

勝 會

2021年度投資策略展望

勝利證券首席經濟學家——李寧博士

已經過去的2020年度，環球股市經歷了年初疫情帶來的動盪之後，都是一路高歌上漲，投資者回報頗豐。新年伊始，我們如何評估2021年的風險和投資機遇，怎樣去選擇好的行業和投資標的，下面我們做一個簡單的回答。

第一：關於中國股市明年的趨勢判斷

我們認為2021年的股市基調是震盪上行，中國資本市場的大時代剛剛開始，任何下跌都是買入機會。恒生指數、上證指數年底前高點將超過4,000（可能發生在上半年），恒生指數可以挑戰30,000點作為第一目標。2023年三月之前，兩地指數至少比歷史最高點上漲30%。2021年是整數震盪上行，2022年下半年將是大牛市的主升浪。

2021年中國股票市場向上的推動力量來自於幾個方面：

1. 疫情之後中國和歐美發生的疫情管控，供應鏈生產穩定性的一系列政策和所產生的結果來看。過去人們對於共產黨領導的中國的政治制度和經濟運營的強大效率是認識不足，甚至存在極大的誤解和認知偏差。隨著事態的發展、時間的推移、西方媒體和個別政客謊言和誤解很難持續，市場對中國發展方向和中國資產的未來將注定帶來根本性的改變。我們預期的是隨之而來的人民幣資產價格將迎來盈利預期和風險溢價上升的同步提高，環球資金需要對中國股市重新估值。

2. 美國新一届政府上台之後，中美關係雖然不會根本性的改變方向，但衝突的強度會改善，一些技術和關稅相關的政策會通過談判和接觸從負面的極值出現鬆動和改善。而長期而言，大概率是美國逐漸接受中國崛起的事實，並找到兩個大國相處的新的平衡點。我們認為，美國領導的民主發達國家，或者發展中國家的反中國的聯盟都沒有操作性，中國的經濟增長和對外貿易向上的趨勢不可阻擋。中國同歐洲日本等發達國家的技術貿易更多的是互補和反美國壟斷的性質，歐洲日本是得到實惠和好處的。中國同非洲拉美和亞洲一帶一路的國家的貿易和投資，則更多的是共贏的，實際上推動了當地政府和人民的收入提高，與之相對的是包括歐洲、日本、墨西哥、英國、阿根廷的幾次經濟和貨幣危機都是美國的政治家和資本財團刻意造成的，華爾街獲取暴利的同時，留下了一地雞毛。最終，來自於美國民主聯盟的阻撓，將遠遠不敵發展中國家政府和人民對美好生活的嚮往。

3. 我們翻查了美國股市成立以來的幾次的金融危機，意料之外的是，一戰、二戰或者破壞巨大的西班牙流感，都不是造成股市大跌的根本原因。股市的大幅度回檔，反而與不成熟的政府監管和貨幣財政政策有關。經歷了亞洲金融危機、國企和銀行系統的債務重整、歐美債務危機的影響，中國資本市場，包括銀行系統和股市債市，愈加成熟，足以抵抗短期信心波動，不論是匯率還是股市，在當前政府一切以安全為重，加上工業供給側改革已經推進幾年，地產金融提前擠泡沫，資本市場出現大的崩盤可能性很低。

4. 2021 年股票市場的整體流動性，上半年主要來自於銀行系統一年一度的年初資金大放送，加上 2020 年下半年大量公募和私募基金註冊完成之後的資金到位。下半年則是由於宏觀經濟資料基數的原因，經濟增速比上半年會大幅度放緩，央行的貨幣政策可能會出現一兩次降准的空間。另外，歐美疫情控制之後，海外大型基金的權益和債券類資產配置比例，對中國市場的配置比例都會出現變化，具體就是通脹預期加劇，對中國的風險溢價重估，債券資金流入股市，海外資金流入中國。

