不惧调整，积极可为

报告日期：2021-01-17

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

1.1 月月报《一山更有一山高》2021-01-03
2.12 月月报《积极可为》2020-11-30
3. 11 月月报《云销雨霁》2020-11-02
4. 10 月月报《喜忧参半，顺势而为》2020-10-08

主要观点：

● 不惧调整，积极可为

短期风险偏好或受美国总统权力交接的过程和国内疫情而扰动，但中期情绪提升的趋势不变；经济上行仍然强势和确定；流动性维持合理充裕宽松的格局至少在 3 月下旬前不变。因此整体看，尽管前期强势板块和抱团品种调整导致市场震荡，但中期爬坡行情还未结束。风险偏好上，短期或存在扰动，中期提振趋势延续。扰动的因素一方面在于，美国国内政治形势紧张，总统权力交接可能会经历一番惊心动魄的过程，这个过程将对市场情绪产生干扰。另一方面是国内疫情爆发增多，尽管并不会引起大范围反复或对市场情绪占主导影响，但可能会在其他主导力量引起市场波动时起放大作用。中期来看，偏好受政策不急转弯，短期扰动的不确定性很快落地，地方两会、各部委十四五规划、全国两会、十四五纲要等持续提振，上行趋势不变。**经济层面，上行依旧强势，确认性依然很强。**12 月出口和净出口维持高增速，带来出口链高景气延续和对经济增长的强劲贡献。尽管国内有小范围疫情爆发，但 2021Q1 季度经济高增或成为本轮经济复苏的高点是确定性的。**流动性层面，货币政策在 3 月下旬前不会发生方向性转变，继续维持合理充裕宽松。**目前并不具备流动性收紧的制约，无论是从高层表态，还是从物价、杠杆率、汇率、海外流动性等因素看，皆不构成货币政策收紧必要的制约。M2 回落以及近期公开市场操作持续净回收都是对短期流动性前期宽松后的平抑，中长期流动性依旧在不断净投放。**因此就整体环境而言，短期市场或由于风险偏好扰动而震荡，但随着短期扰动落地，市场继续上行的趋势和方向仍在。**

● 坚定有色、军工、金融的投资机会

尽管进入 1 月份尽管有疫情反复叠加冬季春节开工率降低等因素，但维持复苏逻辑主线，同时包括新能源车等下游需求牵引，带来上游原材料需求支撑。因此坚定把握有色、军工和金融三大板块。以白酒为代表的消费板块出现显著回调，一方面在于估值过高，另一方面也在于疫情的局部反复影响年前备货。不过从整体配置来看，并不影响 1 月份的核心逻辑。一是对于出现回调的有色、军工，基本面的高景气仍在延续；二是银行受益于低估值和业绩好转，1 月领涨。此外，考虑到上周南下资金趋势，可以看到资金仍在寻找核心资产，因此并不影响当前高景气板块中龙头的配置趋势。

银行净利润增速转正，有色新能源车需求牵引。银行方面，招行、兴业银行业绩增速出炉，净利润同比增速转正，支撑逻辑源自资产质量抬升。一方面来自于经济复苏逻辑，另一方面则是在货币和财政支持下，对民营尤其小微企业的支撑，缓解不良资产的发生。有色方面，下游 3C 消费品农历新年销量有望维持强劲势头，叠加新能源乘用车的消费潜力支撑上游小金属。

● 风险提示

疫情二次冲击；美国总统权力交接生变；经济复苏和政策力度不及预期等。

正文目录

1 市场观点：不惧调整，积极可为 5

1.1 出口对经济上行延续强支撑，信贷流向持续优化 5

1.2 至少在 3 月下旬前，货币政策不会发生方向性转变，将继续维持合理充裕宽松 10

1.3 近期风险偏好或存扰动，但中期提升趋势不变 13

2 行业配置：1 月坚定把握有色、军工和金融 14

2.1 本月首选行业表现回顾：估值高低位切换 15

2.2 首选行业推荐逻辑 16

2.2.1 有色：需求牵引，调整无碍有色高景气 16

2.2.2 金融：银行净利润增速转正，复苏逻辑支撑业绩好转 18

2.2.3 国防军工：业绩支撑仍是主要逻辑 19

图表目录

图表 1 12 月净出口增速达 55% 6
图表 2 12 月出口增速和进口增速的贫口仍大 6
图表 3 12 月相对去年同期，人民币升值明显 7
图表 4 对美出口维持高速，对韩出口大幅改善 7
图表 5 对欧、英出口皆有所回落，对英出口仍高增速 7
图表 6 对香港、东盟出口纷纷改善 7
图表 7 主要出口商品在 12 月的增速 7
图表 8 主要出口商品在 12 月的增速变化幅度 7
图表 9 12 月社融规模存量同比增速下行至 13.3% 8
图表 10 12 月社融新增月同比首次降为负数，-21.9% 8
图表 11 非标大幅回落是融资增速下挫的重要原因之一 9
图表 12 人民币贷款不及预期也是非标回落的一大原因 9
图表 13 12 月央行新增人民币贷款同比增速有所上行 9
图表 14 短中长融资增速均下行，但中长期融资仍保持相对较高正增长 9
图表 15 居民部门贷款增速下行，企业部门上行 10
图表 16 企业中长期贷款增速仍维持较高增速 10
图表 17 12 月 M2 同比增速较大回落至 10.1% 11
图表 18 CPI 回正，PPI 降幅进一步收窄，即将回正 11
图表 19 最近一周央行回收短期流动性调升短端利率 12
图表 20 SHIBOR 短端利率也较明显上行 12
图表 21 SHIBOR 中期利率维持下行趋势 13

图表 22 10 年期国债收益率继续下行.....13
图表 23 1 月以来军工回调.....15
图表 24 1.11-1.15 银行领涨.....15
图表 25 市场估值高低切换，银行估值强势抬升，有色、军工估值回落.....15
图表 26 锂、钴及钴中间品价格变动（1 月 11 日-1 月 15 日）.....17
图表 27 钴锂下游动力电池消耗品价格一周变化.....17
图表 28 2020 年 12 月新能源乘用车销量 21 万辆.....18
图表 29 广汽埃安发布石墨烯电池预告.....18
图表 30 招商银行、兴业银行、上海银行 2020 年净利润同比增速转正.....19
图表 31 首选行业及关注标的.....20

1 市场观点：不惧调整，积极可为

短期风险偏好或受美国总统权力交接的过程和国内疫情而扰动，但中期情绪提升的趋势不变；经济上行仍然强势和确定；流动性维持合理充裕宽松的格局至少在3月下旬前不变。因此整体来看，尽管前期强势板块和抱团品种调整导致市场震荡，但中期爬坡行情还未结束。风险偏好上，短期或存在扰动，中期提振趋势延续。扰动的因素一方面在于，美国国内政治形势紧张，总统权力交接可能会经历一番惊心动魄的过程，这个过程将对市场情绪产生干扰。另一方面是国内疫情爆发增多，尽管并不会引起大范围反复或对市场情绪占主导影响，但可能会在其他主导力量引起市场波动时起放大作用。中期来看，偏好受政策不急转弯，短期扰动的不确定性很快落地，地方两会、各部委十四五规划、全国两会、十四五纲要等持续提振，上行趋势不变。**经济层面，上行依旧强势，确认性依然很强。**12月出口和净出口维持高增速，带来出口链高景气延续和对经济增长的强劲贡献。尽管国内有小范围疫情爆发，但2021Q1季度经济高增或成为本轮经济复苏的高点是确定性的。**流动性层面，货币政策在3月下旬前不会发生方向性转变，继续维持合理充裕宽松。**目前并不具备流动性收紧的制约，无论是从高层表态，还是从物价、杠杆率、汇率、海外流动性等因素看，皆不构成货币政策收紧必要的制约。M2回落以及近期公开市场操作持续净回收都是对短期流动性前期宽松后的平抑，中长期流动性依旧在不断净投放。**因此就整体环境而言，短期市场或由于风险偏好扰动而震荡，但随着短期扰动落地，中长期因素回归，市场继续上行的趋势和方向仍在。**

