信义山证 汇通天下

山证策略·12月观点

风格再平衡如期来临，继续关注价值与顺周期板块

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

市场风格

- 多因素推动市场风格切换，市场如期进入再平衡阶段。
- 周期估值合理，仍有上行空间。
- 期限利差与信用利差进入短期极值，大金融相较周期具备更好配置价值。

大势研判

- 短期货币环境对A股形成压制。
- A股在全球市场中性价比有所下降，但外资持续流入趋势不改。
- 基金发行速度有所下降。
- 宏观环境仍然支撑A股业绩回暖。
- 维持A股四季度区间震荡格局预判，A股估值整体仍处于向历史中枢回归的通道之中。

顺周期行业甄选

- 周期：煤炭、有色（基本金属）、航运
- 大金融：保险、银行

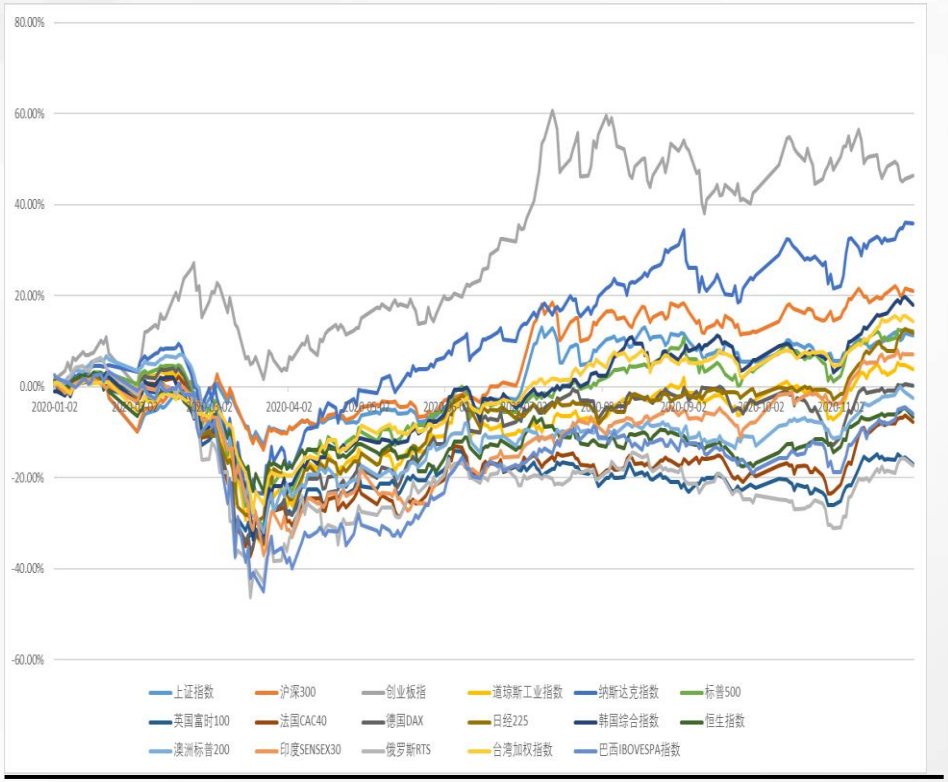
风险提示：疫情再度大规模出现，疫苗研制进度不达预期、中美摩擦再度升级、政策收紧超出预期

市场回顾
风格展望
大势研判
行业甄选

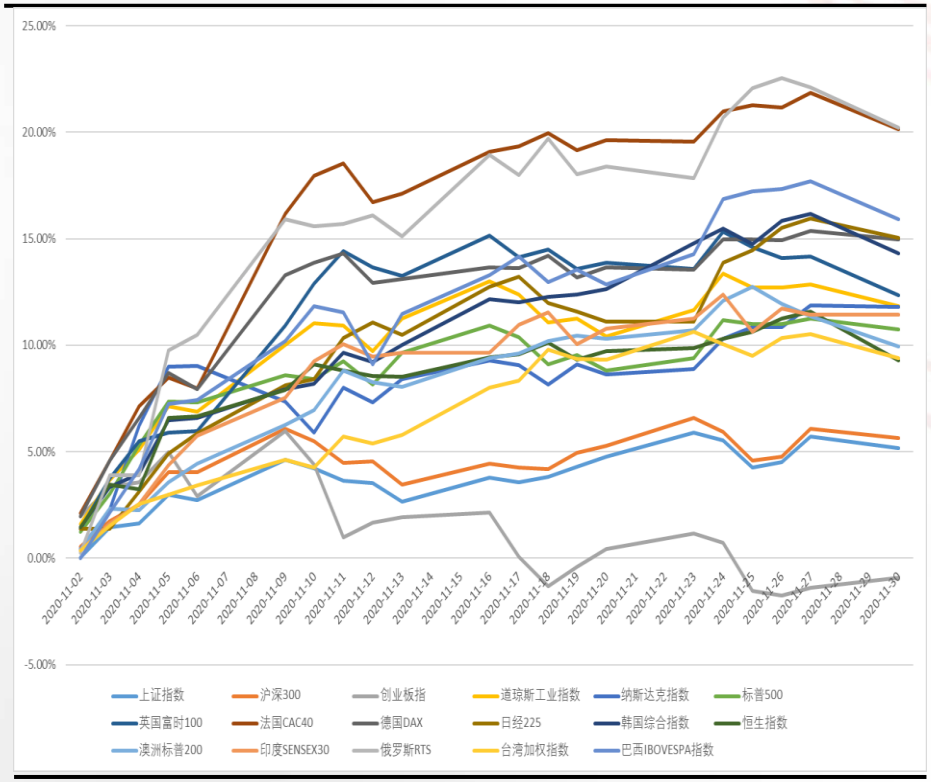
今年以来中国A股收益率领先全球，A股11月表现偏弱

- 今年以来中国股指整体大幅跑赢全球其他市场。
- 11月A股表现在全球市场中偏弱，创业板为唯一下跌指数、上证、沪深300在全球股指涨幅排名倒数。
- 一方面因A股估值达到压力位，另一方面则因我国货币政策率先转向给A股整体带来一定压力。
- 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。
- 12月我们继续看好价值与周期表现，再平衡行情仍将延续。

