

策略週報

三類賽道對比，低估值優勢逐步顯現

機構效應不斷強化，順週期行情已在路上。

- **三類賽道對比，“低估值”優勢逐步顯現。**我們在年度策略中提出，2021年“高增長高估值”、“穩定成長”和“低估值增速回升”將成為市場資金角逐的主要方向，開年以來，以新能源汽車為代表的高增長板塊以及以銀行有色為代表的低估值板塊均有所表現，其背後反映出當前市場依然在“增長持續性”與“估值性價比”之間反復波動。我們認為，不同的宏觀背景和環境下，市場會對不同的風格屬性給予不同的優先順序：以 TMT 新能源汽車為代表的“高增長高估值”板塊在流動性較為充裕的環境之中表現較優，週期定位上屬於衰退後期的環境；而以食品飲料為代表的“穩定增長”板塊具有較強的防禦屬性，在基本面下行且流動性收縮的衰退前期通常會被賦予較高溢價；而以傳統週期行業為代表的“低估值”板塊對流動性環境不慎敏感，而在經濟上行的擴張週期表現最優。往後看，隨著國內經濟的逐步復蘇，流動性環境面臨邊際收斂，市場步入擴張後期，高估值板塊面臨估值分化壓力，順週期板塊性價比將會逐步提升。
- **A 股機構化趨勢延續，龍頭優勢有望深化。**資金抱團板塊背後是宏觀環境和市場微觀結構變化的反映。2020 年以來，為應對疫情投放的天量流動性也成為本輪“高增長高估值”板塊行情的主要推手。近年來公募基金規模的爆發式增長也進一步增強了“申購-增配”正回饋機制。我們認為 A 股機構化趨勢不會輕易瓦解。房價壓制帶來資金入市的機會成本降低->權益類基金規模爆發帶來機構規模不斷擴大->機構資金持續增配龍頭股，上述趨勢仍處於正迴圈過程之中，在這種趨勢性力量的影響下 A 股機構化進程仍將進一步深化。而需要指出的是，我們認為資金抱團趨勢下大市值行業龍頭的優勢將會不斷得到增強，而隨著經濟週期定位的演化，行業板塊的方向或逐步趨於均衡。
- **機構加倉低估值順週期行業，板塊風格有望均衡化。**四季報大類行業的配置情況來看，順週期資源品配置比例明顯提升，有色、化工行業倉位元為別上升 5%、3%，位於各一級行業前列，而前期高估值板塊除食品飲料外，電腦、電子為代表的 TMT 板塊配置比例均出現不同程度的下行。從超配/低配比例來看，有色、化工為代表的傳統週期行業倉位依然低於市場平均水準，而銀行板塊低配比例雖較 3 季度出現明顯收窄，但仍處於全市場最低水準。從市場資金配置選擇的邊際變化出發，也可以進一步印證我們前文所述觀點：隨著擴張週期的進一步深化，順週期板塊盈利持續性將會不斷超預期；而伴隨著未來流動性環境的常態化回歸，高估值板塊將從前期的貝塔行情進一步向個股邏輯演化，未來市場資金方向的選擇上將會更多向順週期板塊傾斜，行業板塊的風格表現將會更為均衡。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

觀點回顧

——20201101《佈局週期正當時》：復蘇趨勢下靜候海外不確定因素落地。盈利復蘇趨勢延續但節奏或有放緩，海外風險衝擊尚存但盈利修復下市場中期趨勢不改，靜候海外不確定因素的落地。

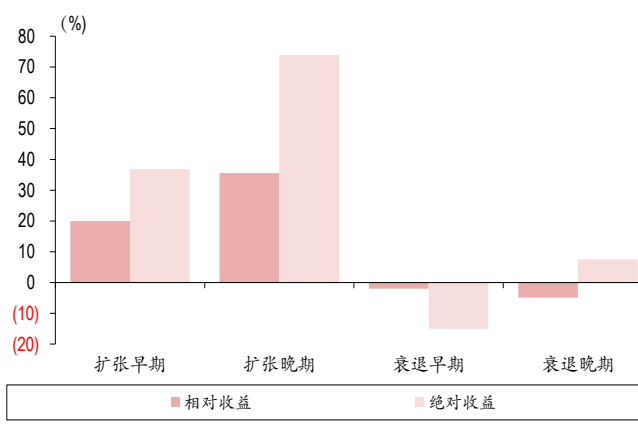
——20201129《迴圈牛大週期》：商品資本雙迴圈，A股有望迎來迴圈牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙迴圈迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領A股進入技術性牛市。

