信义山证 汇通天下

山证策略·2月观点

2月指数呈震荡走势，主线题材优势明显

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）

梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）

李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：

翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/月度报告

投资要点

宏观

- 供给端同比增速提升，需求端拉动经济数据上行，2月供给向好格局不变。
- 消费信心、就业率、出口向好，2月需求回暖速度维持高位。
- 2月货币政策处于逐渐回归正常化进程中，月底净回笼主要是上周应对缴税的投放到期续作不及预期。

2月策略

- 经济复苏韧性较强，货币流动相较一月或有所改善。
- 1月快速上涨市场整体格局和7月初类似，参考7月份以后走势，2月市场呈箱体震荡格局。
- A股目前处在估值合理区间上沿，成交量中枢保持在万亿之上，短期波动率较大，机构抱团主线龙头格局稳固，可适当拉长投资周期，等待预期抬升。
- 去年公募基金规模快速攀升，公募基金申购火爆。2月资金流入将持续走高，龙头配置价值明显。

行业配置：重点关注光伏、有色、传媒、医药

- 高业绩增长确定性：光伏。
- 顺周期高预期板块：有色
- 长期优质赛道：医药、光伏、TMT、新基建
- 下行风险较小，可适当配置：金融、影视

风险提示：疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期、中美摩擦再度升级、政策力度不达预期

市场回顾

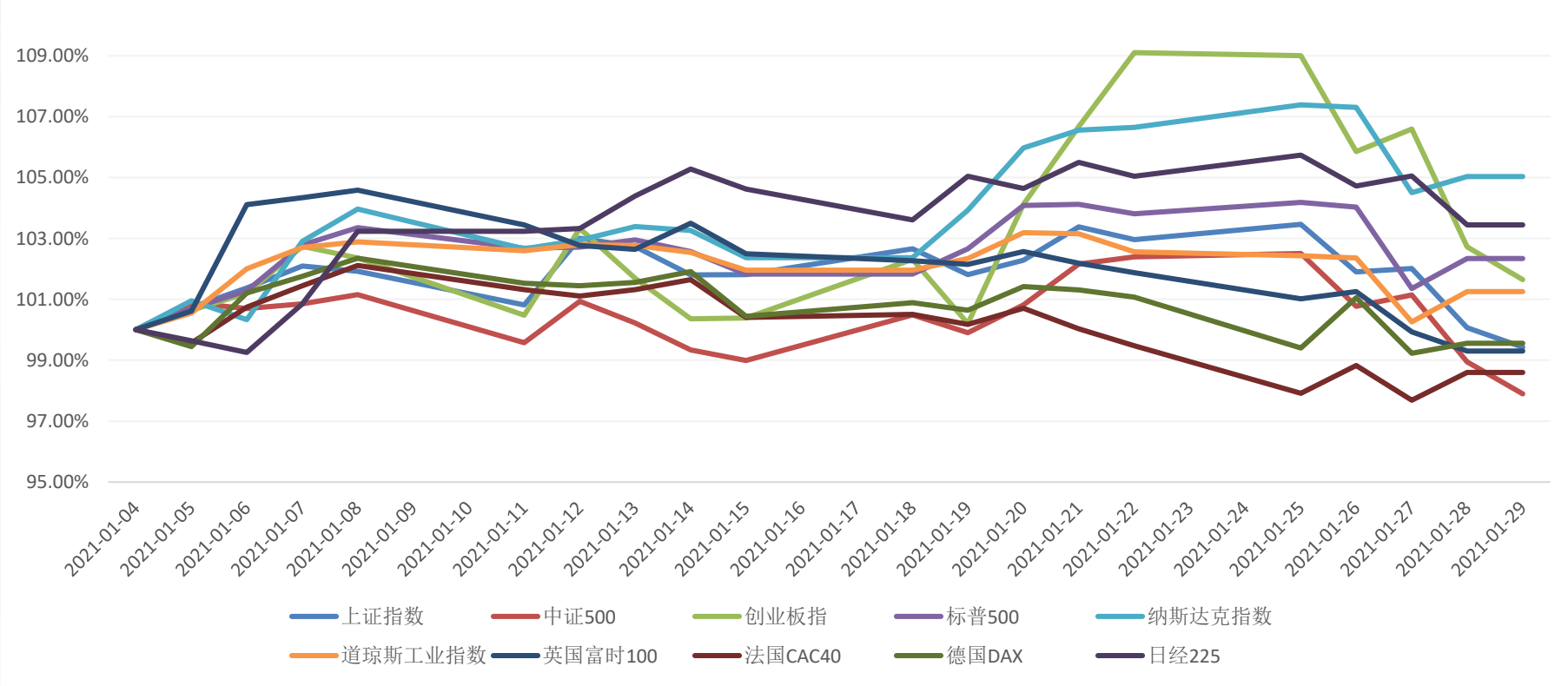
宏观分析&展望

策略建议

今年以来中国A股收益率领先全球

- 今年以来上证指数收益在全球市场处于领先，创业板指月末冲高回落，处于中位水平。
- 中长期来看，当前在全球疫情尚不明朗的背景下我们继续看好A股的相对优势。

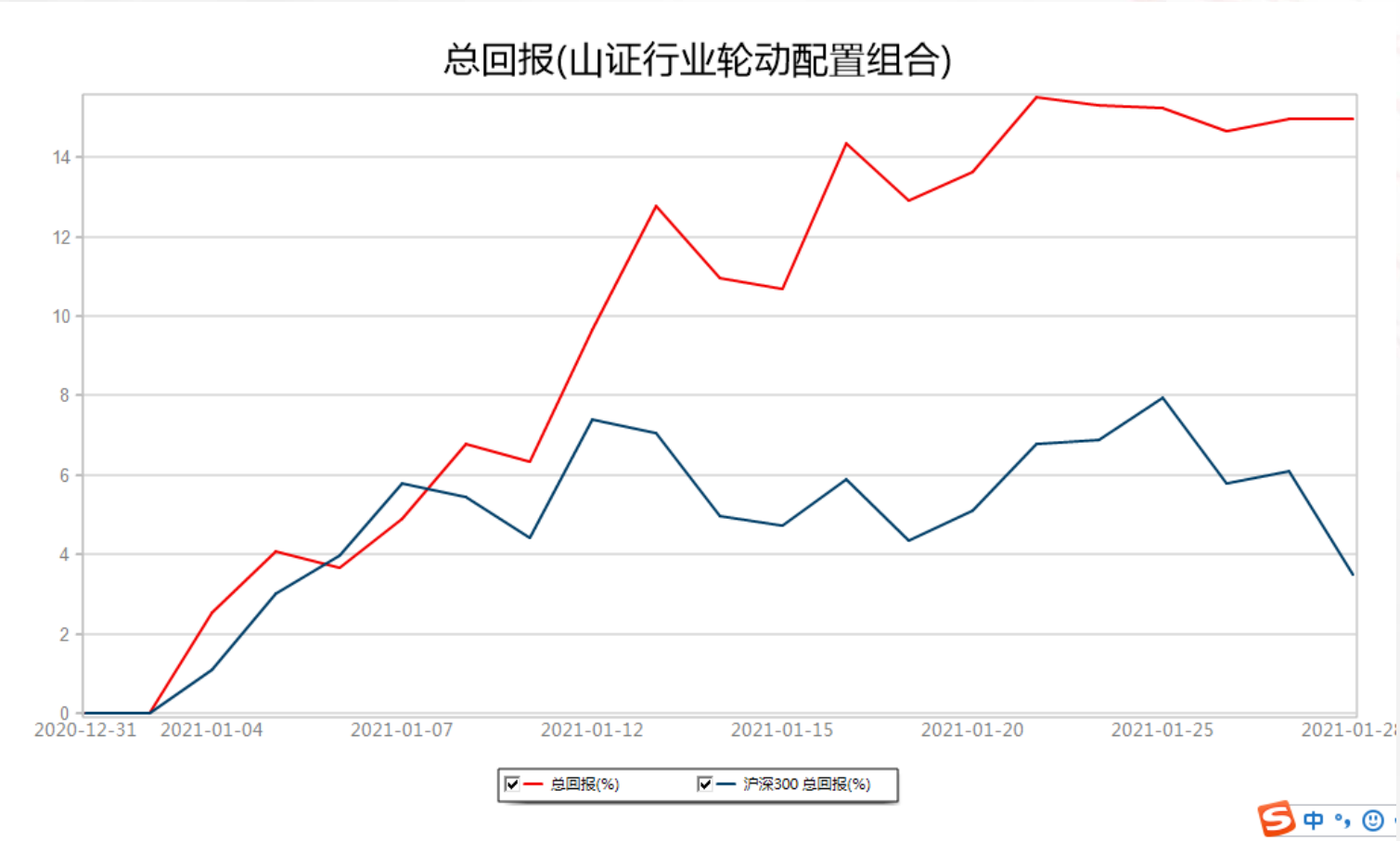
今年以来主要指数走势



数据来源：山西证券、wind

策略表现

- 今年以来，组合表现良好，截止1月28日绝对收益13.5%，相对沪深300超额10.03%。配置策略为板块轮动择时策略，一月主要板块金融、有色、电子、计算机、航运、化工。其中银行、有色、化工表现较好。

