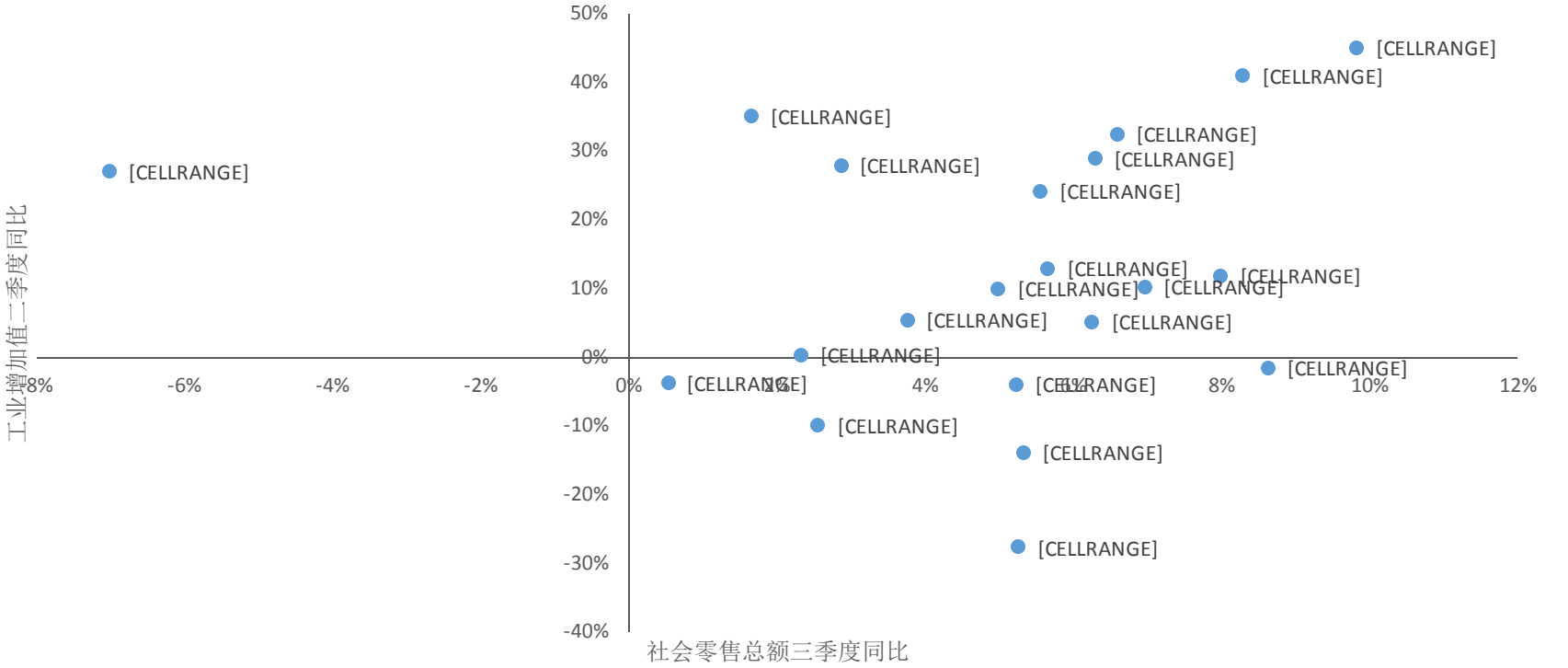


资料来源：Wind、东兴证券研究所

错位修复2：供给修复也会刺激需求改善

■以中国为例，二季度生产恢复比较快的地区三季度消费增速也比较高。2021年随着疫苗的顺利推出，海外的生产端也将恢复正常，带动消费端的回暖。

图表：二季度生产恢复比较快的地区三季度消费增速也比较高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

错位修复3:20年中国先修复，21年全球共振复苏

■疫苗出现后，伴随着海外生产的恢复也将逐步带动需求的进一步上升。根据IMF预测，全球经济在2021年走向复苏，中国的增速遥遥领先。

图表：中国在全球主要经济体GDP增长率处于领先位置

年份	中国:GDP实际增长率（%）	美国:GDP实际增长率（%）	法国:GDP实际增长率（%）	德国:GDP实际增长率（%）	日本:GDP实际增长率（%）
2017	6.95	2.33	2.29	2.60	2.17
2018	6.75	3.00	1.79	1.27	0.32
2019	6.11	2.16	1.51	0.56	0.65
2020E	1.85	-4.27	-9.76	-5.98	-5.27
2021E	8.24	3.08	6.03	4.18	2.32

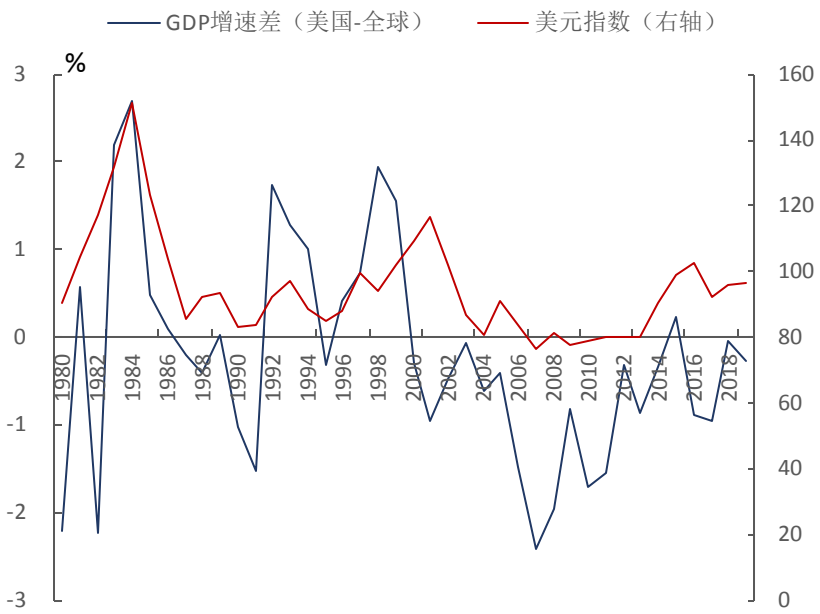
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年判断二：人民币中期走强趋势确立

■基本面和政策面的差异：

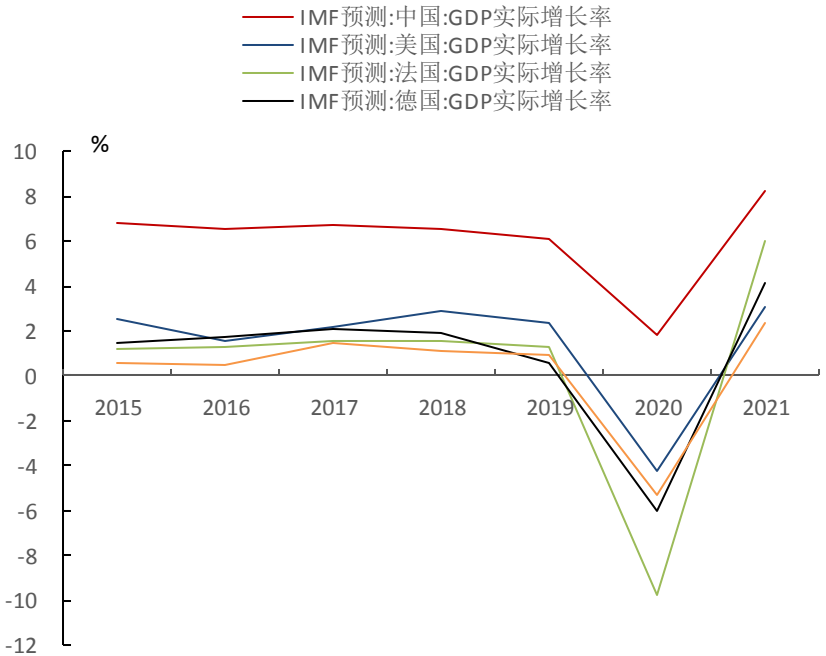
2020年及以后中国经济强于全球其他经济体，经济基本面差异决定汇率走强。

图表：10年以来全球经济比差效应



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：IMF预测2021年中国经济仍将领先其他经济体



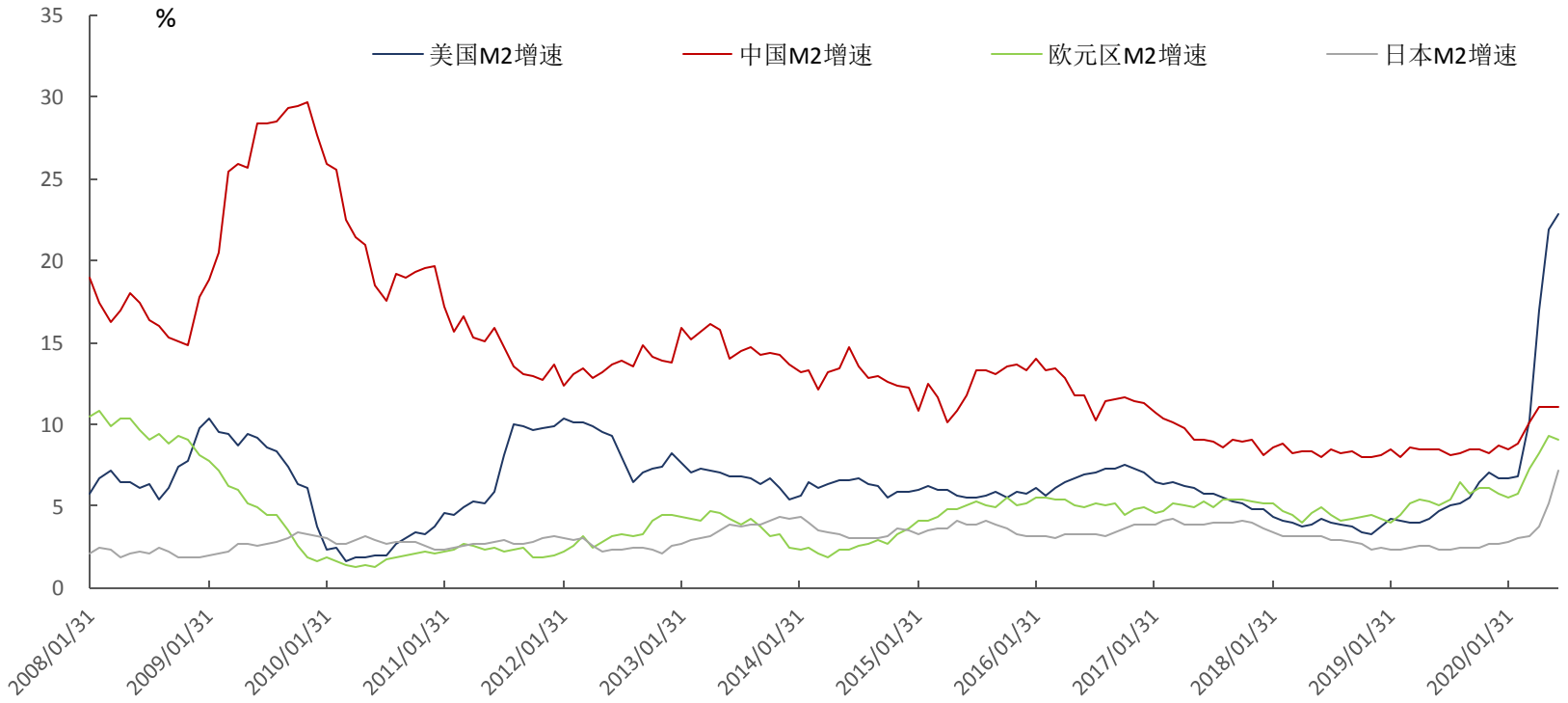
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年判断二：人民币中期走强趋势确立（二）

■政策面和基本面的差异：

2020年强刺激政策出现在美国，正如2008年在中国。

图表：美国是2020年主要宽松力量

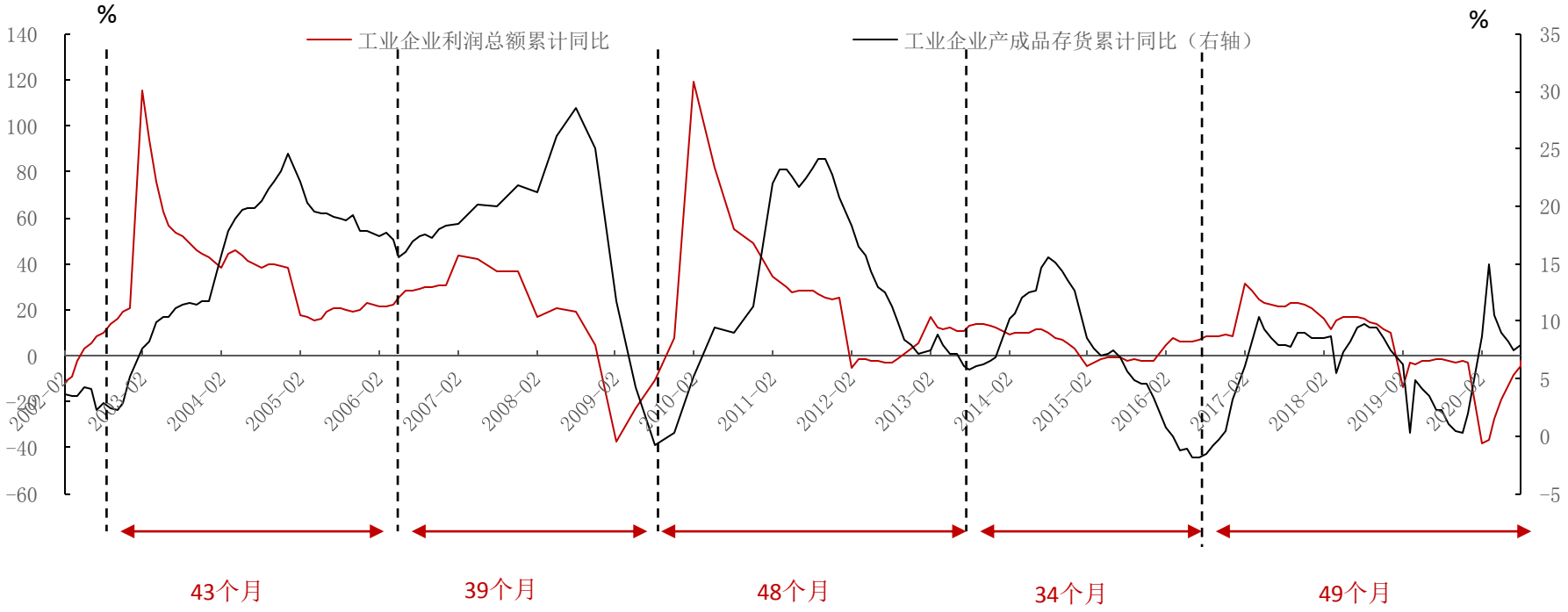


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年判断三：主动补库存周期延续到二季度

■ 7月开始，工业企业库存周期开始由被动去库存向主动补库存过渡，从历史周期来看，主动补库趋势一般持续7-12个月，这轮主动补库存是渐进式补库存，可能持续到明年二季度。

图表：工业企业库存周期由被动去库存向主动补库存逐步过渡



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年判断三：主动补库存渐次展开

■ 6月通用设备制造业、汽车制造业等中游制造业已率先开始进入主动补库存周期，7、8月，资源品加工业也陆续进入补库存周期，而至9月份，主动补库存趋势继续向上游延伸，拓展到部分上游资源品采选业，当前下游消费整体尚未进入主动补库存阶段。

图表：主动补库存由中游制造传导至上游资源品

行业所属类别	行业	库存周期所处阶段	主动补库存启动时间	行业所属类别	行业	库存周期所处阶段	主动补库存启动时间
上游资源	有色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	2020年7月	中游制造	汽车制造业	主动补库存	2020年6月
	非金属矿物制品业	主动补库存	2020年8月		通用设备制造业	主动补库存	2020年6月
	黑色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	2020年8月		橡胶和塑料制品业	主动补库存	2020年8月
	黑色金属矿采选业	主动补库存	2020年9月		电气机械及器材制造业	主动补库存	2020年8月
	有色金属矿采选业	主动补库存	2020年9月		化学原料及化学制品制造业	被动去库存	-
	燃气生产和供应业	主动补库存	2020年7月		金属制品业	被动去库存	-
	电力、热力的生产和供应业	被动去库存	-	下游消费	食品制造业	被动去库存	-
	非金属矿采选业	被动去库存	-		纺织业	被动去库存	-
	石油、煤炭及其他燃料加工业	被动去库存	-		家具制造业	被动去库存	-
	石油和天然气开采业	被动去库存	-		酒、饮料和精制茶制造业	被动去库存	-
					纺织服装、服饰业	被动去库存	-

