2020-11-12

策略研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

均衡配置，拾级而上

——2021年年度策略

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
执业证号：S1190517030002

证券分析师：金达莱
电话：010-88695265
执业证号：S1190518060001

核心结论

- 随着新冠疫苗问世，全球贸易有望迎来共振。在此之前，海外疫情反复或引发担忧情绪，但对经济的实质冲击有限。2021年全球经济复苏，中国一马当先展现强劲增长，将持续受益于中国制造业在疫情期间所展现的优势。弱美元周期开启，将利于人民币打开升值空间、大宗商品走强、全球资金流入新兴市场等风险资产。中美关系将进入新平衡，外围风险有望迎来阶段缓冲，但中美长期竞争的关系，我国也将在未来面临新的遏制挑战。

- 国内经济和政策将在疫情后回归常态化，需求上可选消费目前仍有较大的修复空间，预计未来半年将迎来地产竣工高峰，国内经济2021年前高后低。2021年难在重现2020年政府债券集中发行的组合，基建托底和货币刺激必要性降低。疫情后也将迎来新常态，数字经济和进口替代将加速渗透，“十四五”的新开局将围绕扩大内需和科技强国的主线展开，5G产业迎来应用导入期。

- 资本市场在2021年将面临更强的资金博弈，资金供需方面均有放量，在2021年能维持一定平衡。2021年外资增量资金较2020年将有所回升，公募发行规模仍能保持高位，资金供给能保持充裕；而IPO、定增、可转债在注册制和再融资环境友好条件下也将在2021年呈现提升或平稳，减持压力也将随着限售股解禁保持高位、市场热度不断升温而放大，资金需求呈现扩张。

- 2021年A股从估值驱动转向业绩驱动。2021年上半年迎来阶段性盈利高点，国内外货币正常化，难以支撑市场估值大幅提升，需要业绩增长消化估值，业绩能否兑现将决定走势，市场波动放大。基于当前消费和成长高估值的背景下，后续消费和成长更多赚盈利的钱，金融地产等权重行业随着经济复苏趋势的确立仍有估值提升的空间。预计2021年上证综指顶部区间在【3500，3800】，下行底部或在3000点。2021Q1将有经济复苏（经济高点）、流动性充裕（年初银行放贷相对活跃、货币政策阶段性对冲）、政策催化（两会、十四五）、外部缓和（疫苗问世、中美关系阶段缓和）等多重催化，预计成为全年投资较好的窗口。一季度科技消费领涨，二季度风格再平衡，全年指数呈“M”型。

核心结论

- 投资机会上，均衡配置。科技方面，关注5G和云计算产业的率先落地应用领域（物联网、4K视频、IDC），“双循环”下的进口替代（医疗器械、半导体），“十四五”的产业升级（新能源汽车产业链、光伏产业链、军工）；消费方面，关注全球复苏、拜登上台后降低关税促进出口的领域（苹果产业链、家电）、“疫后”可选消费的复苏（白酒、休闲旅游、航运航空）；顺周期方面，关注受益全球经济复苏、补库存带来的涨价品种（玻纤、聚氨酯、钛白粉）；金融方面，关注低估值、边际改善行业（银行、保险）。

- 风险提示：货币政策转向；汇率波动超出预期；中美对抗提前和加深

目录

CONTENT

一、全球：新格局、新变化

二、国内：新常态、新阶段

三、资本市场：博弈加剧

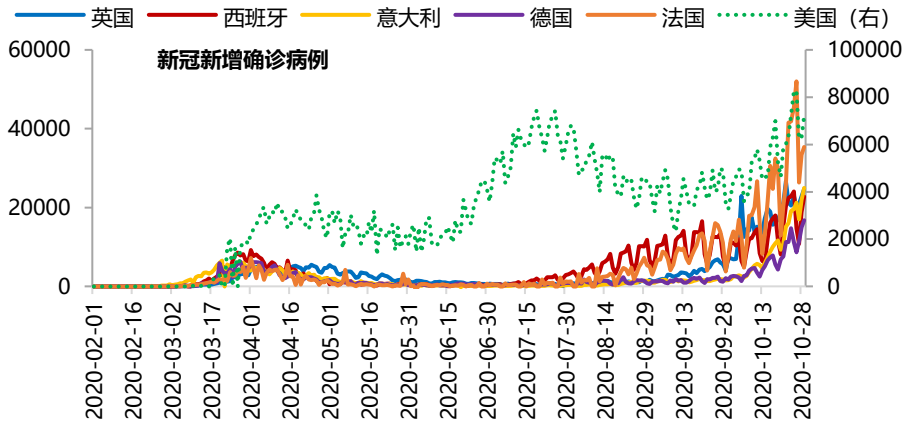
四、2021年市场看法

五、2021年投资机会

1.1 疫情反复引发担忧情绪，实质冲击有限

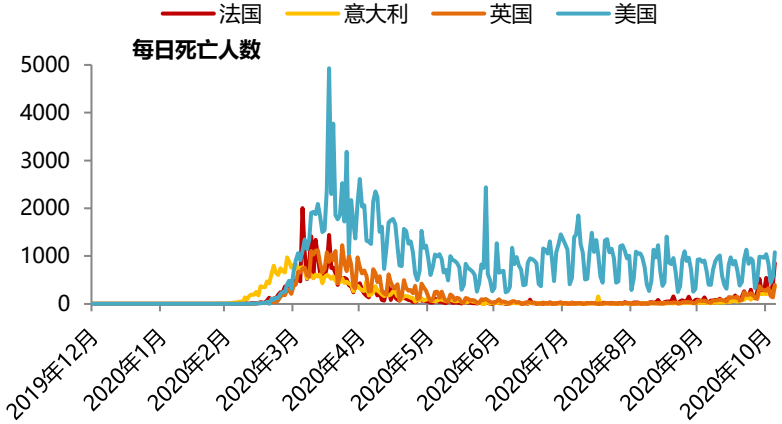
- 1）近期欧美疫情形势严峻的影响，美国新增确诊病例突破每日8万例，英、法、德等欧洲各国新增确诊病例也是节节高升，突破前期高点，显示在眼下疫情形式严峻，致使投资者保持谨慎。
- 2）但我们认为近期海外疫情对经济的实质冲击有限，但短期可能会扰动市场情绪。目前美国死亡人数偏低，甚至不及6-8月时第二轮疫情升级时的情形；疫情升级将再度阶段性放慢复工节奏，拖累部分需求，但当前美国第三波疫情相对严重的中西部各州依然处于复工状态，欧洲主要国家所采取的隔离和封锁措施强度也明显低于3月时的情形。

图表1：欧美新冠新增确诊人数突破前期高点



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表2：目前致死率远低于3月时高峰情形



资料来源：欧洲疾控中心，太平洋证券研究院整理

1.2 新冠疫苗问世，全球贸易有望共振

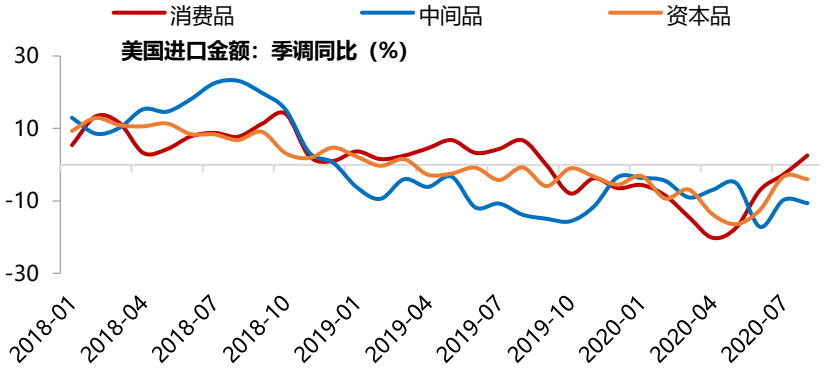
- 1）根据世卫组织网站最新数据，截至10月19日，各国正在研发并登记在册的候选新冠疫苗共有198种，其中44种已进入临床试验阶段。目前全球新冠疫苗研发已进入下半场，预计年底将有新冠疫苗问世，大规模使用需要到2021年年中。
- 2）受益于疫苗上市，国内经济修复较慢的消费和服务业大概率会加速提振，全球经济也将得以加速复苏，由此全球贸易也将大概率会出现一轮中长期的共振。
- 3）但由于以美国为代表的海外经济体复苏主要经历“消费品-资本品-工业中间品”的过程，疫苗上市将主要推动海外工业部门的加速修复，前期我国受益于疫情医疗品出口，短期来看也将面临波折。

图表3：目前全球已有不少医药研发机构已进入新冠疫苗的三期临床试验

研发企业或机构	疫苗类型	临床前研究	临床试验		
			Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期
中国生物/武汉所	灭活疫苗	√	√	√	√
中国生物/北京所	灭活疫苗	√	√	√	√
牛津大学/阿斯利康	非复制型腺病毒载体疫苗	√	√	√	√
科兴生物	灭活疫苗	√	√	√	√
Moderna/NIAID	mRNA疫苗	√	√	√	√
康希诺生物/军科院	重组蛋白亚单位疫苗	√	√	√	√
BioNTech/复星医药/辉瑞	非复制型腺病毒载体疫苗	√	√	√	√
Novavax	重组蛋白亚单位疫苗	√	√	√	√
强生（子公司杨森制药）	非复制型腺病毒载体疫苗	√	√	√	√
智飞生物/中国科学院微生物研究所	重组蛋白亚单位疫苗	√	√	√	

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表4：美国复苏节奏先后历经“消费品-资本品-工业中间品”

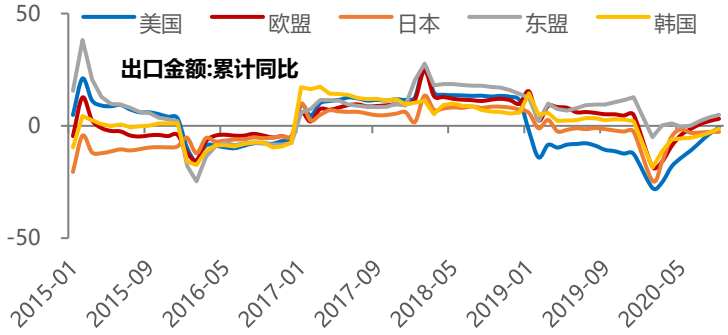


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

1.3 2021年全球经济复苏，中国一马当先

- 1）世界银行预测，全球增长在2021年回升至4.2%，发达经济体增长3.9%，新兴市场及发展中经济体回升4.6%。其中中国2020预计的经济增长从2019年的6.1%降至1%，2021将反弹至6.9%，在全球范围内仍体现为相对高增长。
- 2）受贸易紧张局势和经济增长放缓影响，2020年全球商品贸易预计将下降13%至32%，2021年全球贸易复苏仍有可能，很大程度上将取决于疫情持续时间和各国抗疫政策的有效性。
- 3）9月我国对美国、韩国和东盟出口增速改善靠前，受疫情影响，我国对欧盟出口增速改善靠后。

