



2021年中国股市策略展望： 先上后下，配置下沉

- 复盘 2020：**2020年无疑是载入史册的一年，市场经历了暴跌暴涨，全年呈现风险资产、避险资产齐飞的格局，中国股市表现位列全球市场前列。2020年我们的策略对于大方向、标的选择表现良好，但低估了MSCI中国指数的回报。
- 自上而下看 2021：**自上而下来看2021年，中国及全球呈现周期共振复苏的特点。就复苏的节奏来看，上半年共振复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。2021年的流动性可能出现海外松、国内偏紧的分化格局。
- 资产配置视角看股市：**从资产配置的视角来看股市，相比债券，股票的吸引力仍然非常高。同时，我们的周期资产配置框架也显示当前应做多股票资产。从居民资产配置的角度来看，不论是增量还是存量，股票资产都有望受益，居民有动力去提升股票资产的配置占比。
- 中国股市 2021年回报拆解：**MSCI中国指数盈利2021年预计同比增长20%-21.5%，有望成为2021年股市的最大支撑。估值来看，目前已经属于非常高位水平，难以进一步扩张，我们预计估值温和回落14.4%-15.9%。2021年，我们预计与2010年相类似，都是盈利扩张而估值收缩，全年低个位数回报。
- 中国股市行业策略大全：**2021年估值回落，此时更凸显了做大行业配置Alpha的必要性。我们对绝大部分细分赛道几乎都以统一维度进行了梳理，行业配置核心即在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。我们超配汽车、连锁酒店、电梯广告、寿险、CRO/CDMO、电池、工程机械、功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SaaS、白卡纸等细分赛道。
- 操作策略：**买卖时机来看，上半年确定性较高，下半年需密切留意，保持谨慎。全年走势或将出现先上后下，呈倒V型走势。尤其是受益于周期性需求复苏的标的，需要根据周期走势进行择时（上半年>下半年）。从基本面、流动性、资金面综合来看，2021年港股比A股好。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年12月08日

相关报告：

[《MSCI中国“新经济”占比首超美股——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-30)

[《互联网科技股仓位罕见变化的背后——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-21)

[《美国通胀25年未有之大变化——见微知著策略系列报告》](#)

(2020-10-16)

[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》](#)

(2020-09-17)

[《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#) (2020-08-28)

[《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) (2020-08-13)

[《恒生科技指数——新港股崛起》](#) (2020-07-24)

[《2H20投资策略展望：别站在央行的对立面》](#) (2020-06-19)

目录

复盘 2020 年	3
市场回顾——风险资产、避险资产普涨齐飞	3
2020 年，我们看对了什么？看错了什么？	5
自上而下看 2021 年	8
周期共振复苏——宏观、中观双维度佐证	8
复苏延续到何时？——上半年复苏确定性高，下半年有待观察	10
流动性有分化——海外松，国内偏紧	12
资产配置视角看股市	15
相比债券，股票吸引力仍高	15
周期资产配置框架下的股票配置：应做多	16
居民资产配置——存量与增量角度，股票资产都有望受益	19
中国股市 2021 年回报拆解	20
盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑	20
估值——料将回落	22
回报——全年回报预计为低个位数	24
中国股市行业策略大全	26
行业配置的必要性——估值回落需做大行业配置 Alpha	26
行业配置的思路——寻找周期、结构需求叠加供应共振	26
可选消费板块——酒店、教育龙头逆势扩张，周期与非周期助力汽车上行	30
必选消费板块——整体低配，高端白酒和化妆品 ODM/OEM 相对较优	33
通信服务板块——短视频红利仍在，电梯广告老树新花	35
能源板块——原油供应端有扩产不确定性	37
金融板块——寿险负债、资产端双改善	38
医疗保健板块——仅建议超配 CRO/CDMO	40
工业板块——周期复苏叠加供应格局改善，超配电池、工程机械、航运	42
IT 板块——分化大，超配功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SaaS	44
原材料板块——白卡纸供需格局最佳	48
房地产板块——整体低配，但仍可关注数字平台化中介	50
公共事业板块——类债属性，建议低配	51
操作策略	52
何时买——全年股票走势或先上后下，上半年仍有较大机会	52
买什么——港股比 A 股好	52

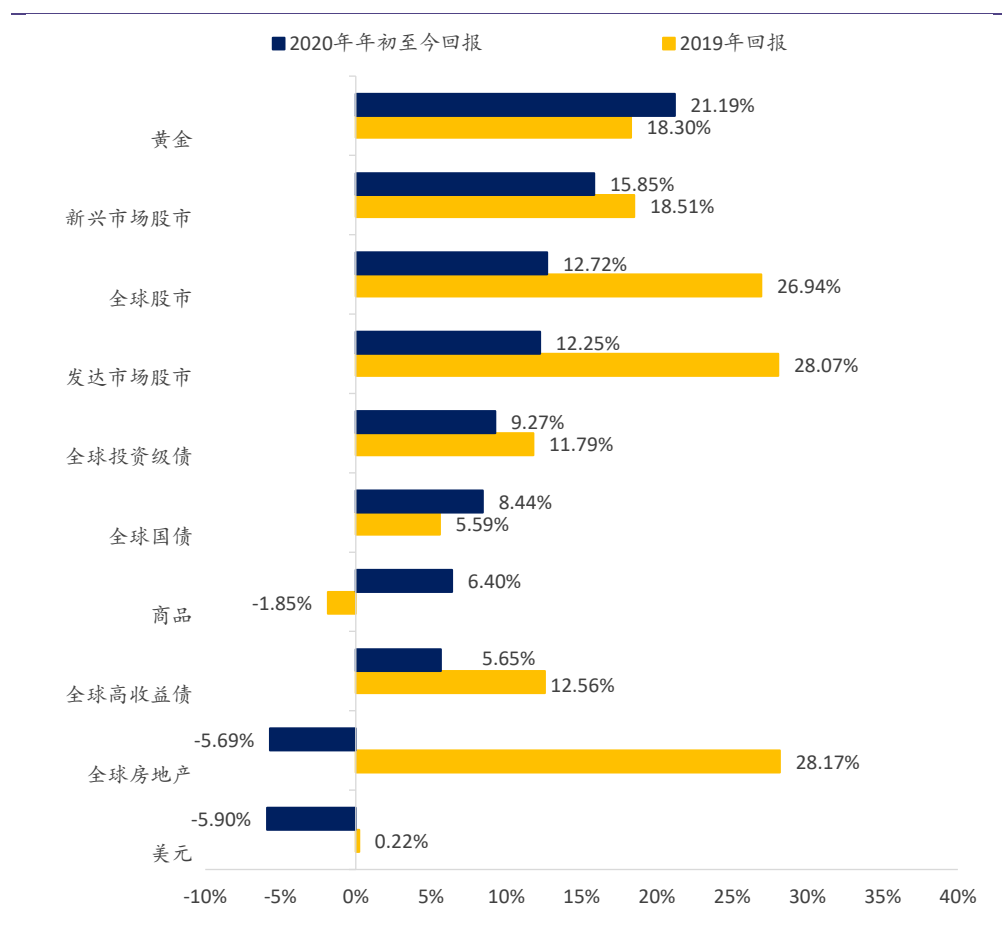
2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉

复盘 2020 年

● 市场回顾——风险资产、避险资产普涨齐飞

2020 年的全球资本市场无疑是载入史册的一年，在新冠疫情的冲击下，全球资本市场出现了史诗级的熔断、暴跌，但在同样史诗级的宽松刺激下，市场在暴跌后经历了强劲反弹。尤其是黄金以超过 17% 的涨幅居于榜首，紧随其后的是新兴市场股市和发达市场股市。2020 年资本市场整体呈现出风险资产、避险资产普涨齐飞的格局。

图表 1：2020 年全球大类资产回报

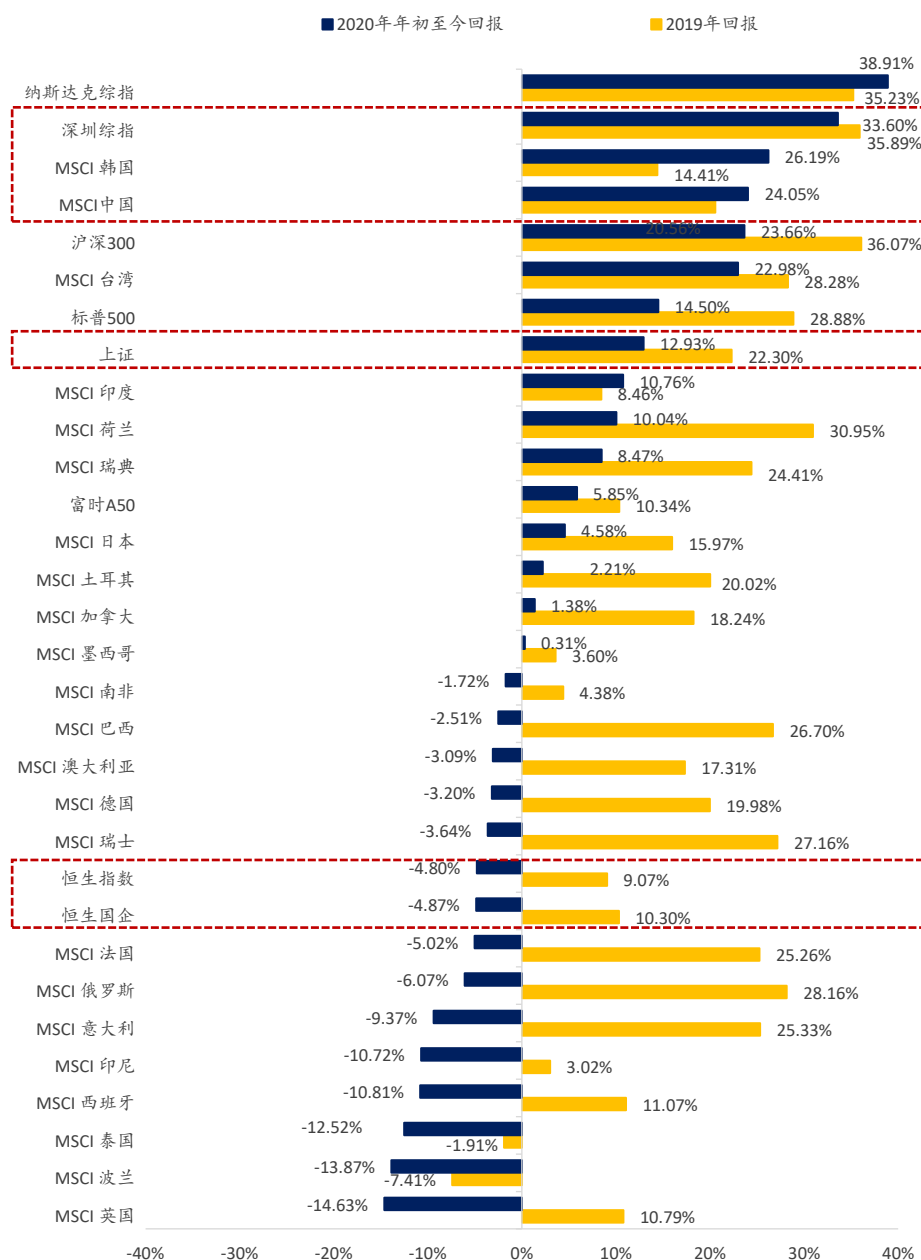


注：数据截至 2020 年 12 月 4 日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

就股市而言，全球股市整体表现良好，但分化十分明显。今年中国股市涨幅仅次于纳斯达克综指，较去年回报率第一的排位稍有回落，但整体表现已稳定地走在全球前沿。其中深圳综指回报率超过30%，而恒生、恒生国企指数年初至今仍然是负收益，意大利、西班牙、英国股市位居榜末。

图表 2：2020 年全球股市表现



注：数据截至2020年12月4日

资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 2020年，我们看对了什么？看错了什么？

2020年，全球经历了太多的“第一次”，当疫情在3月冲击全球，资本市场季度恐慌之际，我们同样也曾面临困惑、担忧，但不论我们的情绪如何变化，最终都回归到投资框架中，我们通过拆解基本面、估值、资金流、市场情绪、仓位等一系列指标，为投资人陆续贡献了一系列报告。当我们回首2020年策略的观点之际，有得有失，但整体来看我们的策略对于大方向、标的选择表现良好，但低估了盈利的下行幅度和估值的扩张力度。

- **大方向。**当市场充满怀疑之际，我们推出了[《暴跌后的港股市场如何选股？》](#)、[《美股反弹后路在何方？》](#)、[《2H20投资策略展望：别站在央行的对立面》](#)、[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告》](#)等报告看好后市。市场的走势也证实了我们对于大方向的判断是正确的。
- **标的选择。**[《疫情冲击下的十大行业机遇》](#)我们提示的十大行业表现良好，尤其是电商赛道。[《暴跌后的港股市场如何选股？》](#)我们自上而下结合自下而上选股，75%的选股跑赢恒指，平均跑赢恒指30.17%。[《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》](#)认为分化将延续，不认为价值股将均值回归，事实也证明了下半年依然是科技股领跑。我们在[《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#)黄金价格历史性高点附近提醒投资人减持黄金。我们在9月市场回调之际发布了[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告》](#)，提醒投资人这是回调而非见顶，并重点提示投资人关注周期股，与周期股开始大幅发力的时点基本吻合。
- **幅度判断。**我们在[《2H20投资策略展望：别站在央行的对立面》](#)中估测了MSCI中国指数的回报，我们低估了其回报，我们低估了盈利的下行幅度，同时也大幅低估了估值的扩张幅度。

图表 3：复盘 2020 年的策略观点

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/3/14	《疫情冲击下的十大行业机遇》	报告中我们看好远程办公、在线教育、生鲜电商、医药电商等十大行业机遇。	十大行业机遇整体表现良好，尤其是今年全球电商赛道表现亮眼，IBUY（全球市值最大的电商主题ETF之一）的YTD涨幅为106.95%。	疫情令全球线上化、数字化的趋势全面加速，这一长期趋势并不会因疫情结束而终结，值得长期密切留意。
2020/4/3	《暴跌后的港股市场如何选股？》	在当时高度不确定性的环境中，我们自上而下结合自下而上为推荐投资人构建“退可守、进可攻”的投资组合。	1. 自我们报告发布至今，恒生指数、恒生国企指数分别上涨15.49%和11.94%。 2. 我们选取的20只个股，平均收益44.5%，其中15只（75%的占比）跑赢恒指，平均跑赢恒指30.17%。	我们自上而下与自下而上的选股逻辑是行之有效的，但如果结合行业、赛道选择，预计整体收益可以进一步提高（我们此次在行业配置部分对行业、赛道部分进行了详尽分析）

(接下页...)

