信义山证 汇通天下

# 山证策略·1月观点

## 复苏格局延续，积极参与春季躁动行情

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/月度报告


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）

# 投资要点

**基本面**

**国内：**政策定调不急转弯，跨年流动性维稳，期限利差向上趋势支撑A股。

**海外：**海外流动性充裕，溢出效应下外资仍将维持流入态势。

**市场**

- 指数维持震荡，震荡中枢上移，机构抱团或出现松动但不会轻易瓦解。部分超跌板块业绩转暖，短期存在反弹机会。资金将在抱团板块和超跌板块中反复切换，直至市场走出新主线。

**策略**

- 疫情新高对复苏有扰动，但疫苗已开始推广应用，复苏的大逻辑并未被证伪，低估值顺周期板块仍具备配置价值。
- 信创、游戏的业绩转暖，板块回调时间长而幅度深，短期具备超跌反弹机会。
- 十四五提到“加速武器装备升级换代“，市场对军工业绩预期上调，可关注军工的主题投资机会。
- 特斯拉大幅降价利好新能源汽车产业链。

**行业配置**

- **低估值顺周期：有色、大金融（龙头券商、银行、保险）、煤炭**
- **基本面改善超跌反弹：电子、信创、游戏**
- **长期优质赛道：新能源**
- **主题投资：军工**

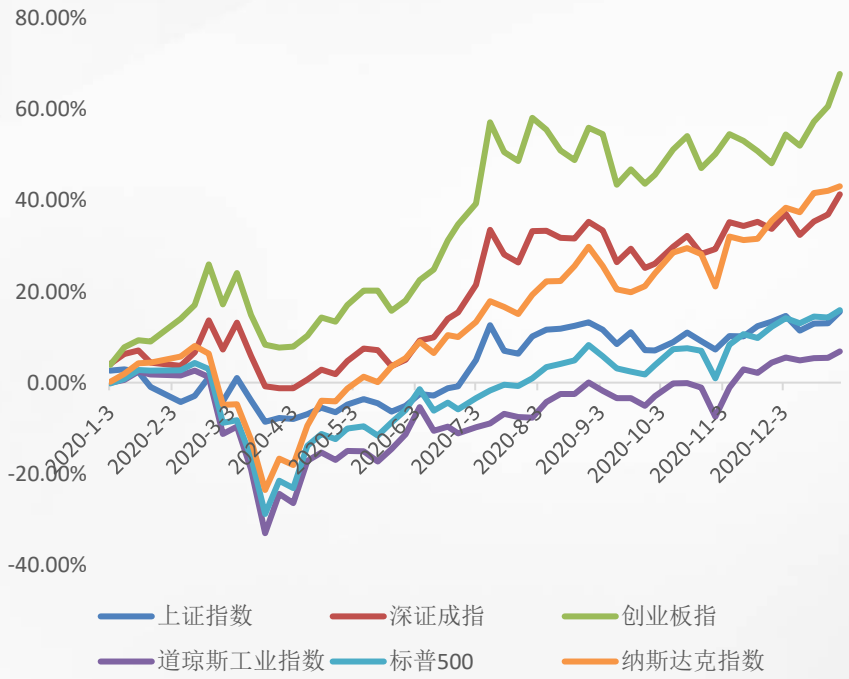
**风险提示：**中美摩擦升级；疫苗研制进度不达预期；政策力度不达预期

市场回顾
宏观分析
市场分析
策略建议

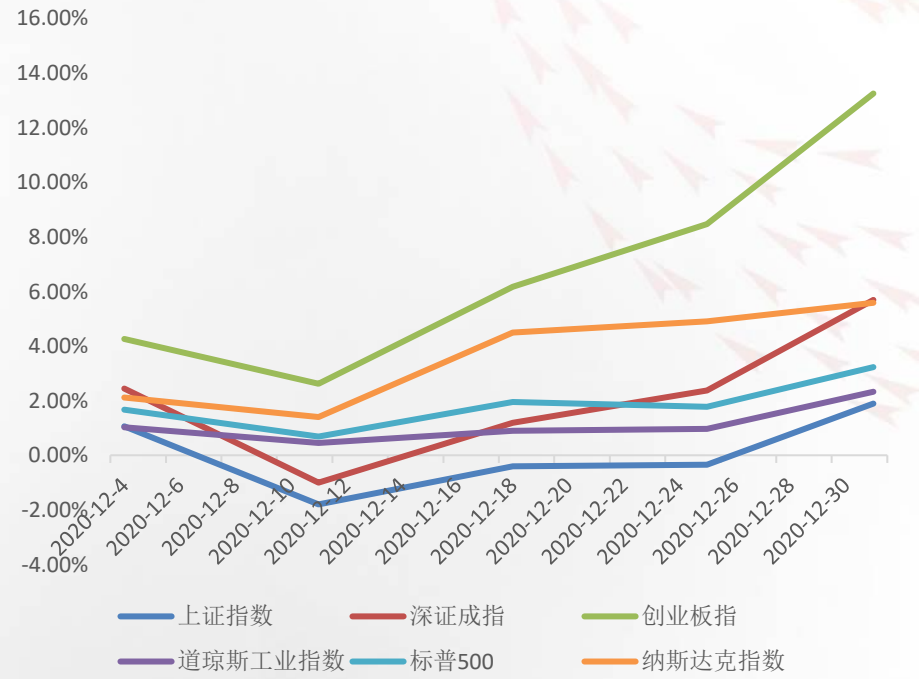
# 12月行情回顾：A股进入防御阶段，三大指数箱体震荡

- 今年以来A股表现强劲。
- 12月份A股较美股表现更好，共性之处在于创指和纳斯达克均跑赢主板。
- 疫苗规模化的推广应用提振了市场的风险偏好，需求侧改革、不急转弯等表态利好弹性较大的中小创，基金抱团新能源等因素是创指大幅上涨的重要原因。