1.1 出口对经济上行延续强支撑，信贷流向持续优化

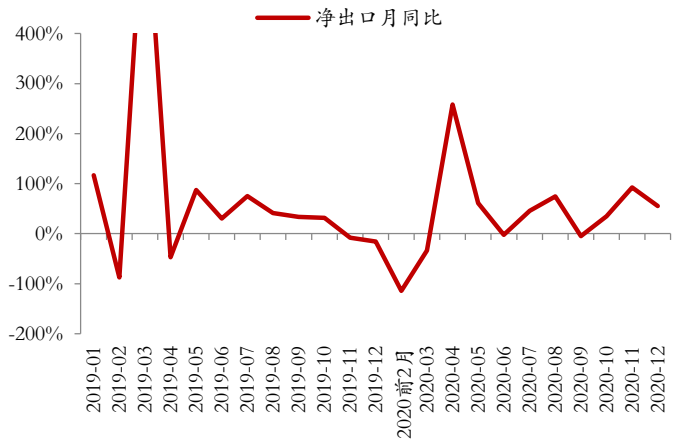
12月净出口增速55%，继续维持高增长，为经济上行提供强大动力。按人民币计价，12月份出口金额月同比增长10.9%，好于预期，较11月的12.9%增速回落了2个百分点，整体继续维持在高景气度。进口金额月同比增速-0.2%，较11月的-0.8%增速收窄了0.6个百分点，变化不大。出口增速和进口增速的剪口仍然在较大状态，这也导致了12月份的净出口月同比增速高达55.43%，尽管较11月的92.56%有所下行，但毫无疑问仍对经济继续上行提供着强大动力。2020Q4季度出口数据全部出炉，站在4季度角度，出口金额季同比增长了11.18%，高于3季度的季增长10.19%；进口金额季同比增长了-0.04%，较3季度的季增速4.26%有较明显下行，因此整体4季度的出口与进口的剪口是增大的，这也出现了Q4季度净出口增速为59.55%，显著高于Q3季度的37.31%。

尽管人民币有明显升值，但出口链条的高景气仍然强势。为了更好的理解出口对经济增长的贡献效果，上面对出口相关增速的解读均使用人民币计价。然而由于

出口的国际标准化计价和国内经济增长本位币计价不同，因此我们在理解出口的景气度时，还需考虑汇率的变化。由于国内外疫情爆发、持续的时间错位，国内经济率先复苏，因此人民币 5 月底以来在持续升值。考虑 2020 年 12 月份的情况，12 月美元兑人民币中间价的平均值为 6.5423，而 2019 年同期为 7.0128，因此人民币相当于升值了 7.2%。升值本不利于出口和本位币计价的换算，但即便在如此明显升值的情况下，出口依然取得了超预期的良好表现，更能说明出口链条景气度的高涨。

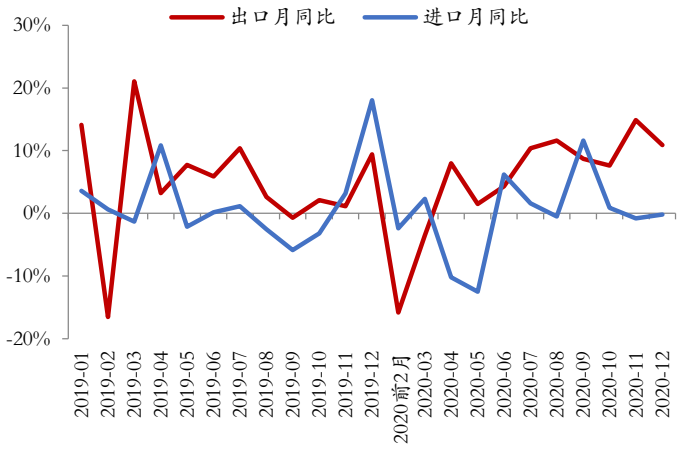
海外经济复苏不停，出口高景气不止，防疫偶尔锦上添花。12 月出口和净出口增速维持高增长状态，深究其分项数据有两个明显的特征：**① 从出口经济体角度，发达与新兴经济体出口各有亮点。**一方面继续保持对美国、英国等发达经济体的出口高增长，其中 12 月份对美国的出口金额月同比为 26.18%，对英国的出口金额月同比为 29.52%，均显著高于整体出口增速 10.9%，成为出口高增长维持的基本盘；另一方面，部分发达经济体如韩国、香港等，还有部分新兴经济体如东盟等的出口情况出现了大幅改善，韩国、香港、东盟的 12 月出口月同比增速分别提升了 11.4、5.34、6.67 个百分点，成为支撑出口高增长的重要增量。**② 从出口商品角度看，12 月出口受海外经济复苏和疫情防控的双驱动。**一方面，塑料制品、自动数据处理设备、肥料、集成电路、稀土、医疗器械、玩具、液晶显示板、家具、高新技术产品、汽车及零配件、照明装置、机电产品、陶瓷产品等对维持出口的高增速有较强贡献，12 月份的出口增速均好于整体出口；另一方面，稀土、自动数据处理设备、集成电路、成品油、中药及中成药、液晶显示器，高新技术产品以及和经济建设相关的钢材、铝材等 12 月增速改善幅度较大，高于出口的改善幅度。从这些起支撑贡献效果的主要出口商品来看，**12 月出口的支撑点一部分在疫情物品出口，但这只是偶然的，**从 10 月以后的出口结构看，海外防疫物资需求在逐步放缓；**另一更重要的部分则是海外经济复苏带来的出口需求，这部分支撑作用更强，更持续。**

图表 1 12 月净出口增速达 55%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 12 月出口增速和进口增速的贫口仍大



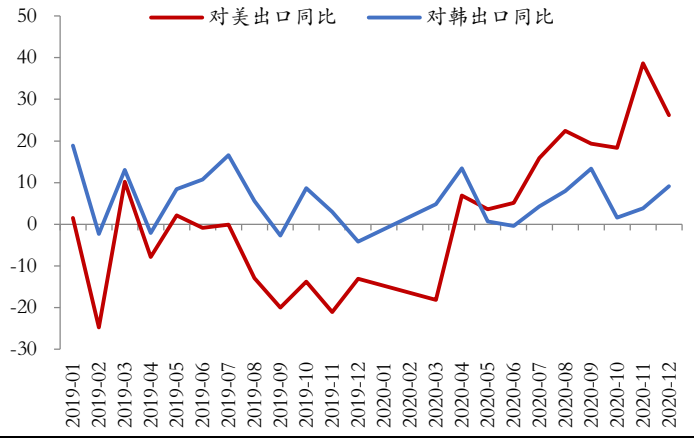
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 12 月相对去年同期，人民币升值明显



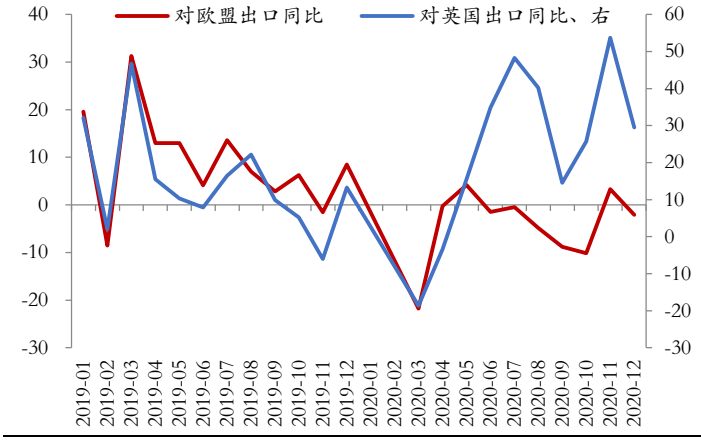
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 对美出口维持高速，对韩出口大幅改善



