善事利器，顺势而为——2021 年 A 股年度展望

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
alphonsezhu@cmbchina.com

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

■ **2020 年股市表现符合年初预期。**回首股市鼠年表现，我们既历经了疫情冲击下 A 股的大幅度调整，也见证了股市在资本市场改革开放、疫后经济逐步修复的企稳向上。截止 12 月中下旬，以上证综合指数为代表，股市全年运行平稳，全年涨幅 11%，实际运行区间[2647，3466]，符合我们在 2020 年年初的年度展望中，全年区间[2700，3500]的预测。

■ **牛年气象：改革与股市核心因子变化。**我们认为股市在中国经济高质量发展、改革开放不断深化的大背景下，未来表现仍可期待，投资者应保持对股市的高度关注力度，积极把握相关投资机会。本文将从经济与资本市场改革、股市核心因子变化等方面展开，以瞻 2021 年股市可能表现。

■ **气象一：改革开放稳步推进，带来更多结构性机会。**经济、产业的改革方向映射到投资上，中长期维度而言，科技、消费等相关产业蕴含着明显的投资机会。资本市场改革方面，多层次资本市场的完善有望进一步激发市场活力，发挥直接融资功能。此外，随着市场机制持续完善，未来投资者将拥有更多风险管理工具，市场成熟度与理性度料进一步增强。

■ **气象二：2021 年股市环境料为“盈利改善、资金偏紧”。**盈利上看，明年一季度盈利有望维持修复态势，4 月-5 月或为拐点；整体估值仍处历史高位，但企业盈利的更快修复使其在全球股指中具有更明显的相对优势；资金面宽松程度料不如 2020 年，但并不意味着股市一定是弱势表现；外围影响预计更多体现为负面，较过往四年在明面上或相对缓和，但程度有限。

■ **大势研判：股市区间表现有望拾级而上。**展望 2021 年，我们认为股市的积极表现仍然可期，在不发生超预期事件前提下，2021 年全年上证综指或于[2800, 3700]区间运行。

■ **策略建议：积极布局战略行业，同时关注战术配置。**战略配置上，科技作为我国经济高质量发展中的核心角色，中长期视角来看定为重要战略行业；双循环格局下，消费、医药等行业盈利能力强劲，确定性相对明显；从改革角度来看，科创板、创业板等板块有望继续发挥其注册制改革的“排头兵”效应。战术配置方面，从近期市场来看，周期股表现强势，我们认为该强势势头有望延续到明年一季度末，2021 全年上行空间 43.70%，2021 年 Q1 末为重要观察节点。

目录

一、2020 年股市表现完全符合年初预测 1
二、牛年气象前瞻 1
（一）气象一：改革开放稳步推进，带来更多结构性机会 1
1. 经济、产业改革方向蕴含中长期战略投资机会 1
2. 多层次资本市场的完善有望进一步激发市场活力，发挥直接融资功能 2
3. 市场机制持续完善，未来投资者将拥有更多风险管理工具，市场成熟度与理性度料进一步增强 3
（二）气象二：股市环境料为“盈利改善、资金偏紧” 3
1. A 股明年一季度盈利有望维持修复态势，4 月-5 月或为拐点 3
2. A 股估值仍处历史高位，但企业盈利的更快修复使其在全球股指中具有更明显的相对优势 4
3. 2021 年资金面宽松程度料不如 2020 年，但并不意味着股市一定是弱势表现 4
4. 外围影响预计更多体现为负面，较过往四年或相对缓和，但程度有限 5
三、大势研判及策略建议 7
（一）大势研判：股市区间表现有望拾级而上 7
（二）策略建议：积极布局战略行业，同时关注战术配置 7
1. 行业上看，中长期关注科技、消费、医药等行业，中短期仍可关注顺周期 8
2. 风格上看，中长期可关注绩优龙头成长，中短期关注价值风格 10