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/4/22	《美股反弹后路在何方?》	<p>1. “我们认为当前的盈利预期已经较大程度反映了疫情对于盈利的冲击情况，盈利预期仍有可能继续下调，但预计盈利下调空间相对有限。”</p> <p>2. 我们当时不仅看好美股反弹，还认为美股有超涨风险。我们发现此轮美股反弹与先前的反弹并不同，因为仍然有大量的场外资金在观望，一旦入场，美股有超涨风险。</p>	<p>自我们报告发布至今，标普 500 指数由 2799.31 上涨至 3699.12，涨幅 32.14%，纳斯达克综合指数自 8495.379 上涨至 12464.230，涨幅为 46.72%。</p>	<p>市场的潜在购买力是个容易被忽略的维度，即使现在在美国的货币基金规模有所回落，但目前仍然有巨量资金，显示潜在购买力依然非常强大。</p>
2020/6/4	《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对?》	<p>我们的报告独创提出了相关度+分化度的市场阶段划分法，并认为中国及全球市场高相关、高分化预计将延续。</p>	<p>自我们报告发布至今，MSCI 中国指数细分行业看，MSCI 中国信息技术板块指数涨幅最大，为 47.36%；MSCI 中国能源板块指数涨幅最小，为 -6.50%，下半年高分化延续。</p>	<p>自下而上来看，预计分化度会有所收窄，因为部分传统行业及赛道从供需结构的角度来看已经显得具有投资吸引力。</p>
2020/6/7	《5 月美国非农就业数据远超预期，告诉我们什么?》	<p>从美国的就业数据出发，结合美国地产供需端的梳理，报告中我们提示美国房地产有超涨风险。</p>	<p>9 月美国成屋销售年化 654 万户，创 2006 年 5 月以来最高，环比增加 9.5%，较去年 9 月的 538 万同比上升 21.56%。</p>	<p>紧供应叠加强力的货币政策刺激，美国房市的反弹在情理之中。这也提示了我们，在分析需求时切不可忽略供应端的情况，这也是为何我们在后面的行业配置部分，特别梳理了供应格局。</p>
2020/6/19	《2H20 投资策略展望：别站在央行的对立面》	<p>1. 我们从独创的全球流动性量、价格框架维度坚定看好包括中国股市在内的全球股票市场。</p> <p>2. “我们预计 2020 年 MSCI 中国指数为个位数回报，相较于当前点位回报率为 5-10% 之间。”2020 年的盈利同比增速预计为 -3.45%，不同场景下 MSCI 中国指数估值增速预计同比增长 8.6%。”</p>	<p>1. 自我们报告发布至今，标普 500、MSCI 中国指数分别上涨 19.41% 和 22.16%。</p> <p>2. 相比于我们对于 MSCI 中国指数 5-10% 的回报预测，其中盈利下跌 17%，我们的预测是盈利下跌 3.45%，我们同时低估了盈利的下行幅度和估值的扩张力度。</p>	<p>我们判断对了市场方向，但还是低估了疫情对于盈利的冲击力度，也低估了估值的扩张力度，但估值是非常主观的产物，我们未来会进一步优化盈利及估值的判断分析框架，以提高判断的准确度。当我们在判断估值走势缺乏高确信度时，我们还是愿意更偏审慎一些，这样安全垫会更加充足，投资方能走得更稳。</p>
2020/8/13	《黄金投资手册：黄金并不黄金》	<p>“我们从实际利率、仓位与技术面、相对估值、周期下的资产配置几个角度来对黄金价格进行展望，几个维度的综合判断都共同指向黄金价格上行空间有限，投资性价比不高，建议投资人减持。”</p>	<p>自报告发布以来，黄金价格从 1953.71 下跌至 1838.86，跌幅达 9.05%。</p>	<p>我们对于黄金已经进行了详尽的分析，我们剔除了所有影响黄金价格的“表面因素”，直击“实际利率”这一黄金价格核心驱动力，再次强调我们观点，宽松≠实际利率下降，唯有实际利率下降方能驱动金价上行。随着全球经济的共振复苏，预计黄金在 2021 年仍将承压。</p> <p>(接下页...)</p>

日期	报告名称	当时的观点	实际结果	复盘
2020/9/17	《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》	<p>1. “综合来看，基本面、流动性、ERP 都显示，当前阶段如果出现股市较大跌幅，很可能是“回调”而非“见顶”。在此情况下，投资者应该利用回调的机会积极加仓。”</p> <p>2. 我们在报告中强烈推荐周期股。</p>	<p>1. 报告发布至今，MSCI China 由 98.16 上涨至 106.88，涨幅达 8.88%。</p> <p>2. 报告发布至今，Wind 造纸指数（886014.WI）、Wind 光伏玻璃指数（884739.WI）、Wind 汽车指数（886033.WI）、有色金属指数（000819.SH）分别上涨 5.17%，12.87%，33.93%，16.71%。</p>	<p>周期股值得密切关注，但并不是所有周期股都一样，我们在行业配置部分对周期股进行了详尽梳理。我们梳理后发现有的周期股供需共振，值得配置，但有的周期股供应格局不佳，投资性价比仍然偏低，需要自下而上梳理并区分对待。</p>

注：数据截至 2020 年 12 月 4 日

资料来源：浦银国际

自上而下看 2021 年

自上而下来看 2021 年，中国及全球呈现周期共振复苏的特点，就复苏的节奏来看，上半年共振复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。2021 年的流动性可能出现海外松、国内偏紧的分化格局。

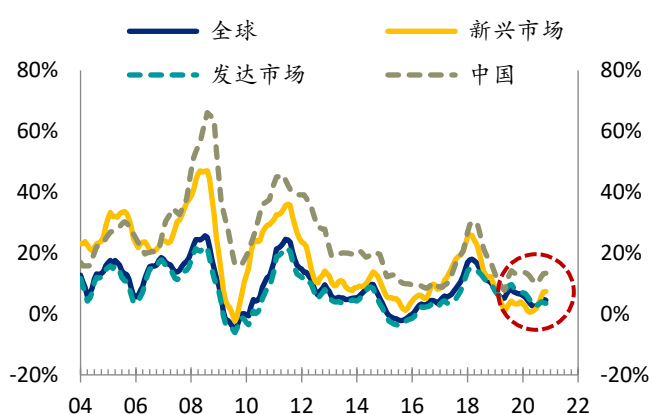
● 周期共振复苏——宏观、中观双维度佐证

我们在 2020 年 9 月的报告 [《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告\(一\)》](#)中就提到了“中国经济正处于底部向上回升的过程中，确定性较高。与此同时，我们独家的全球经济领先指标也显示，全球经济很可能直到 2021 年四季度至 2022 年一季度方才见顶。”我们目前继续维持这个判断，2021 年大概率会看到中国和全球共振复苏延续。

1. 宏观层面：各个维度来看，中国与全球经济体仍然在共振复苏的通道中。

- 经济的短周期波动即基钦周期 (Kitchin cycle)，又称为库存周期。我们汇总了 2 万多家全球上市企业的财务数据来分析全球基钦周期，就库存来看，全球各国目前都处于周期底部，随着疫情影响的逐步消散，预计 2021 年各国将开启补库存；就销售来看，包括中国在内的各国也正处于底部，刚刚有回暖的迹象。
- PMI 所传递的信息也类似，在疫情的冲击下，全球经济在今年二季度末触底后开始回升，目前经济仍然在修复通道，且修复通道预计在 2021 年延续。
- OECD 的领先指标同样也显示中美欧经济在经历了疫情重创后 V 型复苏，目前仍然处于共振复苏通道。

图表 4: 中国与全球库存周期筑底上行 (同比增速)



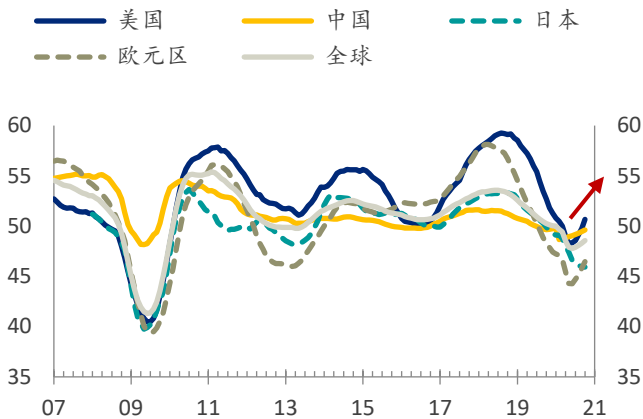
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 5: 全球销售周期 (同比增速)



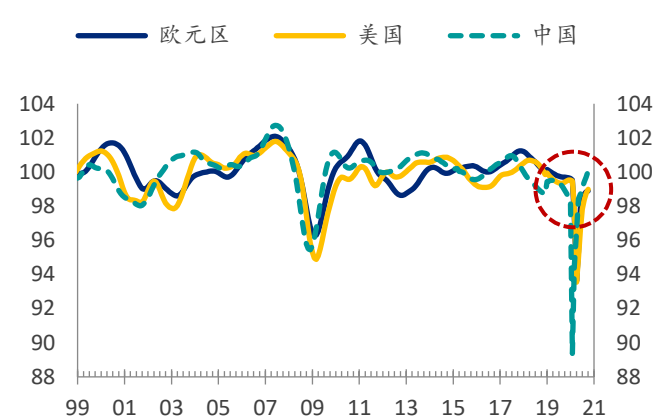
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 全球 PMI (12 个月均值)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 7: OECD 综合领先指标



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

2. 中观层面: 从各个维度来看也可以佐证全球经济周期同步修复中。

- 对于全球周期敏感的全球半导体销售稳步回升, 目前仍然处于上升通道。
- 全球汽车销售同比来看, 在 2020 年 5 月触底, 随后一路修复。

图表 8: 全球半导体销售同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 9: 全球汽车销售同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 复苏延续到何时？——上半年复苏确定性高，下半年有待观察

宏观及中观层面都预示着此次经济触底已经完成，目前正在共振上行复苏中。2021 年对于经济复苏最大的不确定性仍然是疫情。但即便如此，我们仍可在不确定性中把握确定性，我们能够确定的是：

- 各国众多疫苗已经进入 3 期临床，具有较高成功性，预计 2021 年将进入量产阶段；
- 即使疫苗长期未能量产，但在治疗手段上已经取得明显提高，欧美疫情人数大量新增，但死亡率却明显下降；
- 由于政策上更灵活，加上企业、居民更强的适应性（例如业务转换、在家办公等），我们可以观察到欧美疫情的再度来袭对于经济的冲击性已经大幅减弱；
- 即使疫苗研发量产、治疗手段等方面已经出现积极改善，但全球的财政、货币政策至少在 2021 年仍然可以积极而全方位的“保驾护航”。

基于以上，我们可以判断，2021 年全球疫情即使连续反复，可能会影响复苏的斜率，不太可能会影响复苏的方向。全球共振复苏可期，这是 2021 年资本市场最大的主题。

图表 10: 各国众多新冠疫苗已进入 III 期临床研究且预期产能都在亿剂级别

机构	临床进展	量产预测	产能
美国 Moderna	FDA	2020/12/1 向 FDA 递交紧急使用授权 (EUA) 申请, FDA 预计与 2020/12/17 审核处理。	5-10 亿剂/年 (2021 年预计)
牛津大学 阿斯利康	3 期	2020/11/23, 公布 3 期试验有效率达 90%。	20 亿剂/年
德国 BioNTech 辉瑞	FDA	2020/11/20 向 FDA 递交 EUA 申请, FDA 预计与 2020/12/10 审核处理。	13 亿剂/年 (2021 年预计)
强生子公司杨森	3 期	2020/11/16 于英国开始 3 期试验。	10 亿剂/年
美国 Novavax	3 期	目前已在英、美、墨西哥开展 III 期临床试验, 预计于 1Q21 完成第一次中期分析。	10 亿剂/年 (2021 年预计)
中国生物北京生物制品研究所	3 期	“中生北京”和“中生武汉”的 3 期临床试验已有 5 万人接种。	1.2 亿剂/年
中国生物武汉生物制品研究所	3 期	“中生北京”和“中生武汉”的 3 期临床试验已有 5 万人接种。	1 亿剂/年
科兴生物	3 期	2020/11/28 宣布, 预计于巴西进行的 III 期临床将于 12 月初完成中期分析。	3 亿剂/年 (2021 年预计)
智飞生物	3 期	2020/10/29 宣布即将进入 3 期。	3 亿剂/年
康希诺 军事科学院	3 期	2020/11/6, 于墨西哥进行的 3 期临床第 1 组受试者已全部入组并接种疫苗。	2 亿剂/年

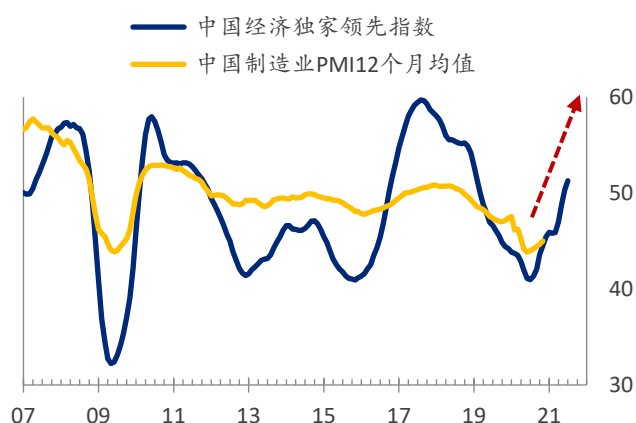
资料来源：公开资料、浦银国际整理

我们独家的领先指标显示：

- 至少至 2021 年上半年，中国与全球经济都会共振复苏，确定性较高。
- 2021 年下半年，有可能出现周期见顶的情况，一旦出现想必会对全球风险资产，尤其是周期资产造成较大压力，下半年需要密切留意，因此就操作层面而言，上半年做多周期资产的确定性较高，而下半年很可能需要大幅减持周期资产。

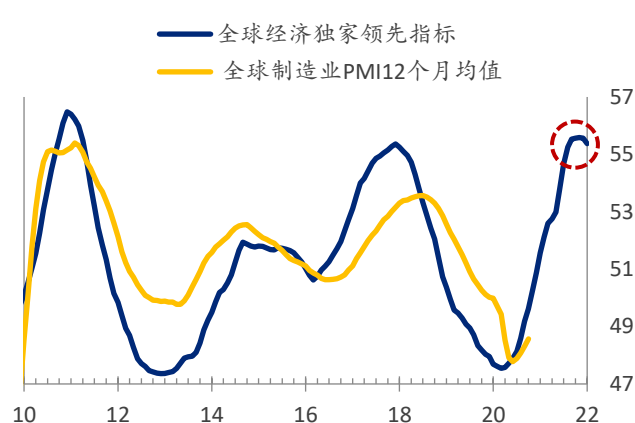
综合来看，我们认为 2021 年上半年复苏确定性高，下半年有待观察，有可能出现周期见顶。

图表 11: SPDBI 全球经济独家领先指数



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 12: SPDBI 全球经济独家领先指标



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

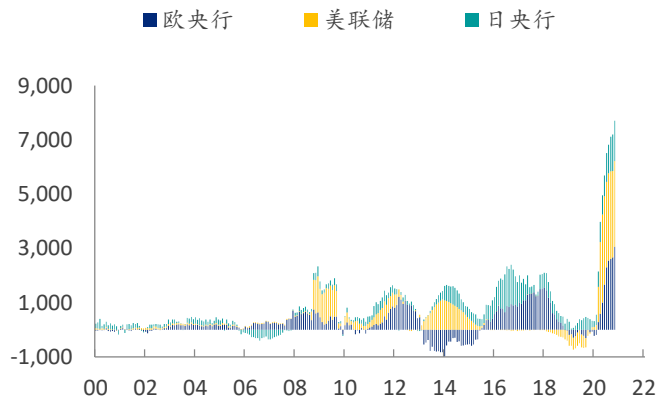
● 流动性有分化——海外松，国内偏紧

纵使全球基本面复苏，但海内外流动性会存在分化：

1. 全球流动性依然整体宽松。这将为全球的风险资产提供良好的投资环境：

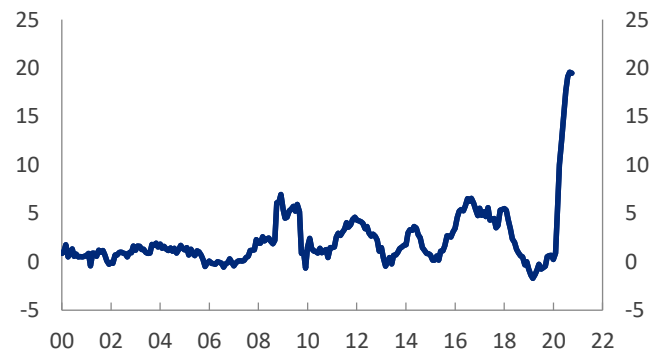
- 美联储 8 月对其货币政策框架进行重大修订，我们在报告 [《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#)、[《SPDBI 全球央行观察：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔 | 2020 年 9 月刊》](#) 都进行了详尽分析，美联储新框架的本质即延续了宽松时间，即使 2021 年经济复苏，美联储无疑将延续宽松。据美联储点阵图，直至 2023 年美联储都将维持低利率水平。
- 欧央行：我们在 [《疫情二次冲击，政策宽松而分化，美元或走强》](#) 中分析了：在欧元区面临疫情反弹、欧元走强冲击外需、通缩加剧的三重冲击下，美联储式的“平均通胀目标”将在未来加速落地，通过更高的通胀容忍度间接延长宽松的持续时间，不但不太可能紧缩政策，反而可能在 12 月的会议上加大刺激力度。
- 日央行：长期维持宽松，没有理由收紧。