今年以来指数走势



11月份指数走势

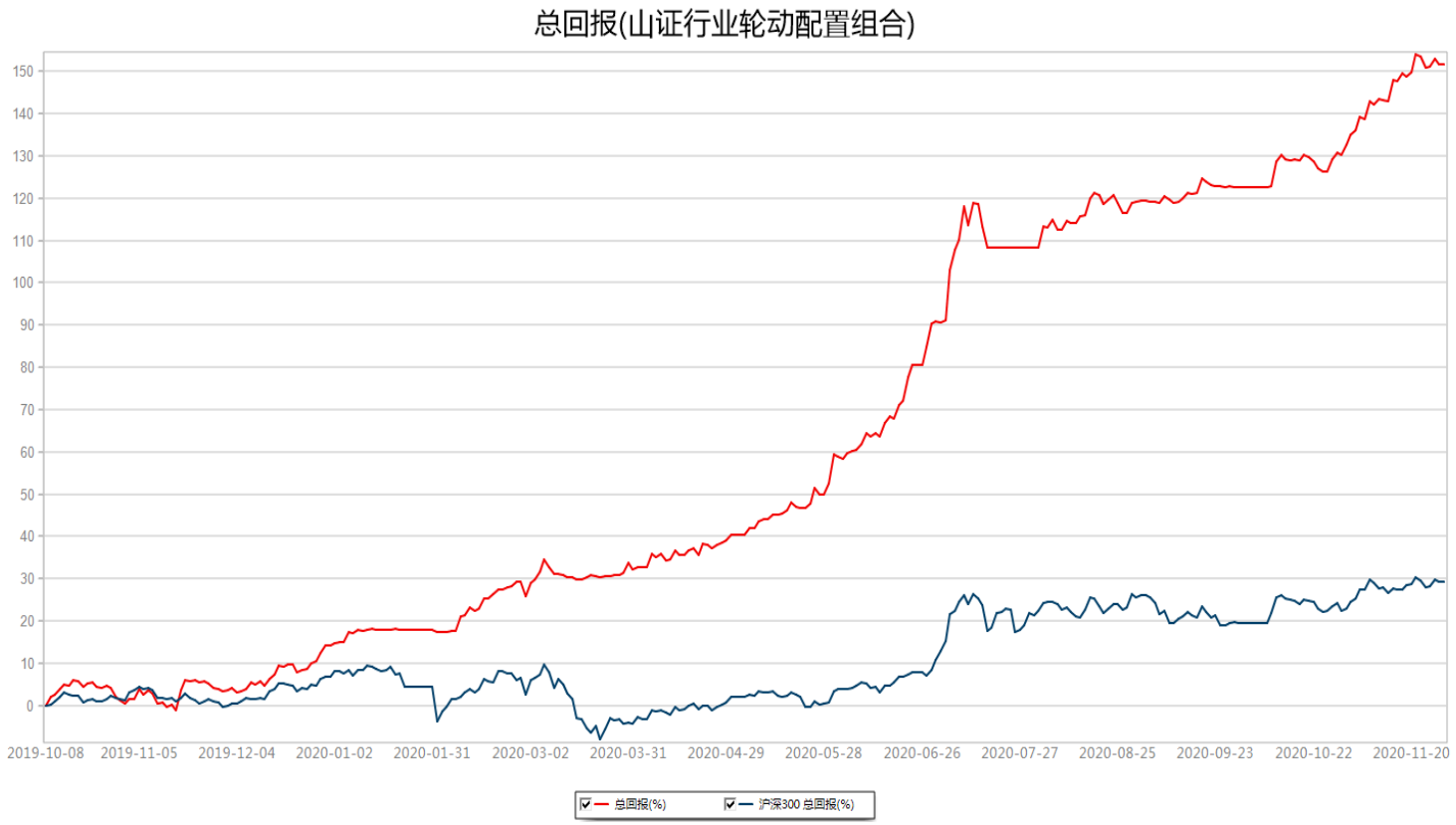


数据来源：山西证券、wind

策略表现

- 今年以来，组合表现良好，截止11月30日绝对收益120.6%，相对沪深300超额99.52%。本月再平衡策略效果显著体现。

组合今年大幅跑赢沪深300

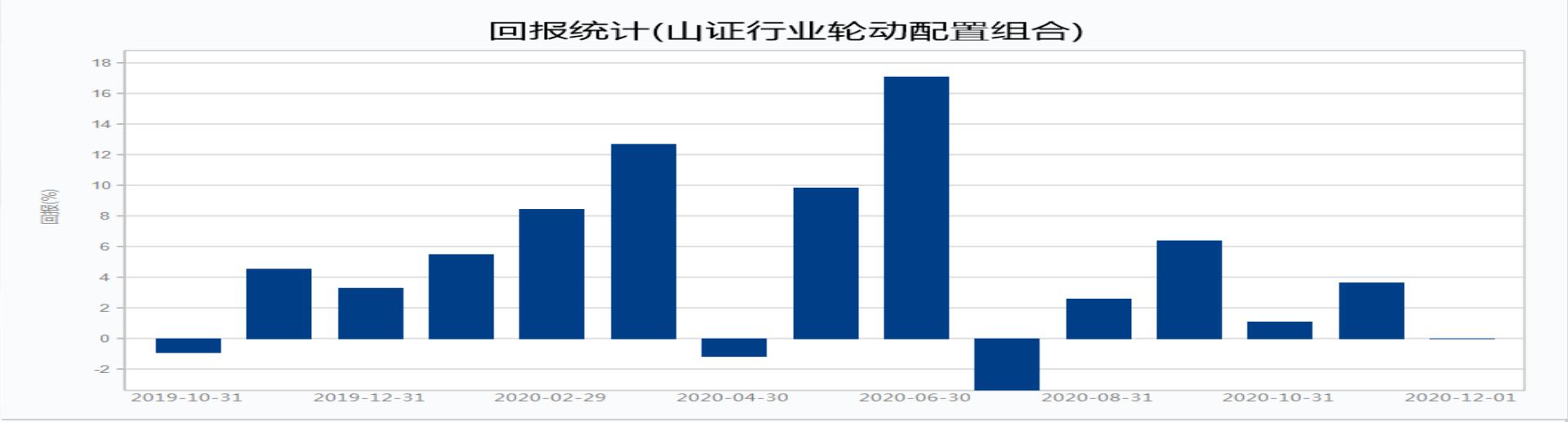


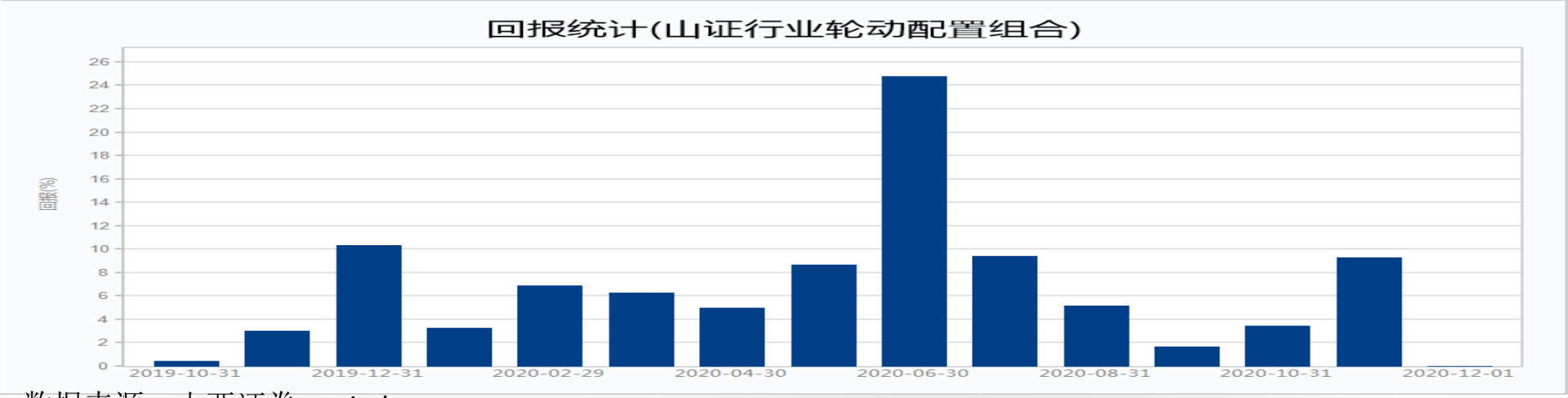
绝对回报:	153.38%
相对回报:	123.53%
本周回报:	1.42%
本月回报:	10.00%
本季回报:	13.80%
本年回报:	122.05%
年化收益率:	126.92%
Alpha:	110.58%
Beta:	0.63
Sharpe:	6.77
日胜率:	52.88%
周胜率:	75.00%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-6.55%
最大连续上涨天数:	6
最大连续下跌天数:	5

数据来源：山西证券、wind

策略表现

- 11月组合相对收益3.64%，绝对收益9.28%，整体表现不俗，组合波动更为平稳。

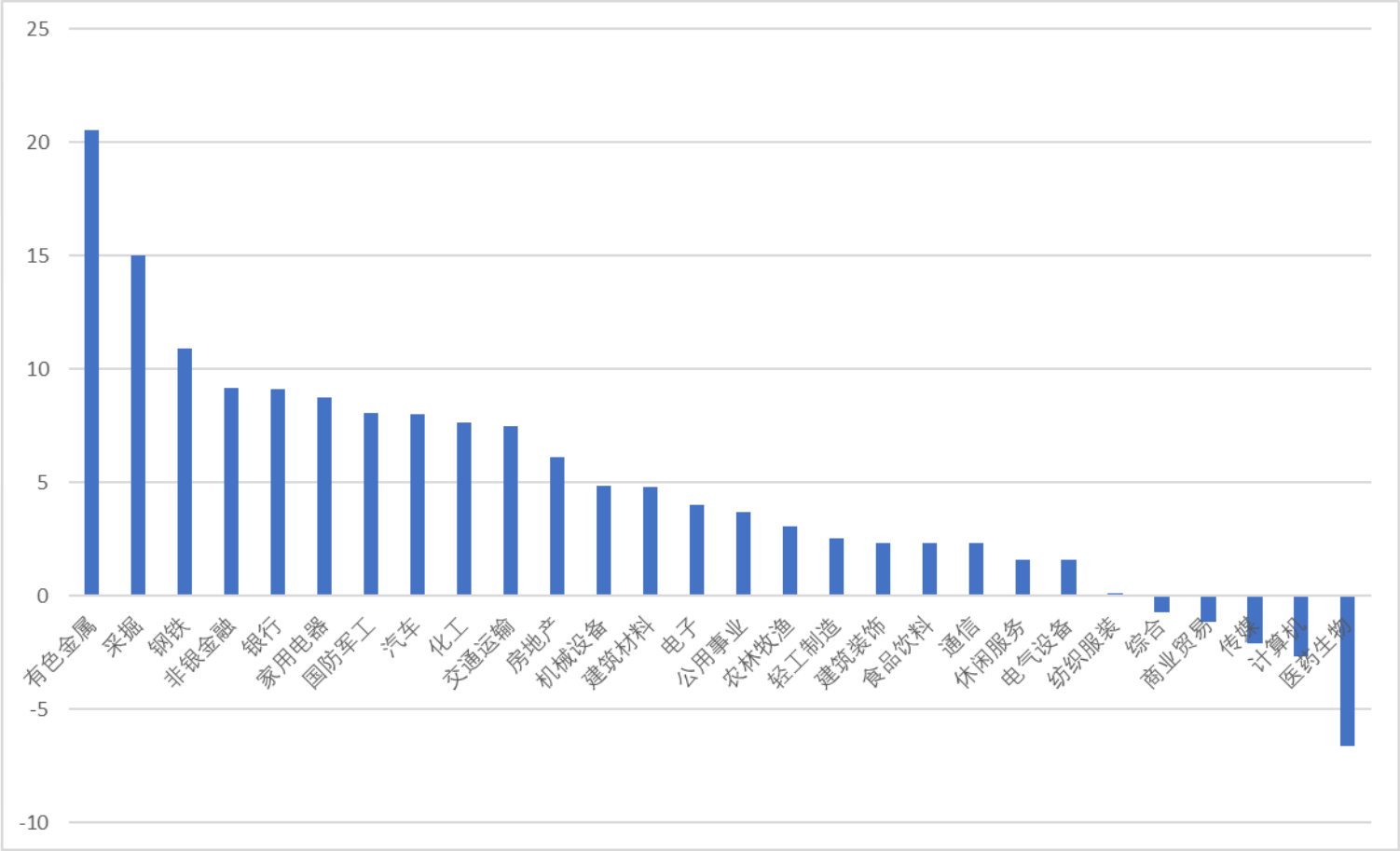




数据来源：山西证券、wind

十一月份行业板块表现

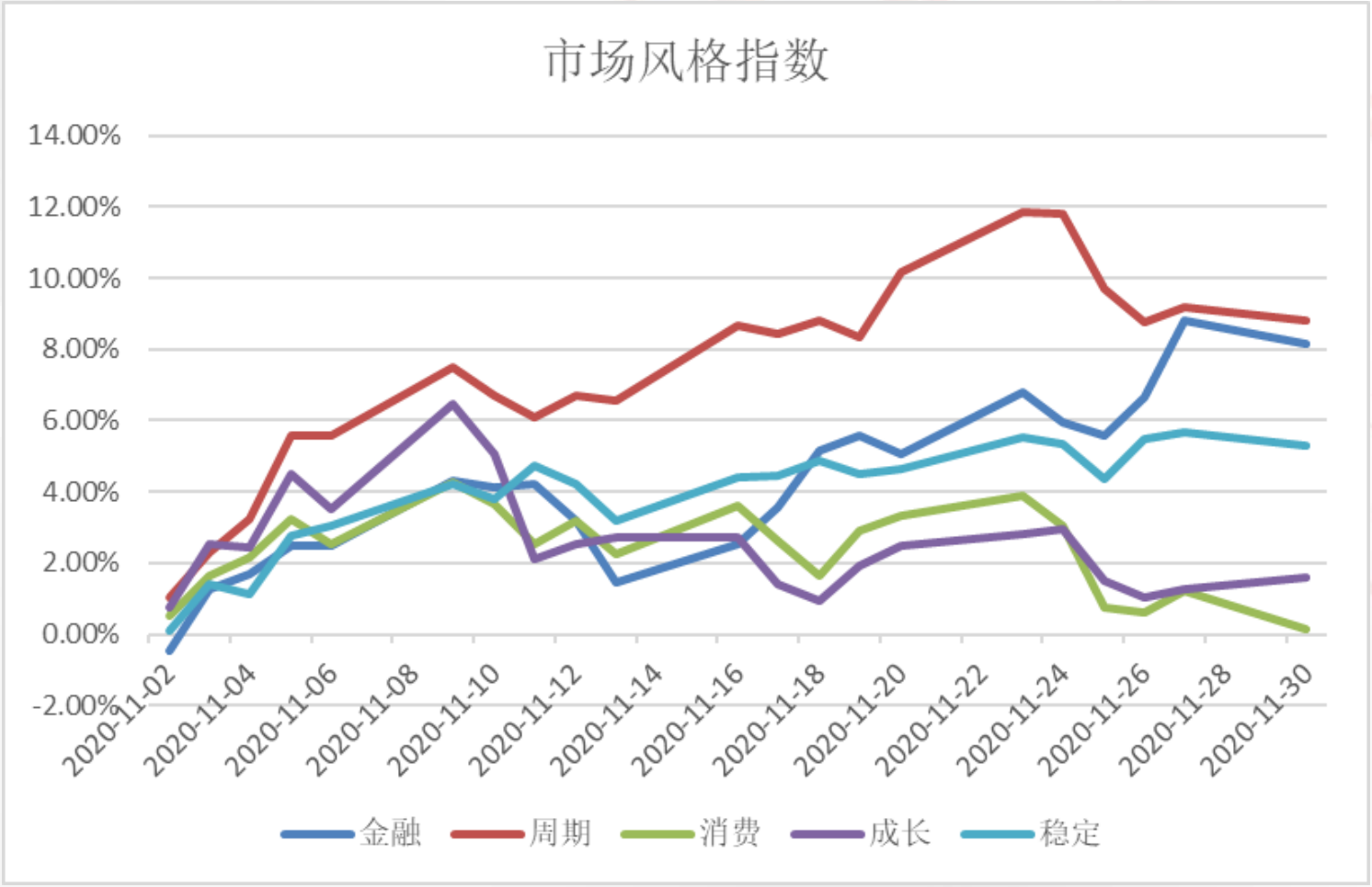
- 11月以来申万行业特征明显，周期强势，价值回归，成长整体疲软。11月我们重点推荐的周期、金融、汽车、家电表现不俗。