资料来源：Wind、东兴证券研究所

小结

■ 2020年市场特征：

1）全球流动性盛宴
2）疫情冲击使经济修复困难重重
3）金融资产价格被推升到极致

■ 2021年的三大判断：

1）全球经济错位复苏带来盈利高增
2）人民币强势将持续到2021年末
3）国内主动补库存周期至少持续到2021年二季度

——资产定价的逻辑从交易流动性预期转向交易全面复苏预期

目 录

一、2021年的三个判断

二、信用周期的预期陷阱

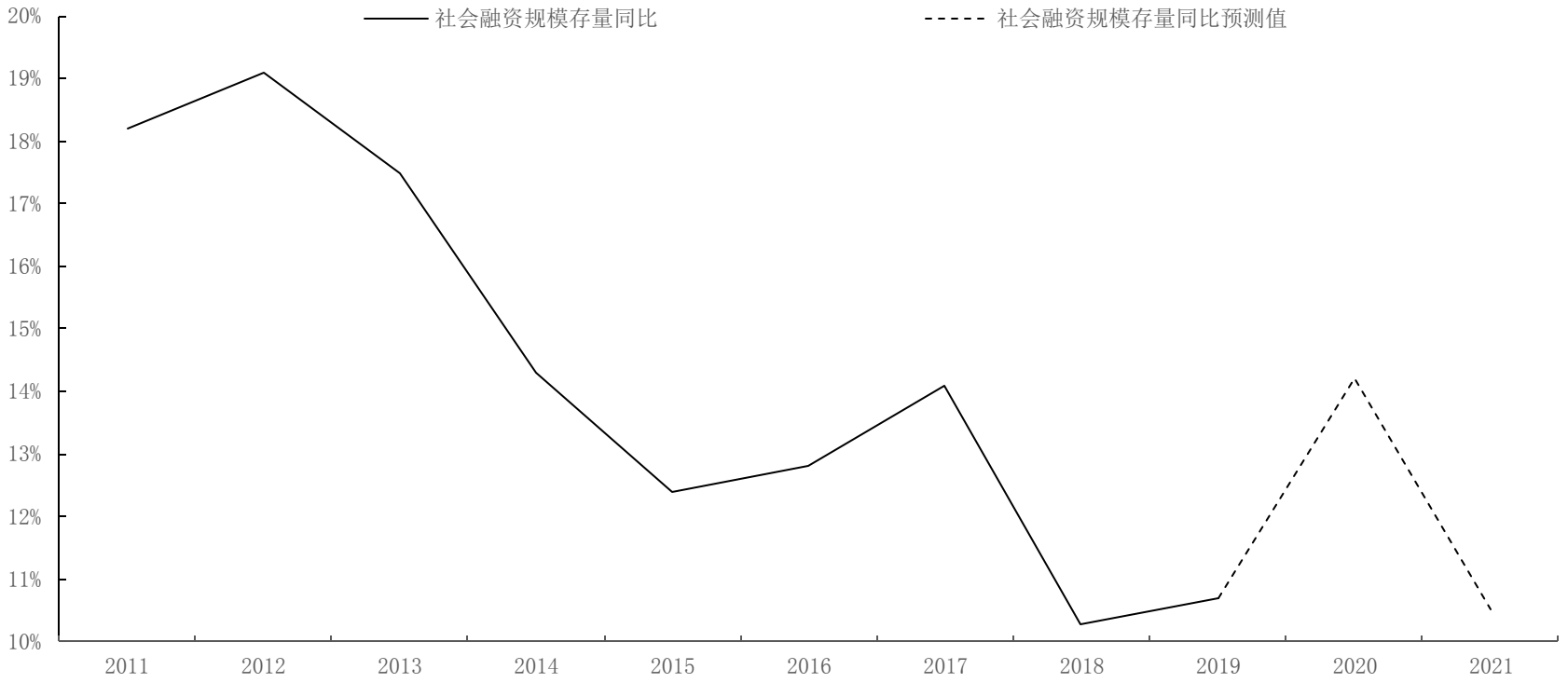
三、钱多，优质资产少

四、行业配置：逆疫情交易

一致预期：2021年信用收缩

■2020年，社融投放可能达到35.8万亿，社融存量同比增速预计将达到14.21%，2021年预计社融增速有所回落，可能约为10%-11%。

图表：2021年预计社融增速将为10%-11%

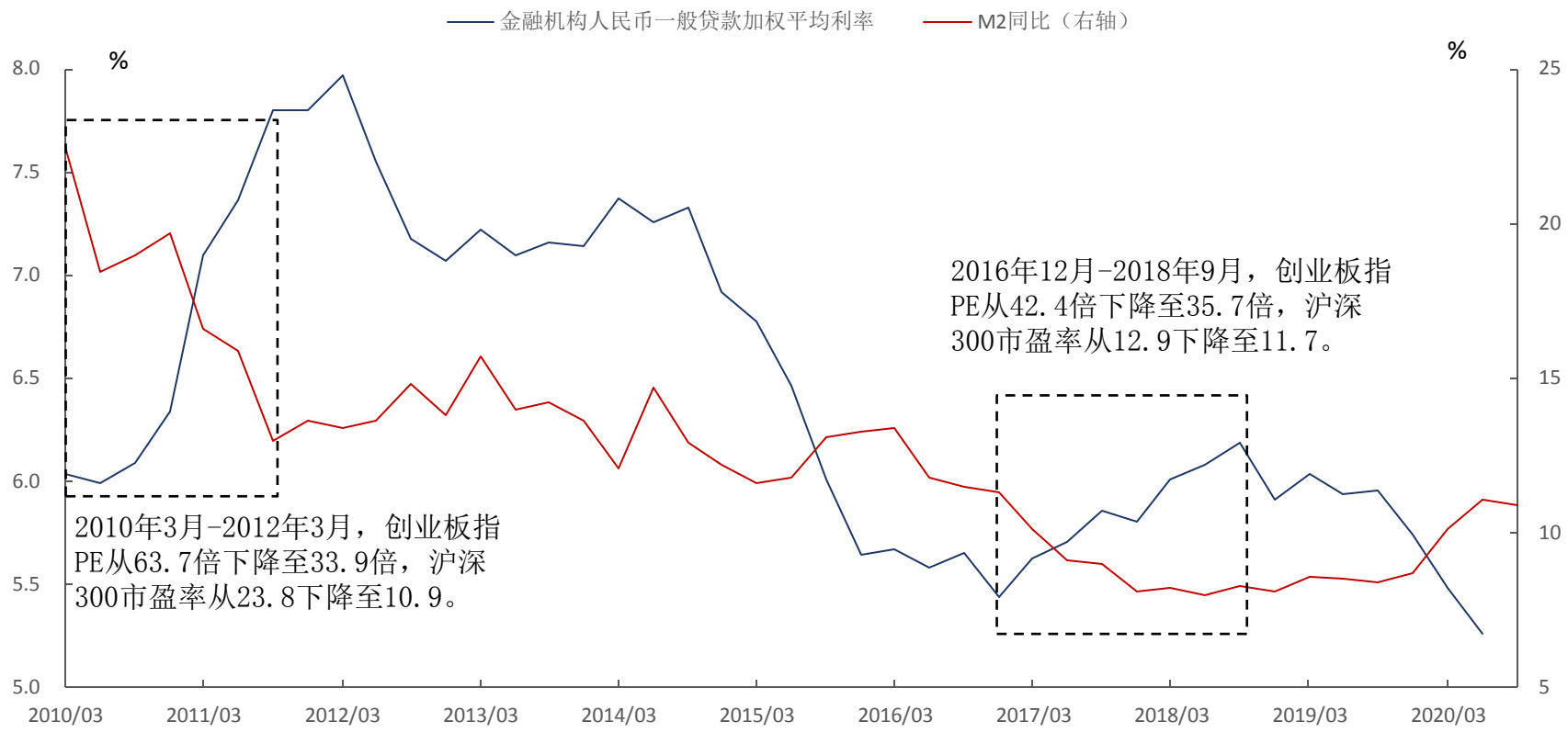


资料来源：Wind、东兴证券研究所

预期陷阱：信用大幅收缩时期会杀估值

■2021年面临社融总量回落，一般贷款加权利率可能从低点回升。宏观流动性收紧的年份（M2下行、加权贷款利率上升），市场往往面临杀估值压力。

图表：宏观流动性收紧伴随市场杀估值

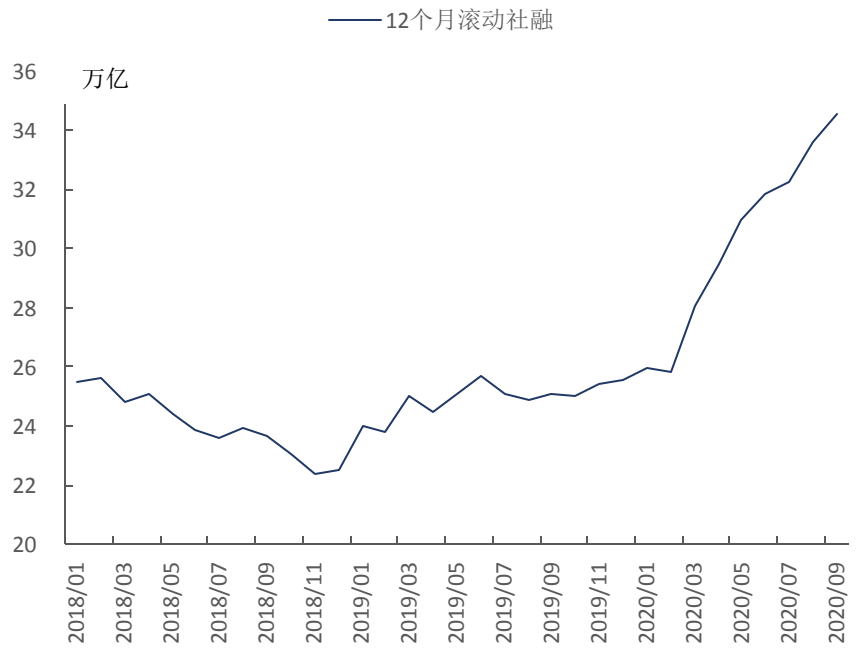


资料来源：Wind、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮放松主要靠表内信贷

■本轮放松主要靠表内信贷—需要存款准备金。

图表：12个月滚动社融2020年末预计达35.8万亿



资料来源：wind，东兴证券研究所

图表：中长期贷款延续高增长

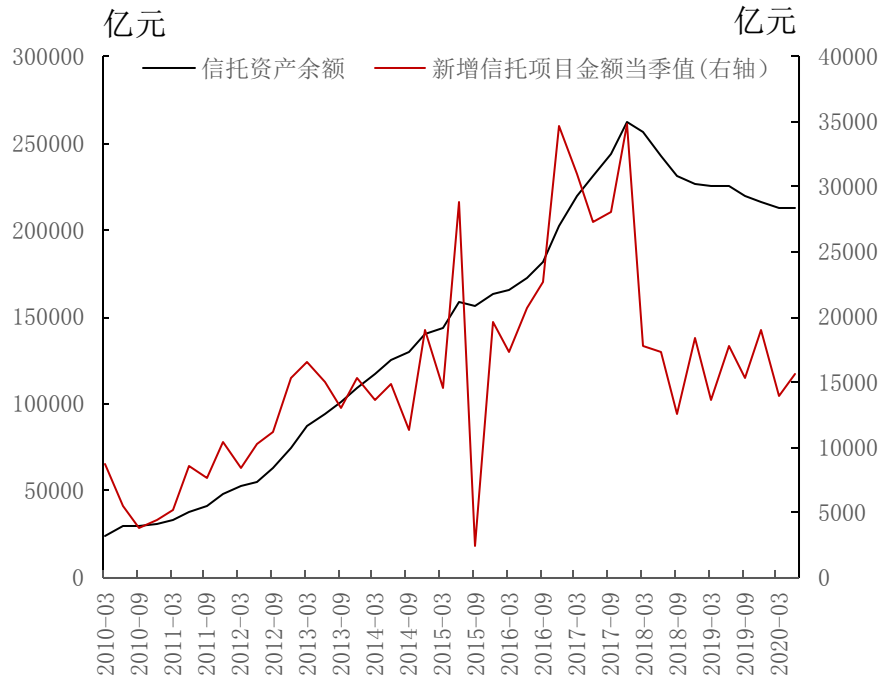


资料来源：wind，东兴证券研究所

不会“大紧”：2014年的放松主要靠表外

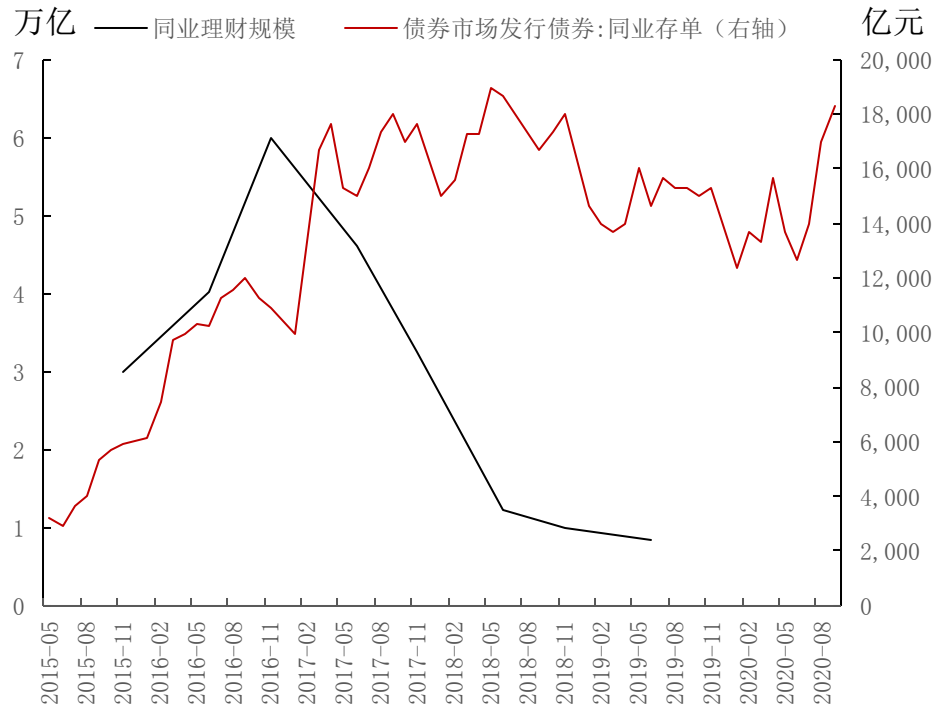
■2014年-2016年放松主要靠表外—不需要存款准备金。

图表：2014年开始信托资产规模高速扩张



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2015年开始同业存单发行量大增

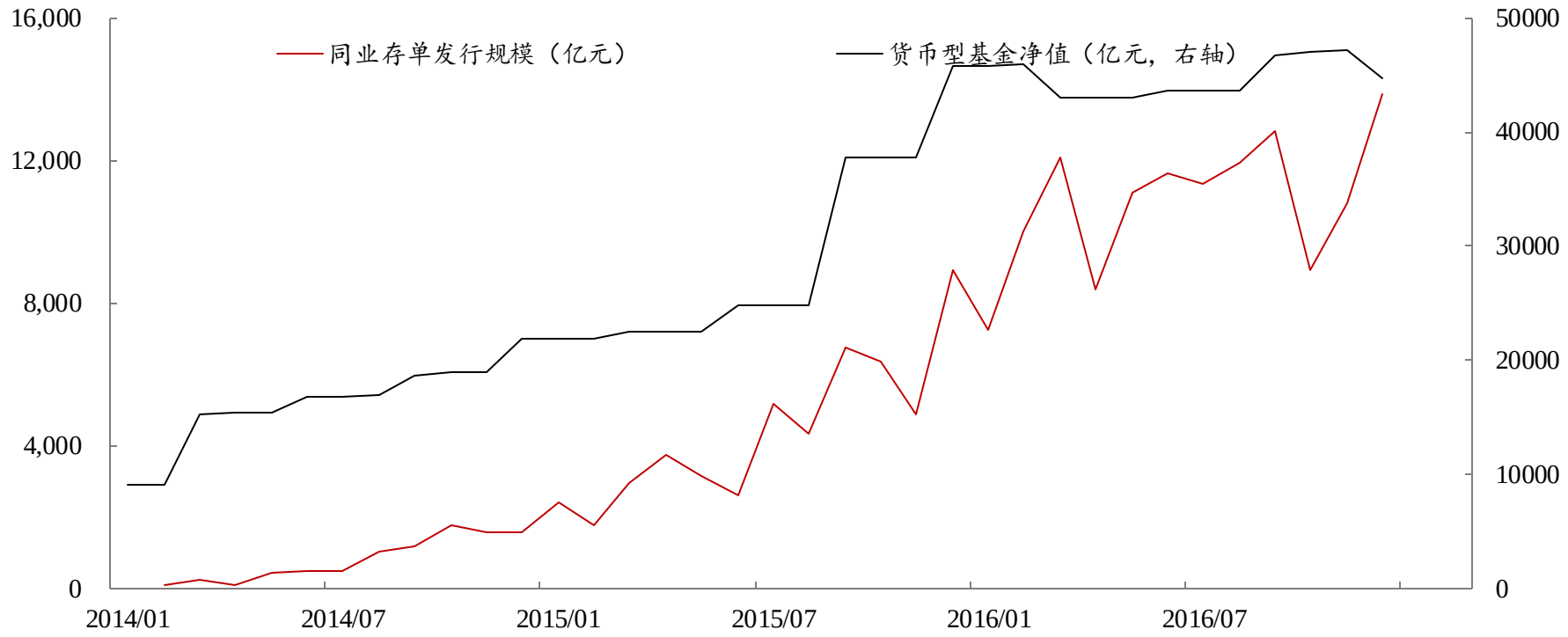


资料来源：Wind、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮并未有明显资金空转

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

图表：资金循环中货币型基金规模暴增



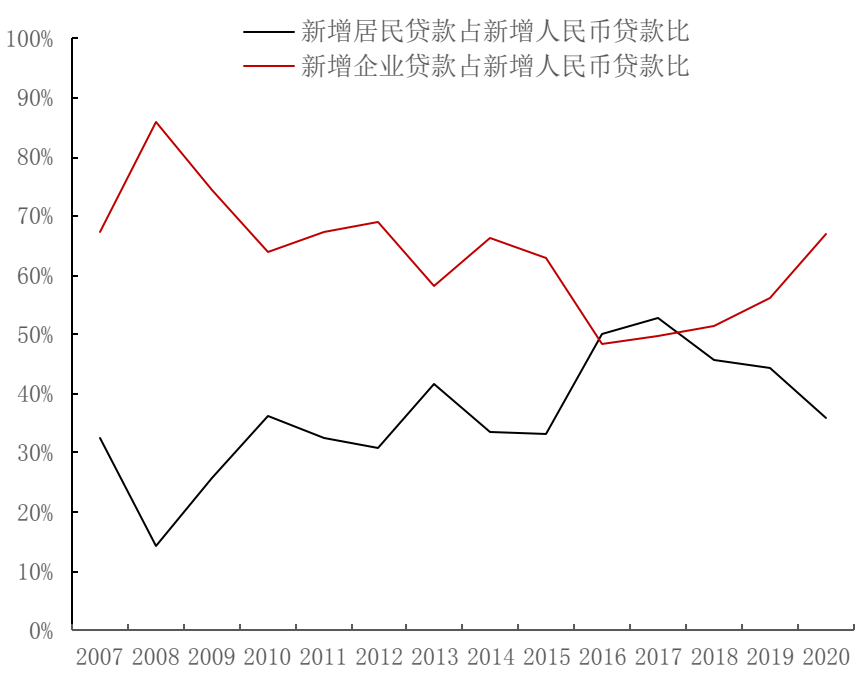
资料来源：Wind、东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮加杠杆对象不同