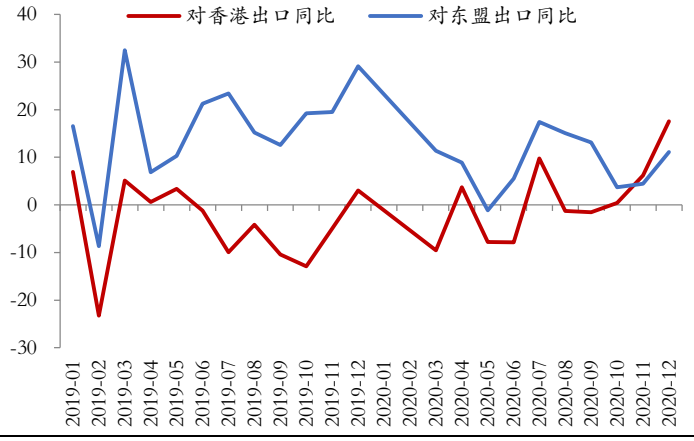
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 5 对欧、英出口皆有所回落，对英出口仍高增速



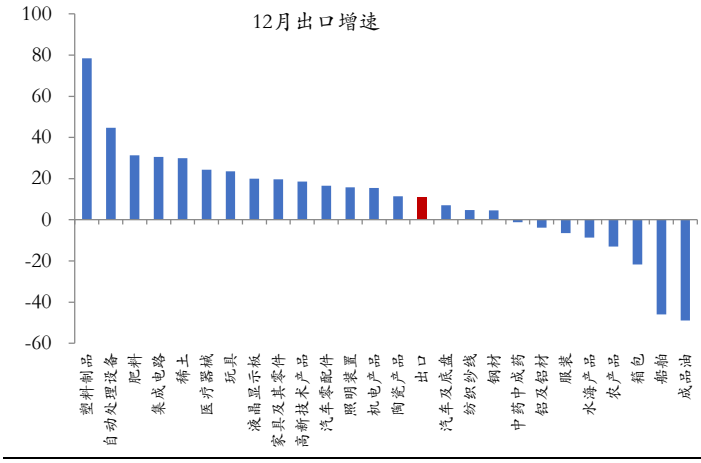
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 6 对香港、东盟出口纷纷改善



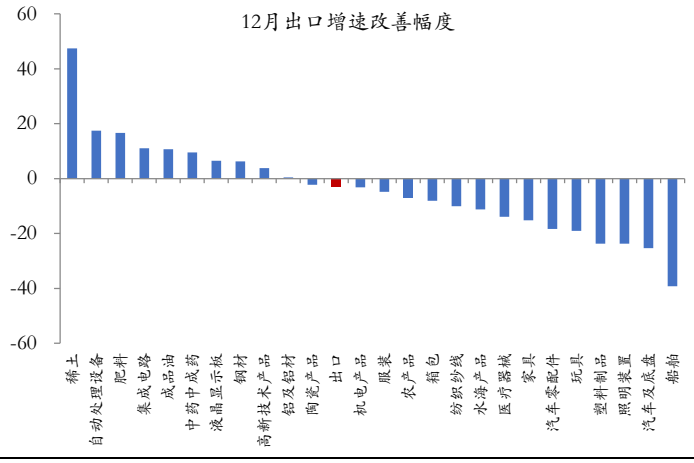
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 7 主要出口商品在 12 月的增速



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

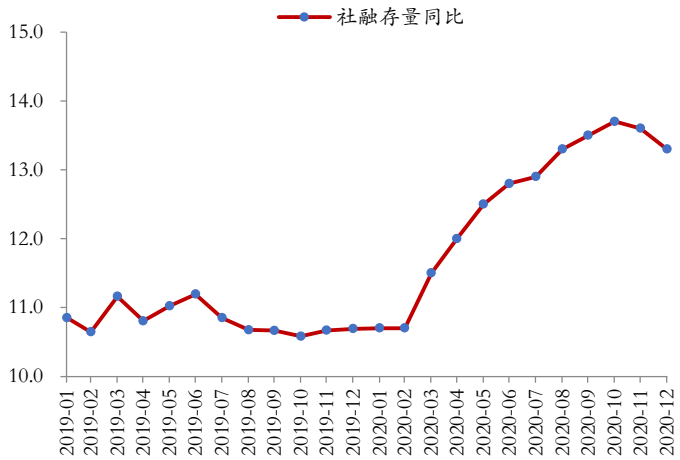
图表 8 主要出口商品在 12 月的增速变化幅度



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

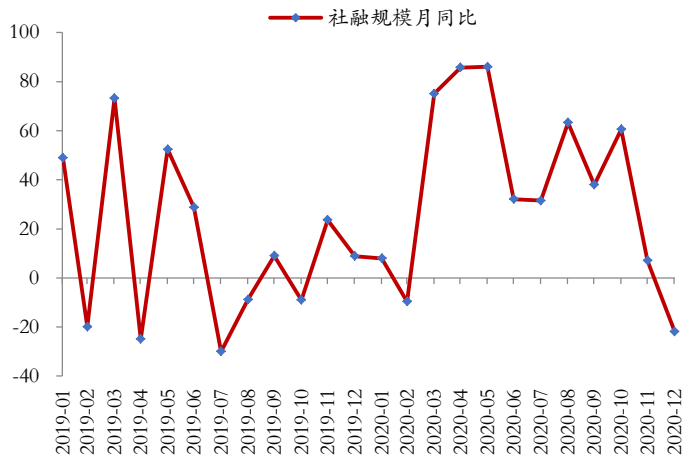
企业债券融资低迷和非标大幅压降使得 12 月新增社融同比大幅下降，社融存量同比增速也有所下行。12 月新增社会融资规模同比增速为-21.9%，是 3 月以来本轮经济复苏首次出现负增长，较 11 月 7.1%的增速有明显回落。新增社融同比增速大幅回落的原因主要在于：**① 企业债融资低迷。**12 月同比增速为-87.7%，较上月的-74.1%的降幅还在进一步扩大；**② 非标继续大幅压降。**12 月三项非标净压缩 7376 亿元，相较 2019 年同比的 1456 亿元的净压缩，更是大幅压减。同比降幅进一步扩大至-406%，11 月为-92%。股票融资和政府债发行成亮点，社融口径下信贷投资和央行口径下信贷投放产生背离。12 月份的新增社融同比增速大幅下降，这样导致了社融存量同比增速出现了一定程度的下滑，从 2020 年 11 月的 13.6%滑落了 0.3 个百分点至 12 月份的 13.3%，社融增速拐点确认。**通常情况下，社融规模存量同比增速的拐点领先经济增速拐点 1-2 个季度，这与 2021Q1 经济迎来复苏高点的预判基本一致。**

