回归主旋律，寻找确定性

报告日期：2021-02-28

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1. 2 月月报《先抑后扬》2021-01-31
2. 1 月月报《一山更有一山高》2021-01-03
3. 12 月月报《积极可为》2020-11-30
4. 11 月月报《云销雨霁》2020-11-02
4. 10 月月报《喜忧参半，顺势而为》

主要观点：

●回归主旋律，寻找确定性

A 股回顾全年主旋律，经济确定性复苏对企业盈利的支撑与总量政策向正常化回归带来的估值下杀压力相互交织，乘势待时是最佳策略。

短期市场急跌后，无需过度恐慌。原因在于一是短期流动性快速收紧对市场的冲击将随到期规模的减小而收敛弱化；二是美债收益率快速上行也是一致性情绪驱动，继续飙升可能性较小，但仍需继续保持关注；三是经济数据进入发布期将提供有力支撑。此外，快速大跌本身不可持续，大跌使恐慌情绪得以疏导，全国两会和《十四五规划纲要》即将召开和出台也有望提振短期市场情绪。

市场将回归到全年宽幅震荡的主旋律。宽幅震荡的市场格局主要源于支撑因素和扰动因素之间的相互缠绕，其中支撑因素主要是盈利基本面的改善，十四五规划的出台和后续改革的持续推进；而扰动因素一方面在于短中期货币政策继续回归正常化，二方面市场仍然面临整体估值较高的压制和困扰。

经济方面正是最好的时刻，各项数据在 1 季度均会取得高速增长，但这主要是去年同期的低基数效应。**后续需更加关注经济的支撑项因素，**包括有提升空间，仍未稳定到潜在增速水平的**消费**，尤其是随疫情淡化而复苏的服务类消费；受益海外经济持续复苏且目前景气高涨的**出口链条**；以及受益内外需持续改善，且有政策支持促进的**制造业投资**。**流动性方面，紧平衡是常态，需关注城投债到期高峰和专项债可能的发行高峰对流动性的冲击和央行的应对。中长期货币政策继续向正常化回归，**但从政策定调、通胀水平、海外流动性、汇率压力等角度看都不具备过快收紧的必要性和紧迫性。**政策方面，关注全国两会的重要指标和政策表述。**

●行业配置：均衡配置，3 月首选化工、银行、半导体

3 月在寻找确定性的过程中，延续均衡配置思路，继续两条主线：一是复苏主线，自上而下寻找经济驱动支撑；二是细分领域，自下而上挖掘高景气细分领域；重点关注化工、银行和半导体三类机会。复苏主线中，关注受益于海外经济复苏、出口景气、国内进入开工季的周期板块，如化工、有色、机械等；同时关注内外需促进下的制造投资改善链条。高景气则重点关注供需矛盾紧张，且全年具有业绩确定性的芯片半导体；以及估值低、业绩改善、高性价比的银行。

●景气跟踪：全球复苏预期加强，周期品景气度上行

受全球宏观复苏预期加强影响，以工业金属为代表的大宗商品价格快速上行。春节后商品价格出现上涨共振，一是反映了商品基本面供需结构矛盾，二是宏观层面，全球经济复苏的预期加强，三是资金层面因素，共同推动大宗商品价格的上行。内外需回暖叠加低基数效应，中游汽车、机械延续高景气，同时下游消费电子维持高景气度。

●风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向；美债收益率继续飙升等。

正文目录

1 市场观点：回归主旋律，寻找确定性 5
1.1 美债收益率持续飙升和短期流动性快速回收导致节后市场大跌，抱团品种重挫 5
1.2 正是最好时，后续更加关注经济的支撑项因素 7
1.3 短期流动性继续维持紧平衡，中长期正常化回归不变 10
1.4 市场回归全年宽幅震荡主旋律，短期不排除反弹可能 13
1.4.1 市场将回归全年宽幅震荡主旋律 13
1.4.2 悲观情绪释放，短期不排除反弹可能 15
1.4.3 后续关注两会召开的情况以及美债收益率的变化 15
2 行业配置： 3 月延续化工、银行、半导体 16
2.1 配置思路：均衡配置复苏和高景气双主线 16
2.2 首选行业推荐逻辑 17
2.2.1 化工：原油上涨叠加供需错配，支撑化工高景气 17
2.2.2 银行：复苏支撑，基本面好转具有确定性 19
2.2.3 半导体：供需矛盾持续，一季度业绩兑现不断临近 20
3 景气跟踪：全球复苏预期加强，商品价格快速提升 22
3.1 上游原材料：全球复苏预期加强，短期大宗商品价格快速上涨 22
3.2 中游：内外需回暖叠加低基数效应，汽车、机械高景气 25
3.3 下游：消费电子维持高景气度 28

图表目录

图表 1 节后行情反转，抱团品种和强势板块大跌 6
图表 2 部分抱团股节前大涨，节后大跌 6
图表 3 2 月央行短期流动性操作，节后初期快速回收 6
图表 4 节后 10Y 期美债收益率加速飙升 6
图表 5 过去多次美债收益率上行的前期，A 股都同步下跌，除非出现强劲的支撑因素 7
图表 6 PMI 呈春节季节性回落，仍在扩张区间 8
图表 7 春节放假关系，供、需、库存 PMI 均有所下行 8
图表 8 生产经营活动预期再度走高 8
图表 9 2021 年 Q1 经济增速有望达 18%以上 8
图表 10 消费增速仍有很大提升潜力 9
图表 11 新冠感染人数重新回到底部 9
图表 12 原油价格持续上涨反应海外经济复苏 10
图表 13 集装箱运价指数高位稳步上升，出口景气高涨 10
图表 14 制造业投资保持单月增速持续上行趋势 10
图表 15 央行短期流动性操作趋于平和稳定 11
图表 16 未来一周短期流动性到期节奏和规模 11
图表 17 CPI 返负，PPI 首正，目前不具备通胀压力 11
图表 18 预计全年 M2 在 9.5%左右 11
图表 19 3 月份将迎来城投债到期高峰，4 月到期规模仍大 12
图表 20 今去年 1 月份政府债发行结构相当，但结构置换 12
图表 21 2 月银行间短期市场利率高位回落，较大波动 13
图表 22 2 月 SHIBOR 短端利率也高位回落，较大波动 13
图表 23 2 月 SHIBOR 中期利率继续上行 13
图表 24 2 月 10 年期国债收益率也继续小幅上行 13
图表 25 股权风险溢价水平已经下降到了底部区域和历史均值以下 14
图表 26 估值分位与 2015 年类似，较高 14
图表 27 行业间估值裂化有改善，但仍然严重 14
图表 28 化工、半导体估值分位数仍处于中游，银行估值小幅提升后仍然较低 17
图表 29 中国化工产品价格指数(CCPI)上涨加速 18
图表 30 国际油价持续上行 18
图表 31 原油产量及产能利用率下降 18
图表 32 MDI 价格快速上行 18
图表 33 信用卡授信额度 2020 年增幅减缓，授信使用率大幅降低 19
图表 34 2021 年 1 月全球主要国家汽车销量 20
图表 35 首选行业及关注标的 21
图表 36 原油价格近期反弹 22
图表 37 原油库存继续下降 22
图表 38 铜、铝价格快速上涨 23
图表 39 锌、铅价格反弹上涨 23
图表 40 金属锂、碳酸锂价格继续上涨 23
图表 41 钴价上涨速度加快 23

图表 42 氧化钆、氧化镝价格上涨速度加快 23
图表 43 金属钕上涨斜率加速 23
图表 44 海外动力煤价格震荡 24
图表 45 国内动力煤价格高位回落 24
图表 46 秦皇岛港煤炭库存回升 24
图表 47 螺纹钢期现价格再度上行 24
图表 48 热轧板、冷轧板、中板价格高位再度上行 24
图表 49 线材、热卷库存回升 24
图表 50 华东、中南水泥价格指数回落 25
图表 51 玻璃期货价格上涨 25
图表 52 粘胶短纤价格快速上涨 25
图表 53 晴纶短纤价格继续上涨 25
图表 54 乘用车产量同比高增速 26
图表 55 乘用车销量延续高位，同比高增速 26
图表 56 汽车销量持续高位 26
图表 57 新能源汽车销量继续快速增长 26
图表 58 挖掘机：销量高于去年同期 26
图表 59 重型货车：产量高于去年同期 26
图表 60 费城半导体指数小幅回落 27
图表 61 软件业务收入恢复延续 27
图表 62 公路客运量回落 27
图表 63 铁路客运量回落 27
图表 64 民航货运维持高位，客运继续下移 27
图表 65 规模以上快递稍有回落 27
图表 66 新建商品住宅价格同比回落、环比回升 28
图表 67 2 月商品房成交面积回落 28
图表 68 二线城市成交面积快速上升 28
图表 69 2 月百大城市土地供应面积继续回落 28
图表 70 手机、5G 手机出货量快速提升 29
图表 71 液晶面板价格继续上涨趋势 29

1 市场观点：回归主旋律，寻找确定性

1.1 美债收益率持续飙升和短期流动性快速回收导致节后市场大跌，抱团品种重挫

春节后的 A 股在市场一片乐观预期情绪的气氛中，出现轰然大幅反转，节后第一天指数尽皆高开低走，随后的几个交易日里剧烈波动、连续大跌。A 股指数方面，节后上证指数下跌了-4%，指数点位基本回到了年初的水平；创业板指大幅下跌了-14.64%，指数点位已经跌回到了年初水平之下。行业表现方面，最显著的特征则是节前节后攻守易位、结构反转，前期强势板块和抱团品种出现阶段性大跌，其中食品饮料跌幅-16.94%、休闲服务下跌-14.78%、电气设备下跌-12.77%、医药生物跌近-11%；而前期较为弱势的周期板块和大金融板块上涨居前，房地产上涨 9.4%、钢铁上涨 6.12%、建筑装饰涨幅 5.88%等。个股方面，抱团个股大跌，贵州茅台和五粮液均跌逾-18%、宁德时代跌近-22%、中国中免跌幅-20.61%、迈瑞医疗跌逾-15%、美的集团也跌超-13%。

短期流动性超预期持续大规模净回收。节前的两个交易日，央行已经开始在回收节前大规模释放的短期流动性，但总体上回收的规模并不大，分别是 300 和 800 亿。然而春节后回收短期流动性的节奏快速收紧，也超乎了预期，如节后第一天 2000 亿 MLF 等额续作，2800 亿短期流动性只续作了 200 亿，实现当日净回收 2600 亿，净回收的规模相对较大，这也是当日市场高开低走的最重要原因和催化。随后央行仍在不断净回收流动性，02/19 日和 02/22 日分别净回收了 800 亿和 400 亿，节前大量释放的短期流动性经过节后几天的净回收基本回收完毕，所剩规模已然不大。而抱团股出现阶段性下跌的本质就在于高估值板块对短期流动性快速收紧的负反馈。

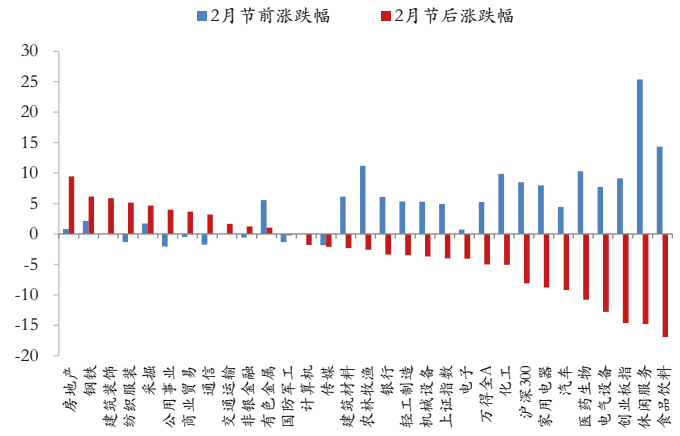
10 年期美债收益率持续飙升。10 年期美债收益率整体上随着 2020 年 Q3 季度美国经济的逐步恢复而随着逐步抬升，但在节后的一段时间里，美债收益率上行有一个明显加速的变化，这直接导致了海外股票市场出现大的波动，而对国内 A 股市场也形成了较强的抑制。尤其是 2 月 26 日，美债收益率连破关口，一度冲破了 1.6%，这直接造成了 VIX 恐慌指数飙升，全球股市包括 A 股的隔日低开大跌。根据我们复盘过去美债收益率上行期间的 A 股表现来看，多次都出现了美债收益率上行前期，A 股也同时下跌的情况，除非出现很强的支撑因素。

其他的一些影响因素也产生了部分助跌效果。如 2 月 24 日中午香港财政司确认了计划将香港印花税税率从 1‰提升至 1.3‰的消息，也直接导致了当天的 A 股和港股午后跳水下跌；再如春节期间再度爆出海外大基金卖出贵州茅台的消息也可能是导致抱团板块阶段性瓦解开始的催化剂；又如央媒对茅台总工程师被推荐院士候

选人的偏负面评论，也可能是压制高估值脆弱性的一根稻草；还如海内外疫情在春节期间和春节后有明显的好转，感染人数见顶曲线回落，疫苗加速接种也起到了进一步抑制医药生物等抱团品种估值的效果等。

