一山更有一山高

报告日期：2021-01-03

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

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@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

1.12 月月报《积极可为》2020-11-30
2. 11 月月报《云销雨霁》2020-11-02
3. 10 月月报《喜忧参半，顺势而为》2020-10-08
4. 9 月月报《寻机布局》2020-09-01

主要观点：

● 一山更有一山高

经济即将迎来本轮复苏高点；货币回归正常化而非显著收紧态度明确，短期扰动结束、风险偏好具备持续提升基础的综合环境下，市场已进入积极可为期。经济层面，即将迎来本轮复苏高点。12 月 PMI 维持高位，各分项数据同样整体高位改善，供需两强格局延续，经济上行活力强劲，预计四季度经济增速至少在 6.5%以上。进入 2021Q1，考虑经济复苏动能强劲而持续且 2020Q1 低基数效应，增速有望达到 18-20%增长，迎来本轮经济复苏周期的高点。**流动性层面，维持合理充裕的态度明确，春节前流动性继续宽松或至少维持平稳是大概率事件。**中央经济工作会议“不急转弯”的定调、央行四季度例会要求保持流动性合理充裕的回应以及 11 月底以来央行连续进行流动性宽松，都明确表达了呵护流动性的态度。近期疫情散点式爆发案例明显增多，防控压力骤增，此外春节前后是传统流动性需求旺季，在过去 10 年里有 8 年的 1 月份市场利率出现平稳或下降，因此节前维持流动性边际宽松至少是平稳的理由充足。1 月份即将到期资金环比同比看，均不构成明显压力。**市场风险偏好继续维持上行格局。**一方面海外部分风险落地，总规模 2.3 万亿美元经济刺激计划和政府支出法案获特朗普签署正式实行、英国脱欧贸易协议谈判成功、双方领导人宣布中欧投资协定谈判完成。另一方面，美国权力交接大概率会在平稳中进行，1 月 20 日将是美国新旧总统权力交接日，拜登上台后有助进一步提升短期偏好。此外，经济工作会议偏积极定调、最严退市新规问世和提高上市公司质量的具体措施入法都有助于提升中长期市场估值中枢。**因此，在 11 月份循序渐进，12 月份备战春季攻势的节奏下，1 月市场已经稳步站上新高，并仍将延续“爬山”行情，一山更有一山高，积极参与把握春季攻势行情。**

● 继续聚焦周期和高景气板块，1 月首选有色、金融、国防军工

在各国疫苗接种计划接连落地，以及下游需求改善的支撑下，聚焦经济复苏主线不变，延续 12 月的配置观点，继续聚焦周期。仍然关注高景气度的有色金属和国防军工板块，以及受益于经济复苏且低估值的金融板块。重点继续关注三类机会：一是周期具有高景气度的上游大宗商品，如有色行业，重点关注为供需结构改善的小金属板块；二是持仓底部、估值位于绝对底部，且复苏带来盈利改善预期的大金融板块的银行和非银；三是装备现代化带来结构优化和业绩确定性，并带有科技属性的军工板块。