图表 9 12 月社融规模存量同比增速下行至 13.3%



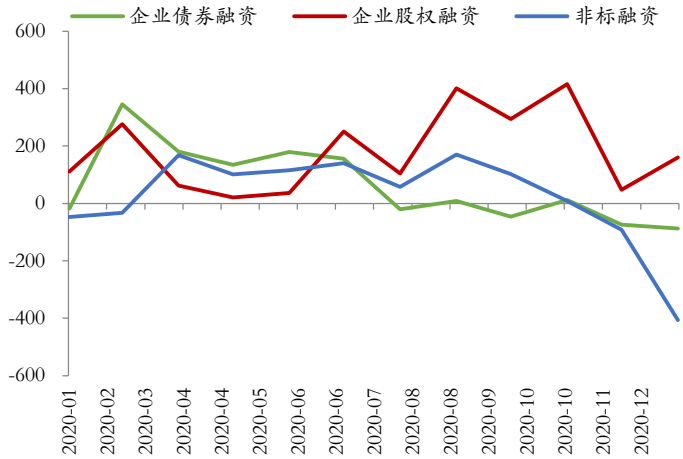
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 10 12 月社融新增月同比首次降为负数，-21.9%



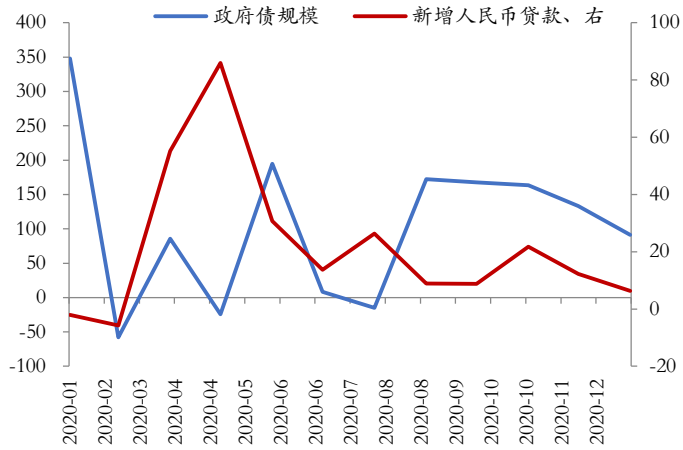
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 11 非标大幅回落是融资增速下挫的重要原因之一



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

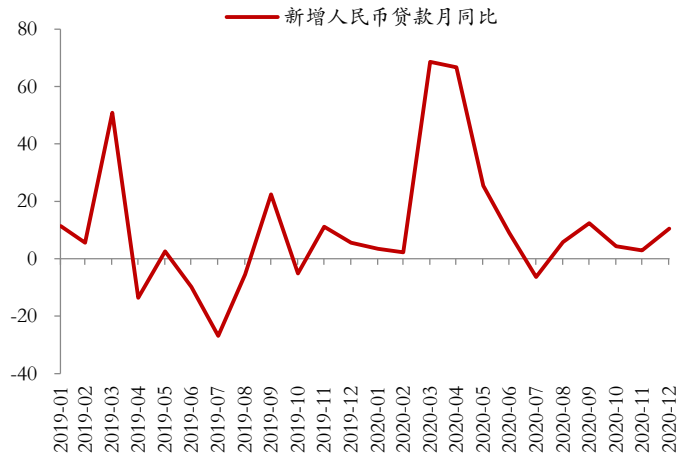
图表 12 人民币贷款不及预期也是非标回落的一大原因



资料来源：wind，贷款为社融口径，华安证券研究所。单位：%

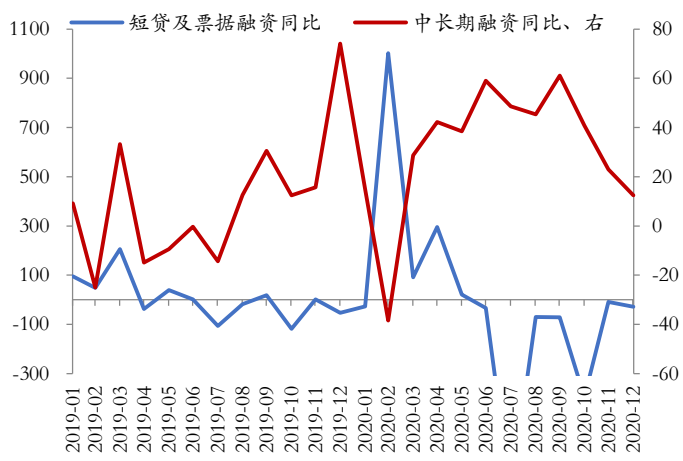
12 月新增人民币贷款延续了企业中长期贷款为优的流向。根据央行统计口径，12 月新增人民币贷款同比增速为 10.53%，较 11 月的 2.88%有较大幅度提升。从资金的流向看，延续近几个月以来的始终结构优化方向：其一，12 月短期及票据贷款同比增速为-28.26%，较 11 月-8.73%进一步回落。中长期贷款同比增长 12.38%，仍然维持较好正增长。其二，流向居民部门的贷款同比增长了-12.76%，较 11 月的 10.29%有明显回落，而流向企业部门的贷款同比增长了 40.27%，明显好于居民部门，同样好于企业部门 11 月的 14.98%增长。其三，综合资金去向和配置期限来看，企业中长期贷款仍是绝对亮点。12 月企业中长期贷款同比增长了 38.26%，与 11 月的 39.97%基本持平。而企业短期贷款同比增速-8948%。居民中长期贷款同比增速-8.96%，弱于 11 月的 7.68%。居民短期贷款同比增速为-30.15%，大幅弱于 11 月的 16.06%。

图表 13 12 月央行新增人民币贷款同比增速有所上行



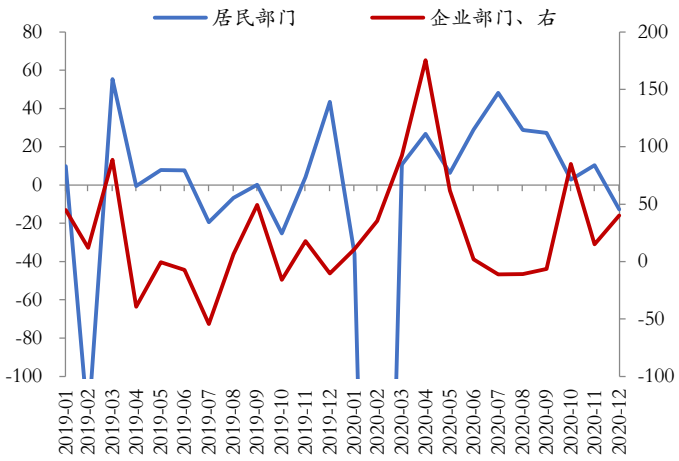
资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所。单位：%

图表 14 短中长融资增速均下行，但中长期融资仍保持相对较高正增长



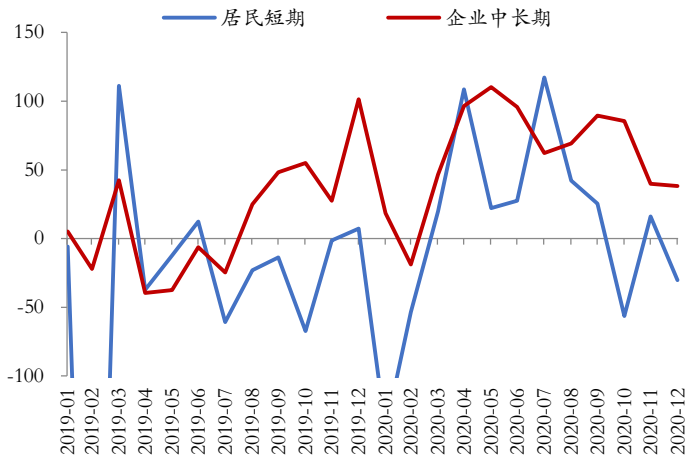
资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所。单位：%