图表5：我国对东盟和欧盟的出口增速更高



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表6：2020年全球经济展望

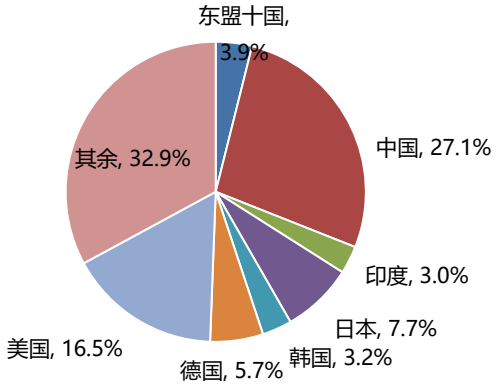
	2019e	2020f	2021f
全球	**2.4**	**-5.2**	**4.2**
发达国家	**1.6**	**-7.0**	**3.9**
美国	2.3	-6.1	4.0
欧元区	1.2	-9.1	4.5
日本	0.7	-6.1	2.5
新兴市场和发展中经济体（EMDEs）	**3.5**	**-2.5**	**4.6**
出口大宗商品EMDEs	1.5	-4.8	3.1
其他EMDEs	4.8	-1.1	5.5
东亚太平洋地区	5.9	0.5	6.6
中国	6.1	1.0	6.9
印度尼西亚	5.0	0.0	4.8
泰国	2.4	-5.0	4.1
欧洲中亚地区	2.2	-4.7	3.6
俄罗斯	1.3	-6.0	2.7
土耳其	0.9	-3.8	5.0
波兰	4.1	-4.2	2.8
拉美加勒比地区	0.8	-7.2	2.8
巴西	1.1	-8.0	2.2
墨西哥	-0.3	-7.5	3.0
阿根廷	-2.2	-7.3	2.1
中东北非地区	-0.2	-4.2	2.3
沙特阿拉伯	0.3	-3.8	2.5
伊朗	-8.2	-5.3	2.1
埃及	5.6	3.0	2.1
南亚	4.7	-2.7	2.8
印度	4.2	-3.2	3.1
巴基斯坦	1.9	-2.6	-0.2
孟加拉国	8.2	1.6	1.0
撒哈拉以南非洲地区	2.2	-2.8	3.1
尼日利亚	2.2	-3.2	1.7
南非	0.2	-7.1	2.9
安哥拉	-0.9	-4.0	3.1

资料来源：世界银行，太平洋证券研究院整理

1.4 中国加固制造业产业链

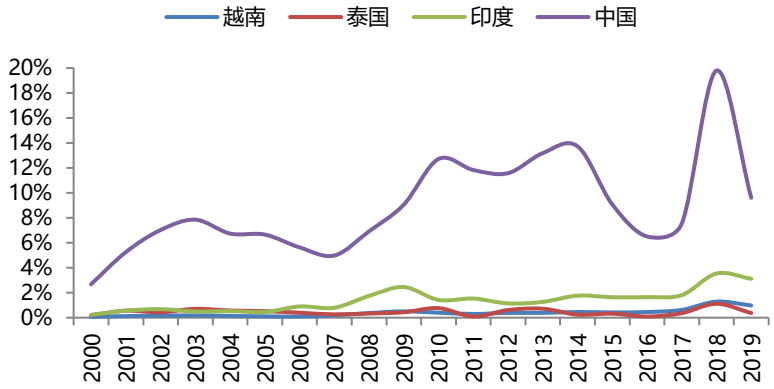
- 1）此前中国产业转移仅限纺织业、电子加工等部分领域，尚未出现大规模产业向外转移的现象，中国制造业增加值远高于东盟和印度，近期印度纺织转单给中国，进一步验证了东盟国家的制造能力及效率与中国尚有差距。
- 2）我国制造业在智能自动化领域的快速发展以及管理能力提升带来了效率提高，有助于对冲成本端的上行，在疫情期间劳动力不足面前，展现出优势。中国外商直接投资金额占全球比重仍在上升，增速高于越南、菲律宾和印度等国。
- 3）虽然自2018年以来，中美之间存在贸易摩擦，但中国出口整体影响较小，中国积极调整贸易结构，扩大对东盟、欧洲的出口。

图表7：东盟和印度制造业体量与我国仍有较大差距



资料来源：世界银行，太平洋证券研究院整理

图表8：中国外商投资占全球投资比例仍在提升

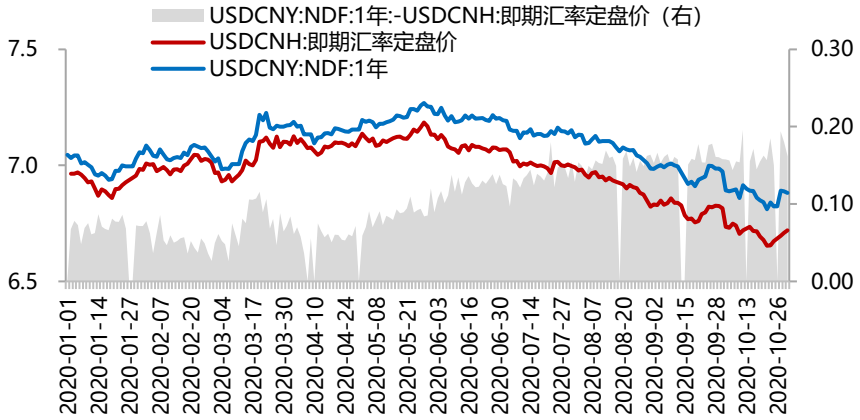


资料来源：世界银行，太平洋证券研究院整理

1.5 弱美元周期开启

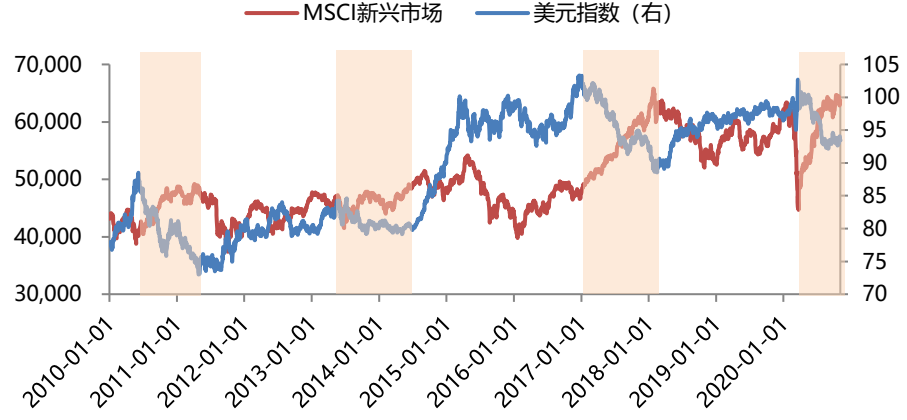
- 1）美元的泛滥将使美元中长期保持弱势，在国内疫情防控态势较好的情况下，经济动力强劲，中美利差保持在2.4%的历史高位，人民币升值空间将打开。截止10月底，人民币汇率升值至6.7左右，相较于5月时底部的7.16仍升值幅度达到6%。
- 2）当美元走强弱时，因为主要大宗价格由美元定价，因此会随着美元走弱而相对升值，叠加经济复苏，大宗会逐渐走强。
- 3）美元走弱刺激资金流入风险资产，整体上美元指数与新兴市场表现呈现长期负相关，当美元走弱时，国际资金倾向于流入新兴市场寻求价值和收益。

图表9：人民币汇率升值至6.7左右



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表10：美元指数走弱刺激资金流入新兴市场



资料来源：太平洋证券研究院整理

1.6 中美进入新平衡，外围风险有望迎阶段缓冲期

- 1）从目前选票来看，拜登保持领先优势。但特朗普上诉、重新计票等多项不确定性仍可能扰动预期，直至2021年新总统就职。拜登胜选将利好新能源、互联网行业的发展。
- 2）拜登上任后，调整本国国内人员和政策预计需半年时间，对于我国而言，短期外部扰动迎来真空期。
- 3）但也需认识到，中美两国竞争关系是中长期矛盾，无论谁当选，美国对我国的科技、军事遏制是美国两党的基本共识。

图表1：美国大选结果对市场的影响

拜登大胜 目前市场预期	**赢得白宫、参议院、众议院**：1）A股短多长空：不打贸易战，科技战缓和（华为之外的其他分歧可能搁置）；2）跟随美国基建刺激和绿色经济，美国经济2021年显著复苏，中国经济也不差，四季度到明年H1，可能形成国内国外基本面的共振，沿着需求端顺周期逻辑把握机会，成长方向重点把握新能源；2）但从更长期来看，仍然警惕中国，且更重视政治同盟和隔离中国的区域经贸同盟
拜登小胜	**失去参议院、赢得白宫和众议院**：1）利空美国经济，因为财政刺激计划面临的不确定性加大，但美股市场仍然有结构性机会，主要是利好新能源；2）A股短多长空，利多的时间和持续性可能比上述第一种情形要短，主要是贸易战暂停、科技战缓和带来的，但经济持续性不够，同时货币政策独立性加强，如果出现超预期通胀（但经济并未充分复苏）可能也会出现货币政策调整，对全球风险资产来说都有压力
特朗普小胜	**赢得白宫，失去众议院，参议院不确定**：1）执政纲领没有大的变化，但市场预期已经在另一个方向上演绎太久，面临一定的回调修复，美股利空；2）等待调整后，看对美联储的态度，如果货币还能够宽松，则重新回到流动性支撑的逻辑上；3）财政刺激计划还需要更复杂的谈判，不确定性进一步加大，海外经济低迷状态持续。
特朗普大胜	**概率较小**：对华政策的不确定性最大；如果按照现有政策趋势，这种情形短期是最利空A股的情况，但很可能出现翻转式的变化（对华释放善意，以利于攫取更多利益）

