# 等待潜在风险落地

报告日期：2021-02-07

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《先扬后抑》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
5. 10 月月报《喜忧参半，顺势而为》

## 主要观点：

### ● 等待潜在风险落地

**维持本月先抑后扬判断，近期市场继续震荡格局，等待可能的潜在风险落地后的新机会。**市场风险偏好将继续维持震荡态势，主要在于三方面考虑：其一，1 月份的货币和社融数据有可能不及预期，从跟踪数据来看，政府债券发行、非标等均较去年同期有显著下滑，此外货币社融数据在节前还是节后披露也并不明确；其二，春节前央行大概率将继续维持紧平衡的短期流动性释放，这难以对市场情绪形成有效提振；其三，春节期间国内疫情、海外股市表现均存在较大的不确定性，投资者有减仓或调仓的需求和考虑，过去多年春节前市场也表现出缩量、震荡的行情。风险偏好难以明显提振是节前震荡行情的一大制约。流动性层面，尽管此前短期流动性超预期大规模收紧导致短端利率迅速飙升至多年高位，但央行的公开市场操作仍然非常克制，投放的规模小于预期，2 月 5 日当周仅净投放了 960 亿，更多的还是以时间置换为主，从这个角度来看并未观察到央行有进行大规模投放的意向，短端市场利率已有明显回落，我们认为央行在节前继续维持紧平衡的概率更大，下周前三天分别有 1000 亿、800 亿、1000 亿的公开市场到期，预计仍是进行时间置换，进一步宽松的力度十分有限。经济层面，2 月份的最重要矛盾是去年同期的低基数，因此经济数据将出现非常大幅度的改善，这已为市场所预期，也并非是市场最关注的焦点。**短期流动性紧平衡和春节期间可能出现的潜在风险，给市场提供了继续震荡的环境。**

### ● 坚守化工、银行、半导体

**2 月配置坚守两条主线：一是延续复苏，二是高景气的成长板块。复苏逻辑，一方面在于此前散点爆发的疫情已经受到控制，另一方面则是在春节就地过年倡导下，复产复工周期的收缩或带来经济修复进程的加快。**从大宗商品价格变动可以看到，尽管多数上游大宗商品价格在 1 月下旬有所下降，但下游制造业复工的提前或传导至上游，春节淡季的影响或有所减弱。尤其是化工品的价格逆势上涨，显示出高景气。流动性方面，尽管社融预期较弱扰动市场，但当前流动性并未到收缩的节点。

**因此，在持续震荡的行情中，行业坚守复苏和成长双主线，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，在海外产能检修关停带来缺口，供给端偏紧的逻辑下，化工继续维持高景气。二是持仓底部、估值位于绝对底部，复苏带来盈利改善预期，同时机构关注度提升的银行。三是受下游需求高景气度和芯片供给紧张叠加，产业将保持长景气周期的半导体。

### ● 风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏或春节消费不及预期；政策过早转向或理解有偏差等。

# 正文目录

1 市场观点：等待潜在风险落地 ..... 4

1.1 低基数将为 2 月经济数据带来高增 ..... 4

1.2 预计春节前资金维持紧平衡 ..... 8

1.3 节前风险偏好继续维持震荡 ..... 10

2 行业配置：坚守化工、银行、半导体 ..... 11

2.1 本月首选行业表现回顾：行业分化，银行居前 ..... 11

2.2 首选行业推荐逻辑 ..... 12

2.2.1 化工：供给端偏紧支撑化工高景气 ..... 12

2.2.2 银行：经济复苏预期银行业绩带来板块修复 ..... 14

2.2.3 半导体：成长集体下挫拖累电子表现，但下游需求仍将支持高景气 ..... 15

# 图表目录

图表 1 PMI 季节性小幅回落，但连续 11 个月在荣枯线上 ..... 5
图表 2 BCI 为正，制造业经济在扩张状态，连续 9 个月为正 ..... 5
图表 3 BPI 维持在本轮复苏的高位景气状态 ..... 5
图表 4 高炉开工率好于去年同期，也有边际改善迹象 ..... 5
图表 5 1 月汽车销售高景气 ..... 7
图表 6 小商品零售景气高涨 ..... 7
图表 7 油价持续回升反应全球经济复苏 ..... 7
图表 8 北方国际集装箱运价指数维持高位景气 ..... 7
图表 9 1 月挖机销量增速预计将达到 106% ..... 8
图表 10 建材材料的价格有所下行，仍是在于开工边际下行 ..... 8
图表 11 最近一周银行间短期市场利率大幅回落 ..... 9
图表 12 SHIBOR 短端利率也大幅回落 ..... 9
图表 13 SHIBOR 中期利率基本稳定 ..... 10
图表 14 10 年期国债收益率继续小幅度上行 ..... 10
图表 15 2 月第一周银行涨幅居前，化工稳健 ..... 12
图表 16 银行估值分位数显著抬升 ..... 12
图表 17 化工品价格变动（2 月 1 日-2 月 5 日） ..... 13
图表 18 化学原料及化学制品制造业利润同比大幅上升 ..... 14
图表 19 银行 2020 年业绩快报净利润增速 VS 周涨幅 ..... 15
图表 20 上海 2021 年重大建设项目清单中涉及半导体部分 ..... 16
图表 21 首选行业及关注标的 ..... 16