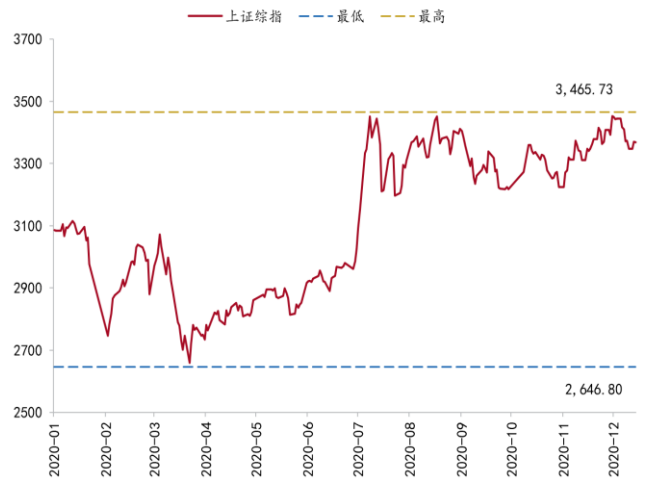
图目录

图 1：上证综指 2020 年全年走势 1
图 2：今年年初预测区间 VS 实际区间 1
图 3：《十四五规划》与《十三五规划》对相关要点的提法 2
图 4：资本市场各层次上市公司新增家数与同比情况 3
图 5：PPI 预测情况 4
图 6：全球主要股指估值水平 4
图 7：M1、M2 与 A 股表现 5
图 8：社融与 A 股表现 5
图 9：近年中概股 IPO 家数 6
图 10：美国非金融部门与居民部门杠杆情况 7
图 11：标普 500 上市公司利息保障倍数情况 7
图 12：主要板块估值曲线（截止 2020 年 12 月中下旬） 8
图 13：部分行业 PE 一致性预期及对应未来收益率情况 9
图 14：信息技术 PE（横轴）与 FY1 收益率 9
图 15：可选消费 PE（横轴）与 FY1 收益率 9
图 16：有色、钢铁净利润同比与 PPI 生产资料表现 10
图 17：2015 年以来主要风格表现 10

一、2020 年股市表现完全符合年初预测

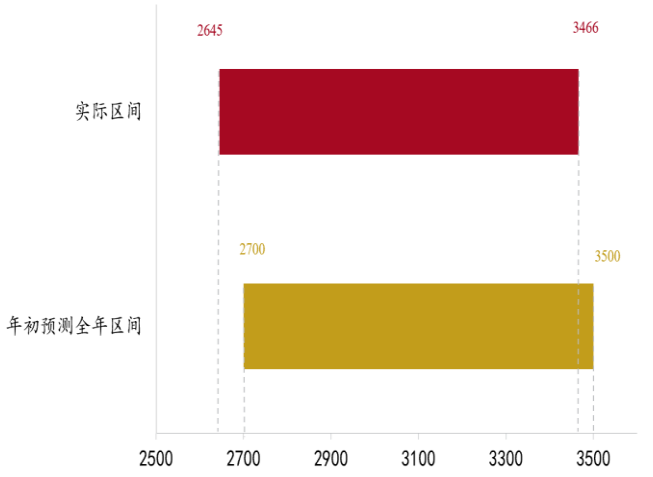
回首股市鼠年表现，我们既历经了疫情冲击下 A 股的大幅度调整，也见证了股市在资本市场改革开放、疫后经济逐步修复的企稳向上。截止 12 月中下旬，以上证综合指数为代表，股市全年运行平稳，全年涨幅 11%，实际运行区间[2647，3466]，符合我们在 2020 年年初的年度展望中，全年区间[2700，3500]的预测。

图 1：上证综指 2020 年全年走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：今年年初预测区间 VS 实际区间



资料来源：Wind、招商银行研究院

立足岁末，展望来年，我们认为股市在中国经济高质量发展、改革开放不断深化的大背景下，未来表现仍可期待，投资者应保持对股市的高度关注力度，积极把握相关投资机会。本文将从经济与资本市场改革、股市核心因子变化等方面展开，以瞻 2021 年股市可能表现。

二、牛年气象前瞻

（一）气象一：改革开放稳步推进，带来更多结构性机会

1. 经济、产业改革方向蕴含中长期战略投资机会

2020 年 10 月，第十九届中央委员会第五次全体会议在京举行，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《十四五规划》）。与过往《十三五规划》对比，《十四五规划》中出现对经济、产业等方面的新表述折射出中长期经济与产业发展的方向。

图 3：《十四五规划》与《十三五规划》对相关要点的提法

	十四五	十三五
发展方式和经济结构	我国已转向高质量发展阶段	新常态下，发展方式要从规模速度型转向质量效率型，经济结构调整要从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并举
经济增长	经济发展取得新成效，在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大；人均国内生产总值达到中等发达国家水平	经济保持中高速增长，在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，到二〇二〇年国内生产总值和城乡居民人均收入比二〇一〇年翻一番
要素配置	充分发挥市场在资源配置中决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合；市场主体更加充满活力，产权制度改革和要素市场化配置取得重大进展，公平竞争制度更加健全，更高水平开放型经济新体制基本形成	优化劳动力、资本、土地、技术、管理等要素配置，激发创新创业活力，推动大众创业、万众创新，释放新需求，创造新供给
市场化改革和宏观调控	加大宏观政策应对力度	坚持市场化改革方向，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架，坚守住不发生系统性风险的底线。在区间调控基础上加大定向调控力度，减少政府对价格形成的干预，全面放开竞争性领域商品和服务价格。
产业	推动产业基础高级化、产业链现代化；坚持把着力点放在实体经济上	产业迈向中高端水平
消费	把握内需这个战略基点，全面促进消费	消费对经济增长贡献明显加大
对外开放	形成强大的国内市场，构建发展新格局。要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间；实施更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放，推动贸易和投资自由化便利化。	奉行互利共赢的开放战略，发展更高层次的开放型经济。
创新	关键技术实现重大突破，进入创新国家前列；把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，要强化国家的战略科技力量，提升企业的创新能力	坚持创新发展，必须把创新摆在国家发展全局的核心位置。深入实施创新驱动发展战略，发挥科技创新在全面创新中的引领作用，实施一批国家重大科技项目，在重大创新领域组建一批国家实验室，积极提出并牵头组织国际大科学计划和大科学工程
环保	碳排放达峰后稳重有降，生态环境根本好转	生态环境质量总体改善