资料来源：太平洋证券研究院整理

图表12：拜登和特朗普主张的差异

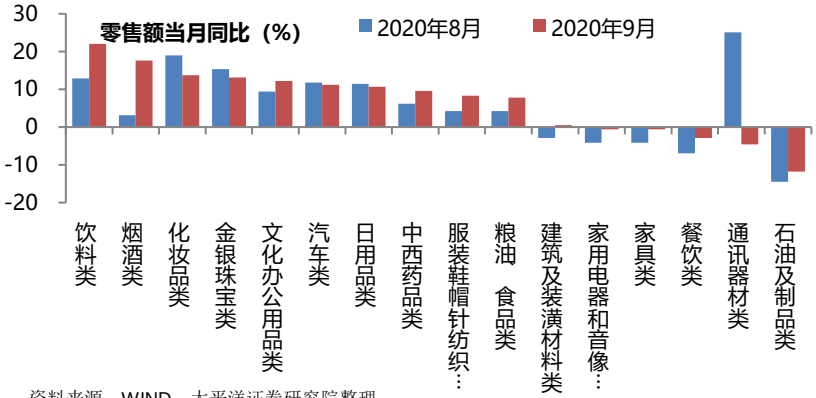
	拜登（民主党）	特朗普（共和党）
移民	**友好**：主张撤销特朗普的移民政策，如结束边境的“国家紧急状态”、保障“追梦人”等。	**抵制**：继续要求加强边境安全，废除奥巴马有关移民改革行政令等
经济就业	**失业救济**：反对减税，在就业上更强调提升最低工资、促进种族平等政府保障措施	**刺激经济**：宣扬执政期间的经济政策与成就，包括全面减税、鼓励制造业回流与就业等，强调经济增长对就业、收入增长的带动作用
金融监管	**支持强化**金融监管	**支持放松**金融监管
税收	**主张增税**：提议提高个人所得税的最高边际税率，以加强对高收入人群的征税力度，扭转特朗普的2017年减税措施。	**不会增税**：持续宣传他的2017年减税措施，以举例说明他拉动经济的方法
科技	**批评态度**：拜登曾指责脸书和其他科技巨头，并提议针对这些公司设定最低联邦税。拜登曾表示，解散像脸书一样的公司是“我们需要认真思考的问题”。	**扑朔迷离**：特朗普经常指责亚马逊和它的CEO杰夫·贝索斯，但又和苹果公司的蒂姆·库克会面，并称赞库克是一名“伟大的高管”。特朗普政府曾针对美国科技巨头开展了大范围的反垄断调查。
对外政策（贸易）	**联盟施压**：强调对外团结，希望重构盟友关系，结束阿富汗和中东战争；不支持使用关税武器，但也关注“不正当竞争”问题，倾向于通过团结盟友向中国等“贸易政策滥用者”施压	**极端关税**：继续强调“美国优先”，恢复美国在全球外交的地位，重塑美国军事力量，让盟友承担更多防务费用；继续坚持对进行“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税
	对华政策：表示将不对中国的农业产品收税，但在中国钢铁倾销和知识产权侵权问题上也持强硬态度。	**对华政策**：特朗普对中国商品加征关税以增加美国就业机会，但因此伤害了美国农民和制造业的利益。
能源	**清洁能源**：支持发展清洁能源，计划重返《巴黎气候协定》	**传统能源**：坚持发展传统石化能源，退出《巴黎气候协定》
医保	**政府干预**：强调政府干预，希望推行并完善奥巴马的《平价医疗法案》。	**市场竞争**：主张通过市场竞争降低医保成本
防疫政策	**积极**：提出强制性“口罩令”，积极推进病毒检测，重回WHO。	**消极**：长期反对、但近期开始呼吁戴口罩，退出WHO
基建	两者均支持基建	

资料来源：太平洋证券研究院整理

2.1 疫情后时代：经济和政策向正常化回归

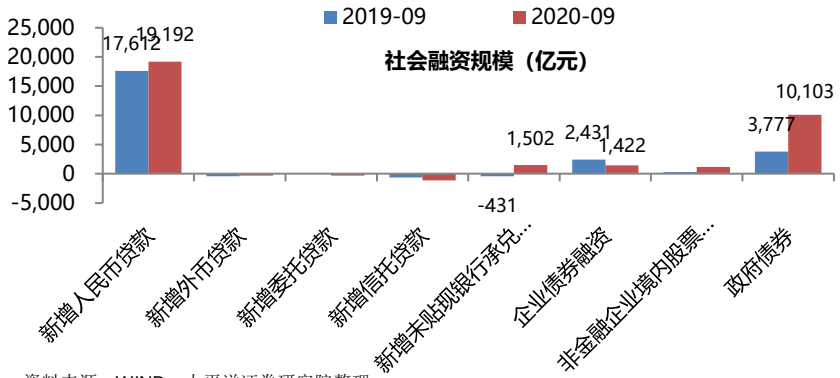
- 1）后续经济复苏动力有赖需求端，目前国内仅有可选消费仍有较大的修复空间，9月社零数据中餐饮、通讯器材等可选消费仍保持负增长。但中长期看消费修复仍有就业、居民收入的压力。
- 2）随着疫情缓和，赤字率3.6%以上、专项债3.75万亿、特别国债1万亿在2020年下半年集中投放的组合在2021年很难重现，基建托底必要性降低，势必导致社融、M2中枢的回落。
- 3）2021年经济增长回归常态，国内货币刺激的必要性也相应减弱，阶段性宽松体现对冲。2020年8月以来，MLF超额续作、14天逆回购重启，均体现出货币政策向实体倾斜的基调，预计2021年货币政策将以回归正常化、“精准导向”为主。

图表13：9月我国社零中餐饮、通讯器材等可选消费仍保持负增长



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表14：社融的高增速主要有赖政府债券融资

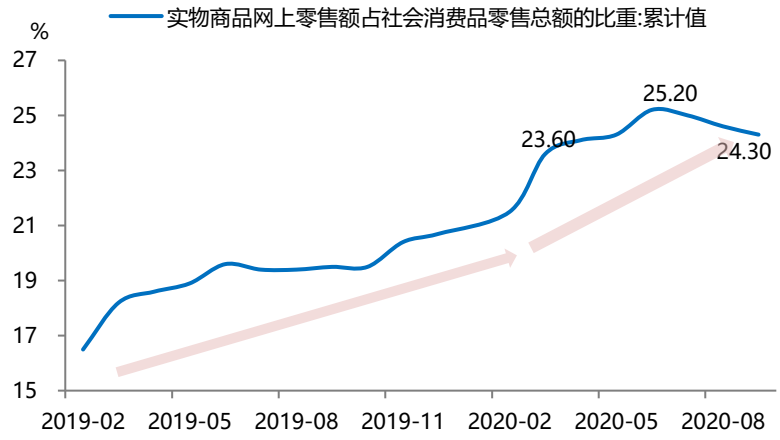


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

2.2 疫情新常态：数字经济加速渗透，进口替代正当时

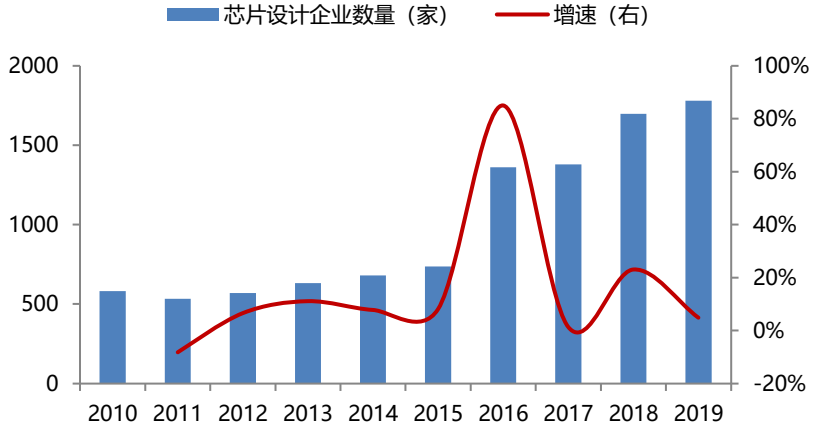
- 1）面对突如其来的新冠疫情，我国数字经济展现出强大抗冲击力和发展韧性。即使目前国内经济基本恢复常态，9月实物商品网上零售额占比仍能保持24.3%的高位，线上和线下融合已加速进入到办公与民生的众多领域中。
- 2）全球疫情冲击下，各国意识到供应链冲击的恶果，乃至国家安全的高度，中国企业将会迎来难得的验证机会。虽然国内在高端制造领域与国外仍存在差距，但随着国内优质企业的不断发展，与国外差距缩小，将创造进口替代加速的契机。

图表15：疫情后国内线上销售占比仍保持高位



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表16：半导体设计企业家数快速上行显示产业链正在向国内转移



资料来源：中国半导体行业协会，太平洋证券研究院整理

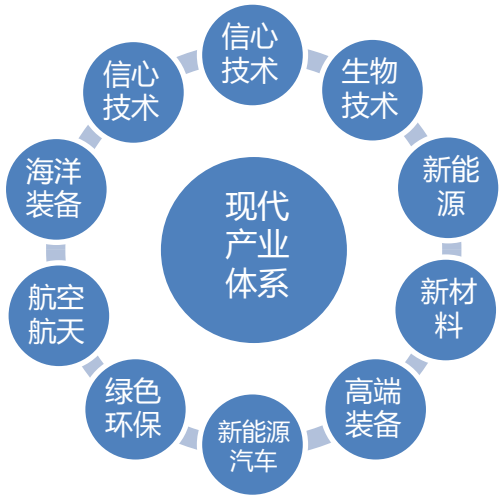
2.3 “十四五”的新开局：细化扩大内需和科技强国的主线

- 1） “十四五”相对淡化经济目标，但对发展质量提出更高要求，“十四五”末达到现行高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，意味着“十四五”期间的经济增速需保持在4.7%，实际GDP增速达到3%左右。
- 2）针对于科技创新方向，细化以人工智能、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为目标，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
- 3）针对建构现代产业体系，点名了信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等一批新兴产业。
- 4）针对双循环，扩大内需的战略基点被凸显，着重“顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费”，推动汽车从购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展。

图表17：“十四五”科技前沿八大领域



图表18：“十四五”九大战略新兴产业

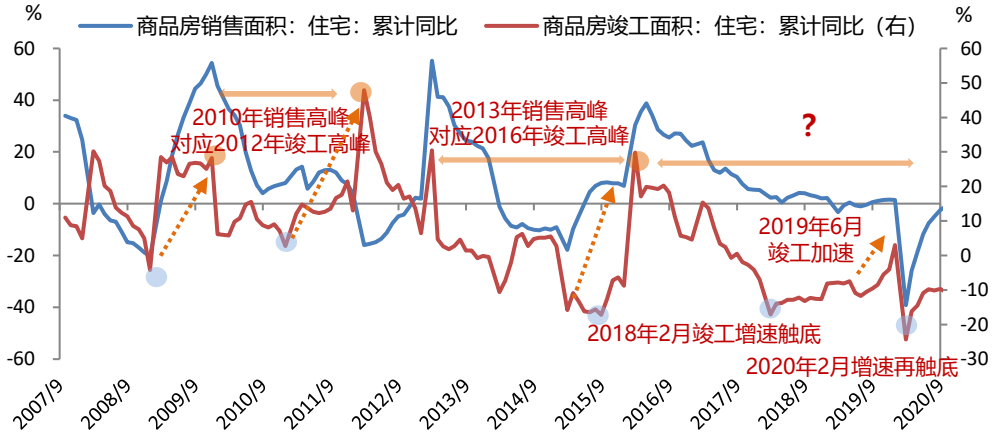


资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，太平洋证券研究院整理

2.4 地产的后周期：地产将迎来竣工高峰

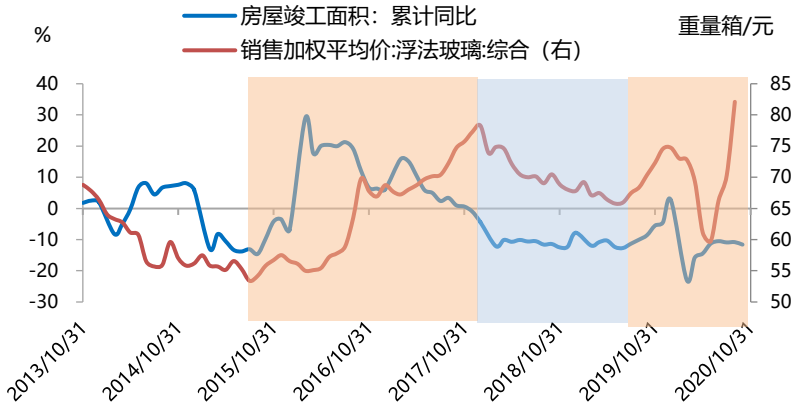
- 1）监管为房企融资设置“三道红线”，意在降低房企杠杆，促使房企有较强的动力积极推盘回款，加速竣工结算。
- 2）地产竣工增速在2019年下半年才呈现明显加速回升，考虑到2020年疫情打乱了地产周期近半年的节奏，我们预计2020年下半年至2021年上半年将迎来竣工高峰，对应2016年的销售高峰。
- 3）目前电梯产量和玻璃销量均在2019年已出现改善，2020年初疫情带来的玻璃巨大库存在旺季也得以完全消化；而厨电、五金、白电等室内装修的需求仍未释放，侧面印证地产后周期的高峰还未来临。