图表 15 居民部门贷款增速下行，企业部门上行



资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所。单位：%

图表 16 企业中长期贷款增速仍维持较高增速



资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所。单位：%

1.2 至少在 3 月下旬前，货币政策不会发生方向性转变，将继续维持合理充裕宽松

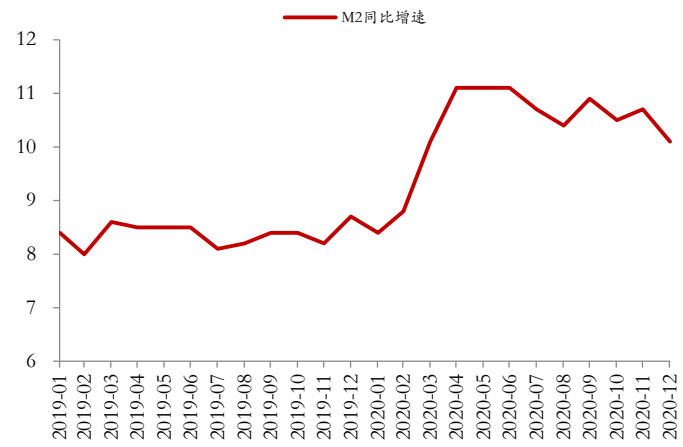
近期流动性数据不佳，市场担忧流动性重回收紧。近期市场对流动性的短期变化尤为关注，主要在于两个方面的变化：其一，12 月份的 M2 同比增速为 10.1%，较 11 月份的 10.7%回落幅度较大，且 12 月份的新增社融同比增速也大幅掉落，社融存量同比增速也有一定幅度的回撤；其二，近期以来，央行公开市场操作始终在进行净回收。因此在这种情况下，市场担忧前期宽松的流动性重回收紧路径。

目前不具备流动性收紧必要的制约。然而对上述流动性问题的担忧，我们认为这只是短期情绪的波动，并不会产生持久抑制，**原因还是在于目前并不具备流动性走向收紧的条件：一方面，高层对流动性的表态并没有发生变化。**如上周易行长在接受采访时明确表示货币政策要“稳”字当头，贯彻中央经济工作会议对宏观政策保持连续性、稳定性和可持续性，“不急转弯”，把握好政策时度效的要求，总量上要保持流动性合理充裕。如陈雨露副行长也表示 2021 年稳健的货币政策要更加合理适度、灵活精准，以适度货币增长支撑经济持续恢复。**二方面，现在也不具备使得货币政策收紧必要的制约。**如物价方面，12 月 CPI 为 0.2%，PPI 为-0.4%，远不构成通胀威胁，根据我们的测算，CPI 高点会出现在 5 月，但都到不了 3%，全年 CPI 预计不会超过 2%。PPI 今年可能会较高（低基数+复苏），但超过 3%也得在 5 月以后，全年预计 2%左右。根据央行的表态，CPI 持续大幅上涨的可能性也较小。宏观杠杆率方面要求保持基本稳定，压力也不大。其他方面如汇率、海外流动性状况皆不会构成流动性收紧的制约。**三方面，近期公开市场操作仅是央行对短期流动**

性的调整平抑。除了短期流动性前期宽松后调整外，中长期流动性仍在不断净投放，如 MLF 超额续作等。

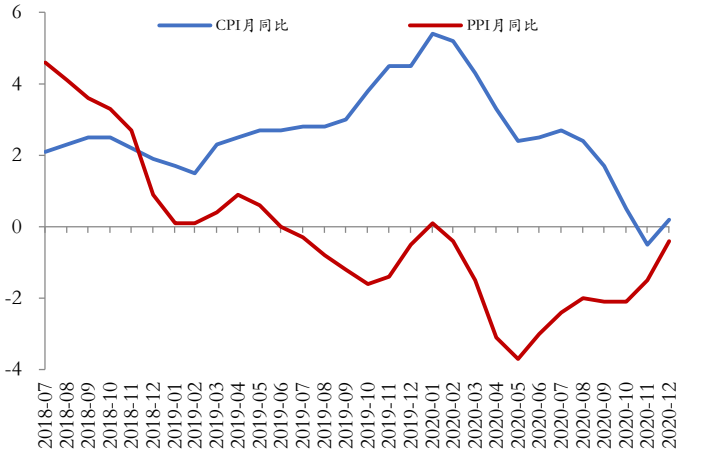
流动性的走向变化观测时间点最早在 3 月下旬。通常情况下，政策定调改变会发生在中央政治局讨论经济工作的季度会议上，经过 12 月中旬的中央经济工作会议后，通常下一次讨论经济政策定调是在 4 月中下旬的中央政治局会议上，而央行尽管流动性可能会现有变化，但根据过往经验，一般最多会发生在政治局会议前一个月左右。因此宏观政策或具体到货币政策“不急转弯”的定调是否发生变化的观测时间点最早在 3 月下旬。在这之前，货币政策走向不会发生方向性的转变。

图表 17 12 月 M2 同比增速较大回落至 10.1%



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 18 CPI 回正，PPI 降幅进一步收窄，即将回正



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

01/16-01/22 当周资金到期规模为 160 亿元，到期压力小。01/09-01/15 当周到期资金规模为 3550 亿，其中包括 3000 亿的 MLF，而当周央行续作了 5160 亿，其中包括 MLF 超额续作了 5000 亿，整体来看即当周净释放资金规模 1610 亿。01/16-01/22 当周将有 160 亿资金到期，都为 7 天期的逆回购到期，另外下周六还将有 2405 亿的 TMLF 到期。总体来看到期压力不大。

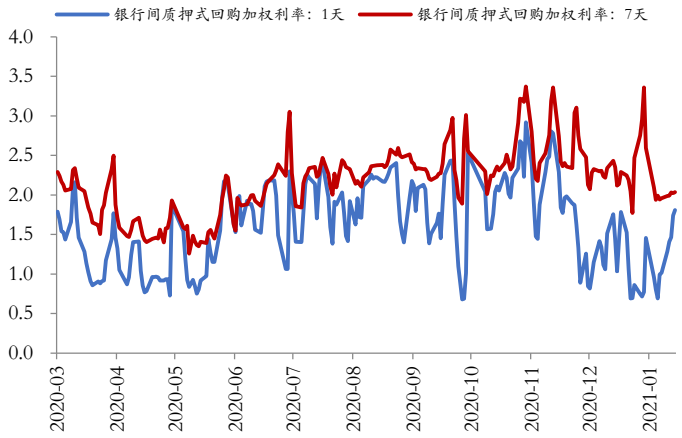
最近 1 周，短端利率有所上行。其中 1 天期银行间质押式回购加权利率和隔夜 SHIBOR 利率上行幅度比较明显，分别上升了 79 个 bp 和 77 个 bp。7 天期银行间质押式回购加权利率和 1 周期 SHIBOR 利率有升有降，分别上升了 7 个 bp 和下降了 2 个 bp，相对 1 天期利率变化不大。但整体来看，近一周短端利率上行的幅度还是很明显。短端利率有所上行的原因在于，元旦以来直到 MLF 超额续作之前，逆回购在不断到期但央行并没有进行公开市场操作进行对冲，导致短期流动性有所回收，因此短端利率有所上行。如本月第一周净回收短期流动性 5050 亿，而 01/09-01/15 当周在 01/14 之前也都一直维持短期流动性净回收状态。

中长端利率继续小幅回落。中端利率方面，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率

最近一周继续下行了 6 个 bp 和 4 个 bp，一直在延续 11 月底以来的下行趋势。长端利率方面，10 年期国债收益率最近一周进一步下行了 3 个 bp，目前在 3.13%左右水平，延续 12 月中旬政策定调后的继续下行。近期央行对流动性的释放期限有所调整，具体是回收短期流动性+释放中长期流动性，因此中长期流动性的释放是有利于中长端利率下行的。01/23 日将有 2405 亿的 TMLF 到期，从近期央行的态度观察，预计仍会续作 TMLF，甚至超额续作。

