新时代证券 New Times Securities

复苏尚未充分 Price In

——策略周报

投资周报

- **由于疫苗接种速度较快，全球经济预期正在经历新的一轮抬升。按照 2020 年中国疫情控制住后，经济复苏的进程来看，未来 1-2 个季度，欧美经济可能会有一次较快的恢复。此外，增量资金和制造业全球市占率提升也将会成为提估值的重要力量。过去半年，虽然周期股龙头涨幅较大，但整体估值只回到了 2016-2017 年的水平，还有继续上行的空间。**
- **（1）复苏的强度还会更强。**全球经济是联动的，2020 年中国和亚洲的经济更快，2021 年很有可能欧美经济会有持续的复苏，从数据上来看，我们认为，欧美经济回升才刚开始。首先，从疫情新增病例数来看，由于疫苗接种速度较快，2 月以来全球疫情出现了非常快速的下行，这一下行还未完全反应到居民出行和企业生产的恢复上。按照中国疫情后经济恢复的进程，疫情数据下行后，欧美经济可能会有两个季度以上的较快回升。
- 近期美国长期国债利率快速回升，而短期利率维持低位，说明央行货币很宽松，同时经济主体对未来经济信心快速增加。这种利率组合非常有利于经济的回升。企业经营回升的过程中，随时可以融到利率较低的资金。
- **（2）复苏是否已经 Price In 了。**另一个存在分歧的地方是，由于有色和化工部分龙头标的涨幅较大，投资者担心经济复苏已经 Price In，甚至可能已经透支了。从估值来看，A 股整体 PB 已经回到了 2016-2017 年的水平，周期股中，有色和化工也回到了 2016-2017 年，钢铁和煤炭离 2016-2017 年还差很远。周期股内部，大部分龙头的估值已经远超 2016-2017 年的水平。
- 我们认为当下的估值还远谈不上兑现充分。影响股市整体估值的主要是经济强度和股市增量资金，2016-2017 年虽然有经济回升，但股市资金格局很差，个人投资者不断离场，机构投资者也受到去杠杆的影响，除了外资以外，大部分资金都有所减少。2020-2021 年，股市面临的资金格局很好，各类权益基金大幅放量，个人投资者直接投资的资金也有回升。所以整体上来看，估值最终可能会比 2016-2017 年高很多。
- 从周期股估值来看，2016-2017 年周期股特有的提升估值的逻辑是供给侧改革，2021 年周期股抬估值的逻辑是龙头壁垒和市占率提升。虽然利润弹性看似没有供给侧改革强，但是由于逻辑更长，龙头市占率的逻辑抬估值的空间可能更大。

  （3）短期策略判断：期待新一轮加速。春节期间，海外经济预期有所抬升，这一进程可能会持续至少一个季度，未来一段时间，节后开工和季报数据大概率会进一步抬升投资者对经济的预期。另一方面，从基金发行和个人投资者开户情况来看，2020 年 1 月以来，出现了较快的回升，按照季节性的规律，春节后大概率还会继续超预期。2020 年 7 月以来，股市上涨速度一直较慢，从 1 月以来，上涨速度有所加快，春节后，我们认为速度可能依然会比较快。
- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

相关报告

《再次上涨的信号是什么》2020-08-02
《调整的时间和空间》2020-07-26
《多头已战略性胜利》2020-07-12
《部分消费可能会突破估值天花板》2020-07-07
《资金将会继续推升股市》2020-06-28
《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21
《增量基金稳定市场热度》2020-06-14
《6 月转乐观》2020-06-07
《外部冲击弱于 2019》2020-03-22
《应对尾部风险》2020-03-22
《市场当下的犹豫》2020-03-22

目 录

1、 策略观点：复苏还未兑现充分.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 全球疫情下降速度越来越快.....3
图 2: 美国长短期利率持续扩大.....3
图 3: A 股整体 PB 已经回升到了 2016-2017 年水平.....4
图 4: 但周期股 PB 整体还未达到 2016-2017 年水平.....4
图 5: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 6: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 8: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 9: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 10: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 11: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 12: 沪股通累计净买入.....8
图 13: 融资余额.....8
图 14: 新发行基金份额.....9
图 15: 基金仓位估算.....9
图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 17: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 18: 长期国债利率.....9
图 19: 各类债券与同期限国债利差.....9

