重回龙头

2020 年 11 月 01 日

——策略周聚焦

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论：

- ①A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导，我们认为从 12 月到明年上半年，外资有望再次掌握 A 股定价权，中国经济复苏及股市领涨全球，且资本市场改革进一步加深，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能。而外资重新流入，进一步推升龙头溢价。②基本面看，龙头业绩更优，一季度疫情冲击下，龙头公司抗风险能力更强，随后两个季度龙头业绩反弹更为明显，但今年一二线龙头溢价差异相对有限，在资金面和基本面推动下，优质龙头将得到更大关注与认同。③四季度 A 股宽幅震荡，上行空间有限。重视低估值的金融地产及汽车家电，细分赛道优质龙头溢价提升。

正文摘要

- **今年公募掌握 A 股定价权，未来 6 个月，外资有望再次掌握定价权。**①2020 年是公募基金发行大年，截至 10 月底股票型（普通股票+偏股混合+灵活配置）基金发行 1.1 万亿元，即便考虑“赎旧买新”，公募基金净发行也高达 7500-8000 亿元。对比陆港通北上资金，外资今年净流入仅 1000 亿元。A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导。②从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了明年 MSCI 提高 A 股权重的可能；对内看，今年 A 股制度改革明显，外资入市有望进一步简化；此外，三季度以来人民币持续升值，若拜登上台，中美之间可能采取对话态势，这也将进一步带动外资流入 A 股，我们判断从今年 12 月到明年二季度，外资将流入 1500-2000 亿元，取代公募基金，成为市场最大的边际增量资金，可能重新掌握 A 股定价权。

- **外资重新流入，进一步推升龙头溢价。**如果未来一段时间外资重新掌握 A 股定价权，将带来两个冲击：①消费为代表的价值取代科技为代表的成长，成为市场主要热点。传统意义上在过去十年海外资金是比较偏好消费，更何况基数原因，明年一季度消费行业基本面数据会出现高增。②受限于外资的研究和投资范围，通常外资更倾向于行业及细分赛道龙头，又由于外资掌握了过去两年 A 股定价权，机构投资者占比提升，从 2017 年开始 A 股传统的小盘股溢价逐步消失，行业龙头估值溢价持续上行。

- **龙头公司抗风险能力更强，业绩恢复更快。**①一季度极端冲击下，一二线龙头抗风险能力更强。一季度在疫情冲击下，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。②一二线龙头恢复更快，二季度以来，多数行业一二线龙头前三季度净利润较三四线恢复更优，龙头公司的市占率继续提升，我们认为在资金面和基本面推动下，龙头公司的相对溢价会进一步提升。

- **远景：经济潜在增速下降，龙头业绩稳定性溢价有望持续上行。**①我们认为经济复苏有望延续至明年上半年，龙头公司在未来一段时间，市占率仍将继续提升，业绩稳定性较赛道内其他公司更为明显。而在后疫情时代，经济潜在增速降低的假设下，能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升。②美股过去十年“FAAMG”（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙头公司盈利能力持续提升。未来龙头公司市占率提升的故事，仍将继续。

- **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——Q3 公募基金买了哪些行业？》2020-10-30
2、《策略专题：成长到价值，加仓周期、金融——20 年基金三季报点评》2020-10-29
3、《东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值：东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值》2020-10-27
4、《策略点评 20201023：如何实现港股打新收益率最大化？》2020-10-24
5、《东吴策略·行业风火轮——2021 年 Q1 消费基数效应有多大？》2020-10-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 重回龙头 4
2. 机构行为及市场情绪 8
3. 风险提示 9