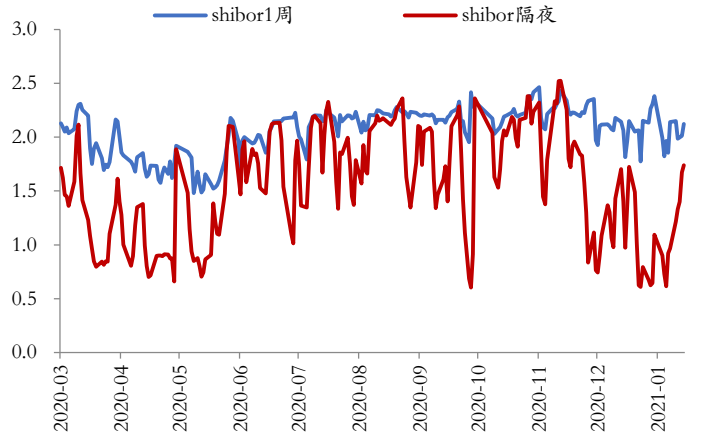
短端利率将随央行对短期流动性的调整把握而继续波动，中长端利率有望继续下行。2020 年 12 月份央行在经济工作会议定调不急转弯后一直在连续净投放短期流动性和中长期流动性，这是为了给当时无论是短期还是中长期的流动性紧张带去宽松，因此有了月底连续 9 个工作日的逆回购净投放和提前并超额续作了 MLF。进入 1 月，短期流动性已然充裕，故央行又开始进行连续的逆回购到期来回收短期流动性，然而对中长期流动性一直保持着呵护的态度，故而出现了月中超额续作 MLF。因此从央行这两个月的操作来看，对短期流动性会有一个相对频繁的调整，因此短端利率会呈现出一个波动的状态。具体的，当短端利率回升到接近上沿位置，央行便通过公开市场净投放调降短端利率，反之则是通过逆回购到期净回收短期流动性从而调升短端利率。对中长期流动性一直都是一个比较呵护的态度，因此中长端利率始终维持下行的趋势。我们预计这种情况至少会维持到春节后。

图表 19 最近一周央行回收短期流动性调升短端利率



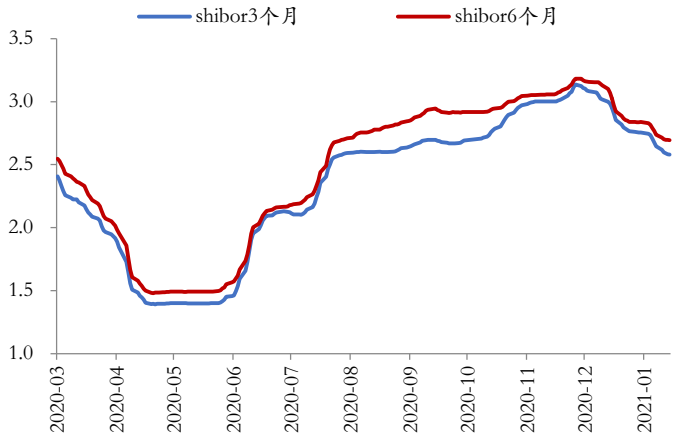
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 20 SHIBOR 短端利率也较明显上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 21 shibor 中期利率维持下行趋势



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 22 10 年期国债收益率继续下行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 近期风险偏好或存扰动，但中期提升趋势不变

美国总统权力交接的过程可能会对市场风险偏好形成干扰。美国总统权力交接日 1 月 20 日在即，但目前美国国内的政治形势依旧比较紧张：一方面，民主党对特朗普发动二次弹劾，并已经在众议院获得通过，尽管从流程上只要再获得参议院 2/3 席位通过，弹劾就会生效成功，但交接日已经临近，在参议院大概率无法及时获得通过，甚至无法获得通过，原因在于目前民主党和共和党参议院席位五五开，很难取得 2/3 的大多数通过；另一方面，面对民主党的纠缠弹劾，使得特朗普非常恼火，并且虽然特朗普表达过将会“有序”进行权利交接，但始终拒不认输，既不发表败选演讲也不参加新总统就职典礼，以特朗普的性格难以确认他不会做出一些出乎意料的事情；三方面，特朗普支持者冲击国会大厦，甚至发生热冲突，且美军方违反常例的表态支持拜登，可以看出形势非常紧张等等。因此临近权力交接日，市场情绪波动会放大，有可能实现了权力交接，但也许会有一个惊心动魄的过程。在此过程中，市场情绪会受到较大干扰。

国内疫情尽管不作为影响市场情绪的主导力量，但可能在美国权力交接引发的情绪波动中起放大作用。近期，疫情多点式爆发或小范围集中爆发案例明显增多。且时值冬季，疫情病毒更易存活，以及时值春节的传统人口流动大潮，疫情的影响相比前段时间有所增大。但我们认为这并不会导致疫情卷土重来或二次大范围反复，因此不会对市场的风险偏好形成主导冲击。原因在于：其一，我国的常态化防控机制成熟有效，快速响应，可以在很短时间内有效控制住疫情传播；其二，我们已经有一套成熟的治疗方案，对疫情也不再是类似 2020 年 2、3 月份的毫无所知；其三，我国目前已经有针对疫情有效的疫苗，并逐步开始广泛接种。因此整体来看，疫情的影响十分有限，可能略微影响经济复苏幅度但不会改变经济的复苏趋势。但值得

注意的是，尽管疫情不再作为主导市场情绪的核心因素，但有可能在其他主导因素对市场形成扰动的过程中起到放大作用。

中期来看，市场风险偏好持续提升的趋势仍会延续。一方面，全力交接成功与否将很快见知晓，不确定将很快落地，我们仍倾向于权力会顺利交接；二方面，尤其是以美国为首的海外经济复苏确定性仍较强，且海外流动性持续宽松、救济法案接踵出炉不会变化；三方面，疫情在有过去系统经验下将很快被遏制；四方面，不急转弯政策在最早 4 月份下旬中央政治局会议召开前仍会继续维持，这是提振风险偏好的核心力量；五方面，地方两会和各部委各行业的十四五规划不断出炉，提升风险偏好；六方面，十四五规划纲要将在今年两会发布，从过去的经验来看，将为市场带来很大的情绪提振等。

2 行业配置：1 月坚定把握有色、军工和金融

行业配置思路：一是尽管进入 1 月份有疫情局部反复叠加冬季春节开工率降低等因素，但维持复苏逻辑主线，二是包括新能源车等下游需求牵引，带来上游原材料需求支撑。因此，1 月把握有色、军工和金融三大板块。

抱团板块回调，1 月继续配置高景气板块。上周以白酒为代表的消费板块出现显著回调，一方面在于估值过高，另一方面也在于疫情的局部反复影响年前备货。不过从整体配置来看，并不影响 1 月份的核心逻辑。一是对于出现回调的有色、军工，基本面的高景气仍在延续；二是银行受益于低估值和业绩好转，1 月领涨。此外，考虑到上周南下资金趋势，可以看到资金仍在寻找核心资产，因此并不影响当前高景气板块中龙头的配置趋势。

估值来看，高低位的切换，以及银行板块的领涨，显示出在核心资产相对较贵的前提下，以银行为代表的低估值且具有业绩支撑的板块受益。

政策温和回归正常化。流动性层面预计维持合理充裕，一是周五央行进行了 5000 亿 MLF 操作，以对冲 1 月 15 日到期的 3000 亿 MLF 和 1 月 25 日到期的 2405 亿 TMLF，显示出操作层面在节前维持流动性充裕的意图。二是周五央行定调货币政策，在 2021 年将更加灵活精准、适度，预计政策回归或更为温和。