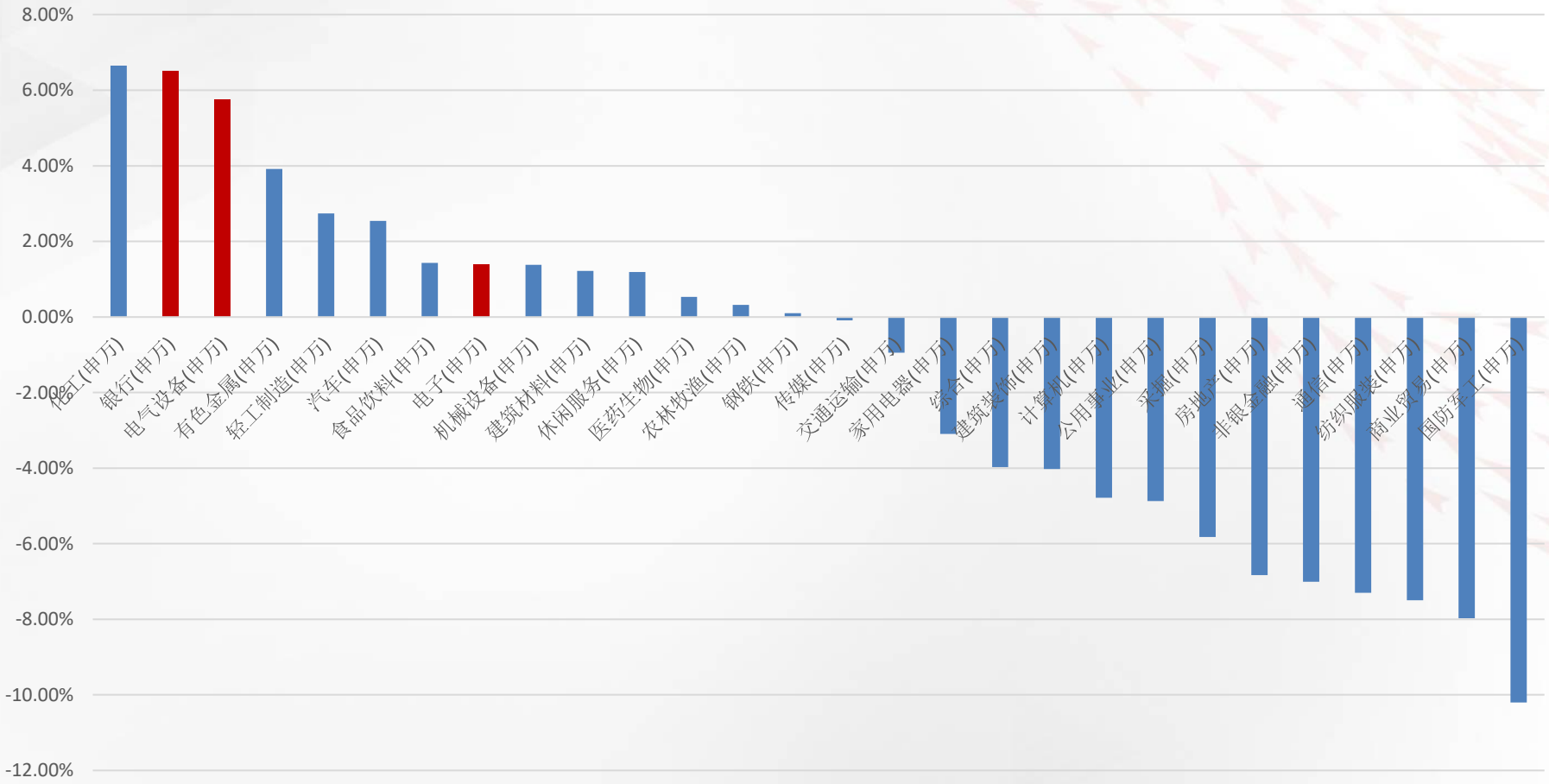


绝对回报:	13.50%
相对回报:	10.03%
本周回报:	-1.59%
本月回报:	13.50%
本季回报:	13.50%
本年回报:	13.50%
年化收益率:	418.51%
Alpha:	367.11%
Beta:	0.92
Sharpe:	17.16
日胜率:	50.00%
周胜率:	60.00%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-1.85%
最大连续上涨天数:	2
最大连续下跌天数:	3

数据来源：山西证券、wind

一月份行业板块表现（截至1月29日）

- 1月以来申万行业涨跌分化较大。成长和消费反弹
- 上个月我们重点推荐的有色、金融、电子1月4日至1月29日涨幅分别为3.91%、2.62%、1.38%

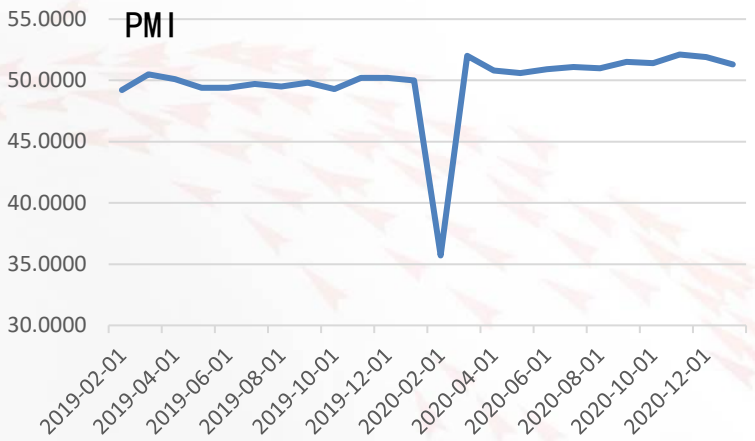


数据来源：WIND、山西证券研究所

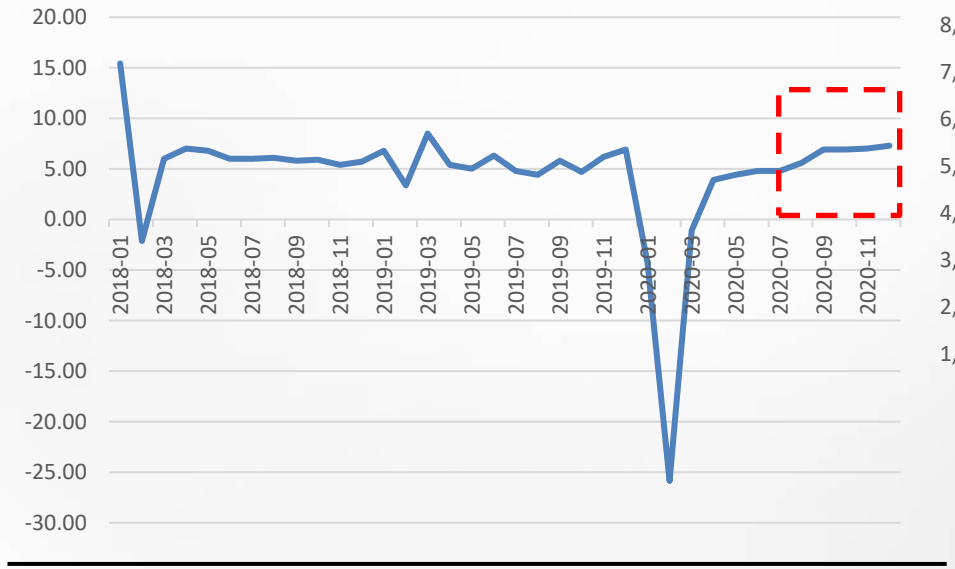
市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

供给端：产能同比数据向好

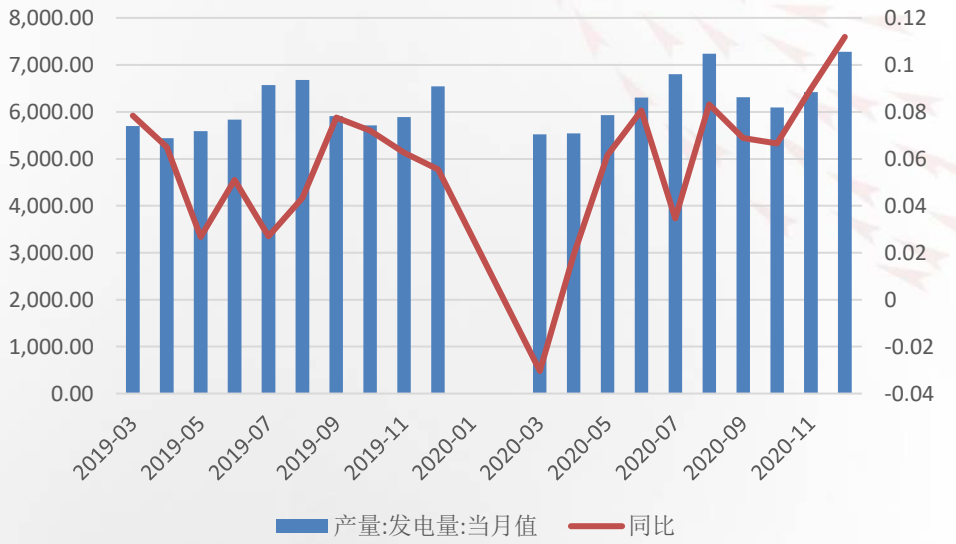
- 供给端工业增加值在去年8月和9月同比数据抬升之后，第四季度该指标维持高位。由于基数效应，**预计今年1、2月份工业增加值同比大幅上升。**
- 去年第四季度发电量同比上扬，需求拉动明显，供给端景气度较高。
- 1月份PMI指数在50之上。



