

2 月金股组合

股票代码	股票名称
000001.SZ	平安银行
600801.SH	华新水泥
600309.SH	万华化学
601012.SH	隆基股份
000157.SZ	中联重科
601633.SH	长城汽车
600809.SH	山西汾酒
000403.SZ	双林生物
000651.SZ	格力电器
600570.SH	恒生电子

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3696.17	0.57
深证成指	15823.11	0.35
沪深 300	5778.84	0.18
中小板指	10684.73	0.09
创业板指	3285.53	(1.04)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
农林牧渔	5.18	电气设备	(1.90)
建筑装饰	3.67	休闲服务	(1.36)
采掘	3.00	化工	(0.66)
商业贸易	2.96	银行	(0.49)
纺织服装	2.87	机械设备	(0.16)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

中银晨会聚焦-20210222

■重点关注

【策略】策略周报：金融大周期行情持续演绎*王君，朱启兵，肖成哲。全球风险资产普涨，关注顺周期行情演绎。

【宏观】多策略配置视角下的行业轮动体系：行业轮动系列报告（一）*郭军。单策略阶段性失效是其长期有效的必然条件。“主动拥抱风险”实现更优的风险收益比。“多策略配置”与“多策略轮动”实现行业轮动的对比讨论。

【汽车】宁波华翔：实控人参与增发彰显信心，欧洲重组利好长期发展*朱朋。公司近日发布非公开发行 A 股股票预案，拟发行股票不超过 187,868,194 股，募集资金总额不超过 231,266 万元。公司实际控制人拟全额参与定增，彰显对公司未来发展信心。

重点关注

【策略】策略周报：金融大周期行情持续演绎

王君，朱启兵，肖成哲

全球风险资产普涨，关注顺周期行情演绎。

全球风险资产普涨，海外疫情缓和以及财政刺激加速是风险偏好提振的主要因素。春节期间，海外市场风险资产表现出色，体现为全球股市普涨，国债利率持续攀升。原油价格持续上行引发顺周期工业品普涨，避险资产黄金价格则是持续走弱。2 月以来，欧美主要国家疫情形势逐步改善，伴随着疫苗接种进程的推进，去年冬季海外疫情二次爆发的趋势也得以缓和。与此同时，2 月国会通过财政预算决议将会加速新一轮财政刺激计划的落地，这也进一步强化了市场对于美国经济复苏的预期。油价的加速上行也成为了复苏行情的催化剂：春节期间，能源板块不约而同地成为港股及美股板块涨幅之首，成为推动指数上行的主要驱动力。

A 股顺周期行情逻辑将进一步演绎。国内市场方面，节后低估值顺周期板块优势明显，这背后反映了市场对于未来基本面与流动性的预期：海外需求的回暖增加了国内经济复苏韧性，而节后央行公开市场操作进一步强化了市场流动性收缩预期。未来随着流动性的常态化回归预期不断确立，高估值板块内部分化将会进一步显现，成长板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化。而与之相伴的，银行为代表的低估值板块以及化工为代表的顺周期涨价板块仍将是未来市场超额收益最为显著的进攻方向：节后市场将逐步进入年报配置窗口期，盈利有望超预期的低估值顺周期板块将有望迎来增量资金配置，行业上重点关注传统周期中的有色、化工、石化等 。

总量半月谈

宏观：疫情明显缓和，全球复苏态势不变，关注通胀的超预期上行。国内 1 月金融数据超预期，1 月 PPI 同比转正，春节期间消费增速强劲，总体上国内经济复苏趋势不变，增长动能来自消费复苏、制造业投资和出口。继续强调 PPI 上行超预期以及 PPI-CPI 将逐步放大并转正，利好企业盈利复苏。

固收：国内债市远忧大于近虑。对国内债市而言，前期央行收紧、1 月金融数据和春节消费数据较强，阶段性的利空均已显现。面对多目标下的"为难"局面，在两会之前央行大概率以稳为主。在利率上探至前期高点的情况下，债市无需过度悲观，静待两会上高层定调和进一步的信号。但中期维度，全球共振复苏和通胀抬升的逻辑下，全球名义利率存在上抬压力。

量化：后市整体看多。目前公募基金的新发产品的仓位测算来看，机构投资者处于看多后市观点；从新发产品数量和募集产品情况看，公募新产品对权益市场的增量资金依然有较大推动力量；观察新发产品的重仓股和老产品重仓股重合可知，目前两者重合度从 2015 年 50%持续上涨至 90%，抱团核心资产比较稳健；同时新产品增配周期和金融，部分机构已经开始把握本轮周期机会。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【宏观】多策略配置视角下的行业轮动体系：行业轮动系列报告（一）

郭军

2021 年起，中银量化团队将为广大投资者提供一系列行业轮动策略专题报告，为其在结构化行情中提供更为及时有效的行业投资与配置建议。作为行业轮动系列报告的第一篇，本文将从方法论和底层逻辑构架的角度进行深入的讨论。