图表目录

图 1：2020 年前三季度中国 GDP 及股指领涨全球 5
图 2：今年以来北上资金流入放缓 5
图 3：各类投资者重仓股市值中位数（2020Q3） 6
图 4：各类投资者持股 PE(TTM)中位数 6
图 5：2021Q1 汽车销量同比增速预测 6
图 6：2021Q1 家电销量同比增速预测 6
图 7：20Q1 一二线龙头抗风险能力更强 7
图 8：20Q2 一二线龙头恢复更快 7
图 9：20Q3 一二线龙头业绩恢复更快 7
图 10：前三季度一二线龙头相对三四线溢价差异有限 7
图 11：FAAMG 市值&利润占标普 500 比重 8
图 12：创业板 50 市值&利润占创业板比重 8
图 13：股票型&偏股混合型公募基金仓位 8
图 14：公募基金风格偏移 8
图 15：陆股通净流入 9
图 16：北上资金各行业净买入（10/26-10/30） 9
图 17：行业离散度 9
图 18：A 股风险溢价 9

我们前期报告《策略周聚焦—靴子难落地-20201008》提出 A 股宽幅震荡，四季度重视低估值的金融地产及汽车家电等板块。继续维持以上观点的同时，我们认为未来 6 个月，市场普遍看好的细分赛道中，优质龙头将得到更大关注与认同。

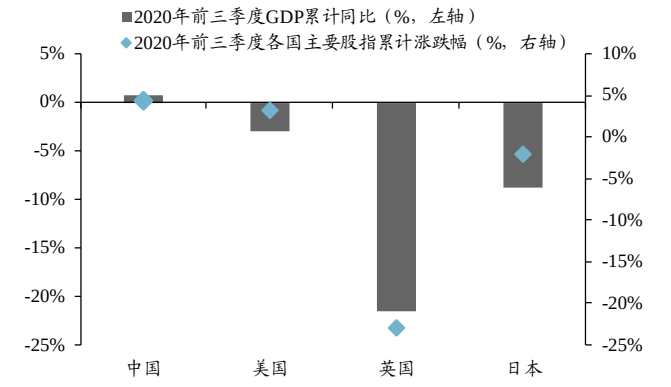
1. 重回龙头

今年外资流入趋缓，内资公募掌握定价权。2020 年是公募基金发行大年，截至 10 月底股票型（普通股票+偏股混合+灵活配置）基金发行 1.1 万亿元，即便考虑“赎旧买新”，按照今年 29%的赎回率计算（详见《2020 年基金发行真的“大爆发”吗？》），公募基金净发行也高达 7500-8000 亿元。对比陆港通北上资金，外资今年净流入仅 1000 亿元，而在过去两年，外资每年保持 3000-3500 亿元对 A 股的净流入。A 股定价权由过往两年外资主导，转向今年内资公募主导。A 股涨势喜人，为何外资流入趋缓？一是受到疫情的干扰和影响，海外对国内疫情有力控制及经济复苏，反应过于迟缓。二是 MSCI 没有在今年继续提高 A 股权重，对应被动跟随增量资金趋缓。

未来 6 个月，外资有望再次掌握 A 股定价权。今年阻碍外资流入的因素集中在外部，目前这些因素都在发生边际变化。首先从全球看，中国经济复苏及股市表现，大幅提高了 2021 年 5 月 MSCI 提高 A 股权重的可能。得益于疫情有效控制，今年前 3 季度中国 GDP 累计同比 0.7%，对应上证综指累计涨跌幅 5.7%。相比之下，美国 GDP 前 3 季度同比-2.9%，标普 500 涨跌幅 1.2%，英国 GDP（前 2 季度）同比-21.5%，英国富时 100 指数-26.1%，日本 GDP（前 2 季度）同比-7.9%，日经 225 指数-2.3%，中国疫情控制、经济复苏及股市表现均处于前列。对内看，今年 A 股制度改革明显，外资入市有望进一步简化。今年资本市场改革包括注册制推广、创业板涨跌停板扩宽至 20%、取消 QFII 额度，放宽资本汇入汇出限制，都延续了过往两年的改革步伐，10 月证监会主席易会满在金融街论坛表示“将研究逐步统一、简化外资参中国资本市场的渠道和方式，深化境内外市场互联互通”。此外三季度以来人民币持续升值，若拜登上台，中美之间可能采取对话态势，这也将进一步带动外资流入 A 股，我们判断从今年 12 月到明年二季度，外资将流入 1500-2000 亿元，取代今年大规模发行的公募基金，成为市场最大的边际增量资金，可能重新掌握 A 股定价权。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

