2020 年 11 月 19 日

证券研究报告·策略研究

策略专题报告

冰火两重天的市场，机会何在？

摘要

四季度以来，市场沿着复苏逻辑主线，进行了快速的行业轮动。行业表现从早期的化工、有色（钴锂铝铜），向可选消费（汽车）、大宗商品（钢煤）、出口产业链（纺织品、航运）等过渡，并开始逐步延伸到服务业的复苏，如酒店、旅游、航运、影视等。与此同时，受制于利率上行、疫苗研发进展及医保定价不确定性、苹果销量不及预期三大因素压制，成长股下跌，特别是医药板块以及电子板块出现较大幅度调整。

整体而言，当前市场围绕经济复苏主线进行轮动，但是成长性板块已经逐渐显示出布局机会。站在当下时点，我们认为复苏逻辑中涨幅较小的行业，以及当前受到负面因素压制的错杀板块，值得布局，12 月份应该有不俗表现。

投资策略：具体而言，看好信创（中科曙光、中国软件）、半导体（韦尔股份、兆易创新、闻泰科技）、创新药（恒瑞医药）、保险（中国平安），同时可以适当关注复苏逻辑涨幅较小的旅游（中国中免、众信旅游）、航空（春秋航空）等板块。

风险提示：流动性收紧超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌

执业证号：S1250515070001

电话：021-68415861

邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

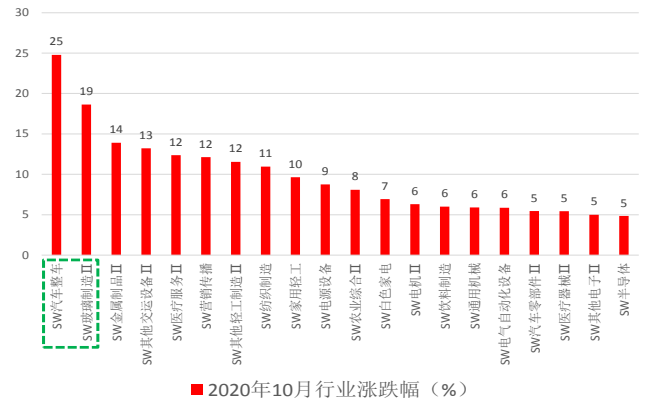
1. 一枝独秀的“中国牛”——A 股 2021 年投资策略（2020-11-02）
2. 策略专题：大会释放的六大信号！——解读十九届五中全会公告（2020-10-30）
3. 策略专题：如何从三季报预告中发掘 A 股的投资机会（2020-10-27）
4. 策略专题：疫情反复，宽松犹在（2020-10-14）
5. 策略周报（0928-1008）：宽松不会缺席，节后有望开门红（2020-10-08）
6. 策略专题：注册制给 A 股带来的六大影响（2020-09-25）
7. 策略专题：轻舟已过万重山——A 股 2020 年四季度投资策略（2020-09-08）
8. 策略专题：成长股活力凸显——2020 年 A 股中报业绩分析（2020-09-03）
9. 策略专题：国企改革新一轮大幕即将拉开帷幕（2020-08-26）
10. 策略专题：创业板注册制的大幕如何拉开（2020-08-23）

四季度以来，市场呈现出明显的冰火两重天的表现。

一方面，以复苏逻辑为主线的相关行业，进行了快速的轮动，市场表现热火朝天。行业轮番上涨：从早期的化工、有色（钴锂铝铜），向可选消费（汽车）、大宗商品（钢煤）、出口产业链（纺织品、航运）等行业过渡，并开始逐步延伸到服务业的复苏，如酒店、旅游、航运、影视等。

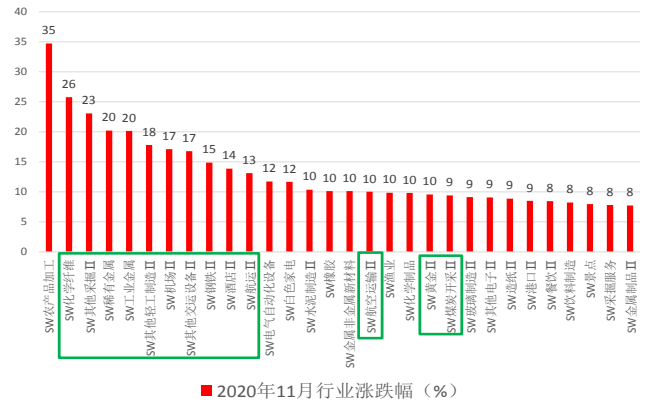
另一方面，成长股则跌入冰点。受制于利率上行、新冠疫苗研发进展不及预期、医保定价不确定性、苹果手机价格不及预期四大因素压制，成长股下跌，特别是医药板块以及电子板块出现较大幅度调整。