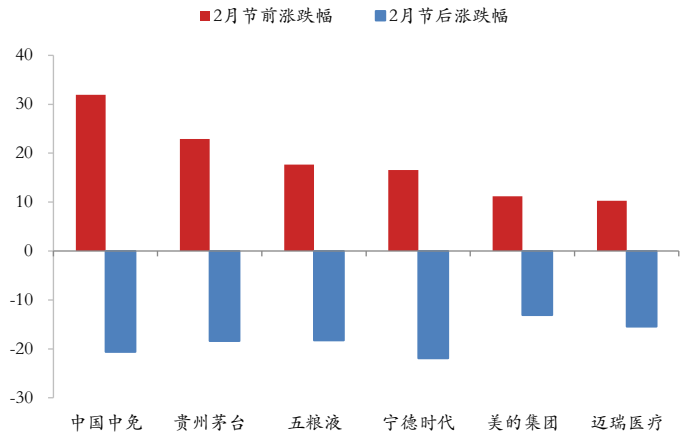
后市来看，我们认为春季躁动行情随着流动性收紧的节后大跌已经不再具备持续的条件，今年春季行情宣告结束。未来较长一段时间市场将回归到了全年宽幅震荡的行情节奏，整体的市场环境表现为盈利基本面的变化、货币政策正常化回归的节奏变化与高估值、行业估值裂化严重的角力。而短期来看，随着前期影响因素的弱化，以及市场悲观情绪得到极大程度宣泄，对短期市场无需过度悲观，不排除出现反弹的可能。

图表 1 节后行情反转，抱团品种和强势板块大跌



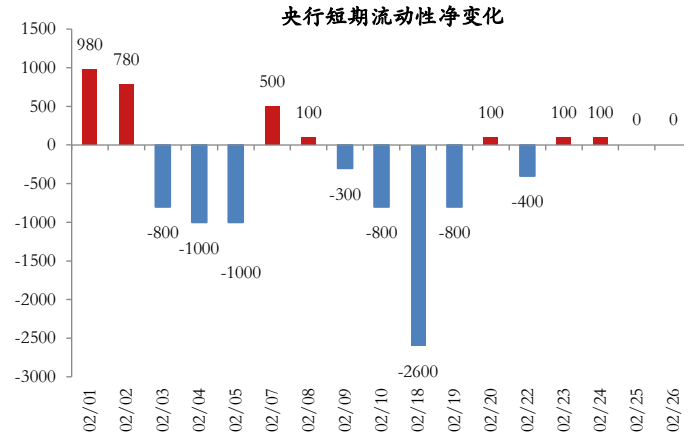
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 部分抱团股节前大涨，节后大跌



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 3 2 月央行短期流动性操作，节后初期快速回收



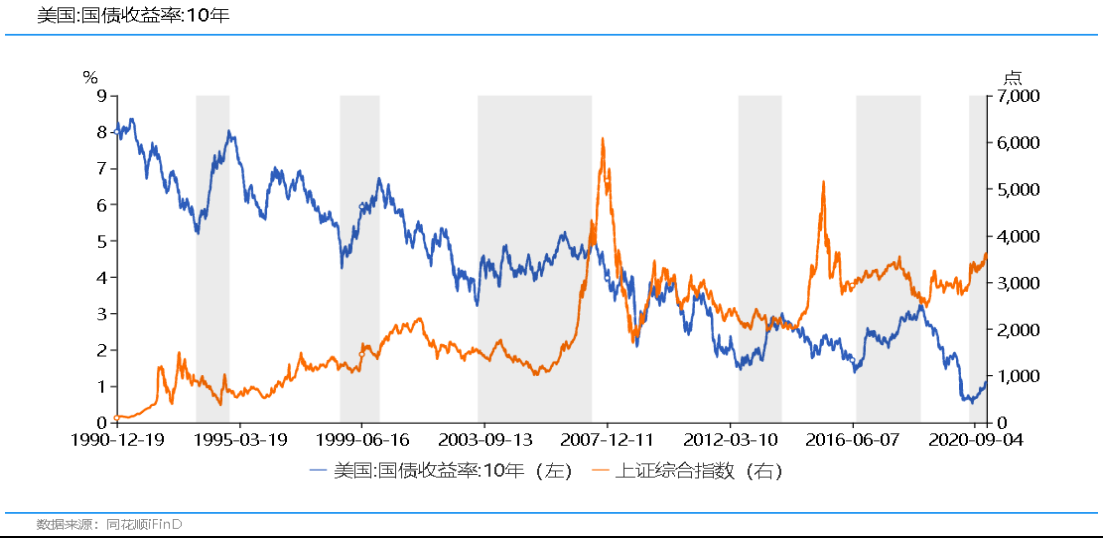
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 4 节后 10Y 期美债收益率加速飙升



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 5 过去多次美债收益率上行的前期，A 股都同步下跌，除非出现强劲的支撑因素



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.2 正是最好时，后续更加关注经济的支撑项因素

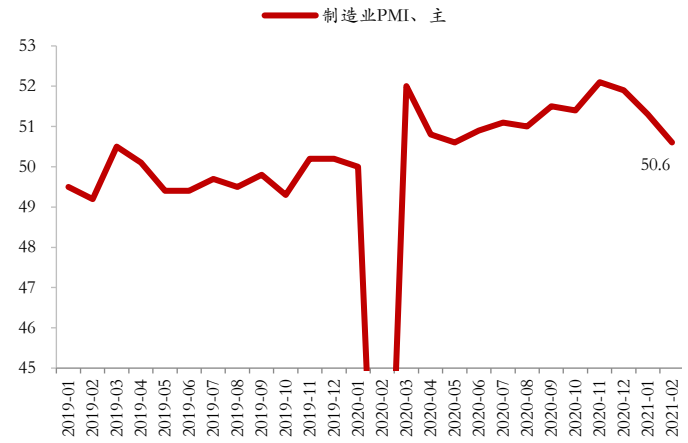
春节效应，PMI 季节性回落，但仍维持在制造业扩张区间。2 月份制造业 PMI 为 50.6%，较上月 51.3%继续回落了 0.7 个百分点，回落的原因仍然基于春节期间的季节性效应，这种季节性效应历年均是如此，如 2018、2019、2020 年的春节分别发生在 2 月中下旬、2 月上旬、1 月底，由于春节期间公共假期，因此在这三年间的春节月份 PMI 分别下行了 1.0、0.3、0.2 个百分点。另一个角度看，制造业 PMI 已经连续 12 个月都维持在荣枯线以上，说明经济运行仍维持在较好的扩张区间。

也是由于春节放假原因，PMI 供给、需求、库存均出现了下滑。与 PMI 趋势一致的是，供给、需求、库存均出现了随之下滑。其中，供给方面，PMI 生产指数 2 月份为 51.9%，较上月 53.5%下滑了 1.6 个百分点，我们认为这也是源于春节期间放假，生产出现部分暂停所致；需求方面，PMI 新订单指数 2 月份为 51.5%，较上个月 52.3%下滑了 0.8 个百分点，这也有可能是春节期间放假接单较少所致，这种接单较少的原因并非源于订单需求的消失或者减少，而是有可能因为放假推迟订单签订所致；库存方面， PMI 产成品库存指数 2 月份为 48%，较上月的 49%下滑了 1 个百分点，我们认为这也是源于春节期间消费消耗所致。

1 季度正处于经济高速增长的最好时光，生产者对后续经营预期边际看好。2021 年 Q1 季度经济正处于近几年来的最高速度增长时刻，并且这种高增长的概率是确定性的。除了上述表明的 PMI 继续处于扩张区间带来的增长动能持续以外，另外一个十分重要或者本质性的原因便在于 2020Q1 季度经济的低基数效应，从 2020Q1 季度的经济数据来看，许多重要的经济增速都处于-10%，甚至-20%以上的降幅。正是由于足够低的低基数效应，叠加仍在景气扩张的动能持续，决定了今年 1 季度经

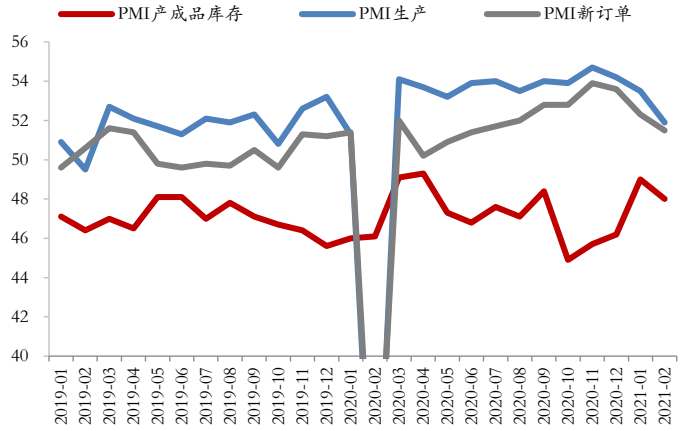
济增速高昂，我们预计仍将出现 18%以上的增速。再往后看，全年经济节奏前高后低概率很大，也是基于 2020 年基数由低到高的一种镜像反应，但换个角度看目前生产者对后续的经营活动预期仍然在边际向好，这也将成为后续基本面的一种支撑。2 月份 PMI 经营活动预期重新走高为 59.2%，较上个月的 57.9%改善了 1.3 个百分点。

图表 6 PMI 呈春节季节性回落，仍在扩张区间



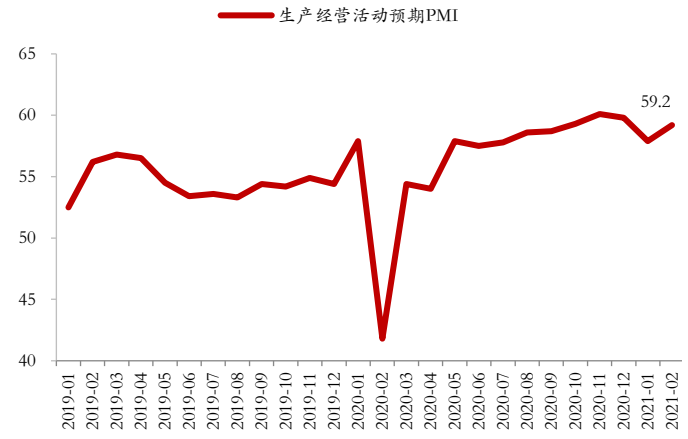
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 7 春节放假关系，供、需、库存 PMI 均有所下行



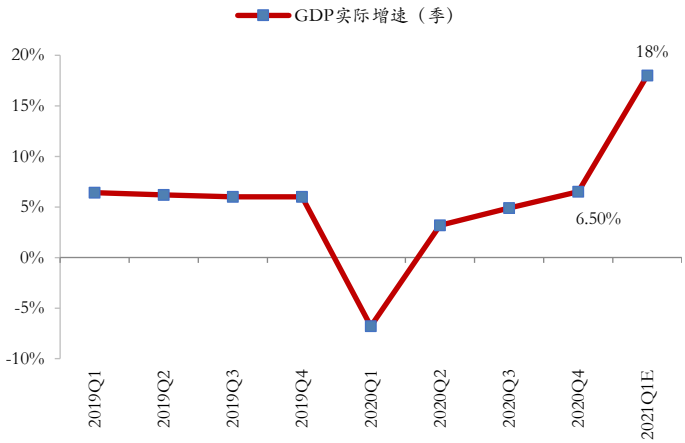
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 8 生产经营活动预期再度走高



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 9 2021 年 Q1 经济增速有望达 18%以上



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

经济迎来了最高光的时刻，从高频跟随数据来看，1、2 月份复苏情况非常好，各项经济数据也将取得一个极耀眼的增速表现，这将在即将到了的 1、2 月份数据披露中得到验证和确认。然而随着低基数效应一过，真正景气的领域会更加值得关注，因此后续需重视对经济能起到支撑作用的因素。

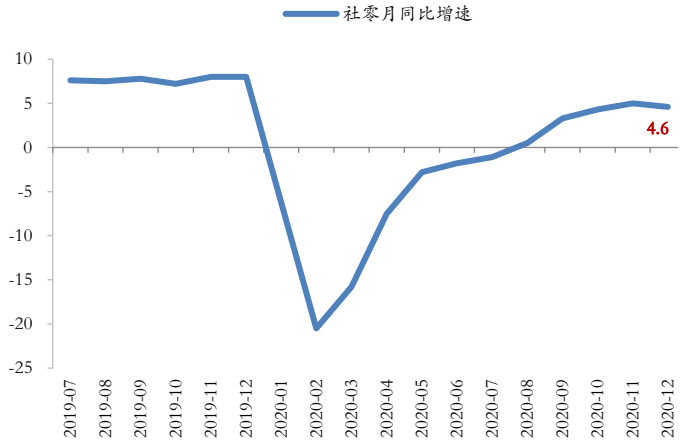
消费增速仍未稳定在潜在增速水平，整体仍有提升空间。根据过往的历史数据来看，通常社零消费潜在或者比较稳态的同比增速一般会比经济潜在增速高 2 个百分点左右，目前经济还未稳定在较为稳态的潜在增长水平。1 季度和 2、3 月份由于

低基数原因，消费也会取得较高增速，但剔除这种异常值，消费大的趋势仍是继续上行的。**上行动力其一，主要来自于经济恢复后的消费释放，**消费恢复会略滞后于经济恢复，即经济提升对消费有延期效果；**上行动力其二，主要来自于疫后服务消费恢复，**海内外的疫情形势都将越来越稳中向好，此前受疫情影响很大的服务类消费也将随之慢慢恢复。