图表 13: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



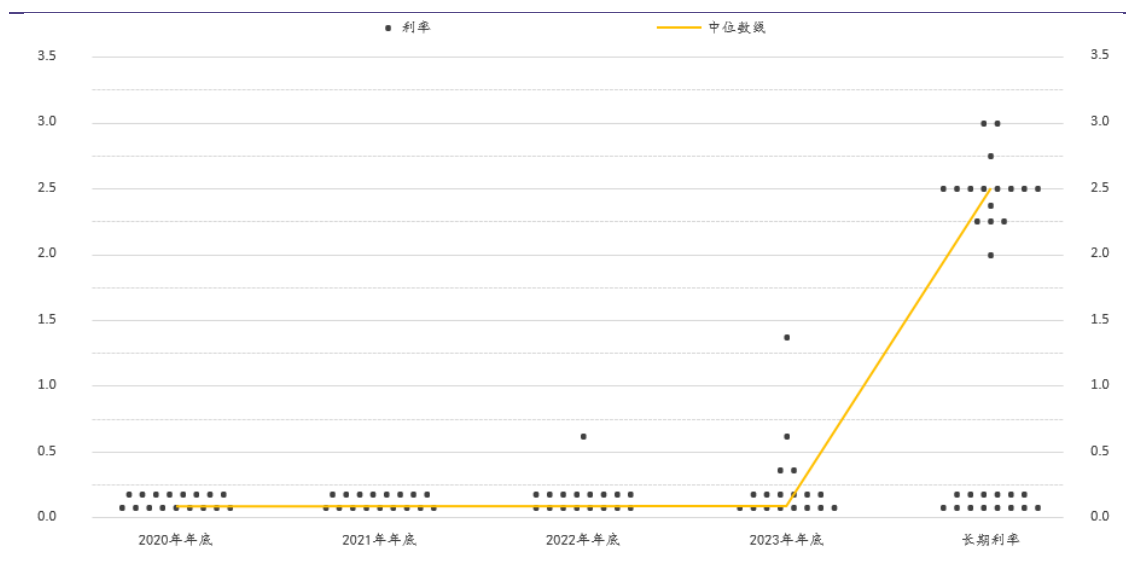
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 美欧日央行资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 15：美联储最新的点阵图预示美联储将维持低利率直到 2023 年年底



资料来源：美联储、浦银国际

2. 中国流动性相比海外整体边际收紧：

- 我们在[《SPDBI 全球央行观察（2020 年 10 月刊）：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结》](#)报告中分析过，随着中国经济的企稳回升，利率中枢料将上行，而 2020 年四季度监管继续压缩结构性存款，可能对中小银行造成揽储压力；此外，四季度将让利至少 4,000 亿元，银行的贷款利率将继续面临下行压力，在此情况下，预计中国央行将压制利率过快上行，不宜对四季度流动性过度悲观。但展望 2021 年，由于中国疫情控制好于海外，中国基本面的复苏快于海外，随着经济复苏延续，预计 2021 年的整体流动性环境会较 2020 年收紧，也会明显较海外收紧，即中外流动性状况在 2021 年会延续分化。2020 年 11 月，易纲行长在继续强调“灵活适度、精确导向”的基础上，也提及了“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策”。
- 中国的长端收益率已经逼近阈值 3.5%。我们在研究报告[《见顶还是回调？——股市周期分析框架系列报告（一）》](#)中提到：2005 年以来 MSCI 中国指数出现见顶的时候，10 年期国债收益率都高于 3.5%，；大多数出现回调的时候，10 年期国债收益率低于 3.5%。目前 10 年期国债收益率随着经济基本面的回暖，一路上行至超过 3.3%的水平。距离 3.5%的阈值愈发接近，此时需要保持谨慎。
- 2021 年社融很难继续大增，较 2020 年边际回落是大概率事件，这将带动中国的信贷脉冲回落，信贷脉冲目前已经逼近 2013 年高点，进一步上升的空间有限。而信贷脉冲的回落领先于基本面 2-4 个季度，我们需对此保持高度谨慎。

图表 16: 中国 10 年期国债收益率 3.5%是决定是否见顶的关键阈值



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 17: 中国信贷脉冲领先名义 GDP



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

资产配置视角看股市

从资产配置的视角来看股市，相比债券股票的吸引力仍然非常高，我们的周期资产配置框架也显示当前的阶段应做多股票资产，从居民资产配置的角度，不论是增量还是存量来看，股票资产都有望受益，居民有动力去提升股票资产的配置占比。

● 相比债券，股票吸引力仍高

我们在《2H20 投资策略展望：不要站在央行的对立面》报告中曾提到，在史诗级的流动性盛宴下，全球投资人必须要面对一个残忍的事实：既要收益、又要绝对安全性的日子已一去不返。投资人不得不选边站：

- 或持现金或国债，接受实际负收益（因为名义收益率低于通胀），以换取绝对安全；
- 或信用下沉，进一步加大风险资产（股票、信用债、私募股权、私募债权、其他另类投资等）的配置比例。

如今，这个逻辑依然成立。从股债的相对角度来看，不论是中国还是全球股市，股票市场依然具有非常高的吸引力。我们分别测算了中国、全球股票股息率超过同期 10 年期中国国债、美债收益率的占比，这个比值越高，股票的估值就更具吸引力，我们发现：这个指标见顶之际通常对应股票市场的底部：

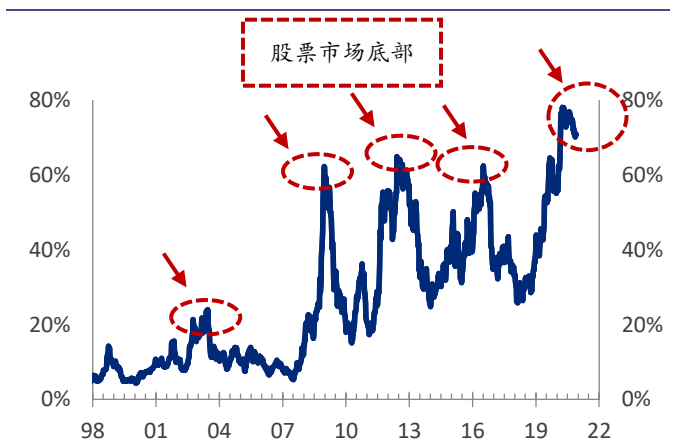
- 这个比率虽然较高点回落，但仍然高于先前几轮的市场底部。
- 全球股市也类似，目前的读数水平仍然高于先前几轮市场底部，预示当前全球股市仍然具有非常高的吸引力。

图表 18: MSCI 中国成分股股息率超过同期的 10 年期中国国债收益率的占比



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 全球市值最大的 8000 只个股股息率超过同期的 10 年期美债收益率的占比

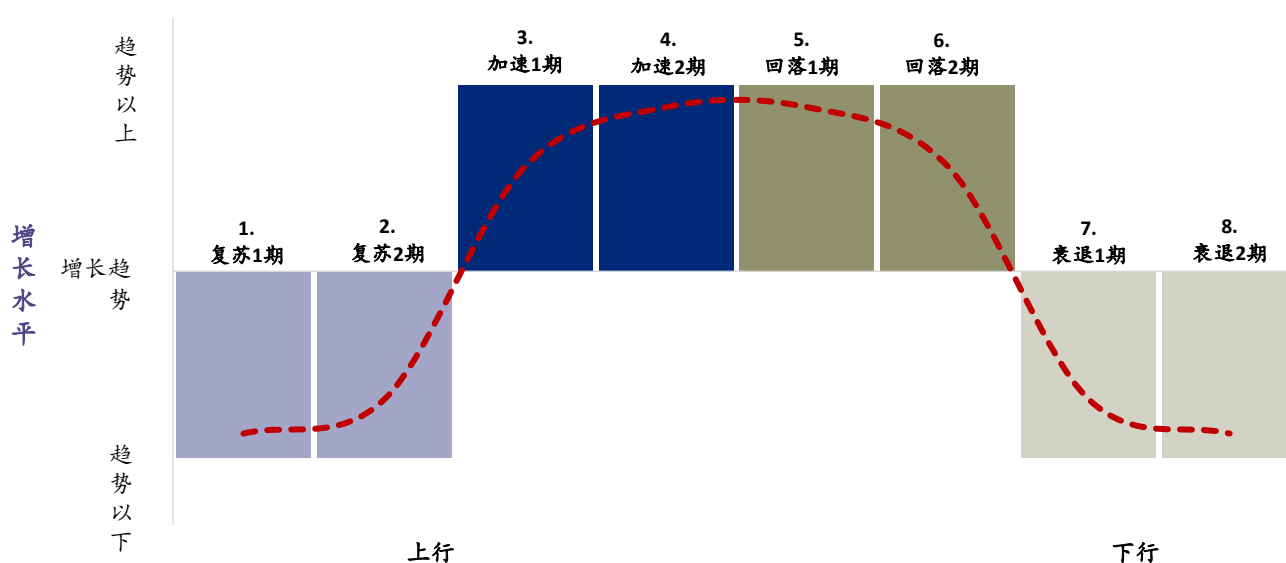


资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 周期资产配置框架下的股票配置：应做多

不同于基于经济绝对增速对经济周期的分类法，为了更好地研究每个周期下的具体特性，我们运用 SPDBI 中国经济基本面领先指数，根据“是否高于增长趋势”、“是否较过去 6 个月改善”、“改善/回落速率”的高低以经济相对增速的方法将经济周期细分为 4 个大阶段以及 8 个小阶段，我们之所以在 4 个大阶段的基础上进一步分为 8 个小阶段，是因为在大阶段的先后期，市场的表现也不尽相同（例如同属“衰退期”的“衰退 1 期”vs“衰退 2 期”），因而有必要进行细分。

图表 20：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段



资料来源：浦银国际

图表 21：经济周期划分为 4 个大阶段、8 个小阶段

	序号	周期	是否高于 增长 趋势	是否较过去 6 个月改善	改善/回落 速率
复苏期	1	复苏 1 期	低于	是	慢
	2	复苏 2 期	低于	是	快
加速期	3	加速 1 期	高于	是	快
	4	加速 2 期	高于	是	慢
放缓期	5	放缓 1 期	高于	否	慢
	6	放缓 2 期	高于	否	快
衰落期	7	衰退 1 期	低于	否	快
	8	衰退 2 期	低于	否	慢

资料来源：浦银国际

1. 复苏 1 期

特征：经济所处阶段依然在周期趋势以下，刚经历过经济见底后出现改善，但改善速率较慢，经济上行的第一个阶段。

2. 复苏 2 期

特征：依然处在周期趋势以下，经济继续改善，且改善速率加快。

3. 加速 1 期

特征：增长首次恢复至周期趋势以上，不断改善且改善速率较快。

4. 加速 2 期

特征：经济位于周期趋势以上，不断改善但改善速率放缓。

5. 放缓 1 期

特征：经济位于周期趋势以上，但已经没有进一步改善，首次出现放缓，但放缓的速度较慢。

6. 放缓 2 期

特征：经济依然位于周期趋势以上，但延续放缓，且放缓的速度加快。

7. 衰退 1 期

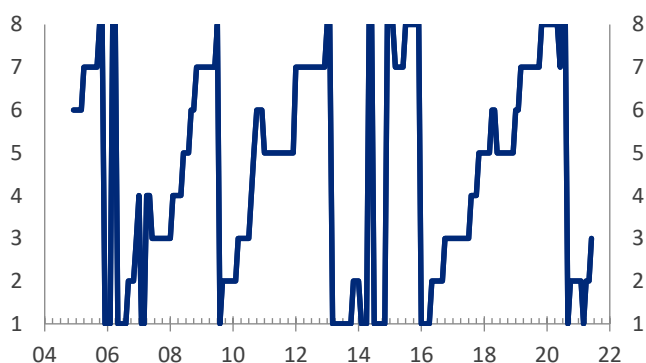
特征：经济增长再次位于周期趋势之下，继续放缓，且放缓的速度加快。

8. 衰退 2 期

特征：经济增长依然位于周期趋势之下，继续放缓，但放缓的速度放慢，该阶段属于见底阶段，随后即将迎来复苏 1 期。

根据上文的周期划分方法，我们 SPDBI 中国经济基本面领先指数显示：中国经济于 2020 年 9 月进入复苏期。

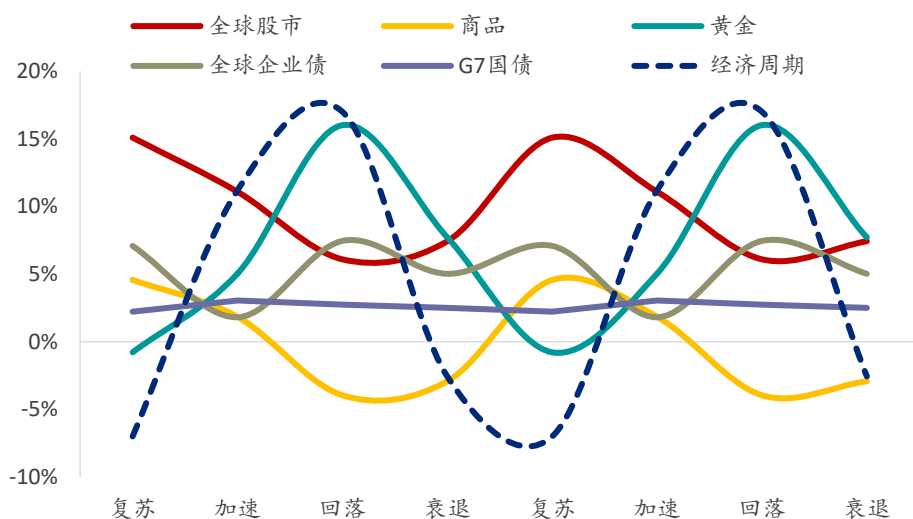
图表 22: 中国经济周期阶段划分 (1-8)



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

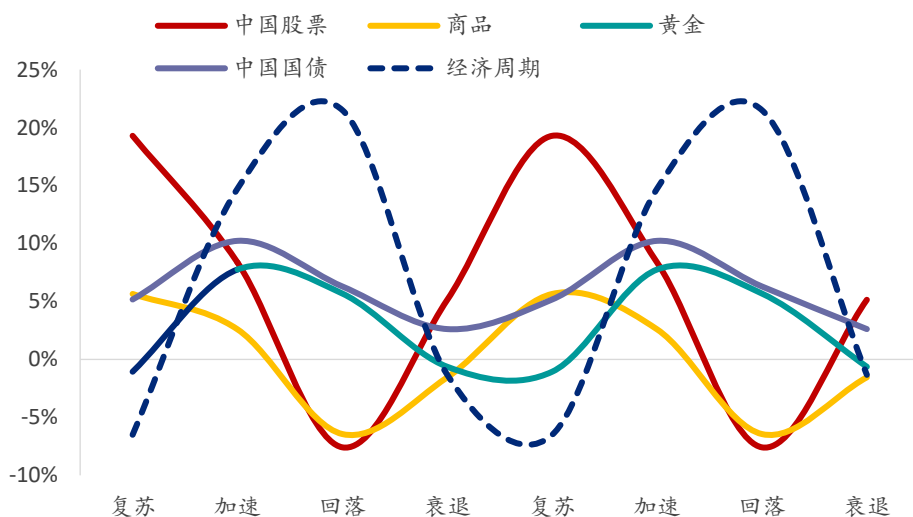
基于周期不同阶段来看，不论是中国还是全球，在复苏阶段，未来 12 个月通常表现最好的资产类别都是股票资产。这也佐证了我们对于股票相对乐观的看法，在复苏周期，资产类别的选择依次为：股票、信用债与商品、黄金。这个论断也与我们 2020 年 8 月发布的报告 [《黄金投资手册：黄金并不黄金》](#) 判断一致，在报告中我们已经建议投资人“减持黄金”。

