

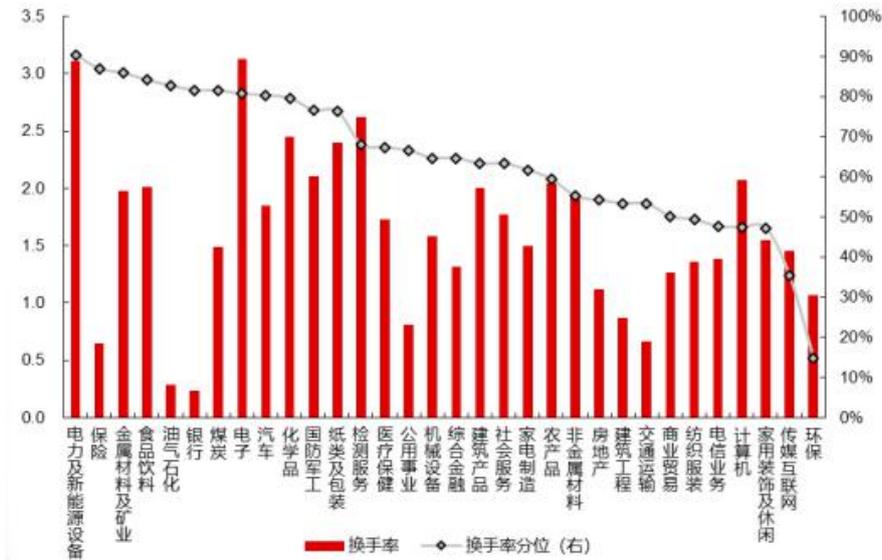
2021年一月，上证指数和深证成指均冲高回落，分别收涨0.29%和2.43%。其它指数方面，中小板指月涨4.69%，创业板指则涨幅最高达5.48%。虽然涨幅相较于去年12月有所收窄，但也实现了全年开门红。不过，一月的分化行情也较为极致。以个股为例，从机构统计的数据来看，两市个股涨幅中位数为-8.39%，收涨个股924只。其中，涨幅超过10%个股389只，涨幅超20%个股171只。3215只个股收跌，其中1796只跌幅超10%，409只跌幅超20%。行业板块方面，化工、银行、有色、电新等板块涨幅居前，非银、军工、地产、纺服等板块表现较弱。

图1：上证指数对比创业板指和沪深300指数走势



(数据来源：大智慧)

图2：主要行业换手率情况分布



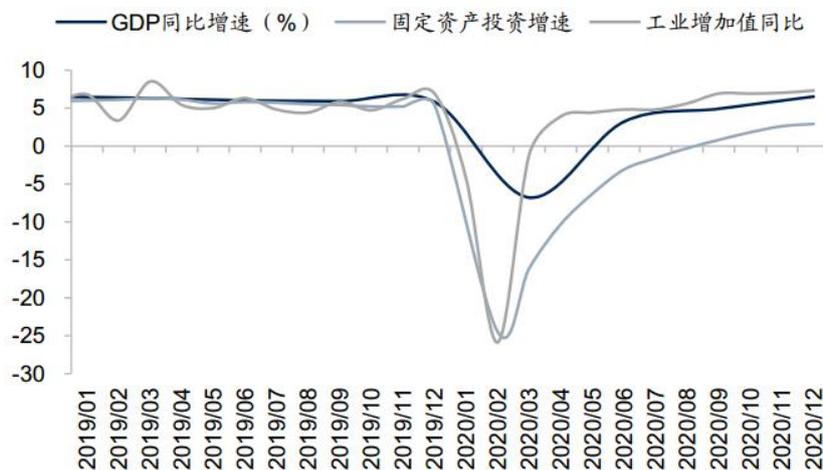
(资料来源：机构研究)

与去年12月的抱团不同，由于一月抱团对象涵盖的行业并不唯一，使得资金在部分抱团板块中来回挪腾。影响结构性高估值的有两个影响纬度，分别是盈利溢价和估值溢价。盈利溢价的背后是由公司基本面、行业景气度以及市场环境、竞争格局等多个因素组成。估值溢价则由相对溢价和绝对溢价组成。而当市场处于高波动、高分化的阶段，短期的情绪推动反馈在投资者风险偏好中。例如，1月下旬，受市场开始担心货币政策转向的影响，资金敏感度较高的军工和非银金融板块开始出现回调，市场整体也冲高回落，前期基金重仓股也出现不同程度的调整。

虽然，节前市场对资金变化较为敏感，但宏观流动性维持稳健有助于稳定市场预期。微观方面，1月新成立偏股型基金接近4500亿份，不仅刷新单月历史最高纪录，也显示增量资金提速。