出口仍有望对经济增长起到较好的支撑作用。原因在于：其一，出口景气的核心驱动力已经转换到海外经济复苏。在 2020 年 10 月份就已经出现驱动力转换迹象，而随后的 11、12 月数据对此进行了确认，因此只要海外经济复苏持续，中国的出口景气就具备支撑和保障；**其二，毫无疑问海外经济正处于复苏周期内，并将持续一段时间。**一方面海外疫情形势不断好转，感染人数持续回落，疫苗接种也在加速；二方面，以美国为首的海外经济已经走在了复苏的道路上，2020Q3 和 2020Q4 两个季度，经济增速都在上行；三方面，拜登推出的 1.9 万亿美元纾困计划已获得美国众议院通过，纾困计划落地指日可待；四方面，美联储确认了继续维持宽松的货币政策。因此海外经济加速复苏的预期不断在加强，近期美债 10 年期收益率加速上行、连破关口就在反应美国经济的强劲复苏；**其三，目前出口处于景气高涨期。**集装箱运价指数高位稳步上行中。

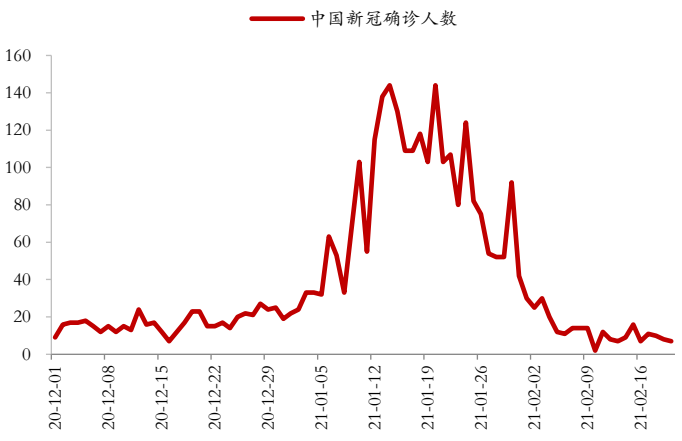
制造业投资月同比增速从 2020 年 2 月疫情冲击见底后，持续抬升；2020 年 8 月首次回到正增速并延续上行趋势。2021 年制造业投资有望成为固定资产投资领域中的亮点。**制造业投资景气驱动力其一，主要来自于下游的海内外需求改善，**国内消费将持续上行回升，而海外需求也将随经济的不断复苏而回升。**制造业投资景气驱动力其二，政策促进制造业发展的措施有望持续，**2020 年出台了不少支撑制造业投资发展的政策措施，如加大银行对制造业贷款的支持力度、各省市地方同时出台了促进制造业高质量发展的措施和意见等。

图表 10 消费增速仍有很大提升潜力



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 11 新冠感染人数重新回到底部



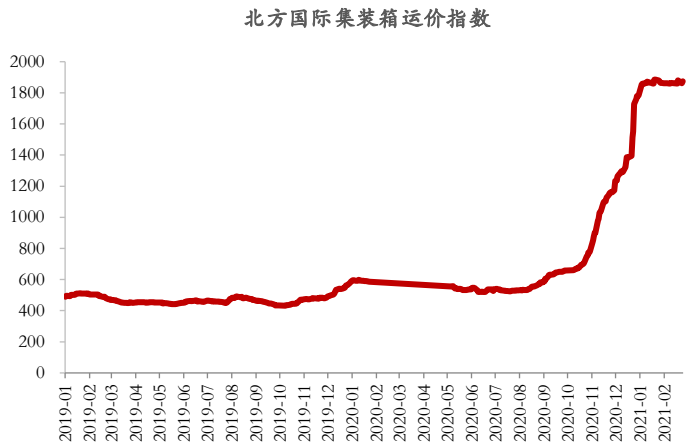
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：人

图表 12 原油价格持续上涨反应海外经济复苏



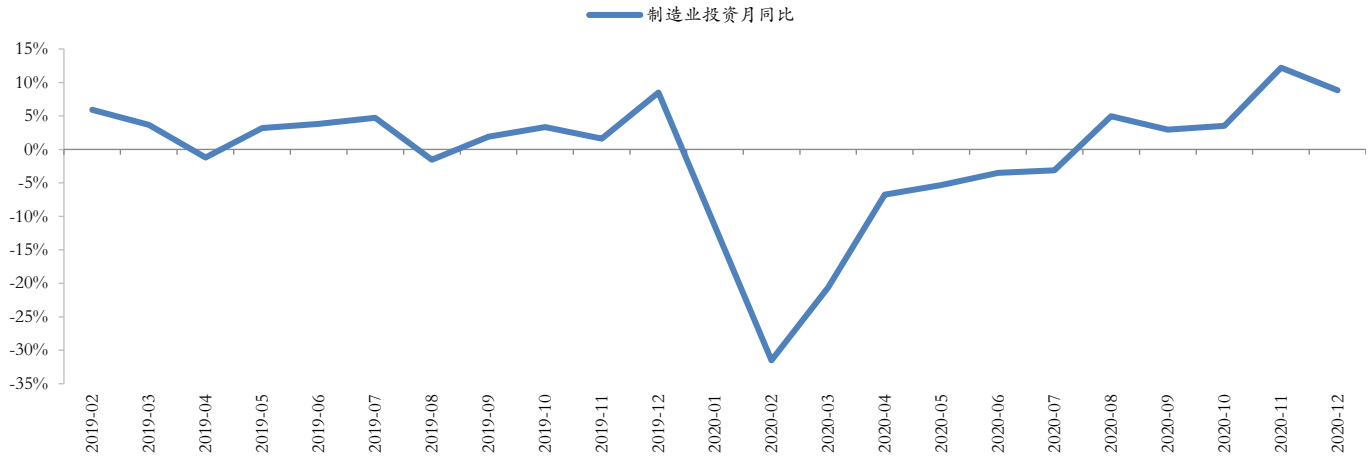
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：美元/桶

图表 13 集装箱运价指数高位稳步上升，出口景气高涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：点

图表 14 制造业投资保持单月增速持续上行趋势



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

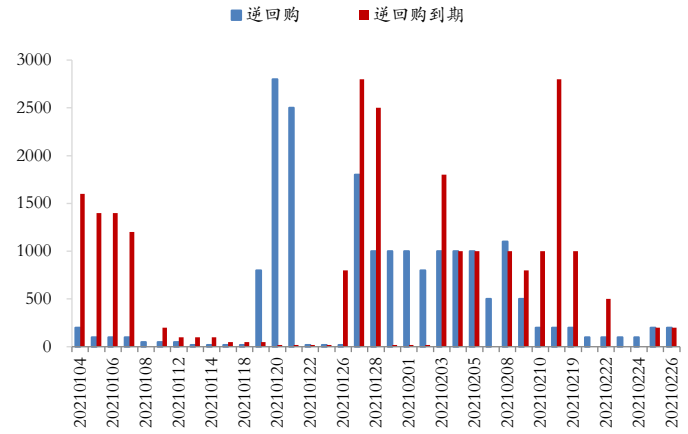
1.3 短期流动性继续维持紧平衡，中长期正常化回归不变

短期流动性操作变得平和稳定，继续维持紧平衡。春节前投放的大量短期流动性已经基本回收完毕，后续到期的压力并不大。经过节前和节后几天的密集性回收，后面的短期流动性规模已经不大了，只有 800 亿，这 800 亿将在 03/01-03/05 当周内分散到期，这 5 个交易日每天的到期规模分别为 200、100、100、200、200 亿，整体到期的压力已经不大。**央行的短期流动性管控经过释放、回收后，后续大概率将继续维持现在的紧平衡，**短期流动性的一个完整周期基本结束，预计后续大概率将继续维持紧平衡的状态，直到新的冲击到来。**若有新的冲击 3 月份首要关注的是 3、4 月份的城投债集中到期高峰以及两会额度确定后专项债的集中发行。**

中长期货币政策继续向正常化回归。正常化回归但不会加速回归，年前后的短期流动性操作，尤其是短期流动性的快速回收给市场造成了困扰，货币政策是不是

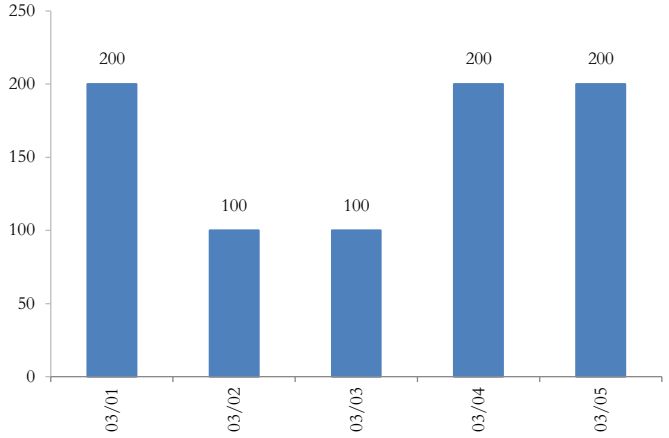
也要快速收紧了？我们认为并不会这样，无论是从目前的政策定调不急转弯，还是从通胀水平、海外流动性宽松程度、汇率压力等可能给货币政策形成制约的因素来看，都不具备快过收紧的必要性和迫切性。

图表 15 央行短期流动性操作趋于平和稳定



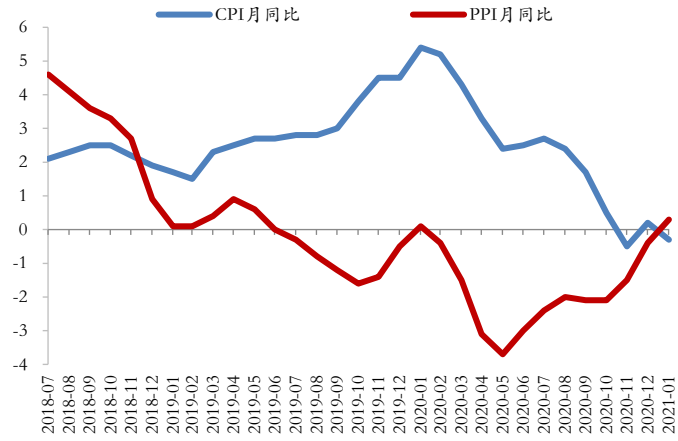
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 16 未来一周短期流动性到期节奏和规模



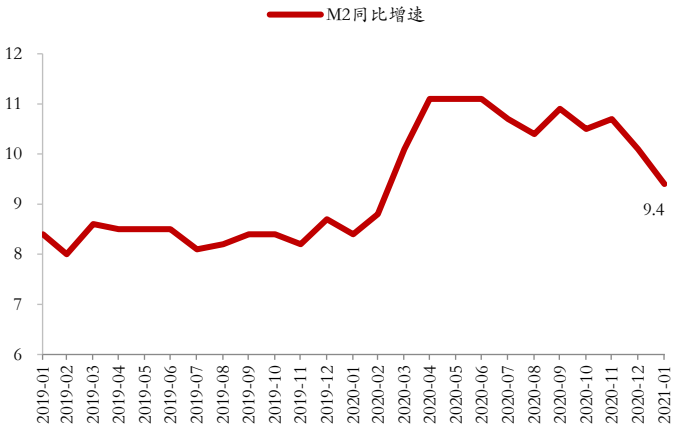
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 17 CPI 返负，PPI 首正，目前不具备通胀压力



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 18 预计全年 M2 在 9.5%左右



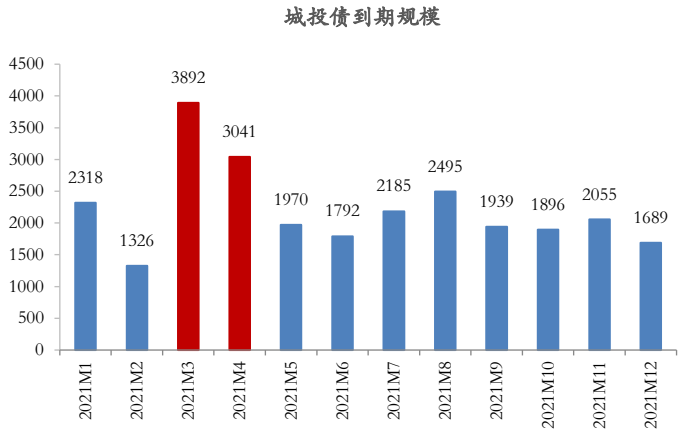
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

3 月份的货币政策变化核心关注一：将迎来城投债到期高峰和可能的专项债发行高峰，需关注央行的应对。一方面，根据 wind 数据统计，今年 3 月份即将到期的城投债规模达到了 3892 亿，远高出 1 月和 2 月分别的 2318 亿和 1326，并且随后的 4 月份也将有 3041 亿到期，到期量仍然庞大，整体来看到期的规模和压力都较大。另一方面，两会额度确定后，专项债可能进入发行高峰期，一是去年的专项债资金仍有部分结余；二是今年国务院并没有动用提前额度的使用，因此在 1、2 月份的专项债发行规模是较去年大幅减少的，根据财政部的数据公布，1 月地方政府专项债仅发行了 1496 亿，较去年同期的 7148 亿显著减少。但两会工作报告确定地方政府专项债规模后，发行有望进入高峰期，这也对市场流动性提出了需求。**这有没有可**

能成为一个新的短期流动性宽松的关口，这取决于市场承接政府债券和地方城投平台能否到期兑付城投债的能力，以及央行采取的应对节奏和方式。

3 月份的货币政策变化核心关注二：关注两会政府工作报告对货币政策的表述，以及对货币供给和社融规模增速的适当性设定。此外，4 月份的 1 季度中央政治局会议讨论经济工作以及政策定调也值得关注。我们认为两会上大概率仍会延续去年底中央经济工作会议对货币政策、货币供给和社融增速的表达，全年 M2 增速在 9.5%左右；1 月已经下到了 9.4%，后续继续大幅回落的可能性不大。