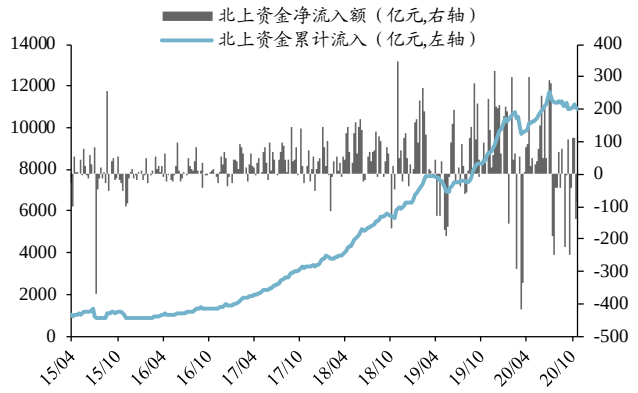
图 1：2020 年前三季度中国 GDP 及股指领涨全球



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：英国、日本 GDP 为上半年数据

图 2：今年以来北上资金流入放缓

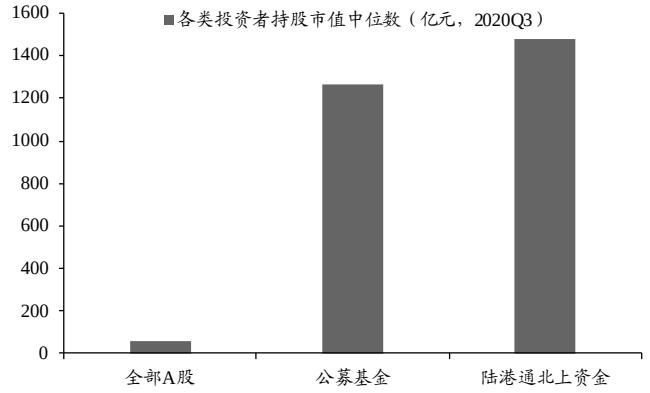


数据来源：Wind，东吴证券研究所

外资重新流入，进一步推升龙头溢价。如果未来一段时间外资重新掌握 A 股定价权，将带来两个冲击：1、消费为代表的价值取代科技为代表的成长，成为市场主要热点。2、龙头溢价进一步提升。第 1 点，传统意义上在过去十年海外资金是比较偏好消费，更何况基数原因，明年一季度消费行业基本面数据会出现高增，我们前期报告《行业风火轮——2021 年 Q1 消费基数效应有多大？》，按照三种假设对 2021 年 Q1 数据进行预测：乐观（恢复至 2019Q1 水平）、中性（2017-19Q1 均值水平）、悲观（2017-19Q1 均值水平的 90%），2021Q1 社会消费品零售总额乐观预期增速 24%，中性 16%，悲观 5%，其中汽车销量增速分别为 74%、87%、68%，空调销量增速 46%、38%、24%，酒店行业营业收增速 76%、99%、79%，航空客运量增速 117%、97%、77%。第 2 点，受限于外资的研究和投资范围，通常外资更倾向于行业及细分赛道龙头，又由于外资掌握了过去两年 A 股定价权，机构投资者占比提升，从 2017 年开始 A 股传统的小盘股溢价逐步消失，行业龙头估值溢价持续上行。公募基金、陆港通三季报重仓股市值中位数分别为 1269 亿、1475 亿，远高于全部 A 股市值中位数 76 亿。公募基金、陆港通三季报重仓股 PE(TTM)中位数分别为 54 倍、40 倍，外资持股也略低于全部 A 股估值中位数 41 倍。