工业增加值稳中有升



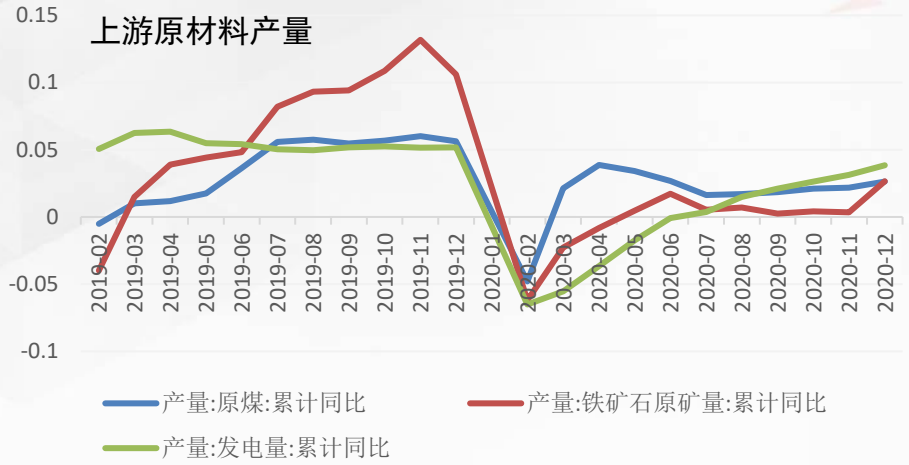
月发电量

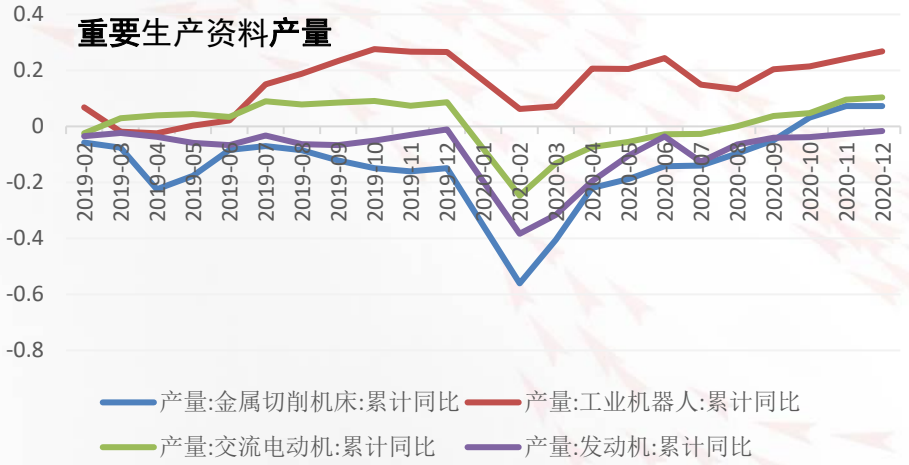


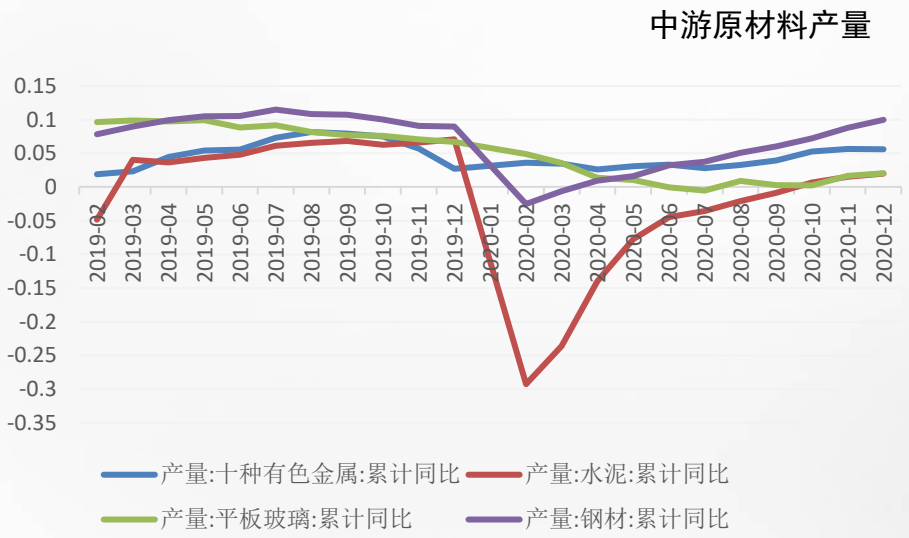
数据来源：WIND、山西证券研究所

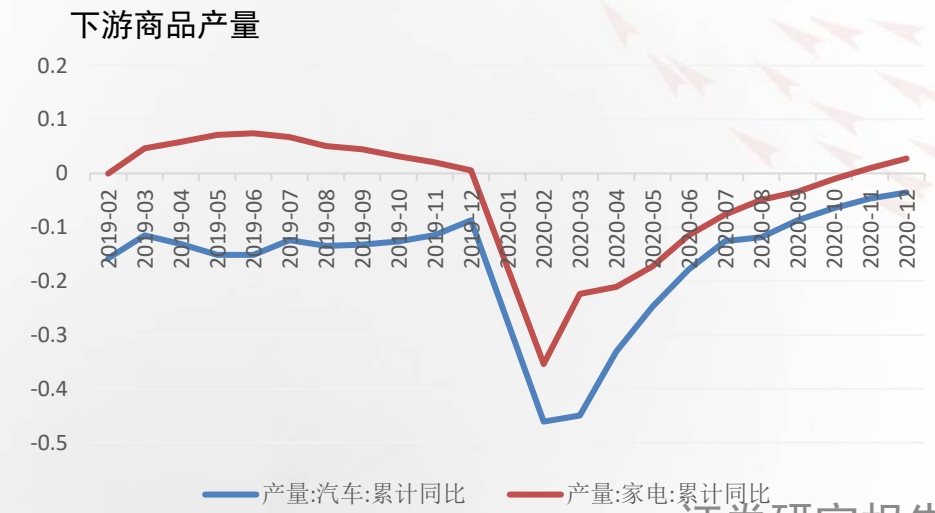
供给端：下游需求拉动产业链产能回升

- 供给端上中下游累计同比数据在去年第四季度上翘，下游可选消费需求如家电、汽车等已经传导至上中游，生产资料、原材料产量同比持续走高，铁矿石、钢材需求拉动持续，**2月制造业相关的将持续向好。**









数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：在疫情不变的情况下，社零仍有恢复空间

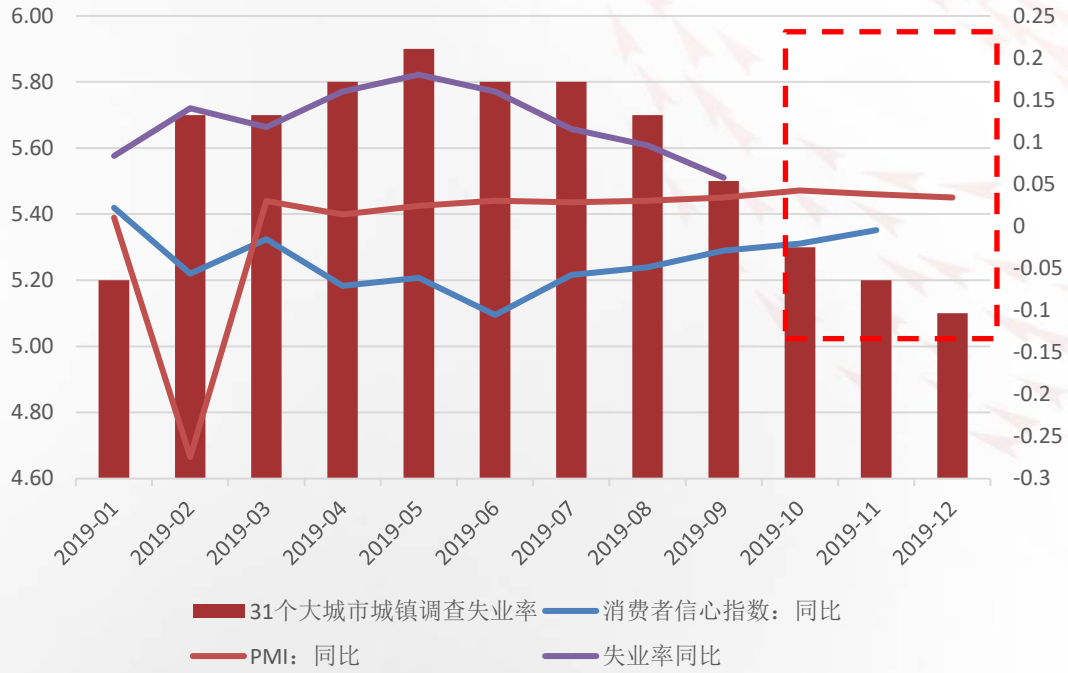
- 从最新社零数据来看，12月同比数据有所下降，主要原因是全国出现少量疫情反复，该现象就目前来看相对可控，或将一定程度的拉长社零同比数据的复苏周期。

- 通过分析失业数据与消费者信心等先行指标，我们去年11月份的失业率下降预测兑现，作为先行指标，未来消费者信心回升基本确定，从而带动消费需求回升。未来失业率进一步下降的空间的空间较低，**刨除基数效应外，我们预测2月社零同比有望继续上升。**

社零同比



消费需求先行指标

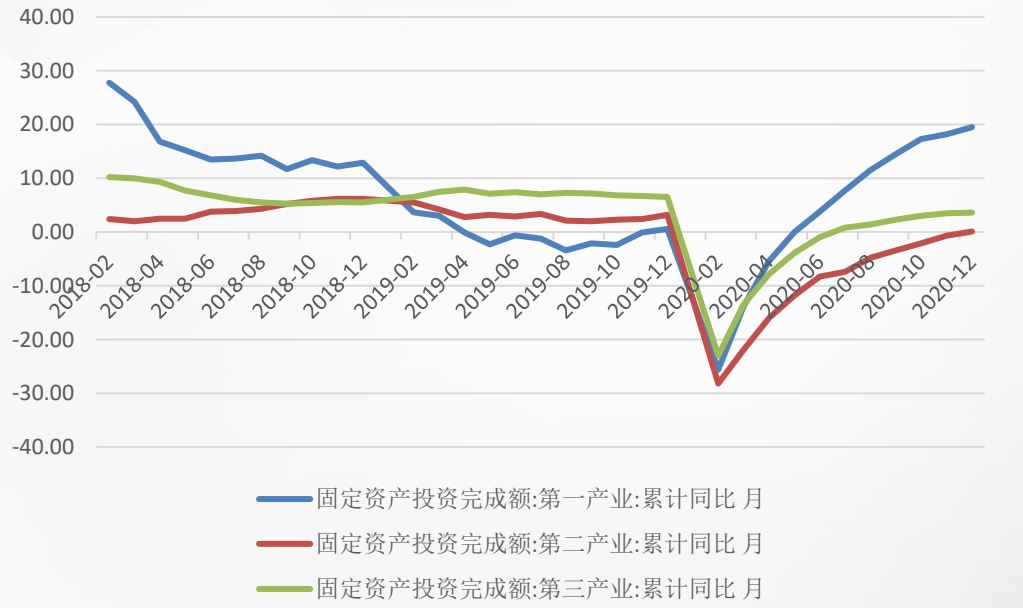


数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：投资持续较高速度回升

- 投资整体保持较高速度回升
- 第一产业投资由于基数效应回升速度快于第二、三产业，11月份我们预计的第二产业投资增速上升实现。在政策的引导下未来新基建和第三产业或为主要发力点，基站和数据中心新建速度保持稳步增长。第三产业投资由于冬季疫情原因，恢复有所放缓，未来待国内疫情恢复，该指标有望再度上升。
- 近期上海、深圳、杭州等多个热点城市出台楼市调控政策，土地市场持续降温，房地产投资有一定韧性，但稳中有降。

一二三产业投资累计同比



房地产投资



数据来源：WIND、山西证券研究所

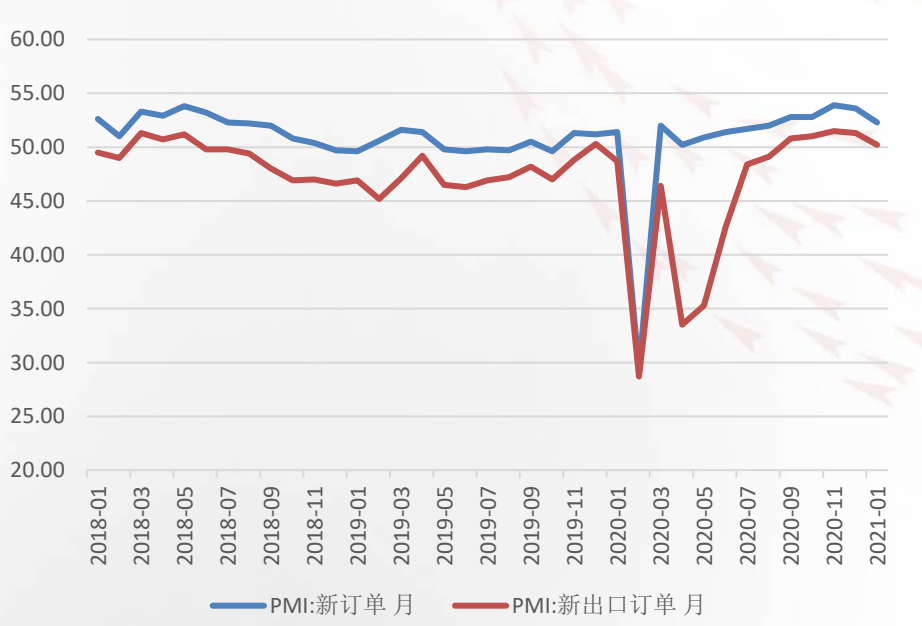
需求端：出口相对乐观

- 从数据上来看，出口金额呈震荡向上走势，年底两月同比继续上升，创近两年新高。去年下半年进口金额震荡上行，未来刨除基数效应同比数据将保持稳定。
- 海外疫情依旧严峻，二次反弹严重，海外产能下降带来的需求缺口替代效应依旧显著。
- 出口订单PMI指数维持高位，多因素维持高景气，**预计2月出口保持相对乐观。**

进出口金额



PMI订单与出口订单



数据来源：WIND、山西证券研究所

需求端：出口相对乐观

- **出口产业结构变化不大：**去年年底，多种产品出口大幅上升。我们预计，防疫物资出口短期依旧有较强韧性，另外，劳动密集型商品与工业半成品出口同比继续维持高位。
- 全年整体对外出口保持高位，在中国冬季疫情反复基本可控的背景下，**我们对2月出口维持乐观判断。**

出口金额同比



进口		
12月同比	6.50% ↑	
12月值	2037.54亿美元	

出口		
12月同比	18.10% ↑	
12月值	2819.28亿美元	

金额		数量
钢材	12月同比	-1.40% ↓
	12月值	140626.90万美元
铁矿砂及其精矿	12月同比	29.80% ↑
	12月值	1174266.40万美元
未锻造的铜(包括铜合金)	12月同比	14.20% ↑
	12月值	276028.00万美元
原油	12月同比	-43.80% ↓
	12月值	1245363.80万美元
成品油	12月同比	-49.10% ↓
	12月值	94557.20万美元
初级形状的塑料	12月同比	8.20% ↑
	12月值	506095.60万美元
汽车和汽车底盘	12月同比	56.61% ↑
	12月值	6156190.00千美元