今年以来指数走势




11月份指数走势

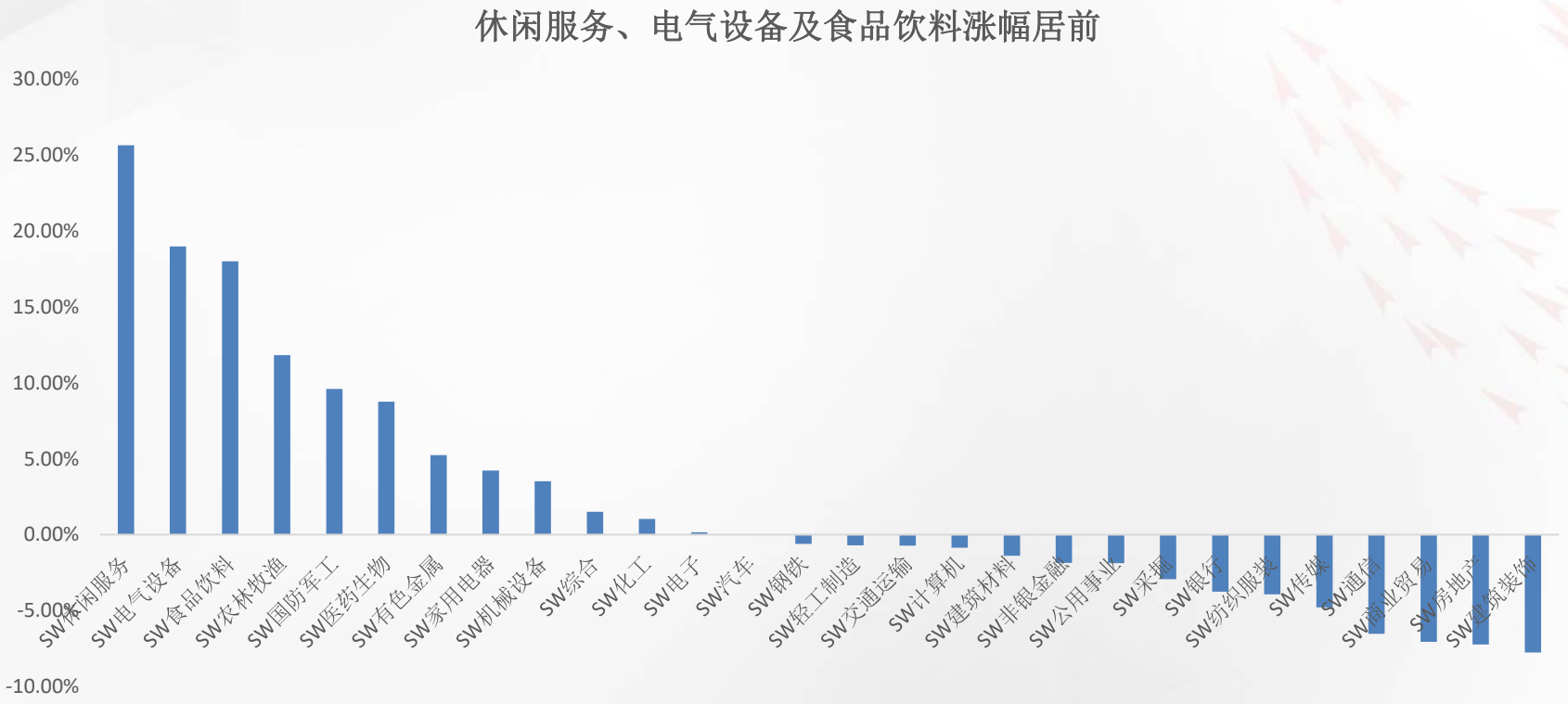



数据来源：wind、山西证券研究所

# 12月行情回顾：休服、电气设备（光伏）、食品饮料（白酒）涨幅居前

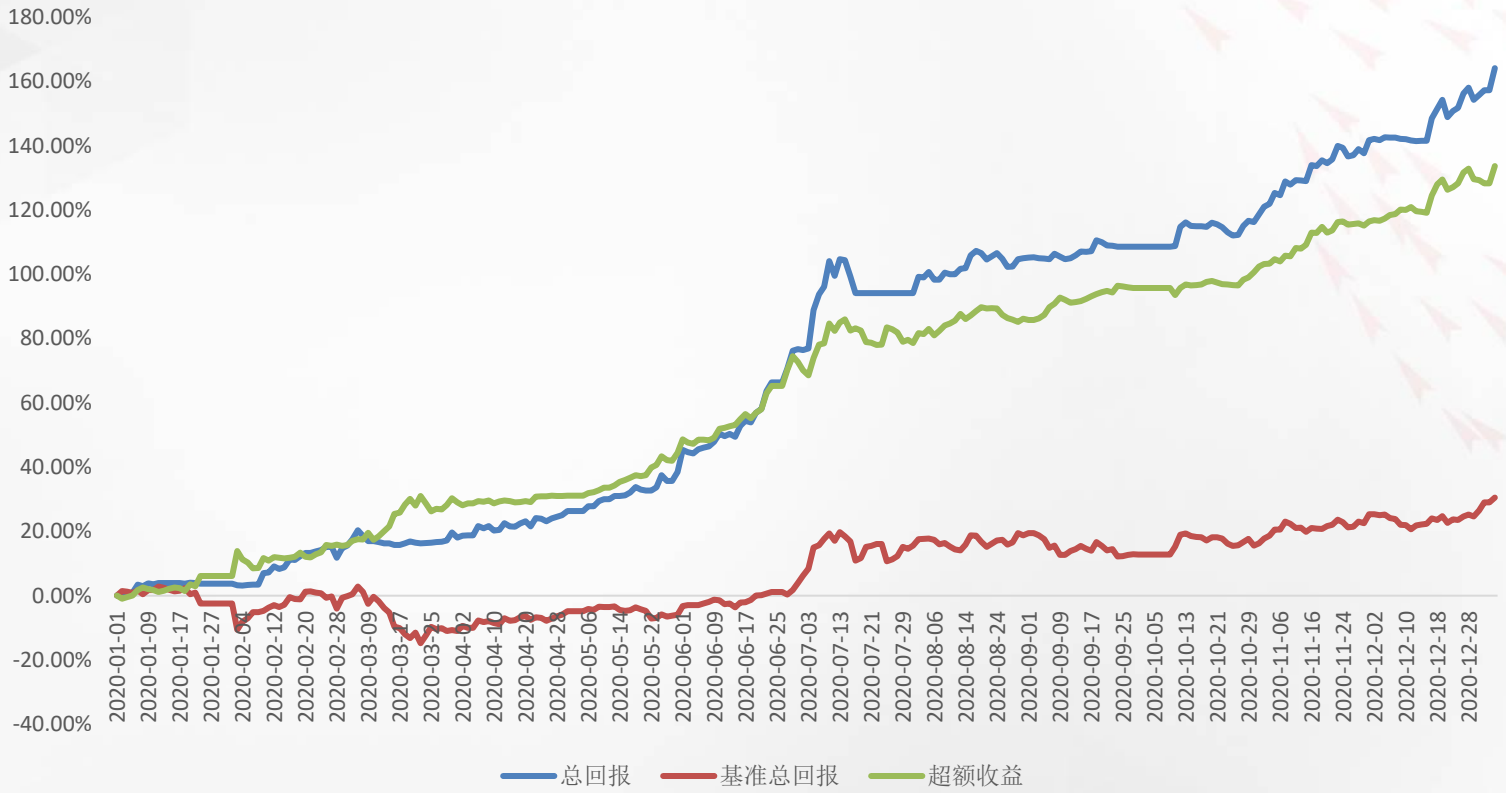
山西证券 SHANXI SECURITIES

- **行业方面，休服、电气设备（光伏）、食品饮料（白酒）涨幅居前。**
- **机构主导12月行情，抱团板块获得明显的超额收益。**涨幅居前的板块均是机构抱团的热点板块，机构抱团、游资介入是这些热点板块




数据来源：WIND、山西证券研究所

- **2020年：**山证行业轮动配置组合总收益为137.84%，超额收益为110.63%。
- **12月份：**山证行业轮动配置组合总收益为7.82%；超额收益为2.76%。




数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
基本面分析
市场分析
策略建议

# 海外：2021年全球经济有望走出疫情，显著回暖



**纵观全球，我们认为2021年全球经济复苏具备较高的确定性，对权益市场影响偏正面。**

- 首先，在新冠疫苗进展顺利的前提下，我们预估2021年疫情大流行有望在全球范围内彻底结束。
- 其次，多数经济体2021年有望回到疫情前水平，需求具备较高弹性而上游资源品供给弹性显著低于需求，预计2021年可能成为商品大年。
- 再次，中美关系在2021年仍然具备较高不确定性，但我们判断相较特朗普执政时期将有所改善。
- 另外，加入RCEP有利于我国双循环战略，未来对欧美国家进出口依赖程度降低，有望一定程度上解决当前产业链两头在外的困局。
- 最后，我们判断美联储2021年大概率保持按兵不动，虽然购债力度可能较2020年有所减弱，但预计不会对资本市场造成过大的扰动。

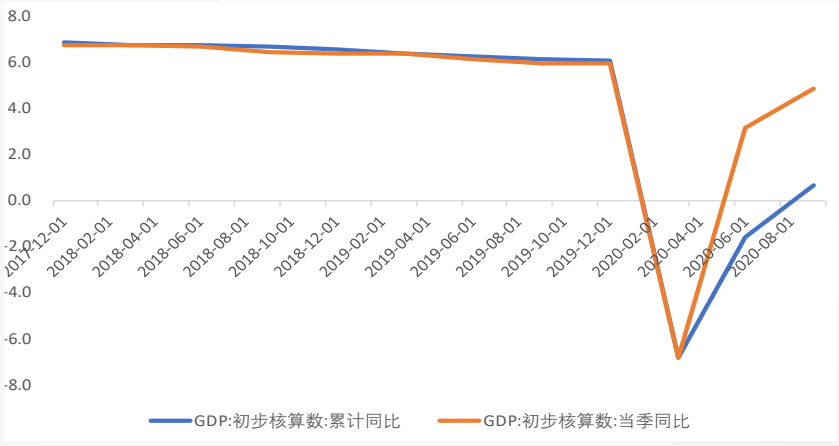
# 回顾2020：经济复苏延续，第三产业恢复较慢

- **前三季度GDP累计增速转正，经济稳步复苏。**2020年前三季度GDP累计增速达到0.7%，实现了累计增速同比的转正，经济稳步复苏。

- **分项来看，第二产业受影响疫情最大，但反弹也最迅速，三季度增速已超过去年同期水平。**
- 疫情缓解后，建筑业和制造业恢复超预期，带动第二产业增速反弹。
- 新冠疫情步入全球大流行后，产能缺口促使中国的出口持续超预期，制造业也随之反弹。
- 前期开工多，地产施工及竣工维持高增速。货币政策支撑地产销售。地产投资韧性超预期。

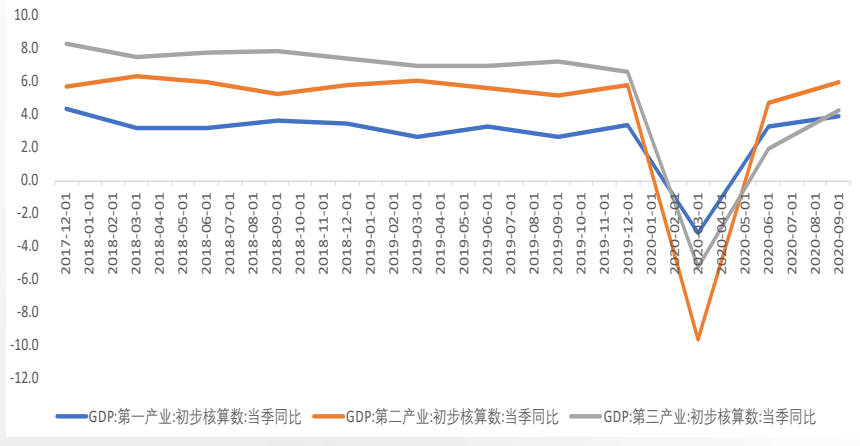
- **我们预计经济复苏的态势仍旧延续，考虑到今年一季度的低基数以及经济增长的惯性，预计2021年上半年经济仍旧会维持较高增长；受基数影响，下半年增速会显著下降。总体来看，全年经济将呈现“前高后低”的态势。**

三季度GDP累计增速转正




数据来源：Wind，山西证券研究所

第三产业恢复速度较慢

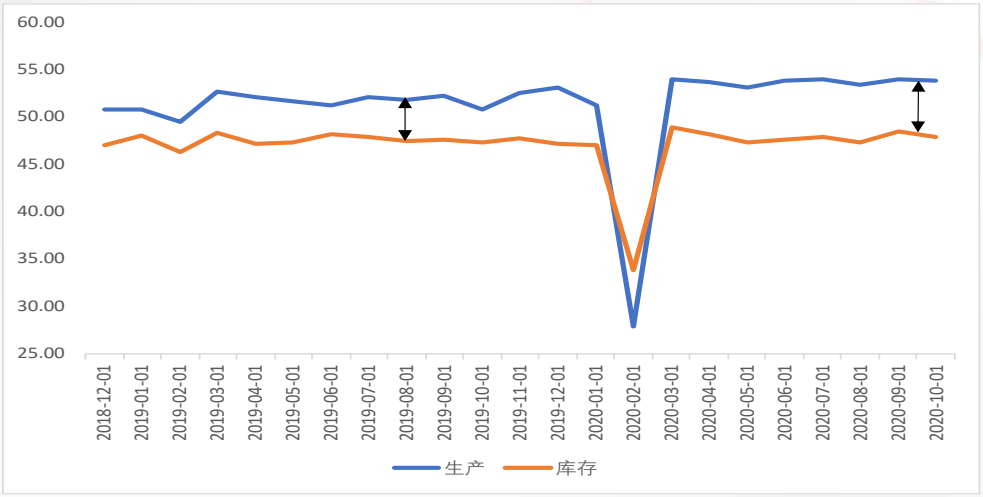



数据来源：Wind，山西证券研究所

# 消费： 经济复苏延续，第三产业恢复较慢

- **展望2021年，消费有望持续复苏。**汽车消费得到政策支持景气度有望延续至明年上半年；地产投资延续性强，家电和建材需求仍有支撑。**投资端，基建地产以稳为主，难有超预期表现。**