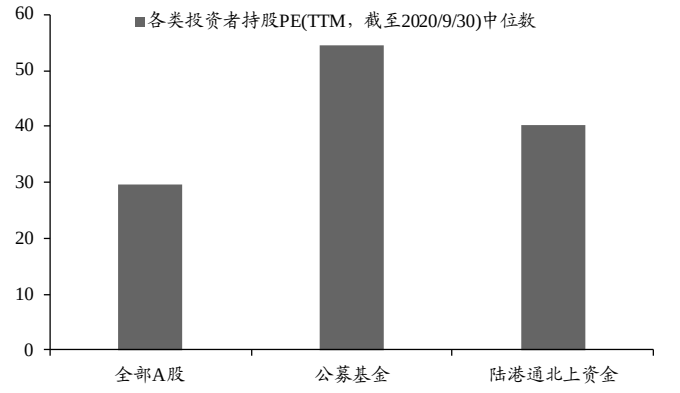
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：各类投资者重仓股市值中位数（2020Q3）



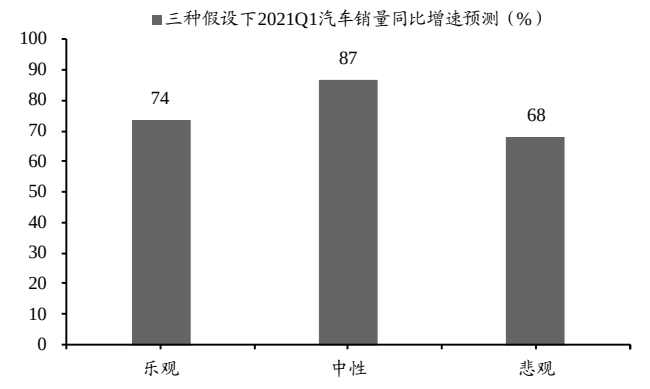
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：各类投资者持股 PE(TTM)中位数



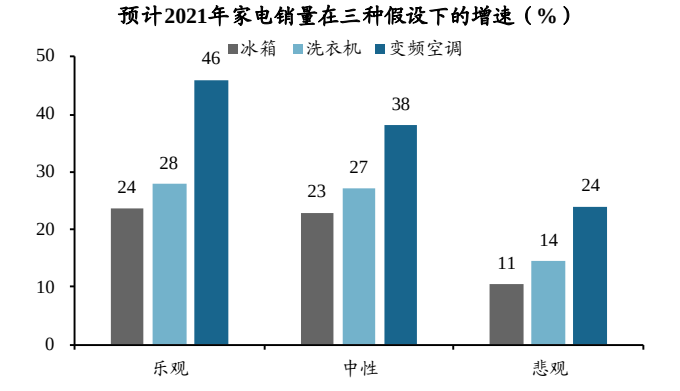
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2021Q1 汽车销量同比增速预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2021Q1 家电销量同比增速预测



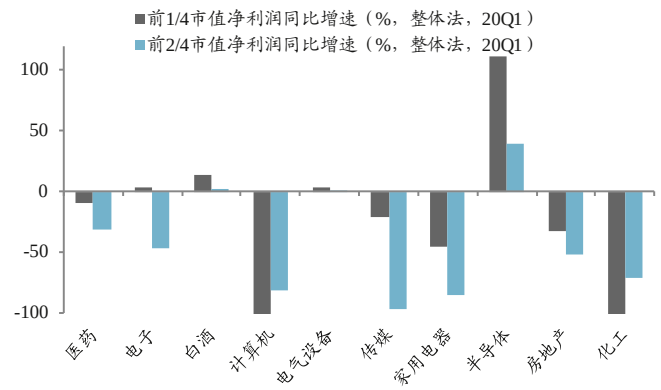
数据来源：Wind，东吴证券研究所

一季度疫情冲击下，龙头公司抗风险能力更强。我们将各行业市值前 1/4 个股作为一二线龙头代表，2/4 市值个股作为三四线龙头代表，发现一季度在疫情冲击下，龙头公司的抗风险能力更强，集中体现在他们的净利润同比增速回落幅度更小，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速，均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。

二三季度，龙头公司恢复更快，市占率进一步提升。二季度以来，中国经济超预期复苏，两个季度的业绩数据显示，龙头公司一季度更强的抗风险能力，在随后的两个季度中，转化为更为强烈的业绩反弹：各行业一二线龙头净利润同比增速均值从 Q2 的 1.3%升至 Q3 的 18.6%。两个业绩对比说明：在今年上半年疫情冲击下，多数行业一二龙头公司的市占率继续提升，在随后的复苏中，三四线龙头公司基本面并无太大优势。但从股价表现看，今年前三季度，各行业一二线龙头股累计涨幅均值 46.3%，对比三四线龙