——20201206《擁抱週期》：回應市場對大週期行情的五點分歧。相比於2016-2017年全球補庫帶動的短週期上行，這次復蘇伴有更強的全球總需求擴張和中週期房地產上行的推動，持續性更強，中國作為全球產業鏈中的一環必然享有全球復蘇的紅利。

機構效應不斷強化，順週期行情已在路上

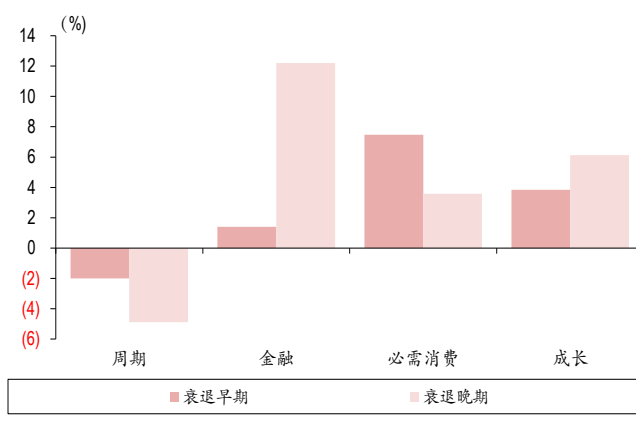
三類賽道對比，低估值優勢逐步顯現。我們在年度策略中提出，2021年“高增長高估值”、“穩定成長”和“低估值增速回升”將成為市場資金角逐的主要方向，開年以來，以新能源汽車為代表的高增長板塊以及以銀行有色為代表的低估值板塊均有所表現，其背後反映出當前市場依然在“增長持續性”與“估值性價比”之間反復波動。我們認為，不同的宏觀背景和環境下，市場會對不同的風格屬性給予不同的優先順序，例如：以 TMT 新能源汽車為代表的“高增長高估值”板塊在流動性較為充裕的環境之中表現較優，週期定位上屬於衰退後期的環境，例如 2020 年 Q1-Q3；而以食品飲料為代表的“穩定增長”板塊具有較強的防禦屬性，在基本面下行且流動性收縮的衰退前期通常會被賦予較高溢價；而以傳統週期行業為代表的“低估值”板塊對流動性環境不敏感，而在經濟上行的擴張週期表現最優。往後看，隨著國內經濟的逐步復蘇，流動性環境面臨邊際收斂，市場步入擴張後期，高估值板塊面臨估值分化壓力，順週期板塊性價比將會逐步提升。

圖表 1. 低估值週期板塊在擴張階段表現最優



資料來源：萬得，中銀證券

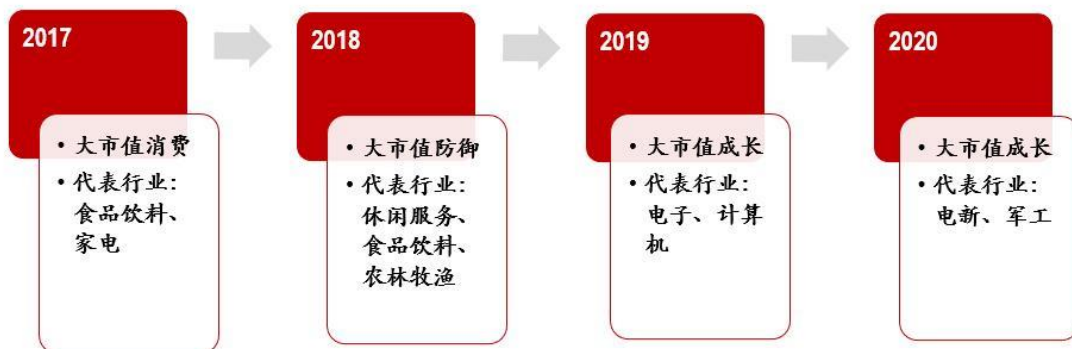
圖表 2. 消費成長板塊在衰退週期相對優勢明顯



資料來源：萬得，中銀證券

資金抱團板塊背後是宏觀環境和市場微觀結構變化的反映。近年來，A 股機構化特徵愈發顯著，穩定成長的消費板塊和盈利高增的成長板塊成為市場資金抱團的主要方向。我們認為，不同時期市場風格屬性其背後也是當時宏觀及市場環境的反映。2017 年以來伴隨著 M2 增速中樞的下行，宏觀流動性邊際收緊，市場對於盈利穩定性的關注度不斷提升，外資的示範效應下消費板塊估值一路走高。2020 年以來，為應對疫情投放的天量流動性也成為本輪“高增長高估值”板塊行情的主要推手。