疫情后生产与原材料库存背离更为明显




数据来源：Wind，山西证券研究所

- **2021年我们预计有望成为商品大年。**

- **本轮周期品的涨价，这一趋势在全球疫情逐步受控的背景下有望延续。**此前，受疫情影响，全球周期品需求疲软，厂商主动或非主动（因疫情停工或倒闭）压缩产能。而疫情一旦得到有效控制，需求迅速回升，短期商品迎来供需错配，商品价格有望在短期内快速上涨。从中国摆脱疫情后的经验来看，全球大类商品库存迅速下降，一旦疫情结束预计当前库存相对复苏的需求是严重不足的。

- **目前，我们已观察到由需求上升去库存向补库存转化的迹象，未来供需分化有望不断收敛，新一轮补库存周期逐步开启。**2020年四季度与2021年一季度企业有在欧美疫情结束复苏前补库存的动力。

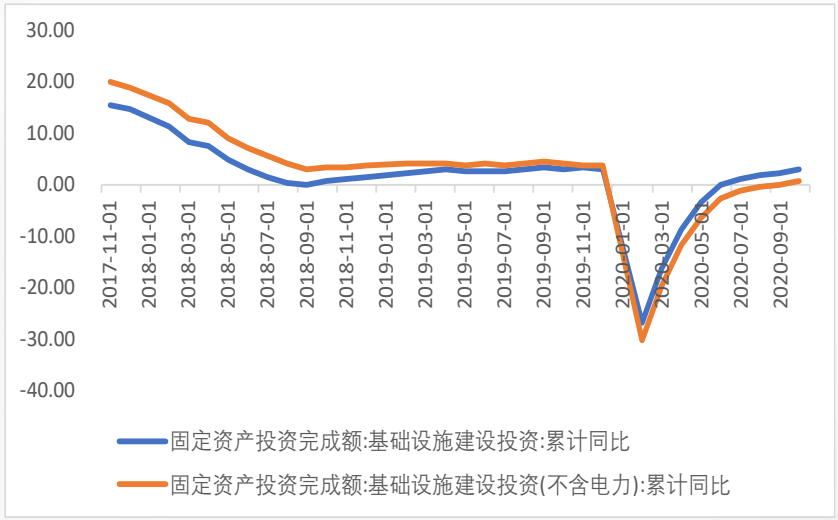
# 投资： 基建地产以稳为主，难有超预期表现

山西证券 SHANXI SECURITIES

- **本年基建增速小幅不及预期。**除了5月份，单月增速超过10%，后续月份单月增速大部分在7%-9%之间，而9月份一度在5%以下。虽然单月增速高于去年，但远小于2017年，即上轮基建上升周期。主要原因有两点：其一，今年的专项债发行速度低于去年同期。其二，地方政府优质储备项目不足。

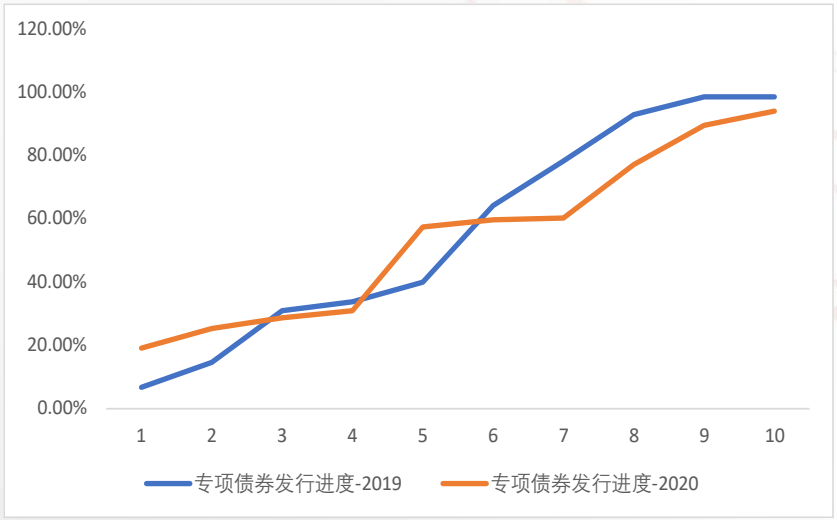
- **展望2021年，我们判断基建增速将维持低位，既无断崖式下跌的风险，但也难超预期。**今年由于地方债集中发行偏晚，加之四季度北方进入停工期，一部分工程施工期将延续到明年，明年的基建增速有保障。同时，由于经济持续复苏，逆周期调节的必要性降低，基建能得到的增量资金也有限，故基建也难超预期。**综上，我们判断明年基建投资增速在一季度达到高点，随后逐渐回落，但在上半年仍能达到7%左右增速，在年底回落至4%左右。**

2020年基建增速小幅不及预期




数据来源：Wind，山西证券研究所

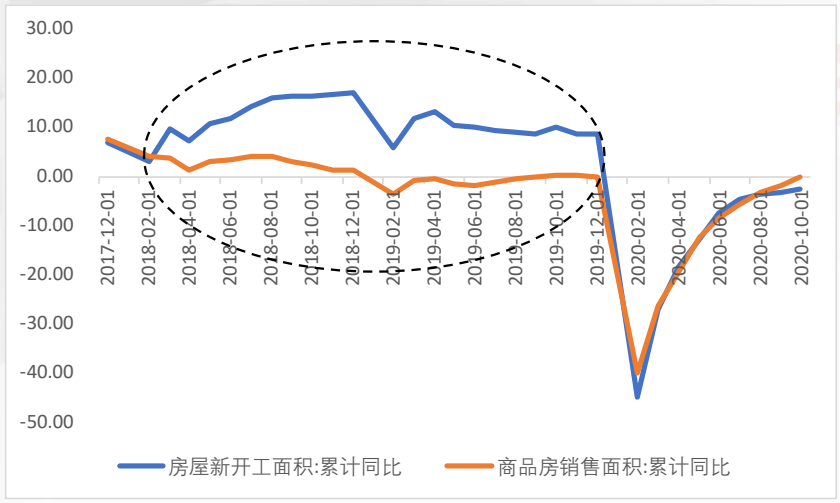
今年地方债发行低于去年同期




数据来源：Wind，山西证券研究所

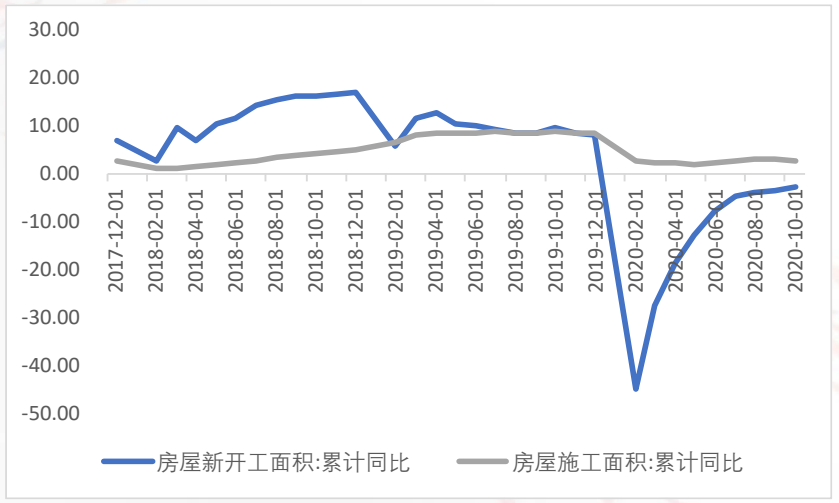
# 投资： 基建地产以稳为主，难有超预期表现

前期新开工维持高增速




数据来源：Wind，山西证券研究所

新开工走弱施工韧性较强




数据来源：Wind，山西证券研究所

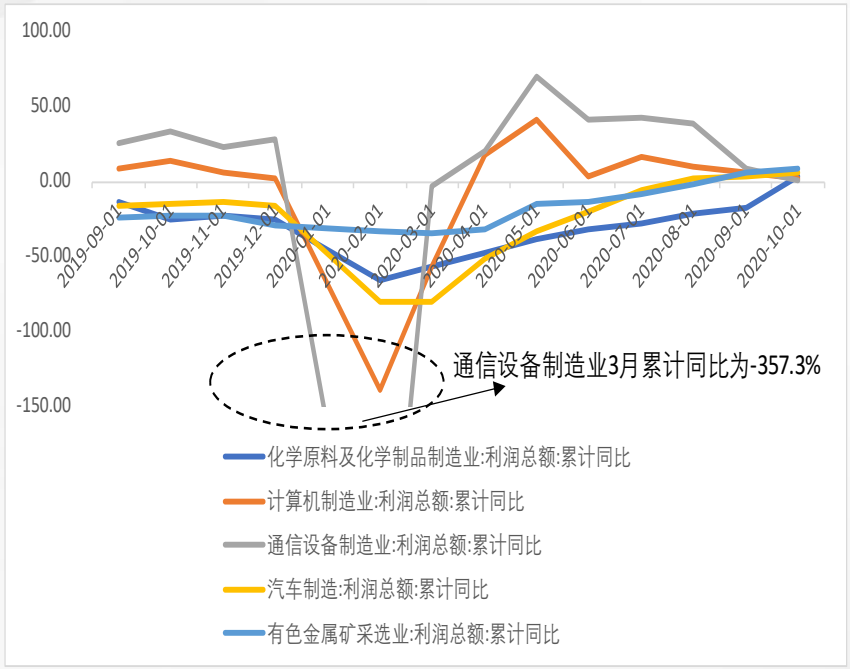
- **展望2021年，我们认为房地产投资面临一定的下行压力。**房企融资三道红线下，地产买地意愿下降。虽然相关措施还未正式生效，但购置土地面积增速已经出现明显回落。从新开工增速来看，地产步入下行周期，“抢开工”现象大概率不会再演。2018年时，新开工增速与销售、施工出现背离，原因在于当时房地产市场热度较高，房企通过加速新开工仍可实现加速推盘，加速销售，抢占市场份额。当下房地产市场热度下降，新开工抢销售意义不大。施工增速韧性较强，但难以超预期。同时，货币政策以稳为主，预计抑制地产销售。