图表19：地产周期“预售-竣工”的传导



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表20：目前玻璃已反应竣工端较好的景气度

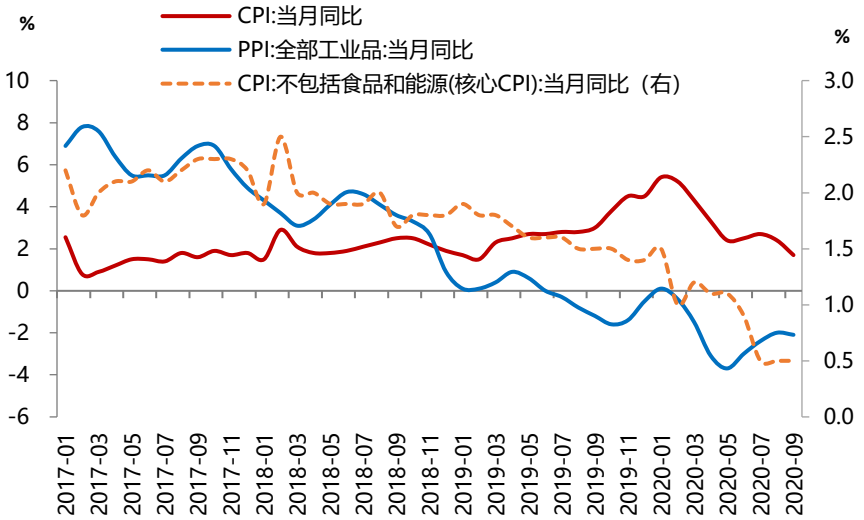


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

2.5 猪周期的后半程：通胀无压力

- 1）随着生猪生产供给恢复，猪价进入下行周期。目前生猪价格已从9月初高位回落至29元/公斤，预计2021年上半年生猪价格将降至20元/公斤，下半年进一步降至16元/公斤，全年均价18元/公斤，同比下跌67%。
- 2）按猪肉CPI权重2%-3%来估算，未来猪价大幅下跌预计拉低2021年上半年CPI中枢1.33-2个百分点。在其他因素不变的情况下，受猪价拖累，2021年上半年通胀将保持低位，2021年下半年通胀将进入经济复苏下核心CPI主导的新周期。
- 3）CPI和核心CPI（不含食品和能源）走势保持分化，核心通胀CPI将受益于经济复苏而出现持续改善；在低基数效应作用下PPI增速将继续上升，并在2021年中达到峰值，此后逐渐下降。

图表21：2020年9月CPI同比降至1.7%

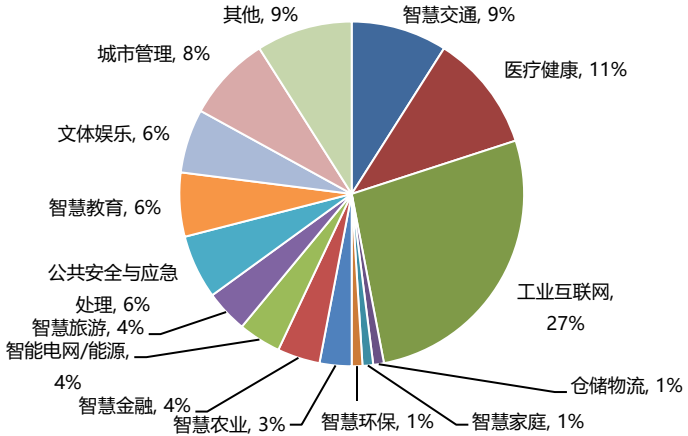


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

2.6 5G应用导入期：2C业务发展稳步推进

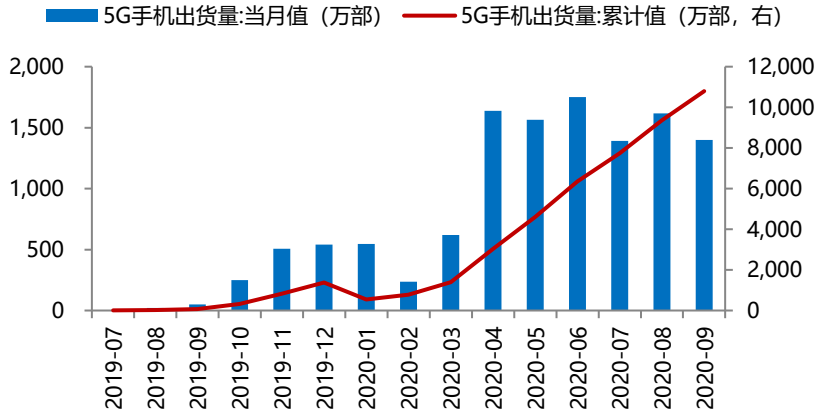
- 1）从网络和应用的关系来看，适度超前的网络是应用发展的基础，目前我国已建成5G基站超60万个。我国5G应用中2C业务的发展稳步推进，但2B、2G业务还处在发展初期。目前“5G+超高清”“5G+AR/VR”“5G+全息”等新技术蓬勃发展，形成了一批基于5G技术的新媒体平台、移动化演播室等典型应用场景和案例。
- 2）5G渗透性强，辐射带动面广，是促进数字化转型、培养经济发展新动能的重要抓手。长远来看，5G建设投资在促成“双循环”新发展格局中扮演重要作用。 5G在工业互联网、医疗、交通、教育等行业成为热点融合创新应用的领域。

图表22：2020年中国信通院“绽放杯”5G参赛项目应用占比



资料来源：中国信通院，太平洋证券研究院整理

图表23：5G手机手机出货量在2020年明显增多

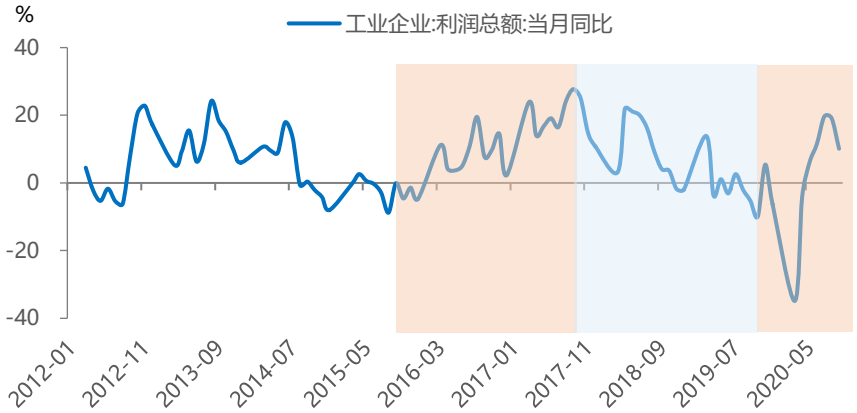


资料来源：工信部，太平洋证券研究院整理

2.7 国内经济2021年前高后低

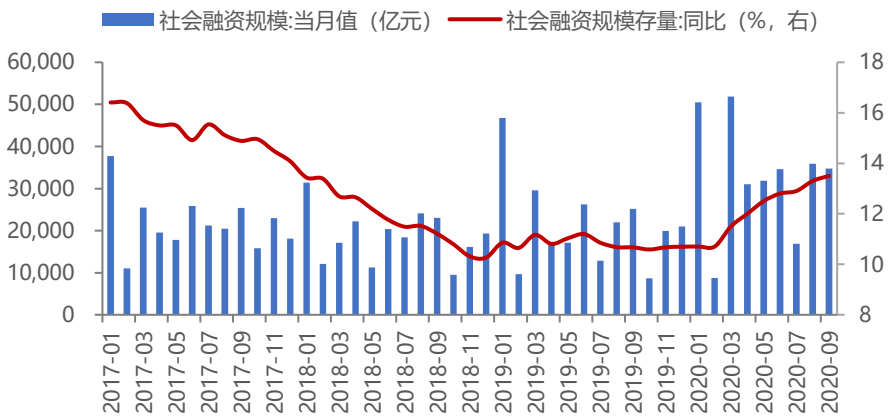
- 1）本轮经济复苏在2019Q4已出现端倪，但新冠疫情打断节奏，在低基数影响下，2021Q1势必迎来此轮经济修复的高点。即使剔除疫情约1个季度的扰动，按照盈利上行期约1.5年的历史经验估算，2021年上半年过后经济压力也将开始显现。
- 2）社融增速也面临高位回落，从信贷数据来看，受益于2019年低基数，2020Q4社融仍能保持高位增长，但进入2021Q2后，社融高增速将难以为继（社融增速大约领先经济1-2个季度），由此也预示着2021年下半年的经济回落。

图表24：目前正处于2019Q4以来的盈利上行期



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表25：社融或在2021Q1后高位回落

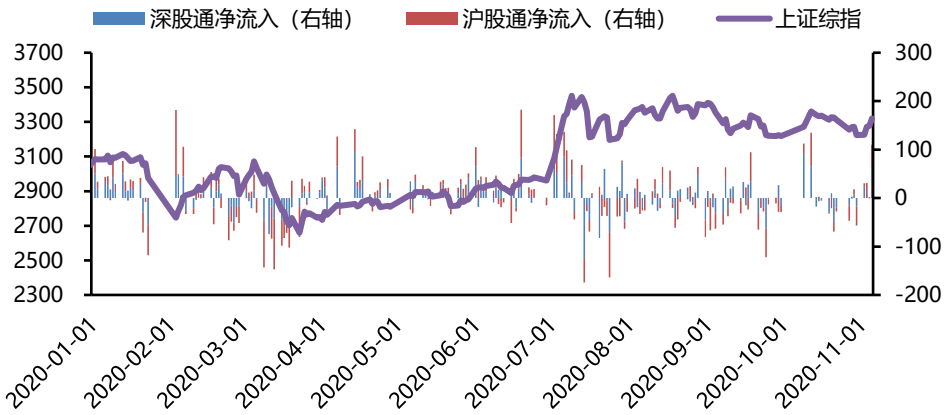


资料来源：太平洋证券研究院整理

3.1 外资将成为2021年最确定的增量资金

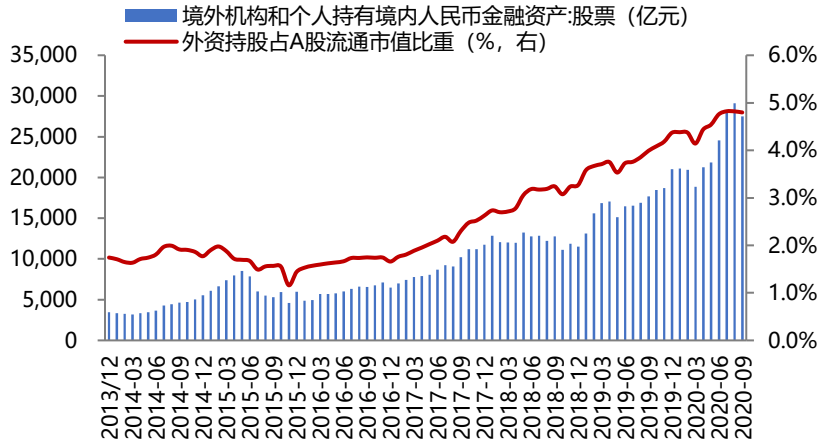
- 1）截止2020年9月，外资持有人民币资产占比达4.8%，参考台湾和韩国股市的35%，外资流入空间很大。即使没有扩容，在疫情消散、中美关系得到明确的背景下，2021年外资流入规模较2020年增大，2020年以来外资净流入1152亿元。
- 2）外资俨然成为影响市场节奏的关键资金，但凡市场大涨不乏外资大幅流入百亿的身影，大幅流出时也易引发市场回调。
- 3）在全球宽松潮下，对比下中国在疫情控制和经济复苏方面具有优势，人民币打开升值空间，叠加对外开放步伐不算迈进，人民币资产对外资具有较强的吸引力，外资仍将是2021年A股重要增量资金，预计流入规模可达2500-3000亿元。