# 1 市场观点：等待潜在风险落地

**维持本月先抑后扬判断，近期市场继续震荡格局，等待可能的潜在风险落地后的新机会。**市场风险偏好将继续维持震荡态势，主要在于三方面考虑：其一，1 月份的货币和社融数据有可能不及预期，从跟踪数据来看，政府债券发行、非标等均较去年同期有显著下滑，此外货币社融数据在节前还是节后披露也并不明确；其二，春节前央行大概率将继续维持紧平衡的短期流动性释放，这难以对市场情绪形成有效提振；其三，春节期间国内疫情、海外股市表现均存在较大的不确定性，投资者有减仓或调仓的需求和考虑，过去多年春节前市场也表现出缩量、震荡的行情。风险偏好难以明显提振是节前震荡行情的一大制约。流动性层面，尽管此前短期流动性超预期大规模收紧导致短端利率迅速飙升至多年高位，但央行的公开市场操作仍然非常克制，投放的规模小于预期，2 月 5 日当周仅净投放了 960 亿，更多的还是以时间置换为主，从这个角度来看并未观察到央行有进行大规模投放的意向，短端市场利率已有明显回落，我们认为央行在节前继续维持紧平衡的概率更大，下周前三天分别有 1000 亿、800 亿、1000 亿的公开市场到期，预计仍是进行时间置换，进一步宽松的力度十分有限。经济层面，2 月份的最重要矛盾是去年同期的低基数，因此经济数据将出现非常大幅度的改善，这已为市场所预期，也并非是市场最关注的焦点。**短期流动性紧平衡和春节期间可能出现的潜在风险，给市场提供了继续震荡的环境。**

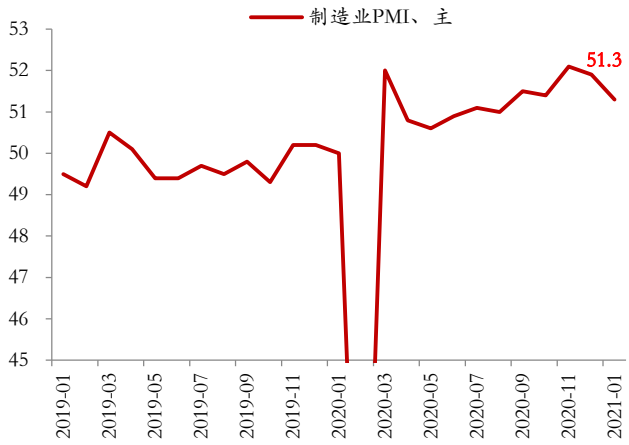
## 1.1 低基数将为 2 月经济数据带来高增

**1 月 PMI & BCI & BPI 数据确认经济继续维持在扩张景气区间。**首先，从 PMI 角度，1 月份制造业 PMI 为 51.3%，较上月 51.9%回落了 0.6 个百分点，回落的原因在于春节的季节性效应，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，通常处于生产制造的淡季，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（疫情影响，2020 年 2 月份 PMI 下行更严重）。另一方面，制造业 PMI 已经连续 11 个月维持在荣枯线以上，说明经济运行仍维持在较好的扩张区间。其次，从 BCI 角度，1 月份大宗商品供需指数 BCI 为 0.34，BCI＞0 反应出制造业经济处于扩张状态。另一方面，BCI 从 5 月份转正后已经连续 9 个月为正，也反应出经济良好运转的态势。最后，从 BPI 角度，截止 2 月初，生意社大宗商品价格指数 BPI 已经攀升至 900 单位点左右，早已经恢复到了疫情前的水平，甚至景气度还远高于 2019 年整体的情况。目前 BPI 处于本轮经济复苏的高位位置，价格延续高位这也正说明经济复苏的景气程度。

**经济正行进在本轮复苏的高点区间。**首先，从季度维度看，2021Q1 季度将成

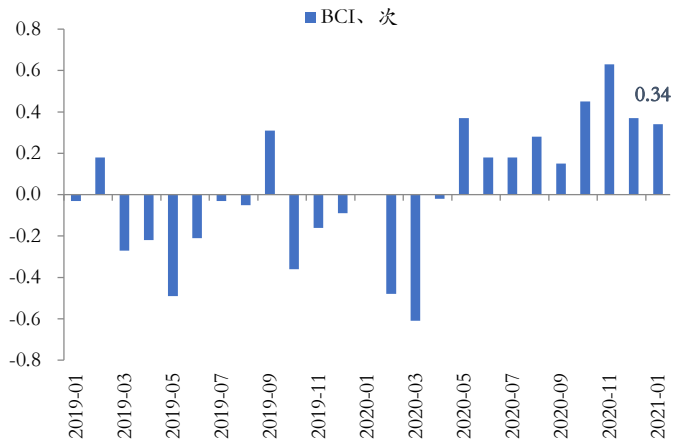
为本轮经济复苏的高点，这是基本确定。其次，从月度维度看，2020 年 2 月份是诸多经济数据的同比增速最低点，甚至低至了-20%多的情况，这同时造成了 2 月份乃至 1 季度数据的低基数效应，因此 2 月份是本轮经济复苏的月份高点这也是很多大概率的事件。因此无论从季度还是月度维度看，2 月份都正在经历经济复苏顶点的区间，2 月份将成为许多年来经济增速情况最好的一个月。

**图表 1 PMI 季节性小幅回落，但连续 11 个月在荣枯线上**




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

**图表 2 BCI 为正，制造业经济在扩张状态，连续 9 个月为正**



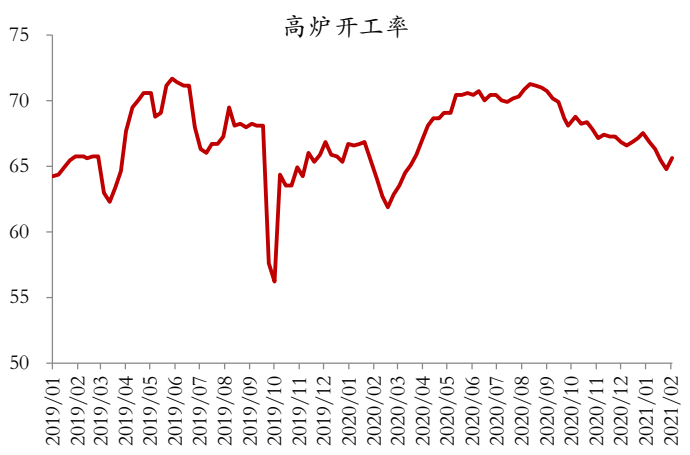

资料来源：生意社，华安证券研究所

**图表 3 BPI 维持在本轮复苏的高位景气状态**




资料来源：生意社，华安证券研究所

**图表 4 高炉开工率好于去年同期，也有边际改善迹象**




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

**低基数原因，2 月各种经济数据都将取得非常高的增速。**若不考虑 2020 年 2 月份经济数据低基数的原因，那春节效应和就地过年对工业和消费的影响都将是收敛的。首先在工业生产端，受到的边际影响可能会小于往年。通常往年春节期间放假，很多行业的生产将会停滞，这种情况下生产停止导致的供应量边际减少是非常明显的，但今年在就地过年的鼓励下，很多工厂并不会停止运转，而是配合就地过年的倡议，实行部分开工留人，因此停工停产的情况将普遍好于过去，这也将使得就地过年其实对工业生产端起到了负向效果平滑的作用。此外，就地过年避开了往