● 风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏和政策力度不及预期等。

正文目录

1 市场观点：一山更有一山高 7

1.1 经济即将迎来本轮复苏高点 7

1.2 春节前流动性维持平稳或继续宽松仍是大概率事件 13

1.3 市场风险偏好继续维持上行格局 16

2 行业配置：继续聚焦周期，1 月继续首选有色、军工、金融 17

2.1 配置思路：聚焦复苏逻辑 17

2.2 首选行业推荐逻辑 18

2.2.1 有色：经济复苏叠加供需改善，支撑有色高景气 18

2.2.2 金融：复苏带来盈利改善预期，退市新规出炉改革加速 20

2.2.3 国防军工：强化装备信息化，带来国防军工板块机遇 22

3 景气跟踪：押注复苏预期，大宗商品延续高景气预期 23

3.1 上游原材料：冬季开工率季节性回落，但不改大宗商品高景气预期 23

3.2 中游：汽车产销两旺，中游高景气度对上游资源品形成支持 27

3.3 下游：商品房成交面积上涨，下半年家电销量恢复 29

图表目录

图表 1 经济仍在扩张途中 8
图表 2 生产端继续保持旺盛供给 8
图表 3 需求端的订单量整体在不断改善 9
图表 4 供需活跃，产品补库，进出价格抬升 9
图表 5 生产经营预期高涨 9
图表 6 Q4 增速有望 6.5%以上，明年 Q1 有望 18%以上 9
图表 7 消费增速继续提升，并仍有提升潜力 10
图表 8 净出口对经济的贡献作用仍然强大 10
图表 9 12 月汽车销售强劲，景气高涨 10
图表 10 11 月空调销量增速维持在较高位增长 10
图表 11 12 月新出口订单 PMI 维持高位 11
图表 12 北方国际集装箱运价 12 月大幅抬升，斜率更陡 11
图表 13 11 月固投单月增速续创新高 12
图表 14 11 月基建投资单月增速有所回落，但有韧性 12
图表 15 房地产开发投资单月增速高位回落，有拐头迹象 13
图表 16 制造业投资 11 月单月增速显著改善 13
图表 17 12 月挖机销量维持高增长，预计在 55-60% 13
图表 18 建材用品景气持续上行，其中玻璃价格快速提升 13
图表 19 过去十年间其中有八年的年初利率维持平稳或下降 14
图表 20 近一个月银行间短端利率大幅波动，小幅上行 15
图表 21 近一个月 SHIBOR 短端利率维持较平稳状态 15

图表 22 SHIBOR 中期利率近一个月持续下行 15
图表 23 10 年期国债收益率近周开始有所下行 15
图表 24 有色、军工估值虽然经历 12 月的上涨有所上移，但仍具有性价比，金融估值仍处于后 1/3 分位 18
图表 25 供需改善将带来金属钴价格的触底反弹（元/吨） 19
图表 26 钴中间品价格走势（元/吨） 19
图表 27 2019 年全球钴储量，刚果（金）超 50% 20
图表 28 截止 2020 年 9 月，动力电池装机量抬升 20
图表 29 新能源乘用车销售不断走强（辆） 20
图表 30 中国汽车销量预计（百万辆），新能源车占比抬高 20
图表 31 沪深交易所股票上市规则修订 21
图表 32 中国军费支出占 GDP 比重近年稳定在 1.9% 22
图表 33 对比美国、印度，中国军费支出占比空间较大 22
图表 34 首选行业及关注标的 23
图表 35 原油价格继续上涨 24
图表 36 原油、天然气库存显著下降 24
图表 37 铜、铝价格高位略有回落 24
图表 38 锌、铅价格高位略有回落 24
图表 39 金属锂、碳酸锂开启上涨 24
图表 40 钴价、钨精矿价格开启上涨 24
图表 41 氧化钆、氧化镝价格回落 25
图表 42 金属钕高位震荡 25
图表 43 海外动力煤价格高位稍有回落 25

图表 44 焦炭、焦煤期货价格在上行通道，动力煤略有回落.....25
图表 45 秦皇岛港煤炭库存继续维持稳定.....26
图表 46 螺纹钢期现价格高位略有回落.....26
图表 47 热轧板、冷轧板、中板价格高位略有回落.....26
图表 48 铁精粉、卡拉加斯粉、PB 块高位震荡.....26
图表 49 东部、中南水泥价格指数继续上行.....26
图表 50 玻璃指数、现货价格快速上涨.....26
图表 51 粘胶短纤、长丝价格维持.....27
图表 52 晴纶短纤价格快速走高.....27
图表 53 MDI 价格进一步回落.....27
图表 54 钛白粉高位震荡.....27
图表 55 乘用车销量延续高增长.....28
图表 56 新能源汽车销量快速上涨.....28
图表 57 挖掘机：销量继续上涨.....28
图表 58 重型货车：产量继续下降.....28
图表 59 费城半导体指数继续上行.....28
图表 60 软件业务收入恢复进一步继续加速.....28
图表 61 新建商品住宅价格同比、环比继续回落.....29
图表 62 商品房成交面积快速上涨.....29
图表 63 一线城市成交面积上升.....29
图表 64 百大城市土地供应面积回落.....29
图表 65 手机、5G 手机出货量上涨.....30

图表 66 液晶面板价格继续上涨.....30
图表 67 冰箱销量下半年同比走高.....30
图表 68 空调销量季节性特征显著.....30
图表 69 2020 年下半年洗衣机销同比增速加快.....31
图表 70 彩电销量 11 月为全年最高.....31