圖表 3. 2017-2020 年市場風格表現

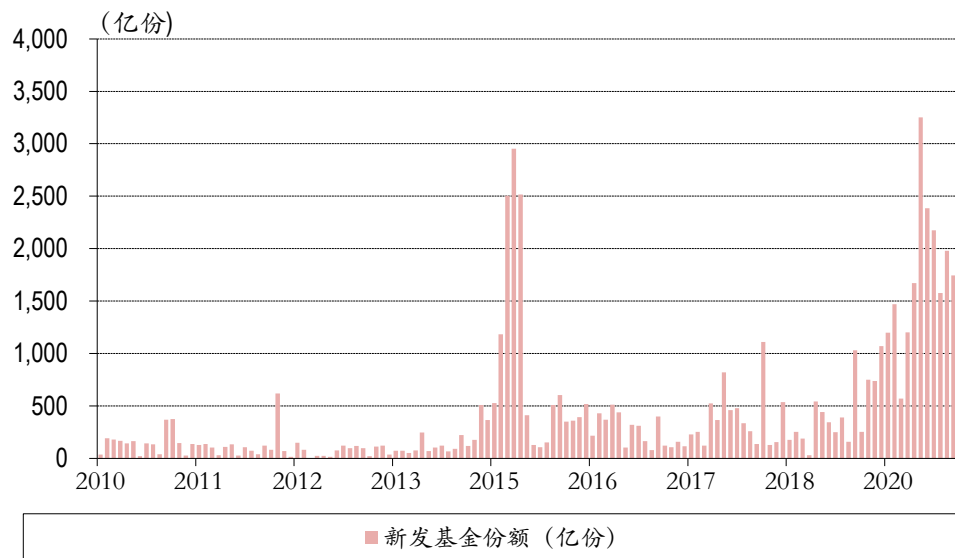


資料來源：萬得，中銀證券

A 股機構化趨勢延續，龍頭優勢有望深化。而近年來公募基金規模的爆發式增長也進一步增強了“申購-增配”正回饋機制。我們認為 A 股機構化趨勢不會輕易瓦解。結合此前週報觀點，我們認為央行

貨幣政策收縮幅度、房價上漲和新發基金速度與規模是影響資金抱團行情的主要因素：近期央行連續兩天以逆回購的方式投放流動性，略超市場預期；本周上海限購政策加碼，給一線房地產市場降溫；市場資金層面，年初爆款權益基金頻出，截至當前 1 月新發權益類基金 3589 億份，單月新發規模創下歷史新高（超過 15 年及 20 年高點）。因此，房價壓制帶來資金入市的機會成本降低->權益類基金規模爆發帶來機構規模不斷擴大->機構資金持續增配龍頭股，上述趨勢仍處於正迴圈過程之中，在這種趨勢性力量的影響下 A 股機構化進程仍將進一步深化。而需要指出的是，我們認為資金抱團趨勢下大市值行業龍頭的優勢將會不斷得到增強，而隨著經濟週期定位的演化，行業板塊的方向或逐步趨於均衡。