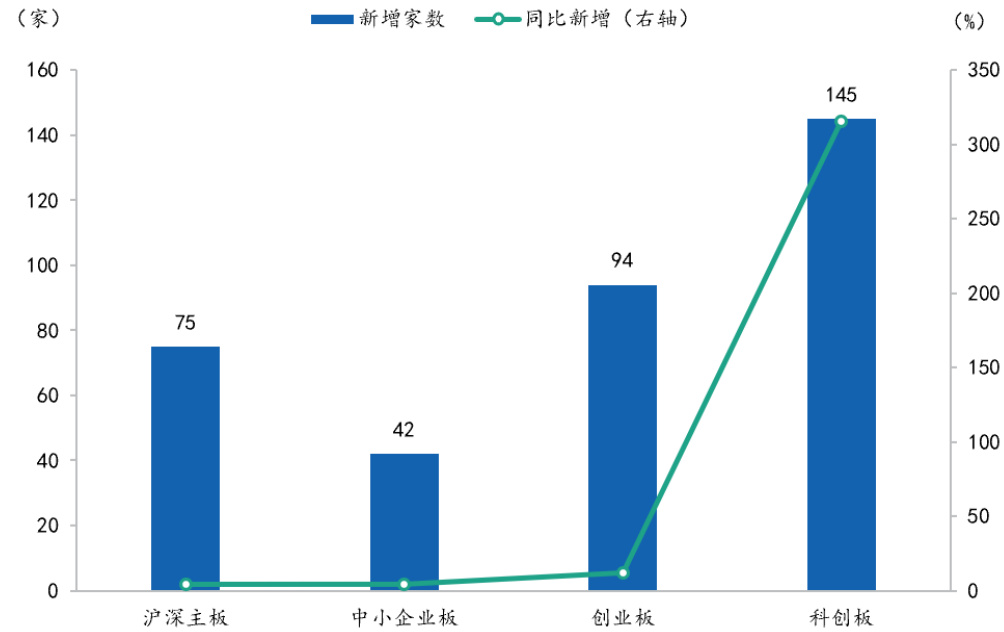
资料来源：Wind、招商银行研究院

在我国经济处于高质量发展阶段，产业基础高级化、产业链现代化将是中长期趋势，科技创新作为推动产业结构发展的重要支撑，未来料将在国内大循环、国内国际双循环的环境中持续发挥战略作用。映射到投资上，中长期维度而言，科技、消费等相关产业蕴含着明显的投资机会。

2. 多层次资本市场的完善有望进一步激发市场活力，发挥直接融资功能

从多层次市场结构方面看，截止 2020 年末，全 A 上市公司合计 4083 家，较 2019 年 3777 家增加 306 家。从板块分布来看，沪深主板共 2024 家，同比新增 4%；中小板共 982 家，同比新增 4%；创业板共 871 家，同比新增 12%；科创板共 191 家，为去年同期三倍水平。不难发现，自科创板上市、创业板注册制以来，科技型、创新型企业的上市明显提速，未来更多科技创新型企业有望登场相应板块，市场活力有望进一步激发，直接融资功能有望得到充分发挥。

图 4：资本市场各层次上市公司新增家数与同比情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

3. 市场机制持续完善，未来投资者将拥有更多风险管理工具，市场成熟度与理性度料进一步增强

其一，市场优胜劣汰方面，随着注册制在科创板与创业板的开展，其发展进程将为全面注册制改革起到借鉴作用。全面注册制下，参考科创板与创业板注册制的经验，市场价值发现的功能将进一步凸显，但同时波动性也将提升，这无疑对投资者的专业性提出了更高的要求，在这样的背景下，机构投资者的占比有望进一步提升。 此外，退市制度的完善也有助于出清更多僵尸企业，使得市场保持良性循环；

其二，投融资方面，再融资、并购重组在近两年得到完善优化，未来上市公司分红、中长期资金入市、投资者权益保护等更多方面有望进一步增强，市场的法治化、理性化将是大势所趋；

其三，市场多空平衡机制方面，随着对冲工具的发展、对杠杆监管的优化，投资者未来可选取的风险管理工具料更齐备，风险的再定价也将更高效。随着监管在应对过往市场异动的经验汲取，市场乱象（如场外配资等）将得到整治与持续监管。

（二）气象二：股市环境料为“盈利改善、资金偏紧”

