

2020年12月4日

銷售部 - 投資策略

策略

對比美股，A股龍頭效應望強化

核心結論：①2016年以來A股龍頭指數明顯跑贏萬得全A。對比美股，A股估值溢價、成交額占比空間還很大。②龍頭效應強化原因之一：轉型期行業集中度提高，龍頭業績更優。對比美國，中國各行業集中度提升空間較大。③龍頭效應強化原因之二：機構投資者占比上升，且內部趨向頭部化，而機構尤其是大機構持倉偏向龍頭。

A股龍頭效應較美股有差距。A股龍頭效應凸顯，2019/01/04這輪牛市以來各行業市值最大前五家公司表現遠遠優於行業整體水平，我們編制的A股龍頭指數2016年以來龍頭指數漲幅為180%，而萬得全A為2%。改革開放後我國經歷了3輪產業結構變革，1990s年代日用消費品騰飛，2000s年代工業化和地產鏈崛起，2010s年代新興消費和高端製造發力。1990s和2000s年代的龍頭公司日漸成熟，足以與美國同類媲美。然而，2010s年代的龍頭公司還正在長大，與美國同行相比這些龍頭仍有較大成長空間。絕對值看中美行業集中度仍然有較大差距，中國行業集中度提升仍處在初期。另外，美股龍頭估值溢價和成交額溢價比A股更顯著，A股龍頭溢價還有待提高。

A股龍頭效應強化源於：行業集中度提高。自1970年起美國經濟開始轉型，主要表現為70-80年代以低端製造為代表的行業迎來快速發展，80-90年代家用電器、電子及機械製造等行業集中度上升。隨著美國各行業集中度提升，各行業龍頭業績表現更強。自2010年開始中國部分行業集中度進入快速提升階段，2015年底供給側改革提出“三去一降一補”，進一步促進了部分消費和製造業行業集中度進一步提升。隨著行業集中度提升，龍頭公司佔據更大市場份額，從而業績表現更優異。以各行業前3大頭部公司營收占比來衡量行業集中度，基本上美股大多數行業集中度均高於我國。我國部分傳統優勢行業如地產、家電等行業集中度和美國差不多，但是大部分行業集中度還比較低，未來還有較大提升空間。

A股龍頭效應強化源於：投資者機構化、頭部化。1980s年代美國股權投融資大發展催生了股市長牛，大量長線資金入市使得美股中機構投資者占比從1970年的20%快速上升至2000年的63%。近年來，A股內外資機構投資者占比持續上升。內資邊際增量資金影響市場風格，相對於散戶，機構投資者投資行為更加理性，機構投資持股占比提高將強化龍頭股效應。外資持續流入鞏固龍頭地位，參考韓國和中國臺灣的歷史經驗，外資在對新興市場的股票進行配置時，更偏好大盤藍籌股代表的行業龍頭。整體上，內外資均偏好重點佈局高ROE和大市值公司。參照美國經驗，美國規模超50億美元以上的大型股票型基金重倉最多的股票主要是微軟、蘋果、Visa、寶潔、摩根大通等各行業的龍頭公司。公募基金是A股機構投資者的主力，近年來公募基金總體規模不斷擴張，單只基金規模持續擴大，大型基金數量越來越多。大型的頭部基金往往偏好業績持續性更好和市值規模更大的龍頭股，從外，規模越大的主動型基金持倉結構越集中，越偏向持有龍頭股。

風險提示：技術創新導致龍頭更迭加速，政策扶持中小企業導致龍頭化趨勢放緩。

宏觀

實體經濟觀察：推動RCEP落地

11月製造業PMI顯著上行，創17年10月以來新高，而從中觀高頻數據來看，一方面，終端需求基本穩定，各口徑地產銷量增速普遍上行，而乘用車批發、零售銷量增速穩中趨降；另一方面，工業生產高位回落，樣本鋼企鋼材產量增速下滑，主要行業開工率也是普遍走低。

近期國常會部署加快做好區域全面經濟夥伴關係協定生效實施有關工作。會議指出，要加強部門間協同配合，加快完成國內核准程序，特別是兌現首次在白貿協定中作出的知識產權全面保護承諾。在當前國際環境不確定性增強的情況下，協定推進有助於促進區域內自由貿易、穩定產業鏈供應鏈，促進我國開放邁向更高水平。需求：下游地產改善，乘用車、紡服轉弱。中游鋼鐵尚可，水泥、化工走強。上游煤炭走強、有色分化。交運走強。