图表 19 3 月份将迎来城投债到期高峰，4 月到期规模仍大



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿

图表 20 今去年 1 月份政府债发行结构相当，但结构置换

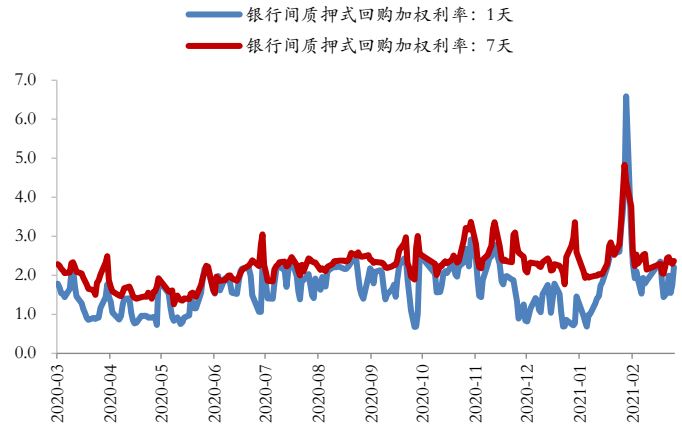
政府债类别	2020 年 1 月	2021 年 1 月
国债	1700 亿	5740 亿
地方政府一般债	702.43 亿	2127 亿
地方政府专项债	7148.21 亿	1496 亿
合计	9550.64 亿	9363 亿

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿

2 月份短端利率整体高位回落，但仍有较大的波动。2 月份的短端市场利率走势从 1 月底的多年高位回落，但 2 月下旬在短期流动性持续净回收的冲击下变得波动加大。其中 1 天期和 7 天期银行间质押式回购加权利率 2 月份分别回落了 437.6 个 bp 和 202.6 个 bp；隔夜和 1 周期 SHIBOR 利率分别回落了 119 个 bp 和 85.7 个 bp。截止 2 月底，7 天期短端利率和 1 周期 SHIBOR 利率分别报收 2.3667%和 2.214%，整体是处于偏紧状态。

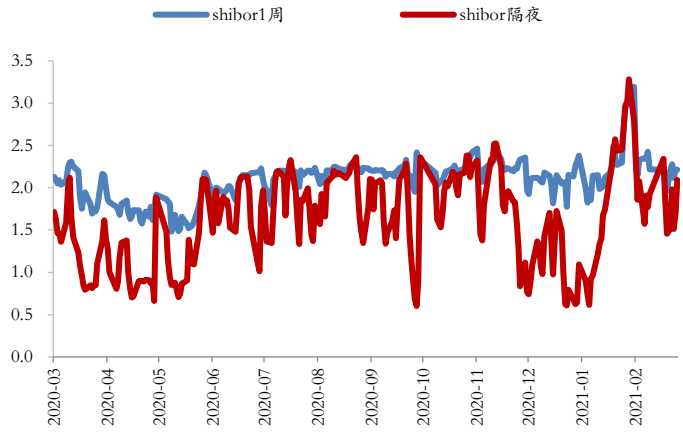
2 月份中长端利率水平继续上行。中端利率方面，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率在 2 月份分别继续上行了 6.8 个 bp 和 10.4 个 bp，较 1 月份的持续下行已经明显反转。长端利率方面，10 年期国债收益率 2 月份也进一步上升了 9.4 个 bp，目前在 3.29%左右水平。后续来看，预计中长端市场利率仍将上行一段时间，最重要的原因仍是在于货币政策的持续正常化回归趋势以及经济处于景气阶段。

图表 21 2 月银行间短期市场利率高位回落，较大波动



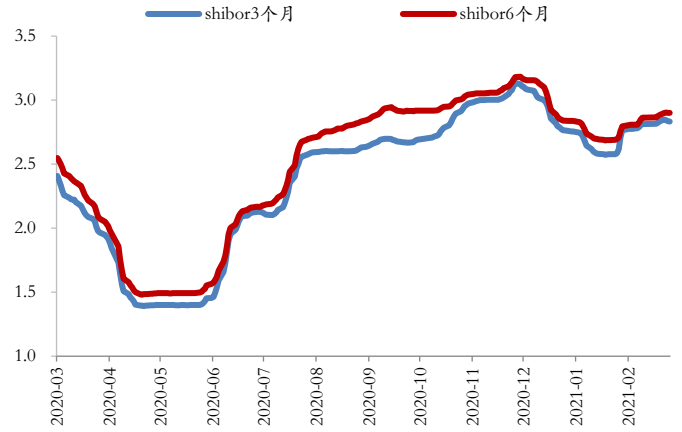
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 22 2 月 SHIBOR 短端利率也高位回落，较大波动



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 23 2 月 shibor 中期利率继续上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 24 2 月 10 年期国债收益率也继续小幅上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.4 市场回归全年宽幅震荡主旋律，短期不排除反弹可能

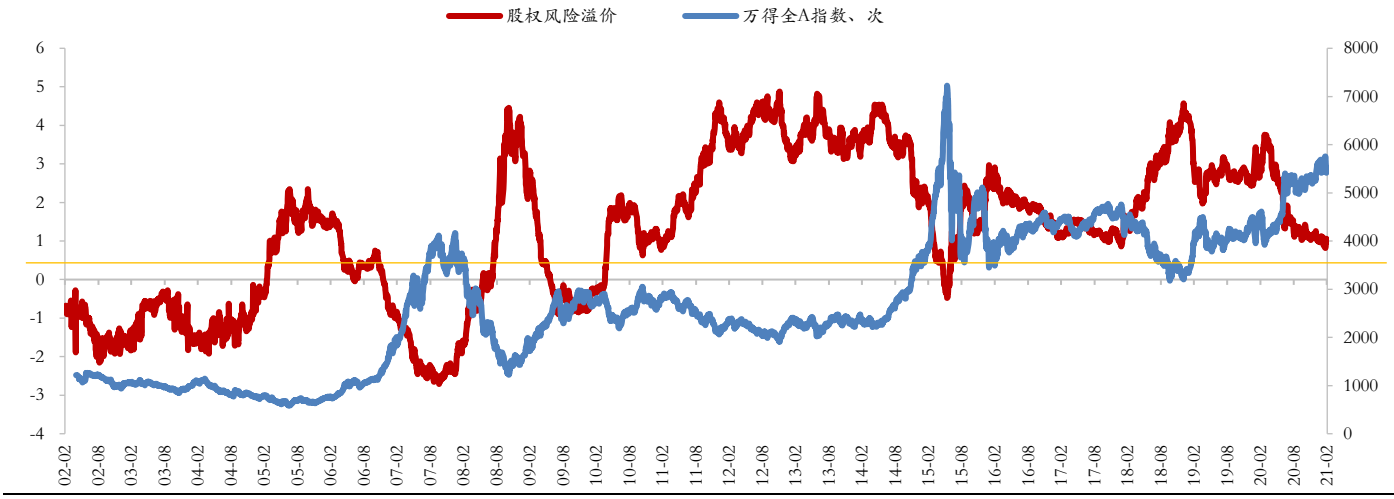
1.4.1 市场将回归全年宽幅震荡主旋律

后面市场有望重新回到全年宽幅震荡的框架内，而**宽幅震荡的市场格局则主要是取决于支撑与扰动因素之间的相互缠绕。**

其中支撑因素主要是盈利基本面的改善和十四五规划改革对风险偏好的阶段性提振。一方面，今年的经济增长预期在 8%以上，较去年 2.3%的增速会有一个非常明显的改善和提升，而这将成为市场盈利水平大幅好于去年的保障；另一方面，即将召开的全国两会，其中一项特别重要的议题在于《十四五规划纲要》出炉，这有望提振一段时间内的风险偏好水平；此外，后续资本市场改革、国企改、对外开放等重要改革也将持续推进。

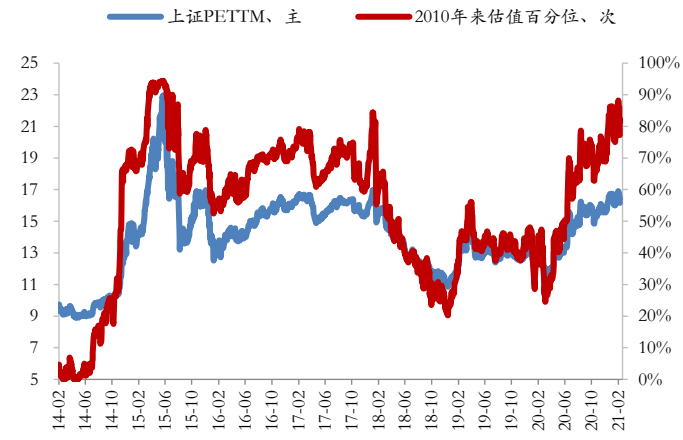
而扰动因素则主要在于短中期政策（货币）回归正常化和整体较高的估值水平。一方面，短中期的货币政策我们在上述货币政策与流动性章节已做论述和推导。另一方面，2021 年后续市场的一个很重要制约在于高企的整体估值和行业间估值水平仍然较为裂化：一是股权风险溢价指数已经下行到了底部区域和历史均值之下，与 2018 年 2 月和 2011 年 2 月底部位置基本接近，在货币政策持续正常化回归的背景下，缺乏更大下行空间的基础；二是指数估值整体仍在高分位水平，目前上证指数的估值水平与 2018 年 2 月基本一致，已经来到了阶段性高点区间。后续进一步估值提升的可能性与空间都不大，但指数不会像 2018 年单边下行，因为存在基本面支撑。估值处于历史高分位处，分位水平与 2015 年、2018 年 2 月类似。

图表 25 股权风险溢价水平已经下降到了底部区域和历史均值以下



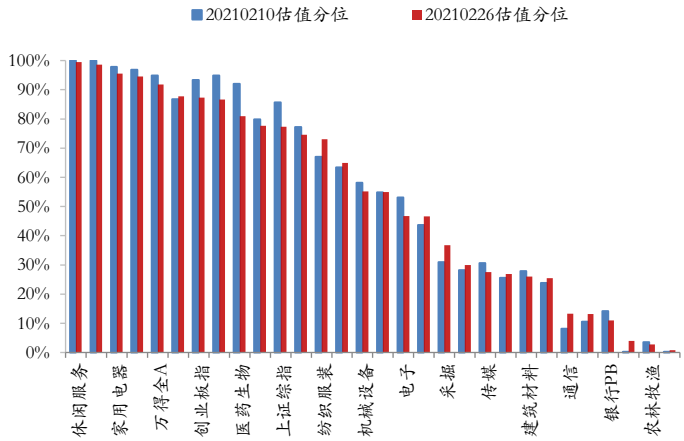
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 26 估值分位与 2015 年类似，较高



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：倍、%

图表 27 行业间估值裂化有改善，但仍然严重



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.4.2 悲观情绪释放，短期不排除反弹可能

一方面，短期内连续快速大跌宣泄了恐慌情绪，持续大跌本身不可持续。节后7个交易日，创业板指数下跌了14.64%，这相比2020年2月底到3月下旬的近一个月下跌20%速度更快。我们认为这主要是恐慌情绪的驱使，经过大跌后，恐慌情绪已经得以疏导。

二方面，短期流动性快速收紧对市场的冲击将随到期规模的减小而收敛弱化；美债收益率快速上行是底层逻辑支撑下的一致性情绪驱动，继续快速提升可能性小。

三方面，经济数据空窗期将过，市场重新关注经济基本面情况，提供支撑。此外即将召开的全国两会和即将出台的《十四五规划纲要》也有望提振风险偏好。

1.4.3 后续关注两会召开的情况以及美债收益率的变化

3月初即将召开全国两会，因此需关注两会重要指标和政策预知。包括：1、经济增长速度、新增就业人口、城镇调查失业率；2、价格方面，政府预期CPI；3、财政方面，政策方向表述，重点关注赤字率、地方政府专项债规模、中央预算内投资、是否发行特别国债等，以及减税降费、压缩公共支出等；4、货币方面，政策方向表述，重点关注对货币供给和社融规模增速的要求，以及货币政策关注的倾向；5、产业政策及其他政策等。

10年期美债收益率大的方向仍将持续上行，短期或有所缓和，但仍需关注。一是美国经济仍将继续好转复苏；二是目前美联储仍采取的是较为宽松的货币政策，一旦经济恢复到某种程度或者触发通胀，货币政策转向鹰派，都可能将刺激收益率更进一步上行。但是我们认为近期美债收益率的飙升更多是来自于情绪和一致预期的集中释放，持续性不会太强，短期可能会有所缓和，尽管如此，但仍需保持关注。

2 行业配置： 3 月延续化工、银行、半导体

2.1 配置思路：均衡配置复苏和高景气双主线

行业配置思路：3 月在寻找确定性的过程中，延续均衡配置思路，继续两条主线：一是复苏主线，自上而下寻找经济驱动支撑；二是细分领域，自下而上挖掘高景气细分领域。复苏主线中，关注受益于海外经济复苏、出口景气、国内进入开工季的周期板块，如化工、有色、机械等；同时关注内外需促进下的制造投资改善链条。高景气细分领域中，重点关注供需矛盾紧张，且全年具有业绩确定性的芯片半导体；以及估值低、业绩改善、高性价比的银行。