数据来源：WIND、山西证券研究所

顺周期板块如期走强

- 7月9日，我们明确提出成长牛市进入尾声，市场需要进行再平衡操作，建议调仓至顺周期降低成长配置等待10-11月疫苗、机构调仓带来的结构性机会。10月-11月周期不负众望强势上涨。



数据来源：WIND、山西证券研究所

疫苗超预期是本轮顺周期行情的关键推手

- 本轮风格切换有3点诱因：1.成长估值较周期与价值创历史新高，成长股性价比大幅下降。2.10-11月经济数据大超预期，经济持续复苏预期形成。3.货币政策边际收紧，低估值稳定现金流价值提升。

- 而引爆本轮顺周期行业快速上行的关键因素我们则认为是疫苗数据超预期。我们在7-8月对国药、BioNTech、Moderna三款疫苗等临床数据进行分析，判断上述三款临床疫苗三期临床验证有效的概率为90%、70%、70%，7月9日明确提出再平衡的策略思路。

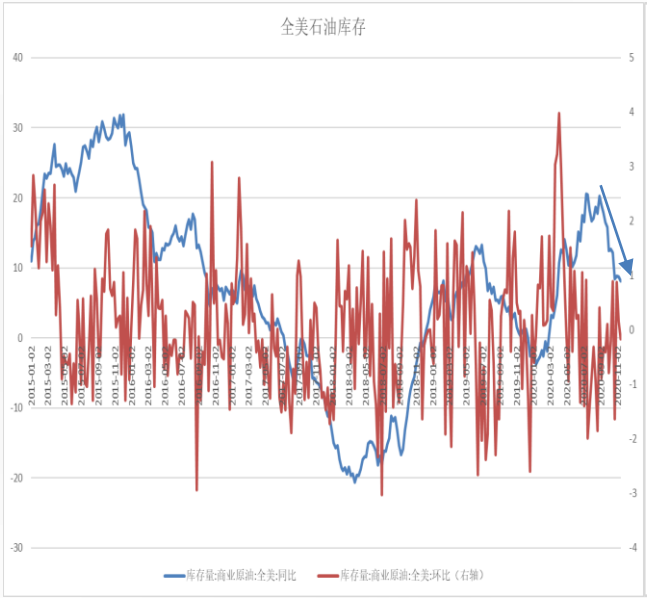
- 目前来看，国药仍未公布三期临床数据但是两款mRna疫苗、一款腺病毒载体疫苗三期临床数据都大超预期，平均有效率达到94%、95%、62%，三只疫苗外加国药疫苗产能有望在2021年帮助全球彻底摆脱疫情。

	辉瑞&BioNTech	Moderna	牛津大学&阿斯利康
疫苗类型	mRNA疫苗	mRNA疫苗	腺病毒载体疫苗
有效性	95%	94.50%	70%（两种不同的给药方案有效性分别达到90%和62%预期将使用第一种给药方案
价格	19.5美元/剂	60美元/两剂	3-4美元/剂
紧急授权使用	十一月下旬	十二月上中旬	12/05以前
最早上市广泛接种应用时间	明年四月	明年四月	明年一季度
产量	2020年生产1亿剂，2021年生产多达13亿剂疫苗	2021年在全球生产5亿至10亿剂的新冠疫苗	2020年生产 2亿剂，2021年1季度生产7亿剂
	目前已与美国政府签订了19.5亿美元的合同，从今年开始提供1亿剂疫苗，此外还与欧盟、英国、加拿大和日本达成了供应协议。	迄今已经承诺向包括美国、加拿大和瑞士在内的几个国家供应1.75亿至超过6.1亿剂疫苗	已与英国政府签订1亿剂疫苗合同
储存要求	疫苗可在零下 20 摄氏度下保存长达六个月，或在正常冷藏条件下（2-8 摄氏度）保存长达一个月	在零下 75 摄氏度条件下进行超冷存储，或在冰箱中保存 5 天	在正常冷藏条件下（2-8 摄氏度）保存至少六个月
国内合作方	复星医药	暂无	暂无

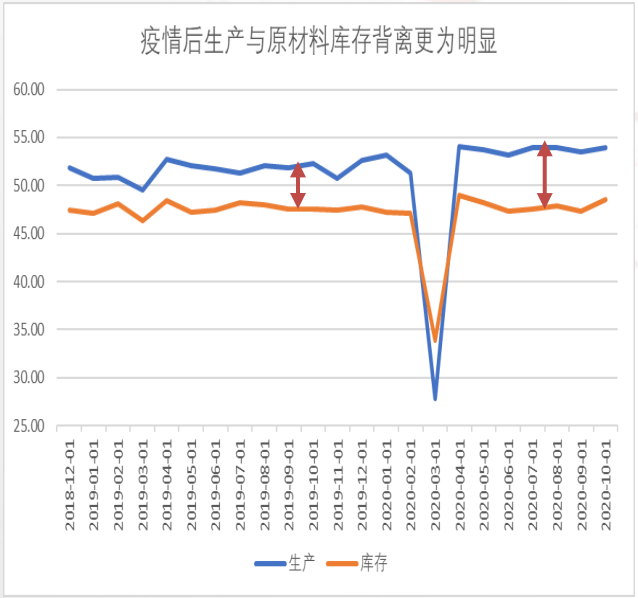
数据来源：WIND、山西证券研究所

为什么疫苗问世周期先涨

- 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，全球大类商品库存经历了快速上涨后迅速下降，一旦疫情结束预计当前库相对复苏的需求是不足的。





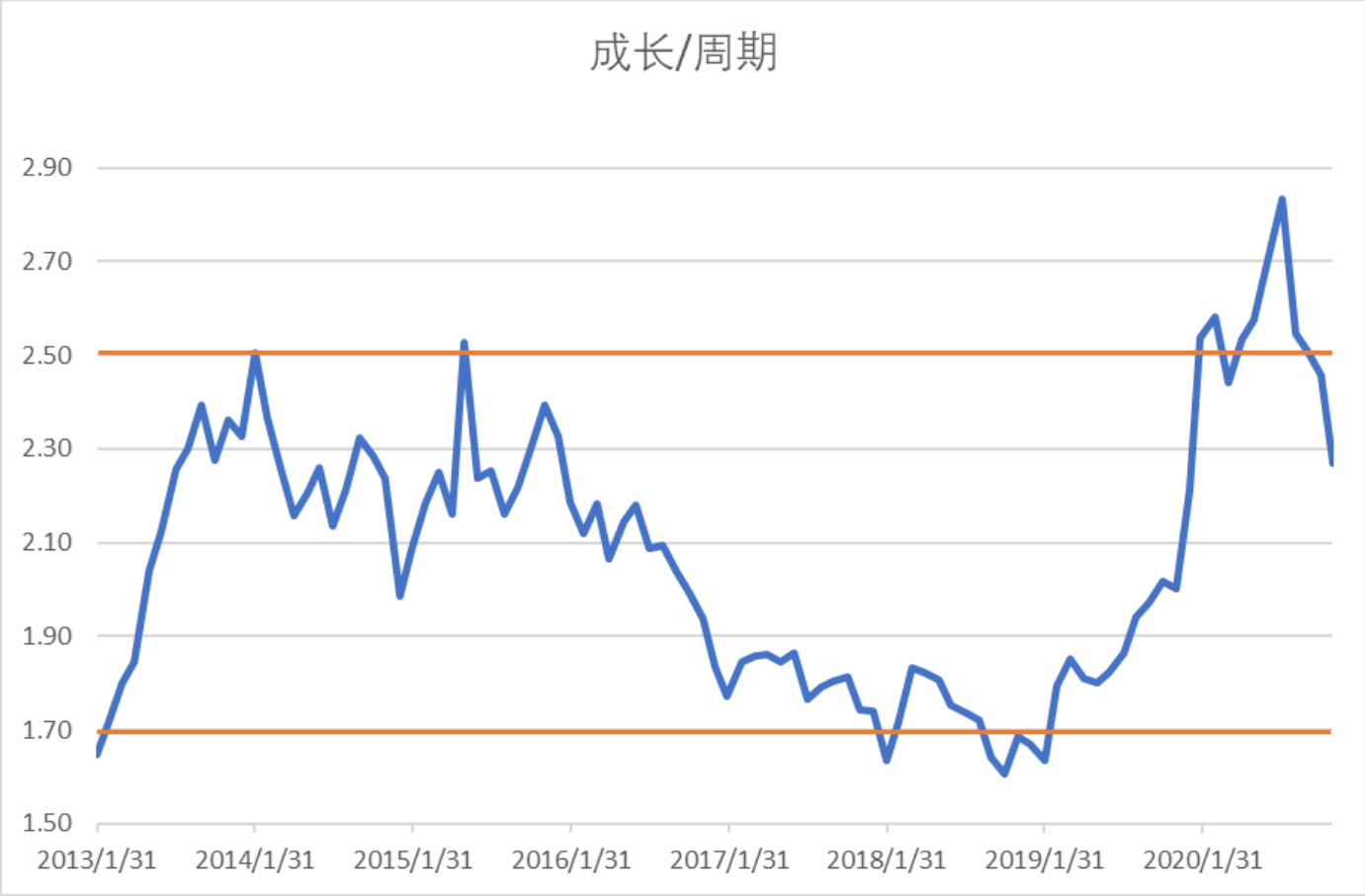


数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
风格展望
大势研判
行业甄选

周期估值合理仍有上行空间

- 从历史数据来看，成长PB/周期PB整体处于1.7-2.5之间震荡，中值处于2.0左右，当前该值处于2.3左右水平，考虑到2021年周期品涨价，导致净资产变化，这一比例远期仍然超过2.5区间上限，具备向历史均值收敛的机会。