5. 最後一個問題，就是很多人認為股市估值水準已經比較高，現在是不是還有買入機會的問題。我們用一張圖來回答：



美國的道瓊斯指數用了200年從30點上漲到如今的3萬點。期間有一戰、二戰、各個國家和地區的金融危機政治危機軍事衝突，每一次回檔都是短暫的，而股市的上漲是長期的，也不是地產黃金和債券能夠跑贏的。有一句股市名言：股票最終只是上市公司賺取貨幣能力的稱重機。在舊的王朝時期，當一個國家的財富集中在少數人和集團手中，大部分民眾無法生存的時候，通過革命和起義完成國家政權的更替，對社會財富帶來巨大的破壞，然後進入新的一輪迴圈。在近代資本主義社會，華爾街有了新的方法，除了黨派輪流的政治制度，稅收為主的轉移支付經濟制度之外，當財富集中，窮人無法生存的時候，就發行國債，央行開動印鈔機，產生更多的紙幣進入經濟系統維持國家的運行。然後，精英階層的固化和人類知識和文明讓少數人 and 大的財團可以用更快的速度回收政府發行的紙幣。新的財富集中和發行紙幣的迴圈越來越快。所以，我們看到的是股市在近30年的漲幅加速。總之，在紙幣的世界裡，只有股票才能真正的跑贏長期通脹。

如果有人覺得現在的股市估值很高的話，建議反復欣賞市場的畫作——道瓊斯指數的歷史走勢，一畫治百病。欣賞之餘，有興趣的可以查閱一下美國和英國的金融史，相對應的每一個階段的漲跌，以及原因，每次金融危機和每次股市騰飛的因果做一下圖表的對比，一定會收穫。當然，需要注意兩件事：首先，股市短期的信心波動和資金流動所帶來的漲跌，需要通過合理資金管理和資產配置比例來應對。其次，並不是股市中的每一個行業和每一個股票都能與指數同步，行業和個股的選擇需要有專業的知識來研究，不管是個人和機構，認知自己的能力邊界，有效利用資源都是股票市場中必要的生存能力。

第二：關於2021年投資行業和標的一些思考

在大的方向上，我們認為未來幾年影響股市最深遠的幾件事情：第一，國家對於高端製造業生產自主供應鏈安全的大的戰略方向；第二，能源安全與碳中和政策需要帶來需求，與風能光能上游成本下降帶來的平價上網的歷史性的行業機遇；第三，供給側改革之後需求側改革所帶來的經濟結構的調整。

幾個技術性問題的思考：

1. 順週期的估值機會：



鋼鐵煤炭屬於供給側提升公司業績，但長期並不是整個國家和世界的大方向，相關公司業績有保障，估值會有提升，但相對估值仍舊會比其他行業低，投資機會為短期看多，看空。



銅、鋁、鎳堅定看多，全球範圍，從發達國家到發展中國家亞非拉的大規模基建注定開啟新的週期，上述品種的供應能力不足。



鋰、鈷電動車金屬資源，需求量將毫無疑問增長，但預期已經過高。如果完全認同現有鋰和鈷的高估值背後所預期的全球電動車銷售額增長，那麼中國國內相關電池材料加工企業的估值還沒有足夠反應。



電力行業：火電煤炭和環保成本高昂，業績天花板已經顯現。核電的增長和盈利前景是最確定的，但短期估值受 CAPEX 和利息折舊影響非常嚴重，是現有低估值的主要原因，市場可以選擇只看眼前在利息折舊高峰時期目前低估值，也可以預期未來折舊後一個巨大的印鈔機，中廣核電力 (1816.HK) 未來的盈利潛能和增長潛力超過了長江水電。



2. 誰來維護，誰來拉升指數氣氛的問題：

股市穩定的蓄水池（大跌護盤，大漲抽水）：銀行、保險、券商將與慢牛共成長。上述三個板塊基本面確定性好轉，佔指數權重比較大。外部利空股市超跌的時候，會用來護盤維護市場信心。股市上漲過快時，則容易融資抽水，防範在 2023 年 3 月之前出現金融泡沫，增加國有金融企業的股本金，有利於金融安全。

3. 幾個受政策影響的不確定性行業（暫時回避或者密切觀察邏輯變化）：



壟斷的互聯網平台：以阿里、騰訊和美团為首。國家的反壟斷監管注定趨於嚴格，相關業務板塊估值需要重新評價，業務創新趨於謹慎，增長出現壓力。短期股價性價比不太合適。



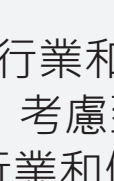
醫療養老行業：國家的工作重點是消除居民消費的不確定性，降低儲蓄率，提高可支配收入。醫藥股不會有任何超額利潤的空間。目前估值過高。



教育行業：同上，國家不希望居民因為養老和教育的不確定性而增加儲蓄減少消費。



房地產行業：降低房租可以有效降低住宅漲價預期，但公租房建設並不會減速，城鎮化會加速，相關基建不會有太大影響。



出口產業鏈：高科技行業產業鏈的部分去中國化，最終會失敗。但不排除在 2021 年海外疫情結束之後，美日會有初步的嘗試，並對相關行業訂單產生擾動。預料拜登好過特朗普，但政策波動初始的方向，還是產業鏈去中國化。