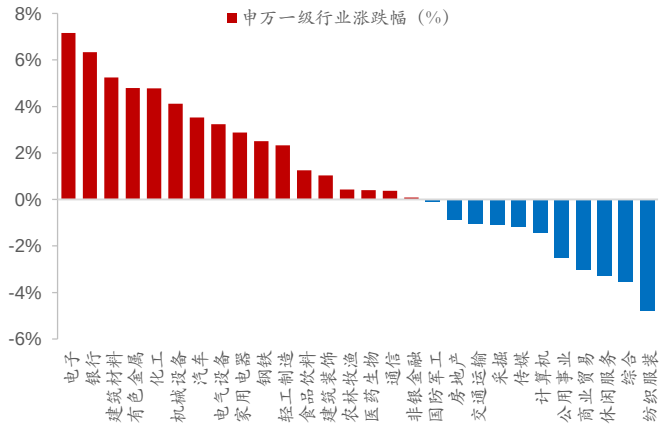
因此，行业配置依然维持周期、金融为代表的三类机会：一是周期具有高景气度的上游有色，重点关注有下游新能源需求支撑的小金属板块；二是持仓底部、估值位于绝对底部的银行和非银；三是需求带来业绩支撑，并带有科技属性发军工。

2.1 本月首选行业表现回顾：估值高低位切换

1 月第二周，市场估值高低切换，前期强势板块如食品饮料、电气设备、国防军工和有色明显回调，低估值的银行、建筑等补涨。1 月 11 日至 1 月 15 日，银行、非银金融、有色、国防军工分别变化 5.32%、0.04%、-5.3%和-6.56%。

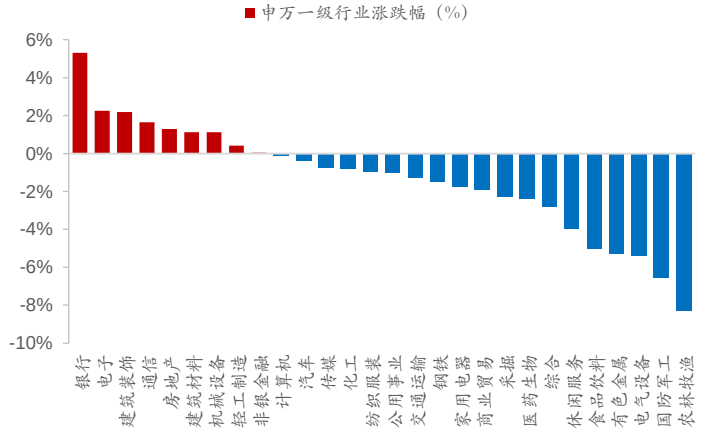
估值分位，银行估值强势抬升。第二周中，随着前期强势板块的抱团有所松动，市场主线围绕低估值展开。其中，银行估值分位数从 3.8%抬升至 5.3%，从估值的绝对底部有所抬升，抬升幅度位列前三，仅次于电子和通信。但有色和军工在近一个季度估值快速走高的板块，估值分位数则分别有所回落。

图表 23 1 月以来军工回调



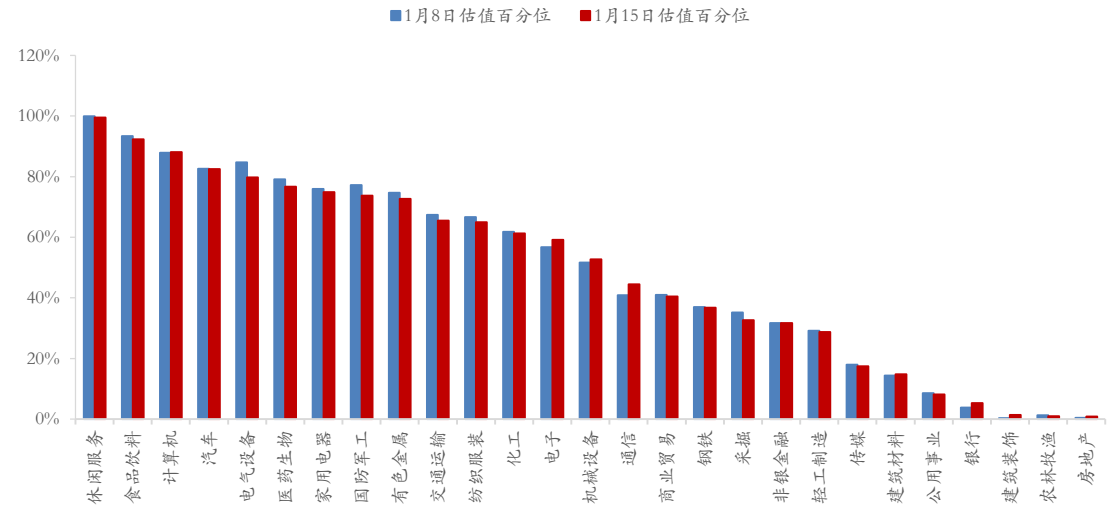
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 1.11-1.15 银行领涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 市场估值高低切换，银行估值强势抬升，有色、军工估值回落



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 有色：需求牵引，调整无碍有色高景气

虽然第二周有色板块面临调整，但在下游新能源车需求支撑下，有色小金属仍将维持高景气。

价格方面，1 月第二周钴锂价格仍延续上涨趋势，碳酸锂一周上涨 9.6%。一周来看，以钴和钴中间品价格均不同程度上涨，且钴锂下游动力电池消耗品三元材料业进一步上涨。其中，安泰科国产金属钴平均价上涨 1.6%，钴价超过 31 万元/吨，安泰克氯化钴上涨 2.7%，硫酸钴上涨 3.3%。

供需共振，炼厂惜售叠加下游新能源车需求牵引。有色小金属的高景气在供需层面将有望有持续性支撑，尤其是下游需求层面将是主要支撑项。

（1）3C 消费品农历新年销量带动；小金属钴锂的下游之一是 3C 消费品，一方面 2020 年四季度 IPhone12 在中国销量达到 1800 万台，显示出超出预期的强劲表现；另一方面，随着农历新年的来临，以 IPhone12 为代表的电子产品或也有望维持较强的势头。

（2）新能源乘用车 2020 年销量超 110 万台，2021 年潜力支撑上游小金属。根据乘联会公布的最新数据显示，2020 年 12 月新能源乘用车销量达到近 21 万辆，即使受到疫情影响，全年也超 110 万辆，超过 2019 年全年 102 万辆的规模。新能源车销量的增长，或来自于两个方面，一是疫情影响下自驾方式成为更多的首选，且在上海等多地新能源车免费发放牌照；二是更多品牌推出新款车型且价格进一步下降，同时叠加充电桩等基础设施的不断完善。2021 年预计随着进一步扩大中等收入水平，汽车作为大件消费品，或将成为拉动消费内需的主要选项，以及各家车企纷纷入局新能源汽车，车型、技术、价格等提升，将进一步带来消费潜力的释放。

估值维度，有色板块估值略有回落。截止 2021 年 1 月 15 日，有色金属 PETTM 为 53.5 倍，分位数从 74.7%小幅回落至 72.7%。

图表 26 锂、钴及钴中间品价格变动（1 月 11 日-1 月 15 日）

商品	上周价格	周末价格	周涨跌
金属锂:≥99%工业级,电池级:新疆	495,000.00	495,000.00	0%
碳酸锂:Li2CO3 99%:新疆	57,500.00	63,000.99	9.6%
长江有色市场:平均价:钴:1#	318,000.00	315,000.00	-0.9%
安泰科:平均价:金属钴:国产	308,000.00	313,000.00	1.6%
安泰科:平均价:氯化钴:国产	74,000.00	76,000.00	2.7%
安泰科:平均价:硫酸钴:20.5%:国产	61,000.00	63,000.00	3.3%
安泰科:平均价:四氧化三钴:国产	226,500.00	229,500.00	1.3%
安泰科:平均价:碳酸钴:45%以上:国产	146,500.00	149,500.00	2.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所。价格单位：元/吨