数据来源：WIND中信风格指数、山西证券研究所

周期估值合理仍有上行空间









数据来源：WIND、山西证券研究所

金融较周期具有更好布局价值

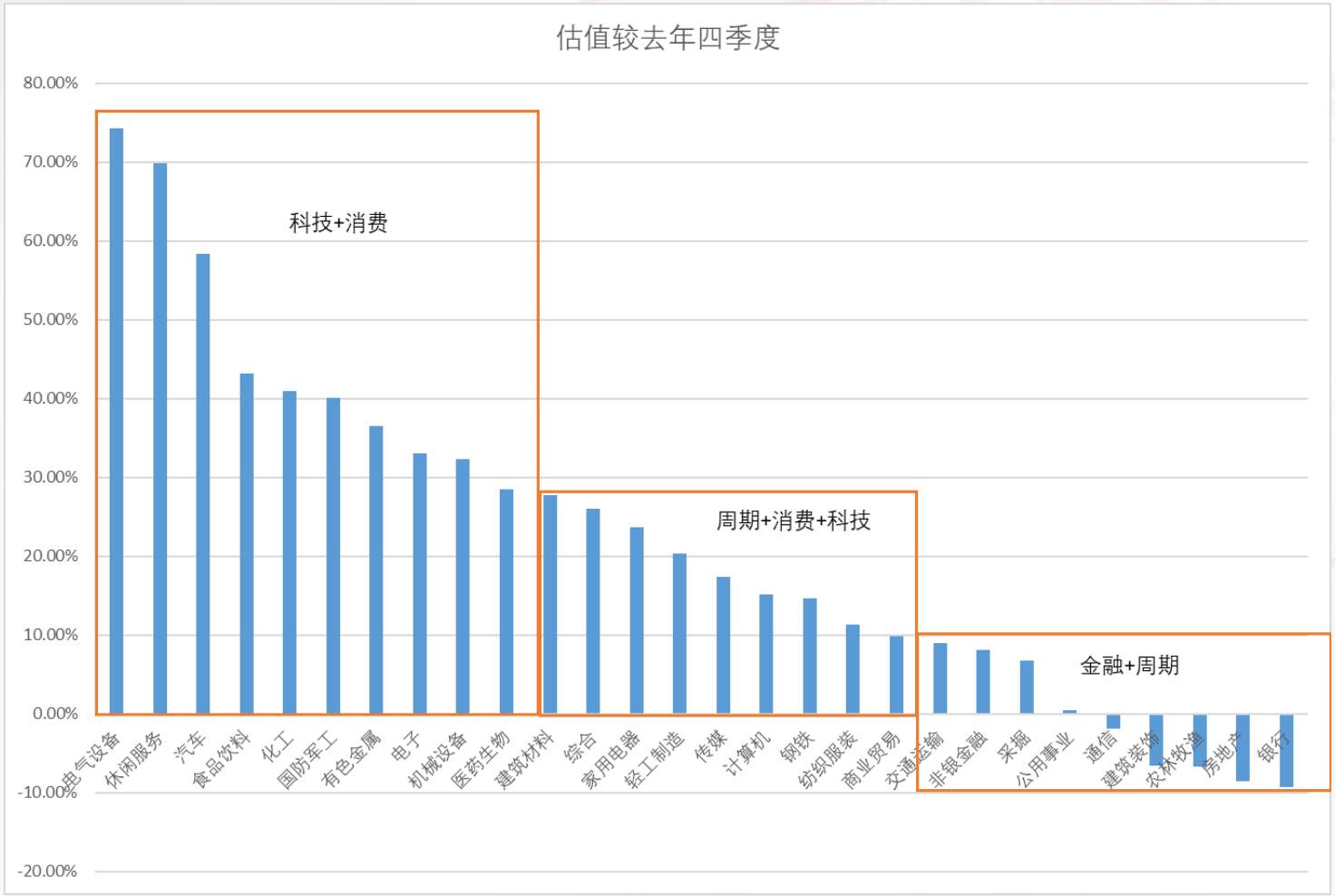
- 从历史数据来看，周期PB/金融PB整体处于1.2-1.8之间震荡，中值处于1.5左右，当前该值处于1.7。从静态估值来看，这一数据仍具备不小的修复空间。



数据来源：WIND中信风格指数、山西证券研究所

金融较周期具有更好布局价值

➢ 今年以来估值变化呈现阶梯状聚集，科技+消费估值上涨幅度较大，金融+周期处于相对落后位置。



数据来源：WIND、山西证券研究所

A股行业估值仍呈现两端极端化

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	16.5	30.4	14.7	46.5	14.9	9.6	39.9	29.2	65.3	31.8	26.7	38.1	26.9	29.4	15.2	46.2	129.4	41.3	18.6	24.7	9.2	49.8	71.0	37.6	40.4	7.3	18.4	36.5
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	32.0	26.7	52.8	97.6	60.0	102.3	52.3	161.1	65.8	35.5	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	15.2	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	40.0%	59.1%	28.3%	58.3%	25.0%	10.0%	55.8%	47.5%	46.6%	99.1%	100.0%	85.8%	27.5%	60.0%	0.0%	97.5%	98.3%	73.3%	20.0%	89.1%	10.0%	53.3%	85.0%	35.0%	40.8%	77.5%	53.3%	39.1%
PB	1.2	2.5	1.0	2.6	2.2	0.9	3.6	2.6	3.2	2.4	3.9	1.9	2.0	1.5	3.4	9.3	6.0	4.3	1.4	1.5	1.2	4.2	4.3	2.6	2.5	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	10.0	7.1	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	0.9	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	15.0%	55.0%	38.3%	35.8%	55.8%	1.6%	80.0%	55.0%	60.0%	62.5%	95.8%	30.8%	35.8%	13.3%	43.3%	99.1%	94.1%	65.0%	9.1%	46.6%	4.1%	86.6%	52.5%	20.0%	37.5%	6.6%	58.3%	25.0%

山证策略

长按识别二维码

公众号：sxzq-yjs

证券研究报告

数据截止时间：2020.11.26

数据来源：WIND，山西证券研究所

利率转向，利于金融

- 从目前来看，全球利率开始转向，我国转向速度居前，长短端利率均大幅升高。
- 从期限利差来看，目前我国期限利差已经处于近三年的极值，考虑到当前经济仍处于恢复期预计货币政策不会过快收缩，期限利差有望重新扩大。
- 从信用利差来看，年内创2018年新低后开始反弹，当前正处于快速恢复期。
- 在期限利差叠加信用利差双回暖的大趋势下金融行业整体盈利预期有所改善。
- 金融板块当前较低的估值具备不错的配置价值。