4. 行業和個股推薦：

考慮到 2021 確定性的增長性行業機會，以及經過 2020 年股市大漲之後市場預期的估值差異和潛力，我們對於行業和個股做出以下的推薦：光伏上游（中環股份、新特能源）> 晶片和面板上游進口替代（中芯國際、中環股份、滬矽產業、TCL 科技）鋰電池上游金屬精加工（格林美、國軒高科）> 農業現代化進口替代和食品精加工和品牌運營（第一拖拉機、中糧糖業、北大荒、來伊份）> 資料中心和雲計算（資料港、金山雲、中科曙光）> 影視娛樂休閒旅遊（中國電影、阿里影業、復興旅遊文化）。

第三：2021年影響股市的風險因素

我們認為短期內最大的不確定因素來自於疫苗注射，在批准注射之前，市場的方向實質的預期了疫苗是解決經濟和股市問題的萬能良藥；但疫苗大規模注射之後，可靠性和有效性將直接有具體的資料證實和證偽。一旦與市場預期有差距，比如疫苗有效期、副作用或者免疫有效的比例不如市場預期的好，會立即對金融市場造成很大的負面衝擊。

另外，上半年流動性充裕，加上經濟資料和上市公司業績的同比基數較低，容易出現市場快速上漲的情況，一旦股市短期漲幅過快，監管部門收緊政策維穩的可能性就大增。我們認為，監管的目的最終是一個健康的牛市，我們認為本輪牛市最大的漲幅在2022年下半年。對於整體市場估值偏高的擔憂，注定是暫時的。

*筆者撰寫文時持有中環股份(002129.SZ)及TCL科技(000100.SZ)。



勝利人的2020

勝利證券CEO——高鵬

2020年12月31日的這天，是香港入冬以來最冷的一天，但陽光照進窗戶，辦公室卻顯得一片溫暖。坐在窗邊邊，北風下的維港和九龍天際線顯得格外清澈。我嘗試著回望2020年，思緒萬千。

年初之時，沒有人會想到2020年的發展會是如此。一場新冠大流行始終牽動著地球上的每一個人，給很多人留下了深刻的傷痕，人們一些想法和生活方式也已經被改變。因為疫情影響，會面和團聚大幅減少，人與人之間的物理距離變遠了；但各種視訊會議機制被普遍運用起來，事務性溝通效率提高。但基於疫情影響，所有人不得不慢下來，留給家人的時間反而多了起來，家人之間更加緊密。疫情之下，各個政府以及各個行業的應對和隨之而來的結果截然不同，也讓我們對很多事情看得更加真切透徹。

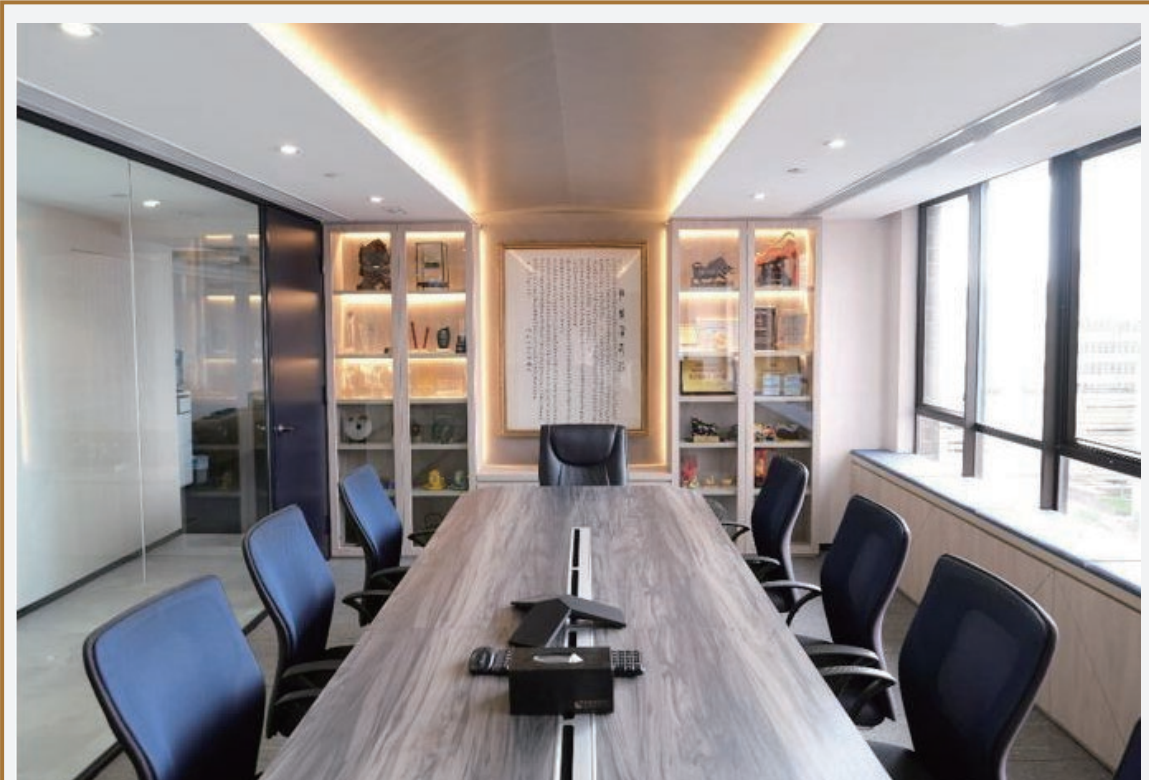
2020年是勝利成立的第49個年頭，疫情確實給我們的運營帶來諸多挑戰，香港的疫情持續不斷，讓我們不得不安排同事分批在家工作。香港封關的情況下，我們沒有辦法去親身拜會我們在內地和海外的客戶以及合作夥伴。這些都不能改變我們始終將客戶放在第一位的初心，同樣也不能改變我們對合作夥伴的承諾。經過所有同事全力付出，勝利始終能夠保證我們服務品質和專業。