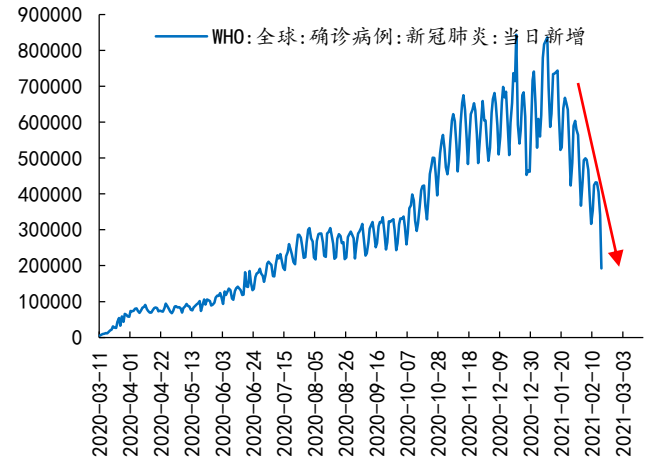
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....5

1、 策略观点：复苏尚未充分 Price In

由于疫苗接种速度较快，全球经济预期正在经历新的一轮抬升。按照 2020 年中国疫情控制住后，经济复苏的进程来看，未来 1-2 个季度，欧美经济可能会有一次较快的恢复。此外，增量资金和制造业全球市占率提升也将会成为提估值的重要力量。过去半年，虽然周期股龙头涨幅较大，但整体估值只回到了 2016-2017 年的水平，还有继续上行的空间。

（1）复苏的强度还会更强。全球经济是联动的，2020 年中国和亚洲的经济更快，2021 年很有可能欧美经济会有持续的复苏，从数据上来看，我们认为，欧美经济回升才刚开始。首先，从疫情新增病例数来看，由于疫苗接种速度较快，2 月以来全球疫情出现了非常快速的下行，这一下行还未完全反应到居民出行和企业生产的恢复上。按照中国疫情后经济恢复的进程，疫情数据下行后，欧美经济可能会有两个季度以上的较快回升。

图1： 全球疫情下降速度越来越快



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美国长短期利率持续扩大

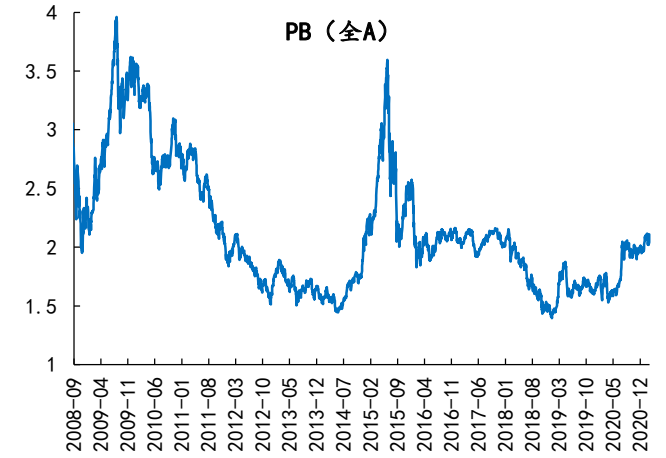


资料来源：Wind，新时代证券研究所

近期美国长期国债利率快速回升，而短期利率维持低位，说明央行货币很宽松，同时经济主体对未来经济信心快速增加。这种利率组合非常有利于经济的回升。企业经营回升的过程中，随时可以融到利率较低的资金。