1. A 股明年一季度盈利有望维持修复态势，4 月-5 月或为拐点

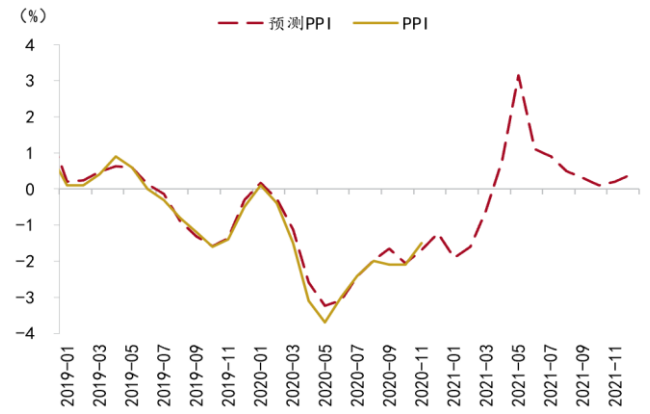
考虑到全 A（剔金融两油）上市公司盈利趋势与 PPI 存在较为显著的相关性，虽不一定存在完全的因果关系，但我们仍可从其变化之中推知一二。从市

场一致性预期来看，考虑到 2020 年一季度新冠疫情冲击下的低基数影响、大宗商品价格或见升势等因素，PPI 有望在明年 4-5 月之前延续上行趋势，指向 A 股上市公司盈利有望继续改善。

2. A 股估值仍处历史高位，但企业盈利的更快修复使其在全球股指中具有更明显的相对优势

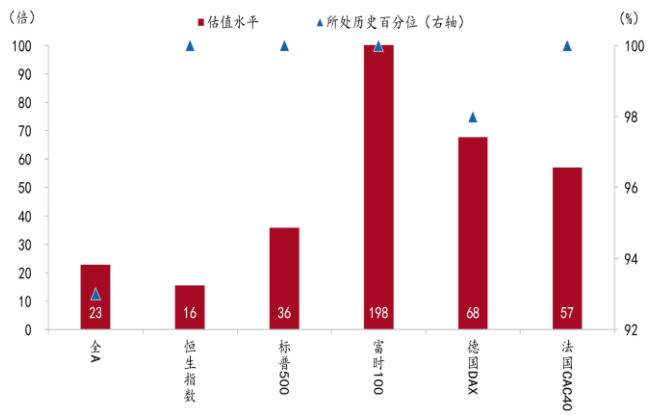
2020 年初新冠疫情冲击全球经济，各国企业盈利出现不同程度的下滑，而市场对抗击疫情的前景寄予积极期望，因此体现在估值的分子端（价格）较高，分母端（盈利）下滑，进而估值整体高企。值得注意的是，高估值环境并非意味着必然的回调，观察全球主要经济体应对疫情的表现，我国在应对疫情冲击时行动高效，为经济的康复奠定了良好的基础，因此随着企业盈利的较快修复，分母端的改善有望使得整体估值水平趋于均衡，进而相对全球主要指数具备更明显的相对优势。需要指出的是，以富时 100 为代表的指数估值站上畸高水平，但这并能真实反映估值水平。由于 PE(TTM)计算方式为成份股当日总市值总计/成份股净利润(TTM）总计，当成份股净利润(TTM）为负时，市盈率为 0，因此在受疫情冲击较大的经济体中，净利润为负的上市公司家数较过往上升明显，进而使得整体指数估值虚高。

