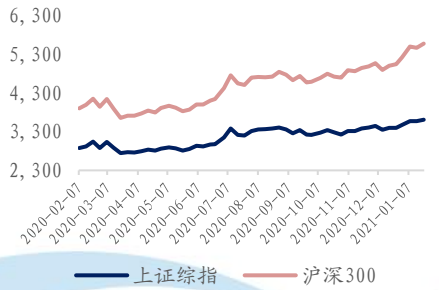
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

A 股风格和行业结构分化趋极端，港股估值不低但存在配置价值

策略周报　　2021 年 1 月 23 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《市场板块轮动加速，继续关注广义顺周期行业》

中航证券策略周报:《风险偏好与基本面支持 A 股延续结构性机会》

中航证券策略周报:《内外部环境趋稳利好经济持续复苏，市场趋势性震荡向上》

中航证券策略周报:《国内政策不急转弯，震荡向上趋势不改》

中航证券策略周报:《主要经济指标持续走高，维持股优于债的中期判断》

中航证券策略周报:《经济恢复大势不改，回调或是吸筹机会》

中航证券策略周报:《国内经济延续向好趋势，关注顺周期主线》

中航证券策略周报:《美国疫情严重程度已超上轮峰值，市场情绪波动或加大》

中航证券策略周报:《疫苗进展短期内不足以扭转美国疫情，市场情绪反复波动》

核心观点:

经济数据方面：4 季度 GDP 同比 6.5%，高于市场预期，全年 GDP 同比 2.3%，使中国成为去年经济表现最佳的主要经济体。四季度 GDP 季调环比 2.6%，前值 3%，继续小幅下滑，但依然明显高于往年同期，显示经济继续较快复苏，但复苏动能逐渐减弱。今年我国多地出现疫情的反弹，防控措施相应增强，对经济动能会造成一定的抑制，今年一季度 GDP 环比或将继续走低，2012-2019 年一季度环比的均值水平为 1.8%，用连续四个季度的环比连乘来拟合 GDP 同比，则一季度环比 1.5%-2.0%对应的一季度同比在 19.7%-20.3%，因此一季度 GDP 同比大概率会跳升至 20%左右。但预计二季度就会降至 9%左右，此后逐季走低，主要源于同比基数的大幅变化，因此今年同比参考意义不大，应更多关注环比走势来观察经济动能。

12 月工业增加值同比进一步升至 7.3%，前值 7.0%，好于市场预期。其中制造业增速与前值持平，采矿业和公用事业增速回升。高技术产业工业增加值升至 13.1%，体现经济结构改善。

12 月固定资产投资累计增速上行 0.3 个百分点至 2.9%,略弱于市场预期，但高于全年的 GDP 增速。行业结构上看，去年高技术产业投资增长 10.6%，快于全部投资 7.7 个百分点，这与我国产业结构优化升级的方向一致。从中短期看，由于高技术产业中的医药制造业、电子商务服务业、信息服务业等行业受疫情冲击较小，甚至受益，吸引了资金加大投入。而从长期角度看，高技术产业投资的高速增长是我国经济发展的内在需要和各方面政策积极引导的共同结果，因此具备持续性。分投资领域看，制造业投资增速继续快速回升，房地产开发投资完成额增速小幅走高，基建投资（不含电力）增速小幅下滑。去年基础设施投资（不含电力）增长 0.9%，制造业投资下降 2.2%，房地产开发投资增长 7.0%。数据显示房地产投资为去年全年整体投资提供了主要的支撑，而制造业投资恢复较慢。但今年这种情况预计将发生转变，一方面，房地产调控依然从严，社融增速已经降到拐点，信用扩张将逐步放缓，难以寄望于房地产投资延续强势。另一方面，工业品价格回升、制造业企业盈利改善和企业对未来预期好转有望推动制造业投资继续走强。因此，制造业投资的回升有望成为今年投资方面的一个主要看点。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

消费方面，12 月社会消费品零售名义同比 4.6%，前值 5.0%，明显弱于市场预期，实际同比下滑至 4.9%。12 月餐饮收入同比由负转正，但商品零售增速下滑，乡村社零增速回升，但城镇增速下滑，体现了消费出现一定的结构分化。分品类看，汽车类消费增速大幅下滑，但依然处于近几年的较高水平，地产竣工和销售增速回升带动建筑及装潢材料、家具类消费增速走高。去年城镇居民人均可支配收入实际同比 1.2%，农村 3.8%，城镇居民收入增长慢于经济增速，对未来消费或有一定的拖累，而农村消费增长潜力依然较大，全面促进农村消费将成为积极扩大内需的重要抓手。

央行公开市场操作方面：本周一到周五，均有 7D 国债逆回购到期，合计到期额度 160 亿元，但央行本周通过发行逆回购方式投放资金的力度较大，18 日以来累计开展逆回购操作 6120 亿元，实现净投放 5980 亿元，尤其是 1 月 20 日和 1 月 21 日，央行分别采取 2800 亿元和 2500 亿元的逆回购操作。受税期等因素影响，本周货币市场资金面偏紧，DR007 等利率出现上行，央行释放充足流动性，起到了及时稳定货币市场，平抑货币市场波动的作用。这种高频的操作，也符合央行今年货币政策所遵循的“不急转弯”策略，体现了央行呵护货币市场稳定的意图。春节之前，预计央行公开市场操作的目标仍是维持货币市场流动性合理充裕，必要时仍将采取与本周类似的高频、灵活的逆回购操作。