图表 23：全球经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数



资料来源：Factset、浦银国际

图表 24：中国经济周期不同阶段下未来 12 个月的资产回报中位数



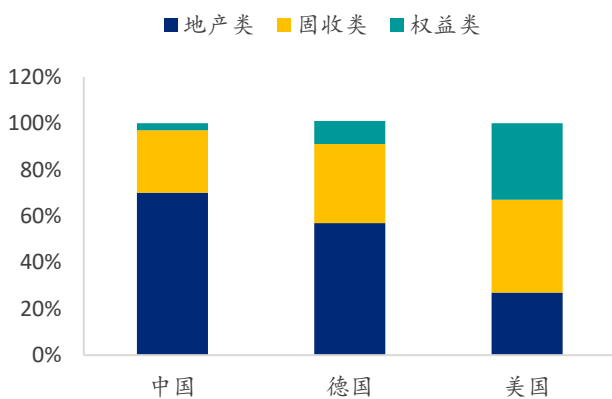
资料来源：Factset、浦银国际

● 居民资产配置——存量与增量角度，股票资产都有望受益

从居民资产配置的角度来看，股票（权益类）资产从存量、增量的角度都有望获益。

- **存量角度来看**，中国居民的资产配置中地产类的资产配置占比约 7 成，占比非常高，供应、需求都大幅限制，配置占比很难进一步上升。而占比最低的权益类资产与美国、德国等比较占比过低，因此潜在提升空间巨大。
- **增量角度来看**，长期来看，随着潜在经济增速下降、人口老龄化等因素，利率中枢趋于下行，这降低了固收类资产的吸引力，加上在“房住不炒”的定位下政策端严控，地产的高增长时代已过。因此从增量的角度来看，权益类资产仍将是受益最大的。

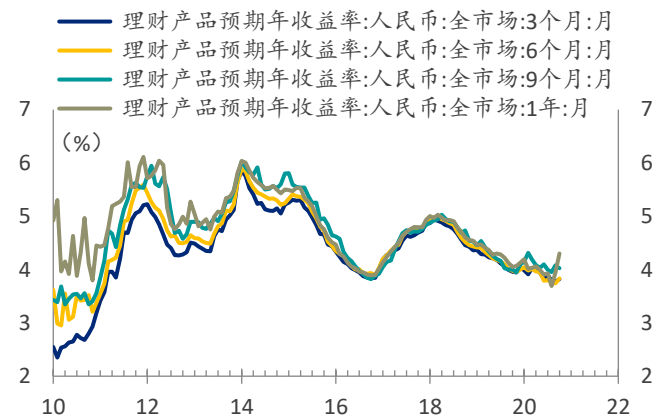
图表 25: 中外居民资产配置图



注：2018 年数据

资料来源：美联储、Wind、Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 26: 国内理财产品预期收益率处于多年来的低位水平



资料来源：Wind、浦银国际

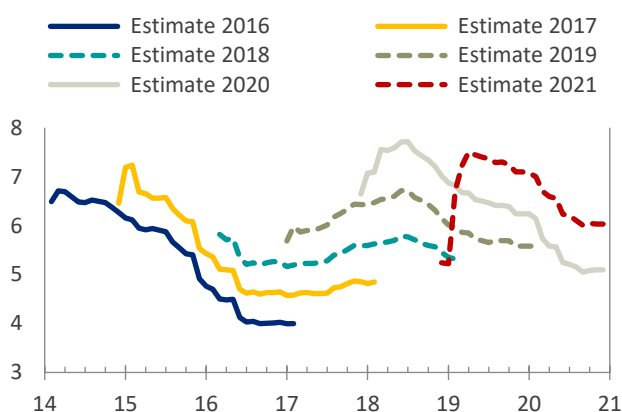
中国股市 2021 年回报拆解

MSCI 中国指数盈利 2021 年预计同比增长 20.0%-21.5%，有望成为 2021 年股市的最大支撑，估值来看目前已经属于非常高位水平，难以进一步扩张，我们预计估值温和回落 14.4%-15.9%，全年回报为个位数，历史来看 2021 年预计与 2010 年相类似，都是盈利扩张而估值收缩，全年个位数回报。

● 盈利——预计将成为 2021 年股市最大支撑

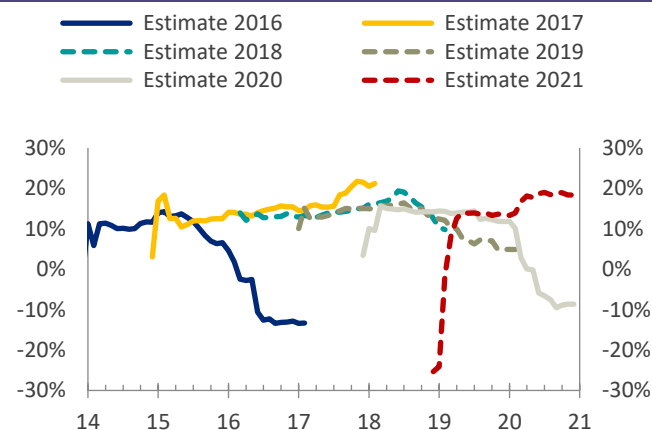
在经历了 2020 年疫情对于全球经济的重创后，盈利基数低，经济复苏，2021 年大概率是盈利同比高增长的一年。目前市场对于 MSCI 中国指数 2021 年的盈利预期为 6.03，隐含 2021 年盈利同比增速为 18.3%。但我们对于盈利的估测会比市场预期更偏乐观一些。

图表 27: MSCI 中国指数 EPS 市场预期



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 28: MSCI 中国指数市场 EPS 隐含同比增速



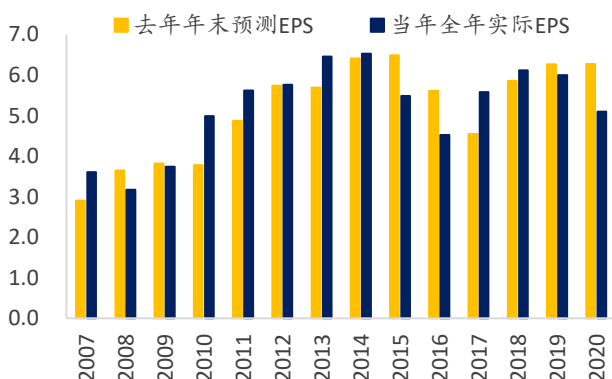
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

我们的盈利估测较市场预期更偏乐观的原因在于:

我们现在在 2020 年年末对 2021 年当年全年实际 EPS 进行预测，我们因此比对了 MSCI 中国指数去年年末预测 EPS vs 当年全年实际 EPS 的情况。虽然随着经济上行，盈利预期也会随之不断上调（即相比去年年末上调），但当经济上行时，通常会出现当年全年实际 EPS 超过去年年末预测 EPS。

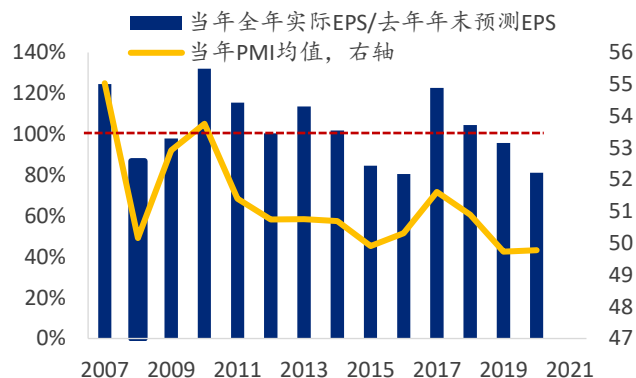
从下图中我们可以看到，当年全年实际 EPS 与去年年末预测 EPS 的比值（比值高/低于 100% 说明当年全年实际 EPS 好/差于去年年末预测 EPS），该比值与当年全年 PMI 均值高度相关。随着 2021 年经济共振上行，很有可能出现 2021 年 MSCI 中国指数 EPS 实际情况好于 2020 年年末对 2021 年市场预期的情况。

图表 29: MSCI 中国指数 EPS 预测 vs 实际



注: 2020 年的实际 EPS 尚缺一个季度的数据, 用 12 月最新的 2020 年 EPS 预测替代
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 30: MSCI 中国指数 EPS 预测呈现典型的顺周期特征



注: 2020 年的实际 EPS 尚缺一个季度的数据, 用 12 月最新的 2020 年 EPS 预测替代, 2020 年 PMI 均值为截至 11 月的过去 12 个月 PMI 均值
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 31: MSCI 中国指数过去 12 个月盈利同比增速



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 32: MSCI 中国指数盈利情景分析

情景假设	情景分析	2021 年盈利增速
悲观情景 (10%)	复苏进度大幅弱于预期, 叠加信用紧缩的力度强于预期, 盈利回升弱于预期。	15%
基准情景 (70%)	中国及海外共振复苏, 疫情缓和令全球出行进一步增加, 盈利回升 20%。	20%
乐观情景 (20%)	中国及海外共振复苏, 与此同时疫情控制力度超预期, 同时极度宽松的财政、货币政策不退出, 通胀维持低位, 盈利大幅反弹。	30%
概率加权	我们若进行情景概率的加权, 则 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 $(10%*15%) + (70%*20%) + (20%*30%) = 21.5%$	21.5%

资料来源: 浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的盈利增长为 20%-21.5%。

● 估值——料将回落

1. 横向跨国别比较

中国股市在全球的市盈率排名处于相对高位（排名数字越大，相对全球其他市场越贵）。

图表 33: 全球股市远期市盈率排名



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34: 全球股市市净率排名



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

2. 纵向历史比较:

在经历了 2018 年的估值收缩后，2019、2020 年连续两年 MSCI 中国指数估值扩张。目前 MSCI 中国股市的即期市盈率已经处于 2008 年以来的最高水平，高于历史长期均值一个标准差以上，进一步估值空间非常有限，我们相信 2021 全年来看大概率会出现估值收缩。

图表 35: MSCI 中国指数即期市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 36: MSCI 中国指数估值情景分析

情景假设	情景分析	2021 年估值变化
悲观情景 (10%)	流动性紧缩的力度强于预期,与此同时中国及美国关系恶化,冲击市场信心。与此同时美股估值回落,带动全球整体风险资产情绪回落,估值大幅度回落至 2018 年市场大幅下行期间的平均水平,即回落 33.1%	-33.1%
基准情景 (70%)	全球经济共振复苏,市场环境整体良好,疫情令出行增加,提振投资人信心,再考虑到低息环境下,“房住不炒”,理财产品收益率低位,股票相对其他资产仍然具有吸引力,估值温和回落至历史均值一倍标准差的相对高位,即回落 15.9%	-15.9%
乐观情景 (20%)	盈利改善大幅超预期,投资者情绪持续高涨,估值维持在当前水平。	0%
概率加权	我们若进行情景概率的加权计算,则 2021 年 MSCI 中国指数的估值增长为 $(10\% \times -33.1\%) + (70\% \times -15.9\%) + (20\% \times 0\%) = -14.4\%$ 。	-14.4%

资料来源:浦银国际

我们预计 2021 年 MSCI 中国指数的估值收缩 14.4%-15.9%。

● 回报——全年回报预计为低个位数

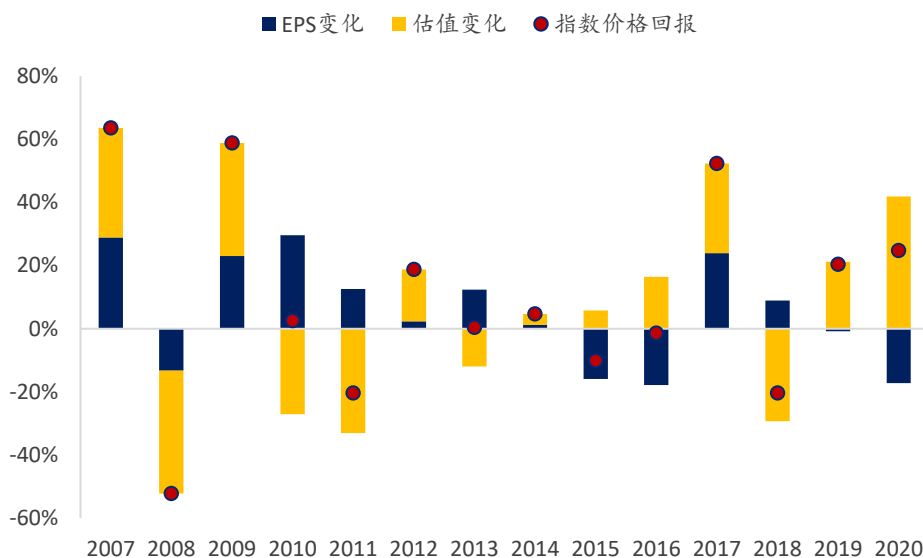
我们预计，2021年MSCI中国指数盈利预计增长20%-21.5%，而估值预计收缩14.4%-15.9%，结合来看，MSCI中国指数整体回报预计为低个位数。2021年的情况预计与2010年非常类似，当时，经历了金融危机冲击后，2009年开启史诗级大反弹，紧接着，2010年也呈现出了盈利扩张而估值收缩的情况，当年的MSCI中国指数的全年回报同样也是低个位数。

图表 37：2021年MSCI中国指数回报拆解

分项	分析	2021年变化
盈利	基准情景下，中国及海外共振复苏，疫情缓和令全球出行进一步增加，盈利回升20%；不同情景的概率加权下，盈利增长为21.5%。	20%-21.5%
估值	基准情景下，全球经济共振复苏，估值温和回落15.9%；不同情景的概率加权下，估值收缩14.4%。	(-15/9%)(-14.4%)
全年回报	2021年全年回报主要由盈利所贡献，估值预计将收缩。	0.9%-4.0%

资料来源：浦银国际

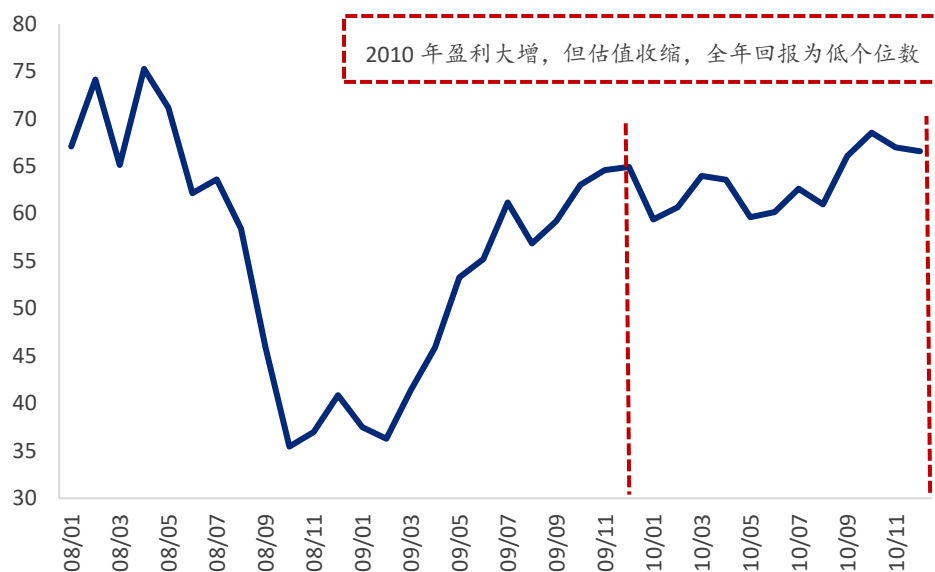
图表 38：MSCI中国指数回报拆解



注：计算截至2020年12月4日，EPS为过去12个月的实际盈利

资料来源：Bloomberg, 浦银国际

图表 39: MSCI 中国指数在经历 2009 年大反弹后, 2010 年全年回报为低个位数



资料来源: Bloomberg、浦银国际

中国股市行业策略大全

2021 年估值回落，操作难度很可能高于 2019、2020 年，在这种情况下更加凸显了需做大行业配置 Alpha 的必要性。我们对超过 80 个细分赛道几乎都从统一的维度进行了梳理，我们的行业配置核心即在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。

● 行业配置的必要性——估值回落需做大行业配置 Alpha

经过我们的梳理，大家不难发现，2021 年的操作难度很可能是高于 2019、2020 年。在共振复苏盈利回升的情况下，估值却相对偏高面临回落。不论是自上而下还是自下而上，把握估值的难度远远高于预估盈利增长。在此具有富有挑战性的投资环境中，我们必须逻辑下沉，进一步梳理行业及细分赛道，通过进一步做大 Alpha 来降低宏观层面因估值回落而带来的市场不确定性。

