

策略周报

言之有物：市场结构改善，金融超额收益延续

市场结构性问题已经有所缓解，触底的条件正在形成。

- **证据一：估值因子的有效性显著下降。**我们统计了近 4 周不同估值分位数股票集合涨跌幅的表现，数据显示估值因子的有效性在逐渐下降：调整的第一周，不同估值分位股票的涨跌幅与其所处的估值区间是完全负相关的，分位数越高，跌幅越深；而到了上周，不同分位数区间股票的市场表现已经基本没有太大区别了。
- **证据二：高低估值差已有一定程度的收窄。**春节前两周，高低估值差一度突破 70，后续随着市场调整逐渐收敛，目前已经回落至 62，这其实距离 2010 年以来的均值 56 还有一些差距，不过距离 2018 年之后的均值 58 已经比较接近了。进一步统计下，高估值分位的股票基本都有 15 个点左右的分位数下滑，而低估值分位的股票估值分位数下滑较少，其中 0-10%区间的股票估值分位数还上升了 4 个百分点。据此来看，市场估值撕裂的程度已经得到一定程度的修复。
- **证据三：基金抱团股票交投活跃度下降的情况在上周也有所缓解。**用基金持有股票的成交量来反映机构情绪。本轮调整以来，成交量数据的回落已经持续了 6 周，积极的变化是上周的成交量下降速度明显放缓，目前也已经接近 2020 年的均值水平。其中基金持仓市值在 100 亿以上的股票集合成交量较均值还有一段距离，这部分股票是基金抱团最紧密的标的；50-100 亿和 10-50 亿两个区间的成交量已经回落至均值水平以下。
- **市场的结构化问题有明显改善，触底的条件正在形成。**估值有效性的数据反映市场“杀估值”的行情已经明显缓解；不过高低估值差的数据反映，估值撕裂度还有继续修复的空间；基金持有金额 100 亿以上股票的成交量数据则反映，这部分股票的交投活跃度也有继续下降的风险。

金融半月谈

- **银行：板块有望继续获得超额收益。**银行估值分位数仍处于低位，板块内部个股估值分化持续，不少个股市净率低于一倍，板块依然具备“进可攻、退可守”的特点。从个股配置逻辑来看，坚持两条主线，一是基本面优异的特色龙头（招商银行、宁波银行），二是基本面改善且估值相对较低的个股（如：大行、长沙银行、兴业银行）。
- **保险：年报披露时期，业绩 V 型反转，估值修复正当时。**上市险企陆续将于 3 月底披露年报业绩。疫情抑制 2020 年业绩的预期已在市场交易中体现。2021 年开门红 1 月因“旧”重疾险产品“下架”激发销售增长，预计 3 月份上市险企会陆续披露“新”重疾险产品，叠加 2020 年同期低基数，一季度上市险企业绩实现 V 型反转。
- **券商：建议从风险防范和局部行情的角度来择股。**市场风险尚未充分出清前，短期内板块仍承压，建议从风险防范和局部行情的角度来择股。券商板块的 alpha 属性主要来自于稳步推进资本市场改革与开放的政策面利好。
- **风险提示：信用收缩快于预期，海外经济修复不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：王永健
(8610)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

目录

观点回顾.....4

言之有物.....5

半月谈之策略联合金融.....7

风险提示.....9

图表目录

图表 1. 节后股票涨跌幅与其所处估值分位数的关系 5
图表 2. A 股估值撕裂的程度已经得到一定程度收敛，高低估值差快速回落.....6
图表 3. 不同估值分位数区间的股票，其估值分位数较春节前的下滑幅度.....6
图表 4. 基金持仓股票交投活跃度下降的情况在上周有所缓解.....6
图表 5. 基金持有市值 100 亿以上的股票集合，成交量较 2020 年的均值还有一段距离 6
图表 6. 春节后的 4 周时间里，不同估值区间股票涨跌幅中位数与其估值的关系 ...7

观点回顾

——**20201101《布局周期正当时》：复苏趋势下静候海外不确定因素落地。**盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。

——**20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。**全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