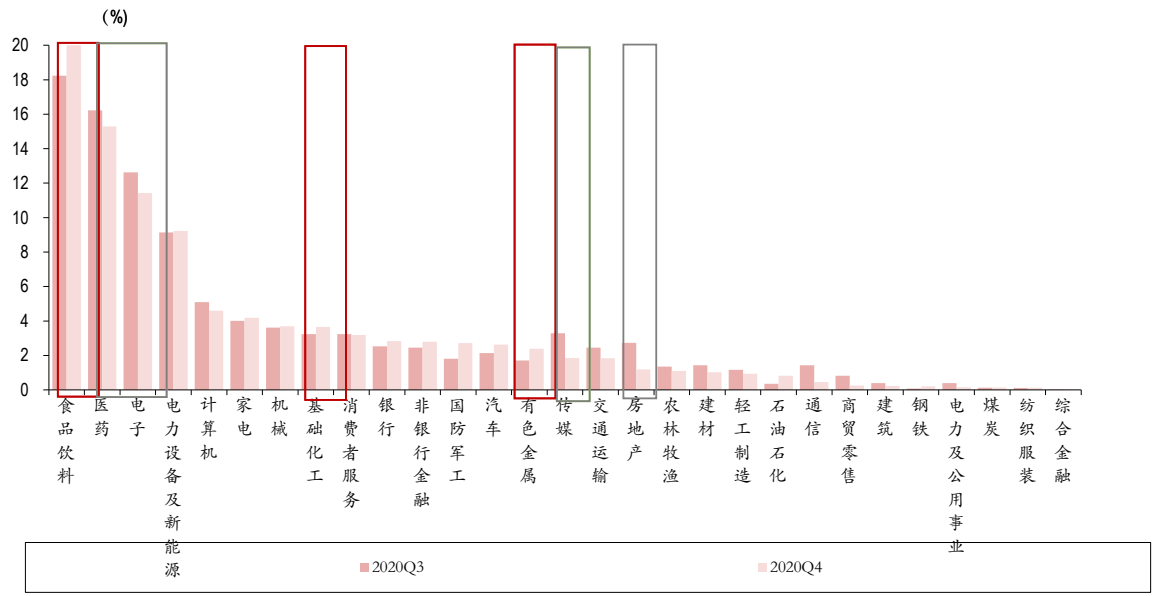
圖表 4. 截至當前本月新發權益類基金規模創歷史新高



資料來源：萬得，中銀證券

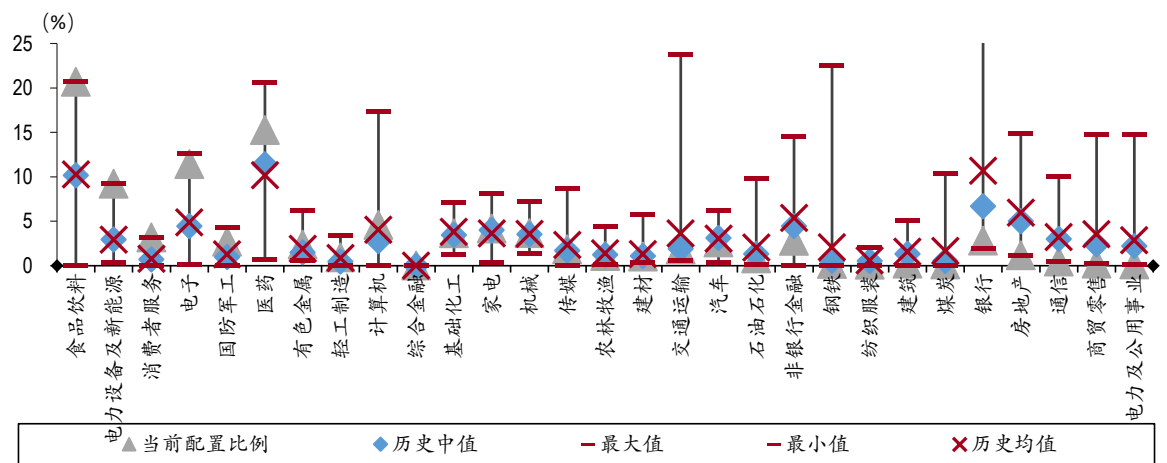
機構加倉低估值順週期行業，板塊風格有望均衡化。 四季報大類行業的配置情況來看，順週期資源品配置比例明顯提升，有色、化工行業倉位元為別上升 5%、3%，位於各一級行業前列，而前期高估值板塊除食品飲料外，電腦、電子為代表的 TMT 板塊配置比例均出現不同程度的下行。從超配/低配比例來看，有色、化工為代表的傳統週期行業倉位依然低於市場平均水準，而銀行板塊低配比例雖較 3 季度出現明顯收窄，但仍處於全市場最低水準。從市場資金配置選擇的邊際變化出發，也可以進一步印證我們前文所述觀點：隨著擴張週期的進一步深化，順週期板塊盈利持續性將會不斷超預期；而伴隨著未來流動性環境的常態化回歸，高估值板塊將從前期的貝塔行情進一步向個股邏輯演化，未來市場資金方向的選擇上將會更多向順週期板塊傾斜，行業板塊的風格表現將會更為均衡。

圖表 5. 基金四季報顯示順週期行業獲得資金增持（紅框為增持排名靠前行業，灰框為減持排名靠前行業）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 大部分低估值順週期板塊配置比例仍處於較低歷史分位（從左至右為歷史分位由低到高）



資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

買入：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；

增持：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；

中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；

減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；

中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；

弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。

未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371