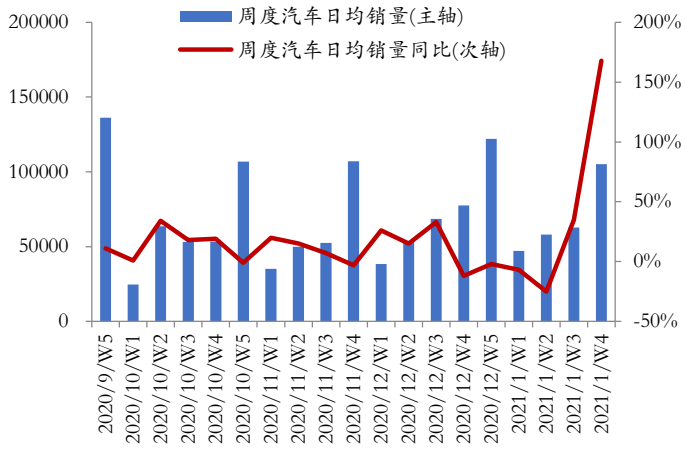
年路上春运通勤、人员无法及时足额到岗等因素抑制，也有可能导致今年的开工季提前，也将对生产形成支撑。其次在消费端，通常春节期间，人们会进行大量的消费，也是传统消费最旺盛的季节，因此往往春节期间消费的边际增量是非常明显的，但是今年由于提倡就地过年的原因，很多聚集性消费将减少，但非聚集性消费会提升，原因在于尽管没有回家过年，但是过年的传统还在，也将产生过年的消费需求。此外，就地过年还可能衍生出更多的消费形式，比如休闲旅游、服务餐饮、电影逛街等，因此就地过年对消费也起到了正向效果平滑的作用。在对工业生产和消费相反方向平滑的过程中，影响将相互抵消，因此哪怕不考虑 2020 年低基数的原因，就地过年不会对经济有过大的负面影响。当然如果考虑到低基数原因，那这个因素的作用更是决定性的，无论是否就地过年，2 月份的诸多经济数据都将取得非常高的同比增长。

**工业生产好于去年同期，并有边际好转的迹象。**我们分析过，就地过年可能对工业生产有负面效果平滑的影响，这在高频数据中也有所体现。一方面，高炉开工率有所回升，且回升的幅度相对比较明显，截止 2 月 5 日，高炉开工率为 65.64%，较一个星期前回升了 0.86 个百分点，实际上这是一个幅度较大的回升，目前的开工水平相当于 1 月中下旬的水平。另一方面，目前的高炉开工率水平也要与去年同期，2020 年 2 月 7 日当周高炉开工率水平为 64.09%，这明显弱于现在的水平。

**三驾马车相关的高频数据仍然维持着一个不错的状态，其中消费、出口的高增原因在于景气加持下的低基数效应，而投资的高增主要来源于低基数效应。**

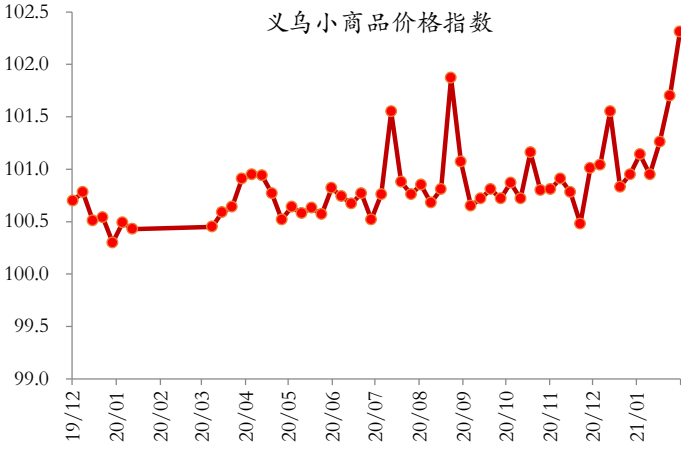
**消费中，汽车销售和小商品零售景气度高涨。**其中汽车销售方面，根据乘联会的汽车零售数据显示，1 月份 4 周的周度日均汽车零售同比分别为-7%、-25%、35%、168%，1 月整体的汽车销量同比增速是 25%，这较 2020 年 12 月的 7%增速有非常明显的好转，而且这种高增的趋势仍会继续，原因便在于：其一汽车目前本身有很高很持续的景气度。其二去年同期的低基数原因增大了同比增速的弹性。再如小商品零售方面，景气也是步步高升，从 1 月初以来义乌小商品总价格指数便不断上升，截止 2021 年 1 月 31 日，指数报收 102.31 个单位点，较 1 月 10 日的相对低点 100.95 个单位点，提升了 1.38 个单位点，提升是非常显著的，也说明了小商品零售的高景气状态。