海外方面：20 日，拜登在华盛顿宣誓就职美国总统。21 日，拜登公布了一份长达 198 页的抗疫战略文件，其重点是加快疫苗接种，同时通过佩戴口罩、加强检测和采取其他公共卫生措施来减缓病毒的传播，预计拜登政府在应对疫情方面的政策较特朗普政府有一定的效率提升，有利于美国经济更快摆脱疫情的影响。除了上台后在应对疫情方面的举措外，拜登上周公布的 1.9 万亿美元刺激方案也使市场充满期待。美国银行分析指出，拜登的刺激计划有望提振美国经济两个百分点。高盛将 2021 年美国 GDP 增长预期从 6.4%上调至 6.6%，并且预计到 2021 年底，美国失业率将从 4.8%降至 4.5%。欧洲央行 21 日召开货币政策会议，决定继续实施资产购买计划和定向长期再融资操作等一揽子宽松货币政策，以应对新冠疫情对欧元区经济造成的持续负面影响。根据欧洲央行公布的货币政策决议，总规模 1.85 万亿欧元的紧急资产购买计划将至少持续到 2022 年 3 月，直至欧洲央行评估认定新冠危机结束。同时，每月 200 亿欧元的常规购债计划将持续足够长时间，预计在未来首次加息前结束。总体来看，美欧经济刺激政策的维持有助于全球经济的进一步恢复。

投资策略方面，本周市场讨论的一个热点为资金南下配置港股，近期大量资金南下，港股呈现出脉冲式上涨行情，市场上对南下逻辑的关注度不断提高。为了验证 A 股是否存在估值泡沫的问题，我们对 A 股的估值进行了一些相对和绝对的分析，认为当下 A 股整体并未泡沫化。但 A 股确实存在结构化高估的问题，资金高度集中于个别风格和个别行业，导致市场结构极端分化。风格上，绩优、动量和大市值的估值分位高；行业上，食品饮料、医药生物、汽车、电气设备和家

电的估值分位高。风格和行业的分化可以概括为市场青睐高确定性标的，市场愿意给予确定性非常高的溢价。一方面我们需要放下对整体估值泡沫的担忧，在经济持续复苏且政策未转紧的窗口（Q1）保持做多心态；另一方面，我们需要警惕交易过度拥挤的部分板块可能存在的风险，积极寻求资金可能的出口。在 A 股整体不贵，但风格和行业的结构分化日趋极端的市场情况下，在板块配置方面我们认为有两种配置逻辑，第一种，寻找 A 股内部板块轮动机会。第二种，南下寻找港股投资机会。

A 股内部来看，目前银行和保险的估值水平仍然不高，并且两个行业也存在业绩改善的逻辑。在布局低估值、大市值的银行保险的同时可以提前布局左侧小市值机会。

港股方面，市场上有观点认为恒生指数的市盈率比上证指数低，港股的低估值是配置港股的核心逻辑，然而实际上，港股并不便宜，跟恒生指数更有对标意义的上证 50 市盈率更低。虽然估值水平不具备明显优势，但我们从基本面和流动性两项因素判断，港股目前确实存在配置价值。港股盈利水平和中国 GDP 增长存在显著关系，说明中国经济增长提速或者放缓对港股整体盈利水平的高低有较为明显的解释力度。由于 2020 年疫情因素所产生的低基数效应，在一致性预期上中国 GDP 累计同比增长将会在去年全年 2.3%的基础上继续上扬。所以据此推算，1 季度港股 EPS 累计同比趋势也将在去年的基础上继续上升，在盈利端推动港股价格的上涨。历史数据显示 PPI 上升时 AH 股溢价下降。我们基于库存周期中 M1 同比领先 PPI 累计同比两个季度的规律判断，PPI 将会在 2021 年的一二季度继续维持上升趋势。AH 股的溢价可能也会随着 PPI 的上升而在一二季度呈现收窄的趋势，目前 AH 溢价已经降到历史一个标准差以内。

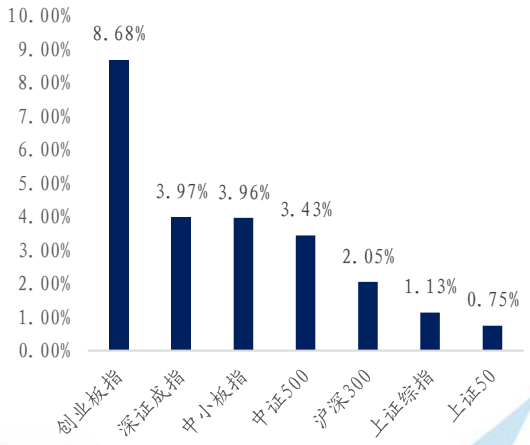
但基本面和流动性层面的指标也是判断本轮港股投资机会边界的要素，需要持续跟踪中国 GDP、PPI 同比和中美 M2 增速差的拐点。综上所述，我们认为当下不应该担心 A 股整体泡沫化的问题，但需要警惕部分板块交易过度拥挤带来的风险。在利率上行周期结束前，大市值抱团大概率会延续下去，但上涨的中心有可能转移至广义顺周期，其中银行保险尤其值得关注。此外，EPS 扩张和 AH 溢价收敛推动港股上涨的逻辑非常顺畅，建议继续参与。