图表26：2020年北上资金流入受到疫情和中美摩擦的明显扰动



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表27：外资在A股的话语权与日俱增

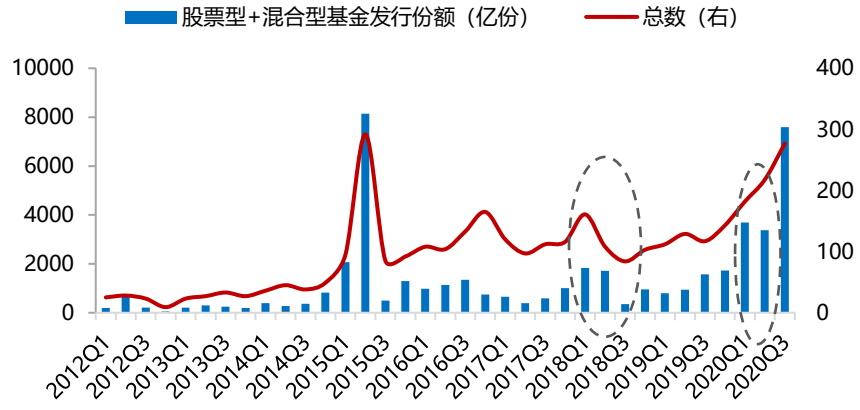


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

3.2 公募发行规模仍能保持高位

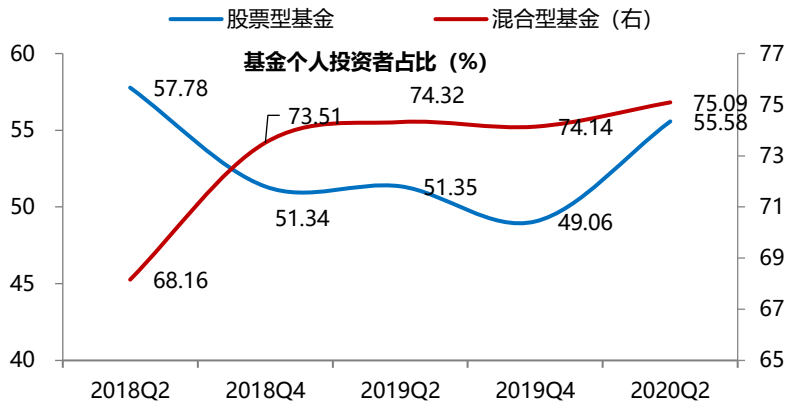
- 1）截至2020年10月末，年内偏股型（股票型+混合型）公募发行规模合计约1.5万亿份。
- 2）考虑到老基金存在较大规模的申购赎回情况，叠加基金仓位进行估算，截至10月末，今年以来偏股型公募基金带来增量资金合计约6000亿元。
- 3）未来居民、养老金、银行理财子公司等对公募基金仍有增量配置需求。目前申购规模已达到2015年牛市时单月较高水平，后续A股赚钱效应减弱，由此2021年新发公募基金规模将收缩，但预计仍能带来约5000亿元的增量资金。

图表28：公募发行规模在回调市中存在1个季度的资金惯性



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表29：居民投资基金的比重在2020年上半年有明显提升



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

3.3 全面注册制下的IPO融资潮

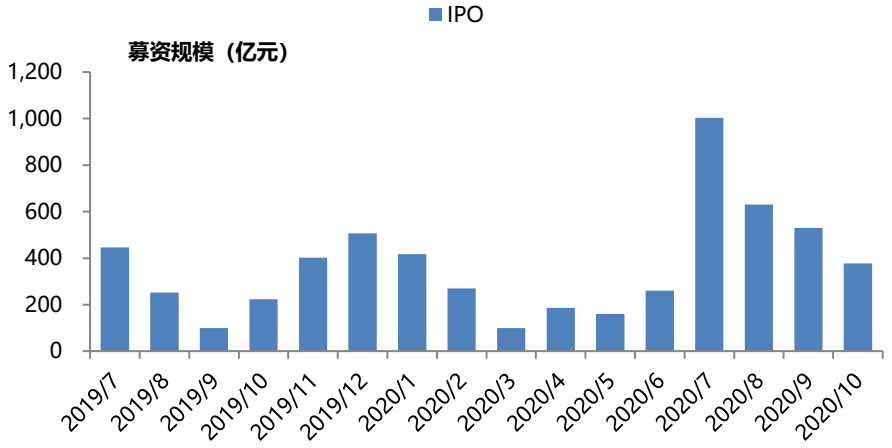
- 1）在注册制带动下，上市条件更多元，2020年IPO融资回暖。中美金融战背景下，加速了中概股回归，迎来融资“巨无霸”。截止10月，今年以来IPO融资规模达到3952亿元，已超过2019年全年，其中科创板融资1967亿元。
- 2）2020年修行新《证券法》，在政策鼓励发展权益融资，且市场仍保持活跃的过程中，预计2021年IPO融资规模有望保持在相对高位（历史上，2016年较2015年融资规模变化不大），保守估计2021年全年IPO规模约为5000亿元。

图表30：2020年多数融资“巨无霸”在科创板上市

证券简称	上市日期	上市板	总市值（亿元）
中芯国际-U	2020-07-16	科创板	4,687
京沪高铁	2020-01-16	主板	2,745
金龙鱼	2020-10-15	创业板	2,411
公牛集团	2020-02-06	主板	1,201
康希诺-U	2020-08-13	科创板	991
中泰证券	2020-06-03	主板	991
万泰生物	2020-04-29	主板	846
沪硅产业-U	2020-04-20	科创板	793
君实生物-U	2020-07-15	科创板	760
寒武纪-U	2020-07-20	科创板	733

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表31：2021年募集资金规模将保持在高位



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

3.4 再融资友好环境下增发保持高位

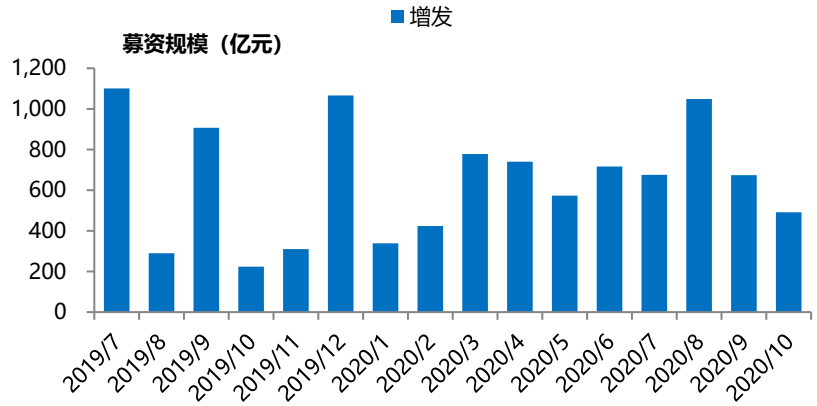
- 1）受益于2019年10月并购重组政策修订，对创业板借壳及融资配套政策有所放松，带动2020年定增市场回暖，截止10月，2020年以来的增发规模达到6455亿元，较2019年同期增长17%，其中创业板增发规模615亿元。目前已发审委通过和证监会核准的待上市规模达到3625亿元。
- 2）为促成“双循环”新发展格局的更好形成，也会伴随着资本市场等一系列改革的加速推进，当再融资保持良好的环境下，预计2021年增发再融资规模有望保持在2020年相对较高的水平，保守估计2021年全年增发规模约为8000亿元。

图表32：目前已发审委通过和证监会核准的待上市规模达到3625亿元

增发发行进程	预计募集资金(亿元)
董事会预案	1048
股东大会通过	5716
国资委批准	40
银监会批准	105
发审委/上市委通过	932
证监会通过	2693

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表33：2020年增发募集资金规模将保持在高位



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

3.5 可转债热度得以延续

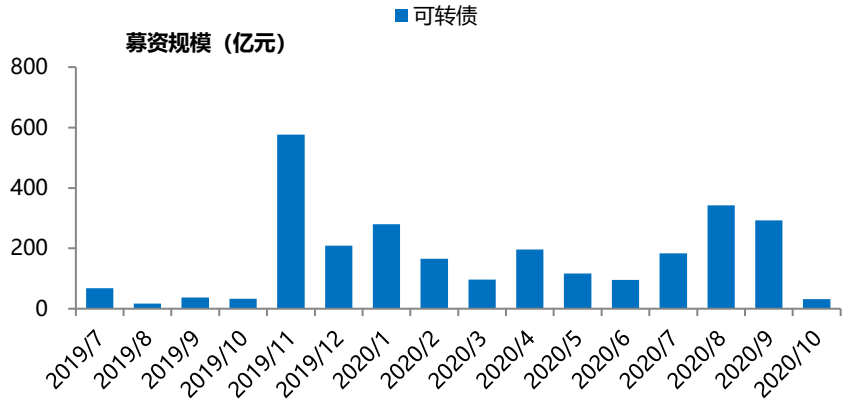
- 1）受2020年权益市场火爆影响，可转债发行规模也有所回暖，但在增发持续提升的情况下，上市公司采用可转债进行再融资补充。截止10月，2020年以来的可转债融资规模达到1797亿元，较2019年同期增长6.2%。目前已发审委通过和证监会核准的待上市规模达到857亿元。
- 2）考虑到申购大量可转债的投资者主要以固收类为主，将其对股市的影响按照0.4的比例折算，则其在2020年对股市流动性的资金需求约720亿元。预计2021年可转债热度会得到延续，规模与2020年基本相当。