单策略阶段性失效是其长期有效的必然条件： 基于有效市场理论和资产定价视角，本文证明了策略的阶段性失效是保证其长期有效的必要条件，同时这也反映出资本存在过度拥挤与过度撤离的状态轮动。在量化维度，策略的实际收益率 r 可以拆解为三个部分：第一部分为策略的预期超额收益率α，第二部分为策略暴露于它的业绩基准的收益贡献βr_m，第三部分为策略收益的不确定性部分ε。ε作为一个随机项，其本质来源于周期。

"主动拥抱风险"实现更优的风险收益比： 基于量化视角，单策略的实际残差波动并不是完全随机的；基于主观逻辑，随机残差是具有周期规律的。配置的本质是"主动拥抱各类维度的风险敞口"：各个单策略的风险暴露敞口在不同的周期下表现是不同的，因此其残差可以互相对冲，体现为组合残差的随机波动率降低，也就是通过"残差周期对冲"而提高策略的风险收益比。

"多策略配置"与"多策略轮动"实现行业轮动的对比讨论： 基于策略对比角度：策论轮动对择时准确度具有更高的要求，难度较高且容错率相对较低，而多策略配置体系面临类似问题的难度较小。基于预期收益角度：多策略配置体系下策略和资产的预期收益观察区间要求较长，但策略轮动体系要求的观察区间是相对较短的，所以多策略轮动的难度相对较大。

风险提示： 疫情超预期、政策收紧、贸易摩擦升级等带来的市场大幅度波动风险以及策略失效风险。

【汽车】宁波华翔：实控人参与增发彰显信心，欧洲重组利好长期发展

朱朋

公司近日发布非公开发行 A 股股票预案，拟发行股票不超过 187,868,194 股，募集资金总额不超过 231,266 万元。公司实际控制人拟全额参与定增，彰显对公司未来发展信心。2020 年 10 月公司发布关于实施"欧洲业务重组方案"的公告，制定了欧洲重组方案，预计 2021 年全部实施完毕。欧洲业务重组将对公司 2020-2021 年短期业绩形成一定负面影响；但完成后有望减少或扭转德国华翔持续亏损状态，利好公司长期发展。2021 年国内乘用车销量有望恢复较快增长，并迎来持续上行周期。公司客户为大众、宝马等中高端品牌，有望延续较好表现，助力业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.05 元、1.69 元和 2.07 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

实控人全额参与增发，彰显未来信心。公司近日发布非公开发行 A 股股票预案，拟发行股票数量为不超过 187,868,194 股（含本数，未超过本次发行前公司总股本的 30%），发行对象为公司实际控制人周晓峰先生控制的宁波峰梅实业有限公司，募集资金总额为不超过 231,266 万元（含本数），拟用于补充流动资金。公司实际控制人拟全额参与定增，彰显对公司未来发展的强大信心；同时增发完成后实控人持股比例大幅提升，有利于改善公司治理及资本运作。

欧洲重组持续推进，利好长期发展。2014 年起公司欧洲业务持续大额亏损，对公司业绩形成严重拖累。2020 年 10 月公司发布关于实施"欧洲业务重组方案"的公告，制定了欧洲重组方案，措施包括德国 HSB 工厂关闭、德国 HIB 工厂裁员、英国业务分步转移等，预计 2021 年全部实施完毕。目前公司预计重组费用约 3.4 亿元，加上部分商誉减值，将对公司 2020-2021 年短期业绩形成一定负面影响；但重组完成后有望减少或扭转德国华翔持续亏损状态，利好公司长期发展。

2021 年乘用车销量有望较快增长，公司有望受益。2020 年受新冠疫情等影响，国内乘用车销量（中汽协口径）销售 2017.8 万辆（-6.0%），公司预计全年归母净利润 5.4-7.8 亿元（重组费用等影响）。随着疫苗投入使用、疫情控制较好，国内经济恢复良好，2021 年乘用车销量有望恢复较快增长，并迎来持续上行周期。公司主要客户包括大众、宝马等中高端品牌，有望延续较好表现，助力业绩增长。

估值

考虑重组费用等影响，我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.05 元、1.69 元和 2.07 元，估值处于较低水平，维持买入评级。

评级面临的主要风险

1）汽车销量不及预期；2）海外扭亏不及预期；3）产品大幅降价。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com
谭浩弘	S1300120080062	haohong.tan@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com
李腾	S1300120090039	tengli@bocichina.com

银行研究团队

林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武	S1300520090006	haowu.chen@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
朱祖跃	S1300120080005	zuyue.zhu@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
曹擎	S1300120120046	qing.cao_sh@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com
董广达	S1300120070024	guangda.dong@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

社会服务团队

孙昭杨	S1300515100001	zhaoyang.sun@bocichina.com
李小民	S1300120090024	xiaomin.li@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371