■本轮信用周期与地产周期相背离。

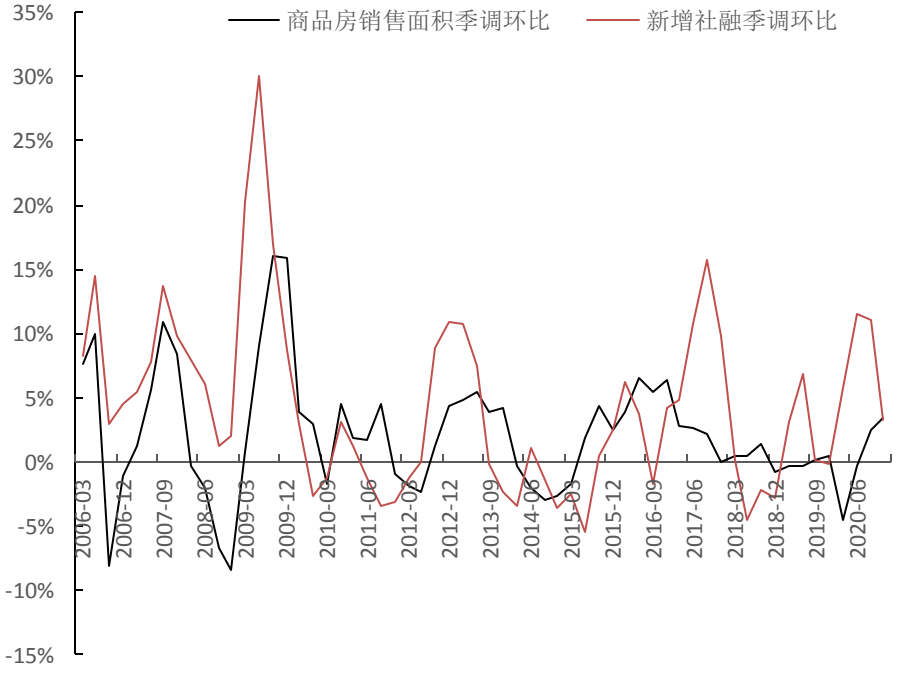
■这与2009年的加杠杆靠房地产截然不同。

图表：本轮信用周期与地产周期背离



资料来源：wind，东兴证券研究所

图表：商品房销售与新增社融走势背离

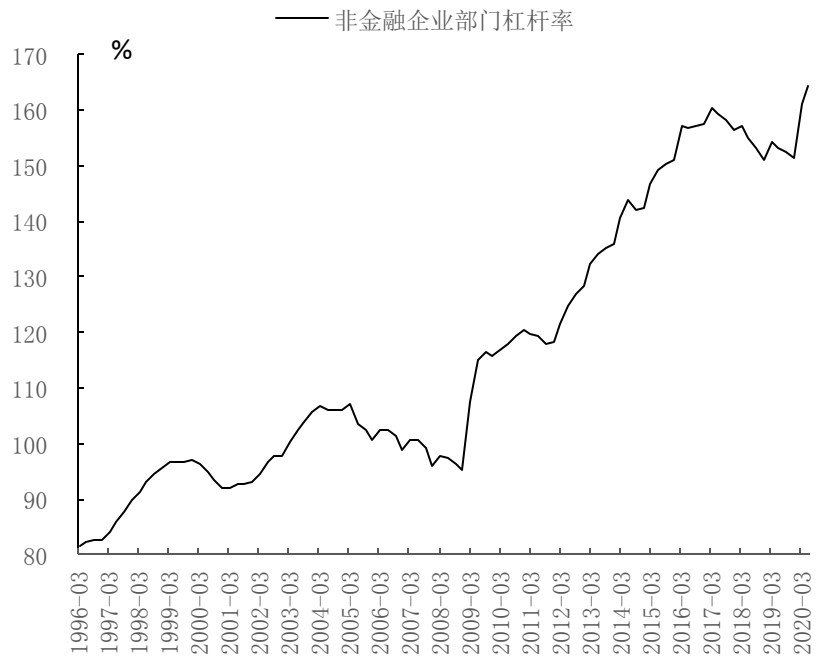


资料来源：wind，东兴证券研究所

不会“大紧”：本轮未导致产能过剩问题

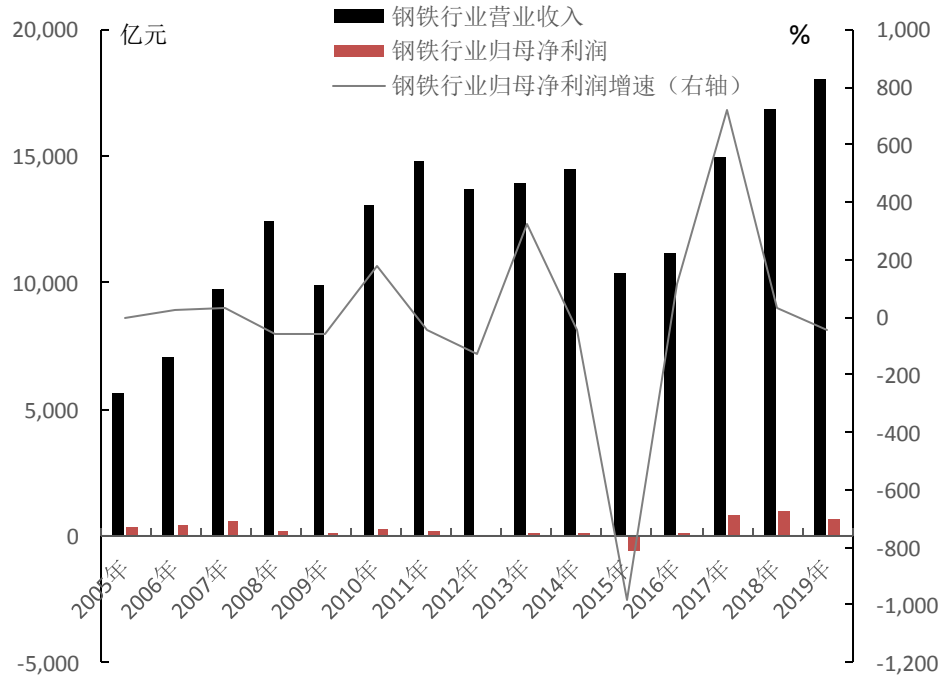
■08年的一系列强经济刺激政策导致杠杆率大幅提升、产能过剩等一系列问题，09年政策从“大放松”转向“大收紧”。

图表：“四万亿刺激后”杠杆率大幅上升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：08、09年钢铁行业出现产能过剩