- **受基数影响，地产投资增速将前高后低。**我们预计，土地购置费同比或在明年中期达到20%左右，后续逐渐上升至25%左右。而建安投资同比因为基数效应，明年初有望超过20%，明年中期下降至10%左右，而年底或在5%左右。整体房地产投资在明年中期因为基数效应会抬升至14%左右的水平，而明年年底降至10%左右，低于目前接近13%的水平，和2019下半年持平。

# 行业：下游率先复苏，景气程度由下游向上游传导

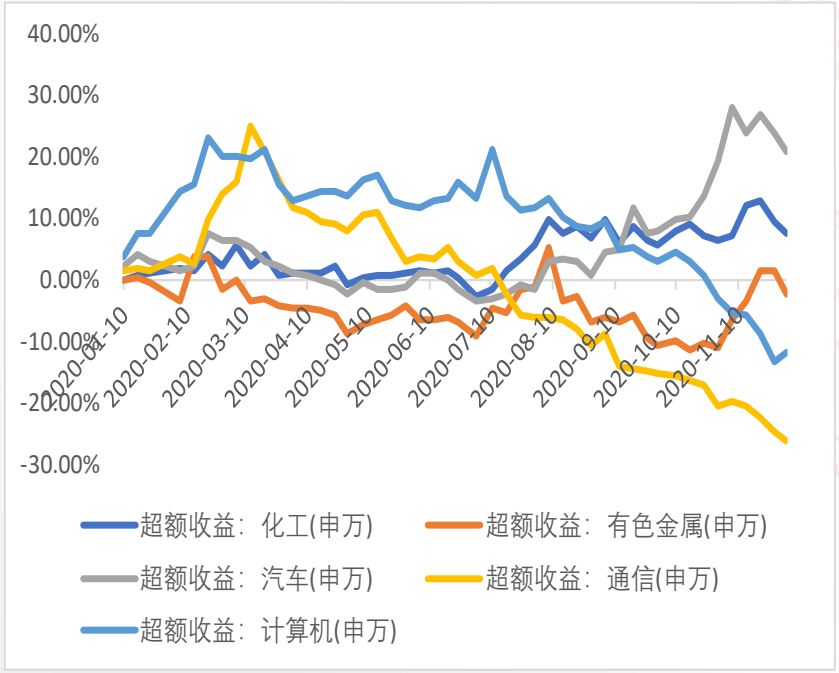
- **疫情受益行业、中游、上游递进改善，A股科技、汽车、周期板块也轮动上涨。**3-5月份，受益于远程办公、教学，通信、计算机产品需求大增，推动行业利润增速止跌反弹，迅速转正，A股相关板块也随之大涨。8月份汽车行业利润总额转正，此后市场开始提到对汽车的关注度。临近年底，有色、化工的利润总额增速也随之转正，但在其转正之前A股已经提前反应。总体来看，疫情之后经济逐步复苏，上游、中游及下游的利润逐步改善。

周期的利润出现明显改善




数据来源：Wind，山西证券研究所

科技、汽车、周期轮动上涨



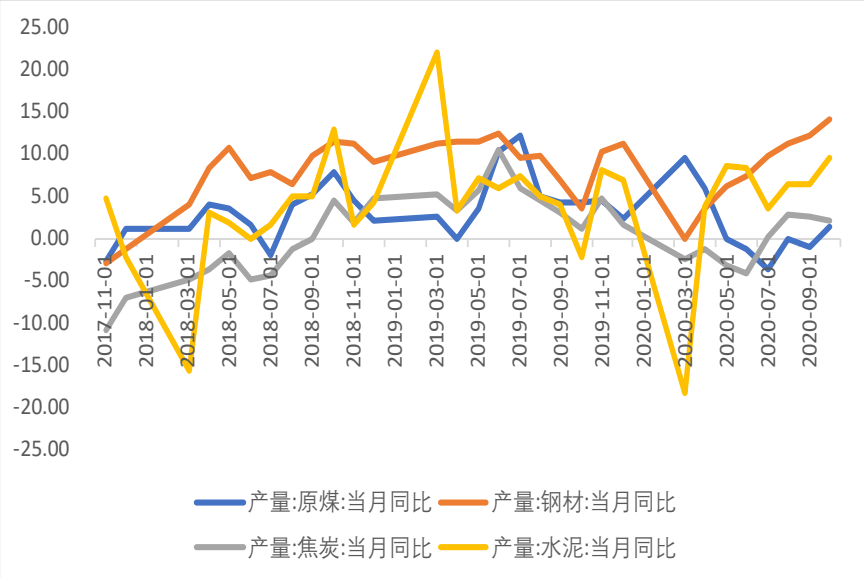

数据来源：Wind，山西证券研究所

# 行业：下游率先复苏，景气程度由下游向上游传导

山西证券 SHANXI SECURITIES

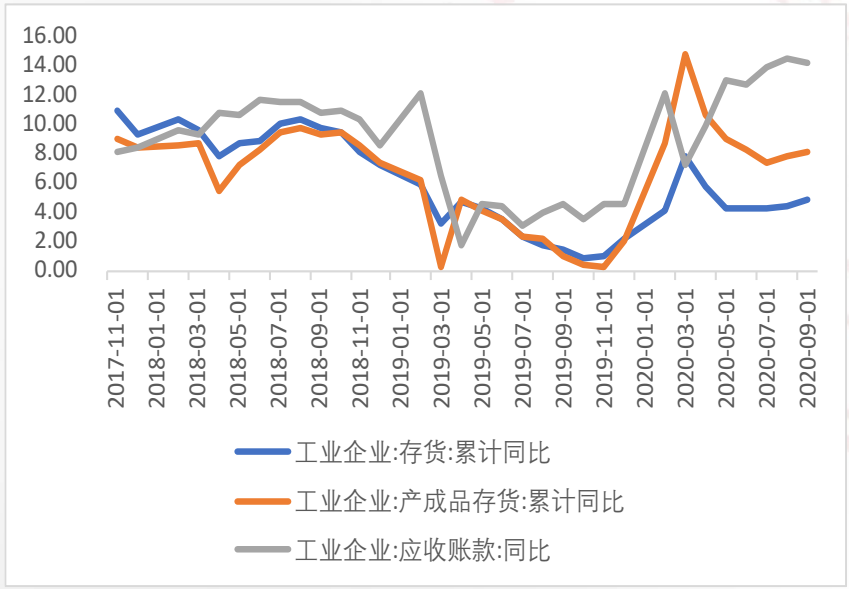
- **从主要工业品来看，除焦炭价格外，钢材、水泥、原煤等主要工业品产量均出现止跌回升迹象。**与2019年不同，本轮周期品产能回升是受益于需求拉动的。工业企业的财务指标也可佐证这一点，存货及产成品累计同比增速在疫情期间大幅上升，但疫情后下降走平；而应收账款同比增速维持高位，下游需求旺盛。

主要工业品产量增速回升




数据来源：Wind，山西证券研究所

工业企业存货下降应收账款回升

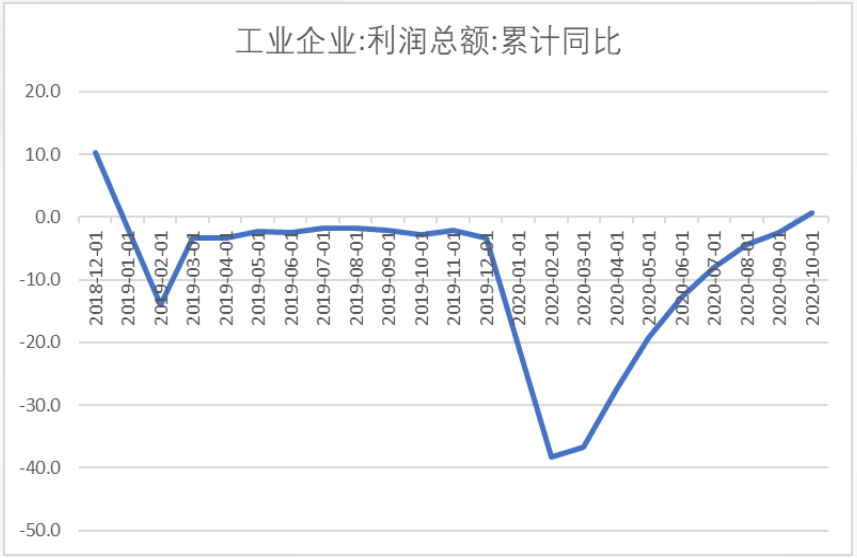



数据来源：Wind，山西证券研究所

# 行业：下游率先复苏，景气程度由下游向上游传导

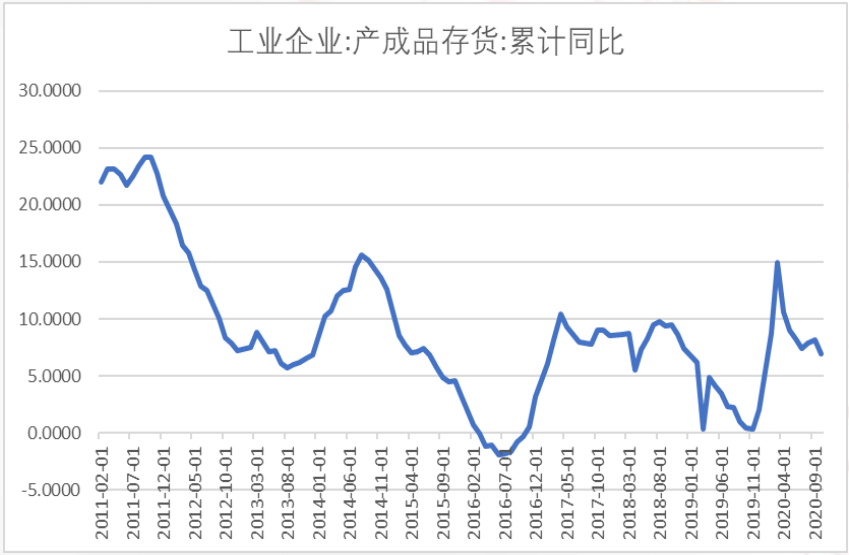
- **本轮周期品的涨价，以及周期板块利润的改善根源是供需错配。**当下疫情仍旧严峻但疫苗已经出现，叠加欧美圣诞节效应，下游需求回升。但从供给端来看，制造业活动的恢复需要时间，短期内难以满足需求，即造成了供需错配。