1 市场观点：一山更有一山高

经济即将迎来本轮复苏高点；货币回归正常化而非显著收紧态度明确，短期扰动结束、风险偏好具备持续提升基础的综合环境下，市场已进入积极可为期。经济层面，即将迎来本轮复苏高点。12 月 PMI 维持高位，各分项数据同样整体高位改善，供需两强格局延续，经济上行活力强劲，预计四季度经济增速至少在 6.5%以上。进入 2021Q1，考虑经济复苏动能强劲而持续且 2020Q1 低基数效应，增速有望达到 18-20%增长，迎来本轮经济复苏周期的高点。**流动性层面，维持合理充裕的态度明确，春节前流动性继续宽松或至少维持平稳是大概率事件。**中央经济工作会议“不急转弯”的定调、央行四季度例会要求保持流动性合理充裕的回应以及 11 月底以来央行连续进行流动性宽松，都明确表达了呵护流动性的态度。近期疫情散点式爆发案例明显增多，防控压力骤增，此外春节前后是传统流动性需求旺季，在过去 10 年里有 8 年的 1 月份市场利率出现平稳或下降，因此节前维持流动性边际宽松至少是平稳的理由充足。1 月份即将到期资金环比同比看，均不构成明显压力。**市场风险偏好继续维持上行格局。**一方面海外部分风险落地，总规模 2.3 万亿美元经济刺激计划和政府支出法案获特朗普签署正式实行、英国脱欧贸易协议谈判成功、双方领导人宣布中欧投资协定谈判完成。另一方面，美国权力交接大概率会在平稳中进行，1 月 20 日将是美国新旧总统权力交接日，拜登上台后有助进一步提升短期偏好。此外，经济工作会议偏积极定调、最严退市新规问世和提高上市公司质量的具体措施入法都有助于提升中长期市场估值中枢。**因此，在 11 月份循序渐进，12 月份备战春季攻势的节奏下，1 月市场已经稳步站上新高，并仍将延续“爬山”行情，一山更有一山高，积极参与把握春季攻势行情。**

1.1 经济即将迎来本轮复苏高点

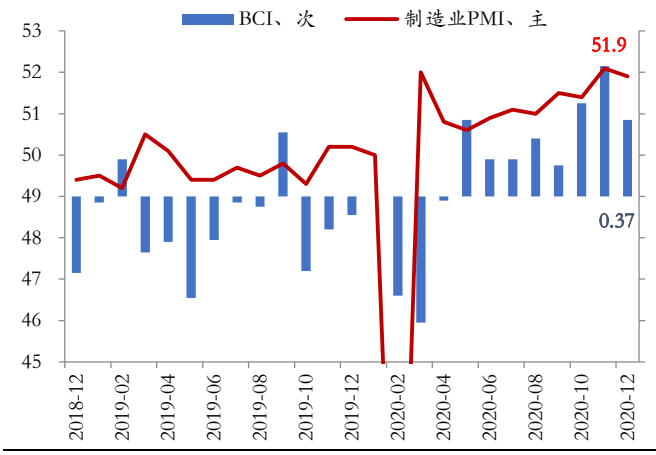
12 月 PMI 维持在本轮复苏高位。12 月 PMI 维持在疫情之后的高位位置 51.9%，尽管较上月微弱下滑了 0.2 个百分点，但下滑幅度并不大，也未出现趋势性下滑迹象，制造业 PMI 已经连续 10 个月维持在荣枯线上运行。12 月大宗商品供需指数 BCI 为 0.37，反应本月制造业经济呈扩张状态，且扩张的动能仍然较强，BCI 已经连续 8 个月维持 0 以上扩张运行。PMI&BCI 共同显示出经济活力强劲，继续维持向上运行趋势。

供需两端继续维持高景气状态。从 12 月的 PMI 分项数据来看，两个特征尤其明显：其一，部分分项数据尽管出现了下滑，但下滑幅度微弱，仍维持在本轮高位状态；其二，另一部分数据仍在继续改善中，甚至改善幅度巨大。总体来看，维持良性态势。具体到各分项数据，其中供给生产方面，PMI 生产指数为 54.2%，较上

月小幅回落了 0.5 个百分点。需求端，新订单 PMI 指数为 53.6%，较上月小幅下滑了 0.3 个百分点；在手订单 PMI 指数为 47.1%，较上月上升了 0.4 个百分点，在手订单量增加；产成品库存 PMI 指数为 46.2%，较上月进一步上升了 0.5 个百分点，补库周期延续。进厂原材料和出厂产品价格出现明显抬升，其 PMI 指数分别较上月上行了 5.4 和 2.4 个百分点，也反应出供需两端景气上行的状态。