一、 本周行情回顾

本周 A 股各大指数普涨，上证指数涨 1.13%；深证成指涨 3.97%；创业板指涨 8.68%，沪深 300 指数涨 2.05%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是电气设备（10.21%）、医药生物（7.79%）、化工（6.68%），排名后三位的分别是建筑装饰（-2.10%）、非银金融（-1.53%）、通信（-1.44%）。风格上，本周金融股跌 1.28%，周期股涨 3.27%，消费股涨 2.88%，成长股涨 4.52%，稳定股跌 1.97%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 24.31 倍，较上周上升 1.96%，剔除金融、石油石化股后市盈率

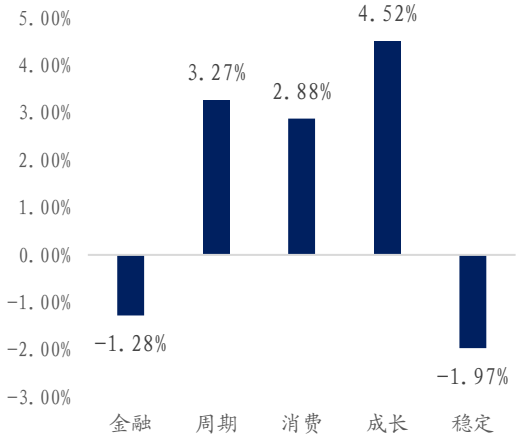
为 41.07 倍，较上周上升 2.99%。海外方面，本周道指涨 0.59%，纳指涨 4.19%，标普 500 指数涨 1.94%。德国 DAX 指数周涨 0.63%；法国 CAC40 指数周跌 0.93%；英国富时 100 指数周跌 0.60%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



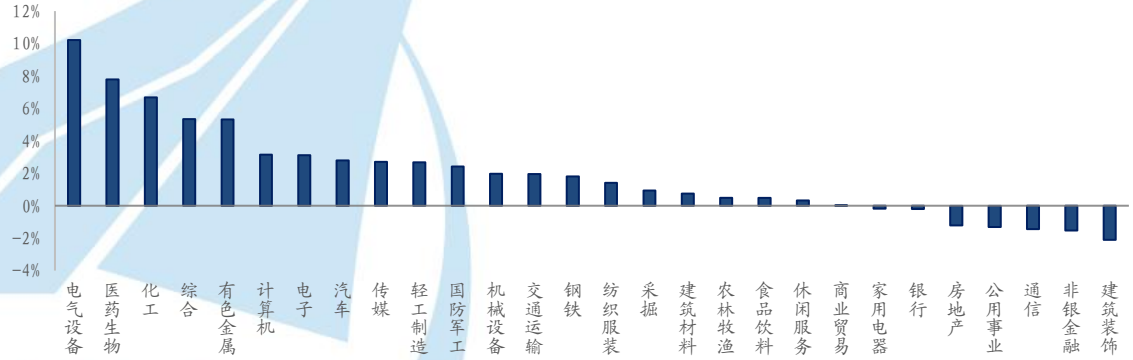
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