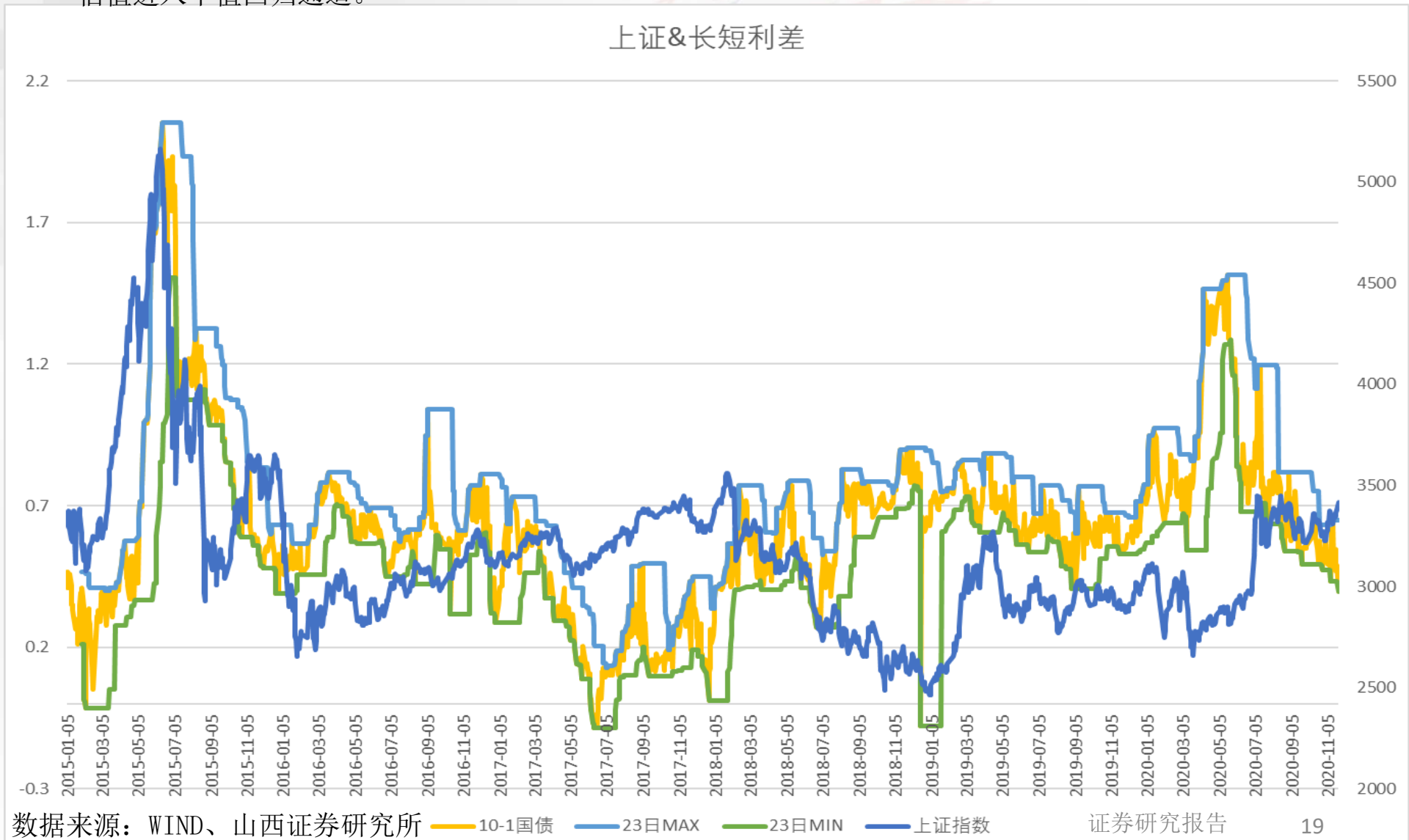


数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
风格展望
大势研判
行业甄选

短期货币环境对A股形成压制

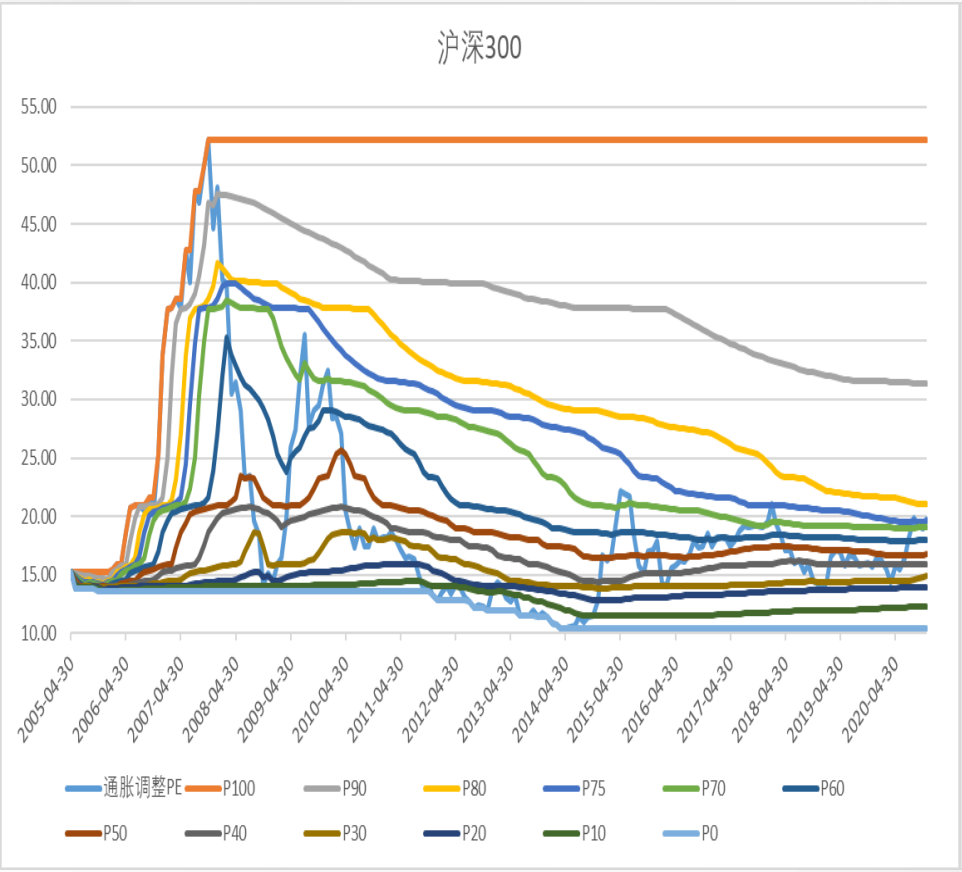
- 从目前来看，我国整体货币环境对A股仍然形成压制，短期利率抬升过快而长端利率上升速度放缓，A股估值进入中值回归通道。

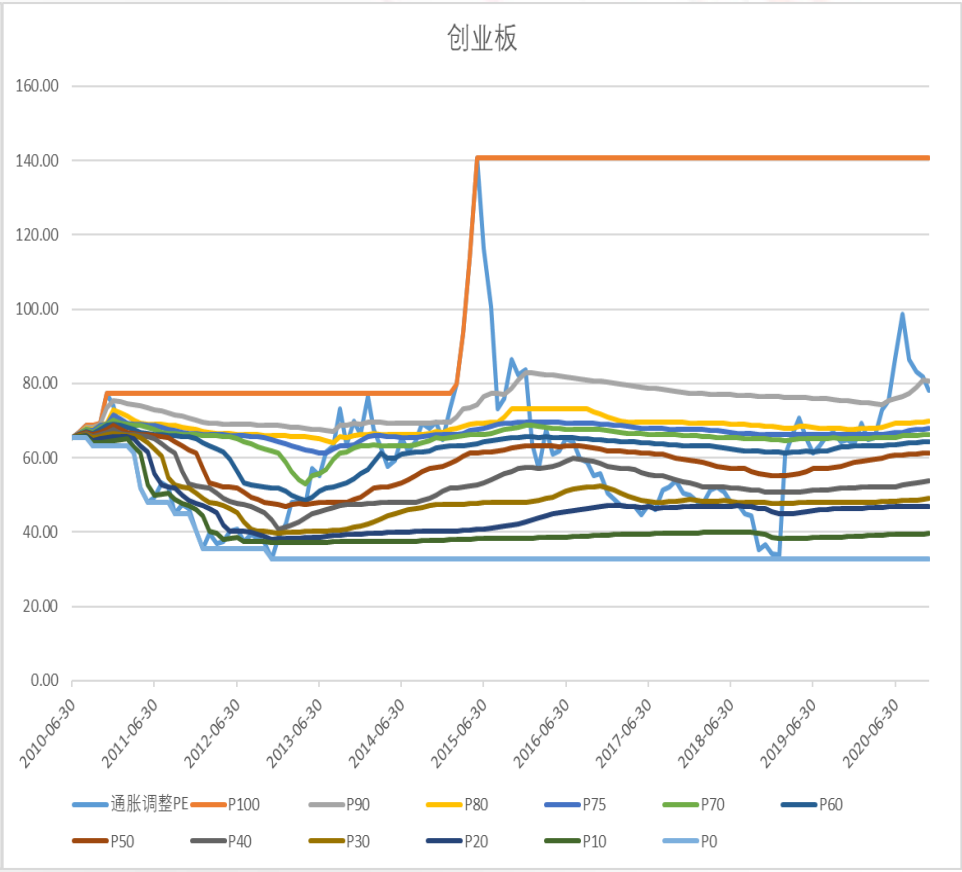


数据来源：WIND、山西证券研究所

市场仍沿着7月以来轨迹运行

- 当前，沪深300估值处于75分位左右，创业板估值处于88分位左右，上证整体处于60分位左右。按照A股历史经验，估值进入下行通道后一般需要5个月左右时间修复至中值水平。
- 我们9月结合A股盈利与估值回落速度进行测算预估上证大概率维持震荡格局，目前看各影响因素变化不大，12月维持这一判断。

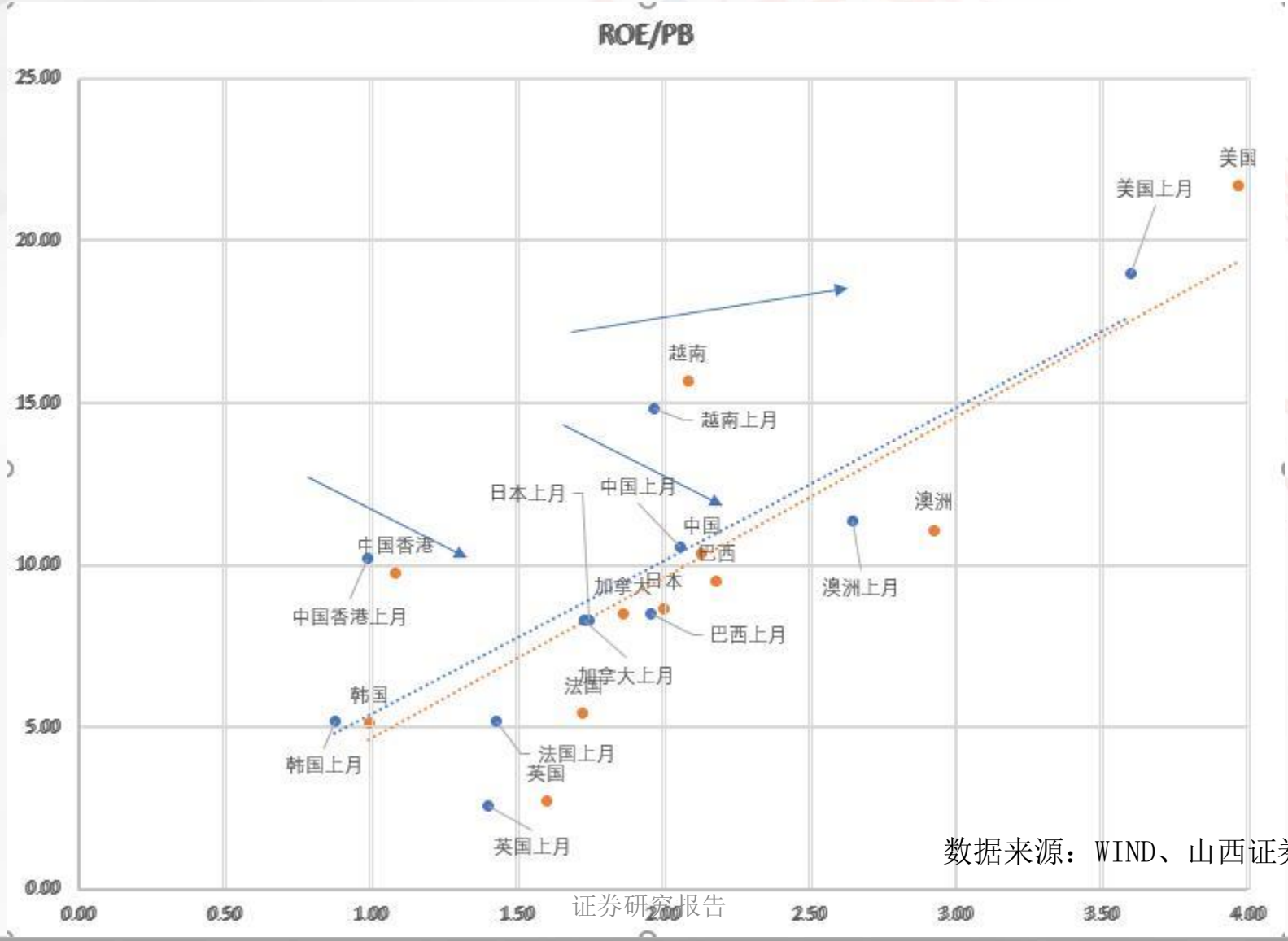




数据来源：WIND、山西证券研究所

A股在全球市场中性价比有所下降

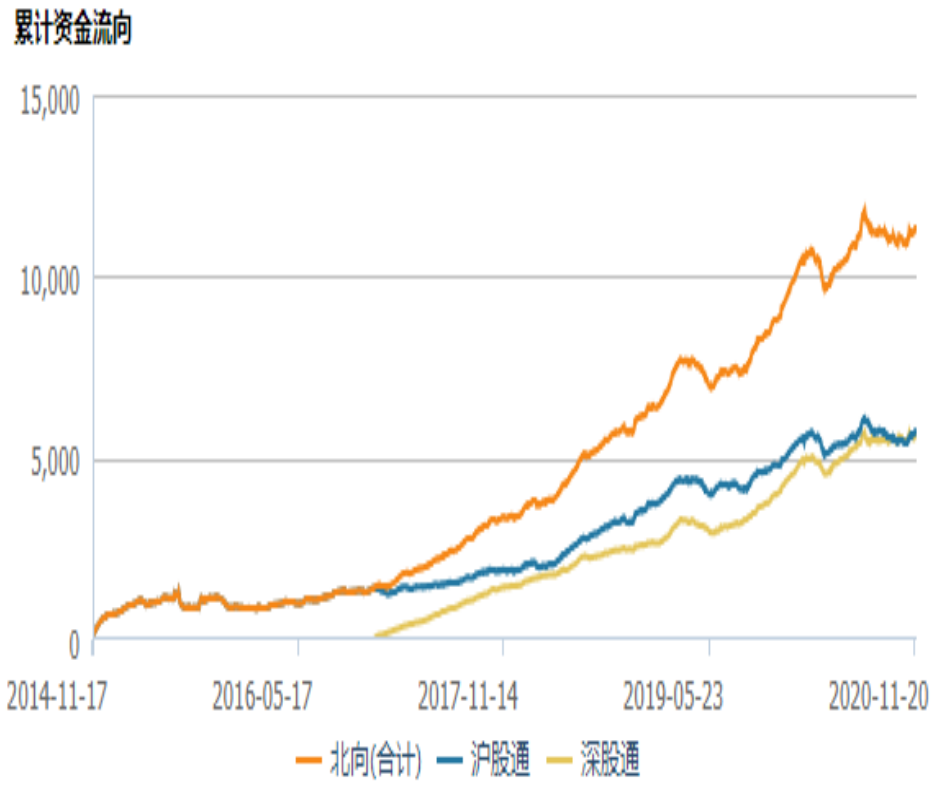
- A股整体性在全球主要市场内较上月有所下降，一方面全球市场业绩因疫苗因素大幅上升而我国疫情影响不大预期并未形成大幅刺激。另一方面，估值提升导致我国资产性价比有所减弱。