图 1：10 月份的行业涨跌幅



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：11 月份的行业涨跌幅

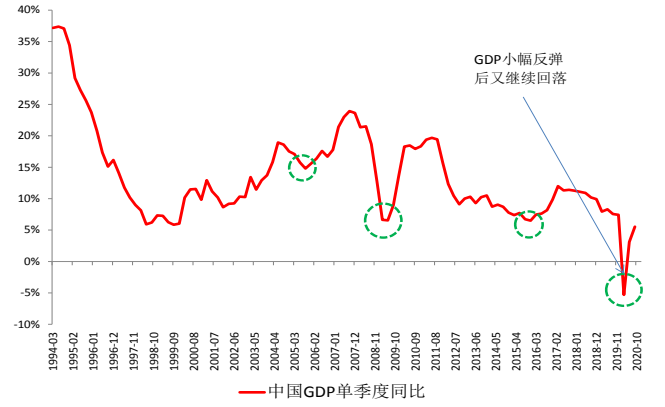


数据来源：Wind，西南证券整理

复苏主线从最近两个月的行业轮动表现得特别鲜明。从申万 103 个二级行业来看：10 月份，涨幅靠前的四大行业是汽车整车（涨幅 24.8%）、与汽车相关的玻璃制造（涨幅 18.6%）、金属制品（涨幅 13.9%）、其他交运设备（涨幅 13.2%）；11 月以来，化学纤维（涨幅 37%）、其他采掘（涨幅 25%）、航运（涨幅 22.6%）、机场（涨幅 21.6%）四大行业涨幅靠前。连续两个月，与经济复苏主线相关的行业涨幅连续霸榜。

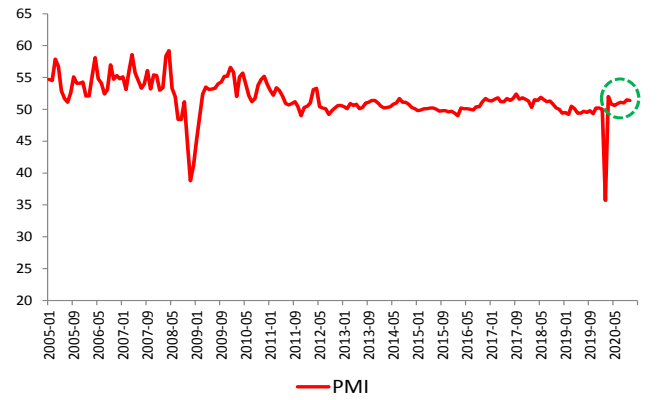
以 11 月 17 日的行业涨跌情况为例，这种复苏热火朝天的状况特别鲜明。当天航运（中远海控、中集集团）、港口（连云港、广州港）、酒店（锦江酒店、首旅酒店）、汽车整车（长安汽车、上汽集团、华域汽车）四个申万二级行业涨幅居前，分别上涨 7.56%，4.2%，2.8%，2.7%。申万 103 个二级行业中，仅有 33 个行业上涨，20 个行业涨幅超过 0.4%。其中，除了领涨的四个行业外，还有跟经济复苏相关的就有：景点、机场、航空运输、铁路运输、汽车零部件、餐饮、石油开采、纺织制造、采掘服务、石油化工等 10 个行业。在涨幅排名前 20 的行业中，有 14 个行业，即 70%的行业与经济复苏相关。显示当前的市场主线仍然是围绕着经济复苏的逻辑在轮动。