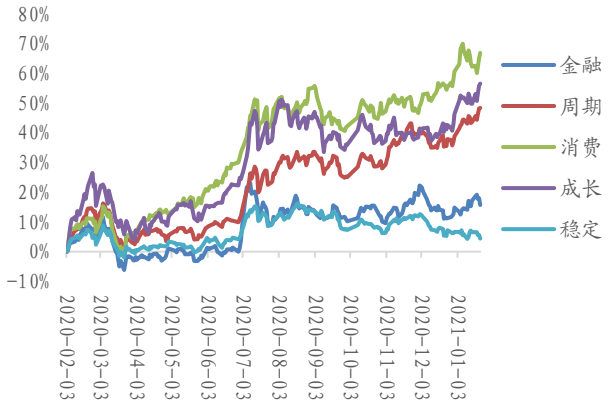
图 3：本周行业涨跌幅

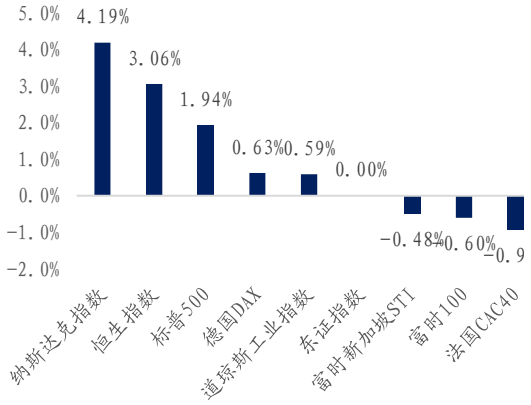


资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：各风格股票走势

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



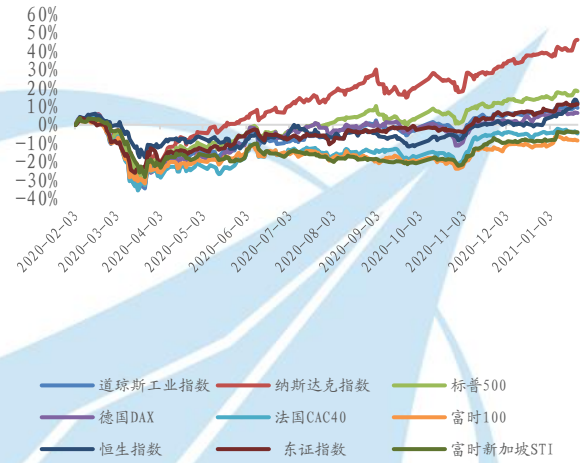


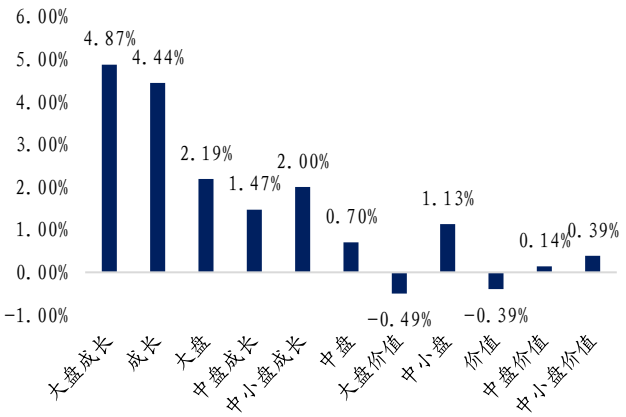
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：海外主要指数走势

资料来源：Wind、中航证券研究所

图 7：本周美股 MSCI 风格指数涨跌幅





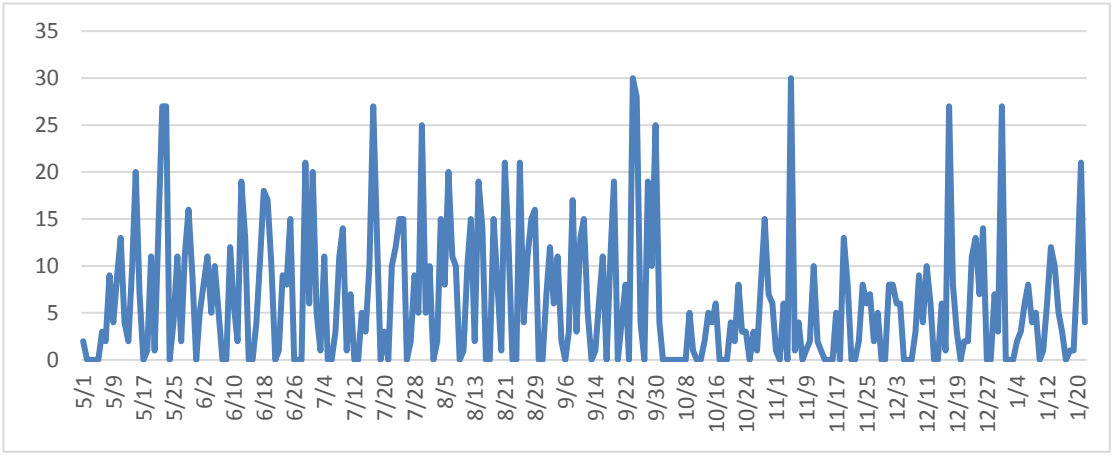
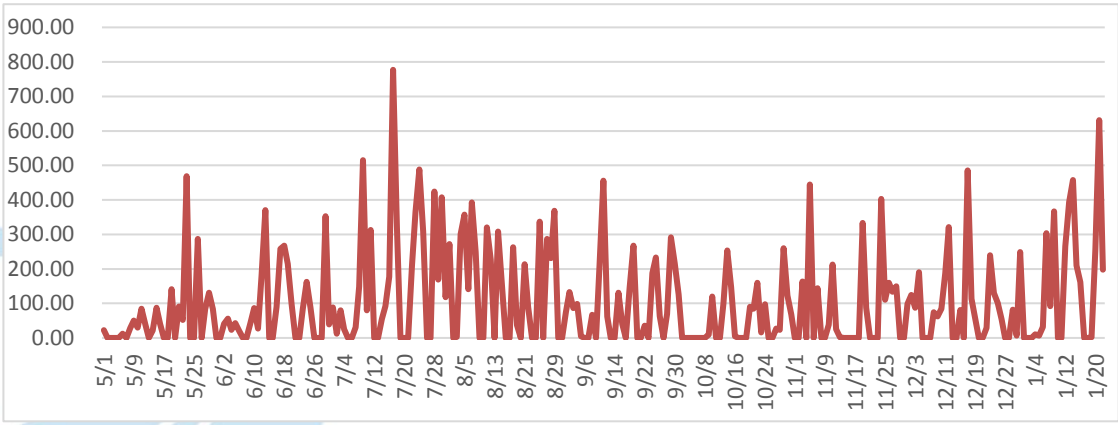
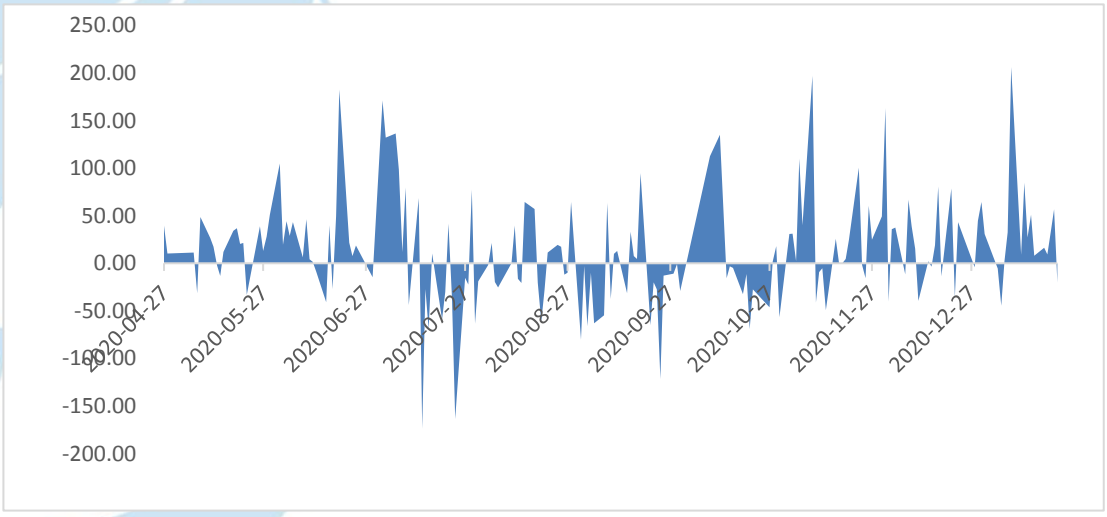
资料来源：Wind、中航证券研究所