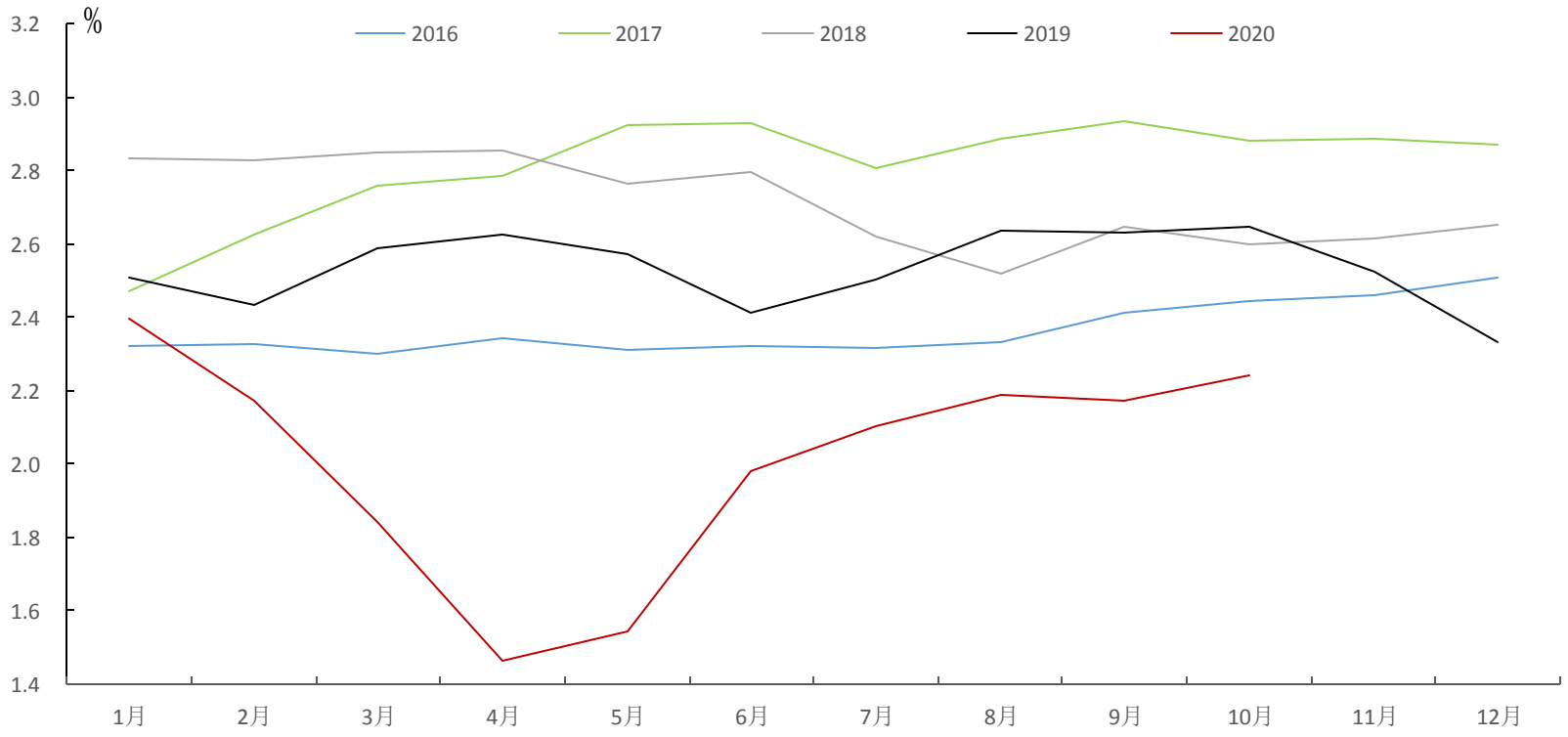


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年：价格进一步上行空间已经不大

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

图表：DR007上半年大幅下行，但下半年已经持续回升

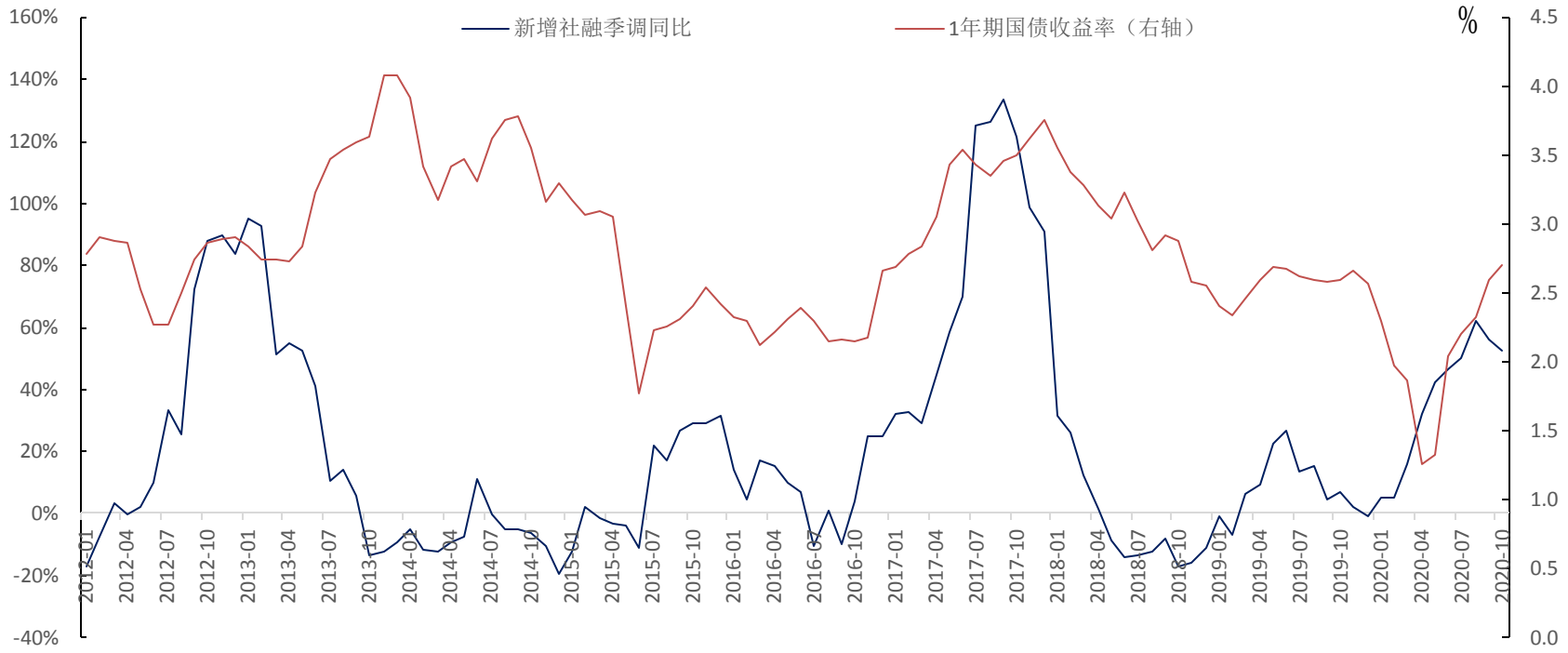


资料来源：Wind、东兴证券研究所

国债利率已经提前反应收紧预期

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

图表：1年期国债收益率已提前反应收紧预期

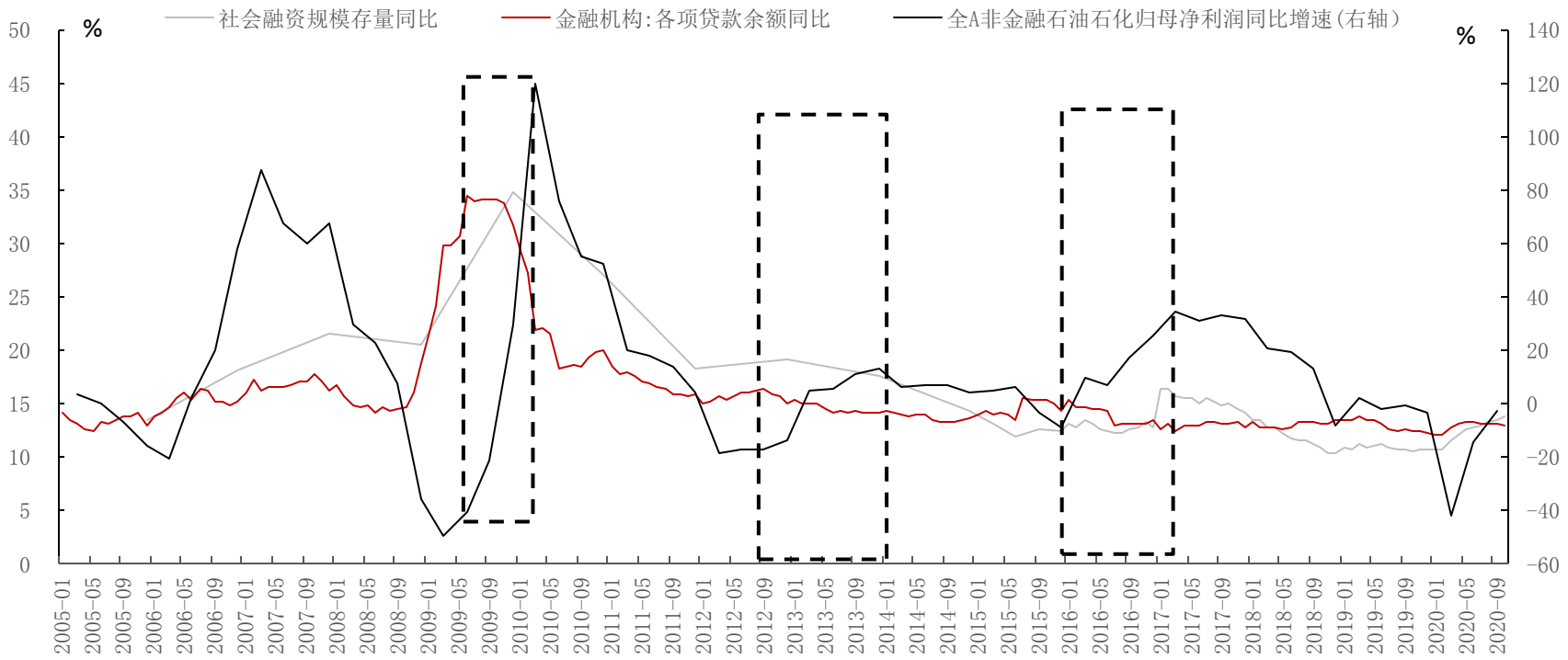


资料来源：wind，东兴证券研究所

以史为鉴：即便信用收缩，会全面杀估值吗？

■2005年以来，共出现三次“盈利修复+紧信用”，分别为2009.6-2010.3、2012.9-2013.12和2016.1-2017.3。

图表：2005年以来共有三个“盈利修复+紧信用”阶段



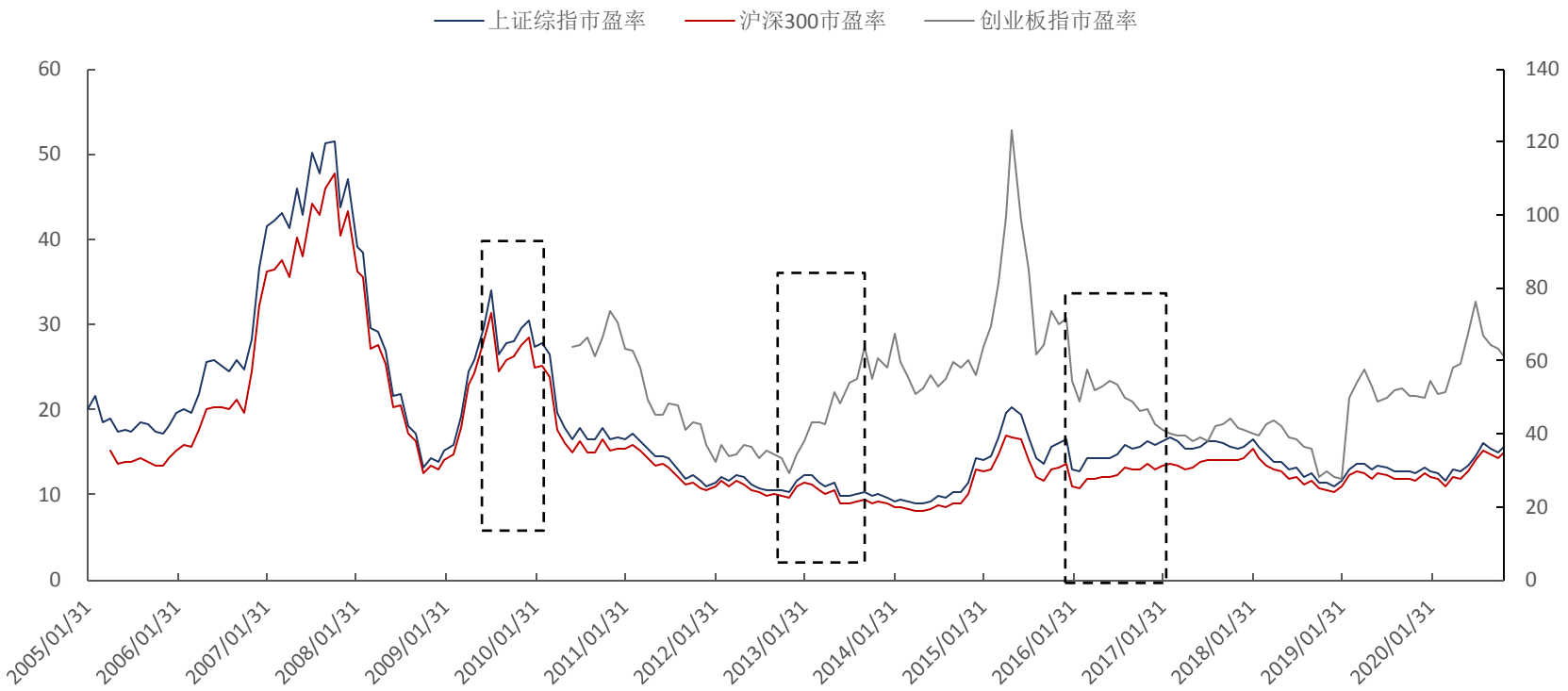
资料来源：Wind、东兴证券研究所

盈利修复+紧信用时期估值分化

■2012.9-2013.12：后半阶段出现成长股的估值上升。

■2016.1-2017.3：价值股估值略微有所抬升。

图表：2005年以来共有三个“盈利修复+紧信用”阶段



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2009.6-2010.3：景气度决定估值分化

■2009年6月-2010年3月，景气度变差的电力及公用事业、建筑和汽车估值大幅下行；而景气度明显改善的化工、军工、电子估值反而有所抬升。

图表：“盈利修复+紧信用”阶段—电力及公用事业、建筑等估值下行，化工、军工等估值抬升

行业	2009年6月-2010年3月估值变动（%）	2009年1月-5月区间涨跌幅（%）	2009年5月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）	行业	2009年6月-2010年3月估值变动（%）	2009年1月-5月区间涨跌幅（%）	2009年5月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）
电力及公用事业	-35.48	33.33	0.94	-1550.26	有色金属	16.29	109.85	0.949	742.3
建筑	-26.97	23.49	0.684	-32.96	家电	18.36	57.85	0.652	62.92
汽车	-26.19	106.2	0.853	346.07	食品饮料	18.51	29.49	0.401	-22.16
房地产	-23.61	84.58	0.666	74.37	交通运输	19.28	47	0.652	324.41
石油石化	-16.59	44.91	0.835	37.71	煤炭	19.54	95.56	0.557	51.29
电力设备及新能源	-15.63	68.19	0.858	8.26	消费者服务	26.04	67.43	0.639	17.13
非银行金融	-15.1	49.85	0.333	-9.12	传媒	27.98	45.46	0.561	12.26
建材	-10.35	71.08	0.648	154.7	医药	28.08	35.59	0.529	14.87
农林牧渔	-4.4	41.51	0.648	-20.25	机械	35.24	58.17	0.648	71.81
钢铁	-0.18	45.38	0.99	380.37	计算机	37.58	72.09	0.566	-32.88
银行	2.34	55.1	0.15	29.5	电子	56.81	76.1	0.739	393.7
轻工制造	7.04	58.2	0.73	496.91	国防军工	58.57	65.67	0.616	40.8
纺织服装	13.94	63.7	0.634	-23.87	基础化工	59.93	47.45	0.621	158.93
商贸零售	15.69	58.07	0.575	62.62	通信	325.03	38.9	0.013	-27.58

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2012.9-2013.12：景气度决定估值分化

■2012年9月-2013年12月，电力及公用事业、食品饮料、非银行金融等景气度变差的行业估值收缩；而钢铁、机械、传媒、农业等盈利预期改善的行业估值反而扩张。

图表：“盈利修复+紧信用”阶段二电力及公用事业、食品饮料、非银估值收缩，钢铁、机械等估值扩张

行业	2012年9月-2013年12月估值变动（%）	2012年初至8月区间涨跌幅（%）	2012年8月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）	行业	2012年9月-2013年12月估值变动（%）	2012年初至8月区间涨跌幅（%）	2012年8月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）
电力及公用事业	-49.48	2.82	0.308	-5.78	基础化工	5.88	-3.53	0.3	24.36
食品饮料	-36.62	4.52	0.002	-51.16	交通运输	10.34	-10.02	0.106	14.96
非银行金融	-29.20	9.13	0.326	79.98	电子	14.33	6.76	0.284	49.02
房地产	-26.27	5.6	0.002	8.83	家电	16.12	-0.36	0.012	24.56
建筑	-23.71	1.61	0	32.42	建材	16.41	-15.27	0.072	94.74
石油石化	-10.86	-5.51	0.217	36.89	医药	17.12	7.68	0.339	14.04
国防军工	-9.93	-13.93	0.404	2.05	电力设备及新能源	17.46	-17.53	0.095	-1.59
煤炭	-7.10	-12.9	0.067	-19.78	商贸零售	28.21	-10.38	0.01	29.51
轻工制造	-6.19	-7.99	0.588	7.78	汽车	31.54	-10.87	0.012	41.68
银行	-6.19	-4.1	0	-4.65	计算机	38.26	-7.54	0.142	17
纺织服装	-1.44	-8.84	0.163	26.9	农林牧渔	40.78	-5.56	0.08	31.28
通信	-1.25	-15.43	0.51	230.38	传媒	45.65	-1.41	0.005	12.54
消费者服务	1.44	4.7	0.326	-29.22	机械	48.16	-10.57	0.222	10.28
有色金属	2.66	4.31	0.406	107.72	钢铁	63.77	-9.5	0.357	428.21

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2016.9-2017.3：景气度决定估值分化

■2016年1月-2017年3月，农林牧渔、计算机、军工等盈利增速大幅下滑的行业估值收缩，而电新、汽车等盈利改善的行业估值反而扩张。

图表：“盈利修复+紧信用”阶段三农林牧渔、计算机估值收缩，电新、汽车估值扩张

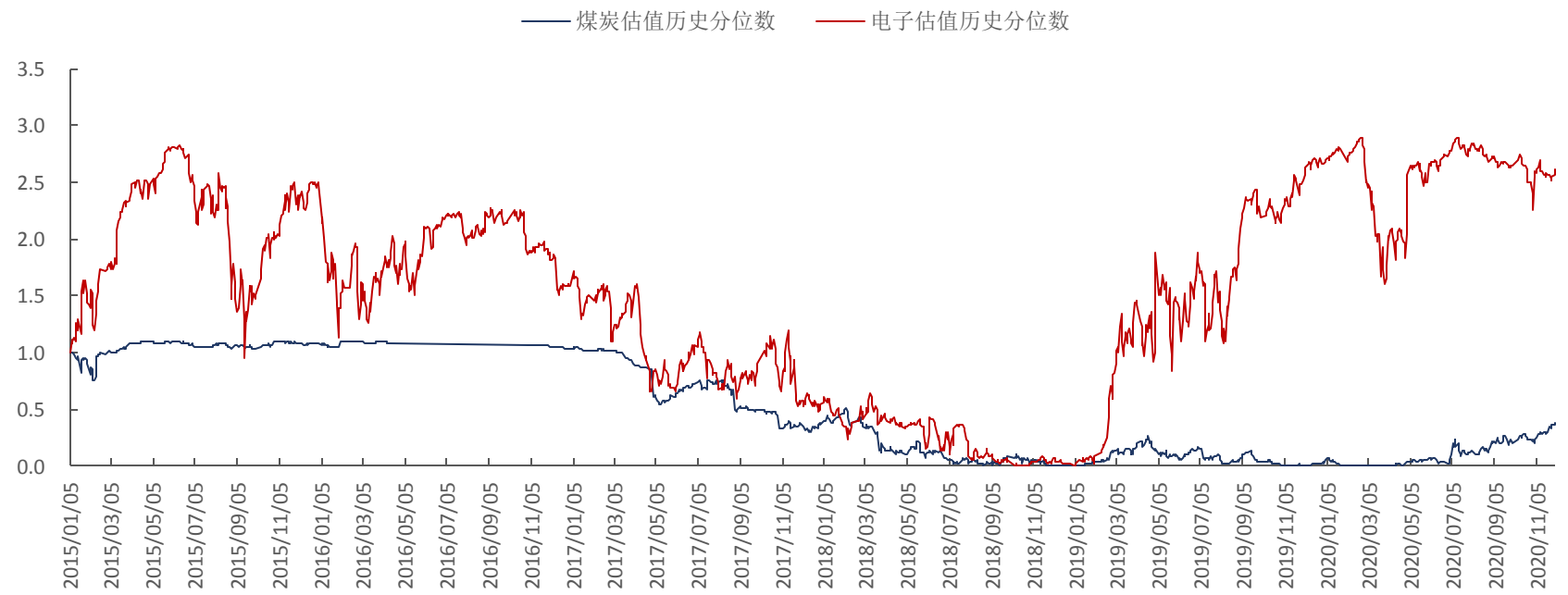
行业	2016年1月-2017年3月估值变动（%）	2015年9月至12月区间涨跌幅（%）	2015年12月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）	行业	2016年1月-2017年3月估值变动（%）	2015年9月至12月区间涨跌幅（%）	2015年12月底行业所处估值历史分位数	盈利增速变动（%）
农林牧渔	-50.16	26.20	0.87	-205.56	电子	1.20	35.74	0.85	49.89
计算机	-47.84	58.22	0.97	-283.66	通信	5.96	38.29	0.95	-11.41
传媒	-24.20	36.47	0.85	5.52	电力及公用事业	6.68	6.09	0.43	-31.24
国防军工	-23.68	-2.32	0.96	-49.65	机械	6.74	22.57	0.96	64.03
消费者服务	-18.88	46.06	0.91	-73.26	建材	10.82	27.90	0.79	331.19
房地产	-18.62	34.94	0.72	27.27	石油石化	11.35	5.80	0.96	619.8
轻工制造	-18.11	32.07	0.96	14.42	建筑	12.15	6.86	0.43	1.45
钢铁	-14.93	-12.86	0.92	525.21	交通运输	15.17	5.94	0.73	48.65
纺织服装	-6.66	31.22	0.81	-36.63	有色金属	16.04	21.22	0.93	173.8
银行	-5.09	11.59	0.15	-0.03	商贸零售	16.36	18.26	0.83	43.21
基础化工	-4.98	34.67	0.96	108.29	食品饮料	17.08	13.59	0.43	-7.33
医药	-4.69	26.27	0.89	-5.41	家电	19.07	22.28	0.54	-1.79
汽车	-3.58	30.33	0.73	7.86	煤炭	32.89	0.53	0.65	541.07
电力设备及新能源	-3.31	30.21	0.85	-52.85	非银行金融	51.46	28.22	0.03	50.11

资料来源：Wind、东兴证券研究所

估值视角：极端分化并不支持全面收缩

■当前市场估值分化严重，市场出现全面下跌的概率不大。从前文分析来看，系统性的信用收缩概率不大，市场大概率通过宽幅震荡或者轮动消化估值。

图表：市场估值分化严重



资料来源：Wind、东兴证券研究所

小结

■2021年信用周期并不是“大收”，而是往常态化正常回落。

■考虑社融增速变化、政策利率水平，当前无风险利率（国债利率）已经提前反应收紧预期，大幅走高的可能性较小。

■盈利上行+信用收缩周期之下，并不会带来估值的全面回落。

■估值高低并非估值收缩的充分条件，“低增长+高估值”才会导致回落，反之亦然。

目 录

一、2021年的三个判断

二、信用周期的预期陷阱

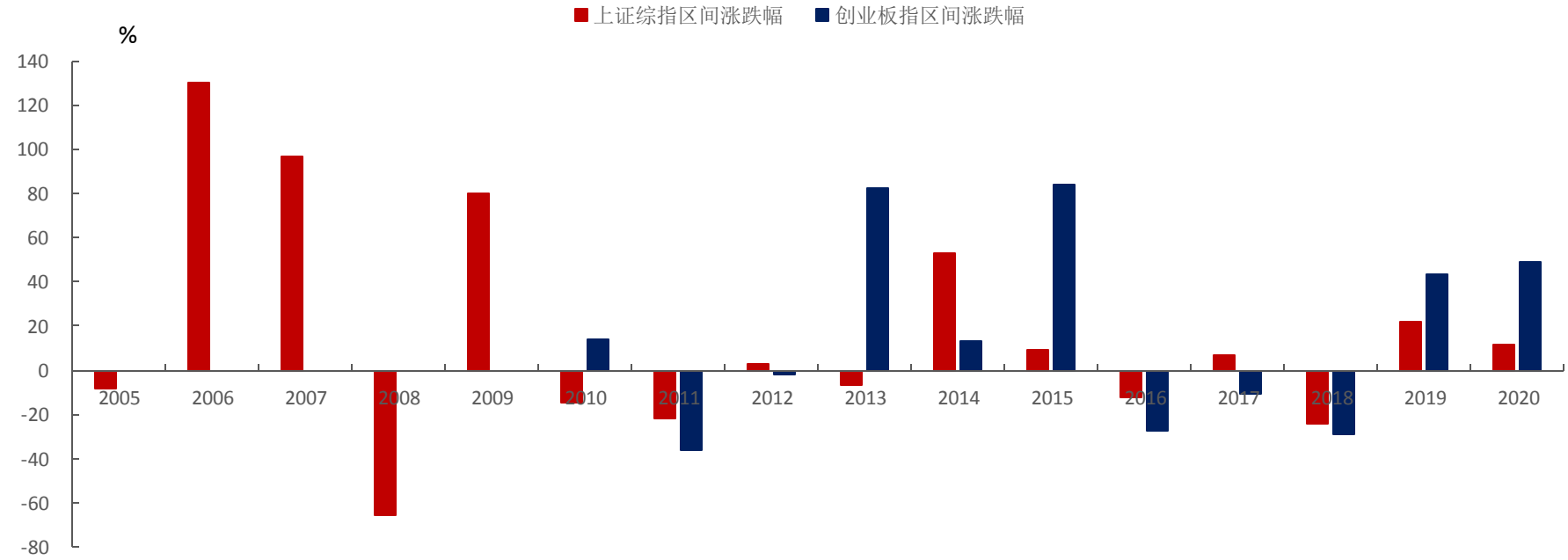
三、钱多，优质资产少

四、行业配置：逆疫情交易

牛市能持续三年吗？

■历史上牛市最多持续两年。从2005年至今的上证综指、创业板指年度区间涨跌幅来看，2006年、2007年连续两年上证综指涨幅分别达130.43%和96.66%，但2008年市场大跌，上证综指大跌65.39%；2014年、2015年上证综指和创业板指分别达52.87%和12.83%、 9.41%和84.41%，2016年证综指下跌-12.31%，创业板指下跌-27.71%。