图表34：目前已发审委通过和证监会核准的待上市规模达到857亿元

可转债发行流程	发行规模（亿元）
董事会预案	850
股东大会通过	1474
发审委通过	282
证监会核准	575

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表35：2021年募集资金规模将保持在高位

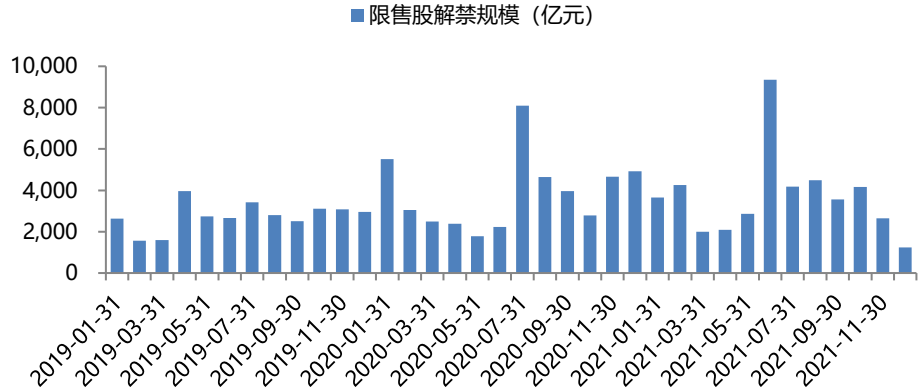


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

3.6 减持压力有所提升

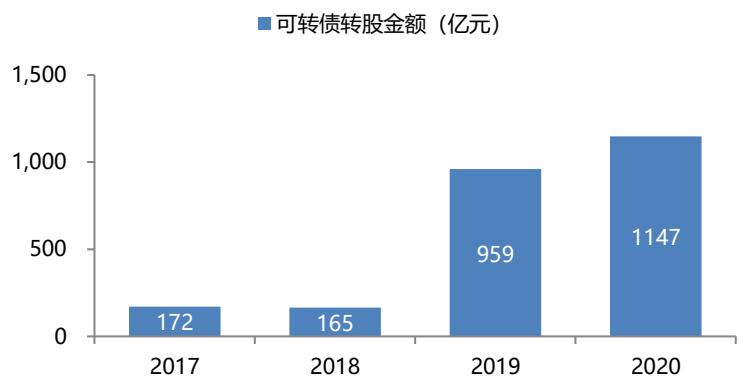
- 1）2020 年解禁规模约为4.65 万亿，2021年解禁规模达到 4.45万亿元，解禁规模有所减少，但较2019年仍明显增加。
- 2）截止2020 年10月，A股累计净减持规模约 4700亿元，较去年同期扩大，尤其全年涨幅较高的医药和 TMT ，股东获利了结动力较强，净减持规模在全行业靠前。2021年限售解禁规模保持高位，尤其集中在2021年6-8月，在2021年指数上行情况下，重要股东净减持规模预计也将扩大，预计仍能保持5000亿左右的净减持规模。
- 3）权益市场火爆下，可转债转股情况也将明显提升，形成成潜在减持压力，截止10月，2020年以来已有超千亿元转股，2021年预计也将得以延续。

图表36：2021年6-8月限售股解禁压力增大



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表37：截止10月可转股转股金额已超千亿元



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

4.1 中国传统意义上的牛市被扼杀

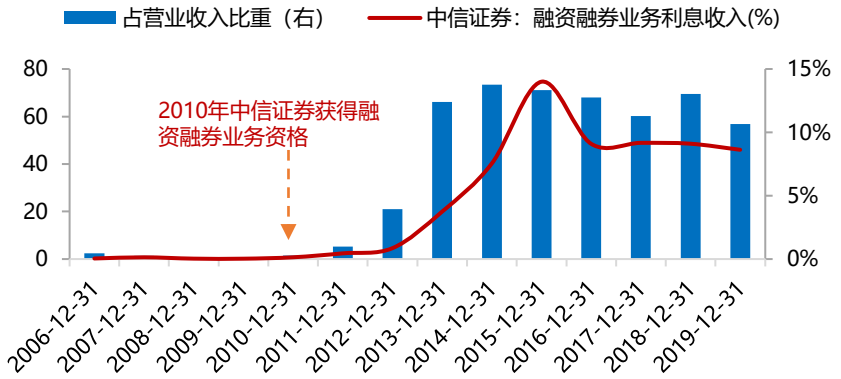
- 1）2020年具备全面传统意义上牛市的全部条件：货币宽松，企业好转，产业升级、科技创新、消费升级等都支持。但被中美冲突、新冠肺炎疫情等扼杀。2019年-2021年价值牛，本轮牛市是中型的过度牛；2023-2025年才是复兴大国牛、科技牛。
- 2）券商不再是本轮的市场先锋，缺乏业绩弹性和新兴业务的业绩支撑。2007年是权证成交的爆发，2014年-2015年是两融放量，未来券商业务新的增长点可能来自期权等衍生品和企业融资需求爆发，主要受益的仍是资本实力较强的龙头券商，券商行业整体的弹性越来越弱。

图表38：历次三轮牛市经济环境的对比

	2007年牛市	2015年牛市	2019年以来结构牛
国内经济	投资和出口带动经济高速发展，加入WTO后贸易顺差不断扩大	经济由高增长换挡至低增长	新一轮经济复苏在酝酿
产业发展	工业化、城镇化加速阶段	互联网+、4G产业信息时代	5G产业、云计算新兴科技时代
流动性/资金	大量外汇储备被动投放形成基础货币	2015年全年降准4次、降息5次；场外配资盛行	A股纳入国际市场指数，外资大幅流入；缓解疫情冲击降低市场利率
资本市场改革	股权分置改革	注册制；沪股通；创业板；新“国九条”	陆股通、QFII等额度放开；科创板；注册制

资料来源：太平洋证券研究院整理

图表39：受益于融资融券，中信证券收入在2014年牛市中明显放量

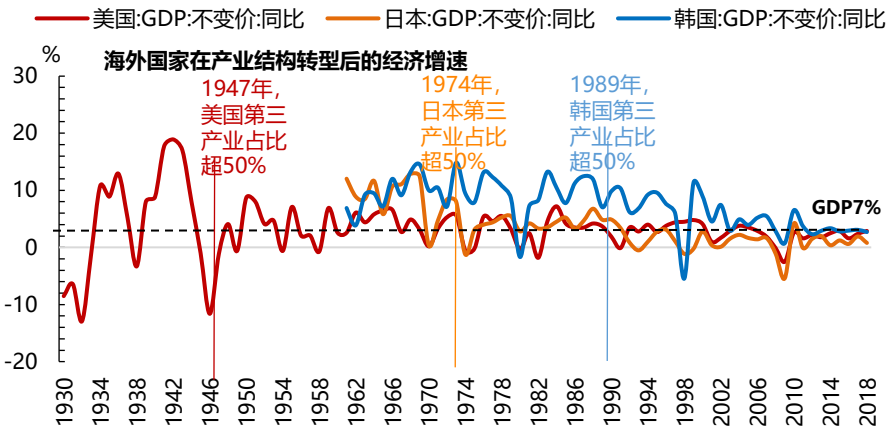


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

4.2 未来无牛熊，只有结构行情

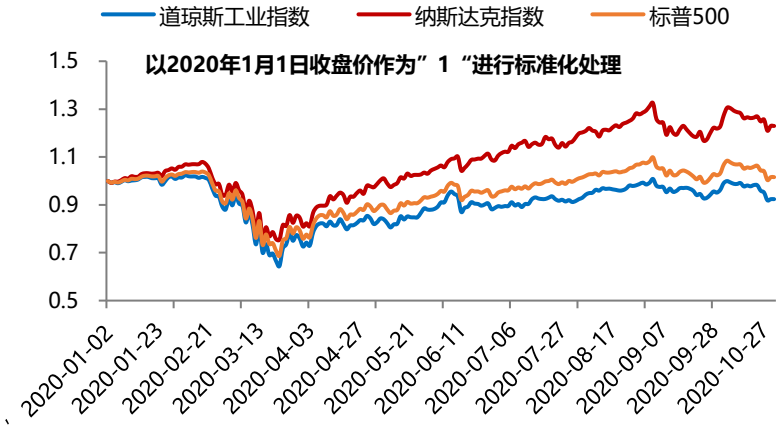
- 1）从成熟经济体转型路径来看，当一个经济体由消费主导后，必然最终要面临低增速，这也就意味着经济周期的波动和政策的空间也相应减少，未来只有结构性行情，全面行情需等待下一轮经济大周期、国际新格局、中国科技的新突破。
- 2）中国下一轮大周期和发展的格局是什么？可能来自5G产业的纵深发展、国产替代、高端消费、新消费新业态。
- 3）目前A股正处于资本市场机构化的进程中，未来全面性牛市可能类似于这一轮机构投资者主导的美国长期牛市，行情将主要由大型科技、医药、创新国产替代成长为全球龙头的公司主导。

图表40：消费主导的经济体最终要面临低增速



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表41：疫情打断了美国的科技牛



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

4.3 A股从估值驱动到业绩驱动

- 1） 随着各项经济数据屡超预期，经济复苏趋势确立，流动性在经济回到中枢前仍会维持合理充裕，但面临“二阶导”，A股逐渐由估值驱动演变为业绩驱动。
- 2）板块上，目前消费、科技估值已处于历史高位，高估值品种向上需等待流动性宽松和资金面支撑。低估值的周期和金融地产，经济复苏有利于传统行业修复，但受制于经济复苏的动能，完全的风格转换可能性较小，仅有传统行业的龙头公司能够穿越经济周期，包括化工，机械，汽车，建材，新能源等。

图表42：2021年板块的盈利预期和估值匹配

行业	2021年盈利增速预判	2021PE
电子	20%	39
计算机	15%	62
电气设备	15%	33
食品饮料	10%	41
医药	10%	40

资料来源：太平洋证券研究院整理

图表43：目前科技、消费估值已处于历史高位（截止11.10）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE历史分位
周期	采掘	1.07	3.6%	15.15	24.0%
	化工	2.44	39.7%	29.41	47.3%
	钢铁	0.98	17.0%	14.04	31.1%
	有色金属	2.45	24.8%	43.15	52.7%
	建筑材料	2.22	38.5%	14.98	12.1%
	建筑装饰	0.90	0.7%	9.59	3.5%
	电气设备	3.67	59.3%	40.79	46.4%
	机械设备	2.56	36.6%	28.92	39.6%
	公用事业	1.42	3.8%	18.72	10.4%
	交通运输	1.51	21.8%	24.50	59.3%
消费	汽车	2.32	43.4%	30.89	74.6%
	家用电器	3.95	91.6%	26.93	64.6%
	纺织服装	1.92	26.6%	38.30	67.0%
	轻工制造	2.00	31.2%	26.71	27.0%
	商业贸易	1.58	8.2%	30.27	43.0%
	农林牧渔	3.40	44.6%	15.27	0.1%
	食品饮料	9.47	97.1%	46.79	85.4%
	休闲服务	5.91	85.0%	126.83	99.1%
	医药生物	4.58	67.9%	43.69	64.7%
金融	房地产	1.20	1.3%	9.07	3.0%
	银行	0.69	2.0%	7.06	35.0%
	非银金融	1.96	25.0%	18.35	30.3%
成长	国防军工	3.16	57.6%	63.82	50.2%
	电子	4.46	81.2%	52.30	54.6%
	计算机	4.48	58.5%	75.04	89.2%
	传媒	2.76	11.6%	35.77	14.7%
	通信	2.57	45.2%	41.35	55.1%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

4.4 2021年大盘指数空间的估算

- 1）2021年上半年迎来阶段性盈利高点，国内外货币正常化，难以支撑市场估值大幅提升，需要业绩增长消化估值，业绩能否兑现将决定走势，市场波动放大。
- 2）目前消费、成长板块估值普遍较高，仅有金融地产估值水位基本处于历史中枢，经济复苏趋势确立带来估值水平修复。
- 3）基于当前消费和成长高估值的背景下，后续消费和成长更多赚盈利的钱，金融地产等权重行业随着经济复苏趋势的确立仍有估值提升的空间。整体来看，预计2021年上证综指顶部区间在【3500， 3800】，下行底部或在3000点。