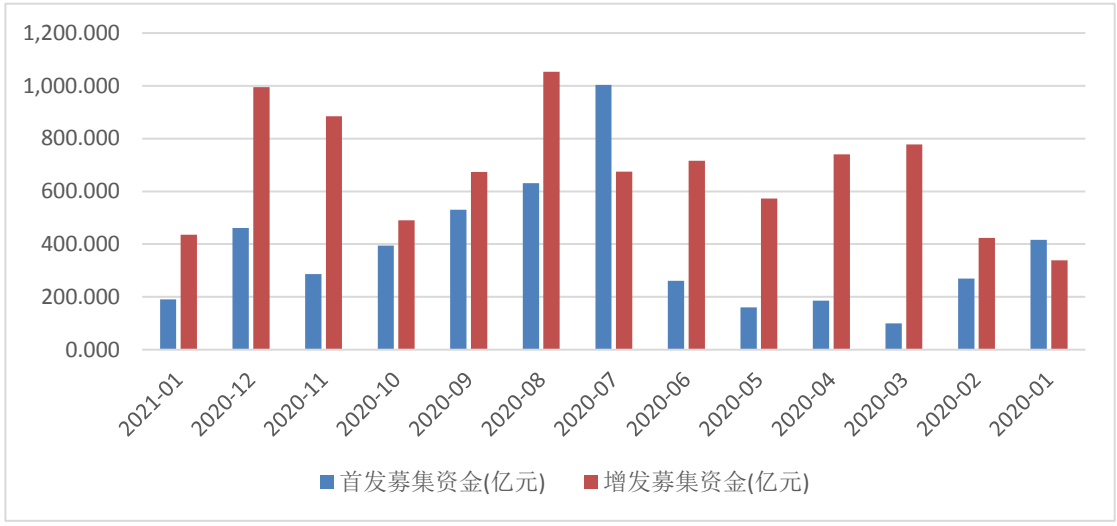
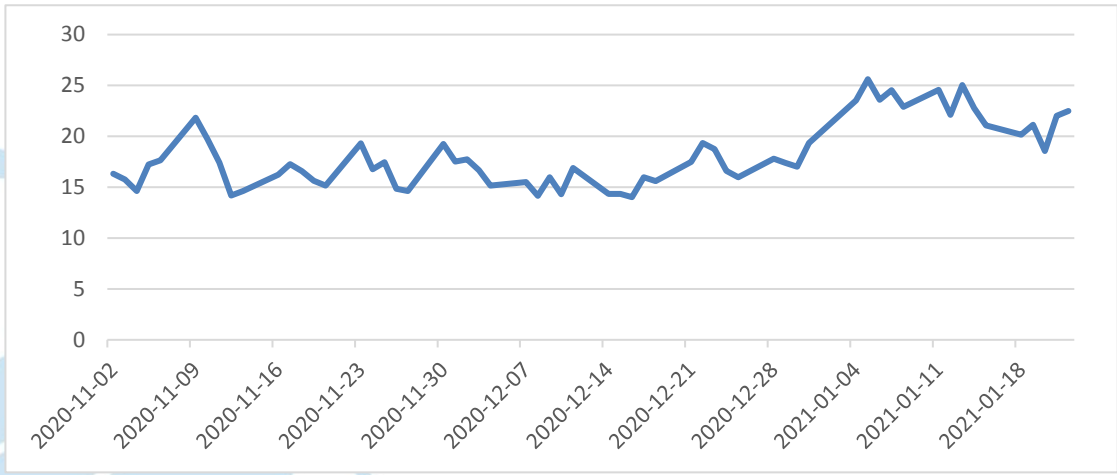
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流入 96.07 亿元，前一期为净流入 179.59 亿元。本周新发行的基金个数为 36 个，上周为 34 个；本周基金发行规模为 1088.28 亿元，上周为 1326.37 亿元。2021 年 1 月份截至 1 月 22 日 IPO 募集资金为 190.29 亿元，增发募集资金 436.18 亿元。交易费用本周为 104.35 亿元，较上周的 115.56 亿元小幅回落。