图 5：PPI 预测情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：全球主要股指估值水平

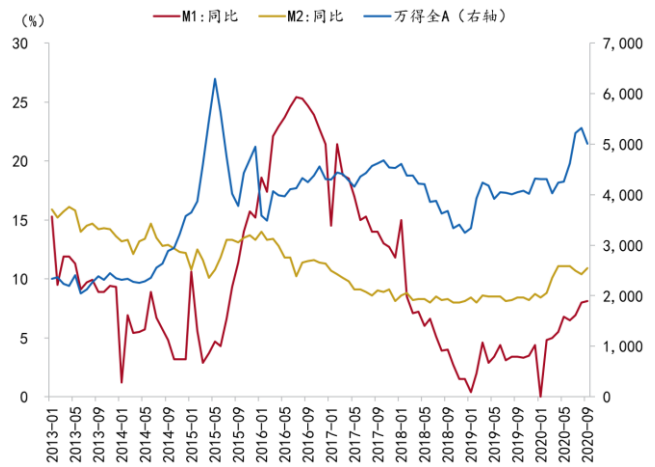


资料来源：Wind、招商银行研究院

3. 2021 年资金面宽松程度料不如 2020 年，但并不意味着股市一定是弱势表现

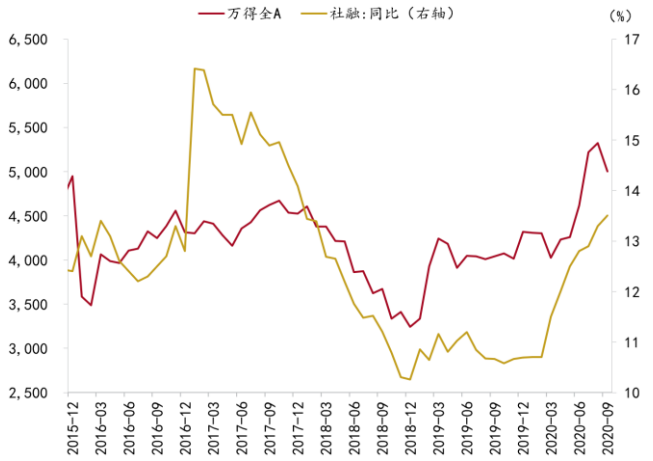
通常来说，资金面的宽裕有利于股市积极的表现，如 2019 年年初、2020 年相对宽松的资金面环境下，股市均表现出明显升势，但资金面的收紧并不一定指向股市的弱势表现，如 2016 年下半年-2017 年年底，整体资金面处于相对收紧状态，而股市同期表现稳步向上，究其根本，则是彼时企业盈利在不断改善，2016 年-2017 年，全 A（剔金融两油）盈利同比增速按年计为 23.81%、33.72%，为 2011 年以来次高与最高水平。

图 7：M1、M2 与 A 股表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：社融与 A 股表现



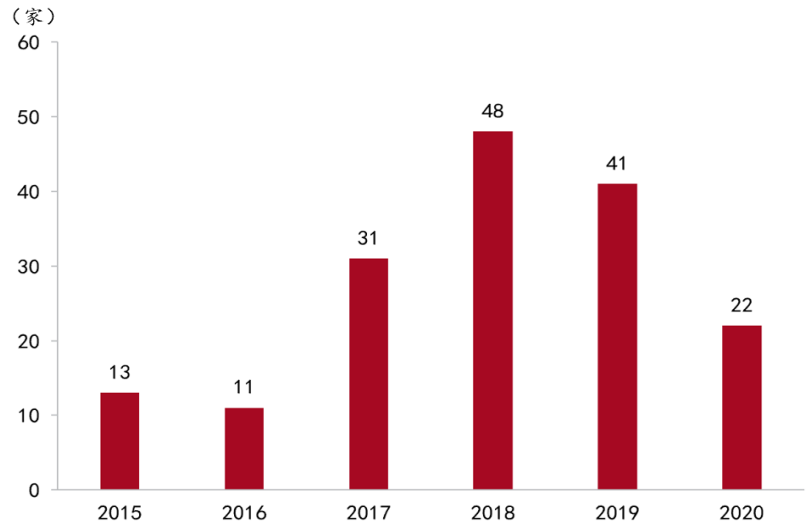
资料来源：Wind、招商银行研究院

4. 外围影响预计更多体现为负面，较过往四年或相对缓和，但程度有限

自 2018 年以来，美国对华政策态度激烈，不论是从贸易、产业等经济领域，还是从地缘政治、组织协作等其他领域上出现了明显的摩擦，股市也历经了数轮超预期外围冲击的影响。当下，美国总统大选靴子落地，拜登政策主张或预示未来我国外围环境在明面上相对缓和，但是在大国博弈的背景下，核心领域的竞争态势仍将不改。考察外围影响，有两方面可关注：

其一，中概股未来或面临更多挑战，但大面积退市局面概率不高。12 月 2 日，美国众议院表决通过了《外国公司问责法案》，该法案要求，外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会对会计师事务所检查要求的，其证券禁止在美交易。美国公众公司会计监督委员会近年来则一直表示，包括中国在内的数个国家，未有与他们达成合作，美国因此无法审查来自这些地区公司的审计底稿。对于投资者而言，需要进一步提升专业能力，识别相关公司的财务造假风险；对于中概股而言，需关注做空机构、投资者集体诉讼等带来的挑战。从近年来中概股 IPO 情况看，2020 年虽然 IPO 家数较前两年下降，但并非历史最低，较 2015、2016 年水平仍有上升。