图表 5 1 月汽车销售高景气




资料来源：乘联会，华安证券研究所。单位：辆

图表 6 小商品零售景气高涨




资料来源：wind，华安证券研究所

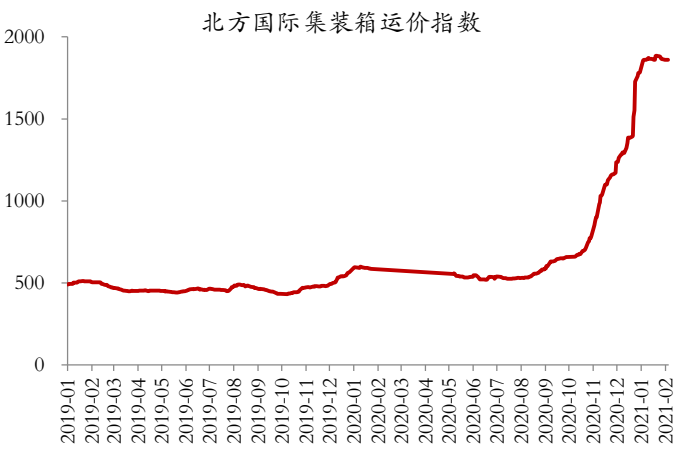
**出口方面，高频数据仍然反应出具备持续性的高景气。**出口的高景气可以表现在两个方面：一方面，北方国际集装箱运价指数近期维持在历史高位区间。在经过 10、11、12、1 月份的连续飞速攀升后，集装箱运价指数截止 2 月 5 日收于 1860.66 单位点，较 8 月底的不足 550 点，快速上涨了接近两倍。目前集装箱仍是一箱难求的状态，供不应求的格局十分突出。这可以从两个角度来印证出口的高景气和延续性，一是出口旺盛反应高景气，二是集装箱短缺，出口货物并不能非常及时快速的出去，因此很可能延续延长出口的高景气时间。另一方面，出口驱动力已经由防疫需求转换为海外经济复苏，而海外经济正处于复苏周期，将为出口提供更重要的保障。2020Q4 季度出口和净出口的驱动因素已经逐步由海外疫情防控需求转为海外经济复苏需求，这在 10 月份的出口结构数据中有所迹象，在随后的 11、12 月出口结构性数据中得到验证。而国际油价的不断持续回升正是全球经济持续复苏的最好体现和印证。

图表 7 油价持续回升反应全球经济复苏




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：美元/桶

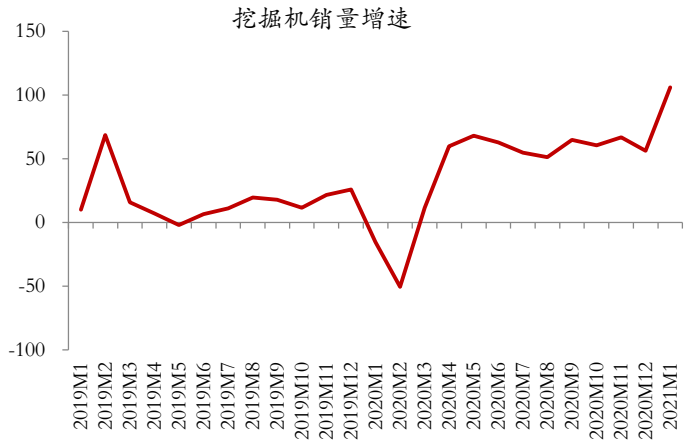
图表 8 北方国际集装箱运价指数维持高位景气




资料来源：wind，华安证券研究所

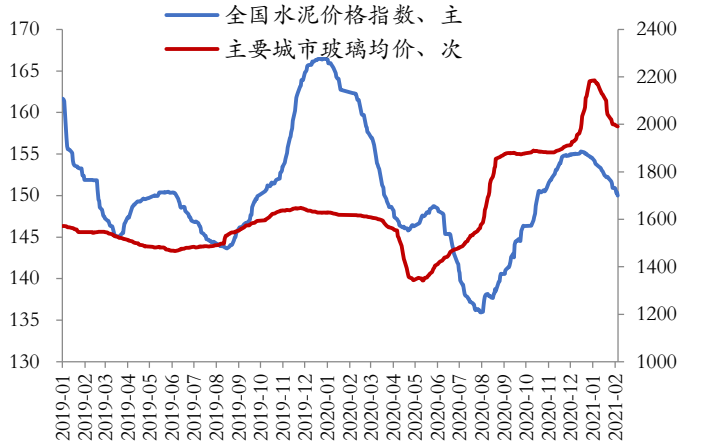
**投资层面，挖机销量有亮点，原材料价格下行，但由于基数原因，整体投资增速仍会很高。**挖机方面，根据 CME 工程机械网的草根调研数据显示，2021 年 1 月的挖掘机销量同比增速有望达到 106%左右，其中国内同比增速在 112%左右，出口欧同比增速在 60%左右。当然挖机销量增速取得如此高的高增长，其中一个重要原因便在于去年同期的低基数影响，但尽管不考虑低基数原因，挖机行业的景气仍然高涨，已经连续 10 个月维持 50%以上高增。原材料方面，玻璃和水泥的价格近期均在持续下行，下行的一个原因还是在于春节季节性影响开工率边际下行，尽管我们前面分析到，由于春节就地过年的影响，开工下行的幅度会有所收敛，但大方向仍是下行的，这样减少了原材料的需求，从而出现原材料价格下行。但需要说明的是，尽管周期投资行业里景气不一，但由于 2020 年同期足够低的低基数效应，也会使得 2 月的投资增速高涨。

**图表 9 1 月挖机销量增速预计将达到 106%**




资料来源：CME，华安证券研究所。单位：%

**图表 10 建材材料的价格有所下行，仍是在于开工边际下行**




资料来源：wind，华安证券研究所。玻璃：元/吨

## 1.2 预计春节前资金维持紧平衡

永煤事件以来，尤其是 1 月中旬以后，A 股市场对短期流动性的操作非常关心和极度敏感，走势上更是表现的高度相关。短期市场的走势仍与短期流动性的投放节奏有相当强的联系。

**预计春节前，短期流动性仍然维持紧平衡的节奏，以时间置换为主。**01/25-01/31 当周由于公开市场到期规模庞大，且在本身市场利率处于高位的情况下，央行进行了超预期的大规模流动性净回收，合计回收了 5685 亿，这直接导致了短端利率飞速飙升至多年新高位，中长端利率也出现了阶段性拐头上行的局面，这引起了市场的广泛瞩目。进入到 02/01-02/05 日当周，央行对短期流动性市场进行了一定程度的呵护，分别在周一到周五做出了 1000 亿（7 天）、800 亿（7 天）、1000 亿（7 天）、