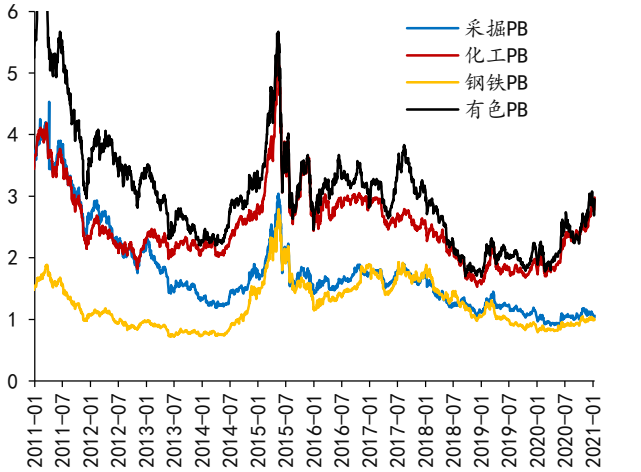
（2）复苏是否已经 Price In 了。另一个存在分歧的地方是，由于有色和化工部分龙头标的涨幅较大，投资者担心经济复苏已经 Price In，甚至可能已经透支了。从估值来看，A 股整体 PB 已经回到了 2016-2017 年的水平，周期股中，有色和化工也回到了 2016-2017 年，钢铁和煤炭离 2016-2017 年还差很远。周期股内部，大部分龙头的估值已经远超 2016-2017 年的水平。

图3： A 股整体 PB 已经回升到了 2016-2017 年水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 但周期股 PB 整体还未达到 2016-2017 年水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为当下的估值还远谈不上兑现充分。影响股市整体估值的主要是经济强度和股市增量资金，2016-2017 年虽然有经济回升，但股市资金格局很差，个人投资者不断离场，机构投资者也受到去杠杆的影响，除了外资以外，大部分资金都有所减少。2020-2021 年，股市面临的资金格局很好，各类权益基金大幅放量，个人投资者直接投资的资金也有回升。所以整体上来看，估值最终可能会比 2016-2017 年高很多。

从周期股估值来看，2016-2017 年周期股特有的提升估值的逻辑是供给侧改革，2021 年周期股抬估值的逻辑是龙头壁垒和市占率提升。虽然利润弹性看似没有供给侧改革强，但是由于逻辑更长，龙头市占率的逻辑抬估值的空间可能更大。

（3）短期策略判断：期待新一轮加速。春节期间，海外经济预期有所抬升，这一进程可能会持续至少一个季度，未来一段时间，节后开工和季报数据大概率会进一步抬升投资者对经济的预期。另一方面，从基金发行和个人投资者开户情况来看，2020 年 1 月以来，出现了较快的回升，按照季节性的规律，春节后大概率还会继续超预期。2020 年 7 月以来，股市上涨速度一直较慢，从 1 月以来，上涨速度有所加快，春节后，我们认为速度可能依然会比较快。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 1 月新增社融和人民币贷款超预期，均创历年同期新高； (2) 春节档影片总票房超 50 亿元，大年初一平均电影票价较 2019 年春节同期上涨了 15%，较 2018 年同期上涨超过 30%； (3) 拜登政府上台后，美国商务部开始对一系列之前发布的决定进行审查。近期美国政府已要求联邦法院暂停 WeChat 及 TikTok 的禁令。 (4) 春节期间外围股市普涨。
利空	(1) 2021 年 1 月全国 CPI 同比下降 0.3%，此前较弱的衣着、耐用品仍未有明显修复，核心 CPI 仍然偏弱； (2) 近期债券出现持续调整。
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 春节后，各行业开工情况； (3) 2021 年 3 月两会。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：利率波动对股市资金的影响已经结束，节后将会再次迎来较多的增量资金，市场的投资机会可能会扩散。建议投资者重点开始下注疫情改善后的投资机会。我们认为，2021 年 Q2 和 Q3，全球经济的热度还会再上一个台阶，周期股的行情依然没有结束，我们建议重点关注有色、化工、新能源车、电子。过去 1 年，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等也可以慢慢开始关注。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	1 月百强房企销售金额同比大幅提升，一线城市需求强劲，当地政府陆续发布调控新政； **通胀预期升温，国际油价创近 13 个月新高，10 年期美债收益率突破 1.2%。**	周期的机会将会持续到 2021 年 Q2。随着年报 1 季报临近和春节后开工，弹性将会越来越强。有色化工自下而上和自上而下的逻辑均较好，重点关注。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	2021 年 1 月全国 CPI 同比下降 0.3%，此前较弱的衣着、耐用品仍未有明显修复，核心 CPI 仍然偏弱。	近期的估值快速抬升后，估值存在阶段性的透支，配置可以适当减少。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	"史上最强春节档上线，5 天总票房超 2019 年。 电影平均票价较 2018 及 2019 年大幅上涨； 1 月乘用车市场零售达到 216.0 万辆，环比下降 5.6%，但同比增长 25.7%； 1 月新能源乘用车零售销量达到 15.8 万辆，同	汽车依然建议重点关注。电影、酒店和航空将逐渐迎来机会。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
		比增长 281.4%，环比 12 月下降 23.9%。"	
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	**12 月国内手机出货量量同比下滑；** 半导体需求旺盛，上游材料及设备涨价、中游晶圆厂及下游封测厂满载，面板等终端产品稳定涨价。	7 月中以来的调整，估值消化较为充分，部分子行业可能会显现出机会，推荐关注电子。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	1 月新增社融和人民币贷款超预期，均创历年同期新高。	银行已经开启了估值修复，券商可能要等 3 月（增量资金更多的时候），房地产由于受到了地产调控的影响，机会被延后了，我们预计 Q2 也会有机会。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

