日期：2021 年 03 月 09 日

企稳在即　曙光或现

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

分析师：　蔡钧毅
Tel：　021-53686158
E-mail：　caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

初现企稳迹象

节后至今，万德“茅指数”显示，以茅台为首的 41 家行业巨型公司在历时 2 年多大涨 4.5 倍之后，连续 14 个交易日进入调整，幅度和强度较大，自高位回落幅度至今整体最高达 26.3%之幅度。在周二盘初的小型恐慌之后有所回稳，而领先指数创业板指数同期也有约 25%的调整幅度，并开始接近年线附近。目前市场调整和抵抗中波动幅度还较大，市场多空博弈剧烈，预计后续平衡位置形成将有显著的波幅收敛的过程，我们预计多空达成新的平衡和市场逐步企稳将为时不远了。

从创业板局部分析看，据统计，创业板指大跌贡献中，创成长指数为主要推手，而其余的创业板股票中（剔除近半年上市次新股），有 673 只股票节后是上涨的，占比达 79.3%。整个创业板块中，下跌的个股只有 20%左右。在 673 只上涨的股票中，99%以上为中小盘（总市值低于 500 亿元）。其中，市值在 100 亿至 500 之间的股票有 60 家，占比 9%；市值在 100 亿以下的股票有 609 家，占比超 90%。显然 14 个交易日的回调中，市场风格偏离得到了极大的收敛，目前部分优秀的中小市值公司开始逐步有机构加入调研行列。而在周二，近期风格偏强的中证 1000 指数和国证 2000 指数也展开补跌态势，从历史经验看，阶段性强势品种的补跌和弱势品种的回稳将预示 A 股企稳在即。

担忧预期得到较充分释放

从基本面看，市场担忧的美债利率上行和国内经济滞胀迹象在近期助推股市跌势。这些担忧主要源自 2 月 PMI 的生产、新订单、新出口订单、建筑业活动等多项反映经济运行指标出现下滑，有的是连续两个月下滑，而物价指数则处于近几年高位，认为这是经济周期正逐步从复苏转入滞胀的典型特点。同时美国 10 年期购债收益率从年初的 0.9%飙升至 1.44%，中国 10 年期国债收益率也从 3.13%飙升至 3.3%附近，通胀预期十分强烈，债券利率大幅上升，高估值的板块快速杀跌。

而我们认为，在本次大幅下跌中，各种担忧和下跌逻辑正在被市场吸收消化并强力释放风险，各主要指数 2 成以上的跌幅正是对这些因素的叠加释放，而预期释放充分后，短期利率难以快速上行，滞胀逻辑尚不充分等市场反击因素也会聚集和叠加。

我们综合本次调整来看，最近前期机构重仓股调整的比较明显，从资本市场的健康发展的角度出发，部分估值偏高的个股向更加理性的方向回归是正常的事情，市场不需要太过担心。

同时，外围市场波动较大，10 年期美债利率有所攀升，市场产生全球流动性紧缩的担心。本轮 A 股的较大调整与外围市场流动性相对趋紧和美国通胀预期上升直接相关，并不是对国内环境产生变化的担心。

国内经济复苏面临考验，但利依然大于弊

客观的经济看法是，今年前两个月，中国经济运行延续了去年 2 季度以来稳定恢复的态势。从生产指标看，前 2 个月全国统调发电量、铁路装车数同比分别增长 24.2%、16.5%。从需求指标看，今年春节期间零售餐饮消费比去年春节增长 28.7%，比疫情前的 2019 年春节增长了 4.9%。2 月份电影票房创造全球单月单市场票房纪录，春节过后投资项目开复工率、施工企业开工率均高于往年。从景气指标看，2 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 均连续 12 个月在荣枯线之上，表明经济保持扩张态势。

流动性方面，3 月份流动性可能存在季末扰动，但整体货币环境是“收而不紧”，表现是收而不加息，所以资金利率中枢不会显著上抬。3 月利率走势还是按照之前的判断：10 年国债按照 3.35%作为上限。

此外，我们也清醒地看到，我国经济持续稳定恢复仍面临一些风险挑战，世界经济形势严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多。

风险的充分释放为资本市场降压减负

总体来看，目前利率上升的幅度还不是太高，并没有出现经济过热的问题。利率上升的过程当中，有一些传统的周期股价值更加凸显，会出现板块的轮动效应，对资本市场的压力并不大，股市依然会存在较好的赚钱效应。2021 年全球经济和中国经济将持续向好发展，目前利率从低水平向上升，实际上是脱离通缩的风险在向常态化方向走的过程当中。

短期 A 股仍将呈现出震荡趋势，市场持续大幅下跌或持续大幅上涨的可能性较低，更多是结构性机会。市场内部结构将进一步调整，价值与成长龙头股上涨乏力，美债收益率抬升对其偏高估值形成一定压制，但这批老核心资产会初步找到均衡位，从而不再拖累市场；我们依然以价值逻辑精选低估值、顺周期板块、优质中小盘股等，并期望其形成新核心资产群体。

看好四条主线：一是全球经济复苏共振，看好全球定价资源品；二是海外营收占比较高且与美国基建计划密切相关的机械、轻工、基础化工行业，家电行业则有望受益于中美地产销售的高景气；三是电影、餐饮、酒店、航空等板块有望迎来盈利和估值的双重修复。四是优势的低估金融资产等。

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。