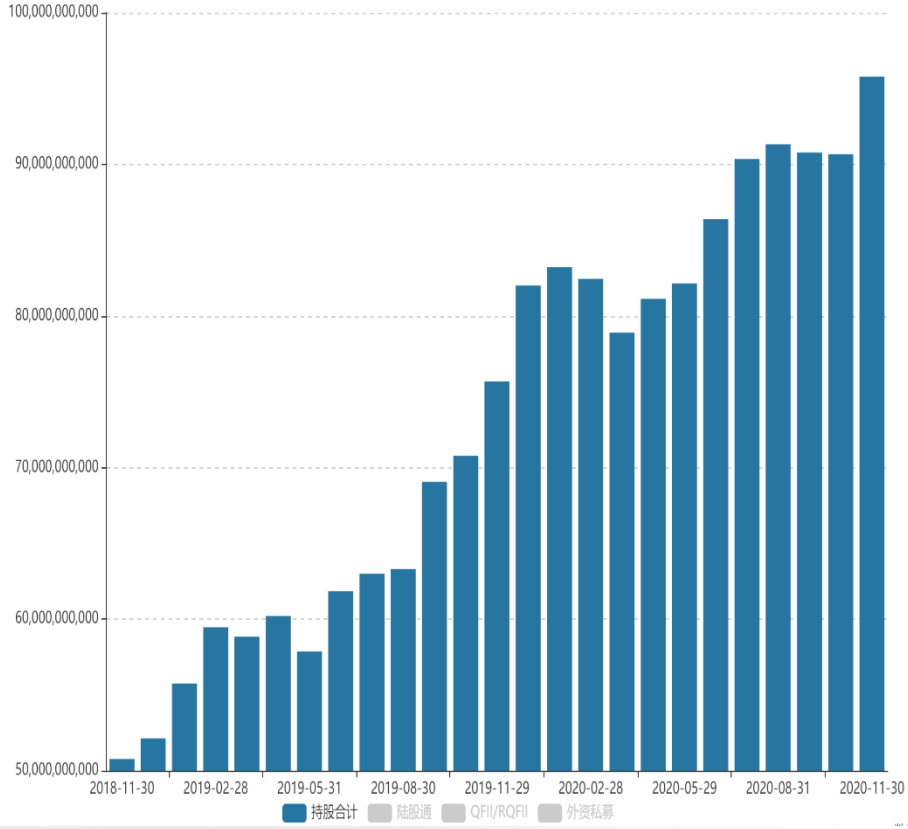


数据来源：WIND、山西证券研究所

外资流入趋势不改

- 北向资金再度出现加仓A股的趋势，7-10月资金处于净流出的状态，11月显著回升。
- 我国作为疫情处理最好、疫后恢复最快、社会最稳定的国家逐渐获得资金认识，伴随着金融开放持续预计A股风险溢价将逐渐向发达市场靠拢。





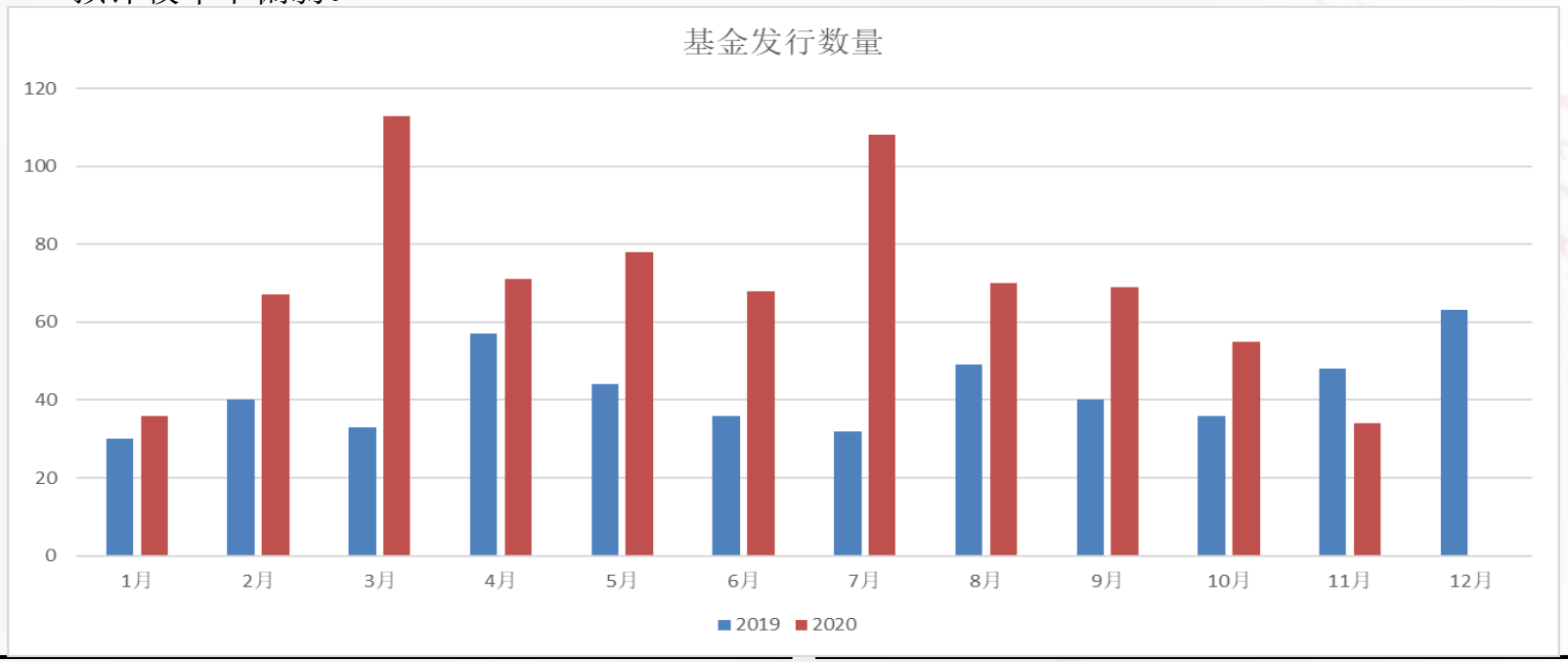
数据来源：WIND、山西证券研究所

基金发行速度有所下降

- 11月发行偏股型基金仅34支，创年内新低，7月以来偏股基金发行数量持续下滑。

- 与2019年相比，年内新发偏股型基金数量显著增加，截止11月发行769只，较2019年同期445只上升72.81%。

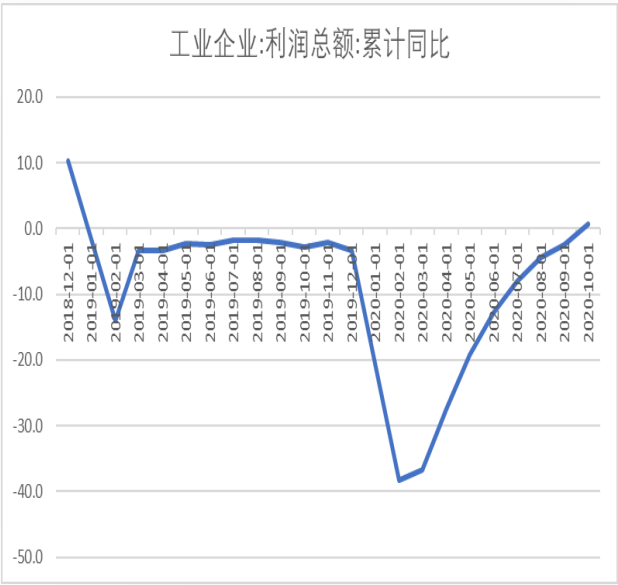
- 资金对于A股配置力度年内显著加强，但11月有所放缓，短期公募基金作为资金增量力度预计较年中偏弱。



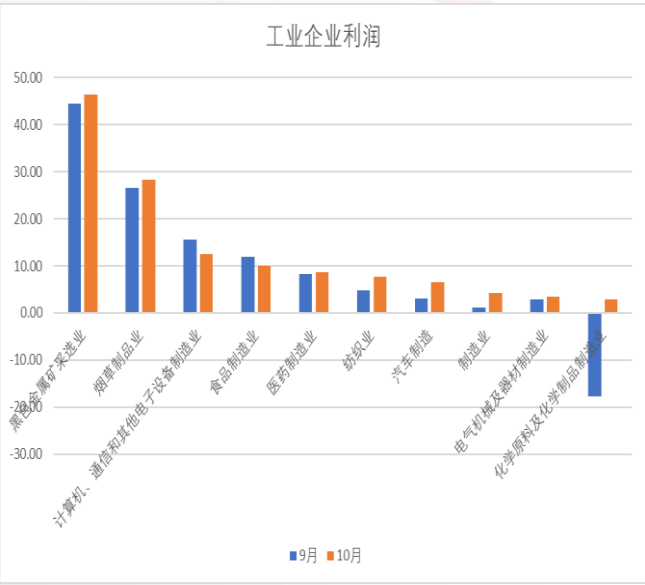
数据来源：山西证券、wind

宏观环境仍然支撑A股业绩回暖

- 10月工业企业利润转正，上游修复加速：2020年1-10月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比上涨0.7%转正。10月单月同比增长28.2%，较前期加速增长，除去低基数影响外，充分受益于工业品价格回升等需求端修复，10月PPI降幅保持-2.10%，工业企业单月营收增速显示19.7%的明显增长。结构上，目前1-10月中61%行业利润实现正增长，较9月增速回升占比高达88%，体现出经济修复的强劲动力；虽然受益于海外需求复苏的计算机通信与电子设备制造业仍保持高增长，1-10月利润累计增速达15.5%，但持续放缓，中下游的专用设备行业增速达22.90%，汽车制造持续改善至6.6%，而需求和产能拖累的黑色、化工、煤炭、有色等上游资源品行业利润修复明显加快，虽然仅有化工、有色增速转正，但黑色、煤炭累计同比跌幅有明显缩窄，受益于基建、地产投资的拉动，以及全球经济的回暖。
- 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，此前生产恢复主要依赖政策扶持，随着库存和工业企业的生产能力达到近期高低位，整体库存周期开始恢复，目前短期库存变化已观察到由需求上升带来了补库存转化的迹象，供需分化不断收敛，新一轮库存周期将逐步开启。