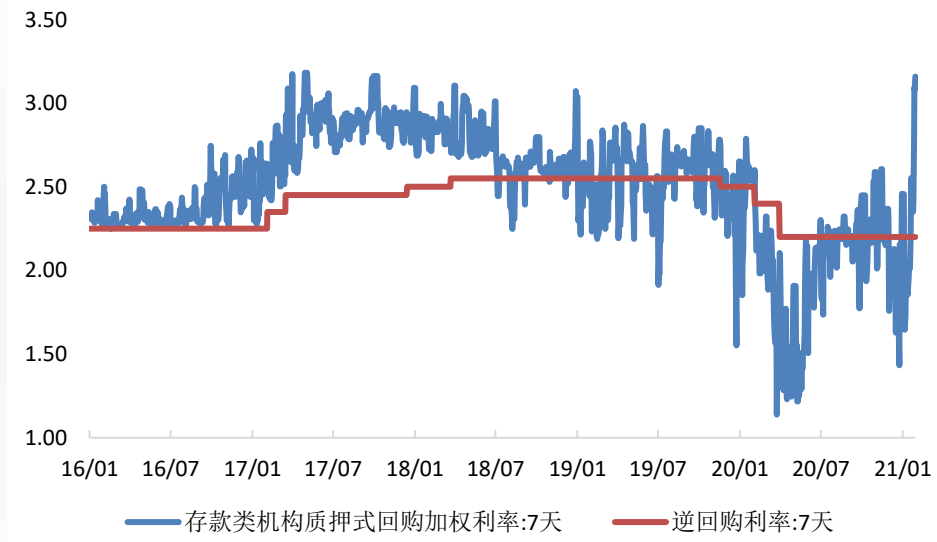
金额		数量
玩具	12月同比	31.50% ↑
	12月值	338115.80万美元
鞋类	12月同比	11.20% ↑
	12月值	486331.60万美元
纺织纱线、织物及制品	12月同比	11.67% ↑
	12月值	1229090.00万美元
箱包及类似容器	12月同比	-16.60% ↓
	12月值	235167.70万美元
服装及衣着附件	12月同比	2.80% ↑
	12月值	1391000.80万美元
家具及其零件	12月同比	31.00% ↑
	12月值	744576.80万美元
高新技术产品	12月同比	26.60% ↑
	12月值	85552805.00千美元

数据来源：山西证券、wind、iFund

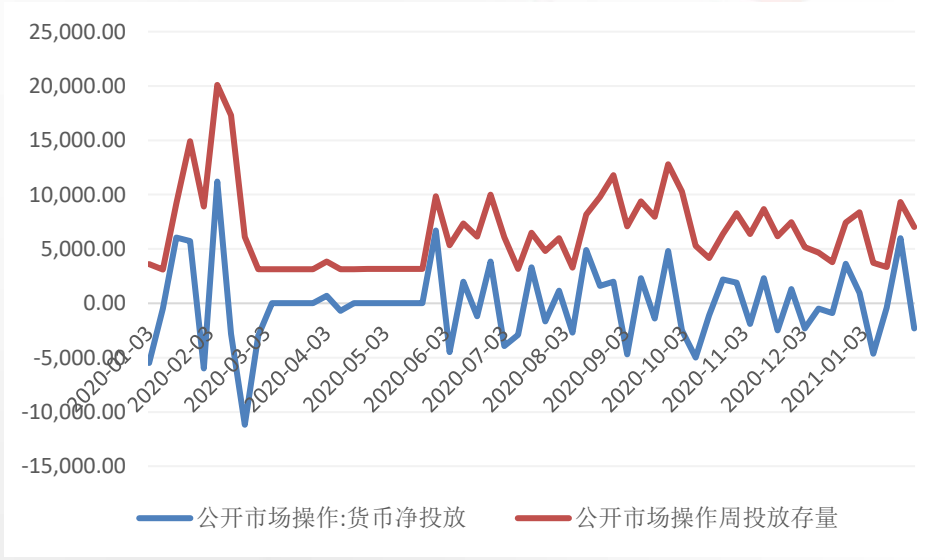
货币政策：货币政策处于逐渐回归正常化进程中

- 去年经济工作会议对货币政策的定性部署可以从两个方面来理解。一方面，货币政策还是会逐渐回归正常化，方向上偏收敛。另一方面，收敛的过程将更加稳健，在收紧的速度不过过急，在幅度上不会过大。
- **近期央行应对缴税的投放到期续作不及预期导致资金利率快速。**目前处于货币正常化是中长期过程，从七天逆回购和DR007来看，货币由松转稳是从去年年中开始的，无论是数据还是政策，都指向逐渐回归正常走势，但并不宜解读为货币快速转向。
- 预计2月货币市场资金紧张局面将有所缓解。一月底由于情绪原因，资金利率上升或对A股短期走势有一定的冲击，但从历史数据来看，中期该影响不会持续，资金环境对2月A股走势不会有负面影响。

7天逆回购和DR007



公开市场净投放



数据来源：WIND、山西证券研究所

财政政策：三方面刺激将收缩

- 去年为了应对疫情冲击，财政政策推出了“三支箭”，即 1）2020 年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比2019增加1万亿元。2）发行1万亿元抗疫特别国债。3）拟安排地方政府专项债券3.75万亿元以扩大有效投资。
- **今年的财政政策，我们认为与货币政策一样，也会有所收缩。但考虑到政策的“连续性、稳定性”，同样收缩也不会过于剧烈。**

a） **财政赤字率降到 3%。**在过往年份中，3%的赤字率是一个隐性红线。今年因为疫情要扩大支出，同时收入减少，所以赤字率调高到 3.6%。但是随着今年经济正常化，赤字率大概率会回到隐性红线之下。

b） **特别国债或取消。**本身特别国债的发行在历史上并不常见，去年作为特殊时期的特殊政策，在今年或实现退出。

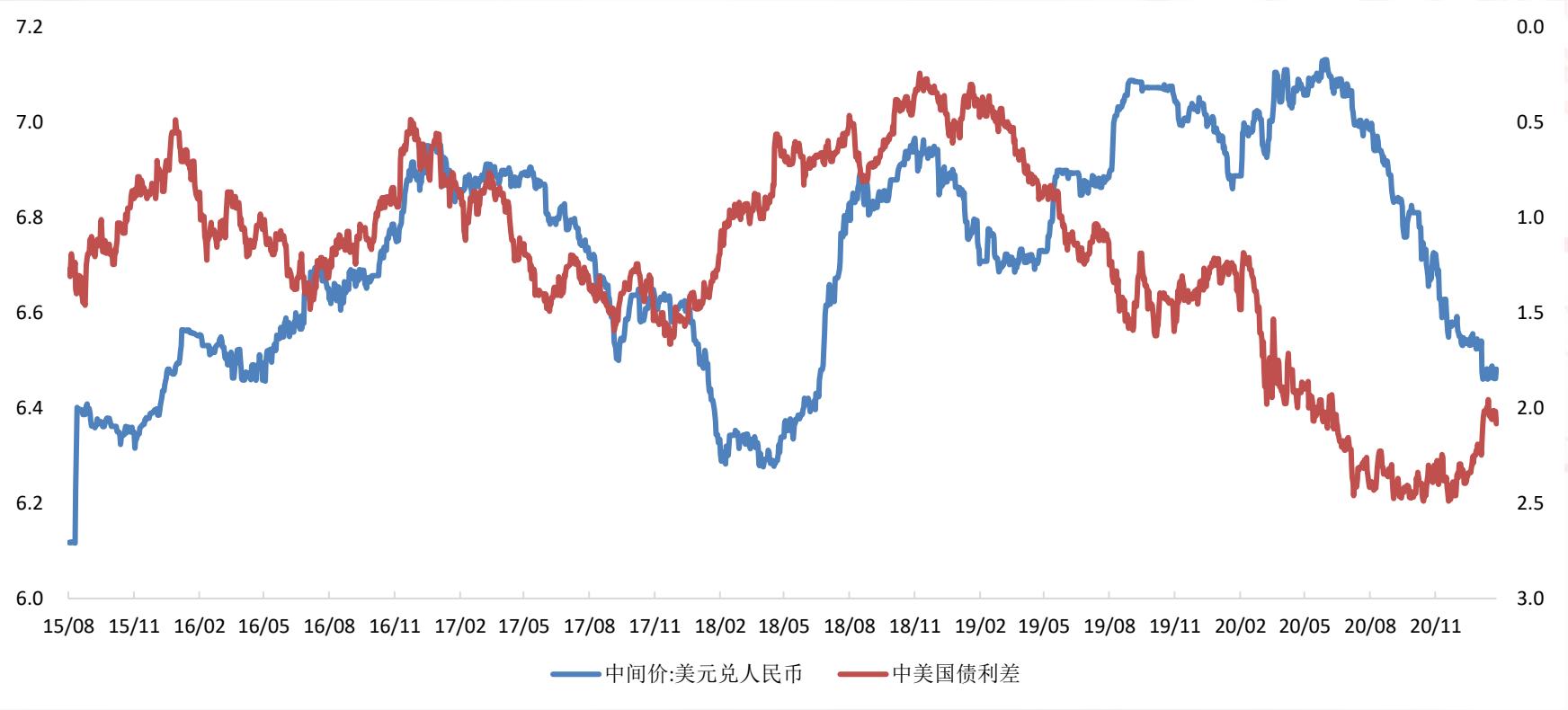
c） **地方政府专项债发行缩量，预计 2.95 万亿。**2020年地方政府专项债安排发行量超过 2019 年 1.6 万亿， 接近 2019 年发行量的 3/4。并且目前的优质项目已经跟不上地方专项债的发行。所以即便地方专项债发行缩量，对实际的经济影响应该也不会太大。这里我们取 2019 年和2020年的平均数作为我们对明年地方专项债发行量的预测。

数据来源：山西证券、wind

外汇：人民兑美元升值短期或将放缓

- 11月我们成功预测人民币兑美元持续升值，目前在6.48RMB/USD水平左右。从图中可以看到，自去年12月开始，中美利差有所上升，如果中美国债利差作为汇率先行指标来看，短期美元停止弱势走势。人民币兑美元持续升值一定程度上加大了国内资本市场对外资的吸引，是前段时间指数上涨的原因之一，如果短期美元走强，该因子效果或将有所下降。