唯有做大 Alpha，才能保证在市场上行期弹性更强，在市场下行期具有抗跌性；在当前判断估值回落幅度、节奏不确定的投资环境中，做大 Alpha 显得尤为必要。

● 行业配置的思路——寻找周期、结构需求叠加供应共振

我们对所有 GICS 板块、行业组及其中大多数赛道几乎都以统一的维度进行了梳理，由于 2021 年的需求周期性回升几乎已经成为了市场共识，在这种情况下，我们投资标的的安全度愈发取决于两个核心因素：

- 需求端是否有结构性的趋势在支撑？——这个因素决定了投资标的是否可以长期握住；
- 供应端的供应格局是否良好？——当需求复苏已经几乎成为市场共识的时候，供应端很可能没有被完全定价，而这很可能是 Alpha 的来源。

基于此，我们可以将可能给予超配的投资标的分为以下三个大类：

1. 受益于周期需求的回升（偏短中期需求）

这是大家经常所说的周期股，例如汽车、有色金属、钢铁水泥、煤炭，包括航空、酒店等，都可以因经济复苏加上疫情逐步消退后出行增加而直接受益。有一些行业/细分赛道，弱周期属性明显，难以受益于周期需求的反弹，例如饮料、休闲食品、药品等，就不是我们的首选。

2. 长期结构性需求的支撑（偏中长期需求）

这个选择标准更兼顾长期趋势，这类标的通常具有长期的基本面趋势支撑。例如：

- 电商的渗透率、货币化率趋势性增加
- 新能源在全球尤其是中国的能源结构中趋势性的提高
- 疫情冲击后全方位大幅加速了线上化、数字化趋势
- AI、云计算等渗透率大幅提升
- 5G、高清视频、AI 及云计算等大幅加快全球数据量的爆发式增长

3. 供应/竞争格局良好

这个选择标准既考虑存量的供应格局，也会考虑供应格局的边际变化，具体权重会根据具体行业而略有不同。

存量角度来看供应格局，例如：

- 电梯广告行业龙头市占率 70%，议价能力强，竞争格局良好。
- 电池行业经历市场洗牌后，市场集中度自 2017 年低谷一路上行。
- 造纸行业的集中度已然很高，2020 年金光与博汇合并后两者市占率近 50%，市场集中度进一步提升。
- 铜矿行业，2016 年以来，全球能源巨头铜矿相关 CAPEX 较低，未来新增产能少，且新增产能大部分将集中于 2021 年下半年释放。

边际变化角度来看供应格局：2020 年疫情本质上相当于一次市场化的“供给侧”出清，诸多行业出现了供应格局的边际变化，例如：

- 大量的中小单体酒店、餐饮倒闭，而连锁酒店、餐饮龙头逆势扩张，市场集中度大幅提升。
- K12 教育在疫情冲击下也接连出现中型甚至大型机构倒闭的现象，行业出清后，龙头招生同比增速超往年。

我们在构建行业策略的核心是，在“受益于周期需求的回升”的基础上，寻找长期结构性需求、供应格局的共振标的进行超配。此外需要特别说明的是：一方面，满足以上条件的标的可能因估值、仓位等因素未给超配；另一方面，“短视频”不满足以上条件（未满足“受益于周期需求的回升”）但我们也给了超配，因为其需求端仍处渗透率、货币化的爆发期，供应端双雄格局明显，竞争格局良好。

图表 40: 2021 年策略分析师超配细分赛道汇总

细分赛道	受益于周期需求回升	有长期结构性需求支撑	供应/竞争格局良好
汽车	汽车销售周期 2020 年见底后回升; 2020 年 11 月政策端进一步刺激汽车消费	人均保有量有提升空间; 未来换购需求占比逐步提升 (换购有望提升客单价)	行业集中度 2016 年来趋势性提升
连锁酒店	出行恢复、商务活动增加	连锁化渗透率与欧美相比提升空间较大	行业整体供应收缩; 疫情冲击下龙头逆势扩张
电梯广告	广告需求属于强周期属性	线上流量费大幅提升, 线下广告 CPM 低, 性价比大幅提升; 且线下电梯广告技术革新, 吸引力甚至可堪比线上	龙头市占率 70%, 议价能力强
短视频		渗透率仍有提升空间, 货币化刚起步	双雄格局明显, 市场集中度高
寿险	长端利率上行、投资收益可期、代理人队伍恢复	与欧美发达市场相比, 中国保险深度、密度潜在提升空间巨大	
CRO/CDMO	疫情后医药研发活动、投入修复; 大量中小生物科技公司上市, 提升研发需求	得益于人力、成本、病人资源等一系列优势, 中国 CRO/CDMO 企业在全市的市占率趋势性提升; 国内新药研发趋势性提升也讲长期支撑 CRO/CDMO	市场集中度在逐步向头部集中, 且市场中全流程服务商较少
电池	新能源汽车的周期性爆发带动出货量增加 (动力电池约占锂电池需求六成)	新能源汽车、发电侧、电网侧、5G+电动车需求都对于锂电池有趋势性需求	行业已经经历了市场洗牌, 电池企业的集中度 CR3 由 2017 年低谷的 50% 反弹至 74.2%
工程机械	基建、地产活动支持; 2021 年 7 月实施国六标准带动换机需求	使用场景拓宽; 人力成本上升带动机械渗透率提升; 竞争力提升下海外渗透率逐步提升	国产化加速; 龙头占有率提升; 管理效率提升
航运	全球航运需求周期性复苏		经历过去几年市场出清后, 市场集中度大幅提升, 潜在供应 (新船订单占比) 30 年最低, 短期缺少新增供应
功率半导体	下游应用广泛, 下游最大需求为汽车, 汽车销售提升带动功率半导体需求周期性回升	新能源发电、新能源汽车及充电、变频智能家电、工业自动化等趋势性需求	中国作为最大的功率半导体需求国, 国产替代意愿最大, 且由于功率半导体不依赖摩尔定律及先进设备, 替代的难度最低, 国产替代成为供应端坚实支撑
光伏玻璃	周期需求复苏, 平价上网带动光伏装机量增长	长期能源结构调整支持光伏装机量高增长; 双面双玻趋势提升单位光伏玻璃需求量	市场集中度高, 行业产能扩产因政策限制而受限且扩产需要时间, 未来 1 年光伏玻璃可能都处于短缺状态
数据中心	疫情后大幅加速线上化需求	5G、AI、高清视频、云计算、IOT、大数据、高性能计算 HPC 等推升数据量几何式增长; 更多数据被储存在云端	目前总量平衡, 但一线城市需求缺口大; 数据中心供应线性增长, 但需求几何式增长, 未来供应缺口可能扩大
SaaS	疫情后大幅加速线上化、数字化趋势; 企业端的现金路改善, 支出意愿更强	中国渗透率低, 降本增效、移动设备的大规模普及、新业态大量涌现、底层技术的成熟、企业治理精细化、数据受到企业高度重视推升 SaaS 的趋势性需求	总体分散, 但部分细分赛道头部化趋势明显
光学	手机出货量增加带动摄像头出货量增加	多摄渗透率提升、摄像头应用场景趋势性拓宽、短视频 & Vlog 的爆发也催生了摄像头高端化需求	摄像模组门槛低但镜头技术壁垒相对较高

(接下页...)

细分赛道

受益于周期需求回升

有长期结构性需求支撑

供应/竞争格局良好

铜

对于经济周期敏感，最受益于周期复苏

全球矿业巨头 2016 年以来铜矿相关 CAPEX 较低，未来新增产能少，且 2021 年新增产能大部分集中于下半年释放

白卡纸

部分受益于周期需求复苏

2020 年“限塑令”、《固废法》推动白卡纸“以纸代塑”

市场集中度高，金光与博汇合并后两者市占率近 50%；造纸未来的新增产能有限

资料来源：浦银国际

● 可选消费板块——酒店、教育龙头逆势扩张，周期与非周期助力汽车上行

图表 41：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-汽车&配件行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
汽车&配件		超配 (指数权重 3.96%)	<p>需求端周期与非周期因素叠加释放，供应格局边际改善。</p> <p>需求端：1) 2018-19 年景气度下探，2020 年需求加速筑底，疫情后快速反弹，2021 年料将延续复苏需求；2) 从人均保有量来看，中国相比巴西、马来西亚等新兴市场也有至少两倍的提升空间；3) 从换购需求看，换购需求约占四成，随着人均保有量基数提升，未来换购需求将稳定释放；此外，绝大多数换购伴随消费升级，因此客单价将趋势性提升；4) 从政策看，“房住不炒”政策下，汽车已成为最大的居民消费品；从政策层面可以看到，难以用地产刺激经济之际，汽车行业无疑需要挑起此大任，2020 年 11 月，国务院常务会议拟扩大汽车消费，包括鼓励各地增加号牌指标投放，开展新一轮汽车下乡和以旧换新，财政部也提前下达 2021 年新能源汽车补贴 375.85 亿元。</p> <p>供应端：乘用车行业集中度自 2016 年趋势性提升，供需格局改善。</p>
	新能源汽车	低配	<p>需求兼具高增长、高确定性，但供应格局分散，且估值已经过度透支未来，此时应保持高度谨慎，可布局有能力、意愿延展至新能源汽车业务的传统汽车厂商，退可守进可攻。</p> <p>需求端：1) 需求井喷式增长；2) 欧洲、中国都制定明确的新能源汽车更替时间表，需求端兼具高增长、高确定性。</p> <p>供应端：1) 大量新玩家入场，供应格局分散；2) 互联网、科技巨头或将切入该赛道，颠覆行业发展模式。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 42：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-耐用消费品及服装行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
耐用消费品及服饰		标配 (指数权重 1.90%)	<p>基本面已于 2Q20 开始修复，2021 年景气度继续向上，目前估值合理且可以受益于地产竣工上行带来的家电需求，但一定程度上会受到大宗商品价格反弹的影响，整体而言小家电和白电相对最优。</p>
	家电	标配	<p>小家电： 需求端：小家电主要受疫情下的线上化趋势推动；疫情后居民消费意愿和能力逐步修复，支撑家电尤其是小家电消费反弹；疫情下部分家电创外销纪录（绝大部分龙头的海外收入占比超三成），部分家电企业的订单已排至 1Q21、2Q21；疫情不会在批准紧急使用的疫苗出炉后立即结束，因此最少至明年上半年，外需将持续支撑家电整体需求。 供应端：小家电不依赖安装，适合线上渠道推广，销售更容易加速；小家电的品类相对较多，且单品轮动效应明显，拥有丰富产品线的企业增长更具有可持续性。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p>白色家电，厨电：</p> <p>需求端：白电和厨电主要受地产周期影响；商品房竣工增速加速上行，建安投资领先竣工约一年半，建安持续上行，因此直至 2022 年才有望看到竣工高峰，这将主要支持白色家电、厨电的需求。</p> <p>供应端：厨电目前品类相对较少，白电方面，线下渠道布局深厚的空调厂商目前已经开始积极进行线上转型；但整体来看，白电和厨电（尤其是厨电）依赖于安装，未来拓展品类依然需要依赖线下渠道，因此线上拓展的难度大。</p> <p>需要提醒的是，铜、铝、玻璃等大宗商品价格上行，对家电成本端可能会构成影响；相对而言，小家电的成本结构中，大宗商品占比相对低，因此受成本上行影响小；2021PPI 上行幅度或将大于 CPI 上升幅度，家电整体利润率可能承压。</p> <p>综合需求端以及行业竞争格局，我们认为白电及小家电优于厨电；受疫情冲击及降价等影响，白色家电的市场集中度进一步提高，利好龙头；小家电的单品轮动效应较为明显，结合海外需求的情况，建议首选配置小家电产品线丰富、具有一定海外敞口的龙头企业。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 43：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-消费者服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
消费者服务		超配 (指数权重 3.32%)	疫情冲击下，酒店、餐饮、教育均出现供应收缩，但龙头企业仍在行业供应缩减期间逆势扩张，叠加需求复苏，龙头最为受益；就行业赛道来看，K12 教育和连锁酒店相对最优。
	酒店	超配	<p>出行需求增加，龙头逆势扩张，看好连锁龙头。</p> <p>需求端：经济复苏，出行增加带来商务以及旅行活动的增加。</p> <p>供应端：1) 中国市场整体连锁化率不足三成，而欧洲为四成、美国为七成，因此连锁化率有较大提升空间；2) 疫情冲击令连锁酒店龙头逆势扩张，而大量中小单体酒店倒闭，加剧行业出清，市场集中度大幅度提升；3) 新增供应慢，即使投资者信心恢复，正常装修也需耗时半年至 1 年，行业供应收缩叠加龙头扩张，利好龙头。</p>
	餐饮	标配	<p>餐饮龙头受益于出行需求复苏，行业洗牌，龙头扩张，但估值过高。</p> <p>需求端：1) 短期来看，受益于疫情影响消退后出行增加；2) 长期来看，得益于城镇化深入、消费者外出就餐比率提高、居民可支配收入增加。</p> <p>供应端：1) 受疫情冲击，大量中小餐饮倒闭，行业出清加速，龙头集中度进一步提升；2) 火锅连锁，绝味、周黑鸭等卤制品连锁逆势扩张。</p> <p>从受众和标准化程度看，火锅、休闲餐饮（酸菜鱼为代表）依然是好赛道，但由于目前整体估值偏高，个股层面长期仍看好继续快速扩张且积极提高坪效、时效、人效的赛道龙头。</p>
	教育	标配	<p>K12 教育龙头更佳，受益需求恢复叠加行业洗牌。</p> <p>需求端：1) 教育属长期刚需，随着居民收入提高，人均教育费用将趋势性提升；2) 疫情后，出行增加令线下 K12 补习需求回流，但教育属于刚性需求，与周期需求回暖联系不紧密；3) K12 渗透率提升空间巨大，高教受益于毛入学率提升和扩招迅猛增长，但公立高校扩张乏力；3) 教育行业线上化渗透提升空间巨大，教育是线上渗透率最低的赛道之一，而疫情加速教育线上化渗透率。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p>供应端：1) 高教、K12 市场分散；2) 疫情冲击令大量 K12 培训机构倒闭，而龙头则加速扩张；3) 线上教育趋势加速，但线上竞争激烈，获客成本大幅蹿升，相对更看好线上与线下共同发力的 K12 龙头。</p> <p>2020 年 11 月教育部明确提出：1) 各省市在营利、非营利学校的具体监管政策上拥有自主权，这有助于地方推出系列政策来吸引资本，进而用于鼓励民办教育发展；2) “对合法合规关联交易持开放态度”，默许教育上市企业在 VIE 架构下通过关联交易实现分红（营利学校则不受限）。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 44：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的可选消费板块-零售行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
零售		标配	
		(指数权重 26.84%)	周期属性不强，且内部分化巨大。
	电商	标配	<p>长期增长趋势仍在，但行业竞争加剧，配置上需配置受益于私域流量的电商标的。</p> <p>需求端：1) 长期来看，渗透率仍将趋势性提升，从品类、地域来看也仍有较大提升空间；2) 短期来看，受疫情影响，2020 年电商渗透率的蹿升在一定程度上透支了 2021 年的增长空间，2021 年渗透率的增速预计有所放缓。</p> <p>供应端：1) 市场供应格局恶化，竞争者增多，竞争加剧，在此情况下各平台的货币化率可能会受到影响；2) 拼多多 GMV 快速增长，冲击原本的电商双雄格局；3) 快手 2020 年已上线直营电商服务平台且加速构建“快手好物”供应链体系；抖音于 2020 年 6 月设立“电商”部门统筹头条系的多个内容平台电商业务，随后与苏宁易购合作构建其供应链体系，目前抖音已经不再支持第三方商品进入直播间购物车，其电商渠道闭环已经构建完成。</p>
	本地生活	标配	<p>长期趋势有支撑，短期生鲜电商再度爆发，但未来格局不清晰。</p> <p>需求端：1) 本地生活服务的渗透率、货币化率还有很大提升空间；2) 疫情后，消费者对于生鲜电商的认可度大幅提升，加速生鲜电商消费趋势且降低获客成本；3) 生鲜消费市场规模超 5 万亿，但电商零售渠道占比仅为个位数，因此生鲜电商零售是条空间巨大的超级赛道。</p> <p>供应端：1) 供应格局好，主要参与者为美团和阿里系；2) 作为本地生活龙头的美团在外卖、酒旅、共享单车方面明显领先；同时，美团在平台生活业务方面高度整合，协同、规模效应强于阿里系分散的本地生活业务；但阿里系同样护城河深厚，竞争对手短期难以撼动；3) 2020 年阿里、拼多多、滴滴等巨头再次切入生鲜零售电商渠道，虽然目前巨头聚集，但已形成前置仓模式、“到店+到家”、社区生鲜店、社区团购、平台模式等多种模式，差异化竞争，整体竞争格局更为健康。巨头们有望大幅提升整个生鲜电商渗透率，但各类模式最终是否能跑通仍不明朗。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 必选消费板块——整体低配，高端白酒和化妆品 ODM/OEM 相对较优