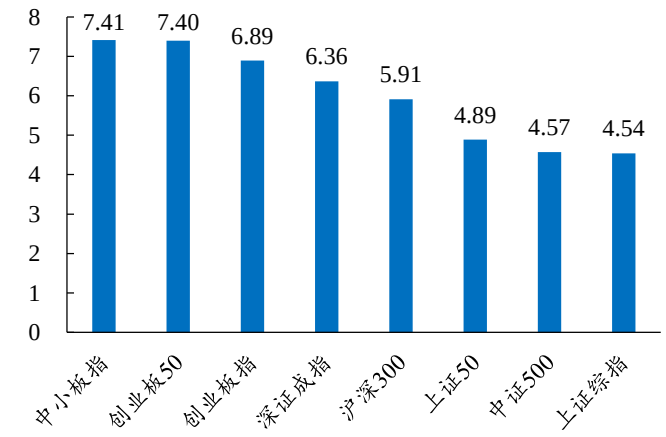
2、 上周市场变化

上周（2021 年 2 月 8 日-2 月 10 日）A 股普涨，其中中小板指（7.41%）领涨。申万一级行业中，有色金属（11.27%）领涨，银行（-0.27%）领跌。概念股中，稀土指数（18.16%）、钛白粉指数（14.34%）和小金属指数（9.19%）领涨，次新股指数（-2.82%）领跌。

上周（2021 年 2 月 8 日-2 月 16 日）全球股市多数上涨，日经 225（5.87%）、恒生指数（4.98%）和上证综指（4.54%）领涨。商品市场中，铁矿石（7.26%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（39.62%）、MSCI china（18.14%） 和 MSCI 新兴市场指数（11.34%）排名较高，而黄金（-4.22%）排名较低。

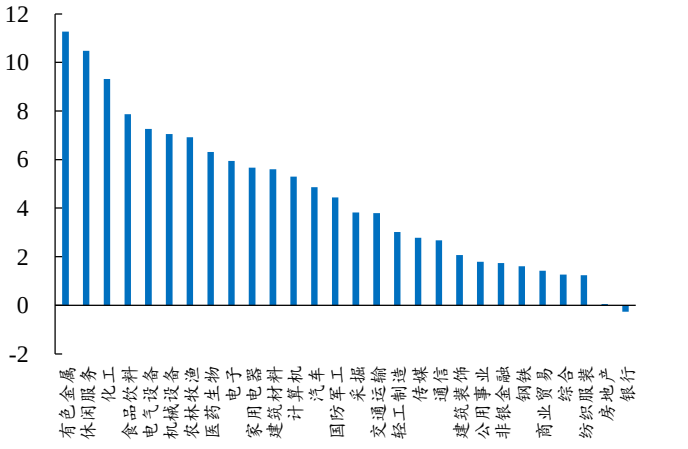
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 87.73 亿元（前值净流入 253.26 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1800 亿元，到期量 2800 亿元。截止 2021 年 2 月 10 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周有所减仓，偏股混合型基金较上周有所加仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