图表44：对2021年沪指点位的预判

2020年底沪指中枢		3300		
情景描述		悲观	中性	乐观
		消费、成长盈利见顶，戴维斯双杀；金融地产赚盈利的钱，部分杀估值	消费、成长赚盈利的钱，高估值被部分消化；金融地产有部分估值修复	消费、成长仍能维持高估值；金融地产戴维诗双击
行业	权重占比（%）	2021年行业累计涨跌幅预判		
银行	16.1	5%	15%	25%
非银	12.8	0%	15%	30%
房地产	3.0	-5%	5%	15%
电子	4.5	-15%	10%	20%
计算机	2.3	-20%	10%	15%
电气设备	3.3	10%	15%	25%
食品饮料	9.8	-10%	10%	15%
医药	6.8	-10%	5%	10%
其他	41.4	-15%	5%	7%
2021年沪指涨幅预判		**-8.02%**	**9.05%**	**15.43%**
2021年沪指点位预判		**3035**	**3599**	**3809**

资料来源：太平洋证券研究院整理

4.5 一季度科技消费领涨，二季度风格再平衡，全年指数呈“M”型

- 1）一季度以科技、消费板块进攻。盈利增速弹性提升，预期持续改善，“十四五”规划渐行渐近，基本面与政策成为市场支撑。科技和消费仍在增长相对较高的板块，虽然存在估值方面的不足，但流动性、政策催化、情绪修复均利于估值空间的打开，预计科技、消费领涨下市场活跃度提升，市场赚钱效应比较明显，预计带动大盘指数上攻。

- 2）二、三季度风格缓慢切换至均衡。基本面仍在高位修复，政策重心转向调结构，流动性宽松空间减小，大涨过后的科技和消费板块“拔估值”难以为继，市场震荡回调，科技和消费行情出现内部分化，中美摩擦等外部因素的重要性可能提升，建议逐步考虑风格切换，增配顺周期与金融板块。在顺周期与金融等权重板块驱动下，预计大盘指数在震荡回调后演绎再次上攻，但受制于经济复苏的动能，完全的风格转换可能性较小。

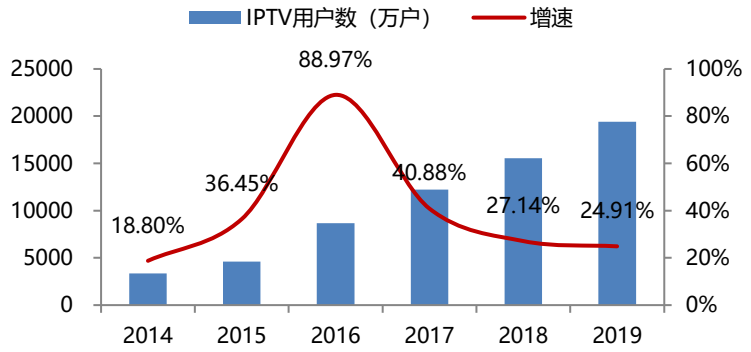
- 3）四季度坚持以低估值板块防守。经济下行、盈利拐点、政策空间成为主要制约，市场存在下行压力，建议伺机而动，坚持对金融板块的配置。

- 4）整体来看，2021Q1将有经济复苏（经济高点）、流动性充裕（年初银行放贷相对活跃、货币政策阶段性对冲）、政策催化（两会、十四五）、外部缓和（疫苗问世、中美关系阶段缓和）等多重催化，预计成为全年投资较好的窗口。

5.1 科技：5G和云计算产业的率先落地应用（物联网、4K视频、IDC）

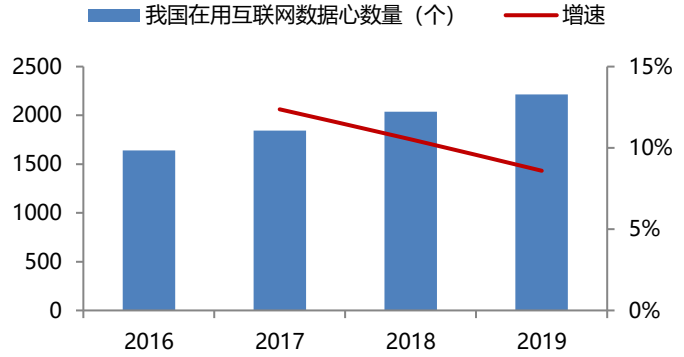
- **物联网：**1）随着传统企业和互联网厂商的大规模入局，需求端对物联网发展的主动驱动趋势已愈发明显。目前，阿里巴巴、腾讯和百度等巨头相继推出了物联网相关产品及平台。2）在全面政策支持下， 我国物联网领域在技术标准研究、应用示范和推进、产业培育和发展取得巨大进展。3）物联网实现加速产业升级，相关产业包括工业物联网、车联网、智慧物流等。
- **4K视频：**1）各大新媒体组建5G+4K战略联盟，预计未来会将4K超高清技术应用至影视娱乐、电竞游戏及智慧家庭等各个领域。2）互联网普及加速电视升级迭代，各巨头争抢4K大屏红利的同时兼顾8K，2022年超高清视频产业规模或超4万亿。
- **IDC：**1）今年受疫情影响IDC项目进度放缓，随着在建项目陆续投产，明年IDC业务有望实现提速发展；2）多家IDC公司扩张经营版图，持续推进IDC项目进度，预计2021-2022逐步释放产能，未来增长可期。

图表45：2014-2019年IPTV用户数逐年增加



资料来源：工信部，太平洋证券研究院整理

图表46：我国在用互联网数据心数量逐年增加

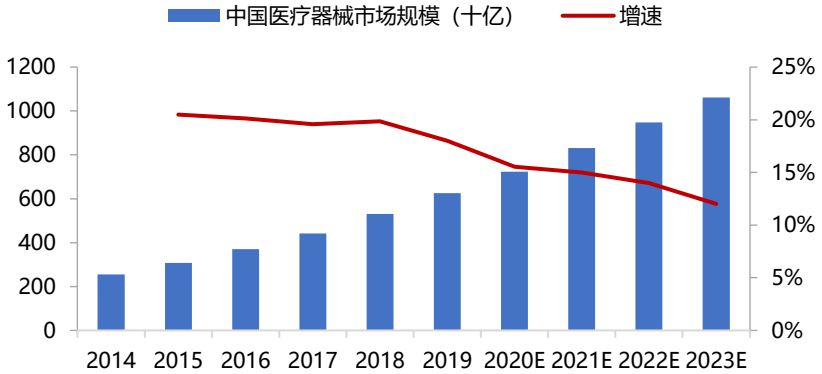


资料来源：工信部，太平洋证券研究院整理

5.1 科技：“双循环”下的进口替代（医疗器械、半导体）

- **医疗器械**：1）疫情背景下医疗器械需求增加，随着公司海外知名度不断提升以及销售渠道的拓宽，国产医疗器械对外销售稳步增长。2）国内医药生物行业各大公司转变经营战略，重点发展自产产品，加大医疗器械产品和人工智能技术的研发投入，市场规模不断提升有望逐步实现国产替代。
- **半导体**：1）除光刻机外的大多数设备，从28nm提升至更先进制程，所用技术路线差异不大，关键在于不断验证下的工艺提升，在美国打压和“大基金”平台双重作用下，晶圆厂国产替代意愿强烈，设备商得到更多在线验证测试机会。2）随着有验证能力的代表性企业率先使用，进入供应体系后不断复购，中小型晶圆厂也会跟随采购。

图表47：2014-2023年中国医疗器械市场的历史及预测（十亿元）



资料来源：ESHARE前瞻产业研究院，太平洋证券研究院整理

图表48：目前国内半导体设备的渗透率并不高

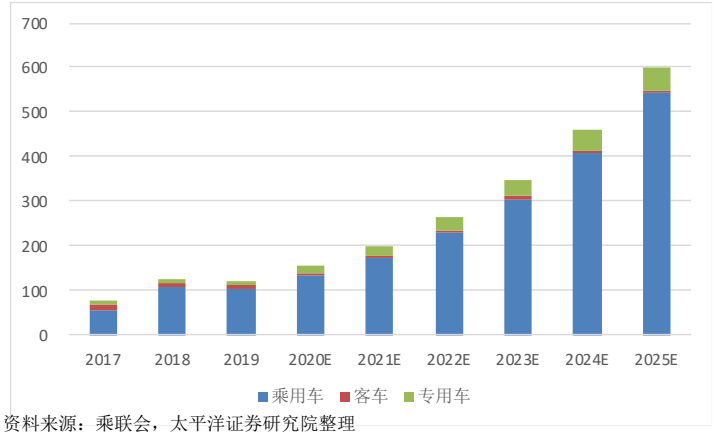
设备名称	国产渗透率	主要国内厂商
清洗设备	20%左右	盛美半导体、北方华创
刻蚀设备	20%左右	中微公司、北方华创
热处理设备	20%左右	北方华创、北京屹唐
PVD设备	10%左右	北方华创
CMP设备	10%左右	华海清科
前道涂胶显影设备	1%左右	芯源微
离子注入设备	0%	万业企业
前道光刻设备	0%	上海微电子

资料来源：各公司财报，太平洋证券研究院整理

5.1 科技：十四五的产业升级（新能源汽车产业链、光伏产业链、军工）

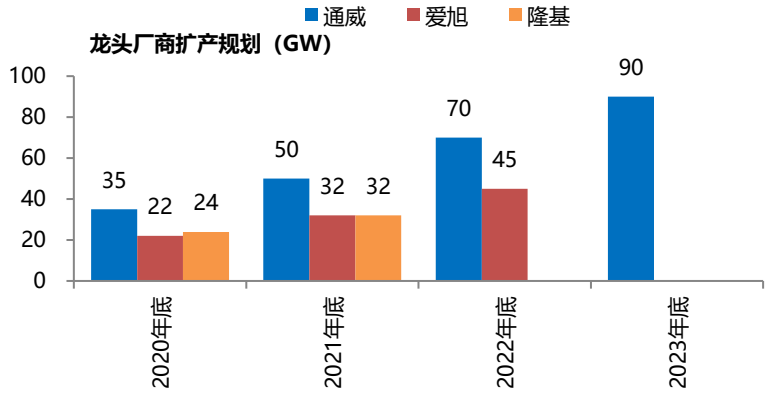
- **新能源汽车产业链**：1）受益于欧洲电动化进程加速建设，新能源汽车扩产带动电池需求提升，我国尾气处理、锂电池等国际市场广阔；2）国内疫情之后经济回暖，新能源车补贴政策持续加码，景气度明显恢复，预计未来销量会持续上升。
- **光伏产业链**：1）光伏下游行业积极扩产，带动新增订单高速增长，同时订单质量提高、成本控制加强，毛利率不断上升；2）多家企业布局异质结技术，研发投入保持高增长，异质结投资计划大幅增加，供给端技术快速成熟。
- **军工**：1）国家层面会坚定不移推进强军战略，需求发量倒逼企业扩张，行业景气度持续提升，以军机为代表的主战装备列装有望加速。2）内循环经济发展过程中，信息技术、高端材料和卫星互联网等军民两用技术有较大发展空间。