图表：历史上牛市最多持续两年

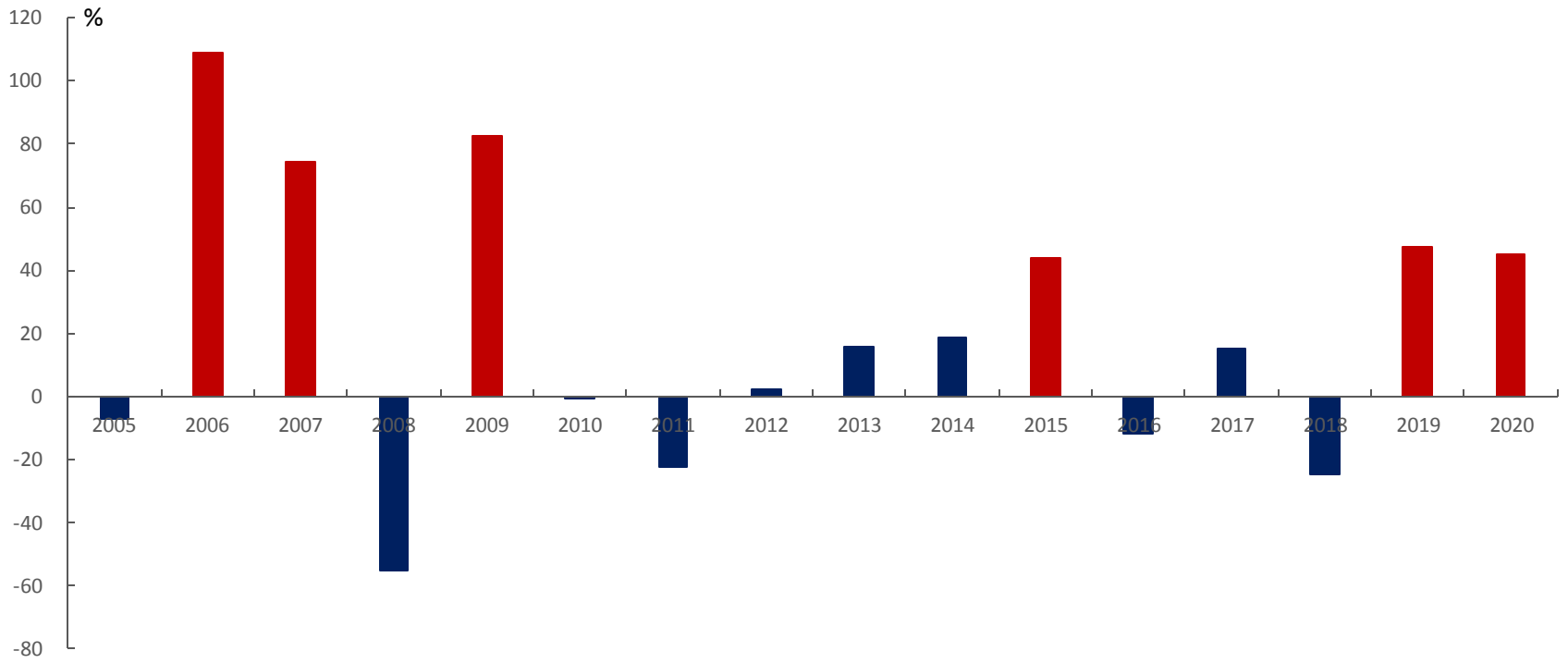


资料来源：Wind、东兴证券研究所

牛市能持续三年吗？

■按照股票型基金的收益率来看，历史上收益率超过20%的年份也没有持续三年。

图表：股票型基金收益率中位数处于近十年高点

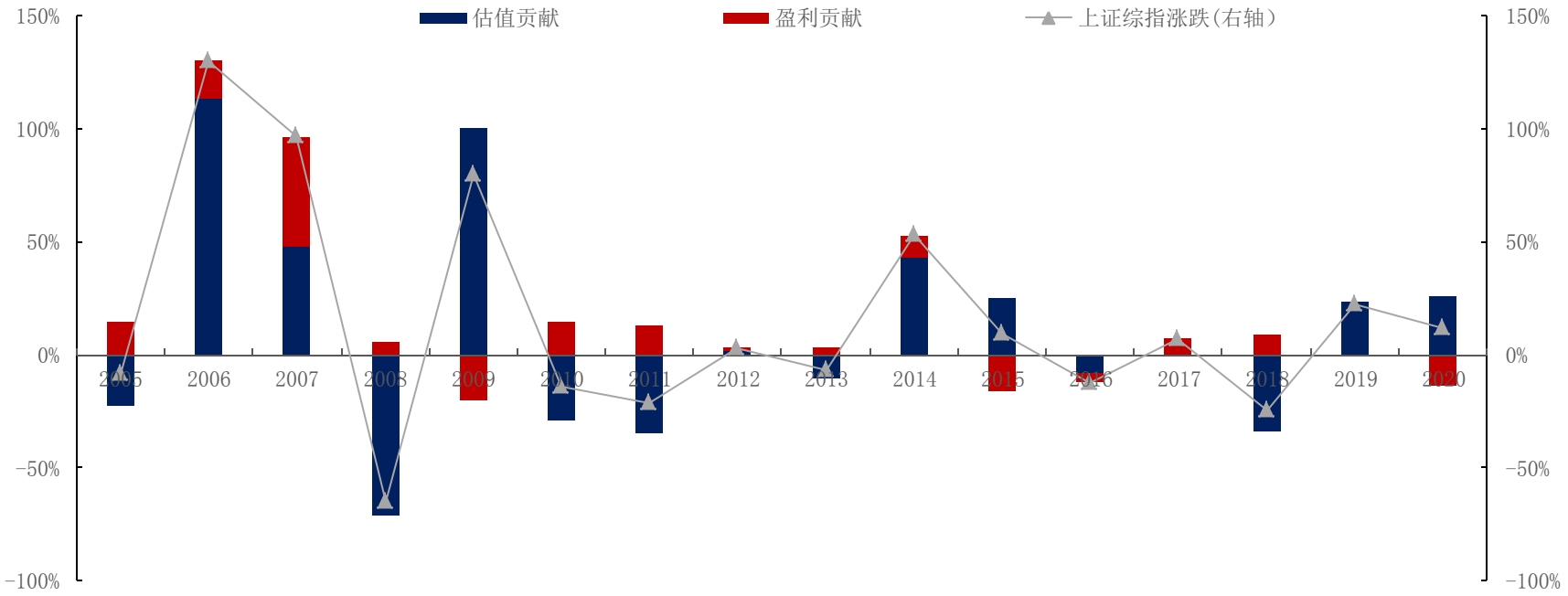


资料来源：Wind、东兴证券研究所

08和16年盈利下行，而21年则是盈利扩张时期

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

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



资料来源：Wind、东兴证券研究所

这次哪里不一样？

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

■企业盈利：全球的错位复苏带来盈利高增长；疫情严重受损行业在2021年有大幅改善的舆情，海外生产正常后也会反向刺激消费回暖。

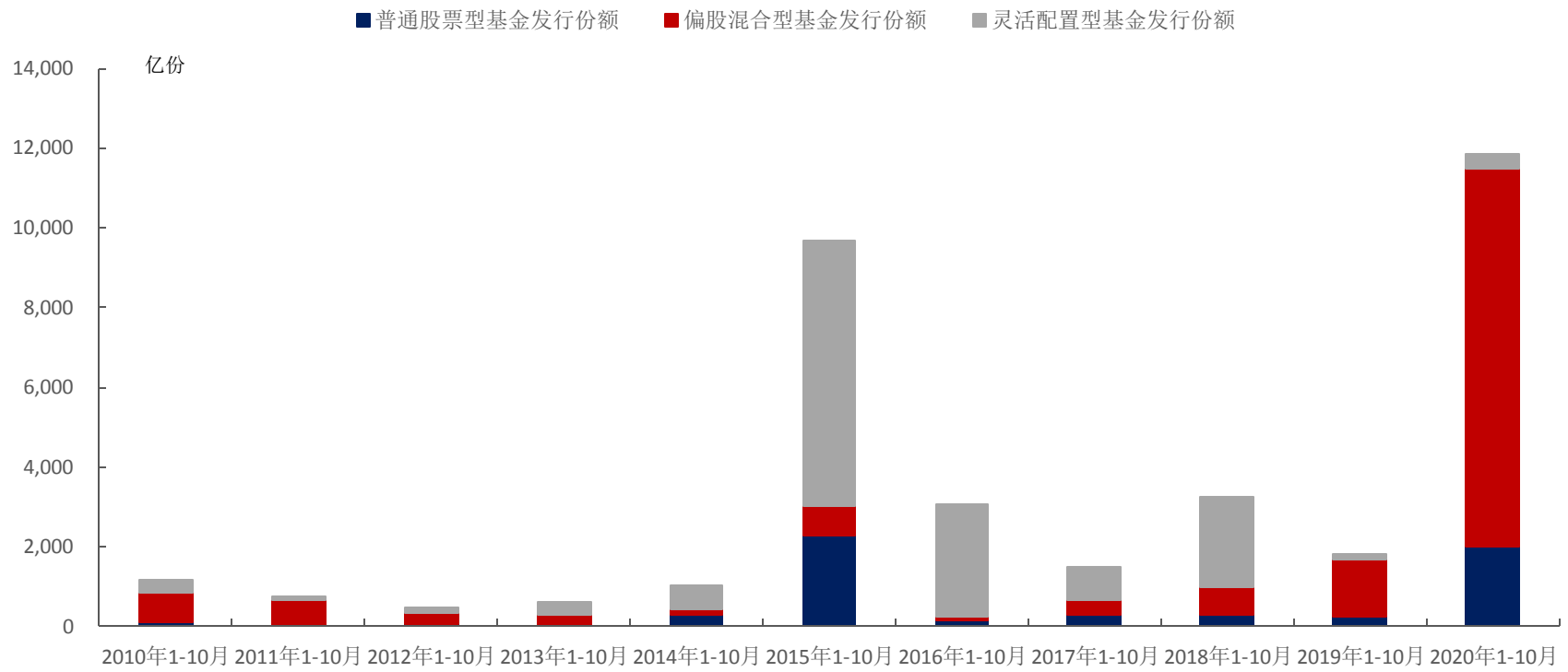
■流动性：信用从高速扩张转向常态化，但股票市场流动性还相对充裕。

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

钱多：公募基金发行份额创近十年新高

■截止2020年10月31日，公募基金发行份额创2015年以来的新高，偏股混合型基金发行份额最大，为9451.63亿份，其次是普通股票型基金2020.64亿份，灵活配置型基金仅390亿份。

图表：2020年公募基金发行份额创新高

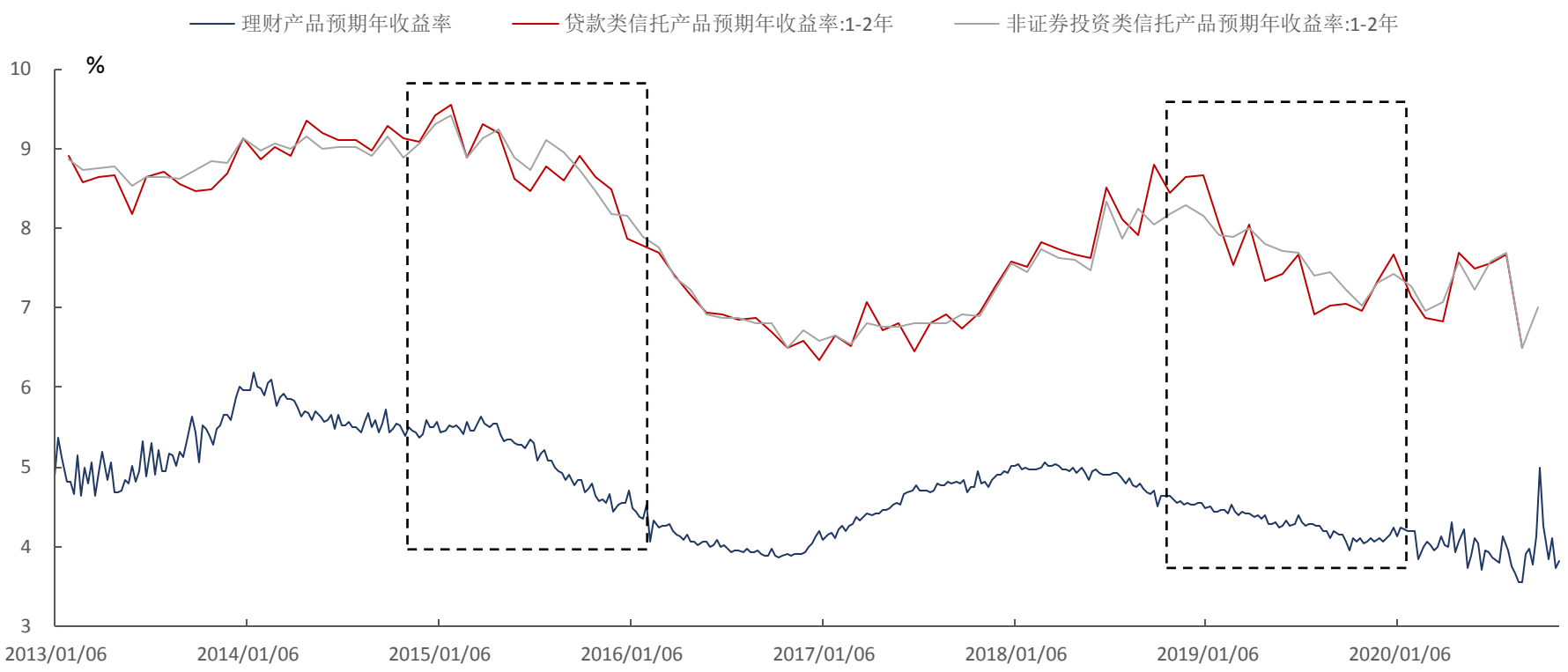


资料来源：Wind、东兴证券研究所

钱多：理财收益率下行，资金进入股票市场

■2015年，信托刚兑打破居民资产配置转向股票市场；2018年资管新规以来，银行理财理财产品打破刚兑，理财资金也转向配置股票市场。

图表：2018年以来理财产品预期收益率持续下行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

钱多：人民币资产成为全球最优资产

■历史上人民币升值时期，外资加速流入。811汇改之后，人民币兑美元一共出现了四次较大的升值时期。分别出现在2018年1月-5月、2018年12月-2019年4月，2019年10月-2020年1月，2020年7月至今，历史上人民币升值的区间北向资金往往加速流入。

图表：人民币升值期间外资加速流入



资料来源：Wind、东兴证券研究所

优质资产少：头部和尾部公司的差距在加大

■A股头部10%公司和尾部10%公司收益率差距自2016年以来持续拉大，2016年1月至2020年11月，头部10%公司收益率达94.26%，尾部10%公司收益率则仅为-58.21%。

图表：2017年以来头部10%公司和尾部10%公司收益率差距在放大，2020年加剧了这一趋势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

（注释：以2016年1月8日为初始值，设为100）

优质资产少：头部和尾部公司之间的差距在加大

■A股头部10%公司和尾部10%公司市值增速差距不断拉大，截止到2020年11月，头部10%公司市值规模已扩张至2016年初的1.67倍，尾部10%公司市值规模则仅是2016年初的48%。

图表：头部10%公司市值规模已扩张至2016年初的1.67倍，尾部10%公司则仅有2016年初的48%



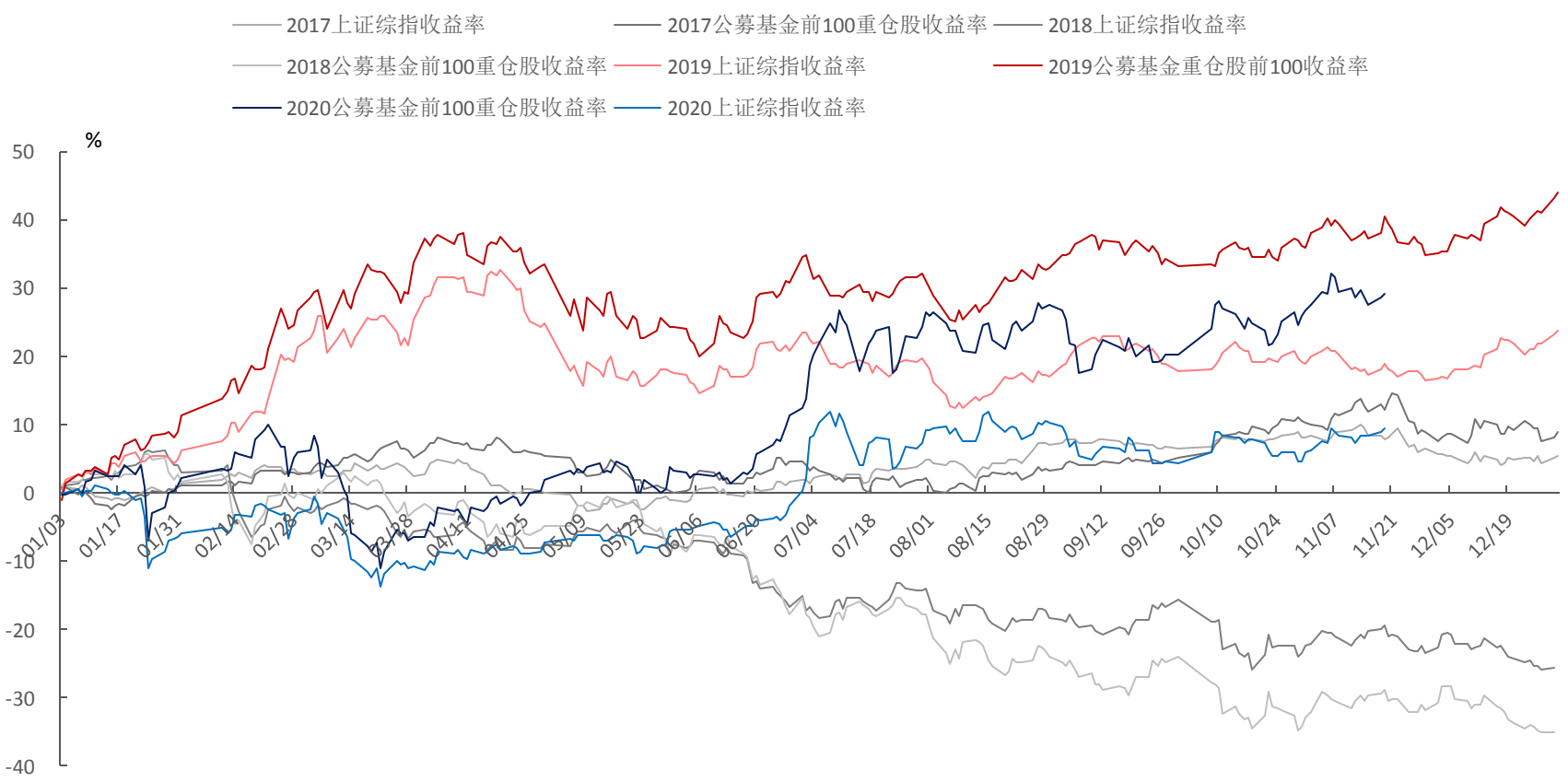
资料来源：Wind、东兴证券研究所

（注释：以2016年1月8日为初始值，设为100）

公募基金重仓股表现优于市场整体

■根据我们对过去四年以来公募基金重仓股的表现进行分析，2019年、2020年以来公募基金重仓股大幅跑赢市场整体，且分化程度不断加大。

图表：公募基金的重仓股收益率远超市场平均水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

业绩增长是超额收益的主要来源（一）

■全部A股中，2020年年初至11月10日涨幅超过100%的公司共306家，占全部A股的比例7.51%。涨幅超过上证综指的公司共1960家，占比48.1%；跑赢沪深300的共1535家，占比37.67%；跑赢创业板指的公司共763家，占比18.72%。

图表：全部A股中有近1/3的股票跑赢指数

涨跌幅（20200101-20201110）	家数	占比
>100%	306	7.51%
>上证综指	1960	48.1%
>沪深300	1535	37.67%
>创业板指	763	18.72%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

业绩增长是超额收益的主要来源（二）

■ 业绩增速翻倍的股票共570家，2020年初至11月10日的平均区间涨跌幅为51.07%；业绩增速50%-100%的股票区间涨跌幅平均为45.78%，业绩增速20-50%的股票上涨了38.96%，而业绩表现最差的公司，平均涨幅仅为11.77%。

图表：高业绩增速对应高收益

业绩增速	家数	区间涨跌幅平均值（20200101-20201110）
>100%	570	51.07%
50%-100%	377	45.78%
20%-50%	538	38.96%
<20%	2588	11.77%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

超额流动性流入高景气赛道

■2020年年初至11月10日涨幅超过100%的公司共有306家，集中在医药、机械、电子、基础化工、电新、食品饮料、汽车等行业，这些行业在2020年三季度业绩增速分别为25.06%、20.06%、26.81%、-6.79%、33.85%、13.41%和-1.72%，整体高于全A业绩增速-5.97%。