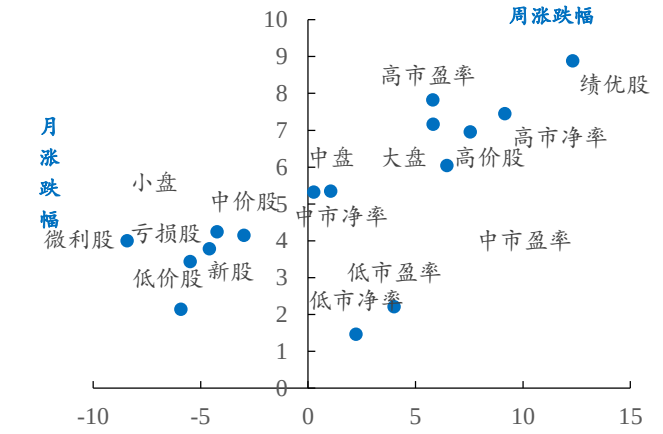
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



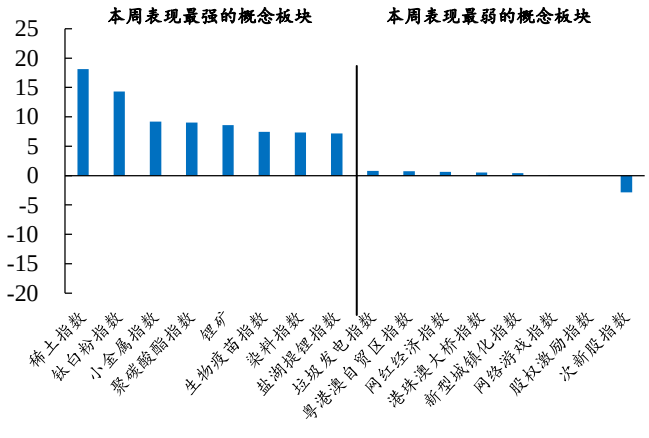
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



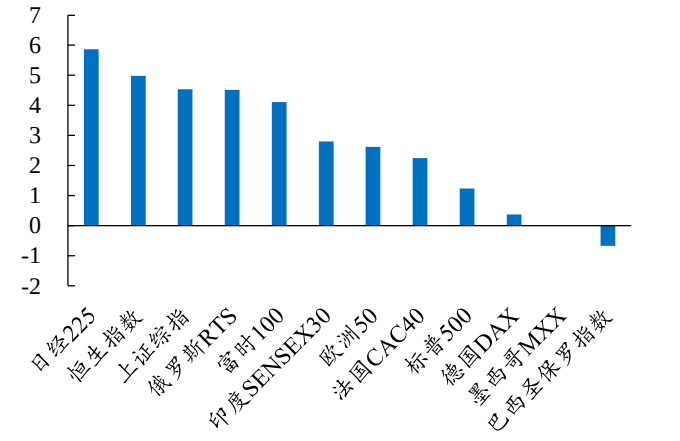
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



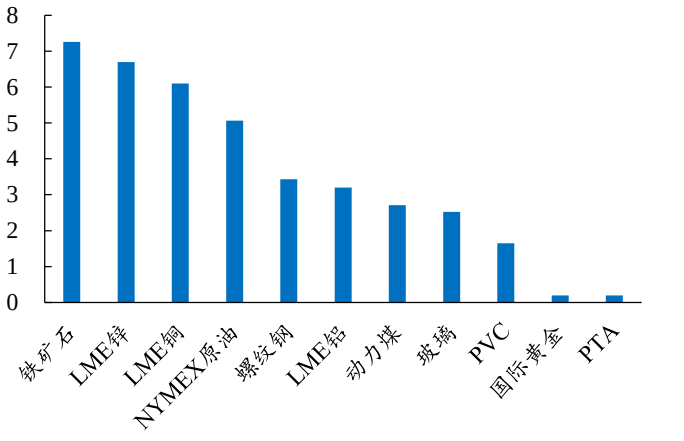
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