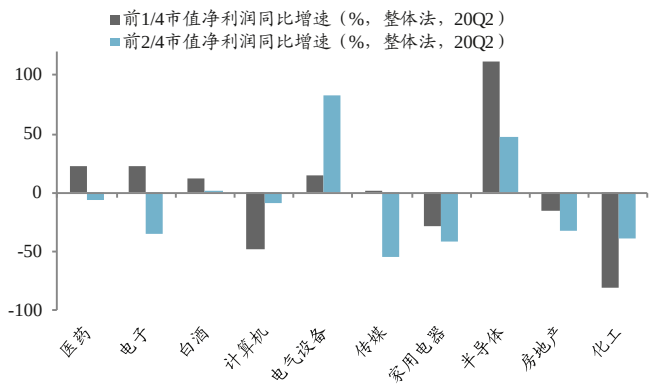
头涨幅均值 43.5%，龙头溢价差异相对有限，我们认为在资金面和基本面推动下，龙头公司的相对溢价会进一步提升。

图 7：20Q1 一二线龙头抗风险能力更强



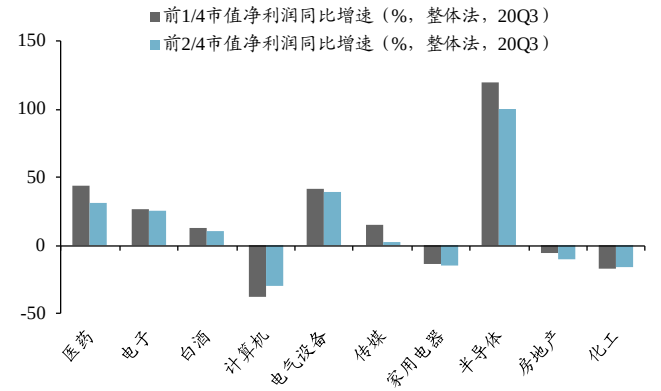
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：20Q2 一二线龙头恢复更快



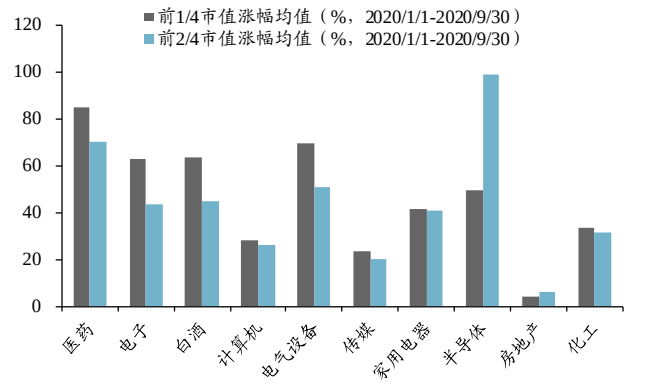
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：20Q3 一二线龙头业绩恢复更快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