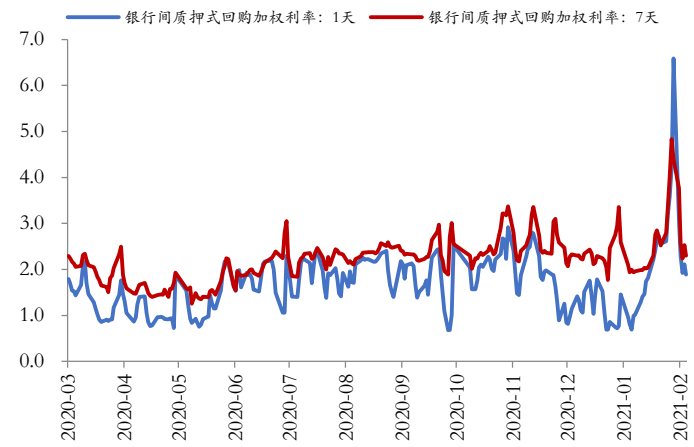
1000 亿（14 天）、1000 亿（14 天）的公开市场操作，分别净投放了 980 亿（7 天）、780 亿（7 天）、-800 亿、0 亿、0 亿，合计净投放 960 亿短期资金。一方面，资金投放的规模是小于预期的；另一方面，公开市场操作的节奏都是很克制的，并未出现再如 1 月中下旬的大幅度宽松，且资金主要以时间置换为主。整体来看，我们认为这属于行业的紧平衡操作，在春节前这种紧平衡的概率很大，尽管有可能有一定程度的宽松，但我们认为这种宽松力度十分有限。

**02/06-02/12 日当周资金到期规模为 2800 亿，到期压力再度边际缓解。**02/06-02/12 日当周将有 2800 亿的流动性到期，均为公开市场的逆回购到期，到期压力上相对上周的 3840 亿再度有所缓解。到期节奏上，周一、二、三分别将到期 1000 亿、800 亿和 1000 亿，2 月 7 日由于是周日调休工作日净投放了 500 亿 14 天期短期流动性。

**最近 1 周，短端利率大幅回落，飙升高企的利率有所缓解。**1 月 29 日当周，市场利率尤其是短端市场利率出现了飞速飙升，而在 2 月 5 日当周，央行对流动性进行了平滑并带有略微宽松，不再进行净回收了，高企的短端市场利率快速回落。其中 1 天期和 7 天期银行间质押式回购加权利率分别下行了 470 个 bp 和 209 个 bp，目前分别在 1.8911%和 2.2996%的水平，相对来说仍在较高水平；隔夜和 1 周期 SHIBOR 利率分别下行了 137 个 bp 和 73 个 bp，目前分别在 1.573%和 2.349%的水平，均有较大幅度的回落。

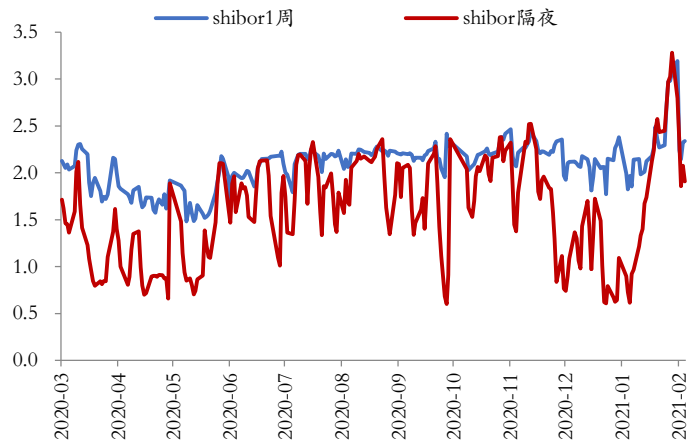
**中长端利率水平继续维持稳定或小幅上行。**中端利率方面，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率最近一周继续上行了 1.4 个 bp 和 1.1 个 bp，基本维持稳定的小幅波动内。长端利率方面，10 年期国债收益率最近一周进一步上升了 3.5 个 bp，目前在 3.23%左右水平。

**图表 11 最近一周银行间短期市场利率大幅回落**



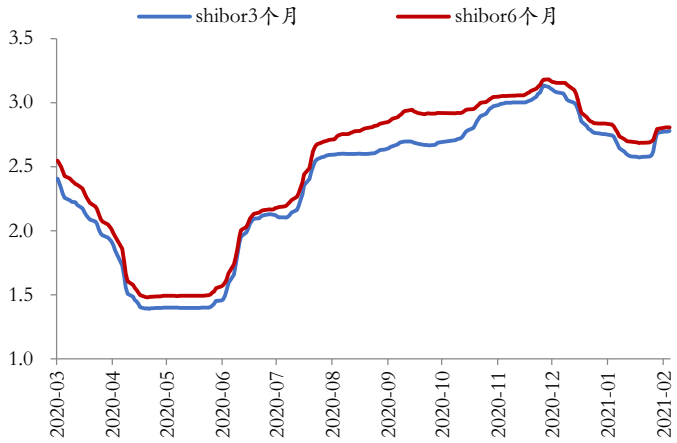

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

**图表 12 SHIBOR 短端利率也大幅回落**




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 13 shibor 中期利率基本稳定




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 14 10 年期国债收益率继续小幅度上行




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

## 1.3 节前风险偏好继续维持震荡

**节前风险偏好可能维持震荡格局，**主要在于三方面考虑。

**其一，1 月份社融数据可能不及预期或下挫会抑制市场情绪，需等待社融数据落地。**1 月社融可能不及预期的拖累项在于政府债券和非标回收，其中政府债券方面 2020 年 1 月份总共发行了 7613 亿，而今年 1 月份根据数据统计在 5000 亿左右，下滑幅度比较明显；此外非标方面，尤其是信托贷款方面，1 月份到期量比较大，且 2020 年 1 月份是新增投放了 432 亿，而今年很有可能将会有所回收；人民币信贷方面，我们预计在春节和就地过年留工留岗的影响下，短期贷款会有所支撑，但近期央行对资金流入房地产市场管控严格，因此居民中长期贷款可能会有压力，整体来看人民币信贷超预期的可能性不大。因此 1 月社融数据不及预期或下挫将会是抑制节前情绪的一大考虑，市场也在交易这种担忧。