图表 8：资金监控

基金发行（个数）	
基金发行规模（亿元）	
北向资金（亿元）	

股权融资规模	
交易费用（亿元）	

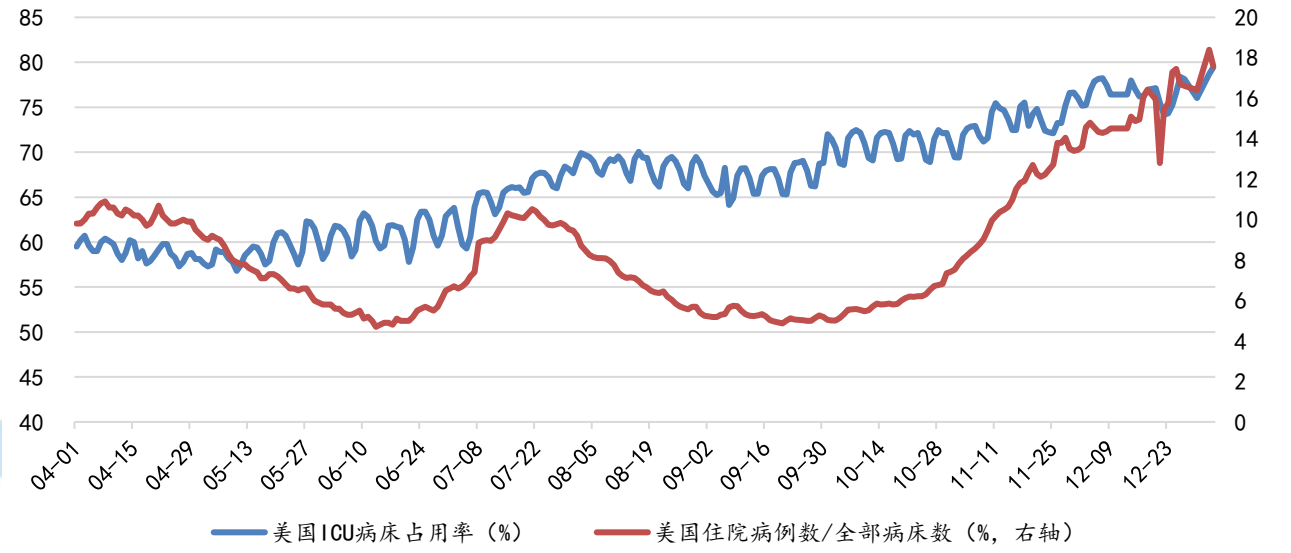
资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 1 月 23 日，全球累计感染人数已经超过 9861 万人，现有确诊人数 2521.5 万人，累计死亡人数超过 211 万人。美国方面，当地时间 1 月 22 日，根据美国约翰斯·霍普金斯大学数据，截至美东时间当天 16 时 22 分(北京时间 1 月 23 日凌晨 5 时 22 分)，美国确诊新冠病毒感染人数达 24771973 人，因为新冠肺炎感染相关死亡人数达 412936 人。该数据与 24 小时前相比，新增确诊 201633 人，新增死亡 4059 人。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 1 月 16 日美国全国 ICU 占用率为 78.34%，较上周基本持平，已经接近我们之前提出的 70%-80%警戒值上限，美国全国病床利用率为 16.48%，较上周明显下降，已经触碰到我们提出的 15%-30%警戒值。我们对美国各州进行单独统计，新冠病人 ICU 占用率排名靠前的密西西比州、阿肯色州、俄亥俄州、德克萨斯州、纽约州、佛罗里达州、北达科塔州和马萨诸塞州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值已超过或接近 40%，排名第一的密西西比州该指标达到 54.66%，较上周再度上升；ICU 病床总占用率 14 日均值，美国排名前 17 位的州均超过 80%，我们统计的美国五十个州