工业企业利润持续回升




数据来源：Wind，山西证券研究所

产成品库存持续下降




数据来源：Wind，山西证券研究所

- **展望2021年，整体库存周期开始恢复，新一轮库存周期将逐步开启。**在疫情大概率被控制的假设下，预计美国社会活动可能在2021年6-7月恢复正常，整体经济活动供需格局可能届时恢复，届时中美贸易可能回归至2018-2019中值水平。此外，全球需求也将进一步回暖，1-10月工业企业产成品存货增速较1-9月的8.2%回落至6.9%，显示企业产成品库存压力明显缓解；工业企业的生产随着利润的改善也进入恢复，目前已基本恢复到常态。

# 政策：中央经济工作会议强调不急转弯

山西证券 SHANXI SECURITIES

**宏观政策延续，稳定市场预期。**去年的表述是“前瞻性、针对性、有效性”，而今年的是“连续性、稳定性、可持续性”。2019年年底，我国财政及货币政策均维持常态化，并未有大幅调整，故宏观调控要有前瞻性，来更好的熨平经济波动。但今年为应对新冠疫情，我国财政货币力度明显加大。在疫情得到控制后，非常态化的宏观政策面临的首要问题是退出。市场对于财政及货币政策的退出已早有预期，但对于退出的节奏和力度有所争议。从本次会议来看，宏观政策的大方向是以稳定为主，此次着重提到“不急转弯”，也是为了稳定各方预期，便于金融和实体进行合理安排，避免因预期不明而影响微观主体的判断，从而对经济发展造成负面影响。

| | | 2019年中央经济工作会议（2019年12月10-12日） | 2020年中央经济工作会议（2020年12月16日-18日） | 变化 |
|---|---|---|---|---|
| 宏观政策 | 政策框架 | 要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，**提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。** | 明年**宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。**要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，**政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，**以高质量发展为“十四五”开好局。 | **新增”政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。“** |
| | 财政政策 | 积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，**支持基层保工资、保运转、保基本民生。** | 积极的财政政策要提质增效、**更可持续，保持适度支出强度，**增强国家重大战略任务财力保障，**在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，**党政机关要坚持过紧日子。 | 新增”保持适度支出强度“ |
| | 货币政策 | 稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。**要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，**增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。 | 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，**保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，**加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，**深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。** | 再提”保持宏观杠杆率基本稳定“，新增“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定” |

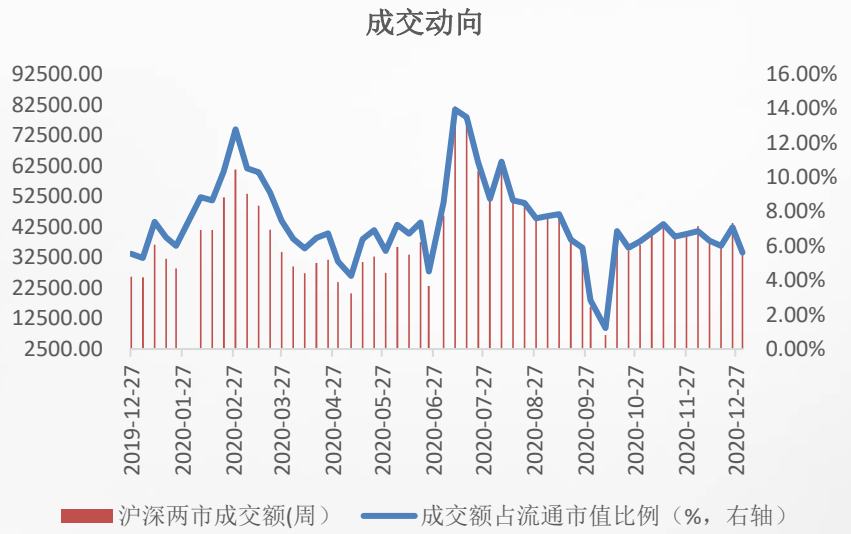
数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
宏观分析
市场分析
策略建议

# 市场情绪：成交额高位震荡，创指缩量上涨

- 成交额：成交额维持高位震荡。
- 杠杆资金：杠杆资金低于80%分位水平，杠杆资金并非12月行情的主要推动力。
- 换手率：创指换手率低于主板，机构抱团下创指缩量上涨。

12月成交量维持高位震荡




数据来源：Wind，山西证券研究所

创业板指换手率低于主板

| | 分位数 |
|---|---|
| 沪深两市成交额(周) | 83.90% |
| 成交额占流通市值比例（%，右轴） | 55.30% |
| 融资买入额（亿元） | 87.40% |
| 融资买入占两市成交额（%，右轴） | 78.80% |
| 沪指换手率(%) | 79.20% |
| 深成指换手率(%) | 83.50% |
| 创业板指换手率(%) | 51.20% |

数据来源：Wind，山西证券研究所

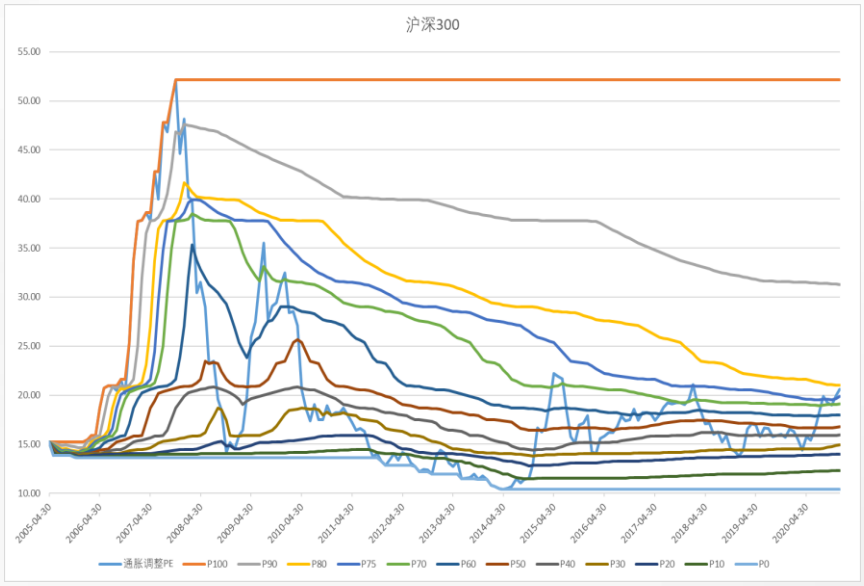
# 指数估值：整体合理



➢ **综合考量，目前沪深300的估值相对合理，**目前相对合理的估值已经一定程度上反映了经营会回暖的预期，未来估值继续上升需要经济基本面或企业盈利继续好转。

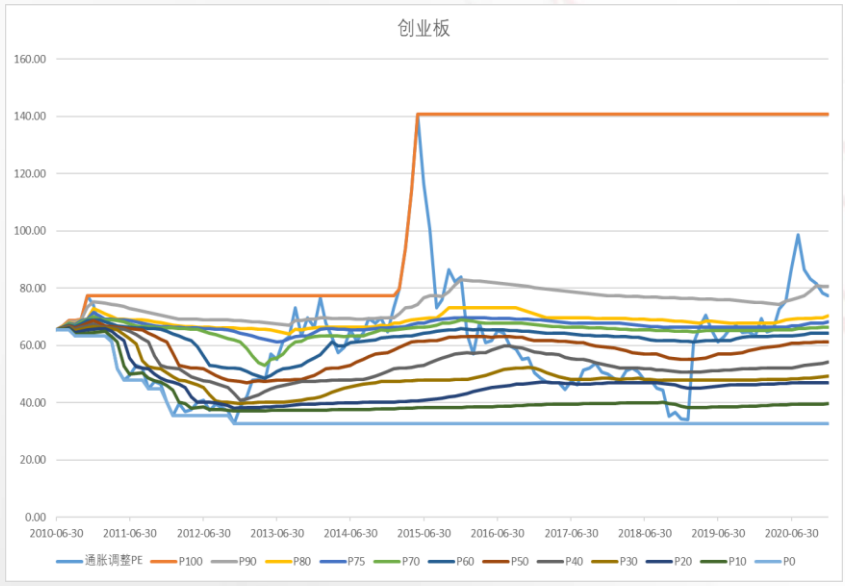
➢ **从盈利预期角度分析，创业板估值相对合理。**值得注意的是，高估值依赖高ROE预期，投资者需要关注警惕宏观环境变化导致ROE下调带来的估值冲击。

沪深300的估值相对合理




数据来源：Wind，山西证券研究所

创业板估值持续下修




数据来源：Wind，山西证券研究所

# 行业估值：电子、传媒、通信的估值较7月份明显回落

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券股份有限公司 SHANXI SECURITIES CO., LTD.