汇率和利差

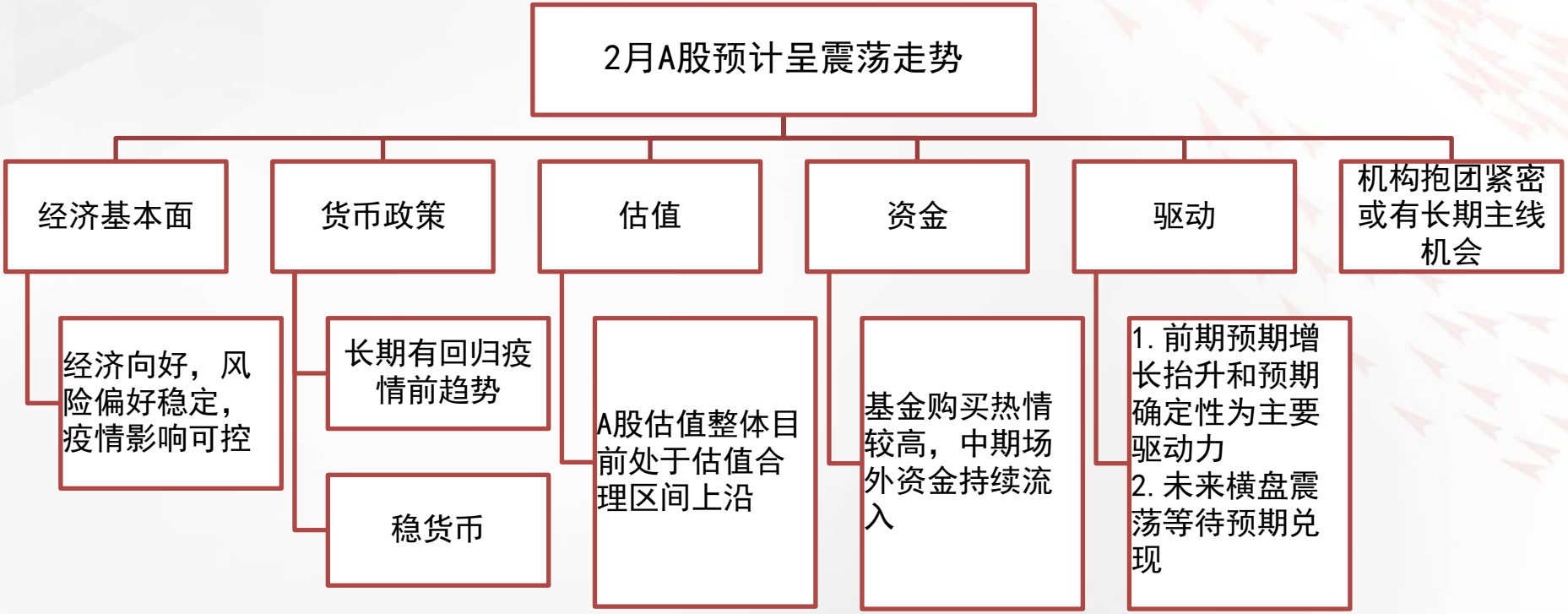


数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析&展望
策略建议

2月A股策略

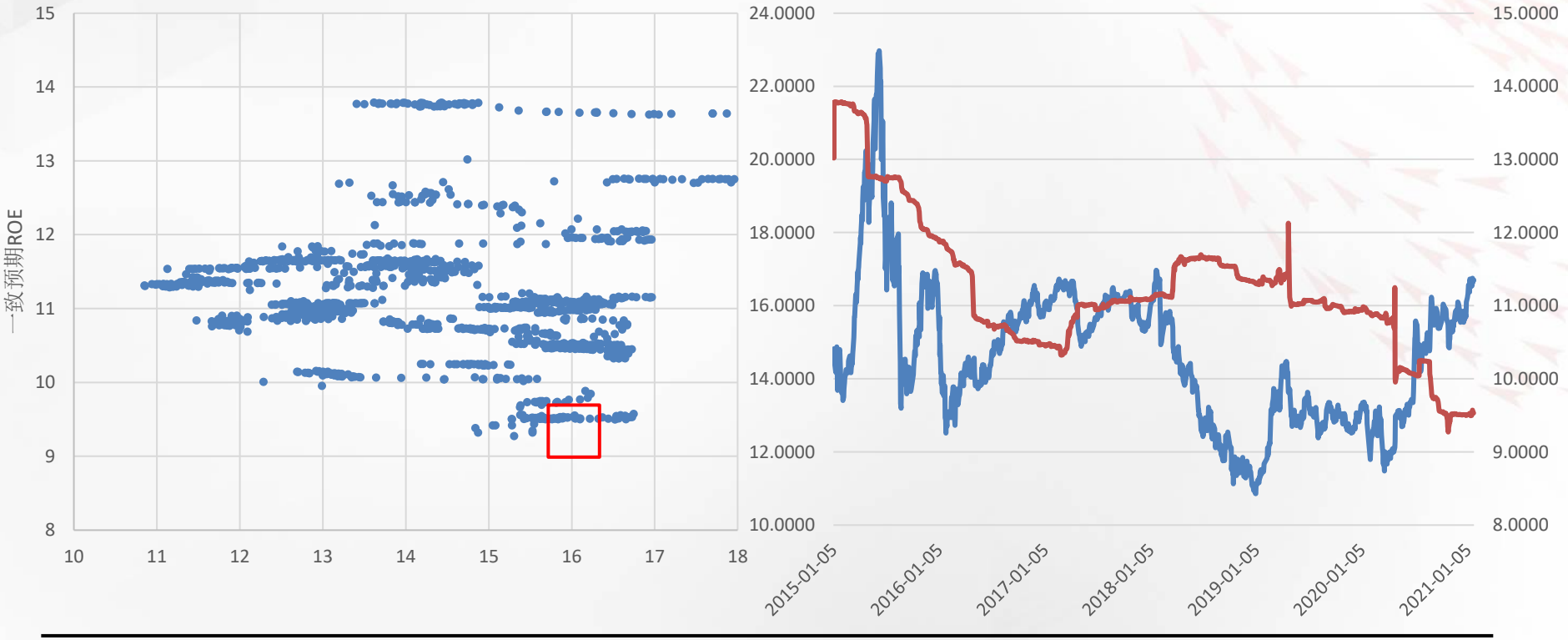
- 当前市场短期走势可参照七月初，指数震荡等待预期进一步抬升



A股指数估值处于合理区间上沿

沪市：预期roe处于历史低位，从相对估值时间序列来看，目前相对估值与15年高点相当

上证指数：预期ROE-PE

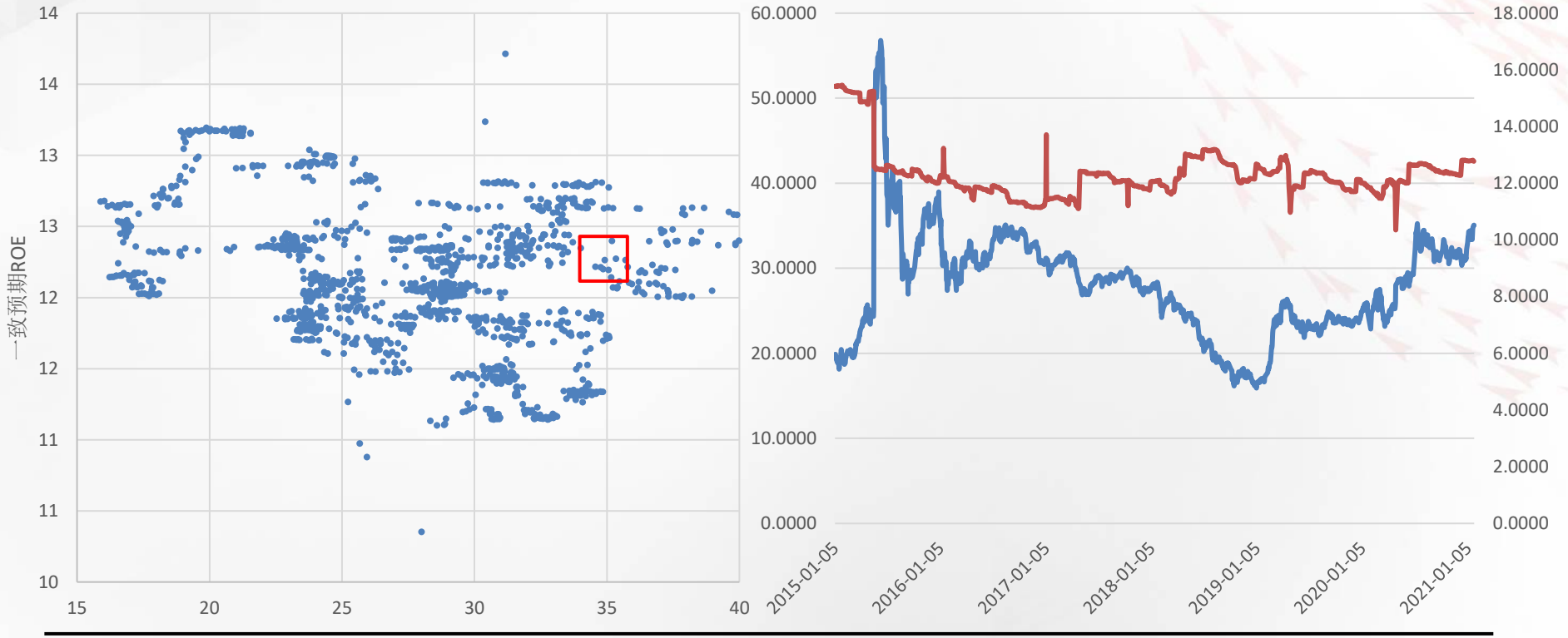


数据来源：WIND，山西证券研究所

A股指数估值处于合理区间上沿

深市：预期roe处于中等偏高，相对估值处于合理区间上沿

深成指数：预期ROE-PE

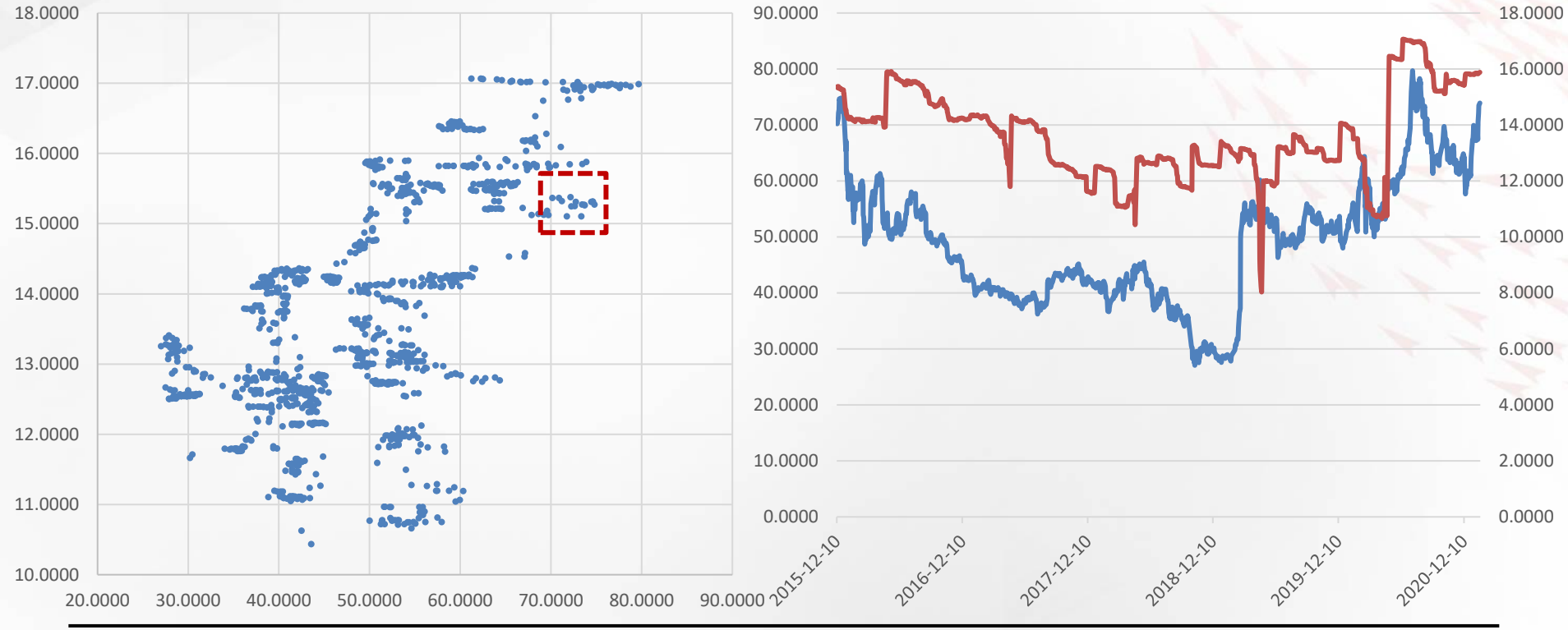


数据来源：WIND，山西证券研究所

A股指数估值处于合理区间上沿

创业板指：预期roe处于中等偏高，相对估值处于合理区间上沿

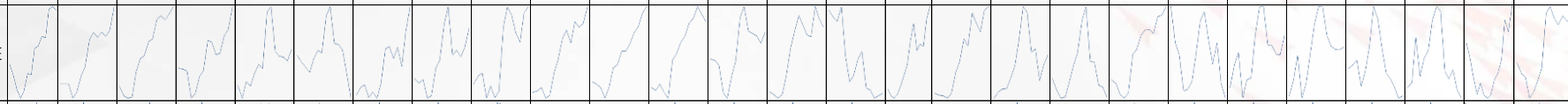
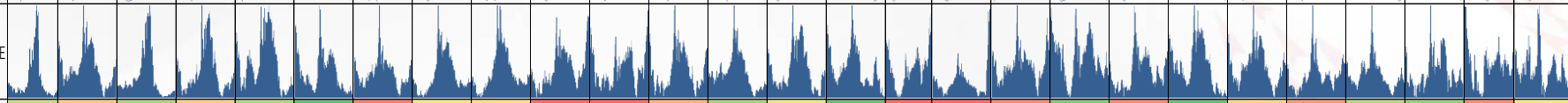
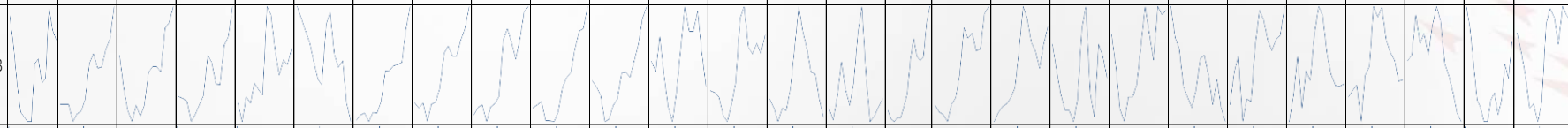
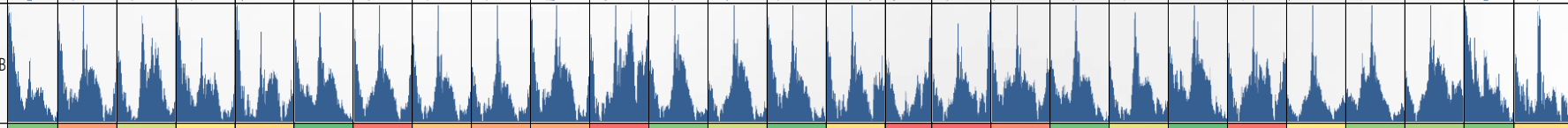
创业板指数：预期ROE-PE



数据来源：Wind、山西证券研究所

A股行业板块估值

A股行业估值表

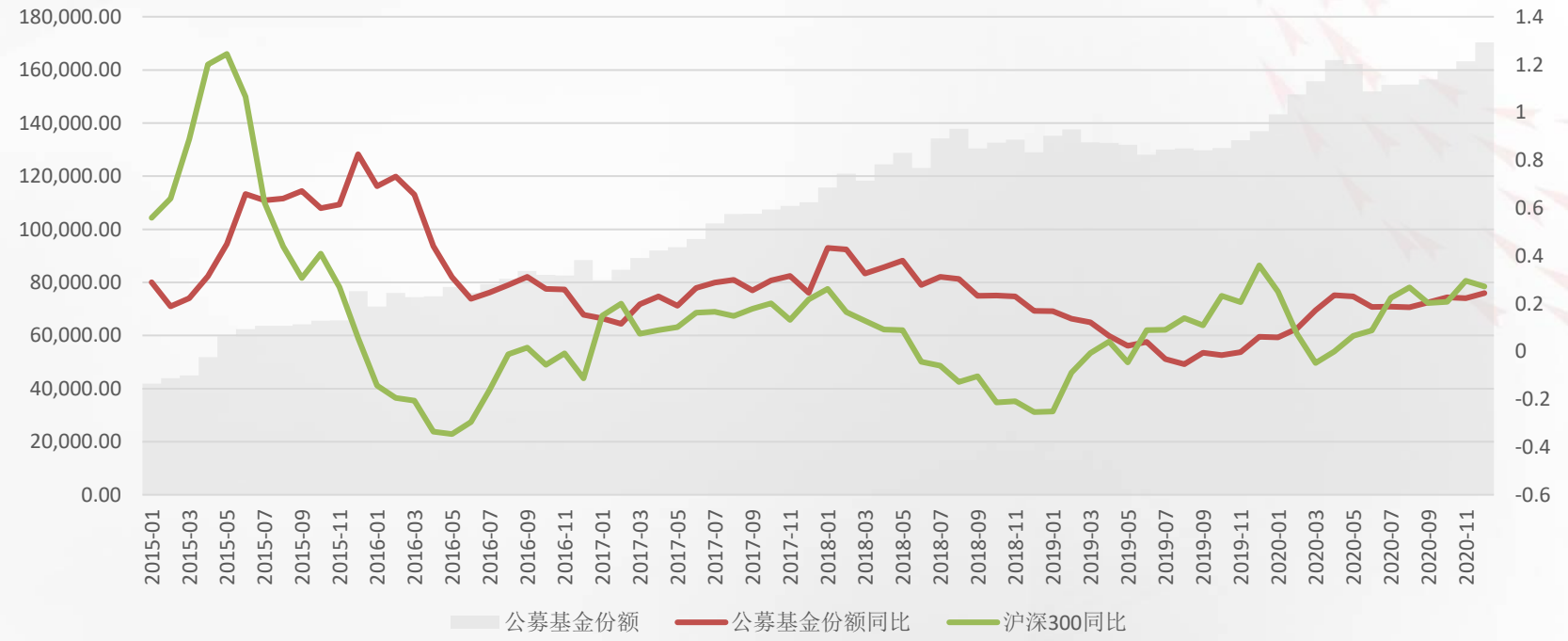
	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	16.29	34.96	15.09	54.87	15.23	8.23	53.97	32.12	76.99	34.71	29.37	35.61	26.72	25.86	16.43	57.43	170.95	48.29	17.96	25.85	8.30	54.30	71.47	36.64	36.48	7.74	18.50	36.08
过去1年PE																												
过去10年PE																												
PE分位数	37.5%	71.6%	28.3%	70.0%	30.0%	0.0%	94.1%	55.8%	65.0%	100.0%	100.0%	78.3%	26.6%	53.3%	1.6%	100.0%	100.0%	90.8%	12.5%	90.8%	0.0%	68.3%	85.8%	32.5%	20.0%	90.0%	55.8%	40.00%