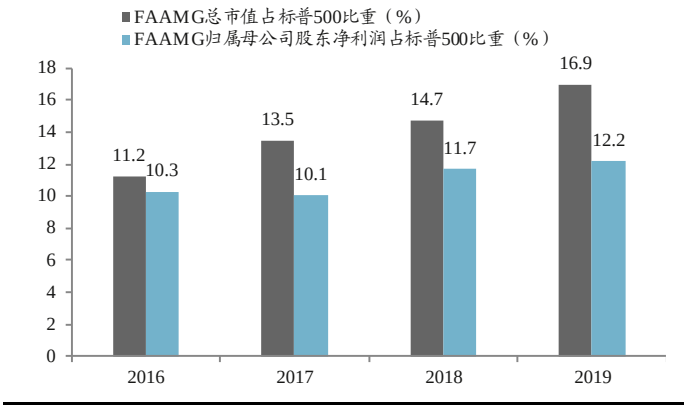
图 10：前三季度一二线龙头相对三四线溢价差异有限



数据来源：Wind，东吴证券研究所

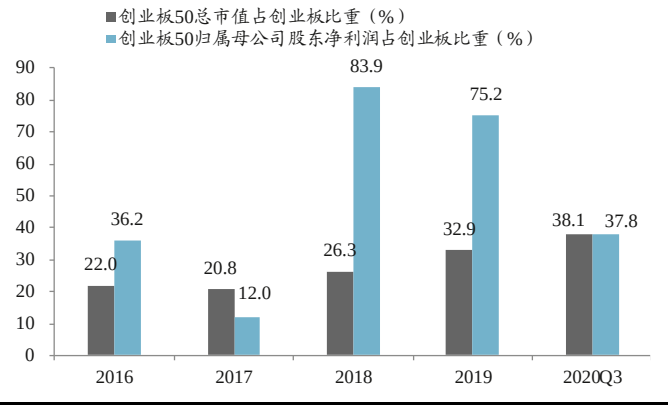
远景：经济潜在增速下降，龙头业绩稳定性溢价有望持续上行。我们认为经济复苏有望延续至明年上半年，龙头公司在未来一段时间，市占率仍将继续提升，业绩稳定性较赛道内其他公司更为明显。而在后疫情时代，经济潜在增速降低的假设下，能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升。过去十年美股“FAAMG”（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙头公司盈利能力持续提升，“FAAMG”占标普 500 指数净利润比重从 2016 年的 10.3%持续提升至 2019 年的 12.2%，市值占比从 11.2%提升至 16.9%。我们创业板 50 指数作为 A 股科技类龙头公司代表，创业板 50 个股占创业板净利润比重从 2016 年的 36.2%持续提升至 2020Q3 的 37.8%，市值占比从 22.0%提升至 38.1%，未来龙头公司市占率提升的故事，仍将继续。

图 11：FAAMG 市值&利润占标普 500 比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：创业板 50 市值&利润占创业板比重



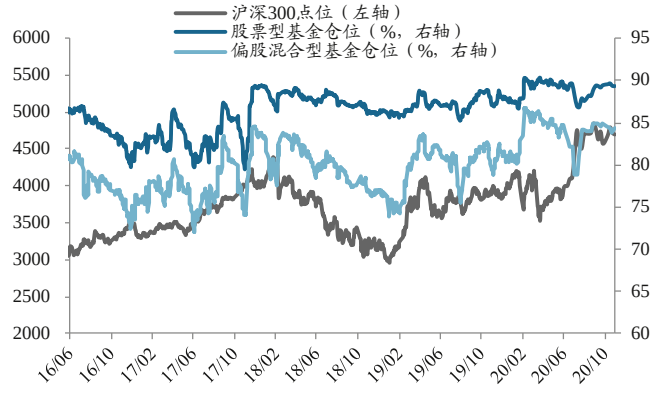
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 机构行为及市场情绪

最近一周公募仓位微升，风格上向创业板指倾斜。上周五（10/30）偏股混合型基金仓位 84.4%，前值 83.8%；股票型基金仓位 89.3%，前值 89.3%。最近一周公募基金进一步向创业板指倾斜。此前一周公募基金抱团趋弱，风格偏向价值，行业向电子、消费扩散。

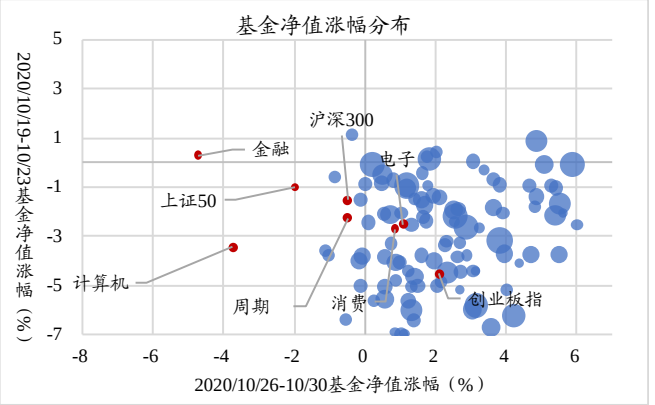
最近一周北上资金转为净流出，外资买入前三为电子、银行和汽车。最近一周（10/26-30，下同）陆股通合计净流出 83 亿元，前值净流出 140 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：电子、银行、汽车；卖出前三行业：非银、电力设备、食品饮料。