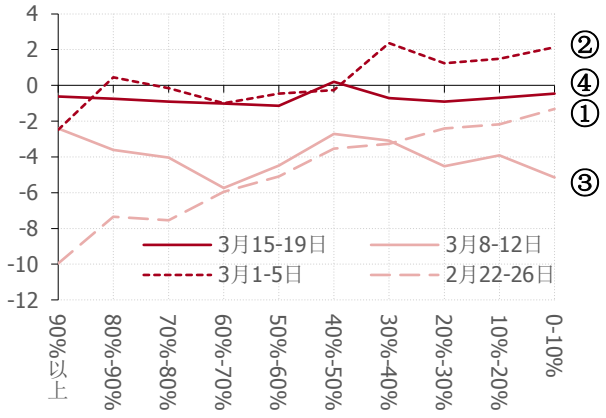
——**20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。**相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

言之有物

上周市场的估值结构与机构情绪出现了一些改善。目前市场比较关切的问题是这一轮“杀估值”、“杀机构抱团”股票的行情进行到哪一步了，后续还可能会持续多久？为此我们针对估值和机构抱团股票进行了一些研究，以期从数据层面对问题进行解答，做到“言之有物”。结果显示，上周市场的估值结构与机构情绪出现了一些改善，市场最悲观的时候应该已经过去了，不过目前还不能判断市场即将反弹。以下是几个数据证据：

证据一：估值因子的有效性显著下降。从节后市场开始“杀估值”行情以来，我们建立了以估值分位数为核心的数据库，用以对 A 股微观结构进行持续跟踪和观测。我们统计了近 4 周不同估值分位数股票集合涨跌幅的表现[1]，数据显示估值因子的有效性在逐渐下降：调整的第一周（折线①），不同估值分位股票的涨跌幅与其所处的估值区间是完全负相关的，分位数越高，跌幅越深；而到了上周，不同分位数区间股票的市场表现已经基本没有太大区别了（折线④）。综合四条折线来看，过去 4 周时间里，市场对“估值”这一因子的敏感度在逐渐下降，这里我们至少可以认为，“杀估值”最猛烈的行情基本已经过去了。

图表 1. 节后股票涨跌幅与其所处估值分位数的关系



资料来源：万得,中银证券

证据二：高低估值差已有一定程度的收窄。另一个反映估值结构的数据是“高低估值差”，将估值分位数处于 50%以上的股票集合称为“高估值股票”，统计它们的估值分位数中值，类似的，估值分位数处于 50%以下的股票集合也有一个分位数中值，两者的差值用以表征市场估值撕裂程度[2]。春节前两周，高低估值差一度突破 70，这个值已经超过 2015 年牛市顶点时期的 65，随着市场调整，高低估值差距开始收敛，截至上周末回落至 62，这其实距离 2010 年以来的均值 56 还有一些差距，不过距离 2018 年之后的均值 58 已经比较接近了（2018 年开始高低估值差有一个中枢抬升，与“以大为美”的市场审美有关）。进一步统计下，集合 A 的股票基本都有 15 个点左右的分位数下滑，而集合 B 的股票估值分位数下滑较少，其中 0-10%区间的股票估值分位数还上升了 4 个百分点。据此来看，市场估值撕裂的程度已经得到一定程度的修复。

1、不同估值分位数股票的涨跌幅：将卖方覆盖家数超过 3 家的股票按照周初的估值分位数进行分类，10 个分位数为一个区间，统计每个区间内股票的周度涨跌幅中位数。

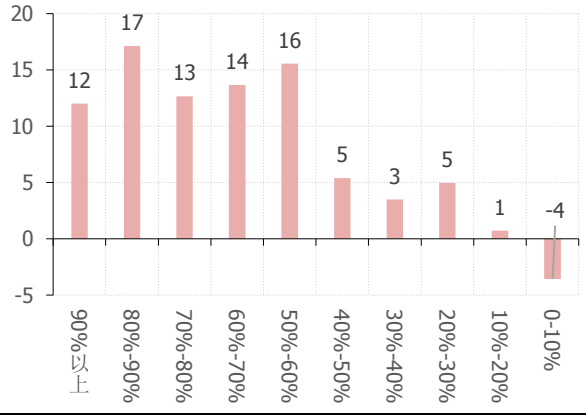
2、高低估值差：样本也被限制为卖方覆盖家数超过 3 家的股票。

图表 2. A 股估值撕裂的程度已经得到一定程度收敛，高低估值差快速回落



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 不同估值分位数区间的股票，其估值分位数较春节前的下滑幅度