## 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 | 16.6 | 30.9 | 14.6 | 48.7 | 14.5 | 9.0 | 47.7 | 30.1 | 75.4 | 31.7 | 28.3 | 36.8 | 25.7 | 27.3 | 16.0 | 53.7 | 164.6 | 45.4 | 18.6 | 24.8 | 8.6 | 50.0 | 70.7 | 36.2 | 37.5 | 7.2 | 18.7 | 36.4 |
| 历史最高 | 85.7 | 66.0 | 142.9 | 122.4 | 44.4 | 31.2 | 87.3 | 115.3 | 223.4 | 32.0 | 28.3 | 52.8 | 97.6 | 60.0 | 102.3 | 53.7 | 164.6 | 65.8 | 32.7 | 37.6 | 28.4 | 100.1 | 143.6 | 125.7 | 85.2 | 10.4 | 36.1 | 101.9 |
| 历史最低 | 11.0 | 13.2 | 5.8 | 22.6 | 10.2 | 9.0 | 21.2 | 13.4 | 28.6 | 11.3 | 10.7 | 18.6 | 14.9 | 13.8 | 15.6 | 16.7 | 24.9 | 24.1 | 14.1 | 12.4 | 8.4 | 23.2 | 29.5 | 19.5 | 28.8 | 4.7 | 10.9 | 22.7 |
| 过去1年PE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 过去10年PE范围 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PE分位数 | 40.3% | 61.3% | 27.7% | 63.0% | 23.5% | 0.0% | 89.0% | 51.2% | 63.0% | 99.1% | 100.0% | 82.3% | 23.5% | 55.4% | 0.8% | 100.0% | 100.0% | 88.2% | 20.1% | 89.9% | 1.6% | 53.7% | 83.1% | 29.4% | 25.2% | 78.1% | 56.3% | 40.3% |
| PB | 1.1 | 2.6 | 1.0 | 2.8 | 2.2 | 0.8 | 4.3 | 2.7 | 3.7 | 2.3 | 4.2 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 3.6 | 10.8 | 7.7 | 4.8 | 1.4 | 1.5 | 1.1 | 4.3 | 4.2 | 2.5 | 2.3 | 0.7 | 2.0 | 2.1 |
| 历史最高 | 3.9 | 4.5 | 2.4 | 6.2 | 4.1 | 3.6 | 6.3 | 5.6 | 7.9 | 3.9 | 4.4 | 5.2 | 5.5 | 4.6 | 6.3 | 10.8 | 7.7 | 7.4 | 3.9 | 3.4 | 3.4 | 6.2 | 14.2 | 10.6 | 5.9 | 1.7 | 3.8 | 6.5 |
| 历史最低 | 0.9 | 1.6 | 0.7 | 1.7 | 1.5 | 0.8 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 1.4 | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 2.4 | 3.1 | 2.5 | 2.6 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 2.1 | 2.4 | 1.7 | 1.3 | 0.7 | 1.5 | 1.2 |
| 过去1年PB | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 过去10年PB范围 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PB分位数 | 10.9% | 60.5% | 35.2% | 41.1% | 52.1% | 0.0% | 90.7% | 60.5% | 74.7% | 63.0% | 97.4% | 21.0% | 31.9% | 8.4% | 53.7% | 100.0% | 100.0% | 84.0% | 9.2% | 45.3% | 0.0% | 89.9% | 51.2% | 18.4% | 26.8% | 6.7% | 63.8% | 26.0% |

**山证策略**

长按识别二维码

公众号：sxzq-yjs

数据截止时间：2020.12.31

数据来源：WIND，山西证券研究所

# 资金：基金发行规模显著上升

- **2021年，A股市场有望迎来16000-17000亿元左右的增量资金。**

- **公募基金募集预计将继续保持较高水平.未来几年内，在房住不炒的主基调下，居民资产配置向金融资产倾斜、金融资产配置向机构倾斜的带动下，公募基金将成为居民对A股市场配置的重要通道。**今年公募基金无论是从募集数额或是数量上都已经超过了过去几年的水平，A股市值中机构持股比例也出现了进一步上升的趋势。我们认为明年股票型公募基金将维持今年增速，新募集资金规模或与今年大致持平，为权益市场带来6000-7000亿元左右的增量资金。

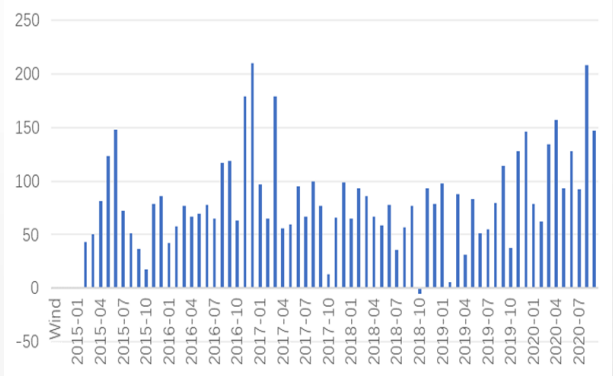
- 根据基金业协会公布数据，截至2020年9月进行证券市场投资的私募基金管理人数量为8844家；存续备案私募证券投资基金规模3.18万亿元。私募数量和行情有较强相关性，预计年底到明年年初将有一定的增加，私募基金有望延续今年的增长势头。**基于一定的比例假设我们估算可为二级市场提供3000亿元左右规模的增量资金。**

A股市场流通市值及参考持仓量




数据来源：Wind，山西证券研究所

月新增公募基金数量



数据来源：Wind，山西证券研究所

私募基金规模




数据来源：Wind，山西证券研究所

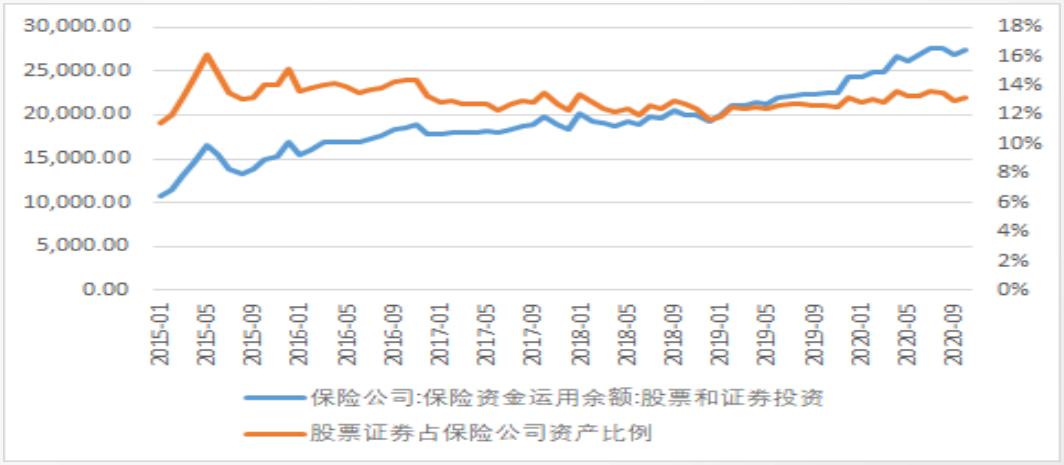
# 资金：基金发行规模显著上升

- **在政策鼓励长期资金入市的方向下，险资入市比例有提升空间。综合来看，我们估算明年来自保险公司的资金有望为市场带来约3000亿元的增量。**截至2020年10月，保险公司资产中投资股票和证券投资的比例较年初略微下降，但受益于可投资余额的快速增长，资金规模增加了超2300亿元。

- **我们认为明年社保及养老体系资金增量规模将有望在1000亿元左右。**社保和养老金方面，截至今年第三季度，持股市值相较去年同期增加了1411.6亿元，由于政策因素，今年养老金入市比例提高，入市资金规模相对较大。

- **十四五规划中重点提到对我国对外开放，保护外商、外资，推进人民币国际化事项。**考虑到当前A股相对全球仍具备一定优势， 我们预计2021年作为＂十四五＂规划的第一年，我国将加快资本市场改革开放的步伐，以及人民币进一步升值空间的打开，外资对于人民币资产的持有意愿有望进一步提升并带来资金流入，**估算明年的外资净流入规模大约在3000亿元左右。**