图表 45：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-食品及必选消费零售行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
食品及必选 消费零售		低配 (指数权重 0.15%)	低周期属性，难以受益于周期需求的反弹。
	新零售	低配	需求端：需求稳定，与周期需求改善关系较弱。 供应端：以高鑫为代表的“到家、到店”生鲜新零售面临生鲜零售电商赛道竞争加剧的打击，社区团购的崛起很可能冲击整体的销售。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 46：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-食品、饮料&香烟行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
食品、饮料 &香烟		低配 (指数权重 3.70%)	整体弱周期属性，不能受益于周期反弹，只有高端白酒一定程度可以受益于周期复苏，仍有配置价值；结合供需情况来看，我们认为高端白酒最佳，其次为乳制品、调味品，最差为啤酒。
	白酒	标配	高、中、低端有分化，高端白酒供需结构最好，低端最差。 需求端：1) 高端白酒与商务活动密切相关，可以一定程度受益于周期复苏；2) 高端人群增长、品牌认知改善消费升级；3) 高端渠道利润极高，出厂价上调空间极大，而近年对于渠道话语权下降，厂商持续收权；4) 健康意识改善，“少饮酒，饮好酒”令低端承压，高端受益；5) 三大高端白酒收入规模渗透率不及 30%，潜在渗透率提升空间大。 供应端：高端白酒对发酵菌群有要求，扩产难度大，中低端扩产难度低。
	啤酒	低配	供需格局弱于白酒，尤其是需求端承压。 需求端：1) 行业步入成熟阶段，啤酒需求可能已经见顶，行业需求主要依赖产品结构优化提升单价；2) 总量见顶的情况下不得不依赖“高端化”提价，但由于文化差异，啤酒高端化难度远远高于白酒。 供应端：市场集中度在提升，但行业格局不如白酒行业。
	饮料	低配	弱周期属性，需求端有趋势性变化。 需求端：1) 弱周期属性，消费刚性；2) 今年需求呈现“健康化”、“无糖化”、“高端化”趋势变化。 供应端：1) 饮料相比休闲食品更依赖线下零售渠道，这利于头部企业，降低了弯道超车的概率；2) 行业集中度适中，但竞争激烈，顺应需求端趋势性变化的头部企业更容易胜出。
休闲食品	低配	弱周期属性，高分散。 需求端：1) 弱周期属性，但人均消费额提升空间巨大；2) 品类分散，消费者品牌忠诚度低，切换成本低。 供应端：1) 成熟品类集中度高而增速低，新品类增速高但集中度低；2) 电商渗透率提高，但线上流量入口多元化，行业格局并不明确。	

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	速冻食品	低配	<p>受益于餐饮需求复苏，高分散。</p> <p>需求端： To B 端可以受益于疫情后餐饮需求复苏，餐饮供应链优化，速冻预制半成品需求增加。</p> <p>供应端： 市场集中度低。</p>
	调味品	低配	<p>弱周期属性，供需格局相对好，但估值较高。</p> <p>需求端： 1) 弱周期属性；2) 终端消费占比低，提价能力强；3) 渗透率提升空间巨大。4) 估值较高</p> <p>供应端： 1) 市场集中度低；2) 产品档次、丰富度提升空间大。</p>
	乳制品	低配	<p>弱周期属性，但供需格局相对好。</p> <p>需求端： 1) 弱周期属性，人均乳制品消费量提升空间仍大；2) 三四线城市渗透率仍待提升。</p> <p>供应端： 1) 上游奶源向龙头集中；2) 行业呈双雄格局，市场集中度高；3) 但奶牛存栏数在低位，未来 1-2 年都有供应压力，成本端由价格上涨压力，挤压下游利润率。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 47：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的必选消费板块-家庭与个人用品行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
家庭与个人用品		低配 (指数权重 0.21%)	弱周期属性。
	化妆品	标配	<p>需求端利好，但供应格局不清晰，上游 ODM/OEM 确定性更高。</p> <p>需求端： 1) 长期看，随着居民收入提高，人均消费额仍有巨大的提升空间且具有很强的消费刚性；2) 国货接受度趋势性提高为国产化妆品品牌带来机会；3) 中短期看，得益于新媒体营销引流变现的爆发，市场需求大幅释放；4) 疫情后出行增加会一定程度增加彩妆需求。</p> <p>供应端： 1) 品牌相对分散，但高端格局稳定且壁垒高，中低端竞争激烈；2) 护肤品市场格局相对稳定，彩妆变化大，新锐品牌层出不穷；3) 销售渠道趋势性向线上迁移，运营能力强的品牌更有可能借力新媒体打造极致性价比的爆款单品；但国产品牌整体的品牌矩阵不够完整，子品牌定位不够清晰，子品牌之间研发、营销、渠道容易“内耗”；4) 国产品牌目前仍有很长的路要走，需要构建护肤、美妆的高中低品牌矩阵组合，提升增长的可持续与稳定性，依靠单品难以持久高增长，综合来看化妆品品牌的上游 ODM/OEM 增长确定性更高，行业龙头地位也相对稳固。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 通信服务板块——短视频红利仍在，电梯广告老树新花

图表 48：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的通信服务板块-媒体&娱乐行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
媒体&娱乐		超配 (指数权重 18.43%)	最看好电梯广告、短视频，长视频、影视行业相对较差。
	游戏	标配	<p>需求端增长放缓但长期依赖 ARPU 仍有提升空间，供应端产能受控，整体利好龙头。</p> <p>需求端：1) 游戏玩家增长放缓；行业增长主要依赖 ARPU 增长，长期看 ARPU 的提升空间仍较大，因为游戏付费意愿更高的 Z 世代可支撑 ARPU 提升；2) 短视频崛起，用户时长提升，挤占游戏的整体时间。</p> <p>供应端：1) 2019 年下半年至今，游戏版号供应相对稳定，总量仍然偏少，版号控制等价于全行业的产能控制，利好头部玩家，同时保证了游戏整体质量，避免恶性竞争；2) 2018 年后，下游分发渠道更加多元化（短视频、头条系等崛起），渠道议价能力下降，凸显了上游的内容价值，有助于有强研发能力的大中型厂商；3) 游戏日趋精品化，较长的开发周期及金额会加剧行业的二八分化；4) 2020 年因疫情而出现流量大爆发，但长期来看线上的流量竞争日趋加剧，获客成本普遍上升，挤压行业利润率，尤其不利于中小玩家。</p>
	广告	超配	<p>电梯广告周期与结构因素双重支撑，且供应格局好。</p> <p>需求端：1) 典型的顺周期行业，可受益于周期需求复苏：线上流量红利见顶，线下已快速修复并开始凸显性价比，尤其是电梯广告行业，得益于其受众集中、高触达率和低 CPM（约为某短视频龙头一半）；电梯广告行业属于高经营杠杆，业绩弹性更大；2) 电梯广告数字化大幅提升，可以通过面部识别等技术更精确传达且捕捉受众反馈，在营销数据反馈等层面甚至可以优于线上广告。</p> <p>供应端：1) 线上短视频营销迅猛崛起，冲击其他线上渠道的营销；2) 电梯广告供应格局好，龙头分众占比约 70%，但边际会一定程度受到物业管理行业向电梯广告等行业延展价值链的影响。</p>
	影视行业	低配	<p>需求边际改善，但供应格局不佳。</p> <p>需求端：疫情消退后线下电影需求复苏。</p> <p>供应端：1) 2017 年随着广电总局政策收紧，整体的行业供应收紧，剧集缩减、精品化；2) 作为制作成本大头的明星薪酬上限限制，降低了总制作成本，便于影视公司增大内容投入；3) 但长期来看，自媒体的崛起、视频供应资源的巨大释放对影视行业也构成间接冲击，在没有 IP 加持的情况下，成本端持续面临高投入，但收入端的可预测性却依然偏低，商业模式不佳。</p>
	院线	标配	<p>需求修复，龙头市占率提升，但整体供应过剩。</p> <p>需求端：1) 疫情影响消退，经济复苏带动观影需求回升；2) 大量原本在 2020 年上映的优质国产、好莱坞电影推迟至 2021 年上映，且其中有不少是经典 IP 系列，高票房概率很大，疫情后扎堆上市将引爆 2021 年全球电影票房。</p> <p>供应端：行业整体呈现供应过剩，但受疫情影响，中小影院加速退出，龙头万达院线市占率进一步提升。</p>
	长视频	低配	<p>需求端告别增长红利，更依赖 ARPU 提升。</p> <p>需求端：1) 长短视频存在竞争关系，短视频的崛起冲击长视频；2) 作为长视频头部标杆的爱奇艺，3Q20 首次出现会员数量同比下降，预示着长视频行业的用户渗透率提升进入下半场，未来长视频的增长更多依赖于 ARPU 的提升，因此会员费的提升成为必然；与此同时，为了匹配会员费的增加，长视频只能加大内容投</p> <p style="text-align: right;">(接下页...)</p>

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			入，盈利难度较大，唯有拥有高质量且相对低成本自研内容资源的长视频方才有可能存活。 供应端： 长视频已经经历了行业大洗牌，目前行业竞争格局相对良好。
	短视频	超配	需求端仍受益于短视频增长红利。 需求端： 1) 短视频可以高频、快速刺激观众，较长视频有更强的需求以及用户粘性；2) 短视频头部 APP 的月活仍稳定增长，短视频的增长红利仍在；3) 与此同时，短视频的货币化尚处于刚起步阶段，ARPU 有巨大的提升空间；4) 得益于参与者众多和门槛低，短视频很容易持续出现爆款，从而成为具备各类优质内容的免费产生源，短视频商业模式也就自然优于长视频。 供应端： 双雄格局明显，竞争格局相对良好。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 49：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的通信服务板块-电信服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
电信服务		低配 (指数权重 1.74%)	需求及供应双承压。 需求端： 1) 虽然“提速降费”边际影响走弱，但 5G 套餐价格并未有明显溢价，运营商反而需要通过降低 4G 速度以及 5G 套餐打折来吸引客户；2) 2021 年加速落地 5G，CAPEX 压力仍然较大。 供应端： 竞争格局稳定，但同质化竞争激烈。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 能源板块——原油供应端有扩产不确定性

图表 50: 2021 年策略分析师配置建议: MSCI 中国指数的能源板块 (行业组即板块)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
能源		标配 (指数权重 1.69%)	原油及煤炭都受益于周期需求复苏的带动, 属于典型的周期品, 但原油 2021 年的供应端有扩产的不确定性, 煤炭则长期受抑于能源结构的转变 (煤炭占比将持续下降), 因此两者都予以标配。
	原油	标配	<p>需求、供应双复苏, 油价大涨难。</p> <p>需求端: 1) 周期性复苏, 工业需求增加; 2) 疫情缓解后出行汽车、航空等交通工具使用需求恢复。</p> <p>供应端: 1) 今年为自 1973 年石油危机以来, OPEC 最大规模减产的一年, 2020 年 8 月后已削弱减产规模, 随着需求复苏, 供应可以很快增加; 2) 委内瑞拉、伊朗原油产量因受制裁而严重下滑, 美国新政府如与之关系缓和, 两国产量或将大幅增加; 一旦伊朗增产, OPEC 由于地缘政治关系很难继续减产, 伊朗市场份额将扩大; 3) 利比亚 2020 年因内战而停产, 7 月已经停火并在四季度复产; 4) 美国页岩油气行业受疫情冲击较大, 复产缓慢 (CAPEX 谨慎、融资难、破产企业多), 由于油价反弹钻机和压裂指数仍处于低位, 供应预计仍需时间方可恢复。</p> <p>整体来看全球需求复苏, 但全球供应也存在上行风险。</p>
	煤炭	标配	<p>需求周期弱复苏, 供应缩减。</p> <p>需求端: 1) 电力需求复苏带动火力发电增长; 2) 但长期来看能源结构转变, 煤炭需求下降。</p> <p>供应端: 1) 海外主要矿商自 2014 年至今持续缩减产能, 目前动力煤价格已经跌至成本线附近, 2020 年进一步缩产; 2) 国内供应总量平稳。</p>

注: 板块&行业组配置建议中, 超配指投资组合配置权重高于指数权重; 低配指投资组合配置权重低于指数权重; 标配指投资组合配置权重与指数权重相同; 指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源: 浦银国际

● 金融板块——寿险负债、资产端双改善

图表 51：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-银行行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
银行		超配 (指数权重 8.09%)	<p>考虑到目前银行业极低的估值水平、市场的悲观预期以及极低的配置仓位，2020 年银行业跑输指数的幅度可能创下 2007 年以来最大水平，在此情况下，随着 2021 年银行业基本面改善不适宜低配银行业，我们给予银行“标配”。</p> <p>2021 年银行业的基本面较 2020 年改善。</p> <p>生息资产规模增速放缓：2020 年前三季度新增信贷规模 16.2 万亿元，已接近 2019 年 16.8 万亿的规模，随着逆周期政策调节的变化，2021 年的新增信贷规模预计较 2020 年回落，再考虑到 2021 年 M2、社融增速放缓的大背景，预计银行业整体生息资产规模增速也将放缓。</p> <p>净息差有望修复：1) 经济复苏带动利率中枢上行，收益率曲线变陡，有助于净息差修复；2) 银行业“让利”最严苛的时候已经过去；3) 结构化存款压降，有助于银行节省负债端成本；但长期来看随着利率市场化加上揽储竞争激烈，银行业整体的负债成本仍然有压力。</p> <p>银行资产质量改善：经济的持续复苏改善了银行质量预期，有助于银行业估值修复。</p>
		标配	

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 52：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-多样金融行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
多样金融		低配 (指数权重 1.85%)	行业整体低配。
	券商	低配	<p>短期来看，目前已并非牛市的初期，并非配置券商股的良机。</p> <p>需求端：1) 市场成交量较高；2) 随着注册制实施，政策面推动直接融资占比提升，券商投行业务有望获得加速。</p> <p>供应端：行业同质化竞争激烈，差异化转型仍任重道远。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 53：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的金融板块-保险行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
保险		超配 (指数权重 4.41%)	保险业属于兼具长期与中短期逻辑的标的。
	寿险	超配	<p>寿险短期负债、资产端都将改善。</p> <p>需求端：长期来看，中国的寿险业深度、密度虽然提高很快，但相距欧美发达市场仍有非常大的差距，潜在提升的空间巨大，保费可以较长时间维持 10%以上的复合增速。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p>供应端：寿险业过去几年出现的供应端迅猛扩张基本终结，目前行业竞争格局稳定。</p> <p>负债、资产端都会有改善：</p> <p>1) 负债端：居民配置需求复苏、银行理财收益率继续下降、资产新规落地后银行理财净值化，提高寿险产品的相对吸引力，因疫情影响复杂的寿险难以落地、代理人离职，疫情影响逐步消散。</p> <p>2) 资产端：在经济稳步复苏的带动下，长端国债收益率上行、收益率曲线变陡，修复利差；股市表现优异，投资收益可期。</p> <p>3) 2021年“开门红”（近年占全年保费收入约三成）可期，受疫情影响，部分寿险公司已经战略性放弃近年的保费目标，转而集中注意力从2020年四季度开始积极备战2021年“开门红”，三季度开始重整代理人队伍，有望令四季度至1Q21的保费有望大幅提升。</p> <p>基本面改善的情况下叠加：1) 处于低位的 P/EV 水平，2) 机构整体较低的配置仓位，保险有望表现不俗。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 医疗保健板块——仅建议超配 CRO/CDMO