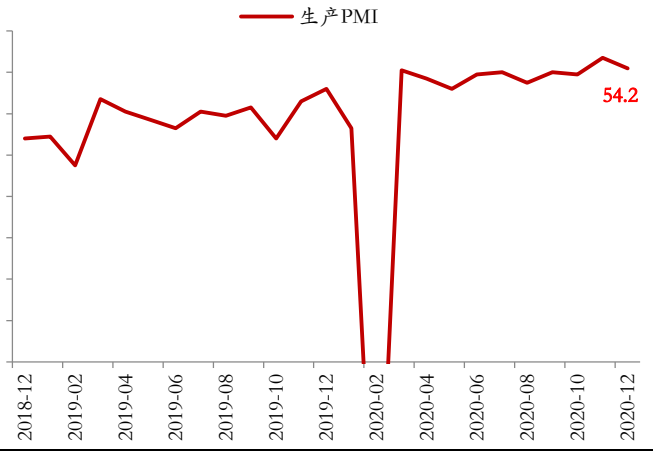
4 季度经济增速有望超预期，明年 1 季度经济增速继续上行呈阶段性顶点的趋势明确。根据测算，10 月和 11 月的单月经济增速分别在 6.5%和 7.0%以上。12 月生产经济活动预期 PMI 为 59.8%，维持在高位，且高频数据显示 12 月经济增速仍然可观，预计仍有望在 6.5%-7.0%之间，因此整体来看 4 季度经济增速预计至少将在 6.5%以上，而 2020 年全年的经济增速有望在 2.3%左右。展望明年 1 季度，考虑到经济复苏动能持续和 2020 年 1 季度增速的低基数效应，增速继续大幅提升的确定性很强，并有望达到 18-20%左右增长，同时也将成为本轮经济复苏周期的阶段性高点。若按月来看，2 月大概率是本轮经济复苏周期的月份高点。

图表 1 经济仍在扩张途中



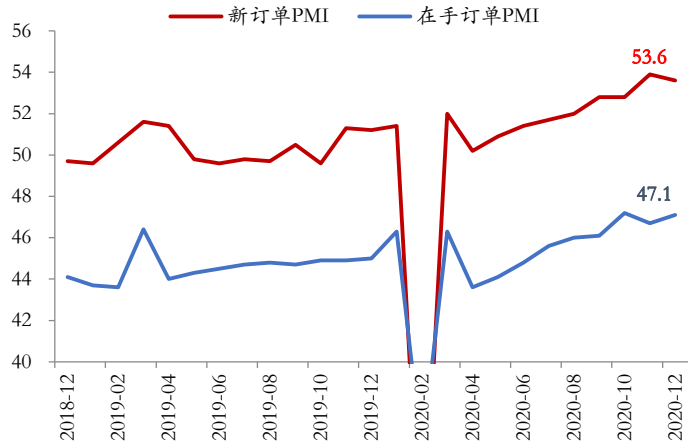
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 生产端继续保持旺盛供给



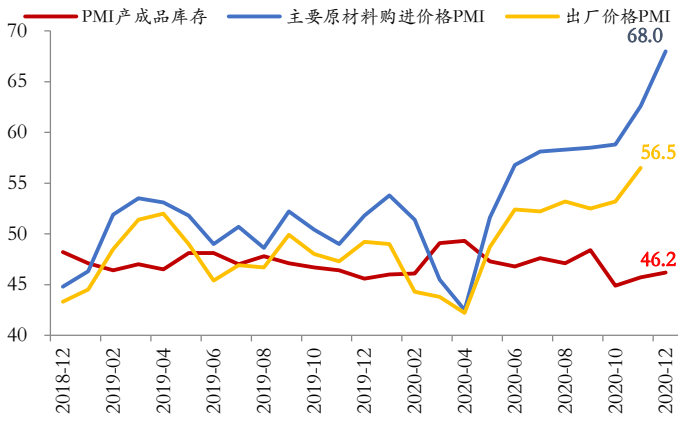
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 需求端的订单量整体在不断改善



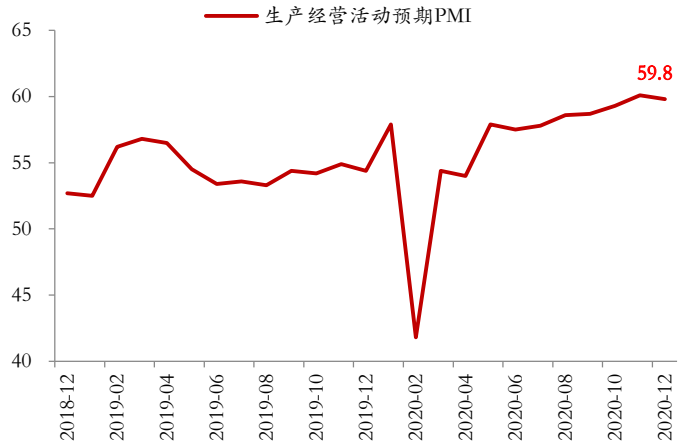
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 供需活跃，产品补库，进出价格抬升