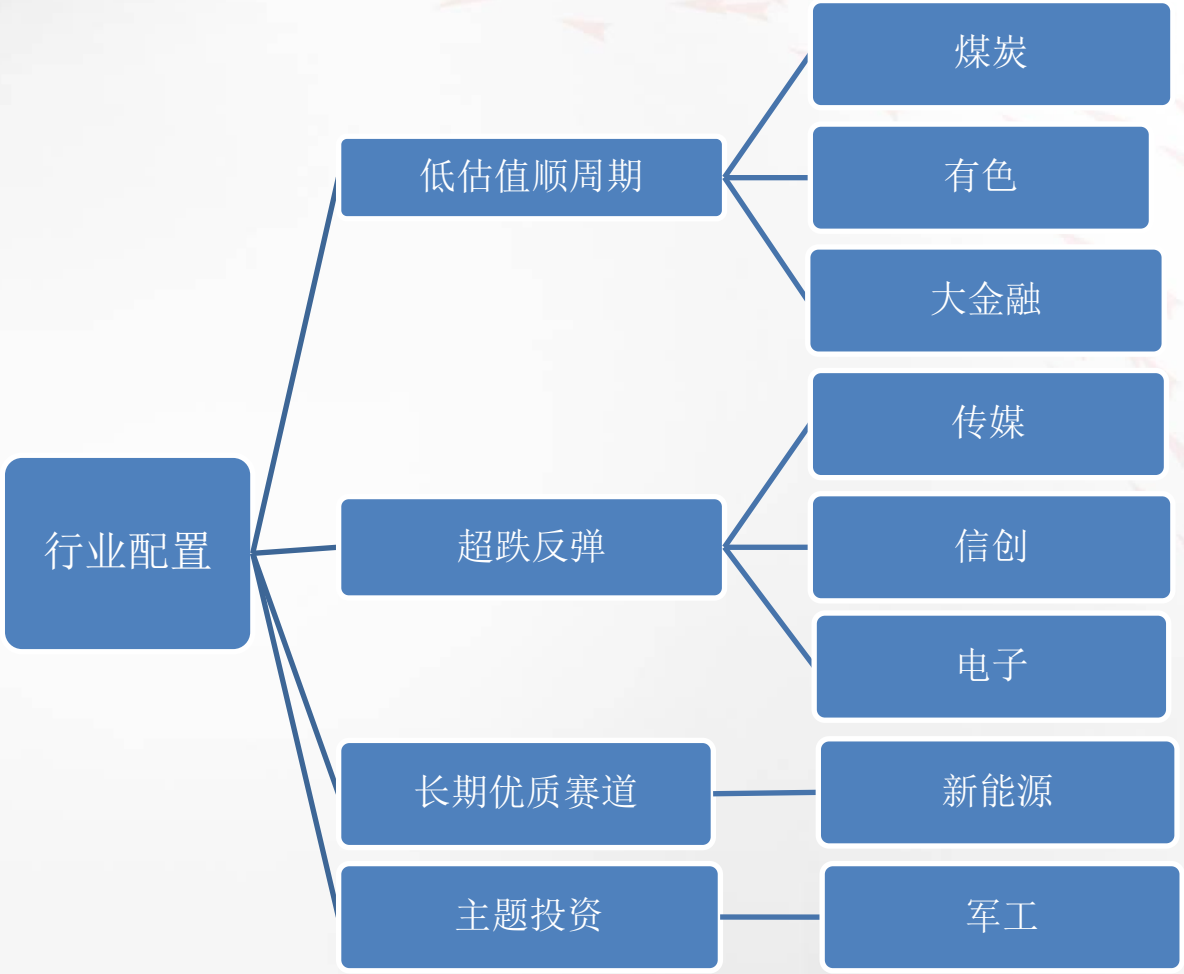
险资可投资余额与股票占险企资产比例




数据来源：Wind，山西证券研究所

市场回顾
宏观分析
市场分析
策略建议

- 指数维持震荡，机构抱团或出现松动但不会轻易瓦解。部分超跌板块业绩转暖，短期存在反弹机会。资金将在抱团板块和超跌板块中反复切换，直至市场走出新主线。




数据来源：WIND、山西证券研究所

# 有色：迎来有利的宏观环境



- 疫苗提振经济增长前景预期，明年上半年全球经济需求大概率全面复苏，需求先于供给快速复苏，叠加弱美元周期影响，工业金属价格有望进一步走升，重点关注铜、铝等工业金属。
- **以铜为例分析，我们认为板块景气度延续，价格仍未到顶。**从需求来看，需求复苏叠加美联储宽松预期继续推高铜价。从库存来看，铜库存位于低位，需求复苏预期下2021年铜将迎供需错配。供给约束下2021年铝仅200万吨新增产能可投放，2021年海外需求回暖下国内供需格局将进一步紧张。
- **新能源汽车产业链高景气行情预计持续，在下游采购需求持续走强拉动下，锂钴镍相关原材料价格预计继续上行。当前钴价上涨刚刚启动，板块更具配置价值，同时锂价上涨有望超预期并带动板块持续走强。**

工业企业利润持续回升




数据来源：Wind，山西证券研究所

铜库存处于低位




数据来源：Wind，山西证券研究所

# 大金融：保险、银行、券商

- **银行：业绩修复+较低估值，底仓配置价值凸显**

回顾来看，银行业在净利润增速改善期间出现上涨行情的可能性较大（如 2014 年、2017 年和 2019 年）。目前银行业净利润增速正在由负转正区间，业绩进一步改善的确定性较高，改善幅度也可能较大，板块行情有进一步上行的动力。另外从估值来看，银行业市净率的历史分位数仅为6.07%，估值修复的空间也较大。

- **2）保险：低基数+开门红，保费有望大幅增长。**

现阶段经济持续复苏有望改善居民收入，居民保险意识也在不断提升，险企正在积极布局2021开门红工作，叠加去年的低基数效应，2021年有望开启新一轮的保费和新业务价值大幅增长周期，险企负债端大概率有超预期表现，资产端的权益投资收益也有望进一步增厚，利率上行、利差扩大的宏观环境也更凸显；整体来看板块估值有望持续得到修复，建议重点关注行业龙头的表现。

- **3)券商：全面注册制+资本市场改革深化+头部优势凸显**

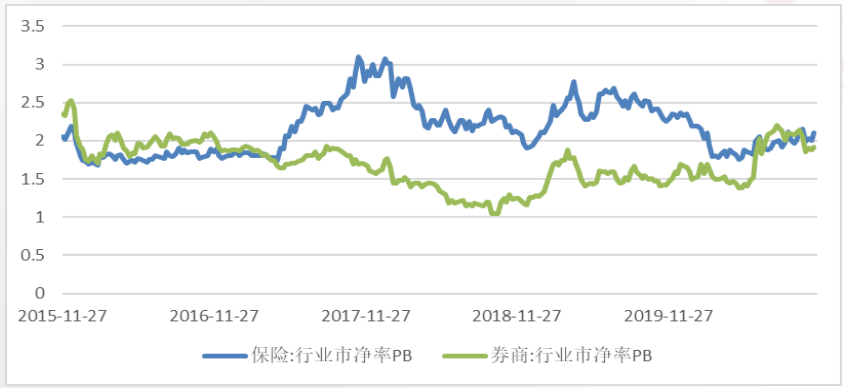
目前资本市场制度改革持续推进，未来全面注册制落地，上市资源将进一步向头部券商集中。当前券商业务发展整体不断趋向头部化，行业集中度提升趋势明显，叠加监管层扶优扶强的思路以及打造航母级券商的诉求，头部券商的优势将进一步强化，建议重点关注相关投资机会。

创业板指数PE-预期ROE点阵图(红框为目前所处位置)




数据来源：Wind，山西证券研究所

保险及券商行业市净率PB



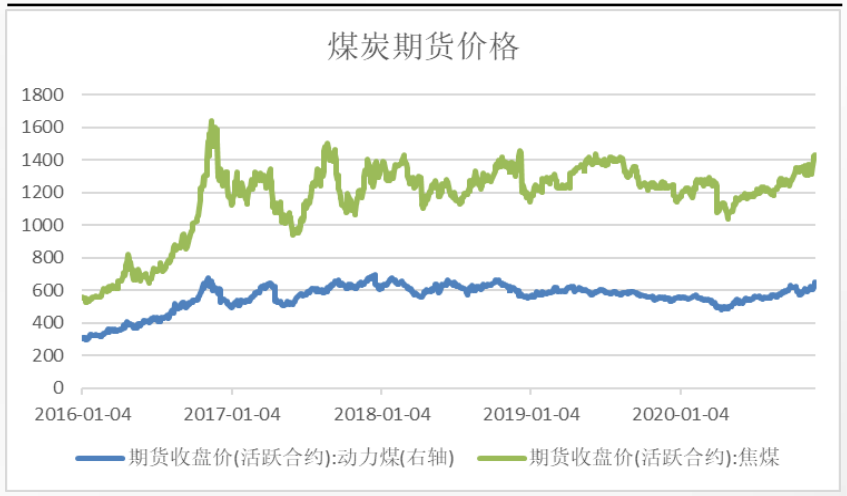

数据来源：Wind，山西证券研究所

# 煤炭：行业景气度上行

- **以煤炭为例分析，我们预计，后续旺季需求和成本因素还将助推港口煤价出现约20元左右的涨幅（已经兑现）。行业景气度改善大概率延续至2021年中期。**从需求来看，下游需求持续释放，采购需求维持高位。从库存来看，库存中低位运行，冬季补库存动力明显。供给政策有所松动但短期效果难现，短期供给缺乏弹性。此外，四季度环保政策仍不放松，超市场预期。

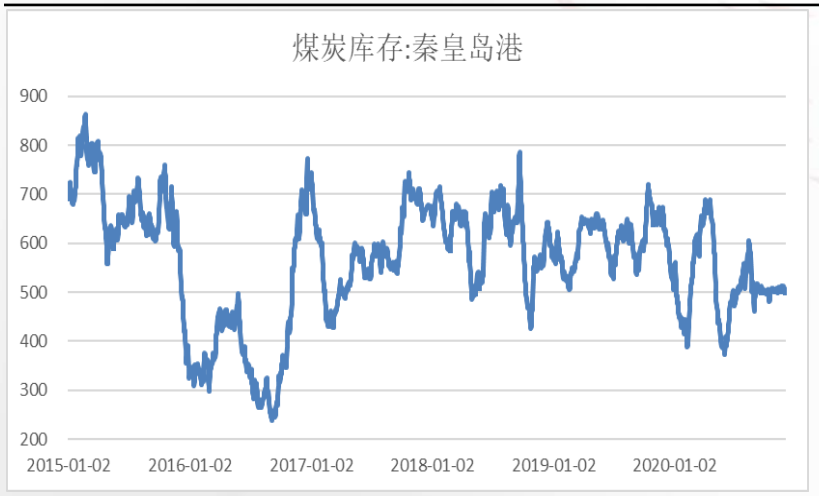
- **21年坚决压减粗钢产量，焦煤价格仍维持高位运行。**（1）28-29日召开的全国工业和信息化工作会议指出，2021年围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。2020年前11月，生铁/粗钢产量8.1/9.6亿吨，同比4.2%/5.5%，年化产量8.9/10.5亿吨。（2）本周京唐港山西产主焦煤提涨30元/吨至1650元/吨，累计提涨240元/吨。我们认为，焦炭去产能不断落地，而高炉开工率未见明显下滑，焦炭短期供需仍偏紧，支撑焦炭价格。新增对蒙口岸后期或有效缓解焦煤进口受限态势，但焦煤供给局面短期仍偏紧，同时下游焦炭连续提涨落地，焦煤价格不断回升，后续仍需关注主产地山西地区开工、蒙煤进口及焦化限产落实情况。