图 9：近年中概股 IPO 家数

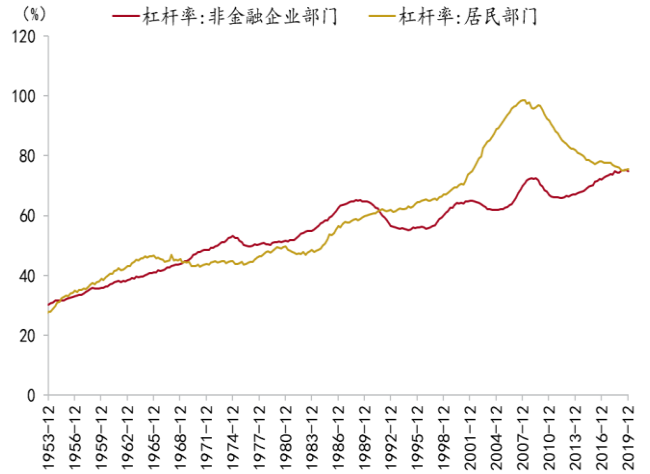


资料来源：Wind、招商银行研究院

其二，从美股对 A 股影响路径来看，情绪共振现象仍然会存在，但 A 股受其影响有望较过往更小。美股短期在疫苗落地、企业盈利修复确定性加强的背景下或延续“高位续命”模式，但中长期来看，美国企业部门杠杆高企、美国上市公司偿债能力较弱将是持续存在的“灰犀牛”，若未来因市场流动性收紧、企业现金流紧张等风险事件诱发债务风险，不同于 2008 年，债务危机或将由美国企业爆发，进而冲击资本市场。

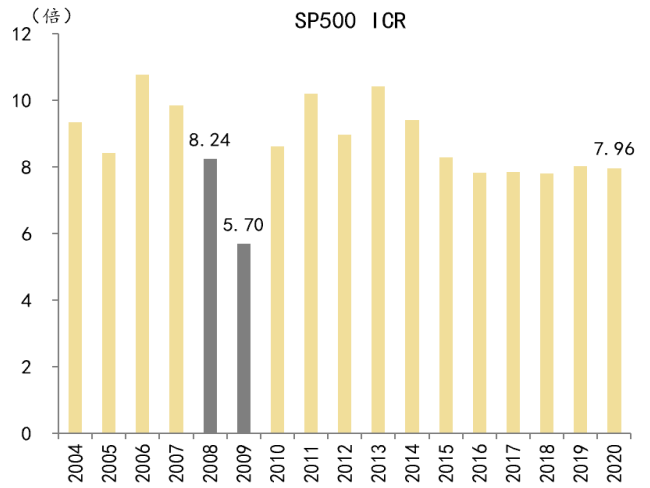
虽然美股与 A 股在历史上多呈现情绪共振，但考虑到我国抗疫效果优于其他经济体，对企业盈利的修复奠定较好基础，A 股与美股企业盈利有望错开，并且未来在贸易等问题上若不发生超预期事件，外围对市场风险偏好的冲击料逐步钝化，因此对 A 股而言，其表现有望更为独立，支撑因素更多将来自于内部变化。

图 10：美国非金融部门与居民部门杠杆情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：标普 500 上市公司利息保障倍数情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、大势研判及策略建议

（一）大势研判：股市区间表现有望拾级而上

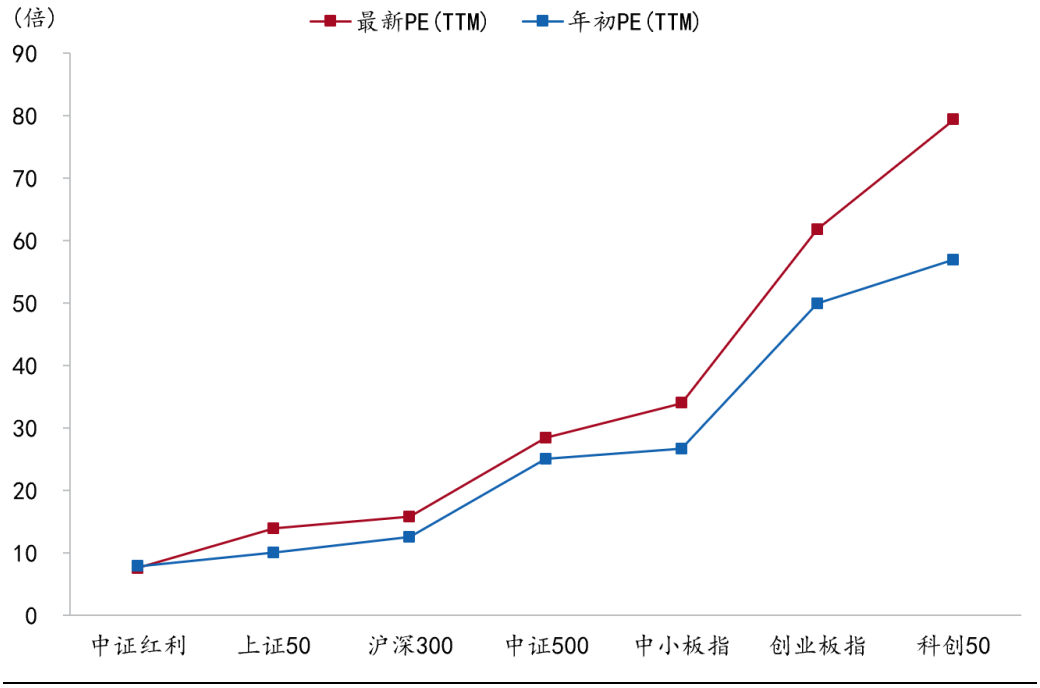
展望 2021 年，我们认为股市的积极表现仍然可期，在不发生超预期事件前提下，2021 年全年上证综指或于[2800, 3700]区间运行。