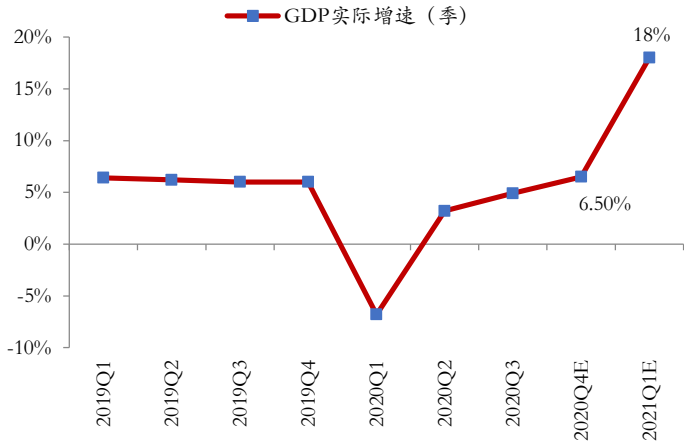
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 生产经营预期高涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 Q4 增速有望 6.5%以上，明年 Q1 有望 18%以上



资料来源：wind，华安证券研究所

经济复苏动能依然强劲：消费持续改善，并仍有很大提升空间；净出口驱动力由防疫物资支撑转向海外经济复苏支撑，景气度延续至 1 季度大概率没问题；投资方面，房地产开发投资和基建投资增速显韧性，制造业投资总体仍有抬升潜力，整体来看固定资产投资或维持稳定韧性。

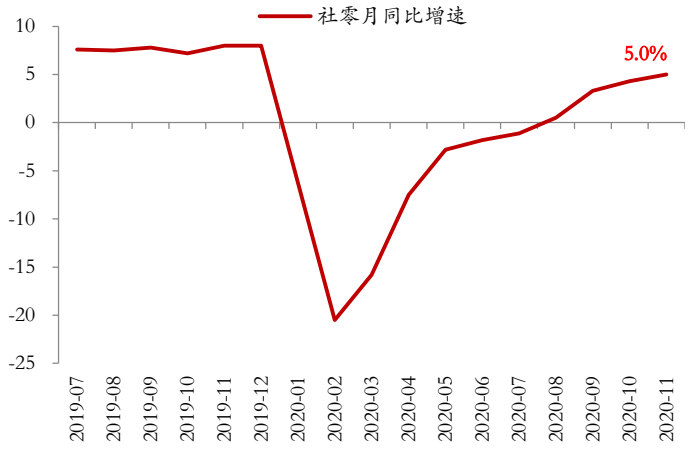
消费方面，仍将继续维持边际改善，并有较大提升潜力。春季来临，各地纷纷迎来春节消费热潮，同时各地区也纷纷出台促消费扩内需政策，叠加经济不断复苏的消费滞后效应，在 2020 年春季期间消费显著停滞的低基数效应上，消费同比增速仍会继续提升，提升空间仍大。

11 月社零消费同比增速提升至 5.0%，相较 10 月份的 4.3%增速进一步提升了 0.7 个百分点，其中手机等通讯类器材，体育文化娱乐报刊杂志类，金银珠宝首饰、