**其二，在春节前，央行维持紧平衡的短期流动性投放，难以提振市场情绪。**在上文流动性章节，我们详细分析过，认为在春节前的未来三天时间里，央行大概率也会继续维持类似 2 月 5 日当周的紧平衡短期流动性投放规模和节奏，是属于一种比较克制化的方式。在近期 A 股市场尤其关注央行短期流动性投放节奏的氛围下，紧平衡的投放方式显然难以有效提振市场情绪。

**其三，疫情、海外风险事件在春节期间均存在不确定性，投资者有减仓或调整仓位避险的考虑和需求。**一方面，在春节期间，国内所面临的最大不确定性和担忧在于疫情是否会再次大范围爆发，此外在就地过年的影响下，春节消费是否能及预期；另一方面，海外所面临的不确定性在于，春节期间是否可能爆发黑天鹅或其他风险事件，如海外股市下跌等。因此基于这两方面考虑，通常春节前的市场会表现出成交量边际下滑、股市盘整的局面。

# 2 行业配置：坚守化工、银行、半导体

**行业配置思路：2 月配置坚守两条主线：一是延续复苏，二是成长板块。复苏主线中，一方面在于此前散点爆发的疫情已经受到控制，另一方面则是在春节就地过年倡导下，复产复工周期的缩短带来经济修复进程的加快。成长板块中的半导体，在下游需求和芯片供给紧张的双重叠加下，带来持续高景气。**

**经济基本面，春节就地过年倡导下或令复产复工周期缩短，经济复苏预期改善。**从最新公布的 2021 年 1 月下旬的大宗商品价格变化来看，尽管受到春节淡季影响，多数上游大宗商品价格较 1 月中旬有所下降，但考虑到春节就地过年下游制造复产周期缩短或传导至上游来看，春节淡季影响或将有所减弱；尤其是化工产品价格逆势上涨，显示出以化工为代表的上游当前高景气度。

**社融预期较弱，但流动性并未到收缩的节点。**2 月第一周市场对流动性预期的变化进一步扰动市场。尤其是 2 月 3 日央行孙国峰在《中国金融》上的撰文指出，“第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离”，令市场担忧社融数据表现。不过，从当前时点来看，流动性并未到收缩的节点。

**银行估值显著抬升，但仍不高，提升空间较大。**估值分位数来看，银行板块上周估值分位数大幅提升，但从绝对值和分位数来看，仍然处于低位，未来空间仍然较大。此外，化工板块估值相对稳定，电子板块则有明显下移，带来配置性价比提升。

**因此，在持续震荡的行情中，行业坚守复苏和成长双主线，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，在海外产能检修关停带来缺口，供给端偏紧的逻辑下，化工继续维持高景气。二是持仓底部、估值位于绝对底部，复苏带来盈利改善预期，以及机构关注度提升的银行。三是下游需求维持高景气度，产业将保持长景气周期的半导体。

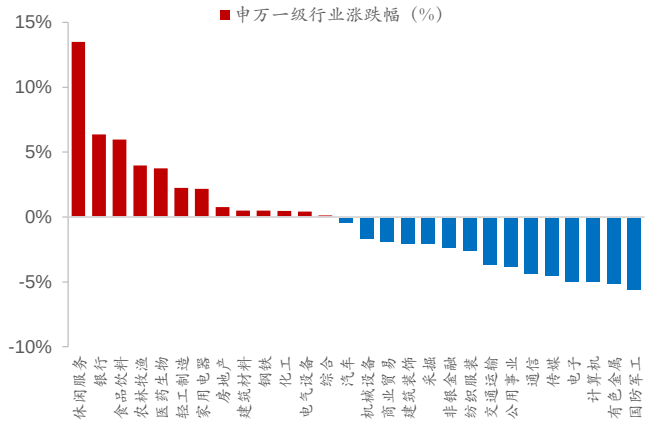
## 2.1 本月首选行业表现回顾：行业分化，银行居前

**2 月第一周，市场高位震荡，行业间形成一定分化，银行涨幅居前，化工表现稳健，电子相对靠后。**2 月 1 日至 2 月 5 日，银行、化工、电子分别变化 6.37%、0.48%和-4.96%。其中，银行、房地产、建筑材料等低估值板块崛起，抱团代表食品饮料板块也维持强势；与此同时，受流动性预期波动影响，成长板块中 TMT 以及国防军工表现则稍显落后。

**估值分位，银行显著抬升。**2 月第一周银行表现亮眼的同时，估值也有显著提

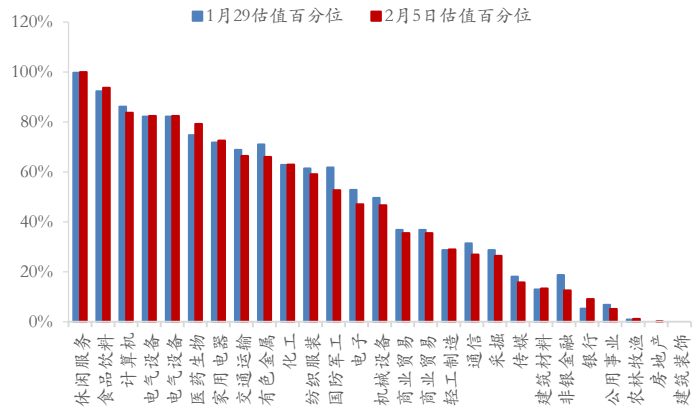
升。估值分位数从 1 月底的 5.3%上移至 9.1%。此外，化工板块估值维持稳定，电子估值明显下移。