资料来源：万得，中银证券

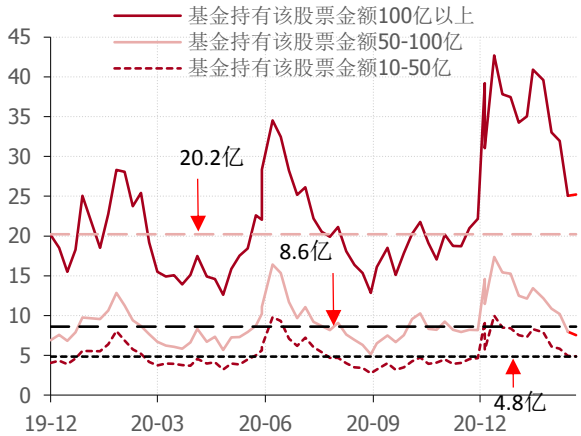
证据三：基金抱团股票交投活跃度下降的情况在上周也有所缓解。我们用基金持仓股票的成交量[3]来反映机构情绪。2020 年以来的机构化行情中，当基金持仓股票的成交量开始见顶回落，后续行情也会出现调整，比如 2020 年 3 月的下跌、7-9 月的持续震荡和这一轮的调整。背后的逻辑是在机构化行情中，基金持仓股票交投活跃度的见顶，反映了这部分股票的增量资金有限（加仓或者换仓不再积极），后续的行情也就难以为继。这个指标底部的有效性没有顶部那么强，可以看到在去年的两轮调整中，当指数开始回升的时候，成交量还没有触底，这反映了机构整体上还是需要看到市场主线有比较强的一致预期才会参与，否则“卧倒不动”是更好的选择。本轮调整以来，成交量数据的回落已经持续了 6 周，积极的变化是上周的成交量下降速度明显放缓，目前也已经接近 2020 年的均值水平。具体来看，基金持仓市值在 100 亿以上的股票集合成交量较均值还有一段距离，这部分股票是基金抱团最紧密的标的；50-100 亿和 10-50 亿两个区间的成交量已经回落至均值水平以下。

图表 4. 基金持仓股票交投活跃度下降的情况在上周有所缓解



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 基金持有市值 100 亿以上的股票集合，成交量较 2020 年的均值还有一段距离



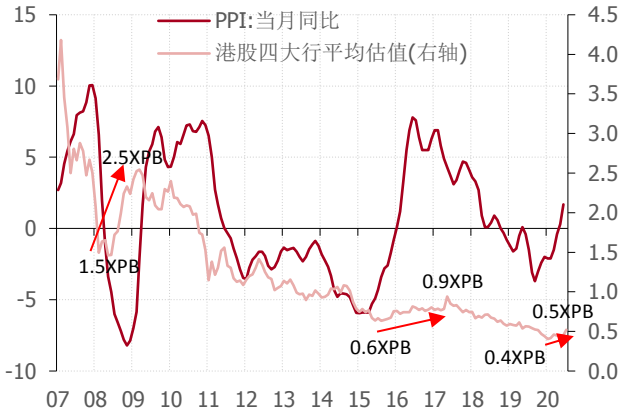
资料来源：万得，中银证券

综合来看，市场的结构化问题有明显改善，触底的条件正在形成。估值有效性的数据反映市场“杀估值”的行情已经明显缓解；不过高低估值差的数据反映，估值撕裂度还有继续修复的空间；基金持有金额 100 亿以上股票的成交量数据则反映，这部分股票的交投活跃度也有继续下降的风险。因此，虽然市场的结构化问题已经有所改善，触底的条件正在形成。

3、基金持仓股票成交量：根据半年报和年报，计算基金持有某只股票的市值之和，据此进行分类，并统计不同区间股票“日均成交量”的均值。

降低收益率预期的市场环境下，金融板块的顺周期、高股息率属性所创造的收益具备吸引力。国内信用收缩和美债收益率上行的趋势比较确定，后续市场可能是向着业绩要收益，而估值的支撑力下降，降低今年的收益预期已经是市场的一致预期。这种情况下部分存在估值修复逻辑的行业和股票可以关注，比如大金融板块。金融板块中最看好银行的估值修复行情，我们以港股的四大行举例：虽然四大行的估值持续下行，但是每一轮 PPI 回升的过程中，估值都得到了修复，背后的逻辑是 PPI 决定企业盈利，与投资（贷款需求和贷款利率）正向关，与坏账率负相关。保险的资产端同样受益于利率上行，而券商则更需要注重选股。