化妆品等可选消费品，家电、装修、医药品类等贡献比较明显，而服装鞋帽针织、烟酒、食品日用品等增速下滑较多。

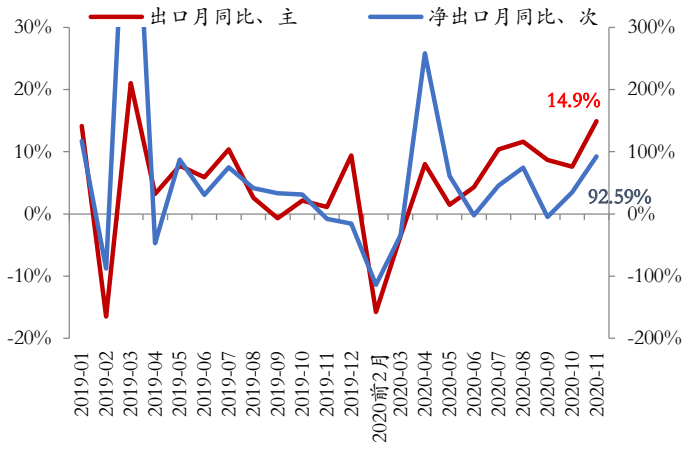
12 月高频数据显示，消费维持整体强劲改善态势。如 12 月汽车销售出现了疫情以来的最好状态，前三周均维持高增速，最后一周由于上旬和中旬销售景气，零售商没有月末冲刺压力，所以增速有所回落。根据乘联会周度日均销售数据显示，12 月前四周日均销量增速分别达到了 26%、15%、33%、-12%，整体增速在 10%左右，相较 11 月 5%的零售增速大幅提升，表现强劲。再如家电产品销售，11 月空调销量同比增速 8.9%，以空调为代表的家电增速整体维持在较高增长位置。

图表 7 消费增速继续提升，并仍有提升潜力



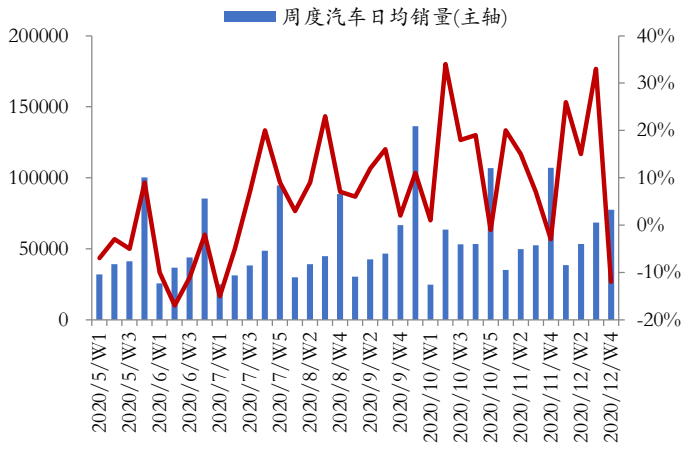
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 净出口对经济的贡献作用仍然强大



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 12 月汽车销售强劲，景气高涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 11 月空调销量增速维持在较高位增长



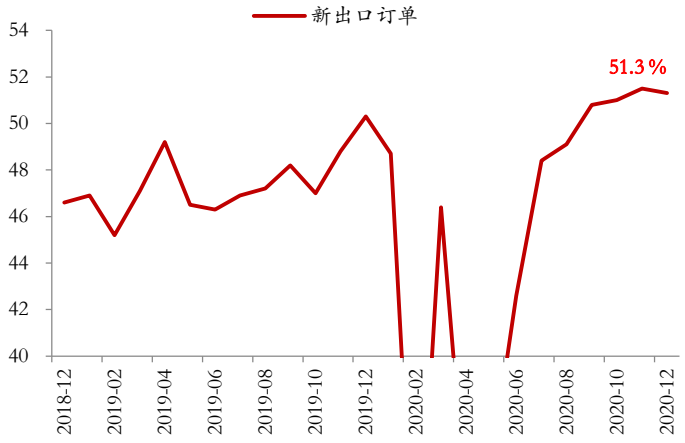
资料来源：wind，华安证券研究所

净出口方面，屡超预期，对经济的贡献作用加强，景气至少维持到 2021 年 1 季度。按人民币计价，11 月出口金额月同比增加 14.9%，较 10 月份增速边际提升了 7.3 个百分点，单月增速创年内新高。11 月净出口同比增速为 92.59%，较上月提升了 57.6 个百分点，同时创下了年内次高，对经济的贡献效果进一步加强。出口支撑的天平指针越来越偏向经济复苏，出口动能有望延续。

11 月出口和净出口增速大幅边际改善的支撑有两个显著特征：① 从出口经济体角度，主要由美国和欧洲国家带动；② 从出口商品看，玩具、汽车及零部件、高新技术产业、陶瓷、钢材、塑料、集成电路、机电产品等对 11 月出口增速提升贡献较大，而前期与防疫、生活物资相关的纺织纱线织物制品、服装衣着附件、药材药品等贡献较小或产生负向贡献。这都同时指向了出口支撑力正从前期“防疫”关键词相关物品转换成“经济复苏”关键词相关物品。随着海外经济持续复苏，出口支撑动能有望延续。