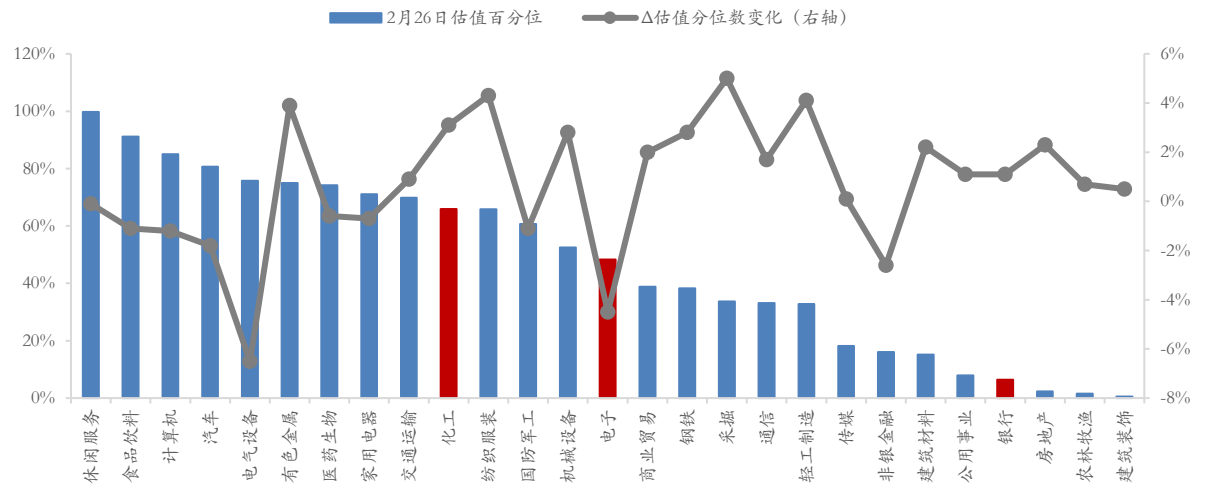
经济基本面，海外接力国内，全球复苏预期加强。近期周期品的大涨，以及美债收益率快速上行，释放的信号之一即是全球经济复苏预期的加强。随着海外疫苗接种率的加快，在下半年经济回归正常将是大概率事件。

短期流动性冲击逐步减退。春节后央行公开市场的连续收紧操作，对短期流动性造成一定冲击，带来高估值板块的下跌和市场行情的震荡。但整体来看，在经济复苏仍处于起步阶段，以及当前需求并不支撑商品超级周期，通涨暂时不构成制约的背景下，流动性还未到收紧的时刻。

化工、半导体估值分位数仍处于中游，银行估值小幅提升后仍然较低。从估值分位数来看，化工在近期的周期行情中，估值水平较为稳定；银行方面，尽管随着前期压制银行不良资产的疑虑消退，估值自 1 月以来底部反弹，但当前仍处于底部，估值仍有进一步提升空间；电子受到宏观联动性扰动和高估值板块杀跌波及，估值有所回落，但在当前时点也更具配置性价比。

综合来看，行业配置以寻找确定性为主轴，均衡配置下维持复苏和高景气细分双主线，重点关注化工、银行和半导体为代表的三类机会：一是化工板块，受益于全球复苏预期回暖，周期板块将延续高景气。二是估值处于低位仍有提升空间的银行板块，2021 年受益于生息资产收益率提升和不良率的下降，基本面好转具有确定性。三是缺“芯”推动下供需结构紧张持续，推升行业高景气的半导体板块，且距离一季度业绩兑现也不断临近。

图表 28 化工、半导体估值分位数仍处于中游，银行估值小幅提升后仍然较低



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选行业推荐逻辑

2.2.1 化工：原油上涨叠加供需错配，支撑化工高景气

近期化工品上涨加速，行业巨头上调价格。2021 年以来化工品价格涨价加速，尤其是在 2 月中旬春节假日之后，斜率进一步陡峭。其中，中国化工品价格指数 CCPI 自春节后到 2 月底上涨 13.9%，涤纶短纤价格上涨 20.9%，PTA 期货上涨 17.74%，PVC 期货上涨 10.70%，MDI 价格（山东地区聚合 MDI）上涨 38.07%。在化工品上涨的大背景下，化工品行业海内外巨头纷纷提价。以 MDI 为例，巴斯夫自 2 月 15 日起 MDI 产品价格，聚合 MDI 产品和聚合 MDI 混合物上涨 0.2 美元/吨，纯 MDI 产品和纯 MDI 混合物的价格上涨 0.1 美元/吨。

原油价格助推化工品涨价，供需错配逻辑仍将延续。近期化工品价格快速上涨，主要有以下两个因素：

第一，国际油价的快速上行。截止 2021 年 2 月 25 日，WTI 原油期货价格已经达到 63.53 美元/桶，较 2021 年 1 月底的 52.2 美元上涨了 21.7%，驱动了化工品的上涨。油价的上涨，一是在于美国极寒天气带来的页岩油减产，二是全球经济恢复带来的原油消费量上涨预期。

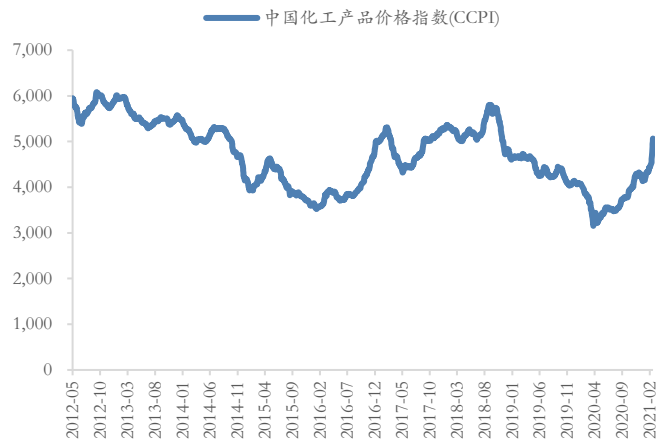
第二，供需错配逻辑继续推动高景气。（1）供给端，产能供给不足。2 月以来极寒和霜冻天气带来了化工品供给的极具收紧，包括巴斯夫盖斯马的原料供应中断，以及陶氏化学、埃克森美孚在美国的石化厂停产等，都带来产能供给的不足。（2）需求回升。国内方面，一方面，今年由于就地过年因素，下游复产复工周期的缩短，本身就降低了季节性波动；另一方面，随着元宵节过后，下游真正开工，需求回升也将迎来旺季。海外方面，随着疫苗的接种率持续提升，全球经济复苏逻辑的逻辑强化，

将带来化工品景气度的抬升。

估值方面，化工估值小幅抬升，但无论横向还是纵向来看，仍处于中游水平。化工估值分位数从 1 月底的 62.8%，小幅抬升至 2 月底的 65.9%；PETTM 从 1 月底的 33.3 倍小幅抬升至 2 月底的 34.6 倍，均仅小幅抬升。同时，横向对比来看，在所有申万一级行业中，估值分位数位列第 10，也处于中游水平。可以看到，在近期周期行情中，化工的估值水平较为稳定。

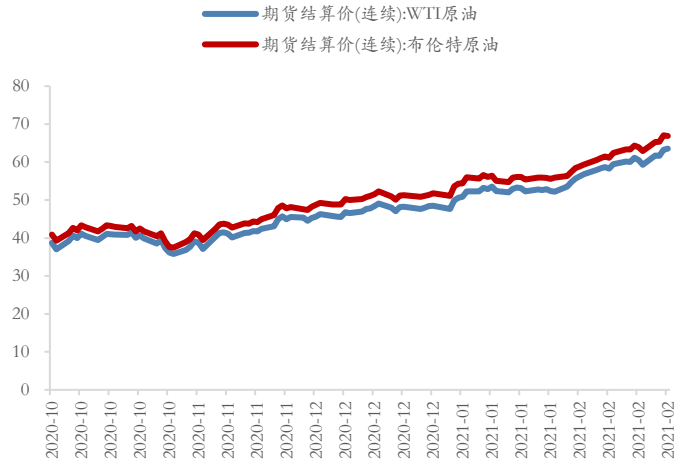
关注标的：万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材等。

图表 29 中国化工产品价格指数(CCPI)上涨加速



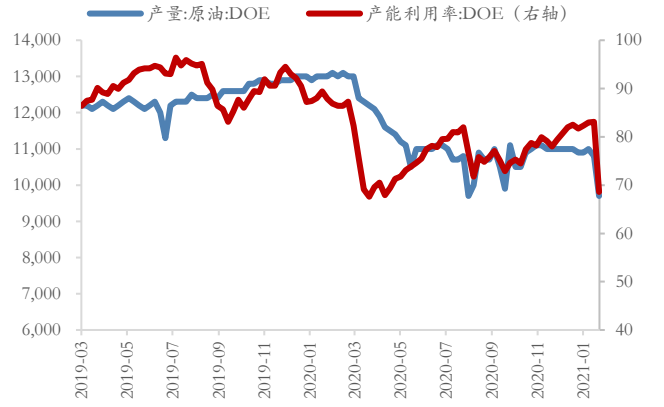
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 国际油价持续上行



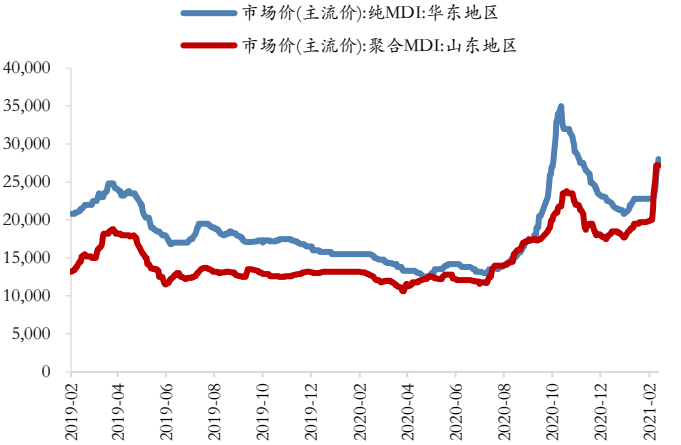
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元

图表 31 原油产量及产能利用率下降



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：千桶

图表 32 MDI 价格快速上行



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

2.2.2 银行：复苏支撑，基本面好转具有确定性

银行基本面持续好转具有确定性。主要来自于以下两点：

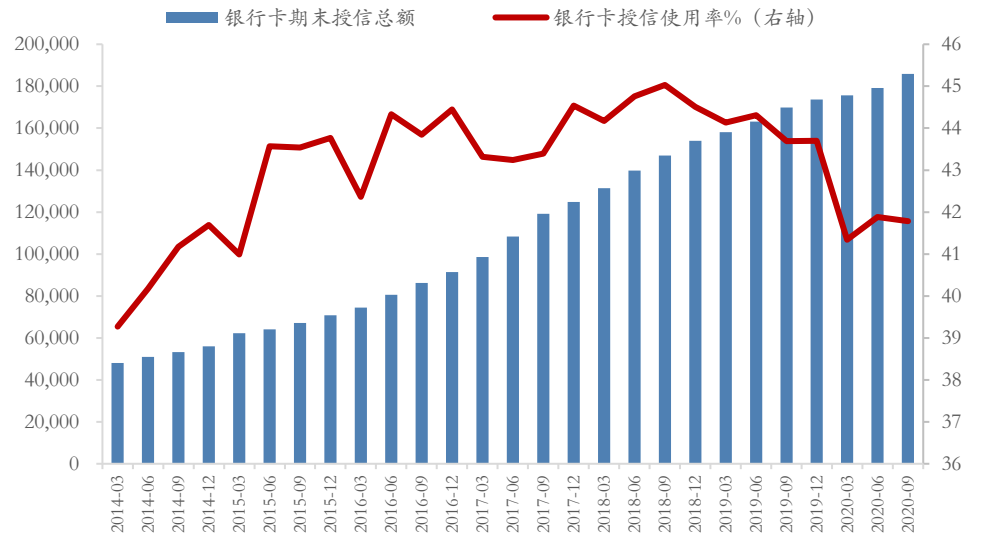
第一，2021 年业绩好转，来自于信用卡投放带来生息资产收益率提高和不良率下降。（1）信用卡投放方面，2020 年由于疫情影响，信用卡授信总额同比增速显著下滑，2020 年 1 季度、2 季度、3 季度同比增速分别为 11.13%、9.74%和 9.42%；同时授信使用率降幅也十分明显，从 2019 年底的 43.7%下降到 2020 年三季度的 41.78%。不过，随着疫情的缓解，日常消费限制的解除，将带来市场信用卡贷款额度投放增速的回升，生息资产收益率提高。（2）不良率方面，则是在经济复苏主线下，资产质量的好转则将推动不良率的缓解。

第二，一季度对公贷款一般是全年高点，业绩具有确定性。从一季度的节点来看，考虑到对公贷款的投放节奏主要集中在一季度，经济复苏的逻辑下，不良的产生速度将慢于信贷投放，因而一季度的业绩具有确定性。

估值方面，随着前期压制银行的不良资产疑虑消退，银行估值自 1 月以来从底部反弹。分位数从 1 月初的 2.6%抬升到 2 月最高 10.1%；PB 从 1 月初的 0.7 倍抬升至 2 月末的 0.8 倍。不过无论是横向还是纵向来看，当前的银行估值仍然处于低位，随着业绩好转，估值有进一步提升空间。

关注标的：招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行等。

图表 33 信用卡授信额度 2020 年增幅减缓，授信使用率大幅降低



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：亿元

2.2.3 半导体：供需矛盾持续，一季度业绩兑现不断临近

1 月以来汽车缺“芯”推动下，半导体供需结构紧张问题进一步加剧。在半导体供给缺口持续的情况下，三个因素推动行业高景气:

第一，疫情缓解，经济复苏带动需求总量增加。根据 2021 年 1 月统计的全球汽车销量来看，尽管除中国外，海外数据受到疫情冲击表现不佳，但随着疫苗接种进程的加速，海外经济的逐步恢复将带动海外汽车消费的回暖。根据 HIS Market 的数据，全球的汽车行业在 2021 年将迎来复苏，预计销量将达到 8340 万辆。

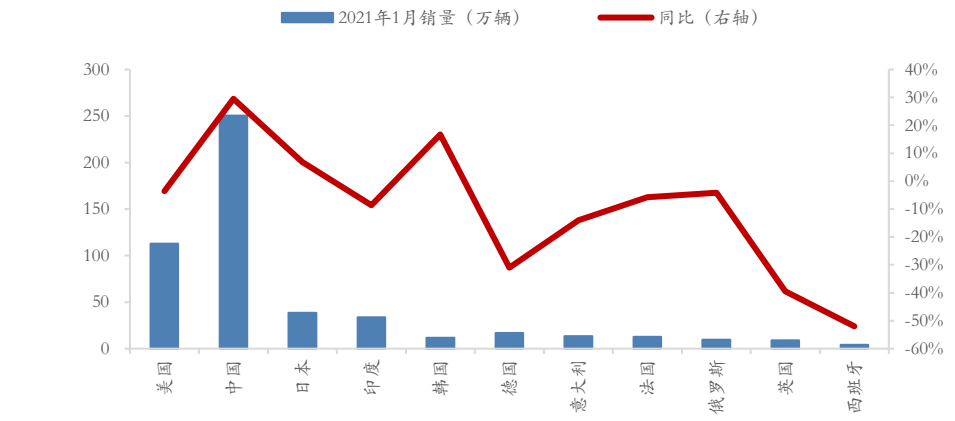
第二，新能源车的渗透率提升，带来结构性需求的提升。从汽车半导的销量结构来看，在总量上升的同时，新能源汽车渗透率的抬升，结构上也加剧了汽车芯片需求的抬升。对比芯片用量，新能源是传统燃油车的两倍。

第三，3C 消费提升后带来汽车芯片的短缺。2020 年疫情影响下，3C 消费抬升加剧了芯片产能的不足，进而带来芯片行业的短缺。因此，产能不足叠加 3C 和汽车芯片需求的抬升，加剧了产业供需紧张格局。

一季度高景气，业绩兑现临近。在半导体供需紧张的格局下，一方面，2020 年底以来各大半导体公司已经发布提价通知，另一方面产能短缺的情况将进一步延续。因此一季度的业绩将更具有确定性。同时，随着一季报业绩披露时间的临近，将迎来业绩兑现。

估值维度，估值处于历史中游水平，配置具有性价比。截止 2021 年 2 月底，电子行业的整体 PETTM 估值为 48.8 倍,尽管估值绝对值相对较高;但和其自身相比，当前的估值百分位仅在 48.3%。尤其是在 1 月和 2 月，由于受到宏观流动性扰动，在高估值板块下跌的过程中，电子也受到波及，但也令电子在当前时点的估值更具配置性价比。

图表 34 2021 年 1 月全球主要国家汽车销量



资料来源：《汽车纵横》，华安证券研究所

关注标的：华润微、新洁能、斯达半导、兆易创新等。

图表 35 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
电子	华润微、新洁能、斯达半导、兆易创新等
化工	万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材等
金融	招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行等

资料来源：华安证券研究所整理

3 景气跟踪：全球复苏预期加强，商品价格快速提升

上游，全球复苏预期加强，短期大宗商品快速上行。原油，受美国因极寒天气带来的产量缩减，以及全球复苏预期带来需求乐观，推动原油价格的快速上涨。工业金属，春节后商品价格出现上涨共振，一是反映了基本面供需结构问题，二是宏观复苏预期，三是资金层面的推动。煤炭，价格高位回落，一是节后气温回暖用电需求下降，二是煤炭供给增加。

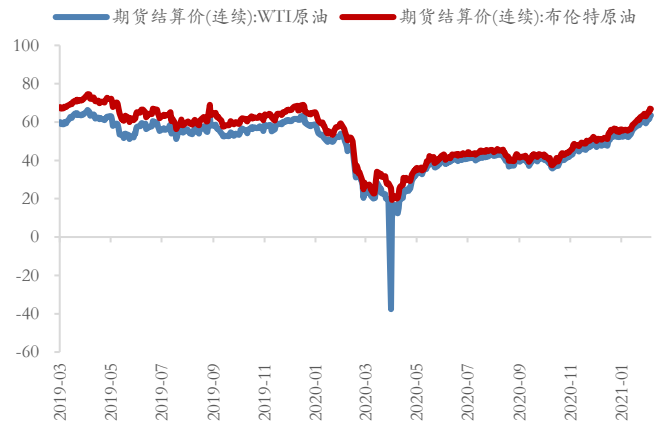
中游，内外需回暖叠加低基数效应，汽车、机械延续高景气。汽车，产销延续高景气，同比增速持续高位。一是复苏逻辑下受益于下游消费的进一步回暖，二是去年低基数效应。机械，受益于去年低基数及今年海内外复苏预期带动，产销高于去年同期。

下游：消费电子维持高景气。房地产，受春节假期影响，2 月新建商品房住宅成交面积继续回落。消费电子，包括 5G 手机在内的出货量快速提升，液晶面板价格延续上涨态势，维持景气度高位。

3.1 上游原材料：全球复苏预期加强，短期大宗商品价格快速上涨

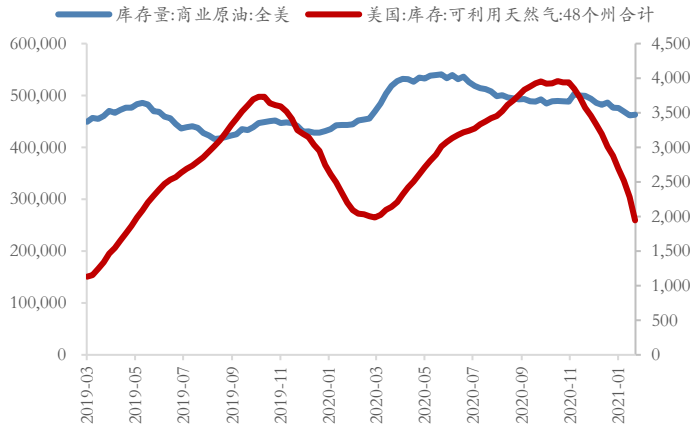
原油：一是美国极寒天气带来页岩油产量的减产；二是疫苗接种的推进带来全球经济复苏预期的乐观；推动原油价格的上涨。从库存来看，同期可以看到美国商业原油库存仍然持续下降。

图表 36 原油价格近期反弹



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元

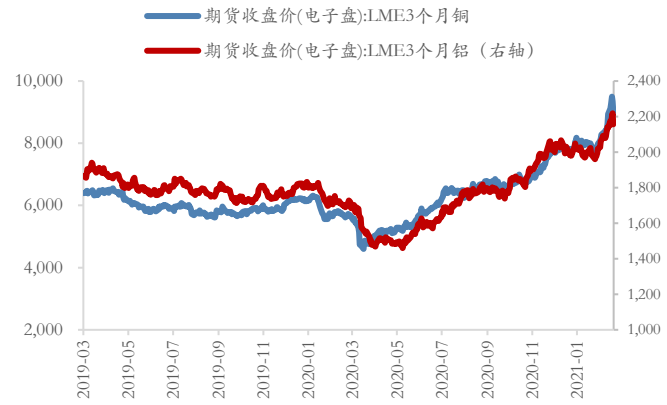
图表 37 原油库存继续下降



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：千桶/十亿立方英尺

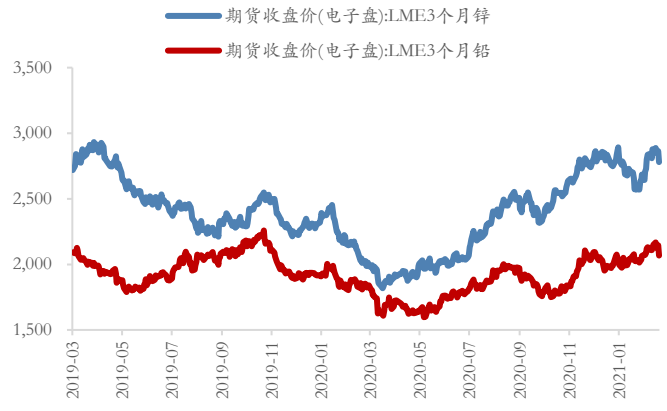
有色：春节之后以有色金属为代表的大宗商品价格快速上涨，包括铜、铝、铅、锌的工业金属，以及金属锂、钴在内的小金属，上涨斜率均显著变得陡峭。一是反映了基本面上的供需结构问题，二是反映了宏观层面因素，即对于全球经济复苏的预期；三是资金层面因素，共同推动了大宗商品价格的上行。

图表 38 铜、铝价格快速上涨



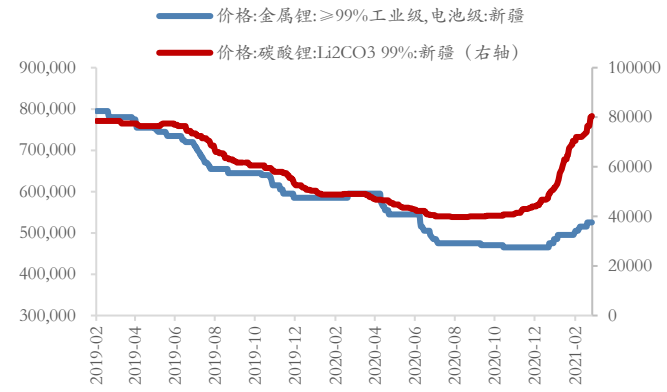
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 39 锌、铅价格反弹上涨



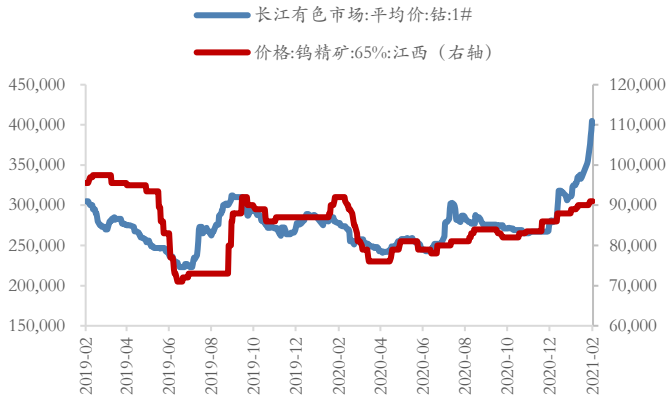
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 40 金属锂、碳酸锂价格继续上涨



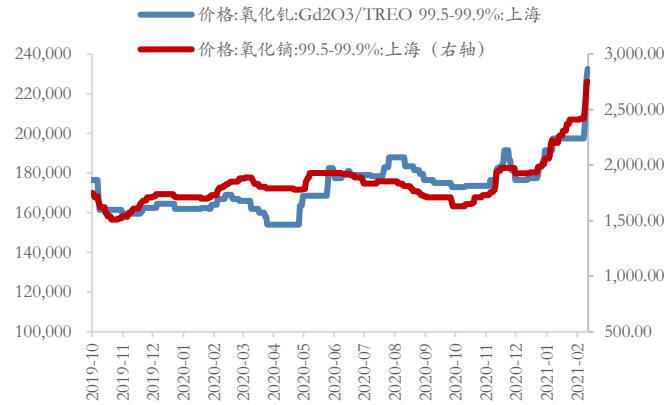
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 41 钴价上涨速度加快



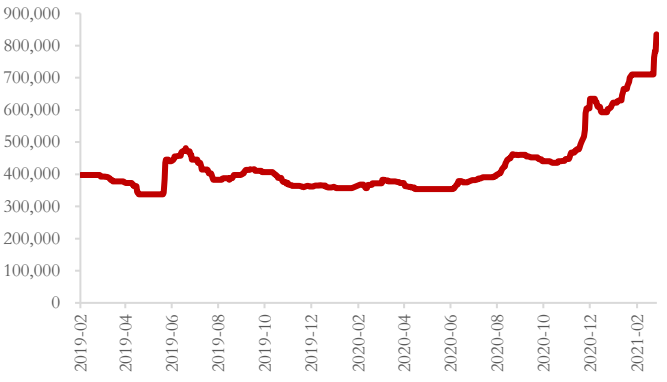
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 42 氧化钆、氧化镝价格上涨速度加快



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 43 金属钕上涨斜率加速



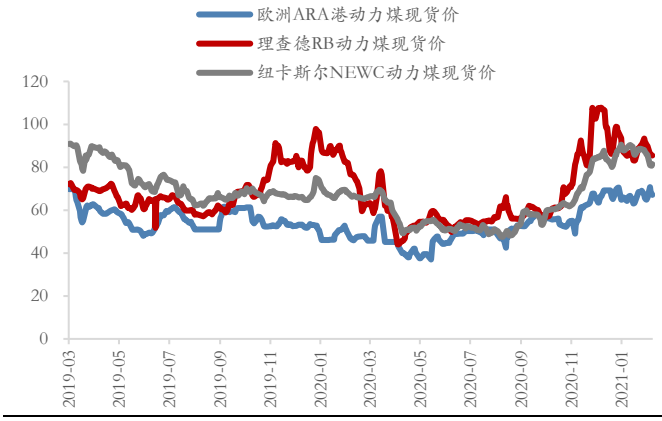
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