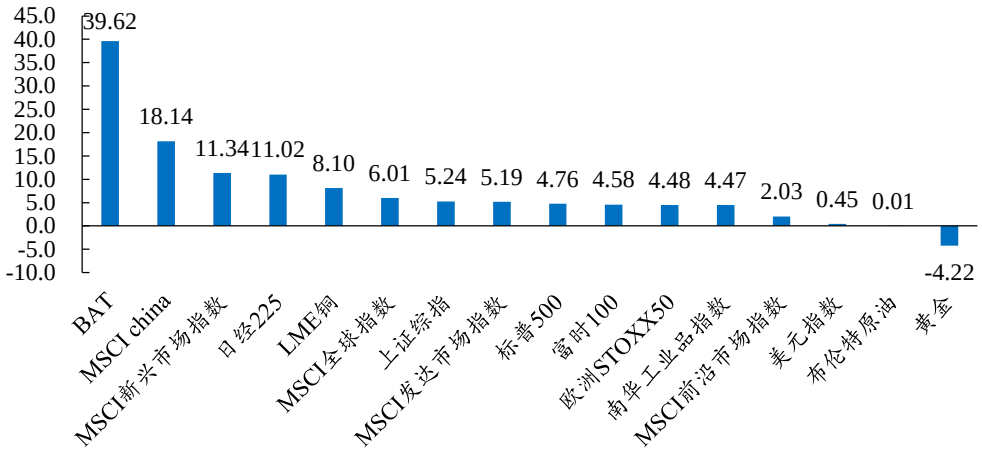
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



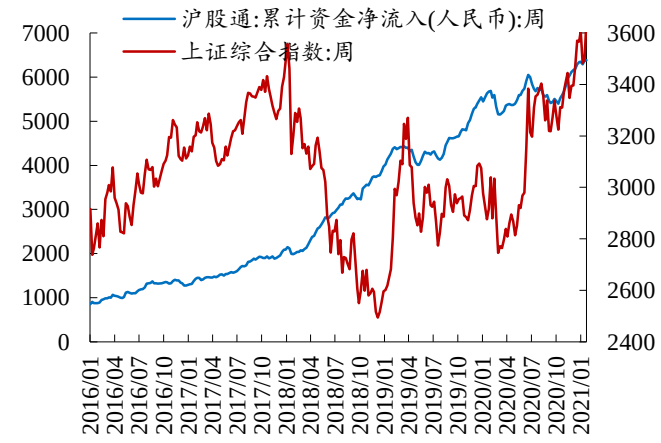
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



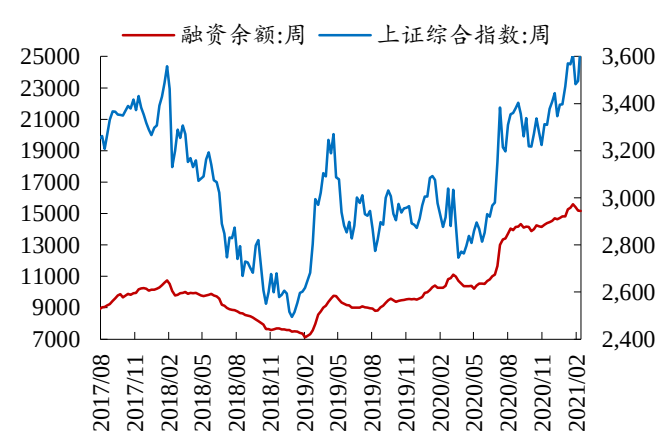
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



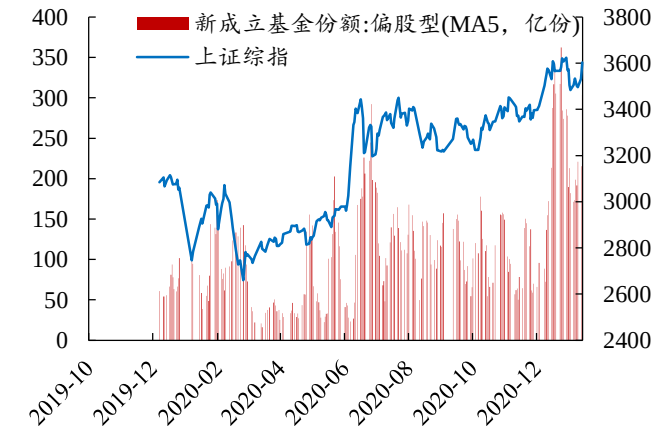
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



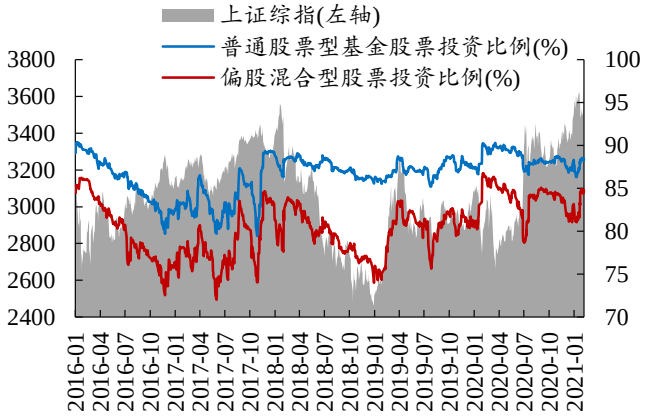
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