图表49：中国新能源车保持较高增长



资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

图表50：未来光伏龙头厂商不断扩产

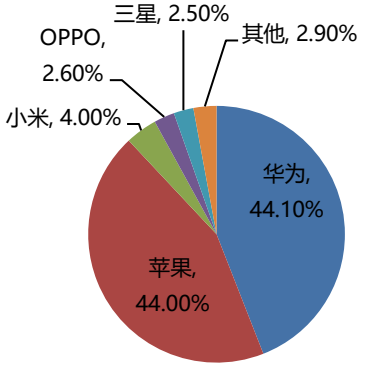


资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

5.2 消费：全球复苏、拜登上台后降低关税对出口的促进（苹果产业链、家电）

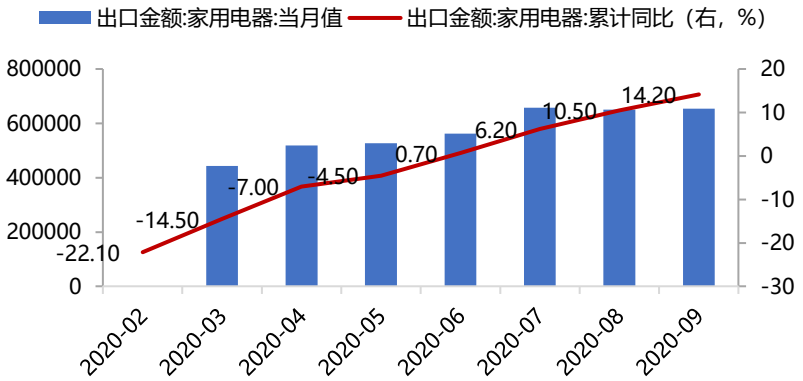
- **苹果产业链**：1）未来新一轮消费电子周期集中于高端设备，苹果产业链包括无线耳机在内的可穿戴设备处于主导地位，产业链上游利润可观。2） 苹果iPhone12与华为mate40相继发布引发5G换机潮，而华为受到芯片制裁出货量有限，预计未来华为手机出货量降低，而苹果或将受益。3）美国大选拜登优势持续扩大，若拜登上台或将全面免除对华商品关税，利好中国出口同时降低中国消费者对苹果的抵制情绪。
- **家电**：1）随着海外疫情的好转，出口对家电行业的带动将得以持续。2）本轮疫情加剧全球家电供应链向国内转移，国内头部企业份额将稳步提升。3）此外，厨电更新周期叠加后地产疫情复苏，催化终端需求回暖。

图表51：2020上半年中国600美元以上价位段智能手机市场份额



资料来源：IDC中国，太平洋证券研究院整理

图表52：随着海外疫情的好转，家电出口增速转正

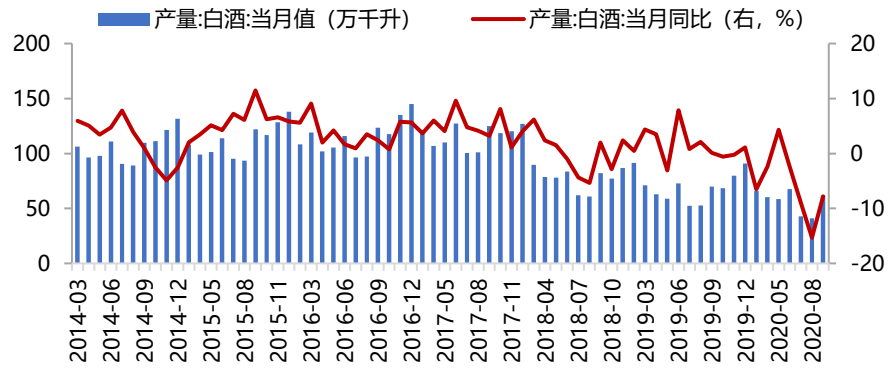


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

5.2 消费：“疫后”可选消费的复苏（白酒、休闲旅游、航运航空）

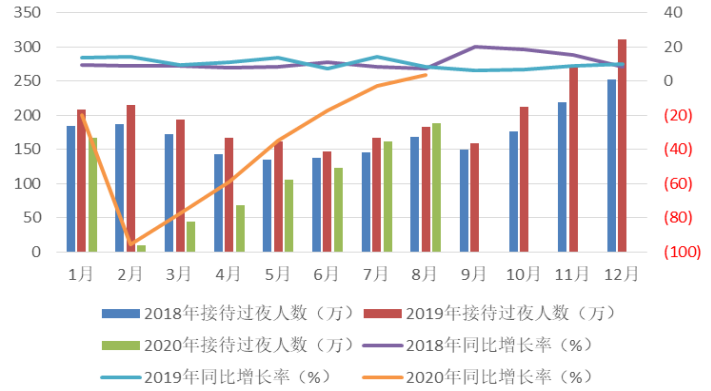
- **白酒**：1）当前行业库存轻、批价稳步上行，2021年春节旺季长、报表端上半年低基数。2）疫情加速行业集中度提升，高端看茅台提价预期、五泸批价上行。3）次高端看品牌力提升、渠道推力恢复带来的放量标的。
- **休闲旅游**：1）疫情期间实行的景区限制逐渐解绑，景区门票免费、海南免税等政策使得接待人次大幅提升；2）多地新建旅游度假项目落成，进一步拉动旅游业恢复，同时疫情好转推动旅游度假需求提升，未来休闲旅游发展空间广阔。
- **航运航空**：1）机场、物流作为“十四五”新基础设施重点支持领域，未来将进一步扩大航空物流覆盖面，实现航运更高质量发展；2）民航局2021年拟对国内202座中小机场发放24.8亿补贴，同时疫情好转民航需求激增。

图表53：白酒产量供给仍保持低位



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图表54：三亚旅游过夜人数月度数据

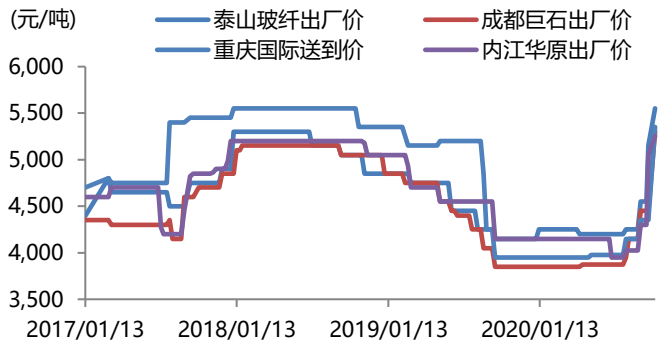


资料来源：太平洋证券研究院整理

5.3 顺周期：受益全球经济复苏、补库存带来的涨价品种（玻纤、聚氨酯、钛白粉）

- **玻纤：**1）行业需求将跟随宏观经济逐步回暖。2）2019年-2021年新增产能大幅减少，供给端冲击有限。3）国外订单边际好转的推动下，龙头企业库存已较前期继续下行。
- **聚氨酯：**全球复工推进，国内聚氨酯下游冰箱、汽车逐步复苏，聚氨酯需求逐步修复。2）在需求向好及行业高集中度背景下，聚氨酯价格已从底部有所复苏，有望继续向周期反转推进。
- **钛白粉：**1）伴随着国内外需求的逐渐恢复，以及钛白粉上游钛矿成本的支撑，行业涨价潮开启，景气度回升。2）国内钛白粉行业集中度偏低，龙头企业纷纷扩产，加速行业集中度提升，龙头企业规模效应和成本优势的凸显。

图表55：重点企业无碱2400tex缠绕直接纱平均出厂价



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表56：钛白粉龙头企业扩产加速行业集中度提升

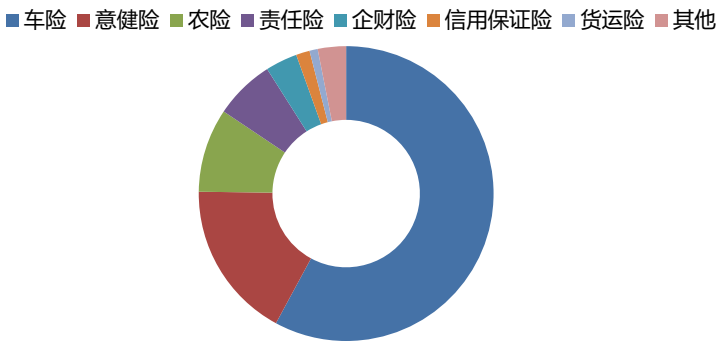
2019年国际及国内产能			
国际产能（2019）	产能，万吨	国内产能（2019）	产能，万吨
科慕Chemours（原杜邦）	125	龙蟒佰利	86
特诺Tronox	108	中核钛白	33
Venator（原亨斯迈）	65	攀钢钛业	24
康诺斯Kronos，	56	金浦钛业	18
前4家合计	354	前4家合计	161
CR4（占全球）	44%	CR4（占全国）	40%
其他	38	中国氯化法占比	243
注1：全球产能：392+404=796万吨/年			
注2：2019年，特诺收购科斯特，合并后产能为108万吨，位居第二，龙蟒佰利2020年产能达到101万吨，位居第三。			

资料来源：太平洋化工团队，太平洋证券研究院整理

5.4 金融：低估值、行业边际改善（银行、保险）

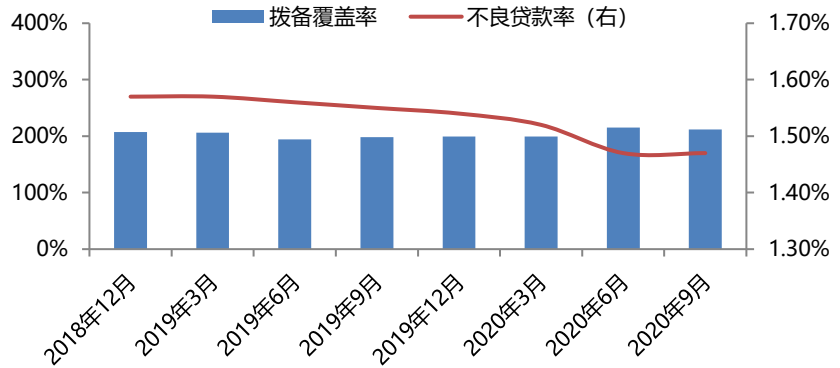
- **银行：**1）银保监会发布《健全银行业保险业公司治理三年行动方案（2020-2021年）》，该方案旨在防范银行系统公司治理风险，有助于银行业长远健康发展；2）国家政策引导银行服务实体经济、加大拨备计提导致短期业绩增速下降，但是低基数有望在明年迎来高速上涨。
- **保险：**1）银保监会人身险部发布《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》，引导险企在2021年3月前进行自查整改并上报业务发展计划，预示2021年迎来开门红；2）各大保险公司注重代理人培训考核及销售队伍建设，未来有望实现“提质扩量”；3）受疫情影响各类保险需求激增，预计未来投保持续增加且续保率大幅提升。

图表57：2020Q1-3人保财险保费收入结构（按险种）



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

图表58：兴业银行2018Q4-2020Q3不良贷款率及拨备覆盖率



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院整理

投资评级说明及重要声明

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

➢行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

➢公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

风险提示：统计数据存在微小误差

➢销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	congxc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com