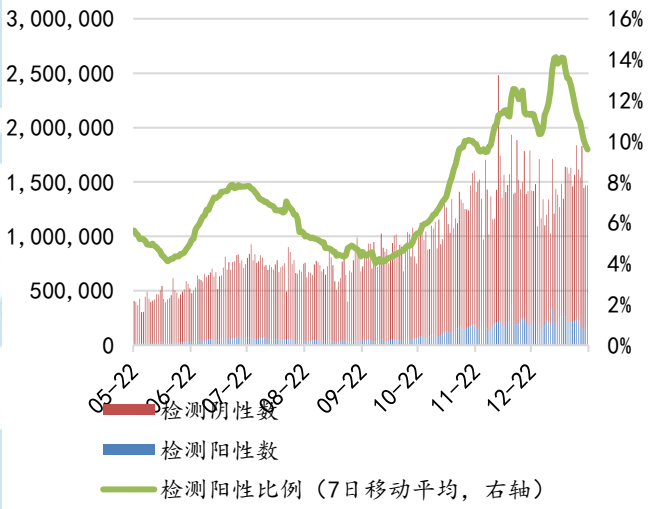
和三个特区或领地中有 32 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值，排名第一的密歇根州和排名第二的北卡罗来纳州 ICU 总占用率 14 日均值超过 90%，上述州的医疗资源存在出现挤兑的风险，需持续关注。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



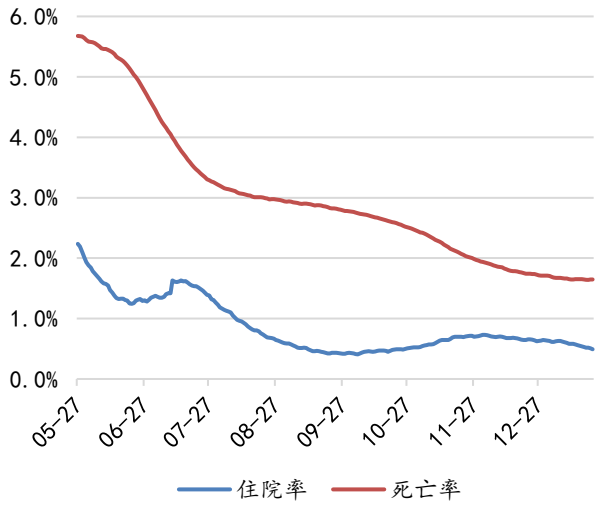
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

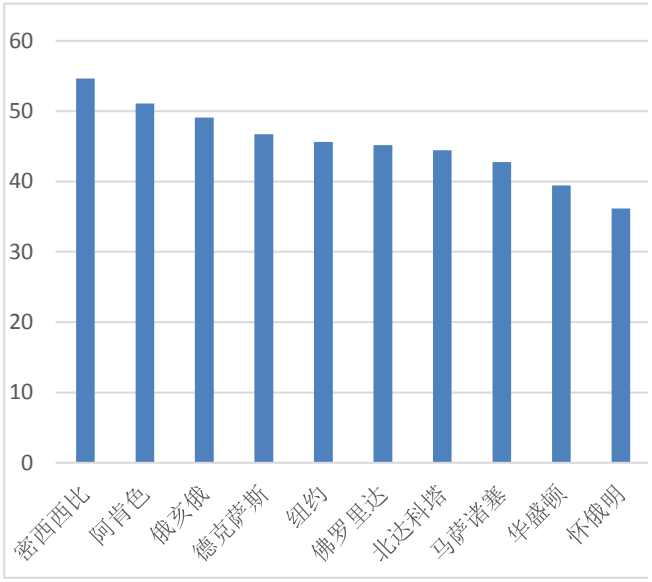
图 11：美国住院率及死亡率



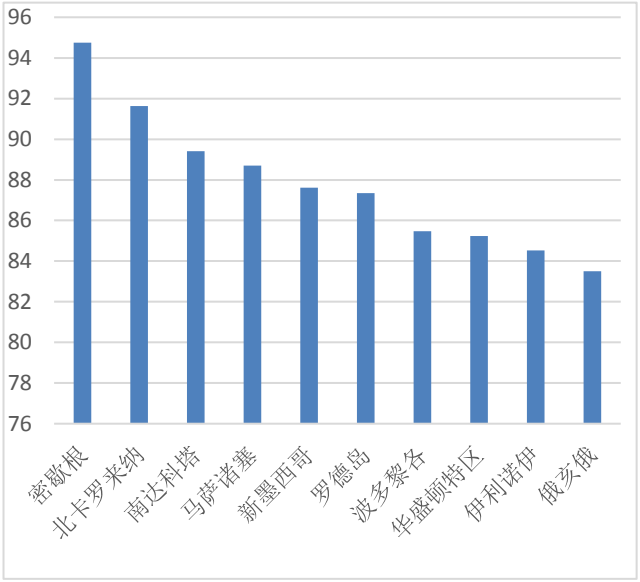
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