节奏上看，2021 年一季度企业盈利不断改善，有望为股市积极表现奠定基本面基础，股市的春季行情仍然可期。随着二季度或迎来企业盈利的拐点，若彼时股市估值较高，或面临高波动的风险。三季度到四季度，基本面有望重拾升势，若彼时估值水平具备相对优势，则可关注参与机会。

（二）策略建议：积极布局战略行业，同时关注战术配置

正如前文所述，纵然外围挑战仍存，股市表现将更聚焦内部因素。在国内大循环为主体、国内国际双循环的格局下，股市基本面有望继续向好，经济与资本市场改革则有望使得股市继续向着成熟、理性的方向迈进。从经济发展的角度来看，科技（电子、计算机、通信等）作为我国经济高质量发展中的核心角色，中长期视角来看定为重要战略行业；从内需角度来看，双循环格局下，消费（食品饮料、家电等）、医药（医药生物等）等行业盈利能力强劲，确定性相对明显；从改革角度来看，随着我国资本市场加大发挥直接融资功能，更多科技型、创新型企业有望得到更多的资金支持，在此过程中，科创板、创业板等板块有望继续发挥其注册制改革的“排头兵”效应，投资者可关注该类板块蕴含的战略性投资机会。2021 年全年来看，估值曲线有望维持陡峭化态势，即以创业板、科创板为代表的板块表现仍可期。

图 12：主要板块估值曲线（截止 2020 年 12 月中下旬）



资料来源：Wind、招商银行研究院

1. 行业上看，中长期关注科技、消费、医药等行业，中短期仍可关注顺周期

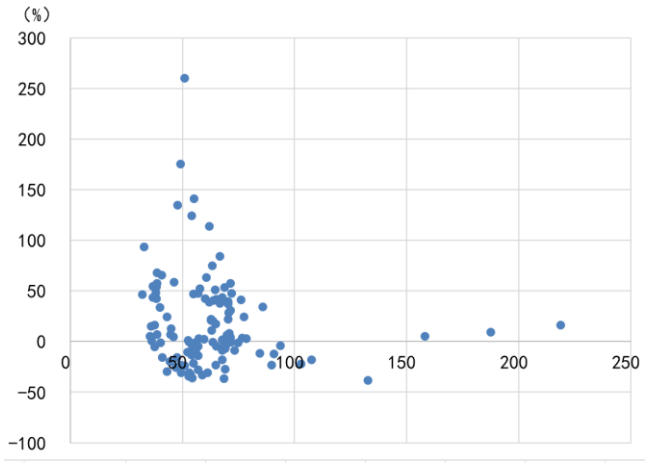
考虑到 2020 年全年以来，以电气设备、食品饮料、电子为代表的这类热门行业涨幅显著，估值已到达近十年较高水平，明年的上行和下行空间有多少，已成为市场比较关注的问题之一。我们不妨从过往表现中寻找线索，以信息技术、日常消费和可选消费为例，按照 2020 年估值全年一致性预期来看，全年估值若到达预期水平，则在历史上对应未来 1 年内涨跌幅区间分别为[-8%, 47%]、[-1%, 27%]、[-35%, 26%]。

图 13：部分行业 PE 一致性预期及对应未来收益率情况

	2020E		
	信息技术	日常消费	可选消费
PE（一致性预期）	57	32	44
未来1年最高收益率（%）	47	27	-26
未来1年最低收益率（%）	-8	-1	-35

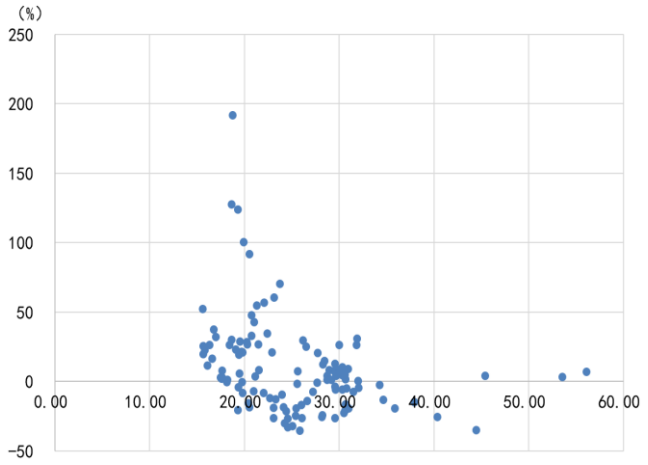
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：信息技术 PE（横轴）与 FY1 收益率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：可选消费 PE（横轴）与 FY1 收益率