**图表 15 2 月第一周银行涨幅居前，化工稳健**




资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 16 银行估值分位数显著抬升**




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：供给端偏紧支撑化工高景气

**海外产能检修关停带来缺口，供给端偏紧的逻辑下，化工继续维持高景气。**MDI 和 TDI 方面，2 月第一周聚合 MDI 价格进一步上涨，周涨幅超 1%。随着 3-5 月海外即将进入密集检修期，国内出口量维持高位，预计高景气将进一步维持。其中，海外 MDI 产能受到影响包括 Sadara 的 MDI 产能，欧洲亨斯迈 MDI 装置检修，巴斯夫的 TDI 检修维护，科思创的 TDI 装置维修工作等。钛白粉方面，2 月第一周钛白粉价格涨幅为 2.94%，需求旺盛叠加供给受限支撑高景气。从供给端来看，在供不应求的背景下，主要钛白粉企业在订单排队的同时宣布涨价。同时，叠加海外钛白粉产能部分关停，以及国内环保压力来的阶段性停产，带来供给端缺口。

**春节就地过年，复工周期缩短或传导至上游化工，带来淡季不淡。**2021 年春节假期受 1 月以来新冠疫情散点爆发影响，各地政府提倡就地过年。春运前三天，全国铁路预计发送旅客人次同比下降 75%，显示出多数人群选择就地过年。因此，考虑到今年农历春节本身偏晚，再叠加就地过年的因素，预计复产复工速度将超过预期。下游制造业的复工也将穿传导上游包括化工等行业，带来过节影响的减弱。

**化工行业利润累计同比走高，高景气支撑下，一季度业绩或将延续。**根据国家统计局发布的化学原料及化学制品制造业的利润数据来看，2020 年 12 月的利润总额累计同比达到 20.9%，截止 2020 年 11 月的利润当季同比达到 150.5%。随着化

工行业高景气的延续，预计一季度业绩具有较大确定性。

**从估值来看，化工估值延续稳定。**2 月第一周化工行情微涨的同时，估值分位数维持稳定。截止 2021 年 2 月 5 日，PETTM 为 33.4 倍，估值分位数为 63%，与 1 月底几乎持平。

**龙头上市公司万华化学突破 4000 亿市值，环保导向集中度或进一步提升。**《碳排放权交易管理办法（试行）》已于 2021 年 2 月 1 日起实施。随着碳排放交易市场范围的扩大，包括石化、化工等八个行业在“十四五”期间也将被最终覆盖。因此，在环保导向下，具有工艺和创新优势的企业将更具备优势，行业集中度或将进一步提升。

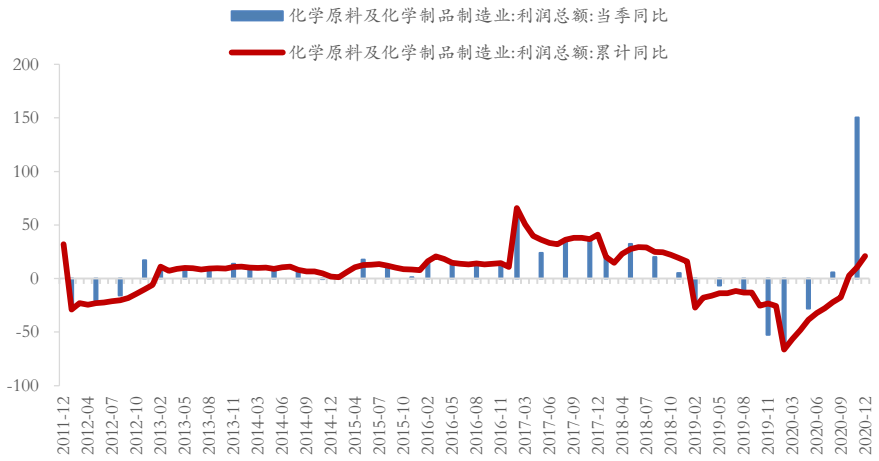
**关注标的：万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材等。**

**图表 17 化工品价格变动（2 月 1 日-2 月 5 日）**

| 商品 | 上周价格 | 周末价格 | 周涨跌 |
|---|---|---|---|
| 中国化工品价格指数 CCPI | 4,327.00 | 4,423.00 | 2.22% |
| 原油：WTI 期货（美元/桶） | 52.20 | 56.85 | 8.91% |
| 燃料油期货（元/吨） | 2,142.00 | 2,247.00 | 4.90% |
| 甲醇期货（元/吨） | 2,285.00 | 2,324.00 | 1.71% |
| 天然橡胶期货（元/吨） | 14,385.00 | 14,680.00 | 2.05% |
| 精对苯二甲酸(PTA)期货（元/吨） | 3,996.00 | 4,134.00 | 3.45% |
| PVC 期货（元/吨） | 7,415.00 | 7,595.00 | 2.43% |
| 涤纶短纤:1.4D*38mm（元/吨） | 6,200.00 | 6,400.00 | 3.23% |
| 聚合 MDI：山东地区（元/吨） | 19,500.00 | 19,700.00 | 1.03% |
| 钛白粉:晶型金红石型(R2 型):海峰鑫（元/吨） | 17,000.00（2/4） | 17,500.00 | 2.94% |

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 化学原料及化学制品制造业利润同比大幅上升




资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

### 2.2.2 银行：经济复苏预期银行业绩带来板块修复

**2 月第一周在大盘整体震荡的背景下，银行板块表现亮眼。从当前来看，银行板块业绩仍延续经济复苏预期的逻辑。**一方面，随着疫苗接种进程的延续，经济复苏逻辑将会进一步演绎，带来银行资产质量的抬升；另一方面，在春节就地过年的倡导下，包括制造业在内的各行业的春节淡季或将往年缩短，复产复工提速，或带来经济修复的加快。与此同时，1 月份疫情散点爆发的情况在 2 月有明显好转，包括河北、黑龙江等地疫情有明显控制，带来的负面影响减弱。