PB	1.09	2.90	1.02	3.08	2.25	0.81	4.85	2.85	3.80	2.55	4.32	1.76	2.02	1.35	3.65	11.55	7.99	5.06	1.36	1.52	1.10	4.68	4.25	2.52	2.27	0.76	1.97	2.11
过去1年PB																												
过去10年PB																												
PB分位数	10.8%	80.8%	40.0%	55.0%	60.8%	0.0%	95.8%	67.5%	78.3%	77.5%	99.1%	12.5%	38.3%	3.3%	58.3%	100.0%	100.0%	88.3%	5.8%	45.8%	0.0%	96.6%	54.1%	19.1%	25.0%	10.0%	58.3%	25.8%

数据来源：Wind、山西证券研究所

公募基金购买热情高涨

- 2020年权益基金规模增长迅速。股票型和混合型基金新发规模合计2万亿，占新发基金的64%，绝对规模和占比皆创新高。股票型基金平均收益率为45.94%，其中普通股票型基金指数上涨55%，为继2019年股票型基金平均上涨40%之后的新高。
- 从历史来看，当指数攀升后，公募基金份额继续增加，为市场持续提供增量资金。**2月份公募资金流入同步维持高位。**

公募基金份额同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

南向资金流入增大不会形成长期态势

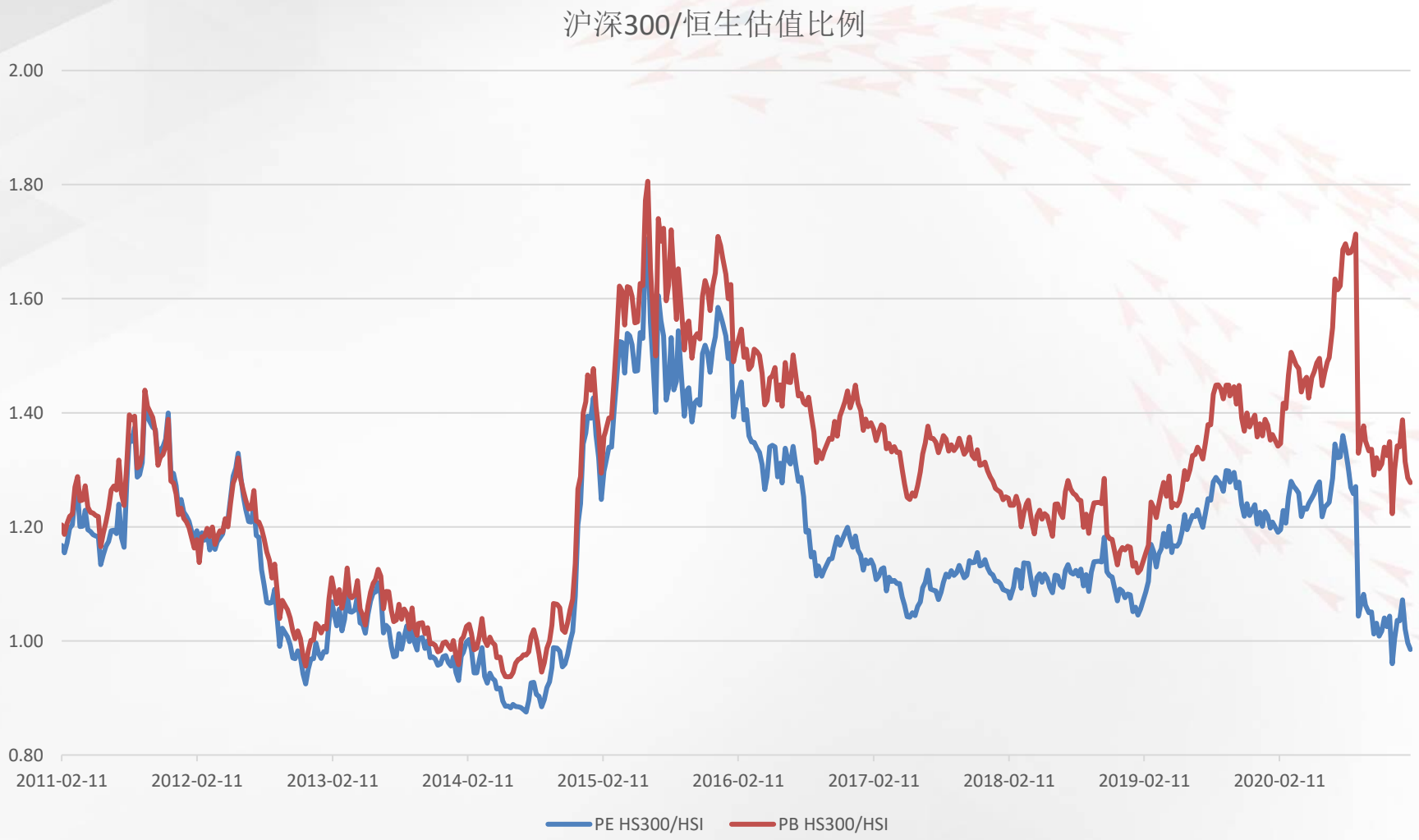
a) **全球经济复苏+风险偏好提振。**2020年，疫情对全球经济造成巨大冲击，全球经济均出现断崖式下跌，尤其是发达国家的跌幅更深，2021年，随着疫苗逐步问世并广泛接种，疫苗的大规模铺开，将使得疫情逐步得到有效控制，全球经济持续温和复苏并形成共振。良好的宏观经济环境使得全球资产迎来风险偏好的修复窗口。

b) **人民币强势。**观察近年来恒生指数和美元兑人民币走势的相关性可以看出，人民币升值阶段，港股往往也表现较好，两者呈现出比较强的相关性。虽然人民币可能不会单边持续升值，但整体来看目前仍然处在上升通道当中，有望持续保持强势。

c) **新经济股的稀缺性。**2020年共有154家新经济公司再香港上市，募资总额占比超过60%，随着越来越多的新经济公司和中概股公司选择赴港上市或二次上市，港股市场成为新经济的“聚集地”已初具雏形，包括小米、美团、阿里巴巴、京东等。