煤炭期货价格已经率先反映




数据来源：Wind，山西证券研究所

煤炭库存维持中低位运行



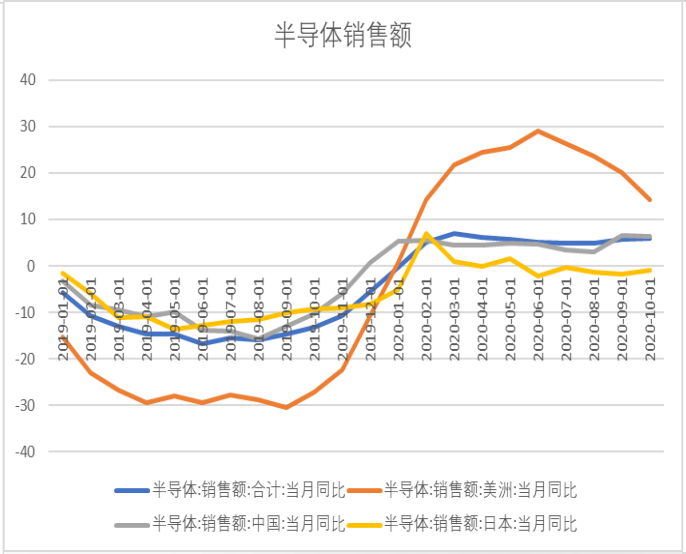

数据来源：Wind，山西证券研究所

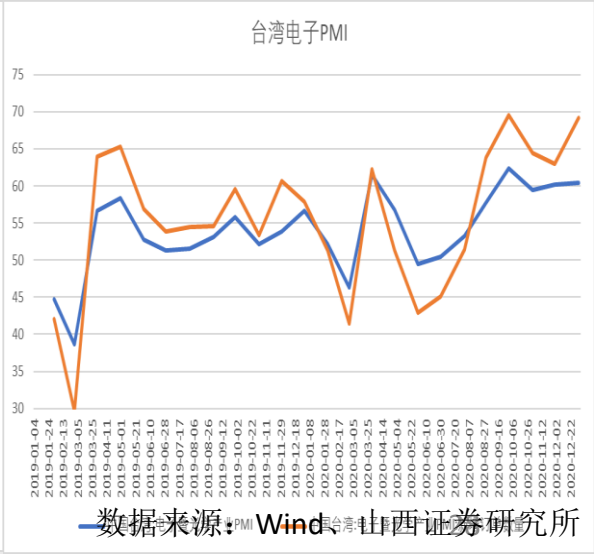
# 电子：晶圆价格持续上涨

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 疫情以来，全球因产能紧缺而引起了“多米诺骨牌”效应，晶圆、材料、PCB板、封测、芯片，以及IC的涨价蔓延到整个产业链。由于5G的普及和**汽车行业对上游芯片需求的增长**，叠加疫情带来PC需求上升和数据中心投资力度加大等因素，导致半导体产业链供需平衡被打破，价格持续上升。中国作为全球半导体的主要市场，近年来不断完善产业链布局，也加强了晶圆产能方面的扩张。根据SEMI发布的晶圆厂展望，2020年全球300mm晶圆厂投资将同比增长13%，到2024年，芯片行业将增加38个新的300mm晶圆厂，其中中国台湾地区将增加11个，中国大陆将增加8个。我国300mm产能的全球份额将从2015年的8%增长到2024年的20%。另一方面，我国上游设备近期实现突破，上周国内首台新一代大尺寸集成电路硅单晶生长设备成功试产，为我国大尺寸晶圆制造提供了有力支持。我们认为全球半导体产业链格局正在发生变化，中国半导体需求规模不断扩大的同时，生产规模及全球市占率也在不断提升。根据SIA数据，目前中国国内市场占全球半导体销量60%。根据CreditSuisse的《中国半导体自主性调查报告；现在与未来展望》报告，预计2019-2024中国半导体制造业的复合增长率将以每年17%的速度增长。全球产业链格局的变化也将促进我国半导体产业链企业不断提升竞争力。



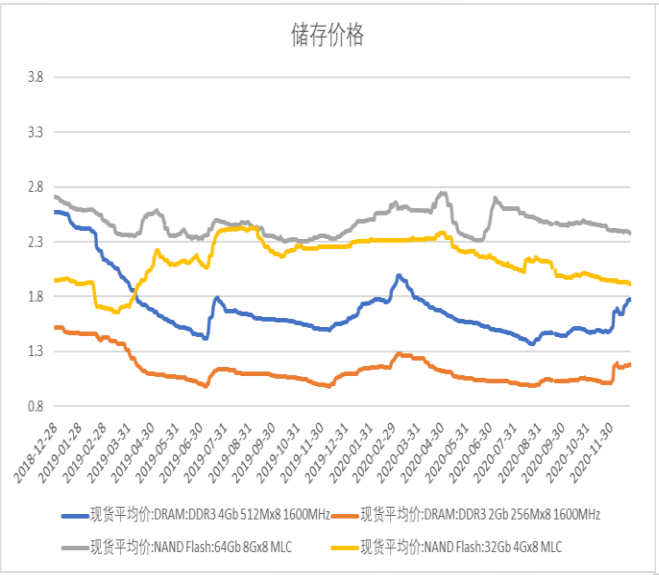

数据来源：Wind、山西证券研究所

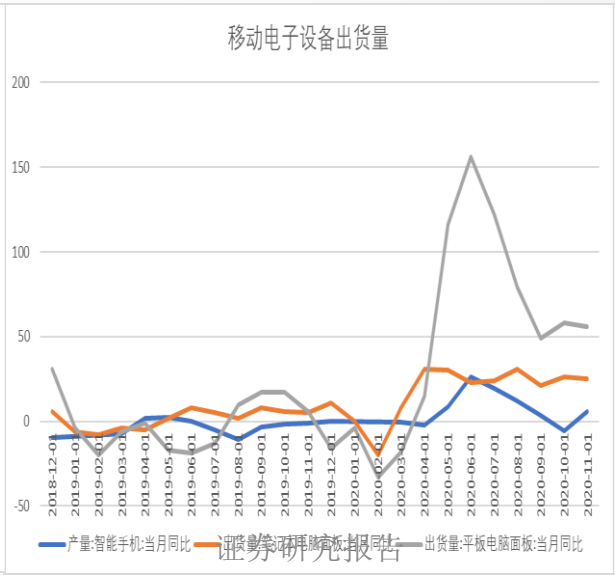
# 电子：关注去年Q1低基数效应，半导体、面板持续上行

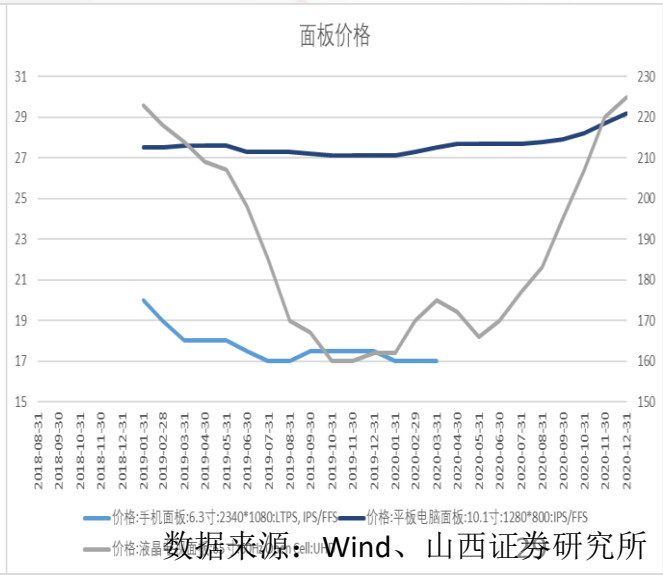


- 半导体涨价潮持续蔓延，供需缺口利好国内厂商：供需端数据显示行业仍处于上行期，从存储器现货价格来看，12月DRAM价格涨幅较大，NANDFlash价格较为平稳，随着需求端逐渐恢复，存储走势有待进一步观察。从行业基本面来看，产能紧缺、价格上调蔓延至成熟制程几乎全系列产品，由于海外疫情反复，供给端释放受限，出现了供需缺口，且这一供需缺口随着需求逐渐复苏将延续至2021H1。因此，我们认为短期内供给端紧张导致的国内产业链订单饱满将带来业绩上的体现，但中芯国际被列入“实体清单”对成熟制程的影响几何仍有待观察。

- **中大尺寸面板价格超预期上涨，行业龙头业绩预期乐观**：面板价格连续7个月上涨，大尺寸价格仍在超预期上涨，尽管涨幅有所收窄但因为上游材料缺货、海外电视备货需求热度不减，预期价格上涨仍将在21Q1延续，中尺寸面板由于IT类需求在疫情情况下保持高景气价格涨幅仍在扩大。国内面板龙头厂商20Q3开始体现行业供求关系改善带来的业绩修复，我们预期将进一步好转。




证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

# 五、风险提示



1. 逆周期政策调整力度和节奏超预期
2. 宏观经济大幅波动
3. 信用债风险进一步升级
4. 金融、监管政策超预期收紧
5. 美国方面更激进的对华政策，中美冲突升级
6. 疫苗研发上市及推广进程不及预期，疫苗效果不及预期

## 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
Email:zhaizichao@sxzq.com