**2020 年业绩快报最新披露的青岛银行，归母净利润同比增速较上一年边际好转。**截止目前已经有 18 家上市银行披露了业绩快报，最新的是 2 月 5 日披露的青岛银行，2020 年归母净利润同比增速为 4.78%，较上一年 3.14%边际好转。

**估值维度，银行估值继续提升，空间仍然较大。**2021 年 2 月第一周，在市场震荡过程中，银行板块表现除了较好的韧性。在板块表现居前的同时，估值百分位水平从 1 月底的 5.3%大幅提升至 9.1%。不过，即使近期估值有明显抬升，但无论是 PB 的绝对水平还是百分位来看，银行板块仍然处于底部。

**机构调研集中调研，银行关注度提升。**近期银行板块除基本面支撑外，从资金面来看，机构的关注度也不断提高。包括无锡银行，宁波银行等关注度最高的标的，有包括高毅、睿远、摩根士丹利等机构调研。因此，随着机构关注度的提升，银行机构持仓有望抬升。

**关注标的：招商银行、宁波银行、工商银行等。**

图表 19 银行 2020 年业绩快报净利润增速 VS 周涨幅

| 标的 | 业绩快报披露日 | 归母净利润增长率(%) | 周涨幅（%） |
|---|---|---|---|
| 厦门银行 | 2021-01-28 | 6.55% | 7.85% |
| 长沙银行 | 2021-01-26 | 5.08% | 7.59% |
| 无锡银行 | 2021-01-21 | 4.96% | 11.03% |
| 张家港行 | 2021-01-23 | 4.93% | 1.60% |
| 招商银行 | 2021-01-15 | 4.82% | 7.12% |
| 青岛银行 | 2021-02-05 | 4.78% | 9.56% |
| 青农商行 | 2021-01-29 | 4.78% | 1.77% |
| 苏农银行 | 2021-01-16 | 4.71% | 2.56% |
| 江阴银行 | 2021-01-21 | 4.34% | 0.73% |
| 江苏银行 | 2021-01-19 | 3.06% | 4.71% |
| 西安银行 | 2021-01-29 | 3.03% | 3.08% |
| 上海银行 | 2021-01-09 | 2.89% | 6.79% |
| 中信银行 | 2021-01-23 | 2.01% | 3.06% |
| 紫金银行 | 2021-01-30 | 1.76% | 0.52% |
| 光大银行 | 2021-01-22 | 1.26% | 7.65% |
| 兴业银行 | 2021-01-15 | 1.15% | 11.52% |
| 常熟银行 | 2021-01-26 | 1.01% | 0.29% |
| 浦发银行 | 2021-01-28 | -0.99% | 7.63% |

资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.3 半导体：成长集体下挫拖累电子表现，但下游需求仍将支持高景气

**尽管 2 月第一周受成长风格集体下挫拖累，电子行业表现较弱，一周下跌 4.96%，但市场调整并不影响行业景气度维持高位。**

**下游需求维持高景气度，半导体产业将保持长景气周期。**从半导体下游来看，包括智能手机、新能源汽车等新兴领域当前处于高景气周期，在快速发展以及需求大幅提升的同时，带来上游晶圆厂的产业链供不应求。同时供给端来看，受新冠疫情影响，在疫苗接种率处于初期的当下，海外产能和物流仍然受限，因此国内半导体在市场空间提升的同时，国内厂商的市占率也不断提升。除此以外，从价格方面来看，包括存储类芯片、主控芯片等也出现不同程度的涨价。同时，以台积电为代表，2020 年四季度的资本开支大超预期，或预示半导体行业的高景气周期。因此在看好下游新兴行业需求的同时，量价齐声或将带来一季度业绩的确定性。

**估值维度，电子板块的估值分位数略有下降。**截止 2021 年 2 月 5 日，电子行业的整体 PETTM 估值为 48.2 倍，较 1 月末的 50.8 进一步下行。当前估值分位数为 47.1%，处于所有申万一级行业的中游，当前配置具有性价比。

**2 月 7 日上海发布 2021 年重大建设项目，先进制造业领域包括多项集成电路项目。**在最新发布的 2021 年上海重大建设项目中，科技产业类项目共包括 59 项，其中和集成电路相关的达到 15 项。其中，科创中心包括上海光源二期，上海集成电路产业研发与转化功能平台；先进制造业中，包括了华力微、中芯国际、华为的项目。

从上海产业集群及产业规划来看，集成电路作为重要的组成部分，在政策力度和产业集中度上在“十四五”期间将会进一步加大。

**关注标的：华润微、新洁能、斯达半导等。**

**图表 20 上海 2021 年重大建设项目清单中涉及半导体部分**

| 涉及领域 | 项目 |
|---|---|
| 科创中心（2 项） | 上海光源二期<br>上海集成电路产业研发与转化功能型平台 |
| 先进制造业（13 项） | 和辉光电第六代 AMOLED 生产线建设<br>华力微电子 12 英寸先进生产线建设<br>中芯国际 12 英寸芯片 SN1 项目<br>积塔半导体特色工艺生产线项目<br>超硅半导体 300mm 集成电路硅片全自动智能化生产线<br>顺络电子高端电子元器件与精密陶瓷研发及先进制造配套基地<br>格科半导体 12 英寸 CIS 集成电路研发与产业化项目<br>鼎泰半导体 12 英寸自动化晶圆制造中心项目<br>新昇半导体 300mm 集成电路硅片研发与先进制造新建项目<br>上海临港化合物半导体 4 英寸、6 英寸量产线项目<br>上海天岳碳化硅半导体材料项目<br>精测半导体全球研发总部和装备制造基地<br>华为上海研发基地(青浦) |

资料来源：上海发布，集微网，华安证券研究所

**图表 21 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、工商银行等 |

资料来源：华安证券研究所整理

# 风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏或春节消费不及预期；政策过早转向或理解有偏差等。

# 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。