- 港股目前的估值水平并不低，目前恒生指数已处于近十年最大PE-TTM的99.92分位值，恒生科技指数已处于近十年的98.37分位值。港股价值洼地效益有限，南向加速流入不会形成长期态势。

南向资金流入增大不会形成长期态势

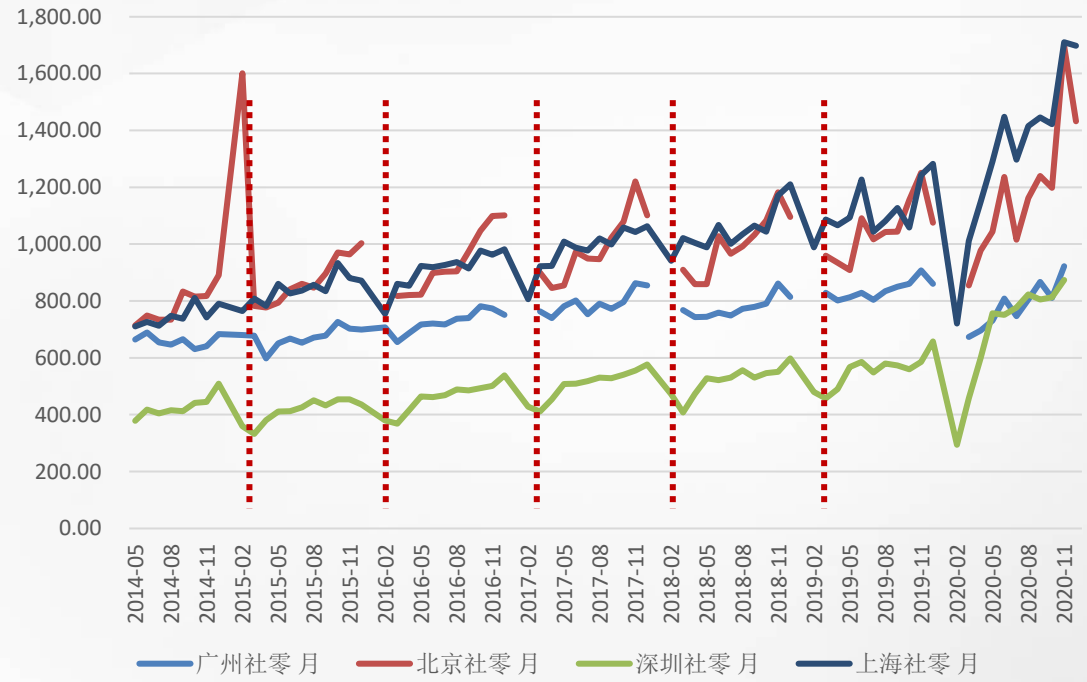


数据来源：Wind、山西证券研究所

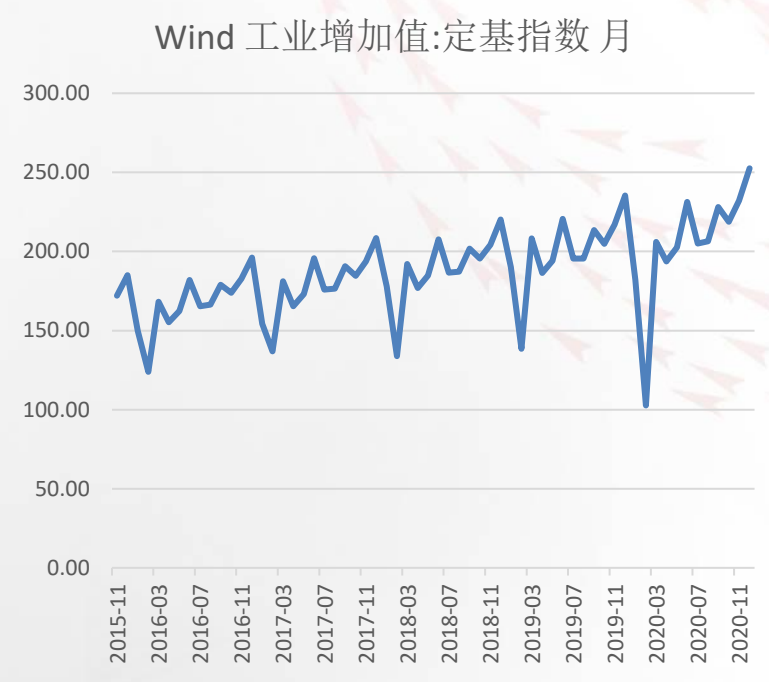
就地过年：或将出现城市消费替代效应，生产端或好于往年

- 如果疫情严重程度不变，由于城市消费替代，以及节约了返乡时间，“就地过年”对于城市消费有正向作用，可选消费或对这一现象敏感性较强。
- 另一方面，如果疫情严重程度不变，“就地过年”有利于生产端。在城市消费替代作用的拉动下，以及人员更多停留在从事生产的城市内的情况，城市服务业、制造业生产或都会强于往年。

一线城市社零



工业增加值指数



数据来源：Wind、山西证券研究所

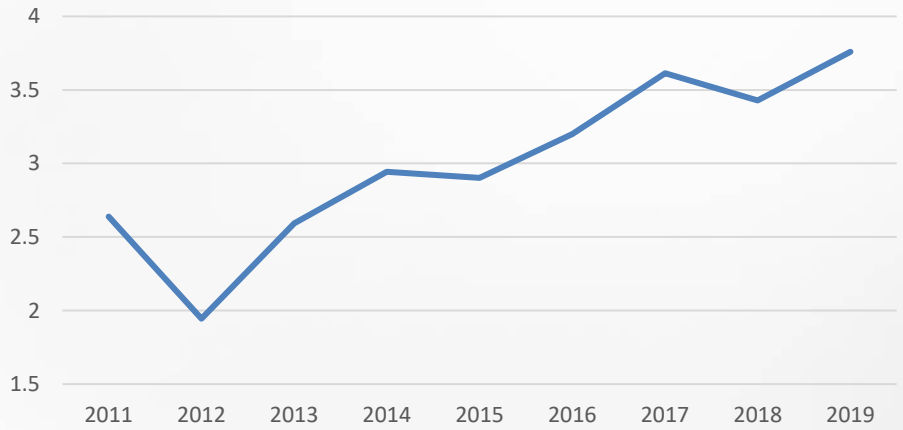
就地过年：旅游、交运或受影响

- “就地过年”直接影响春运，主要客运方式：铁路、航空将面临直接冲击。1月26日，民航局下发通知，明确自1月27日0时起，购买1月28日—3月8日春节期间机票的旅客，均可办理免费退票或至少一次改期。

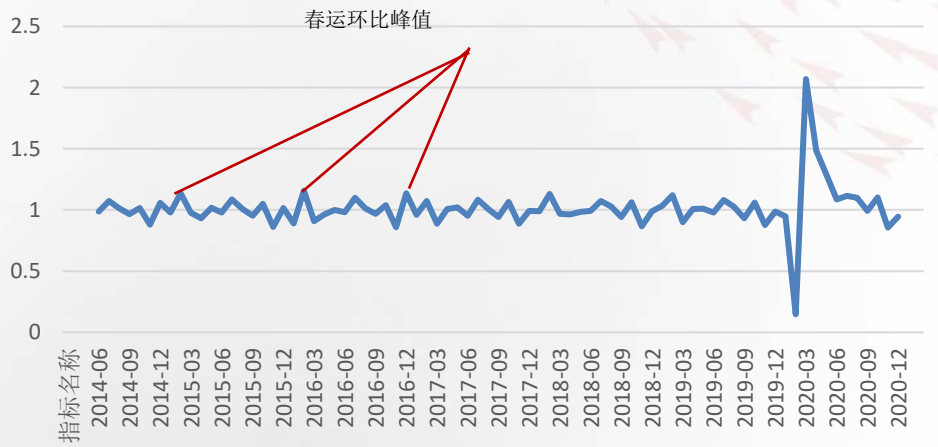
- 每年春节旅游相对人数呈上升态势，在减少人员流动的背景下，旅游、酒店行业或再次受到冲击。（交运）



北京春节旅游区接待相对量



客运量环比



数据来源：Wind、山西证券研究所

山西证券 SHANXI SECURITIES

2月行业配置

A股目前处在估值合理区间上沿，成交量中枢保持在万亿之上，短期波动率较大，机构抱团主线龙头格局稳固，可适当拉长投资周期，等待预期抬升。

高业绩增长确定性	顺周期高预期板块	持续高增长优质赛道；中长期主线				防疫下的春节	下行风险较小
光伏	有色	光伏	消费	医药生物	新基建、TMT等	线上传媒	金融

光伏概念：多重利好，持续发酵，2月预期有望抬升

- 美国新总统上台，政策将向清洁能源倾斜。特朗普在其执政期内，提出《美国优先能源计划》，将开发煤电及本土页岩油气作为能源发展的重点，并退出《巴黎协定》，降低环保的重要性。根据拜登在竞选中提出的新能源政策主张，其上台之后将加大对新能源的支持力度。

  1、重返《巴黎协定》，提出《清洁能源革命和环境计划》；

  2、确保美国实现 100%清洁能源，并在 2050 年之前达到净零排放；

  3、到 2030 年将花费 4900 亿美元，其中大部分将发生在他的第一个任期，另外还有 3.6 亿美元用于减税；

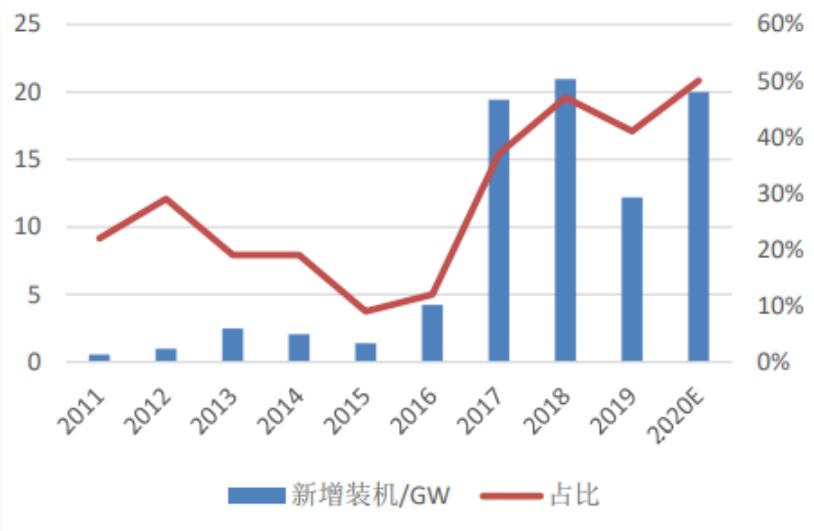
- 1 月 20 日，国家能源局发布电力运行相关数据，2020 年光伏新增装机 量达 48.2GW，这意味着四季度光伏新增装机达 29.5GW，几乎与 2019 年 全年装机量持平，虽然光伏供应链在疫情、硅料及玻璃供给等因素的影响 下出现了较大的价格波动，但市场投资热情依旧旺盛。