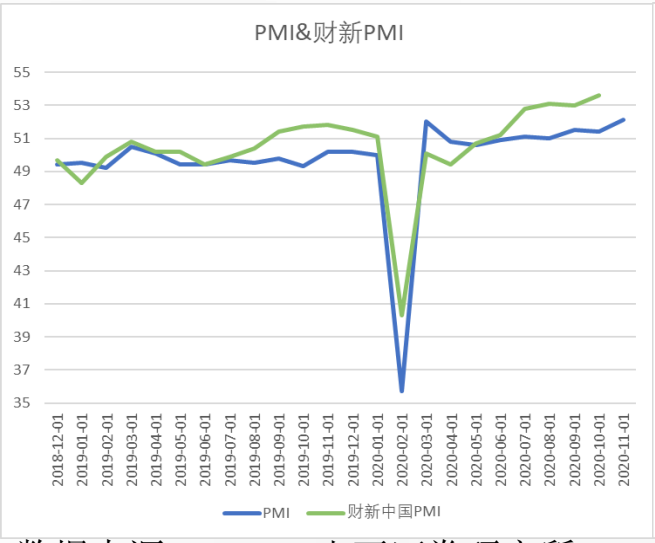




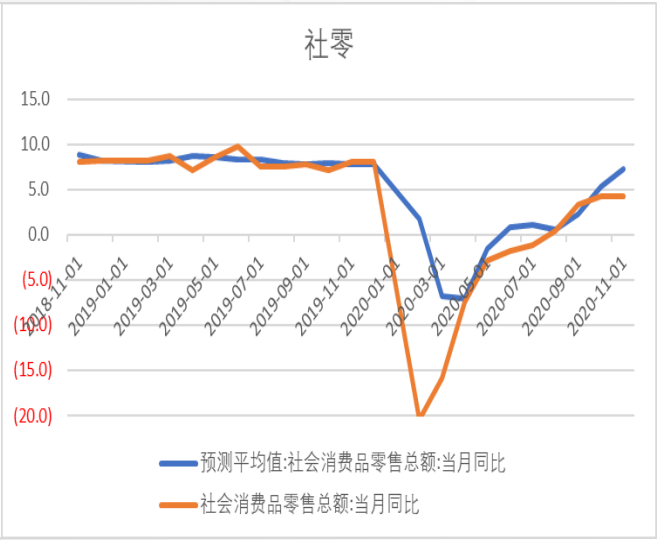
数据来源：WIND、山西证券研究所

宏观环境仍然支撑A股业绩回暖

- 从宏观指标来看，中国经济仍处于一个快速修复的过程中。2020年11月PMI指数为52.1，较上月回升0.7个百分点，延续景气扩张态势。从各分项数据来看，生产需求纷纷改善。生产端，生产指数回升0.8个百分点至54.7，显示制造业生产量增长有所加快；与此同时，进口与采购量指数在荣枯线以上小幅回升，透露企业生产意愿较强。需求端，新订单指数回升1.1个百分点至53.9，显示制造业需求加快复苏，与此同时在手订单指数处于荣枯线以下小幅回落，生产的改善或快于需求的回升。出口方面，新出口订单指数回升0.5个百分点至51.5，外需恢复态势延续。
- 从库存与应收来看，应收增速位于高位而库存始终处于较低增速，企业可能要开启补库存周期。
- 从中长期贷款余额增速来看，企业当前信心较强，融资活动较2018-2019年更为活跃，整体经济复苏力度不弱。
- 此外，我们可以看到社零消费基本已经在10月进入一个正常水平范围，服务餐饮终于转正。
- 上述现象均符合我们预期，预计A股四季度业绩仍将保持6%-8%回暖速度。