图表 54：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的医疗保健板块-医疗设备及服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
医疗设备及服务		低配 (指数权重 1.51%)	医疗电商予以标配；而医疗器械分化大，集采政策冲击下建议整体低配，但家用设备仍值得关注。
	医疗器械	低配	<p>家用设备相对政策风险小。</p> <p>需求端：1) 人口老龄化和健康意识增强可长期推升医疗器械需求；2) 分级诊疗推动诊疗量下沉至基层医院，社会办医的提升，也带动了器械需求；3) 国产替代（部分地区对中高端器械的国产化率提出要求）为国产器械打开市场空间；4) 但长期来看，医疗负担大，国家层面严格控费降价是必然趋势；5) 体外诊断品类受新冠疫情影响相应增长。</p> <p>供应端：1) 整体来看器械种类繁多，分化很大，需具体区分；2) 医用设备：外资稳固占据高端市场，辅助设备则可能面临集采冲击；3) 家用设备：技术差异不大，消费属性强，可以受益于消费升级趋势且政策影响小；4) 体外诊断：原材料及高端仪器主要由外资垄断，标准化、竞争激烈的重点端产品面临集采降价影响相对小；5) 高值耗材：受集采降价影响可能较大，且主要由外资占主导，竞争格局不佳；6) 低值耗材：行业门槛低，但经历了激烈竞争后，行业趋于集中。</p>
	医疗电商	标配	<p>政策端打开市场空间，模式在探索中，行业集中度偏低，整体向好。</p> <p>需求端：1) 2019 年 8 月网售处方药正式解禁，打开了医药电商的行业空间；但也要考虑集采对于药价的冲击，相应降低了电商价格的吸引力；2) 医药电商渗透率仍为低个位数，潜在提升空间巨大；3) 2020 年国家政策进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围；4) 药品咨询附加值高，线下具有天然优势，且用药为低频需求，用药指向性明确、有时用药需求急，一定程度降低了线上的吸引力。</p> <p>供应端：1) 行业集中度偏低，但头部格局稳定；2) 由于医疗用品区别于传统商品的特性，医疗电商发展方向也将有所不同，医疗电商需要有消费属性的高频次的保健品、高毛利的家用医疗设备作为基本盘，向非处方药、处方药依次延伸，在配合远程诊疗、积累海量活跃用户，并以此作为流量入口向线下体检、治疗导流；在模式的选择上，也需要 B2C 模式与 O2O 兼顾，时效性较低的药通过 B2C 完成，而高时效性药品通过 O2O。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 55：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的医疗保健板块-制药、生物技术和生命科学行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
制药、生物技术和生命科学		标配 (指数权重 4.28%)	CRO/CDMO>疫苗>创新药>仿制药，CRO/CDMO 超配，疫苗标配，创新药及仿制药低配。
	仿制药	低配	<p>需求承压，供应端待出清。</p> <p>需求端：需求量稳定，但集采引发药价的大幅下行将趋势性延续。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	创新药	低配	<p>供应端：行业集中度偏低，参考海外仿制药市场的格局，未来大概率将经历行业收缩，通过倒闭、兼并等市场化方法，最终市场集中度大幅提升。</p> <p>供需格局整体好于仿制药，需要布局差异化竞争，研发、销售并重的行业龙头。</p> <p>需求端：集采压低仿制药价格，医保对创新药的份额相应提高，行业就此受益。</p> <p>供应端：新药审批加速，国产新药占比也自2017年以来快速上行，但创新药竞争激烈，同质化明显、靶点相似，未来也有面临医保谈判降价的风险。</p>
	疫苗	标配	<p>供需格局整体优于仿制药和创新药。</p> <p>需求端：1) 短期来看，国内已经有多个新冠疫苗进入到临床三期，预计将在2021-22年放量；长期来看，健康意识提升支持二类疫苗消费提升，且相比国际平均水平，人均疫苗支出也有较大提升空间；2) PCV、HPV等重磅疫苗国产化，可以保证行业未来数年的增长；3) 疫苗消费频次低，价格敏感性低，毛利高。</p> <p>供应端：1) 2019年下半年新的《疫苗管理法》出台，进一步提高行业准入门槛；2) 疫苗不同于药物，疫苗更新换代但机理并不变化，这使得产品生命周期大幅延长，且创新药需要不断拓展适应症，持续投入临床使用，研发成本高，疫苗仅需要拓展同一适应症，上市后成本大幅下降；3) 国内创新疫苗主要以跟随策略为主，研发风险低。</p>
	CRO/CDMO	超配	<p>长短期需求支撑，供应格局利于头部企业。</p> <p>需求端：1) 长期来看，得益于中国的低成本、监管国际接轨，人才及病人资源丰富，国际需求旺盛；2) 国内的医药研发投入整体提升，集采迫使药企加大药物研发，这令CRO/CDMO受益；3) 据2020年11月的香港特区施政报告，互联互通料将把生物科技公司纳入，这有助于吸引大量中小生物科技公司上市，而中小生物科技公司资金虽然充裕，但研发能力相对有限，因此需要借助CRO来快速推动研发；4) 疫情令药品监管活动、工程建设、制药企业、生物医药的研发投入等受到影响，但随着疫情的消退，CRO/CDMO已经快速修复，预计2021年需求仍将旺盛。</p> <p>供应端：1) 全球与中国行业整体分散，但市场集中度在逐步向头部集中，中国的供应格局好于海外；2) CRO/CDMO市场中全流程服务商较少，头部企业先发优势明显。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 工业板块——周期复苏叠加供应格局改善，超配电池、工程机械、航运

图表 56：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-资本品行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
资本品		超配 (指数权重 2.63%)	<p>需求端：最大的支撑是周期复苏，但也有制造业升级、人工成本上涨促使机械化加速等结构性需求助推。</p> <p>供应端：自 2017 年以来市场集中度出现提升，轨道交通、光伏设备、锂电设备等细分品类的制造技术已经处于全球领先水平，国产化替代因疫情而加速。</p>
	电池	超配	<p>供需格局相对较好。以锂电池为绝对主导的电化学储能需求快速增长（2014-2019 全球及中国的 CAGR 分别约为 56%及 68%），其应用场景广泛。</p> <p>需求端：周期+结构因素双重支撑。1) 在发电侧新能源崛起，不稳定的电源必然需要配套储能系统；2) 电网侧则有储能配合下的调峰调频需求；3) 5G+电动车共同推动，用户侧由于 5G 基站更高的建设密度、设备功耗，对应的储能需求也增加，电动车出货量的大幅飙升也大幅推进了电池需求爆发（动力电池占锂电池需求约 6 成），未来 5 年的锂电池装机量料超过 35%。</p> <p>供应端：电池行业伴随着需求的爆发，供应无疑也大幅增加，但 2017 年至今行业已经历了市场洗牌，电池企业的集中度 CR3 由 2017 年低谷的 50%反弹至 74.2%。</p> <p>供需格局明显改善。</p>
	工程机械	超配	<p>需求端：1) 周期改善，需求上行；2) 使用场景拓展、例如小型挖机价格便宜，替代装载机、传统农机；3) 保有量提升，存量更替需求稳定支撑，降低了需求的周期波动幅度（尤其是中国机械使用时长约 1.5-2 倍于日欧美市场平均时长）；4) 环保标准加速淘汰旧设备，例如国六标准将于 2021 年 7 月实施；5) 劳动力成本上升，促使机械渗透率整体提升，以叉车为代表的细分品种还受益于电商爆发下物流自动化的趋势支撑；6) 随着一带一路机械设备需求释放，海外出口成为新增长点。</p> <p>供应端：1) 核心部件国产化，成本大幅下降，服务+成本优势推升国产化加速；2) 制造业升级背景下，技术、资金门槛提高，龙头占有率提升，对行业定价权掌控力提升；3) 数字化、精细化管控下，管理效率大幅提升，龙头三一重工为例，2019 年人均创收额超过 400 万人民币创历史新高，人均创收额甚至超过了全球龙头的卡特彼勒。</p>
	集装箱	标配	<p>需求端上行，供应端改善，市场集中度大幅提升。</p> <p>需求端：1) 周期改善，全球集装箱需求 2020 年上半年降至最低点后触底反弹，下游航运行业复苏将继续支撑需求；2) 因疫情影响，全球集装箱流转速度大幅下降，结构性集装箱短缺；3) 保有量大，每年的更新需求占比大（更新需求占比近四分之三）。</p> <p>供应端：1) 行业整体仍有大量闲置产能（2019 年产能利用率不到一半）；2) 行业集中度已大幅提升，全球集装箱产能超过 9 成在中国，2019 年中远海运收购胜狮后，中集+中远系合计市占率约 8 成，双头格局明显，议价能力大幅提升。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

图表 57：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-商业与专业服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
商业与专业服务		低配 (0.55%)	<p>行业以物管为主，主要的看点在于需求端的中长期高增长、高确定性，但 2021 难以受益于需求周期回升。</p> <p>需求端：高确定性、存量+增量高增速：1) 存量，目前行业平均合约在管比率为 1.9，关联开发商大量的土地储备有望在未来转化为在管面积；2) 增长空间大，社区作为流量入口，可以积极拓展家政、房屋租赁、社区零售等增值服务，物管公司还积极拓展环卫、园林等市政业务，全国加速老旧小区改造也将带来客观的物管增量。</p> <p>供应端：1) 市场目前高度分散；2) 但市场集中度升高，目前有上市物管公司对中小物管大量的整合并购。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同。

资料来源：浦银国际

图表 58：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的工业板块-交通行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
交通		标配 (指数权重 1.17%)	<p>需求整体复苏，最主要的支撑都是需求复苏叠加疫情后的出行增加；但供应端细分来看存在分化，供需格局最佳的应该是航运、航空。</p>
	航空	标配	<p>需求复苏，成本低位（油价）叠加供应扩张放缓（受 B737 max 事故及疫情影响，飞机引进增速明显放缓），虽然没有明显的产能退出，但是相比铁路、公路整体弹性要更大。</p>
	机场	标配	<p>飞行需求、机场免税店需求反弹，供应端相对稳定。</p>
	铁路、公路	标配	<p>出行增加带动需求复苏，但成本、供应端相对稳定。</p>
	快递	低配	<p>需求端向好，但供应格局不佳。</p> <p>需求端：短期受益于网购因疫情的爆发式增长，长期仍将受益于电商渗透率的持续提升。</p> <p>供应端：行业供应格局不佳，今年快递整体均价下降，主要是头部玩家价格战洗牌加上依赖拼多多业务的极兔等低价快递进场，冲击市场格局。</p>
	航运	超配	<p>全球需求缓慢复苏，短期内造船产能难以释放。</p> <p>需求端：受益于 1) 全球需求缓慢复苏；2) 叠加海外因疫情原因令制造业产能向中国转移</p> <p>供应端：经过了这几年全球航运企业破产、兼并后，行业大量产能退出且市场集中度明显提升（CR8 近 80%），目前全球集装箱船舶闲置运力占比约 3.5%，处于多年相对低位，潜在供应（新船订单占比）处于 30 年来最低水平；由于大型集装箱船造船周期约 6 个季度，随着全球需求复苏，短期内供应并不会迅速释放。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● IT 板块——分化大，超配功率半导体、光伏玻璃、数据中心、SaaS

图表 59：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-半导体及设备行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
半导体及设备		超配 (指数权重 1.07%)	中国半导体行业的主要支撑逻辑为：需求端全球半导体需求周期复苏，5G 及射频、光学等结构性需求释放；供应端有国产替代趋势。
	功率半导体	超配	<p>需求端：1) 存量市场发展较为成熟且稳定，下游应用分布广泛，相对稳定；2) 增量市场受益于含“硅”量的趋势提升，尤其是新能源发电（光伏逆变器、风电变频器）、高压输电、新能源汽车及充电、变频智能家电、工业自动化等趋势性需求；3) 功率半导体下游最大的需求为汽车，2021 年汽车出货量尤其是新能源汽车出货量提升，有望提振功率半导体需求。</p> <p>供应端：1) 电路相对简单。不依赖摩尔定律及先进设备，中国已经是全球最大的功率半导体消费国，仍大量依靠进口，国产替代的意愿最大且难度相应最低；2) 闻泰科技收购全球领先的功率半导体企业安世半导体，国产替代机会增大。</p>
	半导体设备	标配	<p>需求端：1) 半导体周期复苏；2) 中国大量的新增晶圆厂投资令上游设备直接受益；3) 摩尔定律发展缓慢，先进制程生产的性价比并不非常高，非先进制程的使用这客观上令国内半导体设备预留了追赶时间。</p> <p>供应端：国内设备企业众多且同质化竞争激烈，为提高国际竞争力，行业有可能出现横向整合。</p>
	半导体材料	低配	<p>需求端：1) 半导体周期复苏；2) 新增晶圆厂投资，令上游材料直接受益；3) 由于半导体材料是产业链中细分领域最多的环节，单个材料在生产成本中的占比低，下游对价格不敏感，这便于上游提价，但同时也降低了国产替代化的需求。</p> <p>供应端：半导体产业链中细分领域多、竞争格局分散，海外龙头主导。</p>
	晶圆制造	标配	<p>需求端：1) 半导体周期复苏带动，需求旺盛，尤其是汽车电子、自动驾驶、工业自动化等支持 8 英寸晶圆需求，即使在费用上浮 20-40% 的情况下订单仍排至 1Q21、2Q21；2) 12 存晶圆的主要应用方向是储存芯片，数据量暴增、手机扩容的背景下储存需求增长带动 12 英寸晶圆需求。</p> <p>供应端：1) 8 英寸属于旧一代技术，设备目前以二手交易为主，缺乏新增产能投放；2) 国家大基金投资比重超过六成属于制造环节，自 2019 年开始中国晶圆厂投资额都超过 1000 亿美元，未来将有大量新增晶圆厂投产。</p>
	半导体封测	标配	<p>需求端：1) 随着摩尔定律深入，晶圆制造推进的难度越来越大，相应地越发依赖于封测技术的提升以改善功耗，在此情况下先进封装需求大幅提升；2) 上游晶圆厂大幅扩建，有望带动下流的封测行业景气度提升。</p> <p>供应端：1) 封测行业的技术门槛大幅低于 IC 设计、制造，因此封测行业在国内半导体产业链中相对最成熟、国产化率最高，龙头企业在世界封测行业第一梯队也有一席之地；2) 封测行业主要是资金密集型企业，目前行业集中度并不高，未来预计会出现更多横向并购；3) 先进制程有赖于先进封装，中国目前虽以传统封装为主，但先进封装在稳步提升。</p>
	储存	低配	<p>需求端：1) 半导体周期复苏叠加疫情因素，互联网使用增多，刺激上游储存需求；据 IC insights，2021 年 DRAM 与 NAND 销售额合计将占所有 IC 销售额的 1/3；2) 数据量爆发、加速云化、新的 CPU 架构，更多的储存需求；3) 5G 渗透率提升，5G 手机出货增加带来的移动端需求；4) 游戏、汽车自动化的储存需求提升。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
光伏产业链	标配		<p>供应端：1) 海外龙头绝对主导，国内厂商差距仍大；2) 全球主要厂商在 2021 年都有新增产能投入，其中三星、SK 海力士在 2021 年下半年有新增供应释放。</p> <p>光伏产业链的供给需求端整体受益于装机量提升有强劲支撑。</p> <p>需求端：1) 周期性复苏；2) 平价上网带动光伏量的大幅增长；3) 长期来看，太阳能在未来能源结构中有望大幅提升，未来 3 年预计装机量 CAGR 约 20%。</p> <p>供应端：分化较大，市场集中度 CR5 来看，由高到低依次是光伏玻璃>硅片>硅料>组件>电池。</p> <p>综合供需来看，我们对于光伏产业链的排序是光伏玻璃最佳（供需双振），其次为硅料及硅片，最差为组件。</p>
			<p>可能未来 1 年都处于供不应求状态。</p> <p>需求端：双面双玻组件成为趋势，渗透率提升带动光伏玻璃需求增加。</p> <p>供应端：1) 玻璃过去受制于过剩产能，扩产受限，2020 年工信部出台政策对光伏玻璃新增产能采取产能置换限制，行业产能增长仍将受严格的指标约束，短期仍不足；2) 玻璃窑炉扩产周期一年半，即使政策完全放开叠加加速开工，新增产能也很难在明年上半年快速释放；3) 市场供应格局好，信义光能+福莱特两家市占率超过 50%，工艺、规模优势、初始投资大提高行业准入。</p>
			<p>供需格局好。</p> <p>需求端：大硅片成为趋势。</p> <p>供应端：技术壁垒高、市场集中度高，隆基+中环两家市占率约 70%，价格掌控力高。</p>
光伏玻璃	超配		<p>供需格局不佳。</p> <p>需求端：受益于整体装机量的提升</p> <p>供应端：1) 技术、资金壁垒不高，主要在于销售、服务区别；2) 向上游拓展的一体化可以降低成本、价格波动内部化，成为趋势。</p>
光伏硅片	标配		
光伏组件	低配		