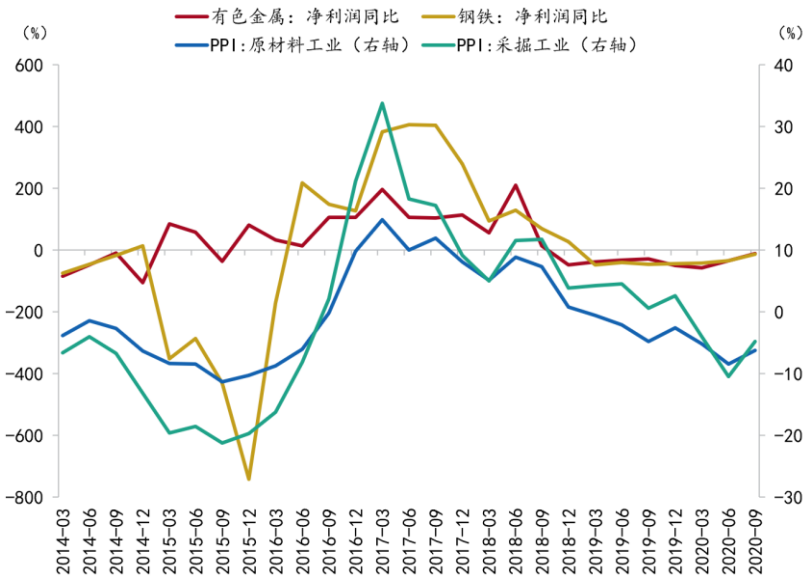


资料来源：Wind、招商银行研究院

此外需要注意的是，可选消费在当前估值水平上对应着未来负收益区间，但这并不代表该类行业没有机会。酒店、航空、文娱等行业在 2020 年初疫情的冲击与随后的出行限制下，盈利较前期大幅回落，但随着疫情态势得到控制，旅游、航空等行业逐步恢复，市场对后市预期相对乐观，当前的高估主要源自分母端的大幅回落，随着疫情控制成效显著以及后市盈利的修复，未来有望持续向好。

战术配置方面，中短期维度下，我国经济继续修复，企业盈利大概率在 2021 年一季度延续改善势头，因此在经济回暖的过程中，景气度的回升带来顺周期行业基本面的转暖，可关注该类行业所蕴含的投资机会。从近期市场来看，周期股表现强势，我们认为该强势势头有望延续到明年一季度末。以有色、钢铁行业为代表，该类行业盈利表现与 PPI 表现相关性显著，考虑到整体经济复苏、中短期内中澳铁矿石争端，PPI 有望持续回暖，2021 年一季度末拐点或现，该时间节点也成为周期股表现分水岭的重要观察点。根据市场一致性预期，周期股 2021E PE 当前为 20x，对应 2021E EPS 为 0.62，从价格角度来看，周期股 2021E 较 2020 年上行空间为 43.70%。

图 16：有色、钢铁净利润同比与 PPI 生产资料表现

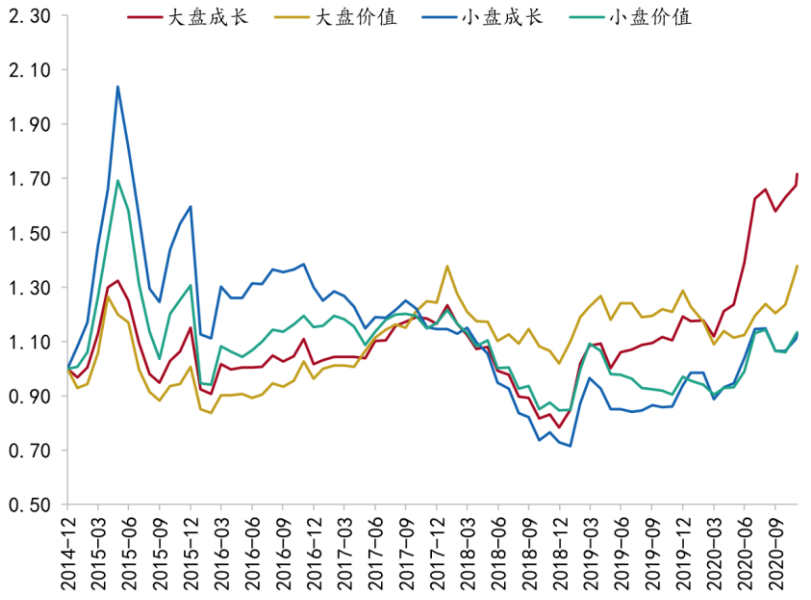


资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 风格上看，中长期可关注绩优龙头成长，中短期关注价值风格

市场风格方面，当前我国发展方兴未艾，考虑到日本、韩国等经济体在彼时发展阶段中，成长性行业的蓬勃发展势头，因此从中长期的视角出发，建议可重点关注大盘成长风格，以龙头绩优成长型企业为代表。但中短期维度来看，当前成长风格估值已相对较高，可适当关注与配置价值风格。

图 17：2015 年以来主要风格表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