钢铁：受全球经济复苏带来的宏观预期向好推动，以及大宗商品价格上涨共振影响，黑色钢铁价格春节后从前期震荡阶段再度上涨。

煤炭：2 月以来国内外动力煤价格高位回落，一是春节过后各地气温回暖，用电量需求较前期下降；二是煤炭供给加大，带来供需结构的改善。

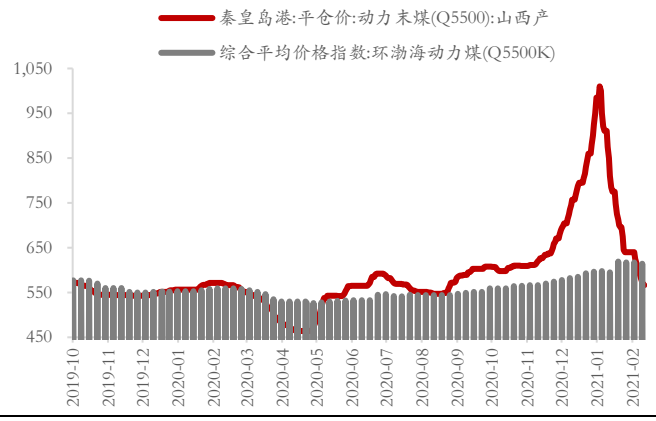
建材：水泥、玻璃价格近期维持稳定，主要在于前期春节假期和冬季需求下降。未来随着天气回暖和开工率上行，价格或有上行预期。

图表 44 海外动力煤价格震荡



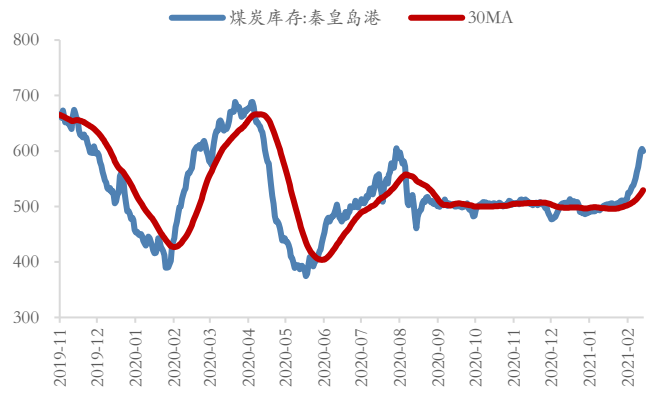
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 45 国内动力煤价格高位回落



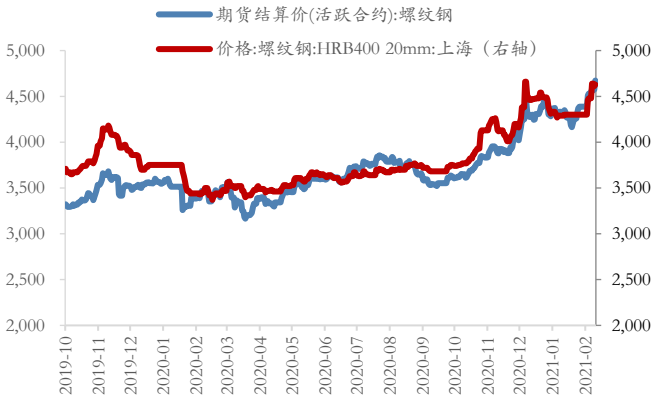
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 46 秦皇岛港煤炭库存回升



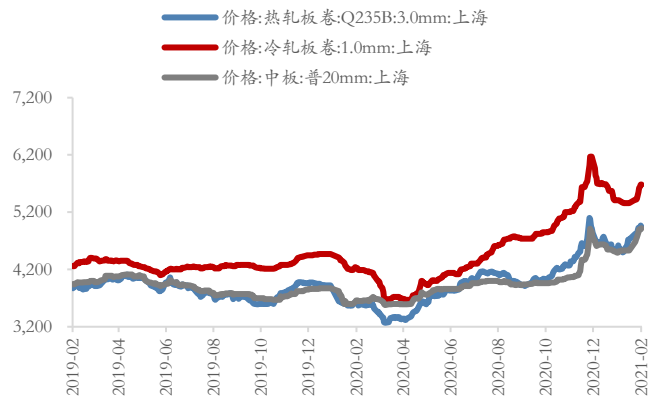
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万吨

图表 47 螺纹钢期现价格再度上行



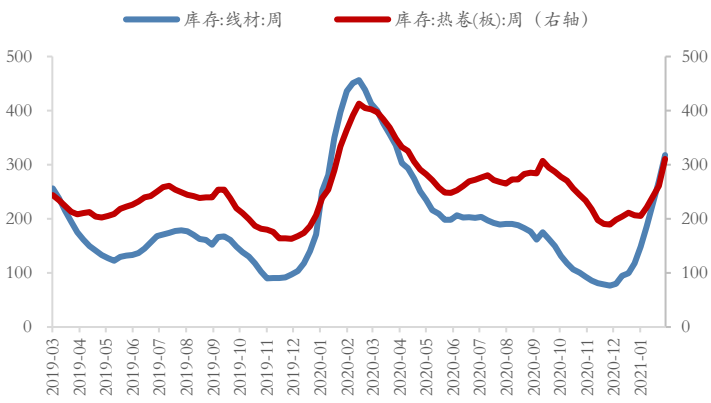
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 48 热轧板、冷轧板、中板价格高位再度上行



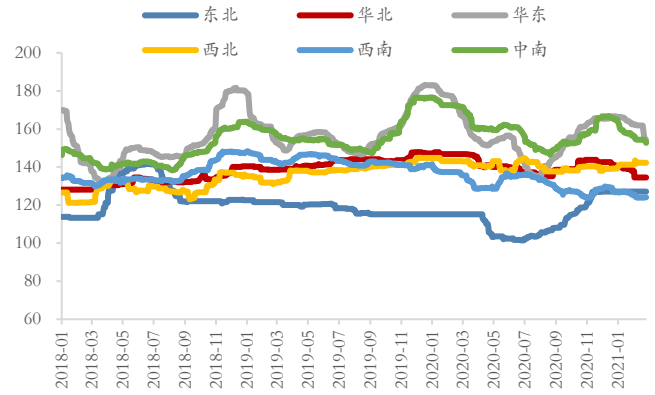
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 49 线材、热卷库存回升



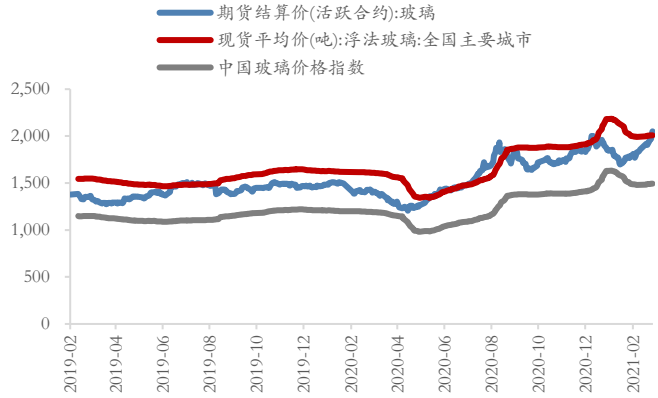
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万吨

图表 50 华东、中南水泥价格指数回落



资料来源：wind，华安证券研究所

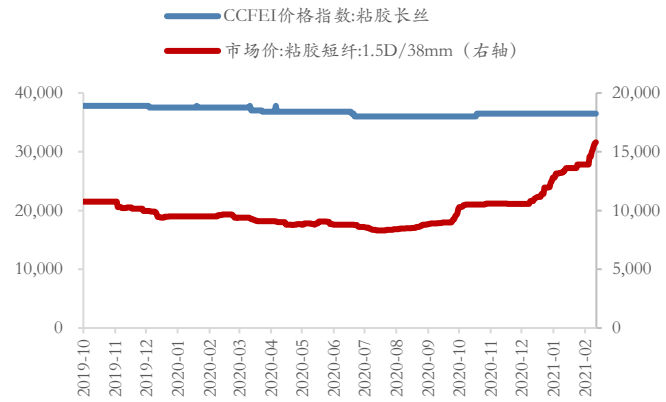
图表 51 玻璃期货价格上涨



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

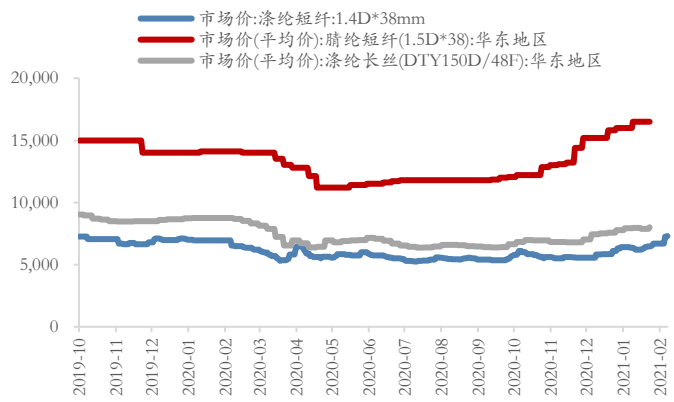
化工：近期化工品上涨加速，包括行业巨头上调价格。一是原油价格的上涨助推了化工品的上涨，二是供需错配的逻辑继续演绎，带来化工板块的高景气

图表 52 粘胶短纤价格快速上涨



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 53 晴纶短纤价格继续上涨

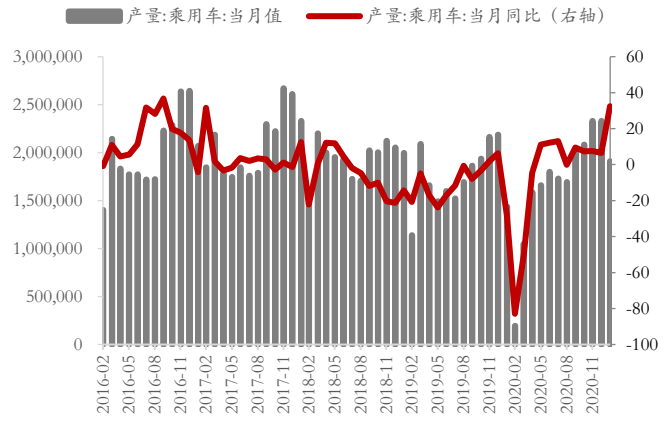


资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

3.2 中游：内外需回暖叠加低基数效应，汽车、机械高景气

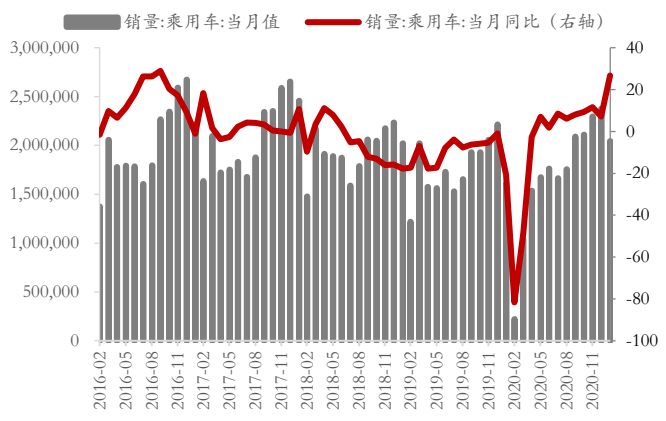
汽车：汽车行业产销高景气延续，同比增速持续高位。一是复苏逻辑下，受益于下游消费的进一步回暖，尤其是新能源车在消费者接受度和新品供给增加的双重推动下，增速亮眼；二是去年低基数影响下带来的高增长。乘用车方面，1 月当月产量同比增速 32.42%，销量同比增速 26.79%；新能源车方面，1 月销量同比增速达到 286.38%。

图表 54 乘用车产量同比高增速



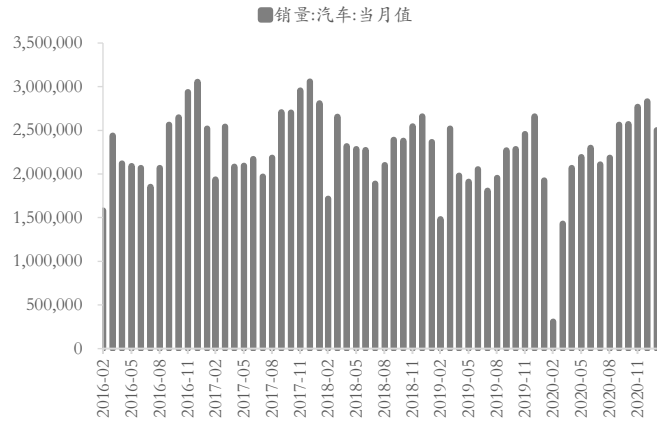
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

图表 55 乘用车销量延续高位，同比高增速



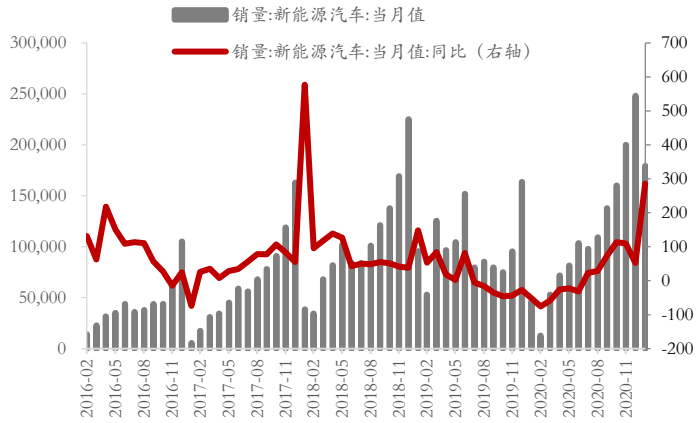
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