图 3：中国 GDP 增速在三季度就已经显著回升



数据来源：Wind，西南证券整理

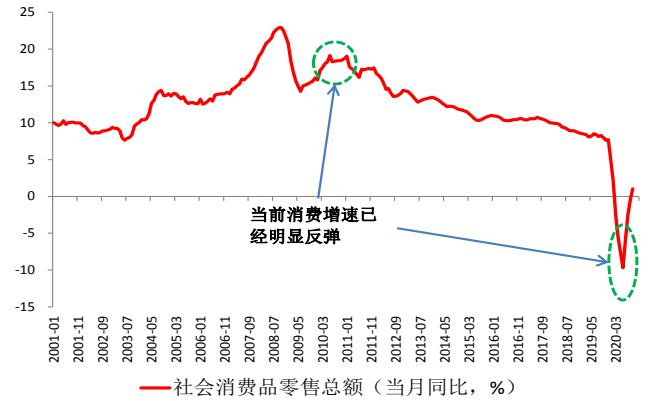
图 4：中国制造业 PMI 在 3 月份就开始反弹



数据来源：Wind，西南证券整理

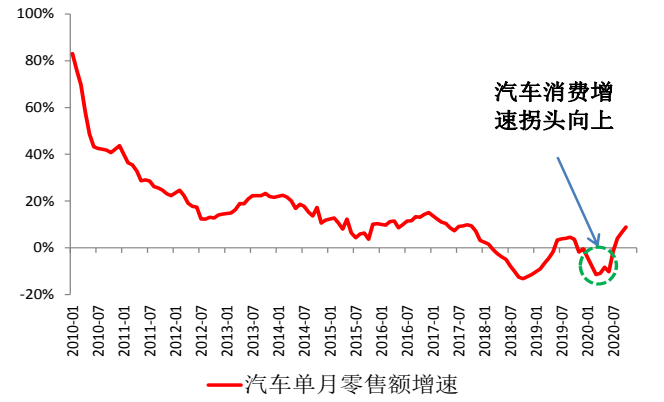
复苏主线热火朝天的背后，是中国经济的韧性和新冠防疫的成就。中国在世界主要经济体中疫情防控最为到位，经济反弹最为显著。实际上早在三月份，中国制造业的 PMI 就出现了大幅度反弹。之后，GDP 增速在三季度也出现了明显反弹。在 10 月份 IMF 公布的世界经济展望中，中国 2020 年经济增速由 8 月份的 1.2%上调到 1.9%，是主要经济体中唯一增速为正的。其他经济体中，除美国外，欧盟、日本的 2020 年预期增速都被下调。同时，IMF 还预期中国经济在 2021 年将取得 8%以上的增速，在所有经济体中增速最快的之一。当前，拉动经济的三驾马车，投资、消费、净出口都出现了明显回暖。同时，在价格端，由于在经历了刺激政策带来的反弹后，随着经济复苏，大部分商品的价格都呈现平稳走势，上涨明显放缓：PPI 继续走低，猪价明显回落，鸡蛋价格呈现震荡走势，蔬菜价格保持平稳。由于中国疫情管控到位，各产业供应链得以最大程度保存，使得各类产品的供给有了充足保障。在这种状况下，当前的经济复苏呈现出“高增长、低通胀”的最舒适增长状态。这种复苏，逐步从上游的原材料（有色化工），向中游制造业（汽车机械），以及下游（旅游社服）等逐步蔓延。

图 5：消费增速明显反弹



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：汽车销量增速快速上行



数据来源：Wind，西南证券整理

而与之相应的，那些远离复苏逻辑的行业，则表现出明显的疲软态势。最为明显的就是医药和 TMT 两大板块。**但由于长期成长性存在，这种底部盘整也就意味着机会的到来。**从二级行业表现来看，仅 11 月 17 日一天，医疗器械、医疗服务、生物制品、化学制药、医药商业全部呈现下跌的态势，分别下跌 2.5%、1.9%、1.7%、0.8%和 0.6%。这其中，主要是

两个因素对医药板块形成了有力压制：其一，海外疫苗研发的最新进展，削弱了相关医疗器械和用品的“疫情受益”逻辑，同时也压制了国内疫苗研发的潜在收益率；其二，年底的医保谈判还未开始，靴子未落地，也使得医药板块存在较大的不确定性。“预期收益降低”+“不确定性”，使得医药板块承压明显。但是，当前的医药板块已经回调较多：从 7 月中旬以来，生物制品下跌 20.2%，而化学制药下跌 13.5%。随着 12 月初医保谈判尘埃落定，医药板块有望迎来新一轮上涨机遇。

从 TMT 板块来看，虽然都呈现下跌，但计算机与电子板块的逻辑存在明显差异。从计算机板块来看，虽然板块本身跌得比较多，当前也处于业绩真空期，但新一轮的政府招标预期还未呈现，目前仍然呈现震荡磨底阶段。而电子板块，不论是消费电子还是半导体，前期由于苹果黑市价表现不及预期，对板块造成冲击。但随着苹果销量预期的重新上调，消费电子及半导体都在 17 日盘中呈现出明显的 V 型反转。电子板块有望出现一轮快速反弹。

投资策略：整体而言，当前市场围绕经济复苏主线进行轮动，但是成长性板块已经逐渐显示出布局机会。站在当下时点，我们认为复苏逻辑中涨幅较小的行业，以及当前受到负面因素压制的错杀板块，值得布局，12 月份应该有不俗表现。具体而言，看好信创（中科曙光、中国软件等）、半导体（韦尔股份、兆易创新、闻泰科技等）、创新药（恒瑞医药等）、保险（中国平安等），同时可以适当关注复苏逻辑涨幅较小的旅游（中国中免、众信旅游、锦江酒店等）、航空（春秋航空等）等板块。

风险提示：流动性收紧超预期。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn