华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

证券研究报告·策略专题报告

2021年2月A股投资策略展望

“节前布局期”

证券分析师：严凯文
公司电话：021-54967584
执业证书编号：S1050516080001
公司邮箱：yankw@cfsc.com.cn

证券分析师：曹瑟川
公司电话：021-54967586
执业证书编号：S1050517070001
公司邮箱：caoxc@cfsc.com.cn

2021年2月3日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

CONTENTS

目录

第一部分 国内经济状况

第二部分 A股整体估值及市场表现

第三部分 A股市场投资建议



核心要点

- 经济复苏斜率开始放缓，由强势复苏转为平稳发展阶段；通胀开始呈现两面性，CPI受猪肉影响高速增长的时期已经过去，核心CPI的低增长在2021年一季度有望得到改善， PPI整体上升的趋势较强，中游企业成本压力或有明显上升。
- 近一月指数中,创业板综表现相对较好，中证500表现相对较差，指数涨多跌少；一月交易量略有上升，较前月上升22.07%；截止1月末，全部A股市盈率（TTM）为23.28倍，在历史的15%分位。
- 目前A股仍处于节前布局期，经济仍处于恢复势头中，工业企业补库存仍有望持续；宏观流动性不会急转，并不用担心会向信用收缩传导；微观流动性维持强劲，虽然此前 A 股核心资产估值-盈利性价比优势消失，但微观流动性充裕支撑了核心蓝筹的估值。
- A股估值溢价转向盈利归真，从历史数据来看，A股 ROE 往往在净利润增速达到顶峰之后的 2-3个季度达到顶点，根据我们判断以 ROE 衡量基本面将于四季度才见顶，因此目前A股趋势性上涨行情并未结束。短期看，我们认为宏观流动性的扰动对市场影响有限，因此春季行情大概率尚未结束，但随着进入年报季，市场驱动的核心力量将由流动性溢价向盈利回归。

风险提示：疫情防控情况不及预期，经济复苏不及预期，内外循环不及预期。

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

第一部分

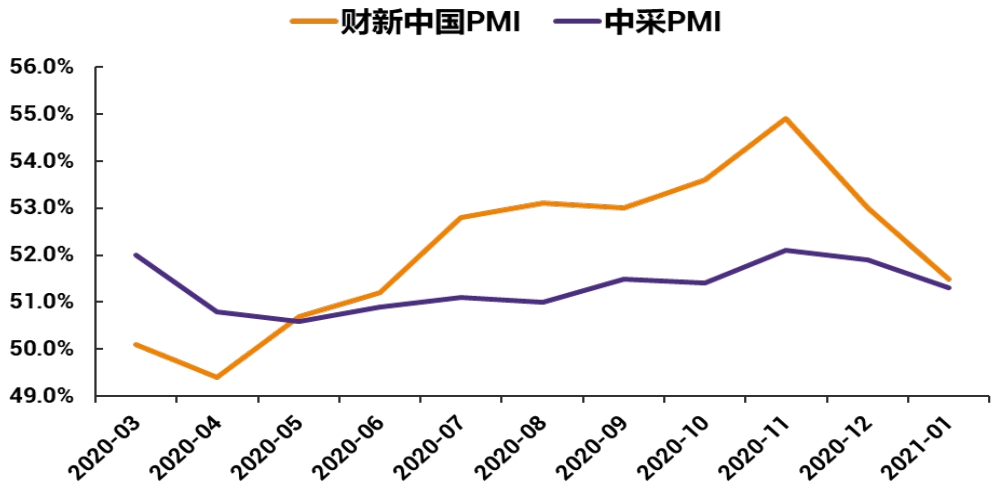
国内经济状况

- 全球资本市场1月运行状况
- 全球经济1月运行状态
- 全球流动性状况

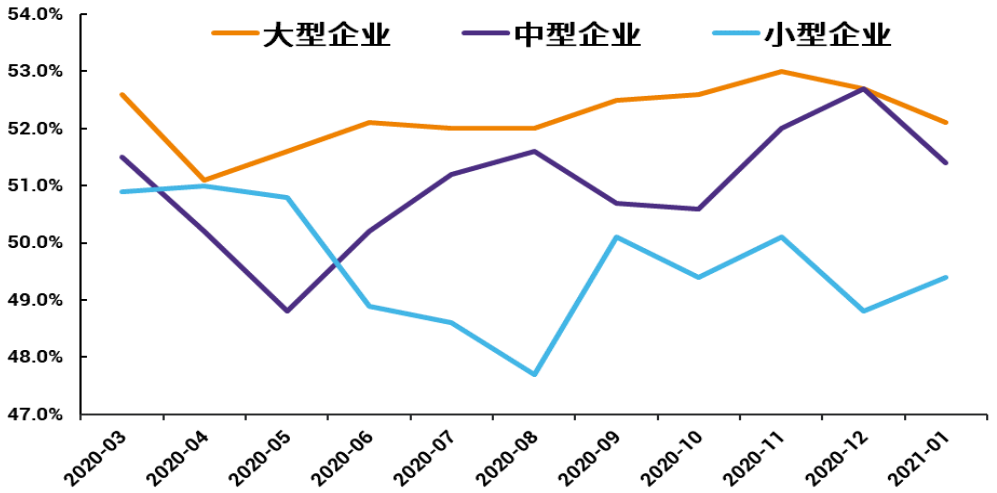
➢ 经济复苏的斜率开始放缓

- 2021年1月中采制造业PMI为51.3%，较12月回落0.6个百分点，而财新PMI更是下降了1.5个百分点。尽管PMI显示经济仍处于扩张周期，但增长的势头第一次有了较大幅度的回落。
- 而分项来看，新订单下降程度更大，进口跌破荣枯线，新出口订单也有明显回落。与此同时，出厂价格及原材料购进价格指数仍处于高位，显示中游对成本压力仍有担忧。
- 此外值得注意的是，按企业规模分类的PMI指数中，小型企业情绪略有缓和，但中型企业回落较为明显，我们认为从PMI角度观察，经济已由强势复苏转为平稳发展阶段。

图表：制造业PMI指数情况



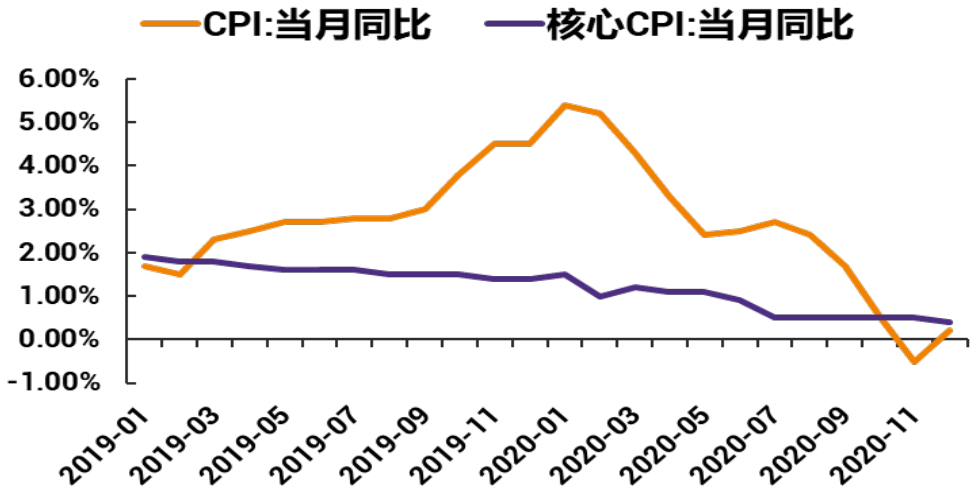
图表：制造业PMI分企业规模指数情况



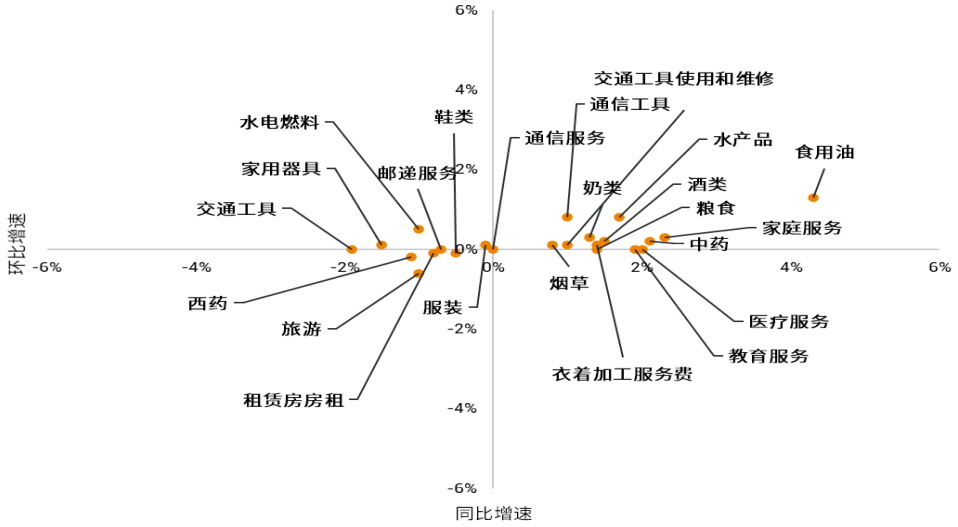
➢ 通胀开始呈现两面性

- CPI受猪肉影响高速增长的时期已经过去，核心CPI的低增长在2021年一季度有望得到改善。
- 无需担忧所谓“猪油共振”，目前成品油价格仍处于低位，且在目前需求端未现明显复苏的背景下，油价上行趋势不强。
- 而生猪存栏量与能繁母猪存栏量已较低位大幅反弹，且预计仍将继续扩张，出栏规模也已恢复正常水平并逐级提升，价格可能在一季度后回落。
- CPI各分项看，12月环比增长的主要受气候及假日因素影响，需求影响较小。

图表：CPI及核心CPI同比增速情况



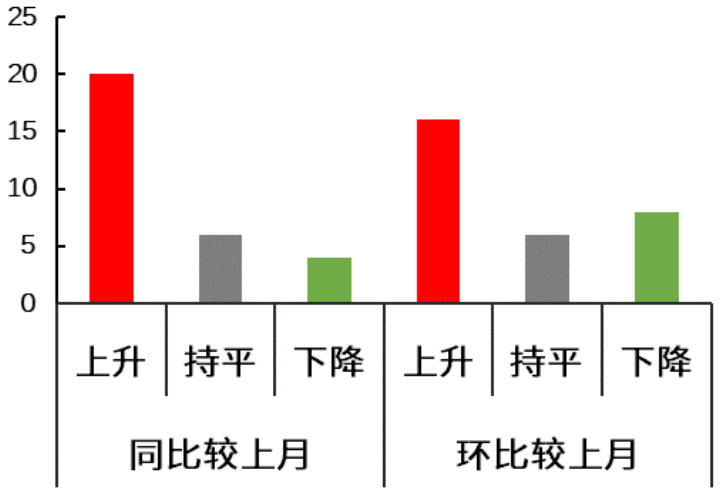
图表：12月CPI各分项同、环比变化情况



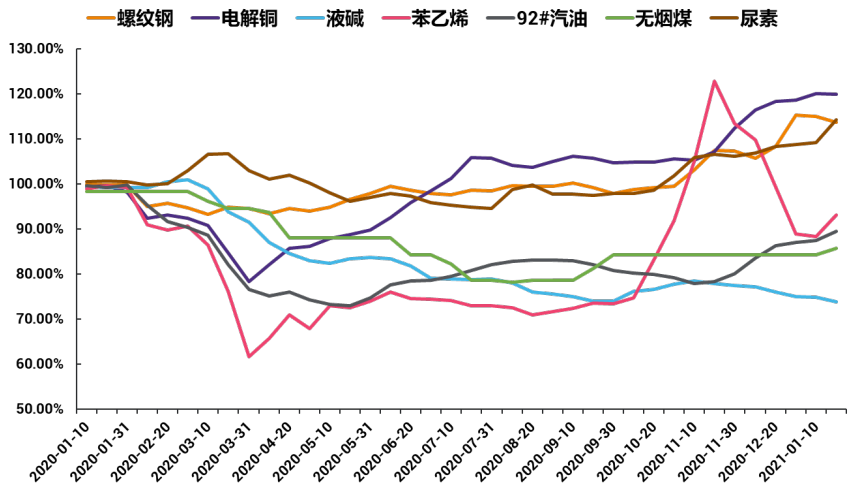
➢ 通胀开始呈现两面性

- 近期由于经济实际复苏及未来良好预期的影响，大宗价格有明显上升趋势，体现在PPI上则是逐月走高。
- PPI的30个行业中，12月同比上升的有20个，环比上升的有16个，PPI整体上升的趋势较强，且大概率PPI在1月同比增速转正。
- 从流通领域重点产品看，电解铜、螺纹钢的价格已较2020年初有明显上升，而能源价格还处于相对低位，化工品价格涨跌不一。趋势上看2021年一季度涨价压力尚可，但进入二季度后，中游企业成本压力或有明显上升。

图表：12月PPI各行业同环比变化情况



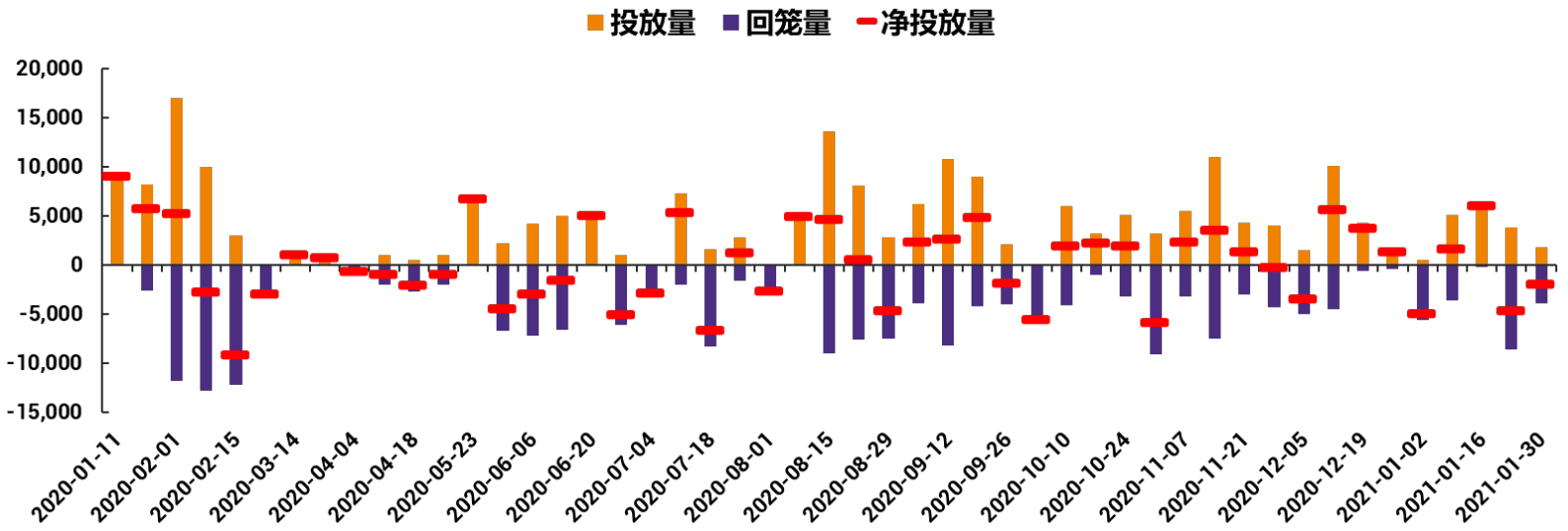
图表：部分工业品价格变化示意图



➢ 流动性边际收紧

- 从央行流动性投放角度观察，2021年1月央行收缩的幅度比较明显，但前期投放的基础货币足以满足市场需求。
- 12月金融数据整体看并不差，信贷规模依旧处于扩张状态，而1月银行信贷量很可能再创新高。真正的考验或在3月来临，大量2020年因疫情发放的贷款可能存在集中到期的情况。
- 央行在2020年上半年投放的流动性，也存在集中到期的现象，在政策不急转弯的背景下，我们认为整体流动性不用过度担忧，但边际收紧是一季度的主旋律。

图表：2020年1月至今央行公开市场操作周度投放情况（万亿元）

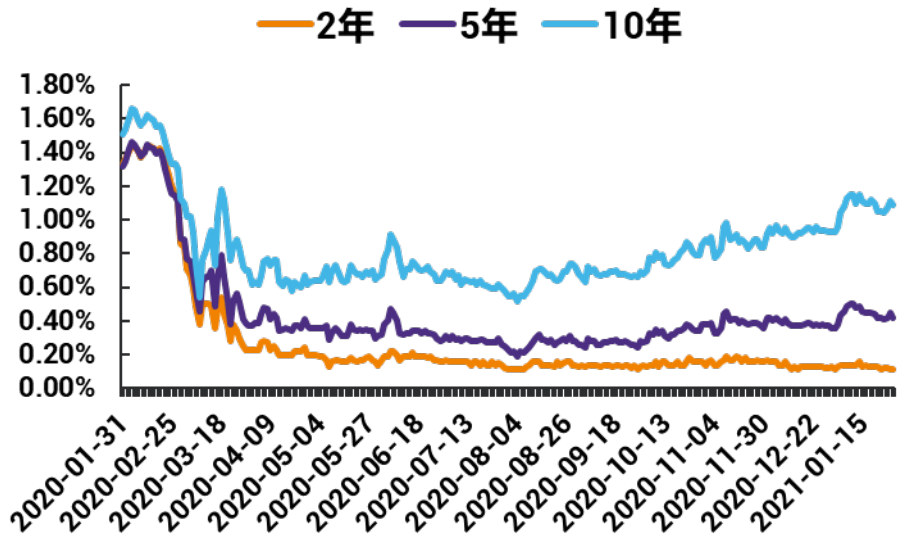


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

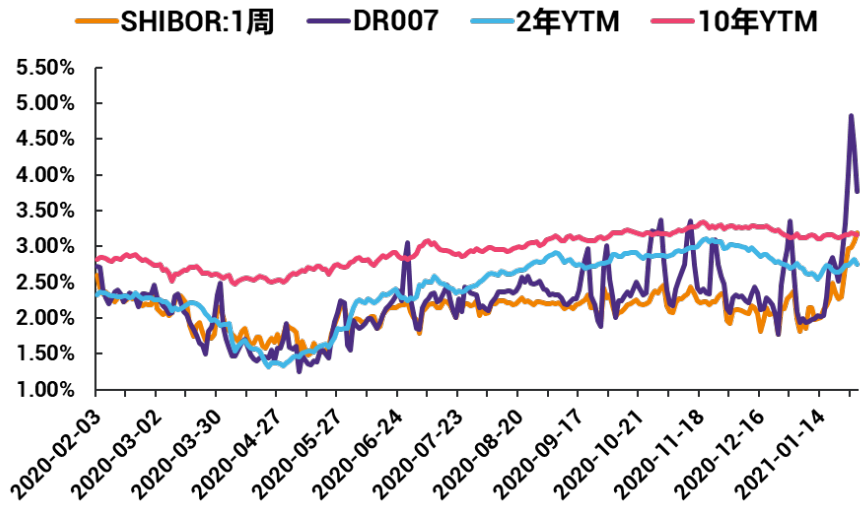
➢ 流动性边际收紧

- 在市场利率方面，我们认为短期内不会出现趋势性的变化，目前对经济的预期已充分反应在利率变化中。但受情绪和短期流动性冲击影响，市场利率价格会有所波动。
- 从海外央行及财政表述看，至少在一季度以美联储、欧洲央行为代表的发达经济体货币当局仍将以宽松为主，而拜登的财政刺激政策也已反应在美债收益率中，美债收益率继续上升的空间不大。
- 中国国债收益率预期将温和回升，但受制于经济复苏程度，预期2021年一季度利率水平仍将在低位徘徊，对市场影响有限。

图表：美债收益率走势



图表：部分市场利率走势



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

第二部分

A股整体估值及市场表现

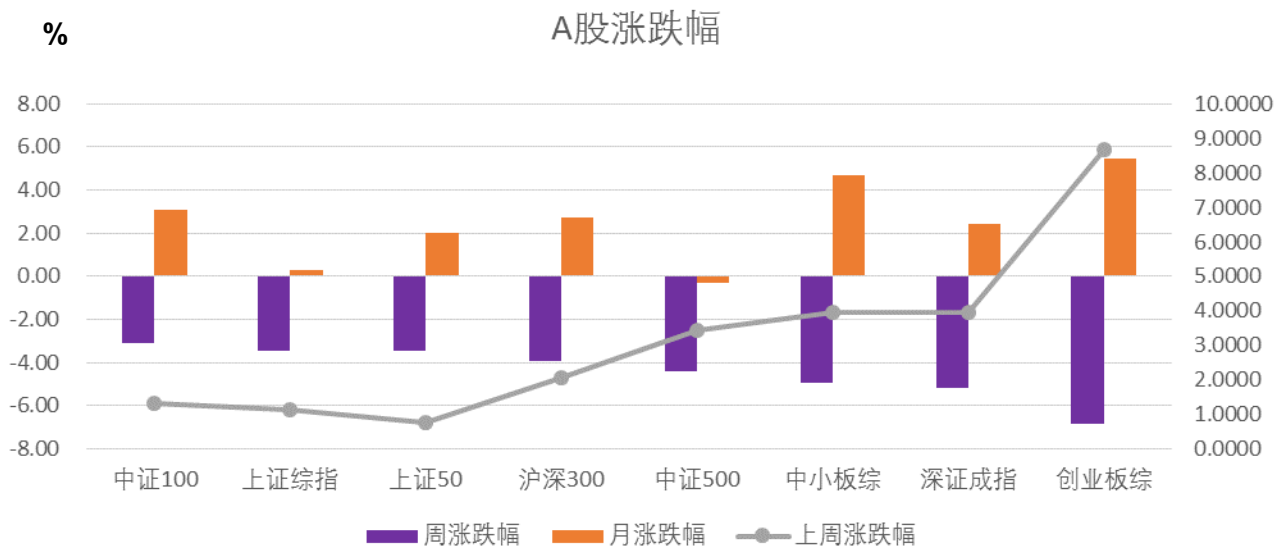
- 1月A股市场整体表现
- 1月A股市场估值变化

➢ A股整体市场表现

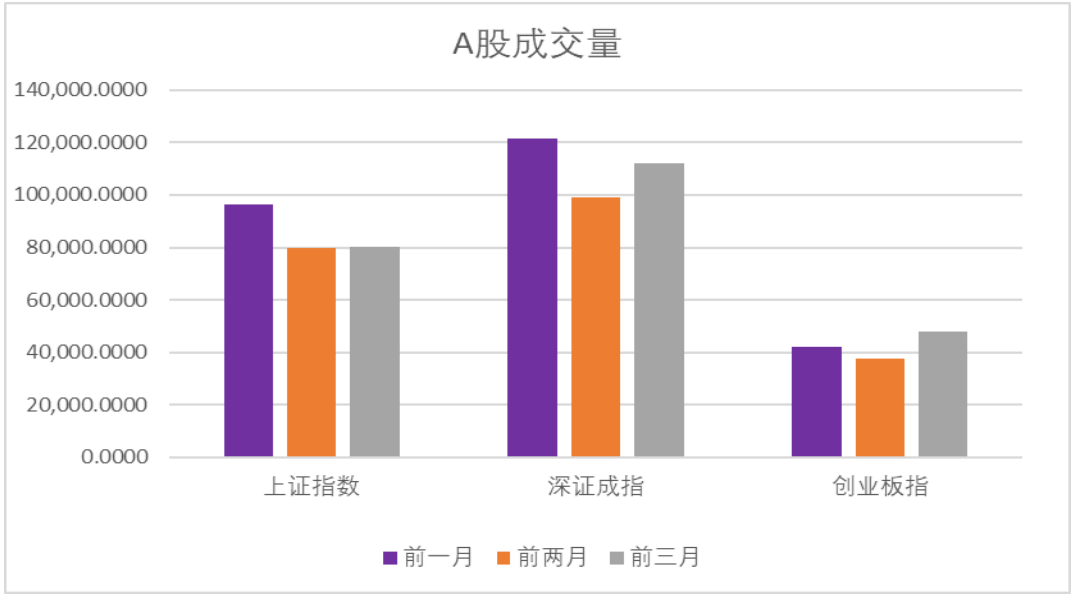
- 近一月指数中,创业板综表现相对较好:5.48%,中证500表现相对较差:-0.32%。上月上证综指上涨了0.28%，上证50上涨了1.99%，沪深300上涨了2.70%，中证100上涨了3.07%，深证成指上涨了2.43%，中小板综上涨了4.69%。

- 上月交易量略有上升，两市总成交额218089.07亿元，较前月上升22.07%。

图：各主要指数上月涨跌幅



图：A股上月总成交量



➢ A股整体市场表现

- 截止1月末，全部A股市盈率（TTM）为23.28，较上月下降了0.02，A股市盈率历史均值为17.93
- 剔除金融类企业后，截止1月末全部A股市盈率（TTM）为38.97，较上月上升了0.02，历史均值为29.10。

图：全部A股PE（TTM）



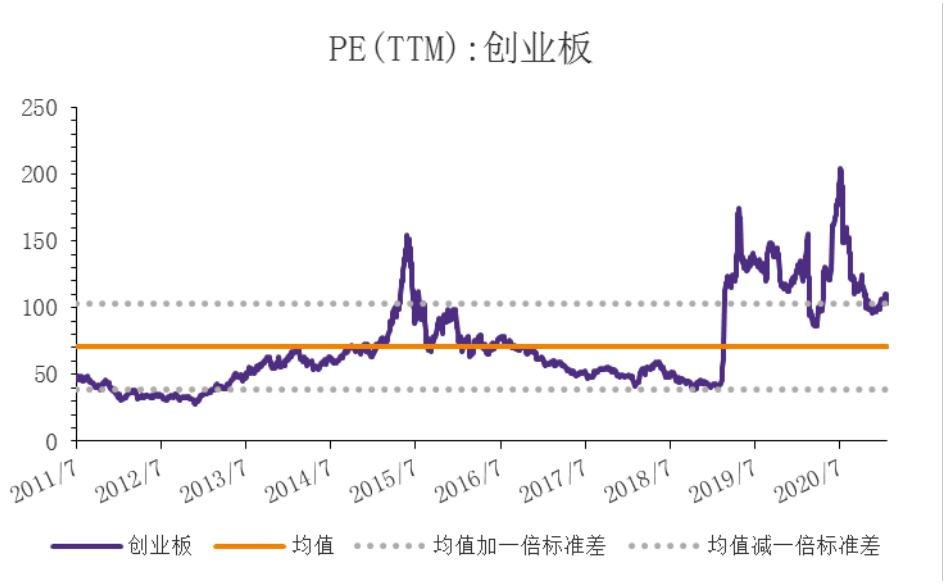
图：全部A股（非金融）PE（TTM）



➢ 创业板及中小板整体估值水平

- 截止1月末，创业板PE（TTM）为103.15，较上月上升了0.44，创业板市盈率历史均值为70.80。
- 截止1月末，中小板PE（TTM）为51.06,较上月上升了0.52，中小板市盈率历史均值为42.59。

图：创业板PE（TTM）



图：中小板PE（TTM）



数据来源：Wind、华鑫证券研发部

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES



第三部分

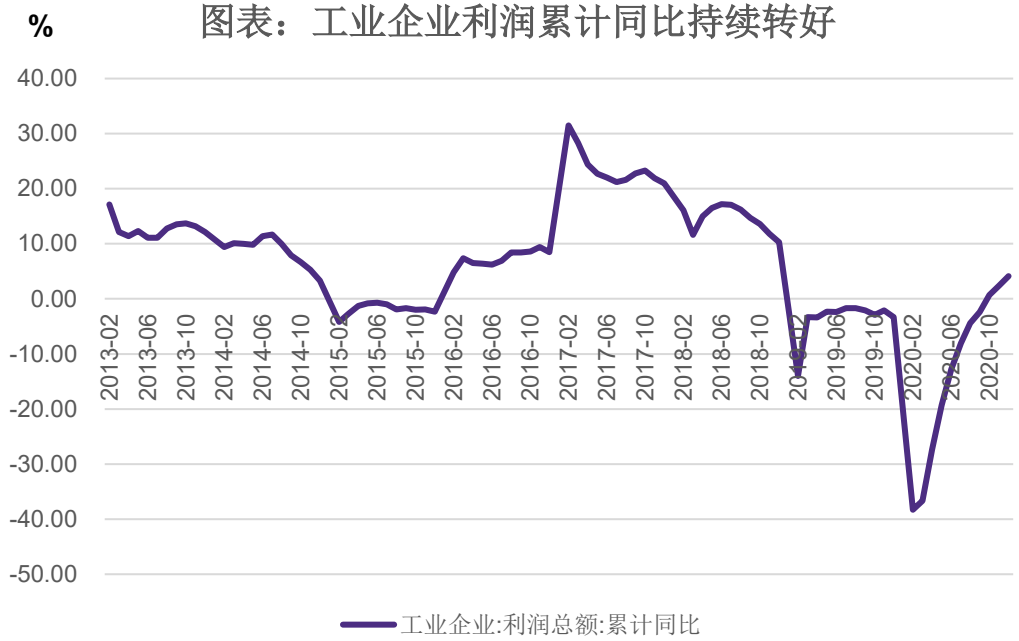
节前布局期

- 宏观经济数据持续转暖
- 宏观流动性不会急转
- 微观流动性维持强劲
- A股估值溢价转向盈利归真

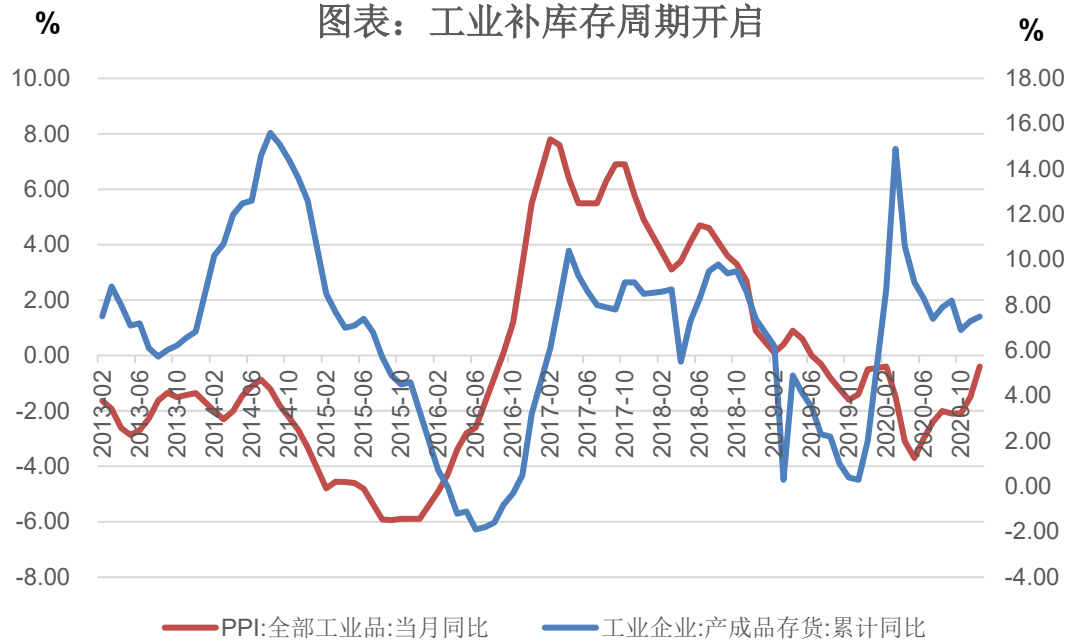
➢ 1. 宏观经济数据持续转暖

- 2020 年全国规模以上工业企业实现利润总额 64516.1 亿元，比上年增长4.1%，增速比 1-11 月份提高 1.7 个百分点。12 月工业企业利润同比增长 20.1%，较 11 月利润增速继续快速回升，工业利润的持续回升，是支撑A股全A利润回升的关键。
- 12 月产成品库存同比增长 7.5%，延续了 11 月补库存的趋势。而PPI由于全球将进入后疫情时代，受益于全球经济的复苏，大宗商品价格仍有望保持坚挺，所以我们认为PPI在未来两个季度大趋势将会向上，此外从历史上来看，PPI 价格的变化领先库存两个月左右时间，意味着工业企业补库存仍有望持续。

图表：工业企业利润累计同比持续转好



图表：工业补库存周期开启

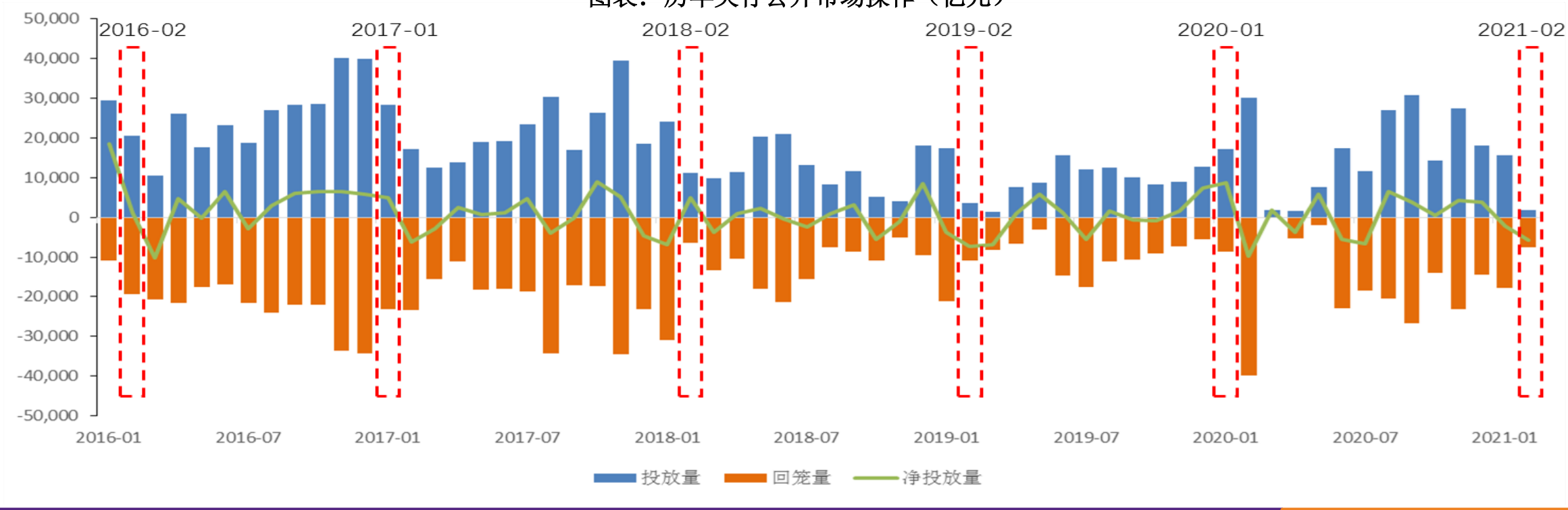


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

➢ 2. 宏观流动性不会急转

- 1月下旬央行对流动性短期调节，并不意味着货币政策的全面转向，由于春节前通常有较强的货币需求，2月可能存在的流动性大量投放，但由于局部的泡沫已经出现，尤其是去年12月以来一线城市房地产市场的再度火热，所以短期一定程度上货币层面的收紧，也属于正常操作，对于投资者而言不必要过分解读，2月以来央行连续大额净投放。
- 同时货币流动性的收缩，并不用担心会向信用收缩传导，从历史经验来看，信用周期收紧前期，货币政策利率也会配合着上升。比如2010Q1-2011Q4，2013Q2-2014Q4，2016Q3-2017Q4。