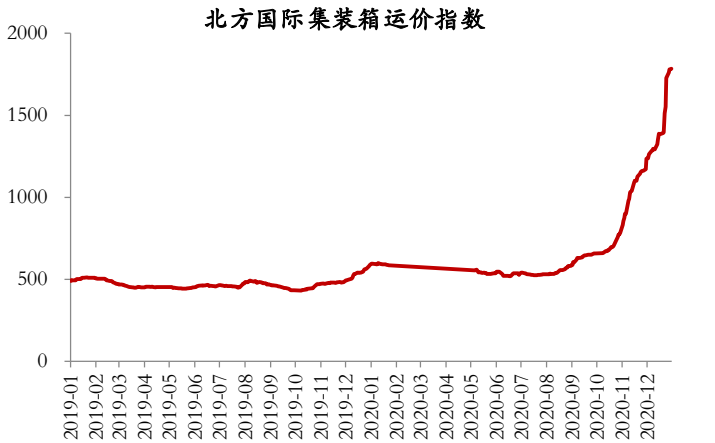
12 月高频数据显示，出口景气度仍然强势。表现在两个方面：其一，12 月份的新出口订单 PMI 指数为 51.3%，较上个月下降了 0.2 个百分点，下降幅度微弱并仍在荣枯线上，且继续保持在高位；其二，北方国际集装箱运价指数在最近两个月内飙升，尤其是 12 月份飙升的斜率几乎呈 90° 直线式拉升，截止 12 月 31 日，指数收为 1783.8 单位点，较 11 月底的 1171.71 单位点，大幅提升了 52.2%，提升幅度比 11 月的 49.8%还略微大些，11 月份的出口和净出口数据非常亮眼，这种亮眼态势很可能在 12 月同样会出现。整体看，至少在 2021 年 1 季度之前仍会维持高景气状态，考虑到基数原因，2021 年 2 月份可能出现出口增速的高点。

图表 11 12 月新出口订单 PMI 维持高位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 北方国际集装箱运价 12 月大幅抬升，斜率更陡



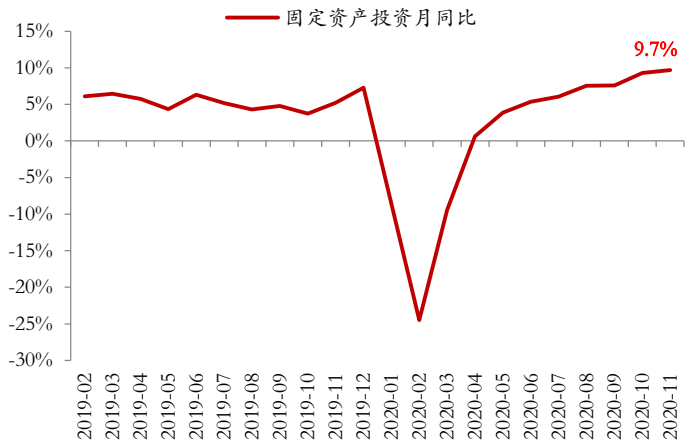
资料来源：wind，华安证券研究所

投资方面，固定资产投资有望整体维持稳定韧性，基建和房地产投资稳中显韧性，制造业投资具备整体上行潜力。11 月固定资产投资累计同比增速进一步回升至 2.6%，单月同比增速为 9.69%，较 10 月份继续边际改善了 0.41 个百分点，刷新 2017 年以来的单月增速新高。具体到三大领域。

11 月制造业投资单月增速出现显著提升，是支撑本月固投高位提升的最重要驱动力，而基建投资和房地产开发投资单月增速均出现小幅回落。① 制造业投资单月增速达 12.21%，较上月的 3.53%大幅提升了 8.68 个百分点，创下了 2019 年以来的单月新高；② 基建投资 11 月单月同比增速为 5.9%，较 10 月单月增速下行了 1.25 个百分点；③房地产开发投资 11 月单月同比增速为 10.93%，较上月的今年单月最高点下降了 1.8 个百分点，房地产开发投资单月增速出现高位回落，但仍维持韧性。