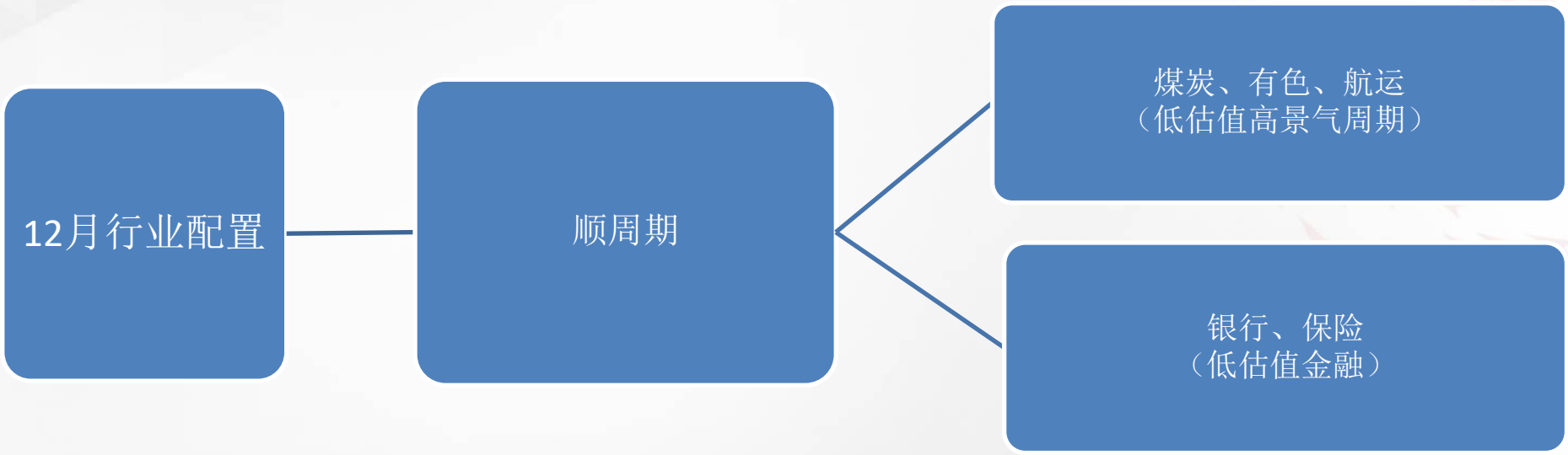


数据来源：WIND、山西证券研究所

市场回顾
风格展望
大势研判
行业甄选

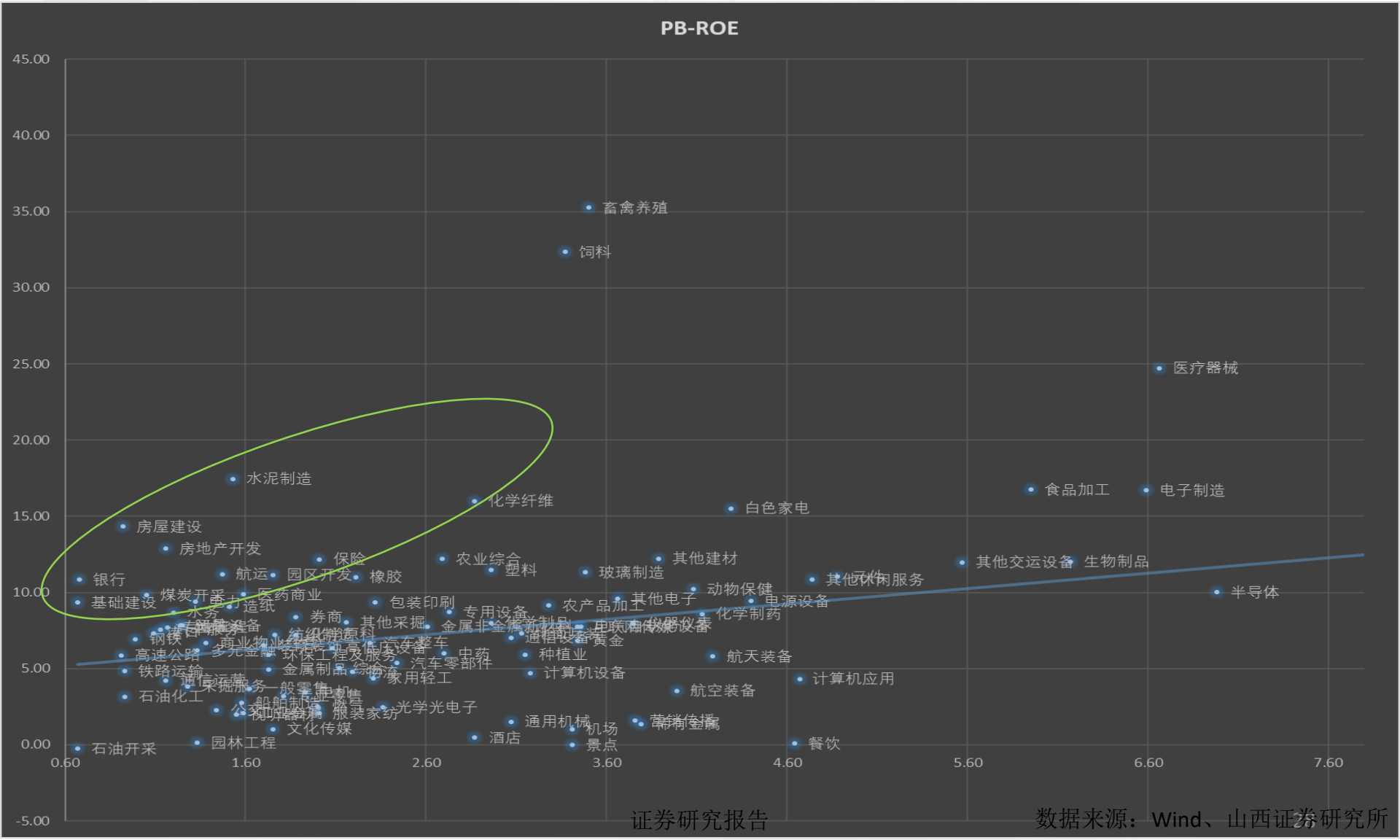
12月A股行业配置

- 通过对A股整体的分析我们认为12月仍应超配顺周期与价值，长期仍继续看好新经济优质赛道。



行业估值盈利匹配区域优势开始显著

- 自上而下行业选择较为清晰，行业估值盈利匹配区域优势开始显著。



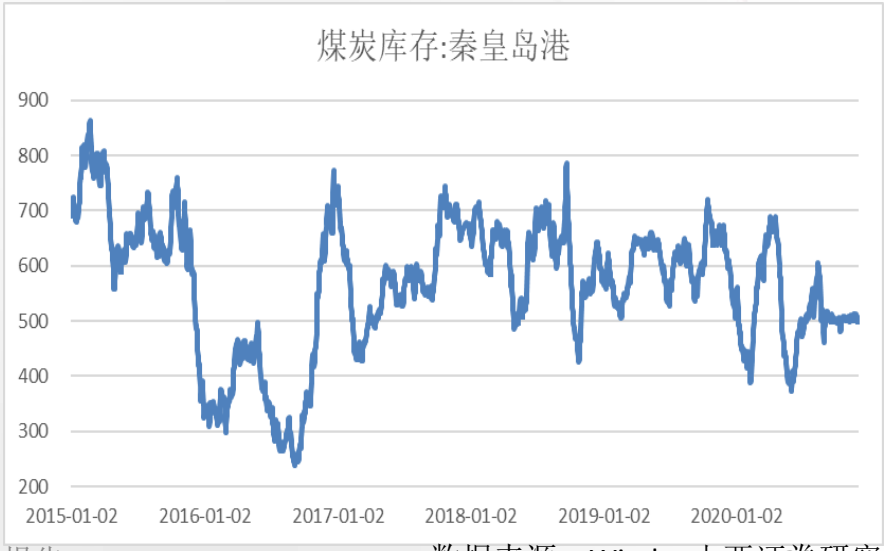
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

周期：煤价超预期，板块超额收益有望强化

- 下游需求持续释放，采购需求维持高位。
- 供给政策有所松动但短期效果难现，短期供给缺乏弹性。
- 库存中低位运行，冬季补库存动力明显。
- 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。
- 四季度环保政策仍不放松，超市场预期。
- 行业景气度改善大概率延续至2021年中期。
- 煤炭板块整体估值位于历史低位，有估值修复动力。





数据来源：Wind、山西证券研究所

周期：基本金属持续上涨

- 需求复苏叠加宽松预期继续推高铜价。
- 铜库存位于低位，需求复苏预期下2021年铜将迎供需错配。
- 高铝价可持续。国内铝需求大超市场预期+10%。
- 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。

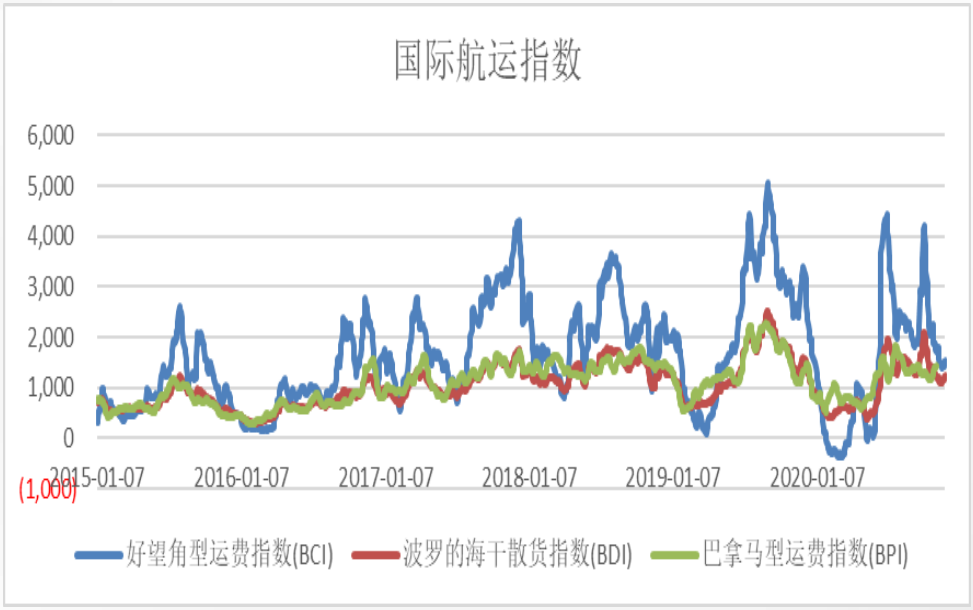


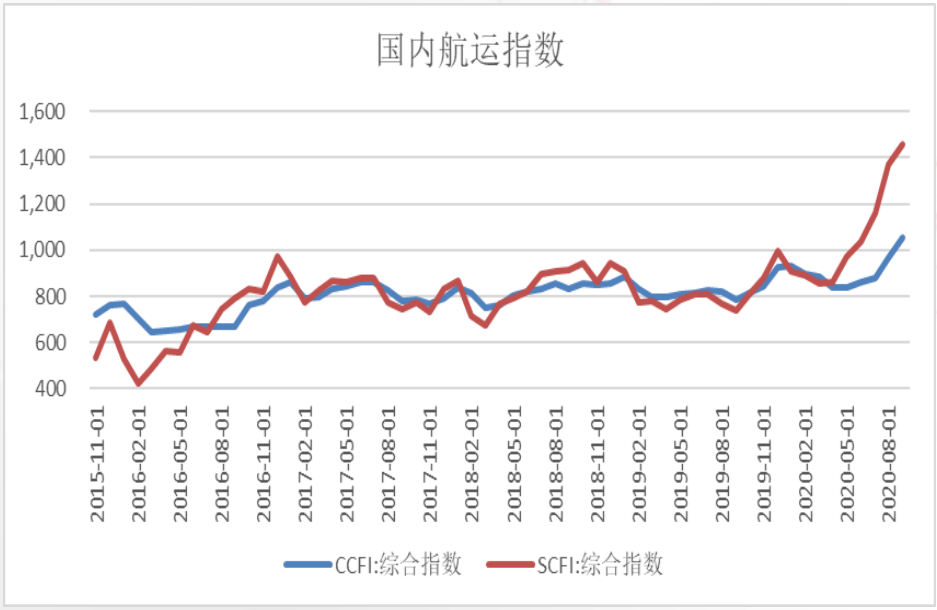


数据来源：Wind、山西证券研究所

周期：集运市场需求强劲

- 新冠疫情冲击，欧美制造业产能停滞，财政补贴居民消费力强劲，欧美本地产能无法满足，进口量显著增加
- 新冠冲击下，海外航运能力受到限制。
- 圣诞备货需求，运价保持高位，盈利向上弹性较为显著。
- 当前全球集运主要航线纷纷出现供不应求的局面。

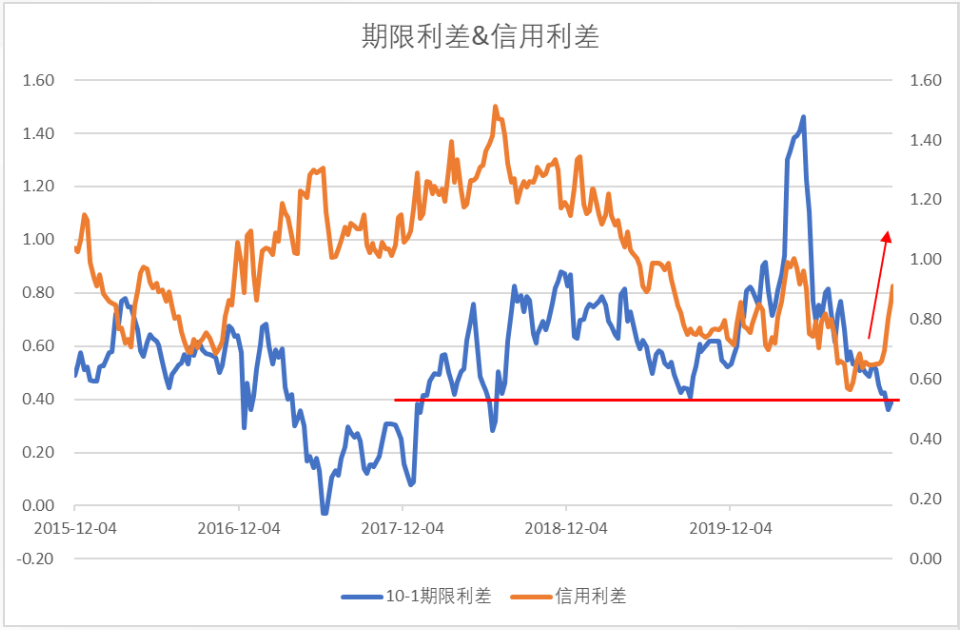


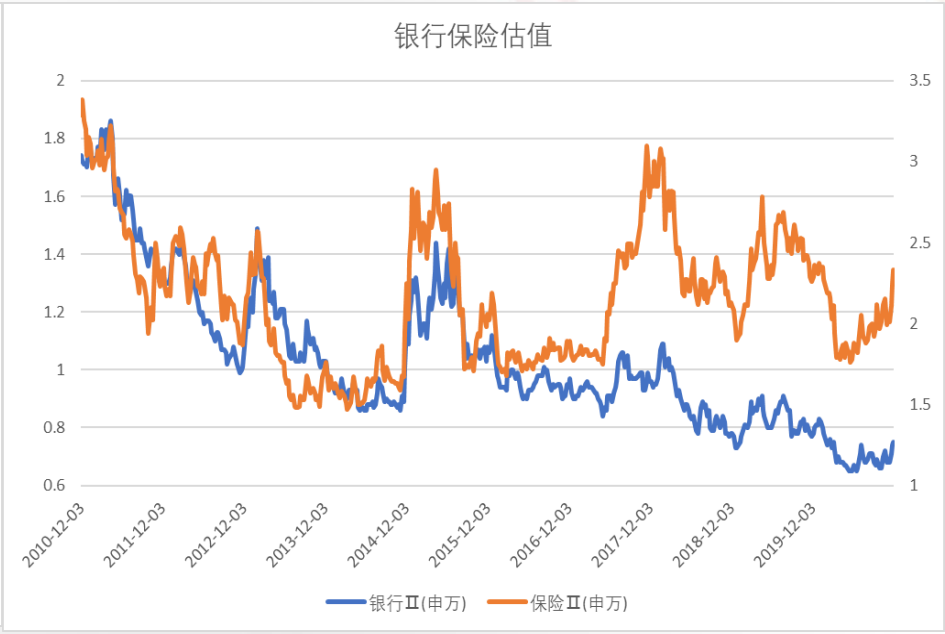


数据来源：Wind、山西证券研究所

大金融：银行、保险底部反转

- 期限利差达到近年极值，银行、保险业绩预期底部出现。
- 信用利差见底回升，大金融盈利能力回暖。
- 银行保险估值位于底部，存在较大预期差空间。
- 经济环境显著回暖，坏账、违约预期下行。





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
- 政策收紧超预期

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