图表：高景气赛道涨幅超过100%公司更多

行业	家数	所属行业三季度业绩增速（%）	行业	家数	所属行业三季度业绩增速（%）
医药	43	25.06	钢铁	5	-13.87
机械	39	20.06	交通运输	5	-75.42
电子	35	26.81	非银行金融	4	-5.43
基础化工	30	-6.79	农林牧渔	4	118.8
电力设备及新能源	27	33.85	有色金属	4	0.14
食品饮料	20	13.41	纺织服装	3	0.07
汽车	19	-1.72	商贸零售	3	-49.07
国防军工	16	44.74	消费者服务	3	-68.42
计算机	10	-21.93	电力及公用事业	2	18.97
轻工制造	9	-1.23	建筑	2	-0.36
建材	8	5.66	房地产	1	-15.82
传媒	7	-19.1	通信	1	79
家电	6	-11.36	全A	4070	-5.97

资料来源：Wind、东兴证券研究所

小结

■决定牛市是否持续的动力不在于年份，而是盈利改善预期。

■宏观流动性趋于常态化不假，但股票市场的资金还相对充裕。

■增量资金流入的始终是高景气赛道，普涨的行情难以期待，但结构性的牛市还会持续。

目 录

一、2021年的三个判断

二、信用周期的预期陷阱

三、钱多，优质资产少

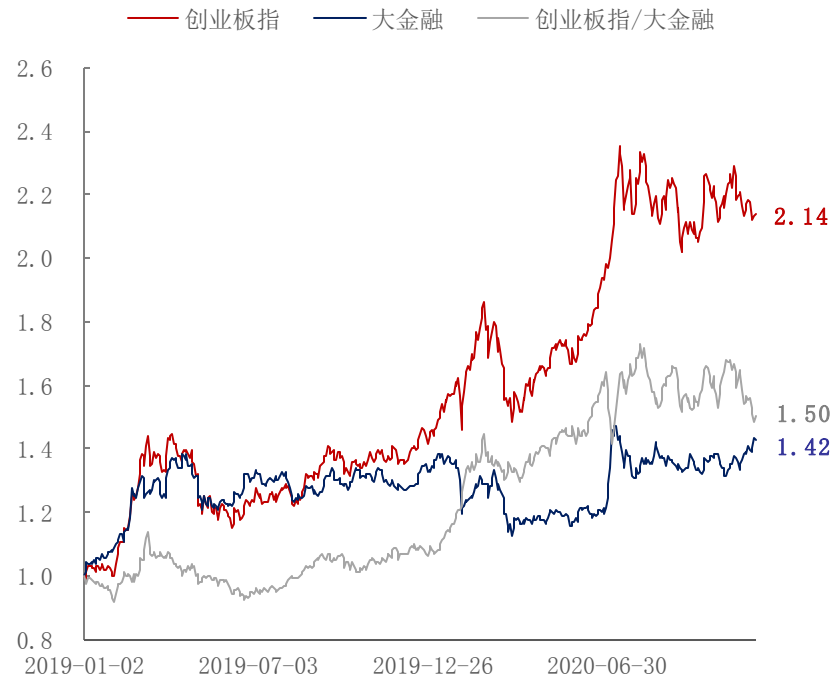
四、行业配置：逆疫情交易

2020年的疫情交易：成长股跑赢指数

■2020年疫情对经济形成冲击，而流动性又极度充裕。

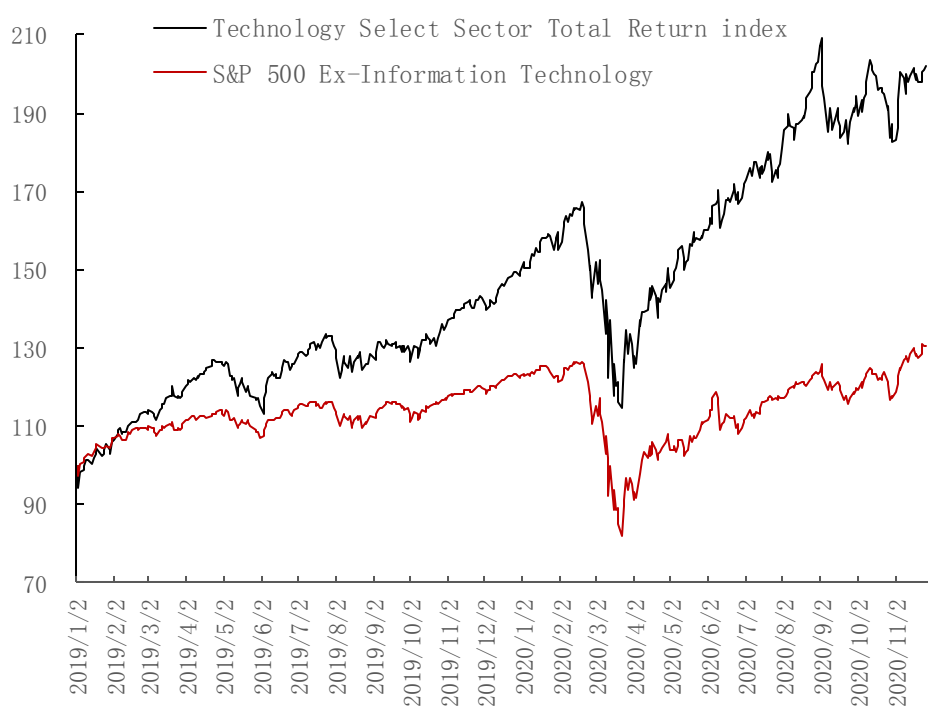
■对经济周期相对不敏感的科技/成长跑赢市场整体/周期/金融。中美两个市场都是。

图表：A股创业板指与大金融分化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2019年以来美股科技板块与非科技板块显著分化

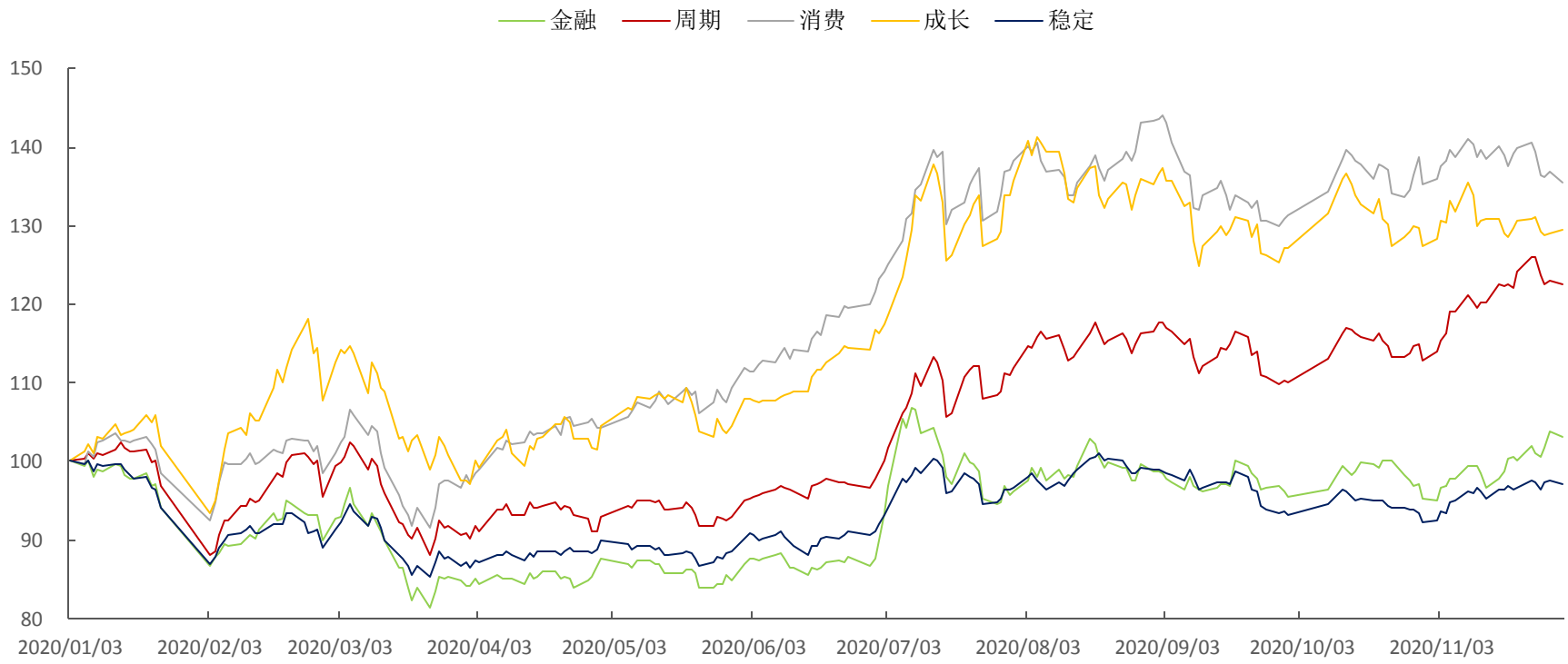


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2020年的疫情交易：周期和金融逆袭

■中国经济率先走出冲击，下半年开始周期和金融相对成长表现占优。

图表：7月以来，周期和金融开始跑赢成长和消费



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2021年的逆疫情交易

■2021年的流动性与经济复苏的错位与2020年成为一个镜像关系：

2020年是流动性极度充裕，经济受到大幅冲击；

2021年是流动性渐次退潮，经济维持较高增速。

■2021年的行业配置思路是寻找后疫情时代的高景气行业，重要判断如下：

1）消费：中低端消费和接触型消费。2020年疫情以来，消费复苏的顺序是“必须消费-高端消费/部分可选”，而2021年消费有望走向全面复苏，冲击最大的中低端消费和线下接触型消费有望超预期。

2）周期：海外修复超预期。2020年周期复兴的逻辑来自于国内投资和供给修复，中国成为全球需求的供应方，中游制造和上游资源（螺纹钢、铜）等渐次修复；2021年复苏的动力来自海外供需两旺，海外供需主导的原材料（铁矿石、石油）和为海外生产提供基础原材料的行业有望超预期。

3）金融：经济敏感性最强，经济复苏后盈利修复弹性更大。

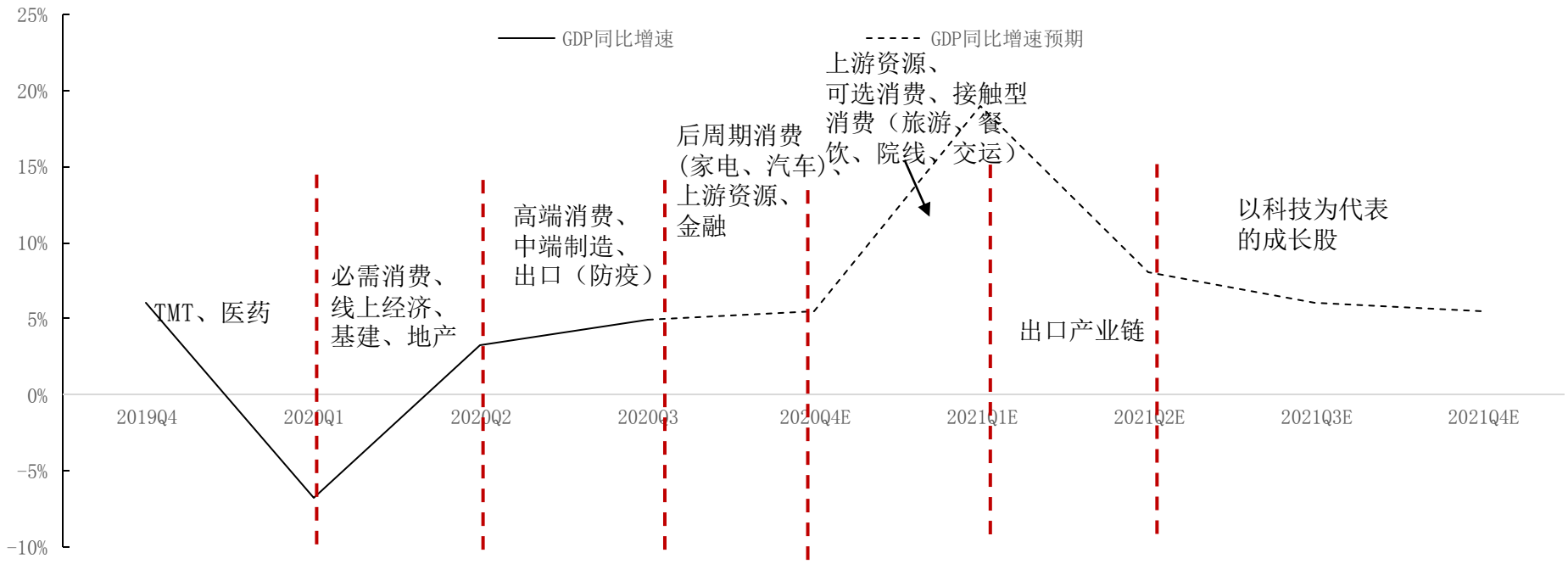
4）成长：长周期景气行业，高位震荡后消化估值后会迎来反攻。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

后疫情时代的行业修复顺序

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

图表：疫情冲击后景气度占优行业



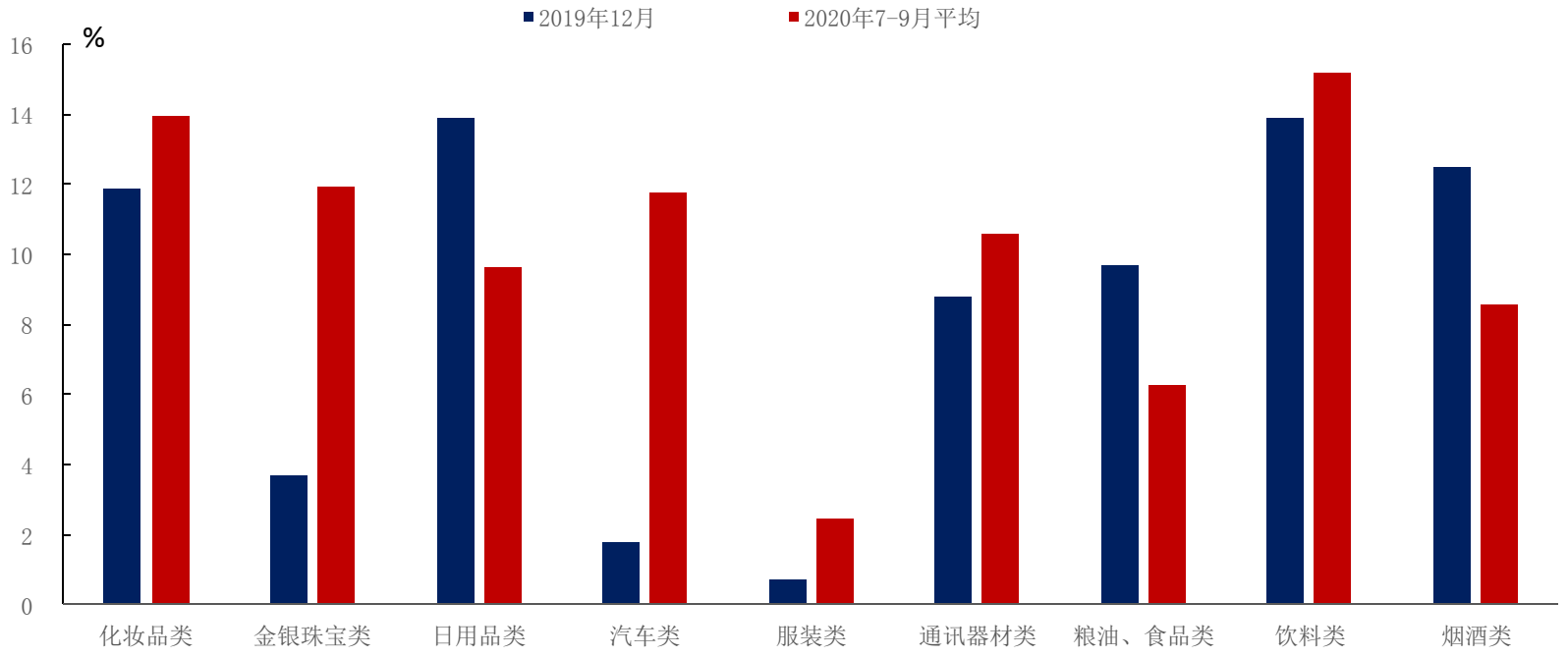
资料来源：Wind、东兴证券研究所

其中：2020Q4及2021年增速来自东兴策略组预测

消费—从结构修复走向全面复苏

■2020年下半年以来，高端消费率先复苏，2020年7-9月化妆品类、金银珠宝类、汽车类平均同比增速显著高于2019年底水平，同比增速差分别达到2.07%、8.27%和9.97%。中低端消费始终疲软，日用品类、粮油和食品类、烟酒类同比增速差分别为-4.23%、-3.40%、-3.93%。