图表 27 钴锂下游动力电池消耗品价格一周变化

动力电池消耗品（万元/吨）	2020/1/7	2021/1/14	涨跌幅
安泰科:平均价:三元材料:MCN523:国产	12.30	12.60	2.4%
安泰科:平均价:三元材料:MCN622:国产	14.20	14.20	0.0%
安泰科:平均价:磷酸铁锂:动力型:国产	3.90	3.90	0.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所

新能源车企动作不断，广汽发布预告石墨烯电池。

①12 月 model3 销量超 2.3 万辆，环比增长 10%。新能源乘用车销量的头部特斯拉销量领先，根据乘联会数据，特斯拉 Model3 在 2020 年 12 月迎来国内交付新高，全年销量超 13.7 万辆。预计随着新车型 Model Y 的加入，受降价刺激，2021 年将延续销量增长趋势。

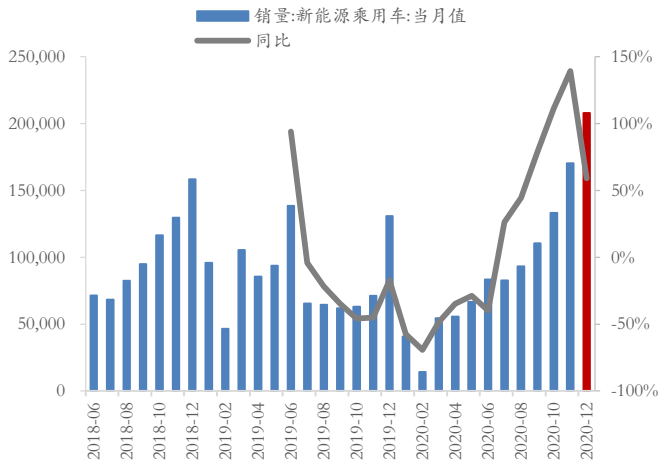
②新能源车企动作不断，比亚迪、智己发布新车。比亚迪发布三款搭载 DM-i 超级混动技术新车，预计将在 3 月份上市；上汽联手阿里的智己也发布首款电车，预计将在 2021 年四季度实现量产。由此可以看到，除已经在新能源车市场占据主要份额的特斯拉、宏光 MINIEV、蔚来、理想、小鹏之外，新能源车市场也不乏新入局者，随着新车的不断发布，在刺激市场竞争的同时也将催化消费潜力。

③广汽集团发布石墨烯电池预告，快充加超长续航，预计 9 月初量产，对现有锂电池影响有限。在前一周蔚来发布“固态电池”的重磅消息滞后，广汽集团也发布了石墨烯电池预告，可以看到在电池领域各家车厂在充电和续航等问题上的不断突破。对于此次石墨烯电池，和蔚来固态电池影响类似，即对于现有主流的锂电池系统短期内影响有限。一方面，此次是石墨烯基电池，未改变当前的锂电池主要结

构；另一方面石墨烯面临着较高的成本问题。

关注标的：洛阳钼业、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业、神火股份、云铝股份等。

图表 28 2020 年 12 月新能源乘用车销量 21 万辆



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 广汽埃安发布石墨烯电池预告



资料来源：广汽，华安证券研究所

2.2.2 金融：银行净利润增速转正，复苏逻辑支撑业绩好转

业绩催化叠加绝对低估值，银行领涨。1 月第二周，大金融中的银行成为绝对领涨的板块，上涨 5.32%，1 月累计涨幅 6.34%，仅次于电子的 7.16%。

招行、兴业银行业绩快报出炉，净利润同比增速转正。1 月 9 日、1 月 15 日，上海银行、招商银行和兴业银行 2020 年业绩快报分别披露，净利润同比增速均出现转正，带来银行板块业绩向好的确认。银行业绩的向好主要源自于资产质量的抬升，一方面，随着 2020 年国内疫情的平稳以及疫苗接种计划的落地，经济将延续复苏逻辑；另一方面，在货币和财政的支持下，对民营企业尤其是小微企业的支持，尤其是两项货币直达工具的延期，缓解不良资产的发生。

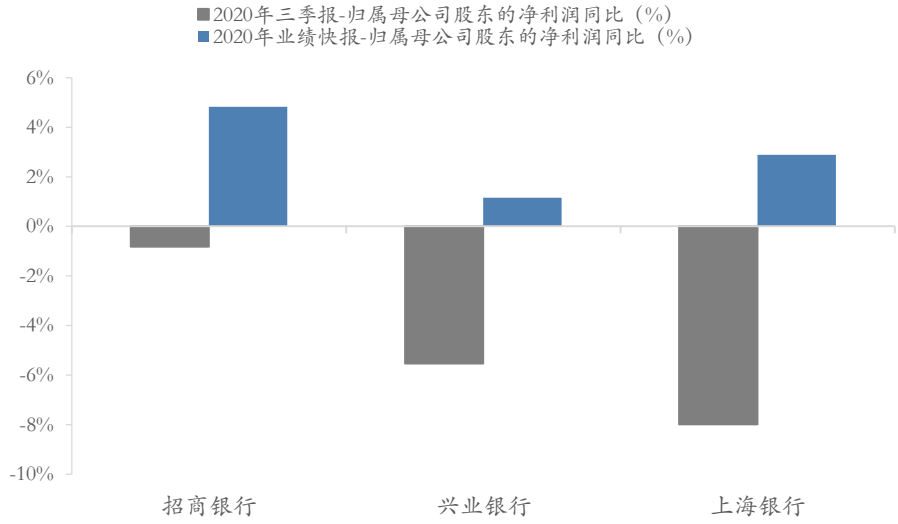
金融估值绝对底部，高低位切换后，水位流向低估值、持仓低、且有业绩支撑的银行板块。截止 2021 年 1 月 15 日，银行估值分位数从 3.8%上升至 5.3%，但 PB 仅为 0.8，仍处于绝对底部，仍具有配置性价比。

央行计 2021 年稳健的货币，更加灵活精准、适度。1 月 15 日召开的 2020 年金融统计数据发布会上，对于 2021 年的货币政策，央行予以定调，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速的匹配。因此，预计货币政策的回归正常化将进一步

温和，保证经济回归潜在增长增速的情况下，将利于银行资产质量的好转。

关注标的：中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、招商银行、宁波银行、工商银行等。

图表 30 招商银行、兴业银行、上海银行 2020 年净利润同比增速转正



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.3 国防军工：业绩支撑仍是主要逻辑

军工迎来回调，但业绩支撑逻辑未有改变。本轮军工行情的走高来核心还是在于订单需求带来的基本面支撑。一方面，从订单来看，包括十三五订单需求的延后叠加十四五军费开支增长带来的订单预期，是支撑业绩的核心因素。另一方面，本轮军工的上涨得益于结构向信息化转型，带来的科技属性。

估值维度，国防军工回调带来估值回落。2021 年 1 月 15 日国防军工的估值分位为 73.7%，较上周回落 3.5%，PETTM 为 75.4 倍，依然位于所有行业第二。

关注标的：中航光电、航发动力、中航机电、中航沈飞、航天电器、高德红外、航天发展、中航飞机、光威复材、中航高科等。

图表 31 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
有色	洛阳钼业、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业、神火股份、云铝股份等
军工	中航光电、航发动力、中航机电、中航沈飞、航天电器、高德红外、航天发展、中航飞机、光威复材、中航高科等
金融	中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、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；总统权力交接生变；经济复苏或者政策力度不及预期等。

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。