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1 资料来源：浦银国际

图表 60：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-软件与服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
软件与服务		超配 (指数权重 1.23%)	<p>长期趋势有支撑短期有望受益于 B 端企业现金流改善，软硬件的开支意愿恢复。</p>
数据中心		超配	<p>短期、长期的成长性与确定性兼备。</p> <p>需求端：1) 疫情后大幅加速线上化趋势，数据中心需求大幅加速；2) 5G、AI、高清视频、云计算、IOT、大数据、高性能计算 HPC 等推升数据量几何式增长；3) 更多数据储藏在云端。</p> <p>供应端：1) 中国第三方数据中心相对分散；2) 总体数据中心供需平衡，但一线城市数据中心饱和，需求缺口大；3) 数据中心供给呈现线性增长，但数据中心的需求随着数据流量暴增而几何式增长，未来供应缺口会越来越大。</p>
SaaS		超配	<p>行业仍属于爆发期，需求强力驱动，重点关注“开源型”SaaS。</p> <p>需求端：1) 疫情后大幅加速线上化、数字化趋势，尤其是在家办公，企业使用 SaaS 的意愿增加；2) 疫情消散后，企业现金流明显恢复，SaaS 的支付能力明显</p> <p>(接下页...)</p>

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
			<p>提升；3) 得益于降本增效、移动设备的大规模普及、新业态大量涌现、底层技术的成熟、企业治理精细化、数据受到企业高度重视；长期来看，中国及全球 SaaS 都将迎来需求爆发，过去几年中国及全球 SaaS 行业复合增长率 30-40%，而云计算在中国与全球的渗透率都为个位数，潜在提升空间大，预计高增长将继续延续；4) 中国的 SaaS 刚刚处于起步阶段（距离美国至少有 5 年的产业代差），中国 IAAS 的爆发式增长将为 SaaS 提供坚实基础；5) SaaS 分为“开源型”与“节流型”，两者的发展脉络、估值、与市场容量都差异巨大，在当前阶段强烈推荐重点关注“开源型”SaaS，因为其路径依赖较少，推广难度低，且由于其“开源”的本质，更容易被市场接受，其中 CRM 赛道市场容量最大，以垂直行业来看，电商 SaaS 变现模式最清晰，需求最旺盛，复合增速超过 60%，用户增长迅速，具有广阔的增长前景。</p> <p>供应端：1) 行业发展初期，海内外市场都高度分散；2) 部分细分赛道头部化趋势明显；3) 目前以通用型 SaaS 为主导，行业垂直平类的 SaaS 近来快速增长。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1 资料来源：浦银国际

图表 61：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的 IT 板块-技术硬件及服务行业组

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
技术硬件及服务		超配 (指数权重 3.48%)	<p>消费电子仍然是需求驱动为主，近期 8 寸晶圆产能利用率极高，且订单加价（digitimes 报道称，除台积电、三星电子等少数厂商，大部分晶圆厂商已上调 8 寸晶圆价格，2021 年涨幅区间据测算为 20%-40%）后仍排至 2021 年，显示硬件需求强势复苏，投资主线是 5G 落地带来的换机量增长叠加部分组件单机价值量的增长。</p>
	光学	超配	<p>需求强力驱动，手机镜头优于摄像模组。</p> <p>需求端：1) 5G 落地催生手机换机潮，提升摄像头出货量，疫情后出行需求的增加令拍摄需求修复，间接提升了摄像头需求；2) 多摄的渗透率仍在趋势性提升，助推摄像头出货量提升；3) 随着 IOT、自动驾驶、智能制造崛起，IOT 光学、车载镜头、工业光学的需求也大幅提升，摄像头的应用场景大幅拓宽；4) 短视频、Vlog 的快速爆发夯实了摄像头在手机组件中的核心地位，与此同时也催生了摄像头高端化的需求（像素升级、超广角、大光圈、长焦）。</p> <p>供应端：1) 手机摄像模组门槛低，市场集中度低，竞争激烈；2) 手机镜头技术壁垒相对高，市场集中度高。</p>
	声学	低配	<p>供需皆弱于光学。</p> <p>需求端：1) 一定程度上受益于手机出货量恢复；2) 但整体需求刚性弱于光学产品，且消费感知不强；3) 新增需求主要靠 TWS 耳机，但需求增速可能将放缓。</p> <p>供应端：1) 市场分散，供应格局不如光学，传统音频、手机、科技厂商共同瓜分声学增量——TWS 耳机市场；2) 技术门槛低于光学，大量的白牌仿制品攻占市场。</p>
	射频前端	标配	<p>量价齐升，但国内厂商尚处于起步阶段</p> <p>需求端：5G 手机落地，全网通支持更多的频段，对于射频滤波器、开关数量大幅增加，单价也提升（其中滤波器是射频前端中复合增速最快的细分品类）。</p> <p>供应端：市场集中度高，全球 Top 4 占据超过 80% 市场份额，国产厂商刚起步，体量不大，主要在射频前端市场中独立开关和 LNA 等占比不足 10% 份额的有所突破。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	面板	标配	<p>需求提升，供应格局边际改善。</p> <p>需求端：1) 疫情期间对于电脑、电视的需求持续旺盛，大尺寸电视需求增加推升LCD需求；2) OLED最主要应用场景为智能手机，受益于需求出货量增长，3) OLED的应用场景更宽，在电视、穿戴设备、照明、装饰、医疗都可以有所应用。</p> <p>供应端：1) 供应格局改善，三星、LG逐步退出LCD产能，中国在LCD的产能已经过半，未来将继续提升；2) 2018-2019年OLED中国大量扩产，未来将有大量新增产能释放。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于2020/12/1 资料来源：浦银国际

● 原材料板块——白卡纸供需格局最佳

图表 62：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的原材料板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
原材料		标配 (指数权重 2.08%)	库存周期向上，整体带动大宗商品需求向上，结合供需来看，造纸、铜最佳，尤其是白卡纸（需超配），钢铁、黄金最差（需低配）。
	钢铁	低配	<p>需求边际走弱，特钢优于普钢。</p> <p>需求端：1) 周期性需求复苏，但地产新开工偏弱；2) 普钢过剩，但特钢因高端制造业需求尚存在需求缺口。</p> <p>供应端：1) 整体供应过剩，高炉产能利用率高，但电弧炉产能利用率有进一步提升空间；2) 行业整体供应格局不佳，定价权在上游；3) 特种钢材属于普钢下游，普钢价格上行可能会影响特钢利润率。</p>
	水泥	低配	<p>需求边际走弱。</p> <p>需求端：与地产、基建高度相关；地产拿地、新开工偏弱，棚改逐步退出，明年经济回升叠加财政赤字压力，基建难超预期。</p> <p>供应端：水泥行业的错峰生产更为灵活，在产能置换仍然严格的情况下，新增供应可以通过产能利用率提升来增加。</p>
	铝	标配	<p>需求驱动，电解铝优于氧化铝。</p> <p>需求端：下游需求主要是地产（竣工阶段）以及汽车、轨道交通，周期性复苏。</p> <p>供应端：电解铝与氧化铝未来都有新增产能，但氧化铝的供应较电解铝更为充足；2) 目前社会库存处于相对低位。</p>
	钴	标配	<p>有电池需求支撑，供应边际走弱。</p> <p>需求端：1) 动力电池及消费电池占比过半，需求上扬带动钴需求增长，尤其是电动车；2) 但电动车电池未来可能存在无钴化趋势，但短期来看仍然是含钴的三元材料作为主导。</p> <p>供应端：嘉能可关闭钴矿，对于 2020 年全球产量有影响，但国内企业在刚果金的产能释放部分抵消影响。</p>
	锂	低配	<p>长期需求支撑，但仍偏过剩。</p> <p>需求端：1) 电动汽车、电网侧储能、5G、数据中心等新兴行业都有广泛应用需求；2) 中国市场过去 5 年需求增速超过 20%。</p> <p>供应端：近年来产能扩张明显，产能相对过剩，即使近年来西澳锂矿供有所整合。</p>
	铜	超配	<p>最受益于周期复苏，供应格局相对改善。</p> <p>需求端：与电力、家电、地产、汽车联系密切，最受益于周期复苏。</p> <p>供应端：1) 全球矿业巨头 2016 年以来铜矿相关 CAPEX 较低，未来的新增产能少；2) 2021 年有新增产能，但大部分集中于下半年释放。</p>
	黄金	低配	<p>看低金价。</p> <p>需求端：投资需求为主，实际利率上行金价承压。</p> <p>供应端：供应充足。</p>
	白银	标配	<p>优于黄金。</p> <p>需求端：珠宝+电子需求合计占比约 4 成，工业需求约 3 成，一定程度上可以受益于需求复苏。</p> <p>供应端：矿产银占供应绝对主导，全球供应于 2016 年见顶后逐年下滑。</p>

(接下页...)

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
	造纸	超配	<p>有结构性需求支撑，供应格局最佳，白卡纸优于文化纸。</p> <p>需求端：1) 文化纸下游需求刚性，周期属性弱；2) 白卡纸需求支撑更多元，周期属性弱，但 2020 年 1 月的“限塑令”、9 月的《固废法》推动白卡纸“以纸代塑”。</p> <p>供应端：1) 文化纸、白卡纸市场集中度高，金光与博汇合并后两者市占率近 50%，白卡纸市场集中度进一步提升；2) 造纸未来新增产能有限，2021 年文化纸新增产能高于白卡纸。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 房地产板块——整体低配，但仍可关注数字平台化中介

图表 63：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的房地产板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
房地产		低配 (指数权重 3.95%)	<p>三季度开始，地产的景气度已经有所下降，具体反映在：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) “三道红线”的出台对地产商的融资、杠杆率直接构成限制，地产商开始主动收缩，自由现金流明显回升，即使高评级的地产商也开始收缩，预示着地产商更为谨慎； 2) 土地市场明显降温，成交面积、溢价金额都明显下降； 3) 新开工反弹后有动能放缓迹象。 <p>预计 2021 年：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 2021 年新增社融料将回落，加上利率中枢上移，虽然居民信心及收入修复，但由于房贷利率与商品房销售额呈反向关系，对地产需求端仍构成直接影响； 2) 供应端来看，“三道红线”相当于地产市场“供给侧”改革，地产投资中土地购置趋弱且将继续依赖于建安投资，新开工延续修复后，可能在下半年放缓； 3) 销售增速全年 2021 年放缓，宏观新开工去化率可能前高后低； <p>在市场整体景气度下滑之际，几个趋势会较为明确：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 政策、融资端严格限制且加上行业高增长长期已过，地产开发商的市场集中度将继续提升，且提升空间巨大（前三大内房开发商的市占率约为美国的二分之一，中国香港的三分之一），有助于行业龙头； 2) 控制金融杠杆对三四线的影响整体大于一二线，因为一二线整体已严控较久且三四线的首付相对更低，更偏好一二线土地储备重组的龙头； 3) 行业整体受“三条红线”影响，但仍有保利、招商、世贸、金地、万科等可绝大部分满足红线的要求，经营稳健、有扩表空间、土地储备的龙头将就此受益； 4) 行业未来的整体 ROE 有下降趋势（财务杠杆下降），将更为依赖经营效率带来 ROIC 的改善，经营效率高的龙头 ROE 的估值溢价有望日趋明显。 <p>我们对于地产板块整体低配，但板块 Alpha 的确定性比 Beta 更大，建议重点关注其中的 Alpha 机会：1) 整点关注其中经营高效、没有较大缩表压力、一二线城市土地储备优质的开发商龙头：地产开发商估值几乎位于 10 年来的最低水平，市盈率仅比银行股略高，A、H 股开发商整体股息率 6-7%（部分标的甚至超过 10%），在此情况下不可忽视地产股的配置价值，尤其是对于龙头而言，即使行业停滞增长，其依然可以依赖市场份额的扩张来实现增长；2) 关注存量竞争下的数字平台化中介（如贝壳），数字化将降低客单成本，提升毛利率；平台化的房产中介不依赖于传统的重资产产铺门店及招收代理人，其轻资产的平台化运作方式在降低了成本的同时，也能实现更快速扩张，且大量的数据整合有助于构建价值护城河，另外当前的房产中介市占率仍然相对分散，对于龙头仍有较大的提升空间。</p>

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

● 公共事业板块——类债属性，建议低配

图表 64：2021 年策略分析师配置建议：MSCI 中国指数的公共事业板块（行业组即板块）

行业组	细分赛道	超/低配*	原因
公共事业		低配 (指数权重 1.74%)	公用事业板块由于其需求刚性，现金流稳定、低估值、高分红，类债属性明显，由于我们预期 2021 年上半年利率中枢仍将上行，类债属性的公用事业需规避。
	火电	低配	煤炭价格上行挤压利润，短期需求上行但火电上网电量长期来看将受抑。 需求端：1) 经济复苏带动电力需求整体增长；2) 枯水期来临，火电短期可能将受益。 供应端：长期来看，能源结构调整，火电比例下降，上网电量下行。
	水电	低配	短期面临枯水期，长期来看优于火电。 需求：1) 整体电力需求上行；2) 枯水期来临短期受抑。 供应端：长期看复合能源结构需求，优于火电。

注：板块&行业组配置建议中，超配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；标配指投资组合配置权重与指数权重相同；指数权重数据截止于 2020/12/1

资料来源：浦银国际

操作策略

● 何时买——全年股票走势或先上后下，上半年仍有较大机会

虽然根据我们的 2021 年 MSCI 中国指数回报拆解来看，全年回报为个位数，但是上半年仍然有较大机会。择时我们主要从几个维度来看：

- 中国信贷脉冲已经冲至非常高位水平，目前尚未见顶，信贷脉冲见顶后，影响传递到实体经济、金融市场预计有一定时间滞留，上半年预计动能仍在，下半年相对压力会较上半年大。
- 我们的全球经济领先指标显示，全球经济很有可能在下半年三季度末四季度初左右见顶。全球经济周期的见顶后的回落如果叠加国内经济增长动能回落，下半年压力很可能较上半年大。
- 随着疫苗的逐步落地、经济复苏推进，市场对于海外经济体进行货币政策正常化的预期的讨论会升温，这可能对资本市场构成一定扰动。

因此，整体来看，我们认为上半年优于下半年，上半年的确定性较高，下半年需要密切留意，保持谨慎。全年走势或将出现先上后下，呈倒V型走势。尤其是受益于周期性需求复苏的标的，需要根据周期走势进行择时（上半年>下半年）

● 买什么——港股比 A 股好

2021 年全年来看，我们认为港股优于 A 股。从 DDM 模型来看，这个分化会较为明显，DDM 模型的分母是折现率，挂钩无风险利率，而分子则挂钩企业盈利。

- 分子盈利端，港股与 A 股企业都与中国经济基本面的走势息息相关，两者的区别不大。
- 分母无风险利率端，由于中外经济复苏的节奏不一致，内地流动性边际收紧，海外仍将保持相对宽松；而 A 股由内地流动性所主导，港股则更多受到海外影响，因此**港股的流动性状况要优于 A 股**。

另外从资金端来看，同样也是港股优于 A 股：

- **港股有新资金进入**。2020 年 11 月 25 日，香港特区行政长官林郑月娥公布施政报告。施政报告第 43 条“深化两地金融互联互通”指出，未来，在香港上市未有盈利的生物科技公司 and 内地科创板股票，在符合特定条件下会被纳入“互联互通”的选股范围，意味着港股市场将额外增加潜在资金流。

- **A 股资金有一定压力**，A 股方面，创业板注册制改革、再融资放开、科创板上市影响下，A 股的总融资规模连续攀升，2021 年趋势将延续，尤其是 A 股的解禁总规模将较 2020 年的 4.70 万亿增加至 2021 年的 4.72 万亿，从资金端来看同样也是港股优于 A 股。

综上，2021 年港股整体优于 A 股。

评级定义

证券评级定义:

“超配”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“标配”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“低配”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