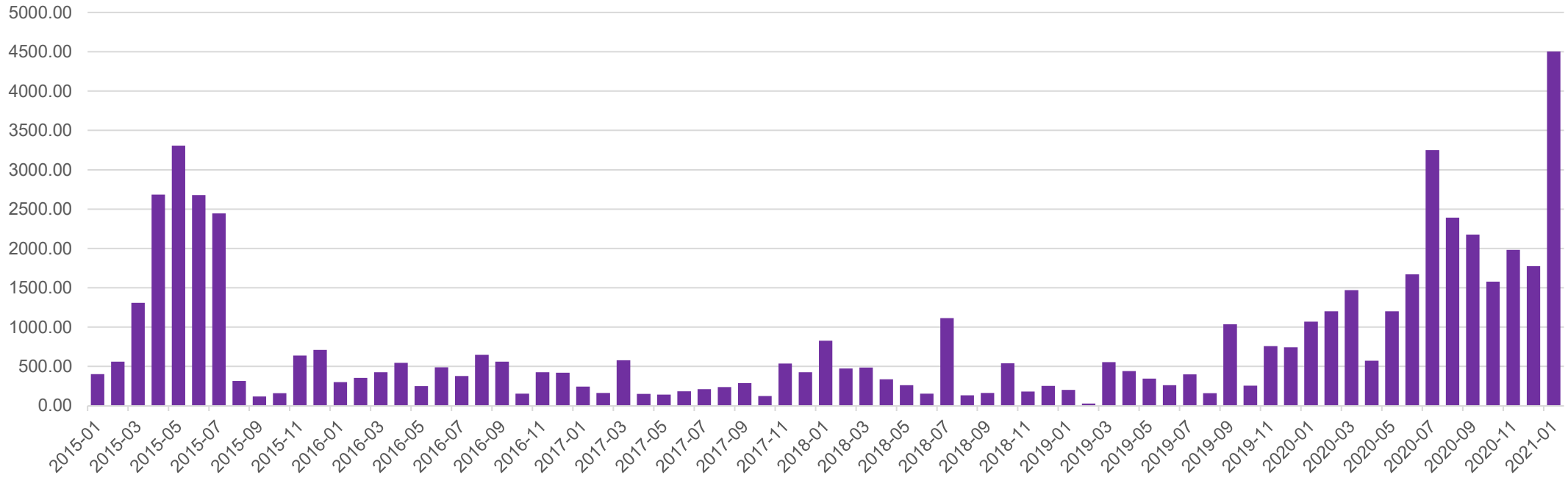
图表：历年央行公开市场操作（亿元）



➢ 3. 微观流动性维持强劲

- 年初以来公募基金的热销为市场微观流动性的改善提供了强有力的支撑，虽然此前 A 股核心资产估值-盈利性价比优势消失，但微观流动性充裕支撑了核心蓝筹的估值，1月份，公募基金合集募集资金规模 4500 亿份，超过 15 年 5 月（3305 亿份）和 20 年 7 月（3410 亿份），单月创历史新高，而微观流动性改善是推动本轮春季行情核心变量，同时我们并不认为 1 月初的公募募集规模是个顶峰，在节后我们认为公募的募集规模仍有望继续攀升，节前调整更是布局机遇。

图表：公募单月募集规模（亿元）

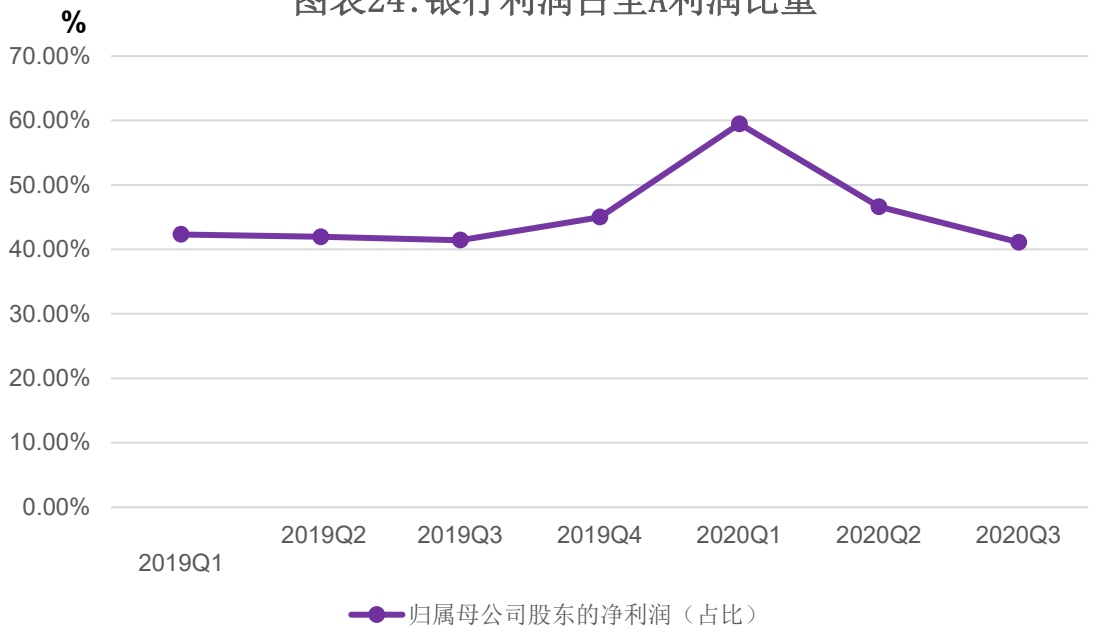


数据来源：Wind、华鑫证券研发部

➢ 4. A股估值溢价转向盈利归真

- 银行业利润占全A利润比重平均超45%。
- 随着 2021 年经济的恢复性增长，银行基本面表现改善，同时国内经济修复好于海外，我们预计 2021Q1 为息差低点，后续息差有望受益于货币政策常态化、个贷占比提升等因素而企稳。同时受益于息差对营收的拖累作用消退，以及拨备计提力度回归常态化，我们预计 2021 年上市银行利润同比增速有望修复至 7.1%。

图表24:银行利润占全A利润比重



图表25：2021年银行业利润增速回归常态



➢ 4.A股估值溢价转向盈利归真

- 从历史数据来看，A股 ROE 往往在净利润增速达到顶峰之后的 2-3个季度达到顶点，即 ROE的上行期相比净利润增速的上行期更长一些。根据我们之前的分析判断，本轮全A盈利增速高点或将在2021Q1出现，也就意味着ROE高点或会2021Q3、Q4。
- 根据我们判断以 ROE 衡量基本面将于四季度才见顶，因此目前A股趋势性上涨行情并未结束。短期看，我们认为宏观流动性的扰动对市场影响有限，因此春季行情大概率尚未结束，但随着进入年报季，市场驱动的核心力量将由流动性溢价向盈利回归。

图表26：2021年ROE的改善将依赖于总资产周转率和销售净利润率的提升

日期	销售净利润率（TTM）	总资产周转率（TTM）	财务杠杆	ROE（TTM）
2018/12/31	5.0%	62.6%	254.6%	8.0%
2019/3/31	4.9%	62.0%	255.2%	7.8%
2019/6/30	4.8%	62.0%	259.0%	7.7%
2019/9/30	4.8%	61.3%	257.2%	7.5%
2019/12/31	4.7%	61.6%	255.9%	7.4%
2020/3/31	4.2%	58.9%	254.9%	6.2%
2020/6/30	4.2%	56.8%	259.6%	6.3%
2020/9/30	4.6%	57.1%	255.0%	6.7%

数据来源：Wind、华鑫证券研发部

分析师简介

严凯文：**2013**年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：市场策略研究。

曹懋川：**2015**年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：宏观、策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司　研究发展部　地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号　邮编：200030

电话：（+86 21）64339000　　网址：http://www.cfsc.com.cn