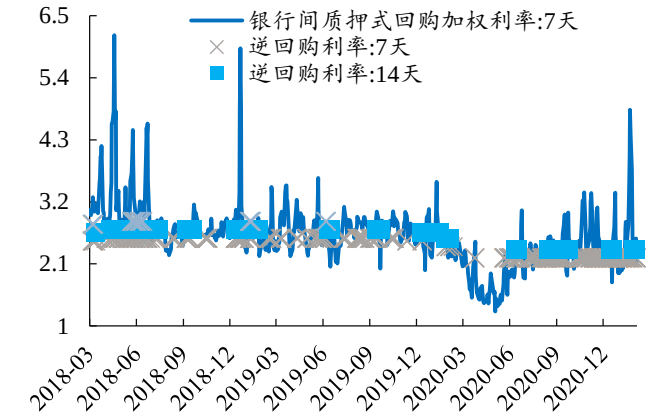
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



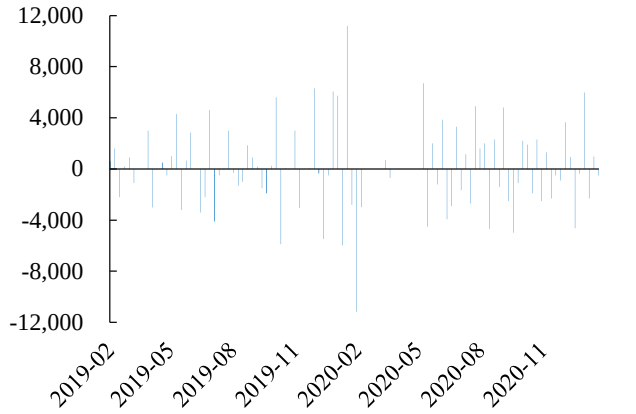
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 银行间拆借利率和公开市场操作



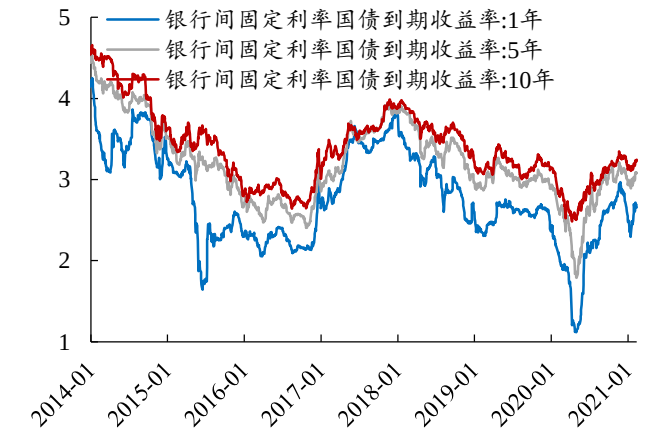
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 央行公开市场和国库定存净投放



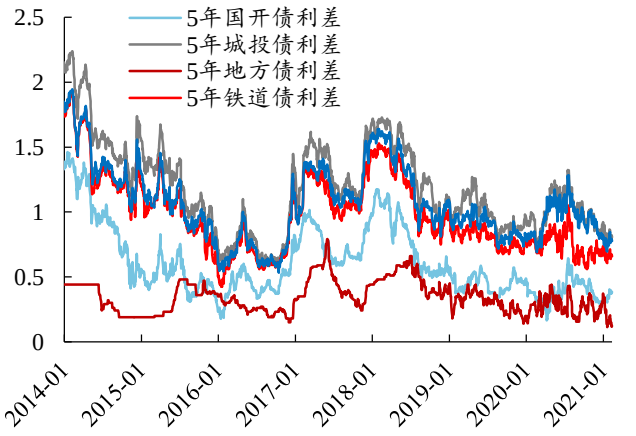
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/