图表 56 汽车销量持续高位



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

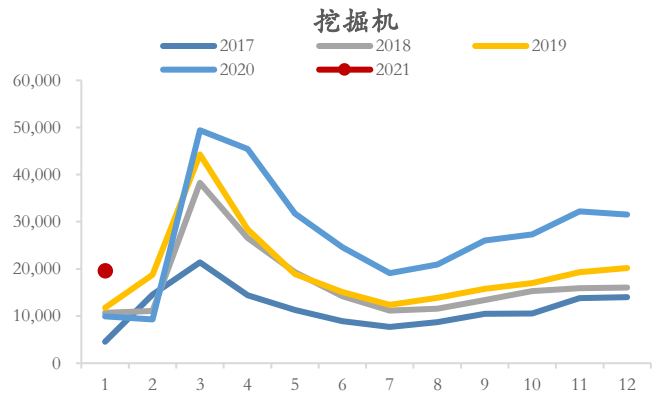
图表 57 新能源汽车销量继续快速增长



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

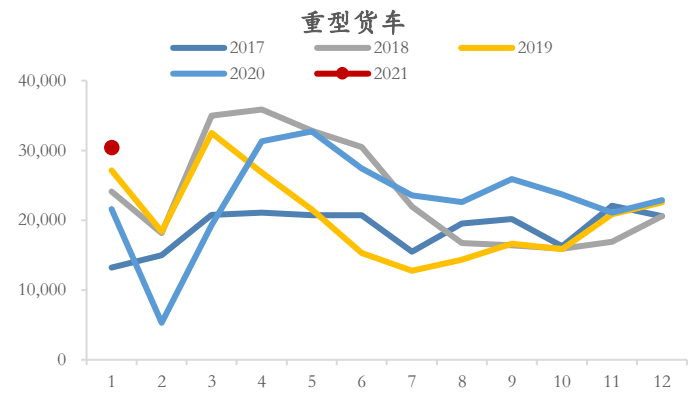
机械：2021 年 1 月机械产销量均高于去年同期，主要是在于去年低基数，以及今年海内外经济复苏预期的带动。根据 CME 预估，2021 年 2 月的挖机同比增速将达到 137%（国内增速 160%，海外增速 69%）。

图表 58 挖掘机：销量高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：台

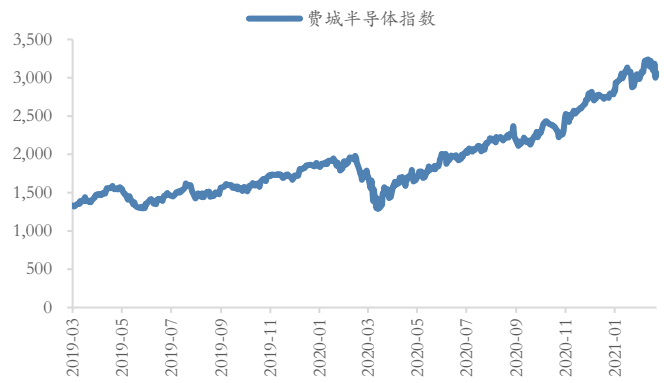
图表 59 重型货车：产量高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

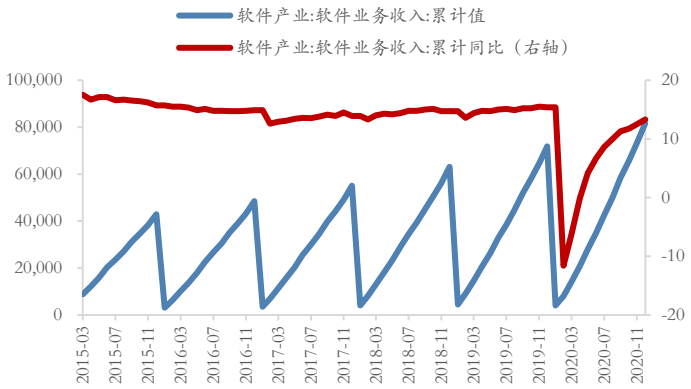
电子：费城半导体指数小幅回落，软件业务收入继续上行，全球半导体仍然维持高景气度。

图表 60 费城半导体指数小幅回落



资料来源：wind，华安证券研究所

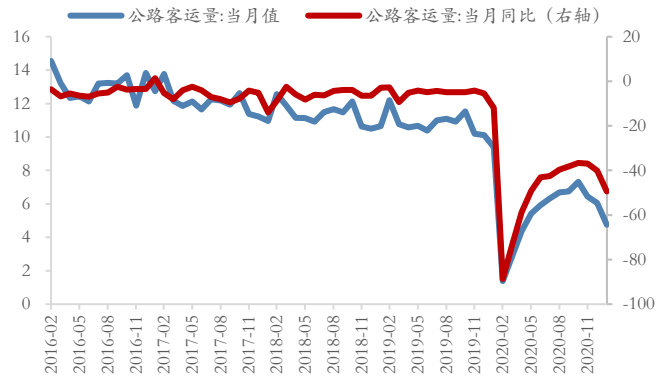
图表 61 软件业务收入恢复延续



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：亿元

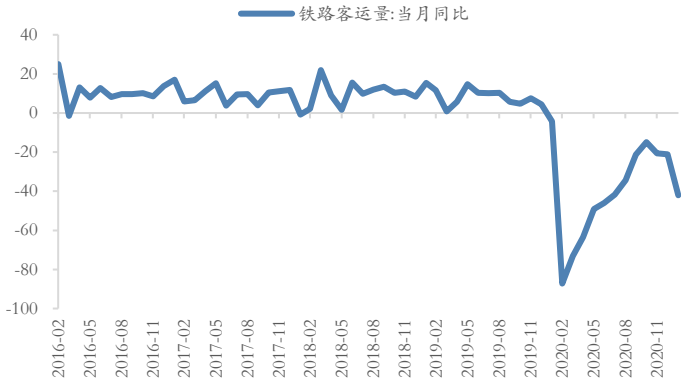
运输：交通运输方面，受春节就地过年影响，公路、铁路客运量同比均显著回落。不过随着节后复工复产，以及疫情回暖，预计未来将企稳回升。

图表 62 公路客运量回落



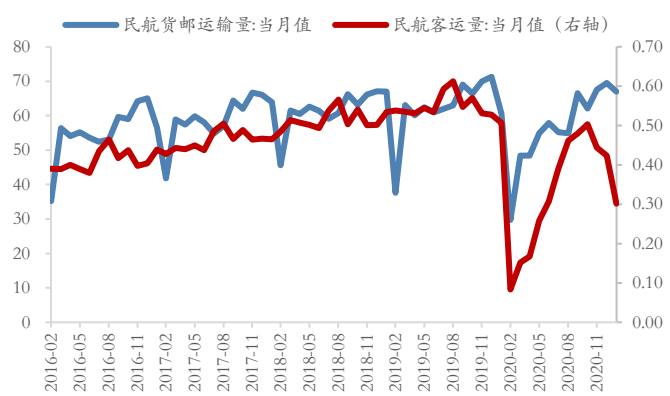
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：亿人

图表 63 铁路客运量回落



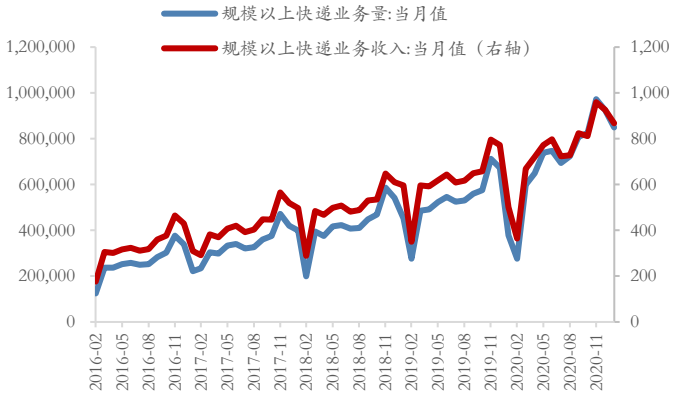
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 64 民航货运维持高位，客运继续下移



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：亿人

图表 65 规模以上快递稍有回落

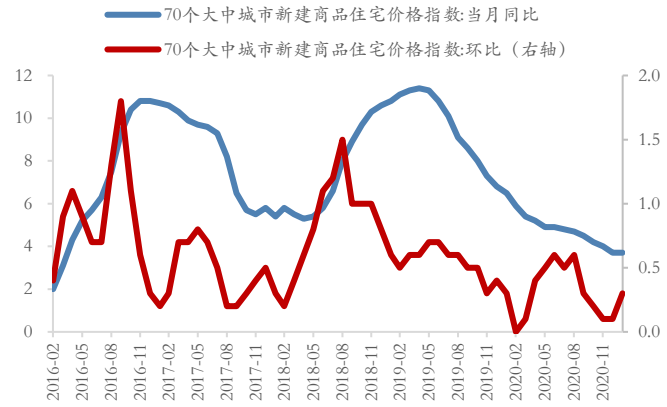


资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万件/亿元

3.3 下游：消费电子维持高景气度

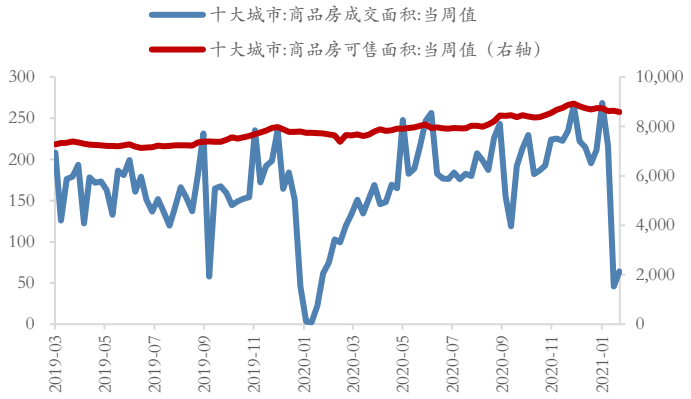
房地产：受春节假期影响，2 月新建商品住宅成交面积以及可供应土地面积继续回落。

图表 66 新建商品住宅价格同比回落、环比回升



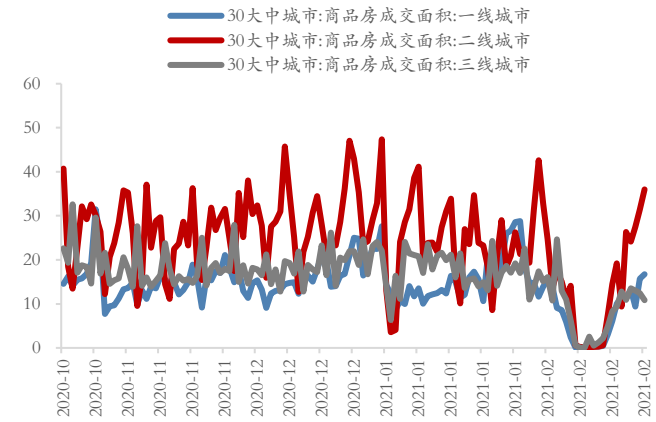
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 67 2 月商品房成交面积回落



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万平方米

图表 68 二线城市成交面积快速上升



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万平方米

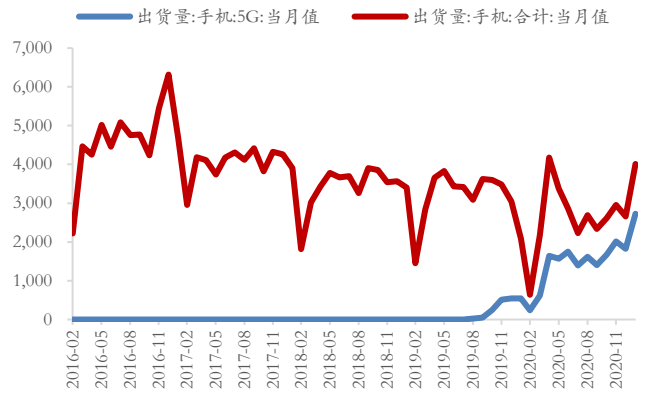
图表 69 2 月百大城市土地供应面积继续回落



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万平方米/宗

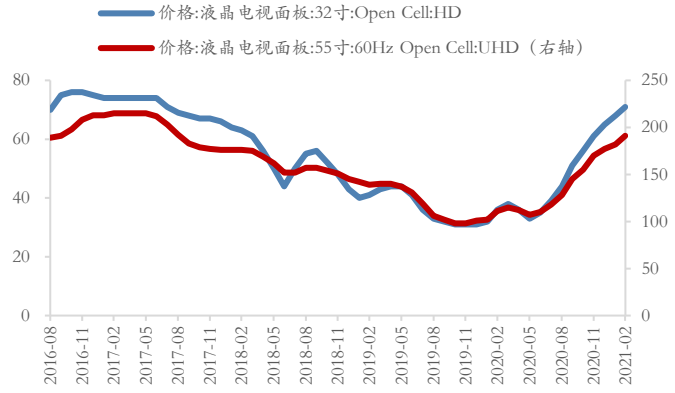
消费电子：2021 年初包括 5G 手机在内的出货量快速提升，同时液晶面板价格也延续上涨态势，维持景气度高位。

图表 70 手机、5G 手机出货量快速提升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 71 液晶面板价格继续上涨趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向；美债收益率继续飙升等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。