图 12：部分州新冠病人 ICU 占用率（14 日均值）

图 13：部分州 ICU 占用率（14 日均值）



资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

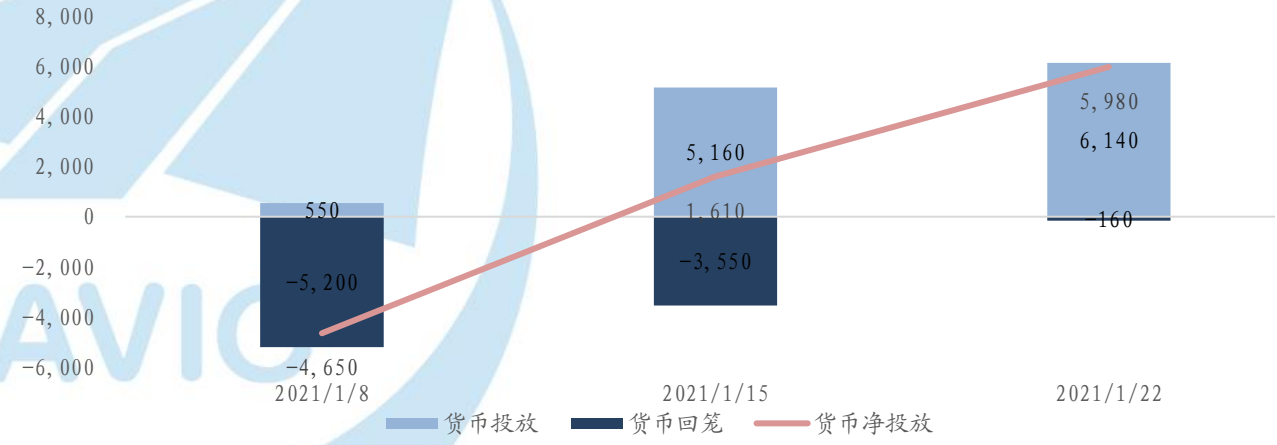


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

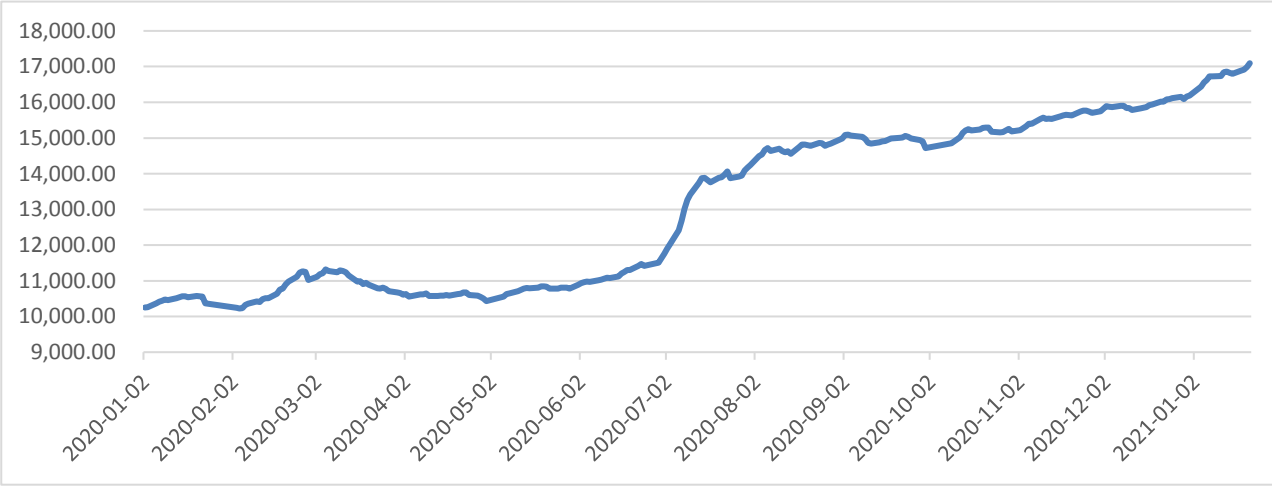
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 5980 亿元，上周为净投放货币 1610 亿元。两融余额为 17095.09 亿元，上周为 16826.20 亿元，较上周上升。

图 14：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 15：融资融券余额（单位：亿元）

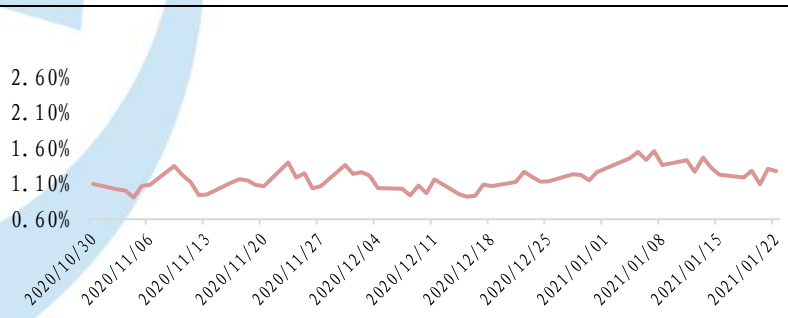
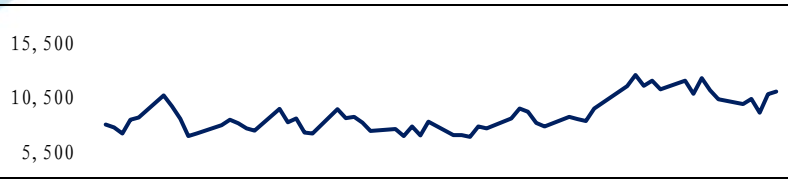


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.23%，较上周的 1.34%有所回落。A 股日均成交金额为 10230.85 亿元，较上周的 11329.23 亿元小幅回落。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2021/1/22 1.23% 上期 2021/1/15 1.34%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/1/22 10230.85		

	上期 2021/1/15 11329.23		

资料来源：Wind、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，中航证券研究所首席宏观分析师。

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券研究所首席策略分析师。

郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640520120001，中航证券研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。