图表：当前高端消费复苏良好，中低端消费始终疲软

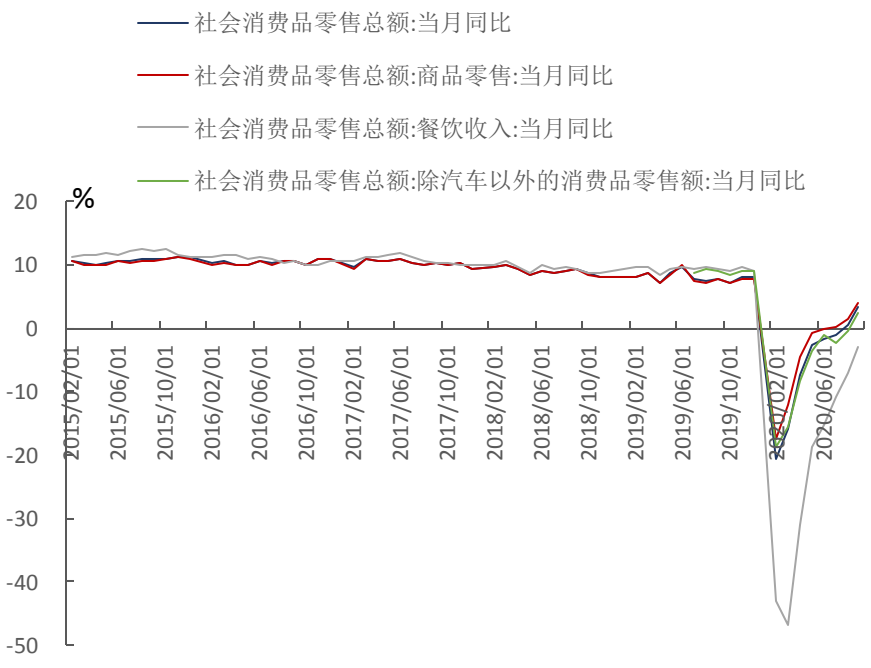


资料来源：Wind、东兴证券研究所

中低端消费有较大提升空间

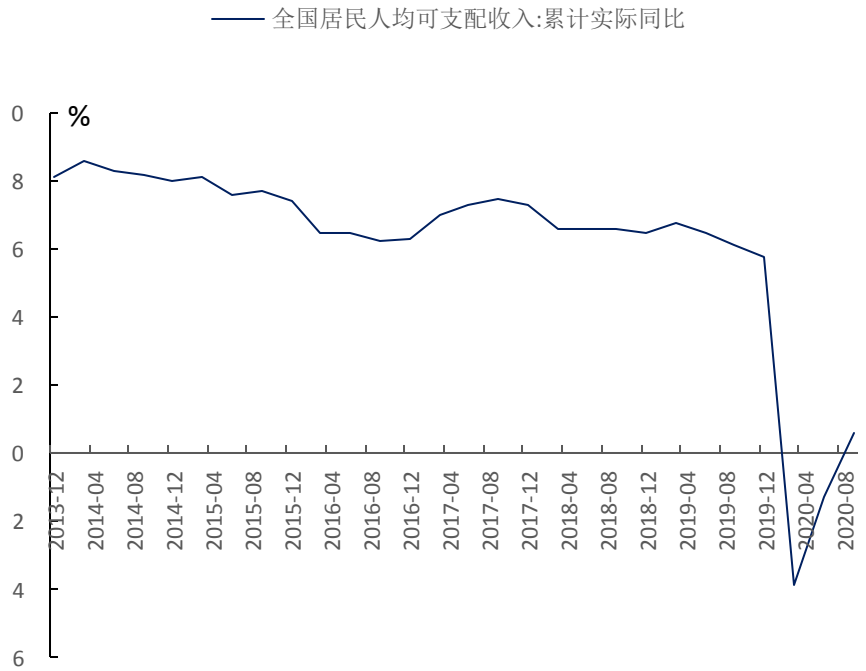
■对中低端起决定作用的服务业复苏速度始终较慢，社会消费品零售总额的餐饮收入分项9月同比仍处负区间，仅为-2.90%。居民人均可支配收入较低，截止到2020年9月累计实际同比仅为0.6%，远未回归到2018年以来6%左右的正常水平，影响复苏进程。

图表：社零的餐饮收入分项9月同比仍处负区间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：9月居民人均可支配收入累计同比仅为0.6%

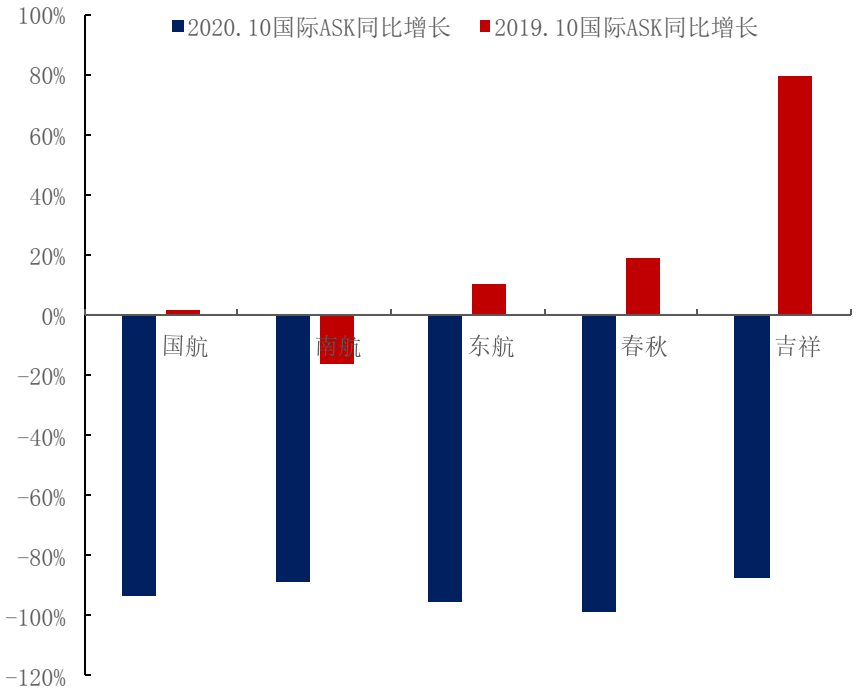


资料来源：Wind、东兴证券研究所

接触型消费当前复苏力度还是不足

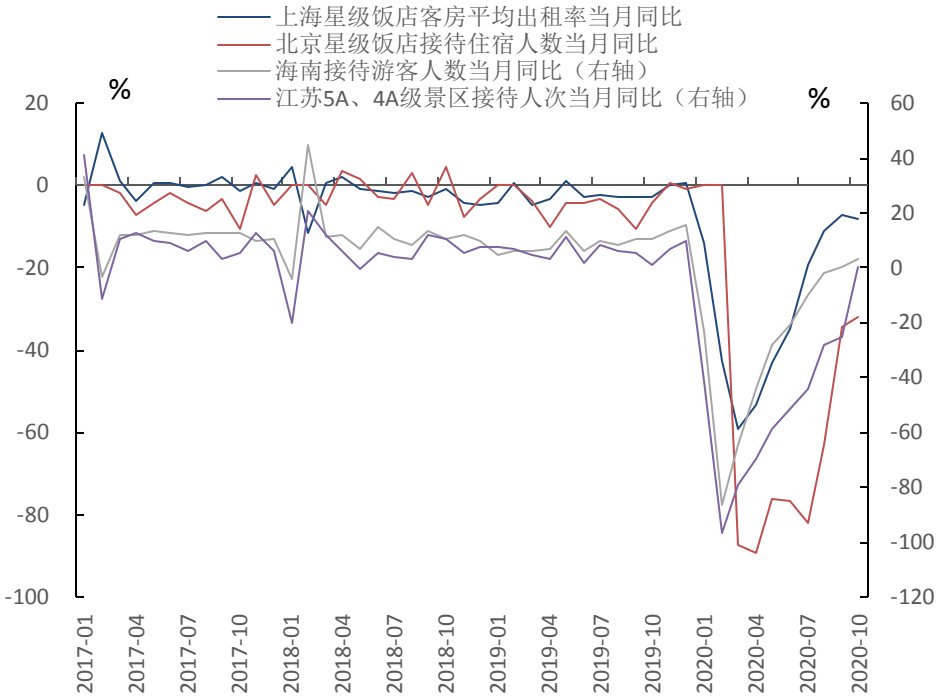
■各大航司国际航线ASK同比仍远低于去年同期，国航、南航、东航、春秋、吉祥2020年10月ASK同比分别为-93.20%、-88.59%、-95.16%、-98.51%、-87.47%。重点城市旅游、酒店接待均未恢复至疫情前，10月北京星级饭店接待人数同比-31.90%，上海星级饭店客房平均出租率当月同比-8.07%，海南接待游客人数当月同比3.05%，9月江苏5A、4A级景区接待人次当月同比-25.02%，均远未恢复至正常水平。

图表：航司国际航线ASK同比仍远低于去年同期



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：重点城市旅游、酒店接待均未恢复至疫情前

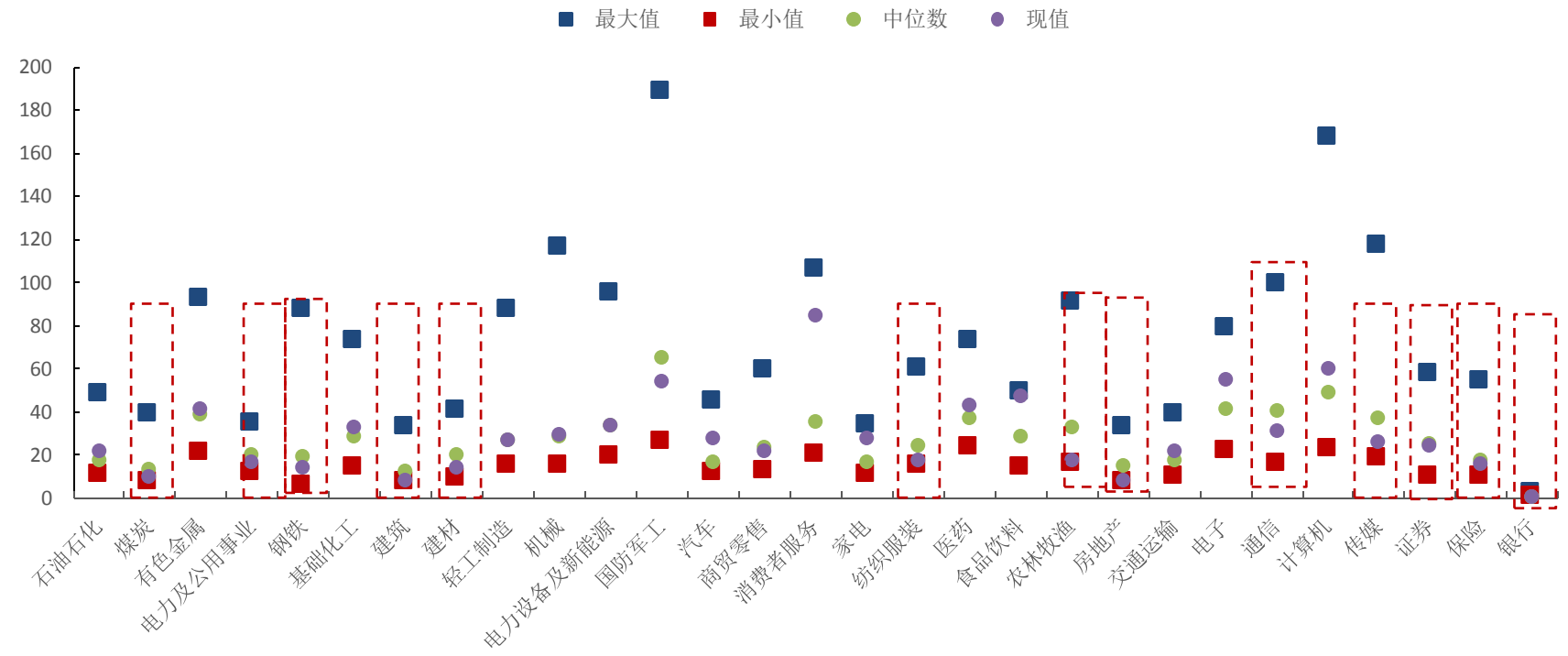


资料来源：Wind、东兴证券研究所

即便经过修复，周期的估值依然较低

■煤炭、电力及公用事业、钢铁、建筑、建材、纺织服装、农林牧渔、房地产、通信、传媒、保险、证券、银行等行业当前估值低于中位数，处于相对低估值，2010年以来的估值分位数分别为30.8%、17.7%、26.3%、7.8%、24.4%、12.7%、1.4%、6.4%、11.30%、10.50%、46.8%、41.4%、6.4%。

图表：煤炭、钢铁、建材等处于相对低估值



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：统计自2010年以来各个行业的历史分位数

哪些行业景气度改善最多？

■2021年归母净利润增速预期变化来看，交通运输、消费者服务、石油石化、有色金属、电子等对2021年预计景气度改善程度最高，煤炭、银行、农林牧渔、电力及公用事业、建筑等景气度改善有限。9月底至10月底，消费者服务、石油石化2021业绩预期大幅好转，预测增速分别增加7.90%和4.97%，纺织服装业绩预期则下行10.29%。

图表：交通运输、消费者服务2021年景气度预计将显著改善

行业	2021年归母净利润增速			行业	2021年归母净利润增速		
	9月30日预测	10月31日预测	变化		9月30日预测	10月31日预测	变化
交通运输	128.11%	126.43%	-1.68%	国防军工	22.47%	22.52%	0.05%
消费者服务	106.42%	114.32%	7.90%	医药	21.90%	21.01%	-0.88%
石油石化	90.35%	95.32%	4.97%	食品饮料	20.81%	20.78%	-0.03%
有色金属	41.33%	40.97%	-0.37%	家电	18.86%	19.45%	0.59%
电子	35.94%	37.23%	1.30%	非银行金融	18.65%	18.49%	-0.16%
传媒	38.17%	36.84%	-1.33%	房地产	18.31%	17.97%	-0.34%
商贸零售	32.77%	34.89%	2.12%	纺织服装	27.55%	17.26%	-10.29%
计算机	33.20%	33.41%	0.21%	建材	12.54%	13.68%	1.14%
基础化工	29.34%	31.67%	2.34%	钢铁	12.79%	13.65%	0.87%
电力设备及新能源	28.07%	29.76%	1.68%	建筑	13.07%	13.28%	0.21%
汽车	26.23%	28.60%	2.37%	电力及公用事业	13.01%	13.24%	0.23%
通信	25.96%	26.91%	0.95%	农林牧渔	8.28%	12.92%	4.65%
轻工制造	22.91%	25.20%	2.29%	银行	6.42%	6.86%	0.45%
机械	22.57%	23.72%	1.14%	煤炭	6.74%	4.88%	-1.86%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

龙头占优：科技、消费龙头相对行业明显占优

■电子、医药、计算机、食品饮料、纺织服装、商贸零售、消费者服务等行业龙头企业盈利增速比行业整体增速更高，科技、消费龙头占优趋势更明显。

图表：科技、消费龙头占优趋势更明显

行业	TOP1	TOP2	TOP3	前三季度归母净利润同比增速			行业增速	TOP3平均	Top3增速-行业增速
				Top1	Top2	Top3			
消费者服务	中国中免	视源股份	锦江酒店	-24.93	-0.65	-65.54	-87.13	-30.37	56.76
电力及公用事业	华能国际	华电国际	大唐发电	69.34	44.56	81.37	19.95	65.09	45.14
计算机	海航科技	上海钢联	神州数码	66.28	4.49	-22.85	-29.16	15.98	45.14
电子	京东方A	TCL科技	厦门信达	33.67	-21.42	162.43	24.87	58.23	33.36
商贸零售	苏宁易购	厦门国贸	苏美达	-95.4	3.8	20.31	-53.8	-23.77	30.03
纺织服装	多喜爱	际华集团	海澜之家	22.89	-33.48	-50.69	-50.16	-20.43	29.73
房地产	绿地控股	万科A	保利地产	1.94	8.89	2.88	-15.79	4.57	20.36
医药	上海医药	九州通	国药一致	5.97	110.23	3.98	20.47	40.06	19.59
建筑	中国建筑	中国中铁	中国铁建	3.86	17.98	1.3	-0.28	7.71	7.99
有色金属	江西铜业	中国铝业	紫金矿业	-25.8	-44.31	52.12	-9.78	-6	3.78
交通运输	建发股份	厦门象屿	南方航空	54.18	12.81	-283.01	-75.52	-72.01	3.51
食品饮料	伊利股份	贵州茅台	双汇发展	6.99	11.07	25.24	13.68	14.43	0.75
银行	工商银行	建设银行	农业银行	-9.15	-8.66	-8.49	-7.91	-8.77	-0.86
煤炭	中国神华	兖州煤业	中煤能源	-9.51	-18.52	-27.9	-13.02	-18.64	-5.62
家电	美的集团	格力电器	海尔智家	3.29	-38.06	-17.23	-11.44	-17.33	-5.89
钢铁	宝钢股份	河钢股份	鞍钢股份	-12.86	-34.79	-23.05	-14.79	-23.57	-8.78
非银行金融	中国平安	中国人寿	中国人保	-20.47	-18.41	-12.32	-6.33	-17.07	-10.74
机械	中国中车	中集集团	三一重工	-19.25	9.62	34.69	19.24	8.35	-10.89
汽车	上汽集团	广汇汽车	潍柴动力	-19.93	-41.6	0.67	-5.29	-20.29	-15
建材	海螺水泥	冀东水泥	华新水泥	3.79	-15.96	-16.92	5.86	-9.7	-15.56
电力设备及新能源	上海电气	中国核电	特变电工	6.02	33.23	-6.71	31.7	10.85	-20.85
石油石化	中国石化	中国石油	上海石化	-45.69	-73.01	-138.41	-43.91	-85.7	-41.79
国防军工	中国重工	中航飞机	航发动力	-109.33	32.77	53.3	41.67	-7.76	-49.43
农林牧渔	金龙鱼	新希望	温氏股份	45.88	65.54	35.44	131.58	48.95	-82.63
基础化工	中泰化学	万华化学	中化国际	-202.99	-32.28	-76.89	-13.94	-104.06	-90.12
通信	工业富联	中国联通	中兴通讯	-13.54	10.84	-34.3	84.85	-12.34	-97.19

资料来源：Wind、东兴证券研究所　注释：公司数据仅用公开数据统计汇总，并不构成任何盈利预测和投资评级，全文同。

龙头占优：市场给科技、消费龙头以溢价

■以部分科技、消费的龙头公司和行业整体估值进行对比，行业龙头享有明显的估值溢价。

图表：部分消费、科技龙头具有显著龙头溢价

股票简称	所属行业	公司估值（倍）	行业估值（倍）	龙头溢价（倍）
多喜爱	纺织制造	296.37	23.10	273.27
锦江酒店	酒店及餐饮	89.65	48.87	40.78
京东方A	光学光电	71.59	41.12	30.47
中兴通讯	通信设备制造	43.11	31.20	11.90
上海钢联	产业互联网	65.64	54.66	10.99
金龙鱼	农产品加工II	47.27	39.07	8.20
新希望	畜牧业	17.03	12.27	4.76
TCL科技	光学光电	44.17	41.12	3.05