图表 6. 春节后的 4 周时间里，不同估值区间股票涨跌幅中位数与其估值的关系



资料来源：万得,中银证券

【银行观点】

我们认为年初以来银行板块上行的原因包括了：（1）在无风险利率上行、流动性收敛预期下，高估值板块面临回调压力，具备低估值特点的银行板块更获青睐；（2）经济稳步向好背景下，市场投资者对于银行板块 2021 年业绩明显修复存在一致预期；（3）资产质量向来是掣肘板块估值表现的重要因素，但宏观经济的逐步改善、小微信贷扶持政策的延续、2021 年银行业不良资产保持较大处置力度的多因素影响下，市场对银行资产质量的担忧有所缓解。

展望后续，银行板块有望继续获得超额收益。我们认为上述利好银行板块估值抬升的积极因素持续，在经济景气度提升、市场资金利率震荡上行、流动性边际趋敛以及银行板块基本面改善的多重利好因素共振下，银行板块有望继续获得超额收益。尽管银行板块在这波修复行情后，目前市净率已上行至 0.85x（对应 2021 年），但估值分位数仍处于低位，市净率的绝对水平也为所有中信一级行业最低。与此同时，银行板块内部个股估值分化持续，以宁波、招行、杭州为代表的个股估值领先，但不少个股市净率低于一倍。因此，我们认为银行板块依然具备“进可攻、退可守”的特点。从个股配置逻辑来看，未来我们仍旧坚持两条主线：一是基本面优异的特色龙头（招商银行、宁波银行），二是基本面改善且估值相对较低的个股（如：大行、长沙银行、兴业银行）。

【保险观点】

宏观环境复苏及监管环境利好保险股。2021 年宏观主流预测为全球经济共振复苏，十年期国债收益率持续上升至 3.25%（截止 3 月 17 日），刺激利好保险股估值回暖。其次，行业监管刺激利好保险股，包括：政治局会议多次提及养老及保险经营，刺激利好养老及医疗保险发展；银保监会发布《外资保险公司管理条例》（关于修改的决定），补充完善外资股东准入要求，势必加速国内保险公司改革及人员素质提升。市场交易主逻辑仍判断为顺周期及再通胀，保险股受益于风格调整。

年报披露时期，业绩 V 型反转，估值反转正当时。上市险企中，除中国平安已披露年报外，陆续将于 3 月底披露年报业绩。疫情抑制 2020 年业绩的预期已在市场交易中体现。2021 年开门红 1 月因“旧”重疾险产品“下架”激发销售增长，预计 3 月份上市险企会陆续披露“新”重疾险产品，叠加 2020 年同期低基数，2021 年一季度上市险企业绩实现 V 型反转。

2020 年全年处于低估值区间，市场风格切换中保险板块防御性凸显。2020 年市场表现为估值扩张行情，保险股受疫情负面影响估值处于低估值区间。春节后低估值及顺周期逻辑下的保险板块股价已有所反应，持续跑出非银板块超额收益。目前对于 2021PEV 估值为 0.74，历史区间为 0.67-1.57，仍有较大的上升空间。以保险估值及市场行情进行比较，保险板块具有明显的防御属性，表现为较主要规模数据的较低损失或较低波动率。风格切换中，享有低估值、顺周期及防御属性的保险股更易获得基金加仓。

【券商观点】

短期内板块仍承压，建议从风险防范和局部行情的角度来择股。节后 A 股市场成交量持续下滑，两融余额也从 1.71 万亿降至 1.65 万亿。高 beta 属性下，券商板块节后随大盘震荡下行，前期涨幅较高的龙头股明显下跌。板块市净率降至 1.68 倍，处于历史估值 40%分位点以下，存在估值修复的空间，但市场风险尚未充分出清前，短期内板块仍承压，建议从风险防范和局部行情的角度来择股。券商板块的 alpha 属性主要来自于稳步推进资本市场改革与开放的政策面利好。全面推行注册制、打通新三板转板通道、完善退市制度、完善市场多空机制、境外投资放开、T+0 制度等都有望在近年逐步落地或开启试点，有助于证券行业拓宽业务空间，提高盈利水平，逐渐增强业绩稳健性，长期来看为板块估值中枢的上行起到支撑作用。业绩高基数的背景下，建议关注业绩好估值低的个股，推荐广发证券（2020 年业绩增速 33.2%，PB 1.20x）、兴业证券（2020 年业绩增速 110%-130%，PB 1.51x）。长期来看，业务结构同质化较高的传统券商中，坚持推荐综合实力与资本实力强劲、享受资本市场政策倾斜的龙头券商中信证券、华泰证券；特色化券商中，坚持推荐互联网基因作为护城河、流量优势显著、享受财富管理和两融业务红利的东方财富。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371