数据来源：Wind、山西证券研究所

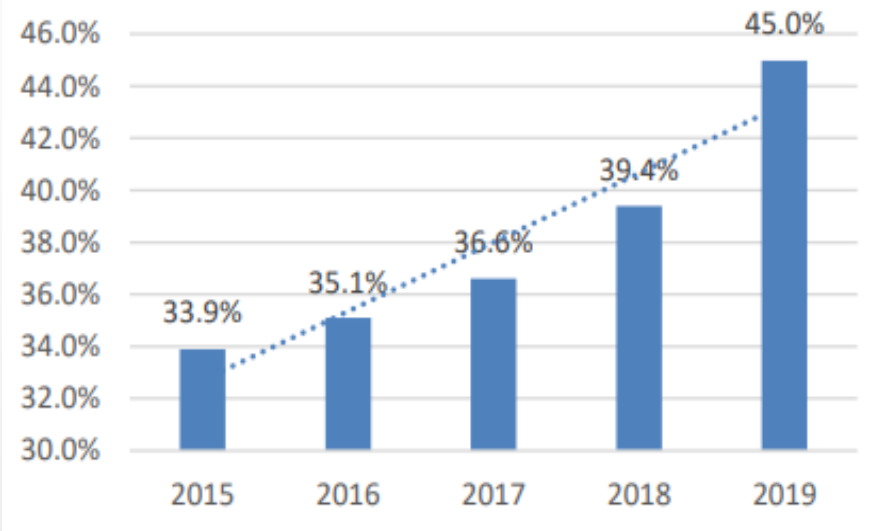
光伏：光伏平价上网临近，2月重点关注分布式和垂直一体化概念

- 随着组件、逆变器等关键设备的效率提升，双面组件、跟踪支架等产品的应用，以及运维能力的提高，按照全投资模型进行测算，工商业分布式光伏发电已于 2019 年实现用电侧平价，预计 2021 年大部分地区 的集中式可实现与煤电基准价同价，分布式也可实现居民用电侧平价。
- 分布式占比上升，组串式+储能逆变器企业将受益。逆变器市场进入难度组串式逆变器渗透率的提高较大，企业一旦形成规模将会具备较强的竞争壁垒。分布式光伏在整体中的占比提升带来，光储一体化将成为未来光伏产业发展的趋势，在该领域先行布局的企业将受益。
- 集中度不断提高，垂直一体化布局企业拥有更高毛利。

分布式装机占比



全球组件 CR5 市占率



数据来源：Wind、山西证券研究所

有色金属全年供给偏紧

- 2021年经济复苏需求回暖的预判下，工业金属价格将得到足够的支撑。

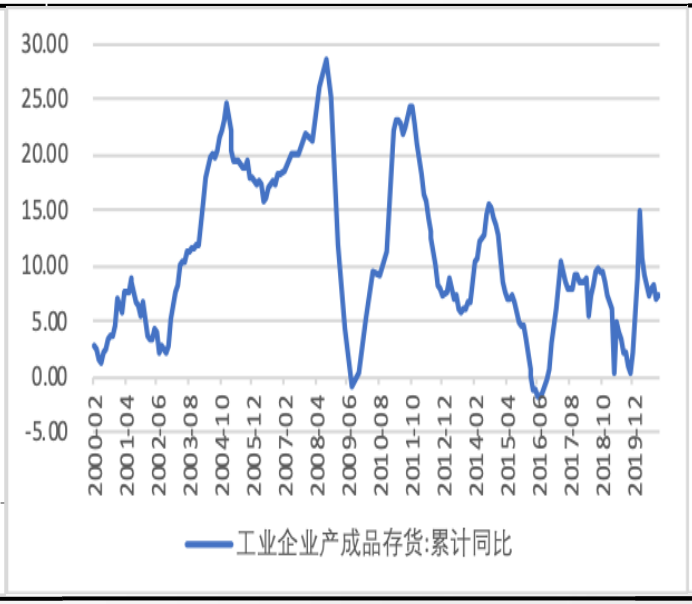
1.下游产成品进入补库存阶段，上游工业金属需求强烈。2.制造业加速回暖、地产基建具备韧性，有色需求边际增量明显。

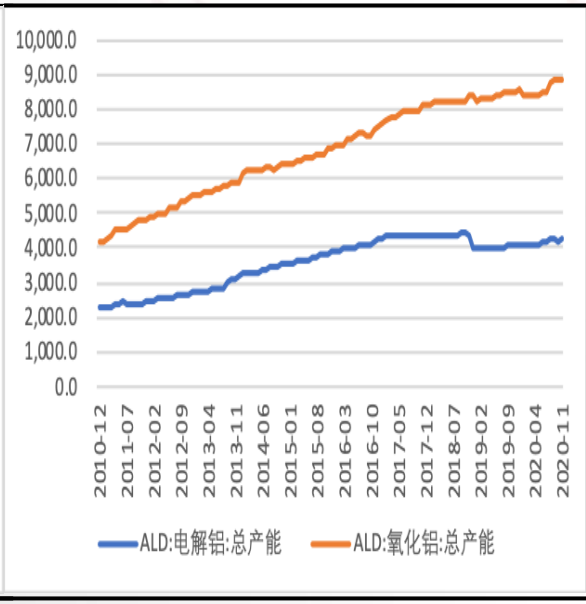
- 2020年工业金属库存下滑明显，当前铜、铝库存都属于历史低位。
- 铜供给预计将持续受到扰动难快速提升（疫情、罢工）。政策施压铝供给，产量增幅难追上需求回暖速度（供给增量天花板5.9%，需求增量预计6-8%）。

铜库存



工业产成品库存



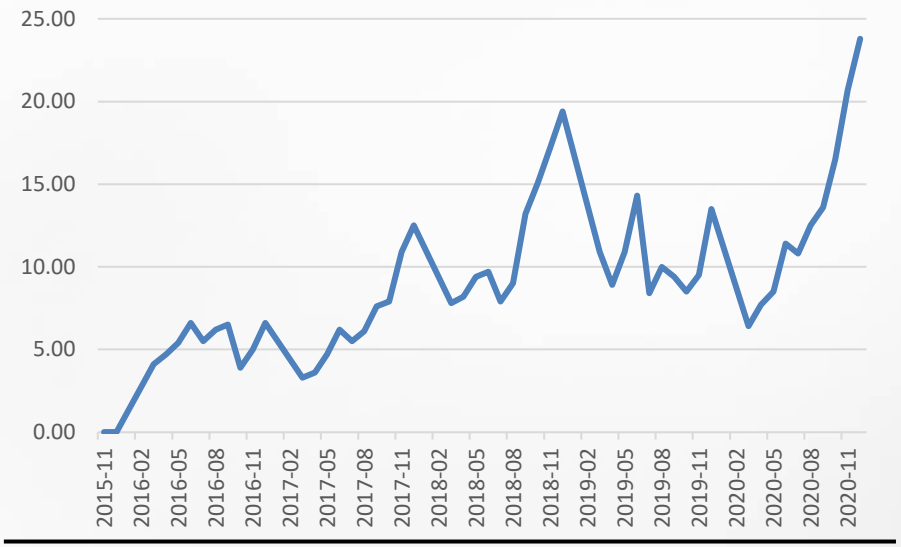


数据来源：Wind、山西证券研究所

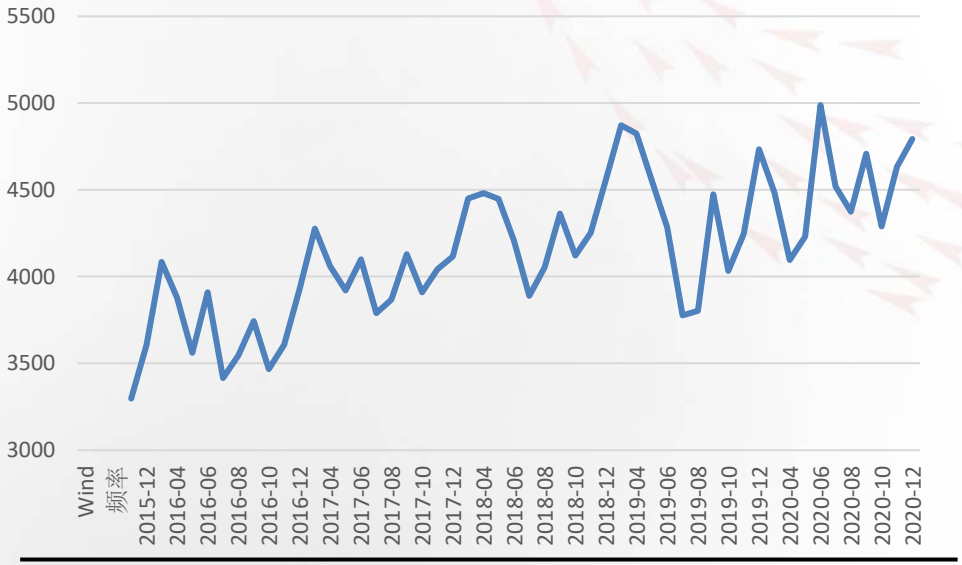
有色：下游需求旺盛

- 需求端持续复苏，新能源汽车发展潜力不减，12月新能源汽车累计产量同比上升10%，较上月扩大7.62pct，单月同比大增51.7%。国内电网投资带来新亮点，12月电网基本建设投资完成额累计同比下降6.2%，较上月下降2pct。家电需求持续复苏，12月空调累计产量同比下降8.3%，较上月收窄0.5pct，冰箱和洗衣机累计产量同比上升8.4%、3.9%，较上月上升2.1pct和0.3pct。**在全年高预期下，2月预期收益率较高。**

新能源汽车产量



冰箱空调彩电合计产量



数据来源：Wind、山西证券研究所

线上传媒：春节线下活动受限，线上娱乐有望超预期

- 20年报预告游戏、互联网视频、广告营销板块上市公司业绩增势良好，建议关注。

  近期边际变化主线：

  1）局部地区疫情复发加剧春节档票房不确定性，虽然春节观影有望成为居民本地过年主要的娱乐方式，但在基于疫情扩散考虑下消费者观影热情或将受到影响，且人员流动受限，或将影响低线城市春节档票房。我们建议降低对春节档大盘票房预期，但对于上市院线及电影项目公司同比业绩改善仍可期。

  2）寒假开启叠加节日效应，人员减少流动后居民线上娱乐消费需求或将提升，类比20年Q1游戏、网络视频、数字阅读、短视频及直播等有望获得流量红利，建议积极关注上述板块。

数据来源：Wind、山西证券研究所

医药：长期优质赛道前景可期

疫苗概念可继续关注

- 1月28日，国务院办公厅印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采，药品集中采购工作常态化开展。从品种竞争格局来看，持续看好创新药市场。

- 疫苗行业景气度持续，各国产重磅产品开启上市之路，成为推动行业市场持续高速增长的支撑点。医药板块经过一段时间的调整，个别标的已调整到位，但从估值角度目前医药整体仍处于相对高位，可关注高景气领域中的医药洼地。关注年报披露带来的医药估值切换行情。

长期优质赛道可期

- 从医疗赛道来看，目前中国生物医药行业的各个领域都正处于追赶国外先进水平的阶段。参考多年前的电子产业发展，有丰富的经验可供参考，后发优势明显，追赶脚步较快。在达到世界技术前沿之前，行业将处于加速发展阶段。

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：

- 疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com