从历史来看，除了流动性外，经济上行预期和政策改革利好也是决定一季度是否出现躁动行情的几个条件。相对应的是，政策收紧、经济下行以及不确定性外部因素是导致躁动行情失败的几个主要原因。

图3：经济状况持续改善



(资料来源：机构研究)

进入二月，虽然面临春节休市一周的影响，但从机构统计的数据来看，2000年至2020年，上证综指2月份上涨概率达到71%，高于其他月份，各年度二月份涨幅方差相比其他大多月份也较低。

图4：上证综指各月上漲概率



(资料来源：券商研究)

表1：近年来上证综指在2-3月表现较好的情况

年份	2月涨跌	3月涨跌	重要事件
2019	13.79%	5.09%	开年央行宣布全面降准，宽信用大超预期
2017	2.61%	-0.59%	定增新规、TLF 央行上调公开市场操作利率
2015	3.11%	13.22%	年初降准降息
2014	1.14%	-1.12%	保险资金可以投资创业板
2012	5.93%	-6.82%	2011年底降准，2012年初再降
2011	4.1%	0.79%	大宗商品价格历史最高
2010	2.1%	1.87%	股指期货获批、两融试点

(资料来源：公开资料、大智慧)

市场节奏方面，从开始抱团到抱团延续再到预期冲击下的抱团松动，核心驱动也随之从增量资金逐步转向对业绩的关注。目前上市公司的2020年业绩预披露已结束，截止1月30日，全部A股2020年业绩快报/预告披露率58%。综合机构统计的数据结论来看，A股2020全年、2020Q4单季度预测净利润增速分别为+26%、+159%，修复速度大超预期。其中，创业板、中小板、科创板的2020年净利增速均环比Q3存在大幅上升。行业上看，**科技和医药在前三季度已经实现了盈利的快速修复，工业和消费是Q4业绩弹性最大的板块。**结构方面，**电气设备、电子等行业内部的预增公司占比超7成。**

不过需要注意的是，受低基数以及创业板业绩预告非强制性等影响下，通过业绩预告判断全年最终业绩完成情况的不确定性有所提高。但是，近期南向资金快速涌入港股市场也引发了市场对估值高低的热议。因此，在关注高盈利景气板块的同时也需要防范尾部公司暴雷的风

险。（备注：2020年6月12日，深交所发布了关于《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020年修订）》的通知，对创业板业绩预告做了修订，由之前的强制规定变更为鼓励上市公司在定期报告公告前披露业绩快报）因此，除了产品价格、产品销量等这些对业绩有较为直接影响的财务指标外，产业政策及行业技术路线也是对公司未来业绩预期产生变动的重要参考因素。

展望二月，受春节假期因素影响，节前无论是出于对流动性的担忧还是对短期避险需求考虑，若转向谨慎情绪的投资者比例有所扩大，并且在短期政策没有出现有利变化，成交量的增减将反应市场是否进入暂时的平淡期。节后，若在国内经济与货币政策环境继续维持友好的环境下，政策催化预期、行业催化预期等有助于市场情绪重回上行，或仍将把风险偏好顶在高位。

另外，作为开年的二月也并不缺乏题材轮动。从事件来看，一号文发布时间窗口期临近（自2004年起已连续17年发布聚焦“三农”），结合此前中央经济工作会议将种子问题列入八大需要解决的目标，以及农业农村部近期发布《2021年农业转基因生物监管工作方案》等，政策的高度重视有望驱动农业种植链新一轮成长期；

新兴成长方面，半导体行业2020年资本支出172亿美元，预计2021年资本开支在250亿美元至280亿美元之间，而此前市场预期200亿左右。以晶圆为例，当前晶圆代工产能紧张带来的供不应求，**成本提价是本轮半导体产业链涨价的核心动力**。不仅是晶圆，封测、存储器、面板等价格均有不同程度上涨。而涨价的驱动来自需求，包括全球需求回补和国内需求回补。同时伴随国产化浪潮，半导体产业的行业景气仍为上行周期，并且持续加速细分行业内龙头公司产品和服务的结构优化；

业绩端，截至目前，申万医药生物共有226家企业发布2020年报业绩预告，其中预计净利润增长值100%以上（含）的有76家，增长50%（含）至100%（不含）的有37家。从领域来看，**诊断试剂、疫苗、外包型行业（CXO）业绩高增长**。业绩增长确定性强的企业或业绩环比增长改善明显的企业将有助于板块景气度的回升。

此外，如果市场热议的抱团（资金抱团、行业抱团）维持或持续出现松动预期，市场风格有望在公司估值和业绩增长间寻找动态平衡。

风险提示：政策发力不及预期、经济复苏弱于预期、海外市场大幅波动；

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。