资料来源：Wind、东兴证券研究所

龙头占优：传统行业的第一名和第二名差距放大

■房地产、家电、建材、建筑、有色等传统行业第一名和第二名的市占率差距在放大。

图表：传统行业第一名与第二名之间市占率的差距在拉大

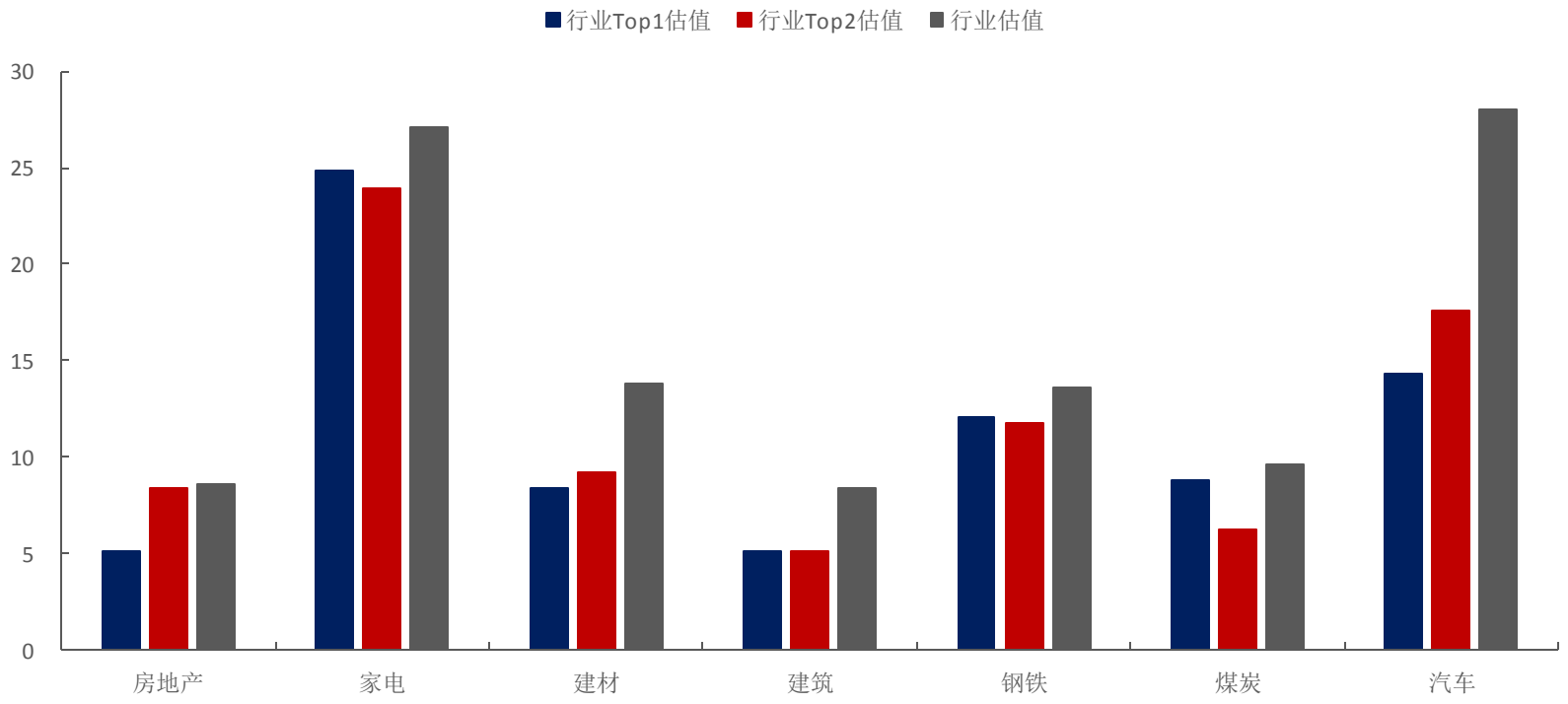
行业	行业TOP1公司与TOP2公司市占率差值							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020前三季度
建材	17.51%	18.13%	16.54%	16.31%	15.84%	21.28%	23.68%	25.50%
消费者服务	11.46%	11.43%	11.06%	9.99%	9.83%	16.88%	16.78%	23.92%
计算机	18.02%	14.25%	10.77%	4.76%	25.29%	21.84%	17.19%	22.00%
纺织服装	6.10%	3.16%	3.14%	4.38%	2.65%	1.24%	14.76%	19.37%
汽车	33.24%	32.85%	31.13%	28.23%	27.72%	28.02%	25.98%	19.36%
农林牧渔	11.38%	10.33%	4.15%	14.78%	15.88%	15.45%	12.35%	10.54%
建筑	2.89%	5.24%	6.80%	7.92%	8.17%	9.41%	10.07%	9.09%
钢铁	0.88%	3.95%	9.24%	10.45%	11.86%	10.67%	9.29%	8.58%
家电	0.21%	0.36%	6.21%	5.67%	8.71%	5.68%	6.89%	7.55%
机械	5.72%	6.81%	23.02%	21.38%	13.34%	10.44%	11.08%	7.28%
非银行金融	3.78%	0.89%	4.24%	6.18%	7.71%	10.53%	11.42%	7.14%
通信	44.64%	39.06%	0.50%	0.17%	7.65%	10.93%	10.14%	6.70%
有色金属	0.26%	4.95%	5.52%	4.78%	1.78%	2.32%	2.99%	6.60%
传媒	1.67%	0.38%	2.11%	1.44%	0.23%	1.71%	1.81%	5.10%
房地产	5.56%	4.24%	0.97%	0.43%	2.74%	2.44%	2.39%	5.10%
医药	6.79%	6.65%	6.41%	5.70%	4.54%	4.83%	5.14%	4.58%
电力设备及新能源	6.45%	5.92%	5.62%	4.41%	3.93%	5.27%	6.13%	4.48%
商贸零售	0.77%	3.86%	6.38%	4.12%	1.56%	2.40%	3.11%	3.90%
电力及公共事业	6.79%	6.25%	6.49%	5.47%	6.62%	6.01%	3.90%	3.74%
电子	11.67%	11.42%	8.45%	4.33%	1.56%	1.22%	2.20%	3.71%
石油石化	11.26%	9.67%	7.06%	7.81%	6.89%	8.85%	7.05%	3.56%
银行	2.54%	2.41%	2.29%	1.74%	2.49%	2.51%	2.96%	2.34%
轻工制造	4.98%	4.23%	4.21%	3.07%	3.22%	1.19%	1.77%	1.70%
煤炭	22.76%	23.55%	18.73%	12.58%	11.06%	9.91%	3.77%	1.49%
食品饮料	0.71%	2.12%	3.56%	1.81%	1.25%	0.37%	0.19%	0.72%
国防军工	18.40%	14.58%	13.37%	9.23%	2.53%	3.38%	1.11%	0.63%
基础化工	1.11%	1.82%	1.78%	1.17%	0.51%	0.69%	1.05%	0.49%
交通运输	0.38%	1.07%	1.34%	1.79%	0.81%	2.13%	2.74%	0.31%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

龙头占优：传统行业的龙头溢价未充分体现

■房地产、家电、建材、建筑、钢铁、煤炭、汽车等传统行业的龙头企业估值低于行业整体估值，优秀的龙头企业仍处于估值洼地。

图表：传统行业龙头溢价未充分体现

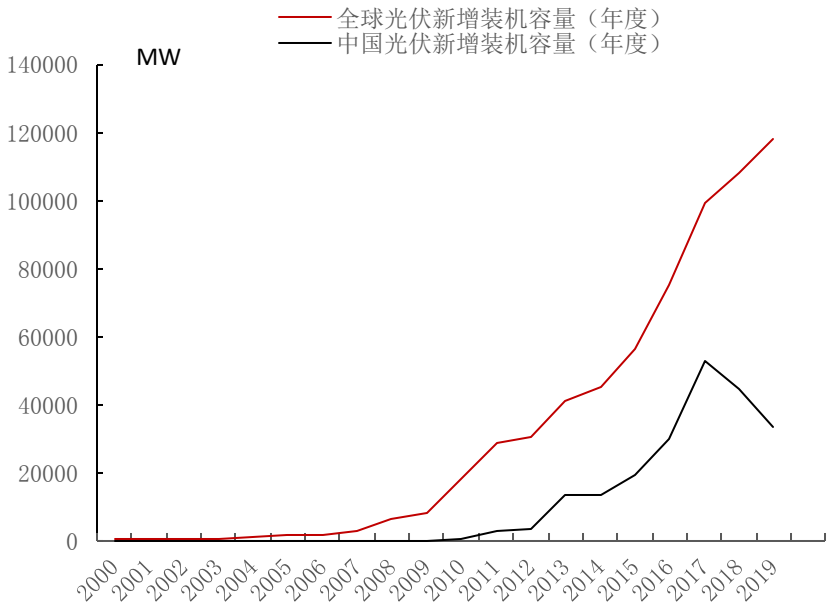


资料来源：Wind、东兴证券研究所

长期景气度向好：光伏

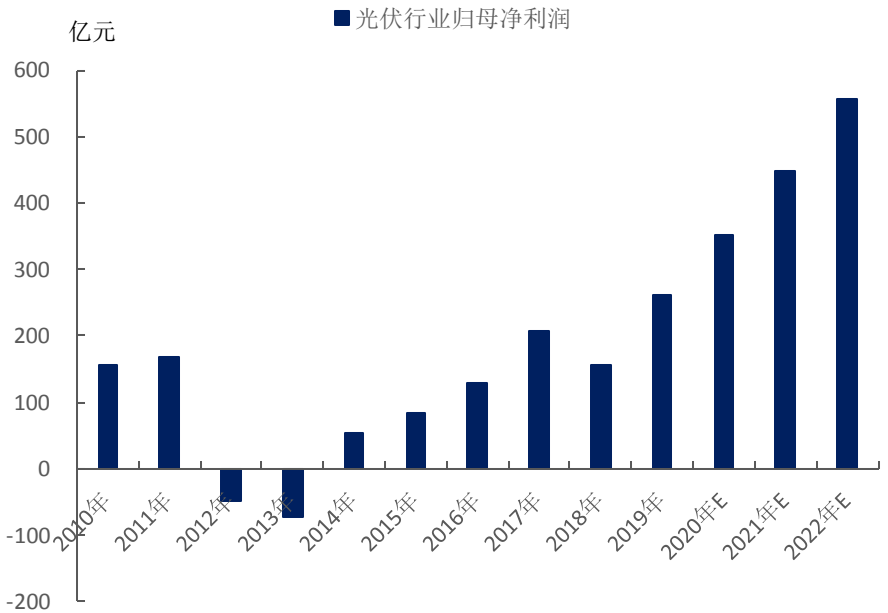
■长期需求增长确定：光伏发电成本很快会大范围低于火电，清洁能源替代；中期看行业景气度，2020年预计全球120GW的装机，2021年估计能到165GW，预计有30%以上的增速。

图表：光伏行业仍处高速发展区间



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图表：光伏行业归母净利润从14年起持续增加

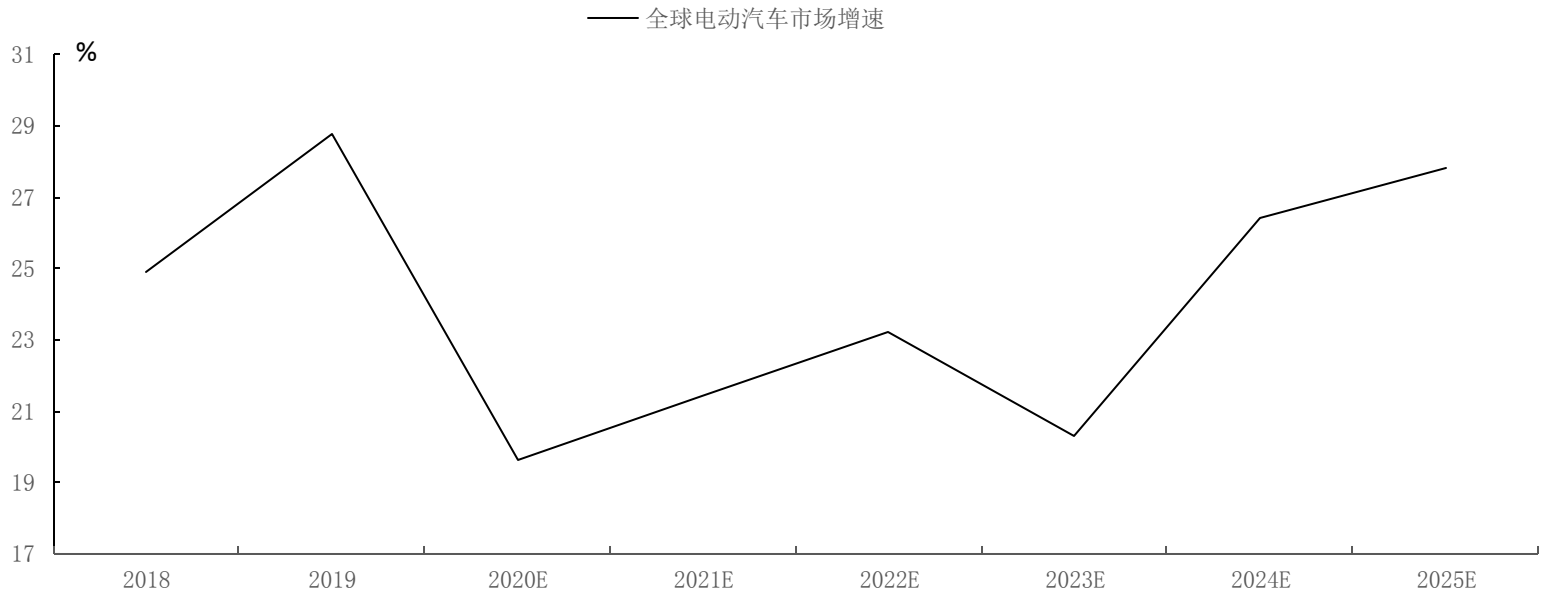


资料来源：wind、东兴证券研究所

长期景气度向好：新能源汽车

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

图表：新能源汽车行业仍处高速发展阶段

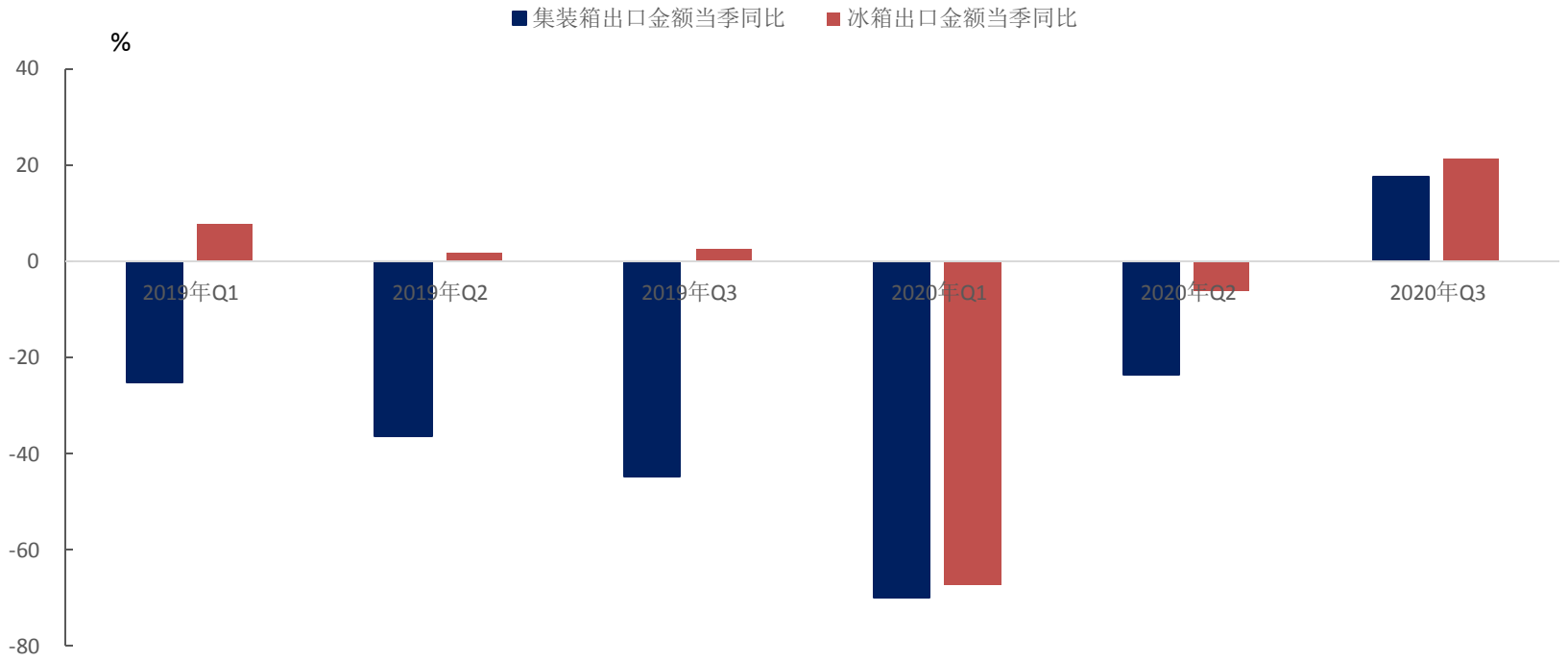


资料来源：Bis research、东兴证券研究所

长期景气度向好：制造业龙头

■疫情冲击后，中国供给和生产依然正常，中国的制造业成为世界的“供给方”；2021年之后，具备竞争优势的中国制造企业依然能从中受益。

图表：集装箱、冰箱出口金额当季同比从2020年Q3强劲反弹



资料来源：Wind、东兴证券研究所

小结

■ 2021年的关键词是“逆疫情交易”，全面普涨难现，大类行业内部分化加大，沿着如下主线布局：

1）押注海外复苏： 2020年周期复兴的逻辑来自于国内投资和供给修复，承担全球供应方，中游制造和上游资源（螺纹钢、铜）等渐次修复；2021年复苏的动力来自海外供需两旺，海外供需主导的原材料（铁矿石、石油）和为出口导向行业有望超预期，如工业制品、通用设备。

2）受冲击最大行业的“否极泰来”：2020年高端消费率先修复，而低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计2021年随疫情稳定而逐渐恢复，重点包括零售、国内旅游、仓储物流、公路、电影院线（上游）等，重点布局这些行业的龙头企业。

3）长期布局科技：科技股中寻找长期景气度向上的新能源汽车、光伏和制造业龙头。

金融作为底仓配置，经济复苏存在盈利改善预期，估值具备修复动力，重点关注银行和保险。

风险提示

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

分析师及联系人简介

分析师简介

分析师：杨若木，S1480510120014
十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎，S1480120070056
中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺及风险提示

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券 DONGXING SECURITIES

谢谢大家 欢迎交流