價格：上周國內生資價格漲多跌少，國際油價回升。

庫存：下游地產、乘用車回補。中游鋼鐵社庫去化，水泥回補，化工去化。上游煤炭、有色去化。

行業研究

醫藥與健康護理：大灣區藥械監管創新方案出臺，推動區域醫藥產業加速發展、接軌國際

事件：11月25日，市場監督管理總局、國家藥監局、國家發改委等八部門聯合制定的《粵港澳大灣區藥品醫療器械監管創新發展工作方案》獲國務院批准印發。方案要求到2022年基本建立粵港澳大灣區內地醫療機構使用港澳上市藥品醫療器械的體制機制，形成大灣區內地與港澳地區藥品、醫療器械研發生產、流通和使用的“軟聯通”機制，促進大灣區醫藥產業快速健康發展。到2035年，建成全國醫藥產業創新發展示範區和宜居宜業宜遊的國際一流灣區。

點評：港澳上市藥品可用于灣區內地，大灣區生物醫藥產業加速發展。方案以香港大學深圳醫院為試點，提供優質的藥品器械和服務。在取得階段性進展後逐步擴展至其他符合要求的指定醫療機構，在廣州、深圳、珠海和中山佈局藥品進口口岸。我們認為，在大灣區深化藥品醫療器械審批制度改革、建立國家藥品醫療器械技術機構分中心、增設藥品進口口岸等制度可以靠前服務粵港澳大灣區生物醫藥企業和創新團隊，有利於降低創新創業成本，促進產業聚焦發展。

政策放開推進中藥產業升級，邁向標準化、國際化。國家藥監局委託廣東省藥監局開展港澳已上市外用中成藥進口審評審批，簡化外用中成藥進口註冊流程，縮短外用中成藥進口上市審批時間，支持在橫琴粵澳合作中醫藥科技產業園發展中醫藥產業，將橫琴粵澳作為中醫藥的重要“出海港口”，我們認為可推動中醫藥標準化、現代化、國際化發展。

推進大灣區生物醫藥產業監管、政策國際化。在灣區率先開展藥品上市許可持有人和醫療器械註冊人制度改革，此舉旨在推進我國藥品醫療器械監管體制改革、推動監管國際化。原本在港澳生產的藥品醫療器械可在大灣區內地生產上市，充分發揮港澳對接國際創新要素的優勢和大灣區內地創新轉化及產品製造優勢。我們認為這將利好擁有較多僅在港澳地區上市藥械的公司，也將為藥械進口註冊提供更為豐富快捷的渠道選擇。

政策利好中醫藥產業發展、藥品、器械進口註冊業務，釋放創新動能。我們認為政策放開將推進中藥產業升級，邁向標準化、國際化。涉及藥械進口業務的企業有望借道港澳實現灣區提前放量。該政策同時也將充分調動藥企之外研發團隊的積極性，長期利好創新藥品、器械發展。

風險提示：政策推廣不及預期的風險，重大社會事件的行業性影響風險。

石油化工：海上油氣勘探仍具韌性

核心觀點：今年雖然有疫情影響但已發現資源量已超過80億桶油當量，預計到年底將達到100億桶油當量。全球新發現油氣儲量中海油油氣占比超75%，中海油以3.87億桶油當量位列第7位，為國內唯一排名前10的石油企業。今年前三季度中海油合計資本支出為540億元，完成率為64%-72%，我們預計其四季度資本支出占全年比重會相對較高。近期油價持續回升，我們預計未來油服日費率有望進一步提升。

疫情影響下全球勘探活動仍具有韌性。據Rystad Energy於11月16日報道，今年雖然有疫情影響但已發現資源量已超過80億桶油當量，預計到年底將達到100億桶油當量（雖然較2019年有所下滑，較2018年仍將增長5%）。1-10月份公佈的73個新發現資源中36個在陸地上、37個在海上，其中俄羅斯排名前三的分別為俄羅斯（15.1億桶油當量）、蘇裡南（13.9億桶油當量）、阿聯酋（11億桶油當量）。

海上油氣儲量新發現占比超75%。據Rystad Energy數據，全球新發現油氣儲量中海油油氣占比超75%，其中超深水區（水深大於1500米）占比為33%、深水區（400-1500米）占比為38%、淺水區（400米以內）占比為29%。中海油新發現油氣量名列全球第7位。1-10月油氣發現排名前三的公司分別為Gazprom（13.04億桶油當量）、Total（9.62億桶油當量）、Apache（6.97億桶油當量）。中海油以3.87億桶油當量位列第7位，為國內唯一排名前10的石油企業。