不僅如此，我們在2020年在多項領域取得快速發展：資產管理業務快速增長，資產管理規模大幅提升，主動型證券投資組合絕對收益超過45%。資產管理業務區域性擴張有序進行，在廣州，我們設立了全資擁有的證券私募基金管理公司，用以抓住中國資本市場加速發展的機遇。在新加坡，我們參股了一家私募基金管理公司，用以捕捉東南亞資金帶來的機會。在日本，我們已經開始向日本金融廳申請第二類金融牌照，以開展日本的資產管理業務。運營層面，我們推出線上開戶，新增客戶快速增加，業績方面同樣快速增長，截止九月末，淨利潤大幅增長130%。此外，我們還有同事寶貴出生，還有同事喜結連理等，所以我們的2020年仍然是充實和豐盛的一年。

當然，2020也有一件讓我們非常遺憾和傷痛的事情。我個人很欣賞的一位好同事在最近因病永遠地離開了她在職13年餘的工作崗位，永遠地離開了我們。她在勝利的歲月裡，全心全意為客戶提供優質服務，贏盡了所有客戶朋友的掌聲和感謝。她在生命最後的時刻，將器官捐贈予三個人，生命以另一種模式延續著。我們永遠地懷念她。

歲月匆匆，我始終相信，任何一家偉大的公司都是經歷過一個由小到大的成長路程。勝利從一開始的一家家族運營的老牌證券行，近50年一步一個腳印的走來，本著持續性發展才是硬道理的理念，持續性深耕細作，進中求穩，到如今發展成一家在香港聯交所上市的全牌照綜合型券商。勝利一直在追求成為一家偉大公司的道路上穩步前進。我們的發展是體現在多方面的：公司內部人才培養的良性迴圈、整體的服務品質和專業性精益求精、業務區域性延伸、業務範疇橫向擴張、投資產品及類別的多樣化、公司的盈利和規模不斷創新高。

全新面貌的辦公室



展望2021 年，我們將隆重推出籌劃多年的兩個獨立業務平台：「盈家」財富管理和企業服務。其中「盈家」將成為勝利財富管理業務的平台，以家族信託為架構基礎，協助高淨值客戶進行資產配置與傳承和風險隔離等一些個人財富規劃。另外，企業服務將成為我們服務上市公司平台，提供包括上市後管理、公司資金管理、員工激勵計劃等一系列服務。資產管理業務將成為支援兩大新業務平台的重要產品中心，提供收益持續穩定的資管產品。2021年也是勝利證券正式成立50周年，立足香港半個世紀的我們將在穩固現有基礎之上，向下一個50年大踏步發展。

藉此機會衷心地送上我們至誠的祝福予每一位朋友客戶；祝福您及家人2021年身體健康，美滿愉快，繼續投資得力，得心應手，勝利連連。