图 13：股票型&偏股混合型公募基金仓位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

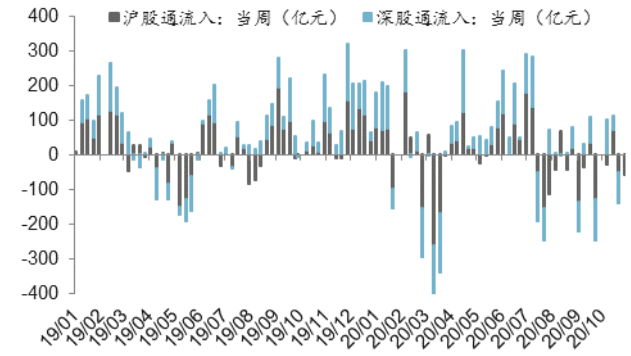
图 14：公募基金风格偏移



数据来源：Wind，东吴证券研究所

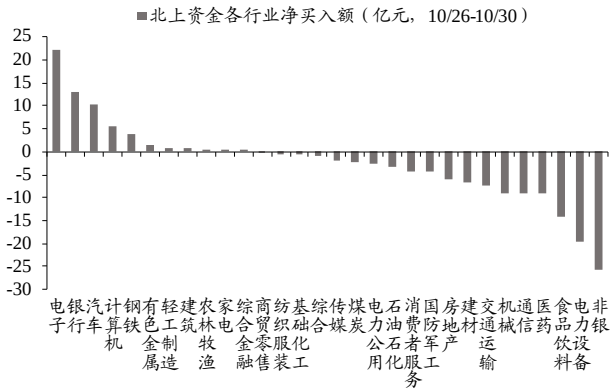
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

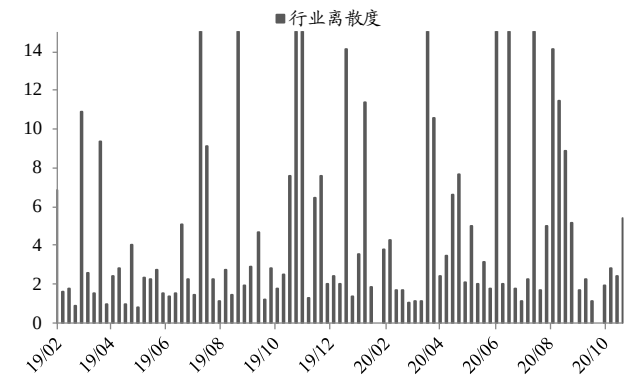
图 16：北上资金各行业净买入（10/26-10/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

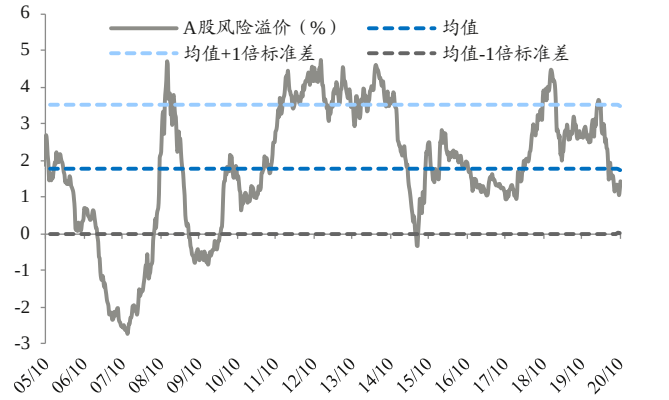
最近一周 A 股风险溢价上升，行业间分化加剧。A 股风险溢价 1.42%，历史分位数 37%，前值 1.18% ，低于 05 年以来均值 1.78%。行业离散度为 5.4，历史分位数 77%，前值 2.4。

图 17：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