中海油前三季度資本開支完成率為64%-72%。2020年中海油全年資本支出計劃為750-850億元，產量目標為5.05-5.15億桶油當量。今年前三季度中海油合計資本支出為540億元，完成率為64%-72%，我們預計其四季度資本支出占全年比重會相對較高。

油價回升，油服日費率有望回升。10月份全球鑽井船（8000'+ WD）日費率為36.8萬美元/天，環比提升1.58%；半潛式鑽井平臺（1500'-5000' WD）日費率為33.1萬美元/天，環比提升10.28%。近期油價持續回升，我們預計未來油服日費率有望進一步提升。

紡織與服裝：廣電總局強化監管，推動直播電商規範化發展

廣電總局發佈通知監管直播行業，關注頭部主播、禁止未成年人打賞。為加強對網絡秀場直播和電商直播的引導規範，強化導向和價值引領，營造行業健康生態，防範遏制低俗庸俗媚俗等不良風氣滋生蔓延，國家廣電總局下發《國家廣播電視總局關於加強網絡秀場直播和電商直播管理的通知》。通知規定，①現階段相關平臺的一線審核人員與在線直播間數量總體配比不得少於1:50。②網絡秀場直播平臺要對網絡主播和“打賞”用戶實行實名制管理，未實名制註冊的用戶不能打賞，同時封禁未成年用戶的打賞功能。③平臺應對用戶每次、每日、每月最高打賞金額進行限制。④要對頭部直播間、頭部主播及賬號、高流量或高成交的直播帶貨活動進行重點管理，加強合規檢查。

汪涵、李雪琴、李佳琦被中消協點名。11月20日中消協發佈“雙11”消費維權輿情分析報告，通過對10.20-11.15期間相關消費維權情況進行網絡大數據輿情分析，指出今年雙11促銷活動期間消費負面信息主要集中在直播帶貨、不合理規則兩個方面，並點名李雪琴和李佳琦等主播，例如“汪涵帶貨疑似造假刷單”、李雪琴直播間觀看人數造假、李佳琦直播間“買完不讓換”等話題引發關注，槽點密、熱度高是今年雙11線上線下兩個消費場域輿情的最大特點。

快手電商GMV2年增長1000倍。11月10日快手大數據研究院聯合快手電商發佈《2020快手電商生態報告》，報告顯示快手電商GMV 2年增長1000倍，平均每秒2場電商直播，已成長為全球範圍內以商品交易總額計第二大的直播電商平臺。對比2020年8月和1月快手電商訂單數增長254%、商家數增長74%、買家數增長68%，2020年上半年快手平均日活3.02億、買家平均月複購率達60%，同時按品類來看快手電商服飾鞋包GMV增長213%、第三季度美妝品牌GMV同比淨增長達1000%。

淘寶：多數品牌粉絲數量增加，6個品牌周均觀看量超10萬。運動、休閒、化妝品仍然是粉絲數量較高的品類，截止11月24日，粉絲數量排名前三的品牌分別為優衣庫、雅詩蘭黛和李寧，粉絲數分別為2329、2272、2026萬人。前一周（1117-1123）周均觀看量超過10萬人的有6個品牌，化妝品、運動、休閒服飾周均觀看量靠前，歐萊雅為23.1萬人，位於首位。列2、3名分別為優衣庫、完美日記，分別為15.7、11.6萬人。

快手：主播吳召國帶貨額達1.4億元。202011/16-11/22快手上榜的帶貨主播中服裝類5名，日用品類2名，珠寶配飾類1名，食品類1名，化妝品類1名。其中“吳召國”帶貨額為1.4億元，遠高於其他播主。

抖音：2020/11/16-11/22抖音美妝帶貨排名中，陳三廢gg、我是張凱毅、可可愛愛的凡凡24歲排名前三；抖音穿搭帶貨排名中，小小101、菲靈仙子、連蜜、排名前三；抖音品牌排行榜中，護膚類丸美、雲錦熙等表現突出，其中丸美以2243萬銷售額領先；抖音彩妝類品牌前十排行榜中，4個為美妝國貨，COLORKEY、花西子、小奧汀等國貨均表現突出，其中COLORKEY以571萬銷售額位居第一。

風險提示：經濟環境惡化，消費疲弱，平臺流量減少，內容發佈違規的風險等。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮 閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢 閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及 / 或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。