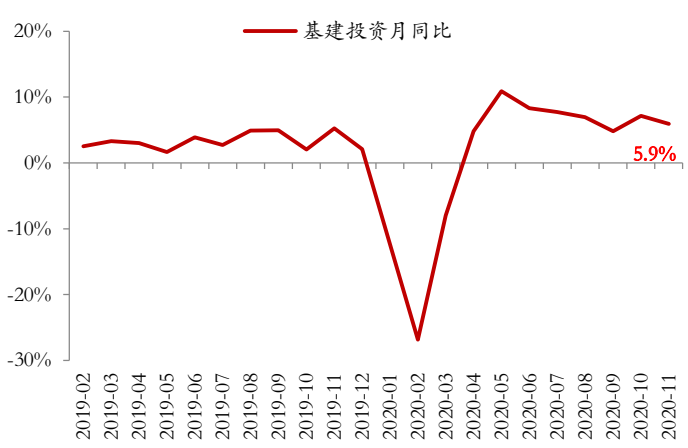
12 月高频数据显示，投资增速稳中有升仍有支撑。其中一个重要支撑在于，根据工程机械协会预估，12 月挖掘机销量同比增速有望达到 55-60%的水平，12 月开工小时数也将维持高位，挖掘机高景气度有望延续至 2021 年，原因在于①保有量增加提高更替需求中枢。②排放升级有望刺激更替需求。③十四五重大工程建设等。另一个重要支撑在于建筑材料持续涨价，景气度不断上行。如全国水泥价格指数截止 12 月 31 日报收 154.6 单位点，在 12 月份以来基本维持稳定，但较 8 月低点提升了接近 14%。主要城市玻璃价格大涨，截止 12 月 31 日，玻璃均价报收 2183.64 元/吨，仅 12 月份就上涨了 14%。

图表 13 11 月固投单月增速续创新高



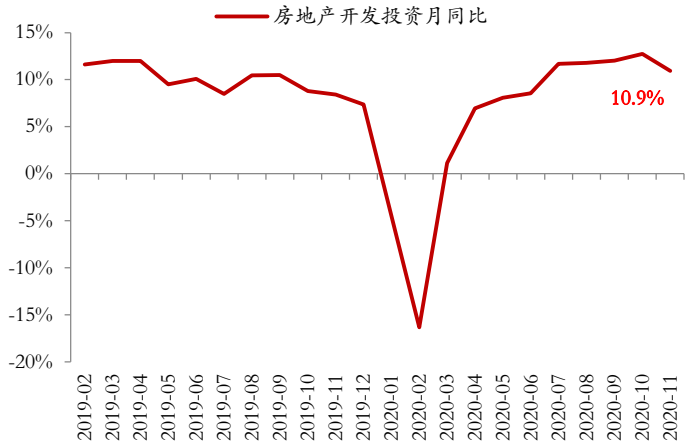
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 11 月基建投资单月增速有所回落，但有韧性



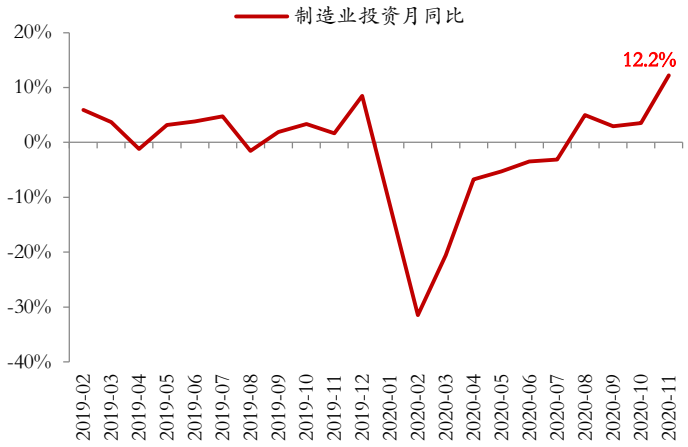
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 房地产开发投资单月增速高位回落，有拐头迹象



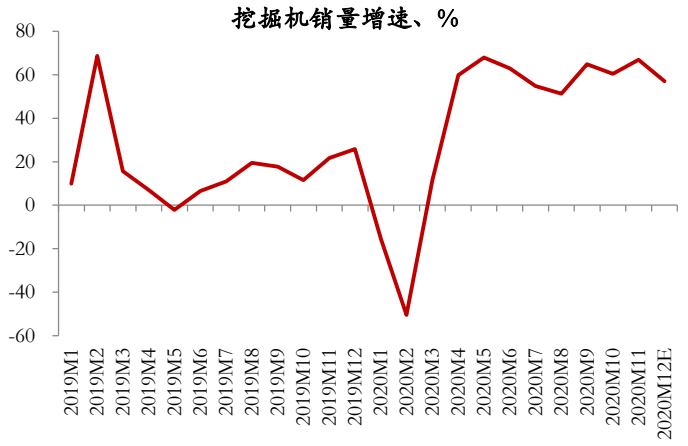
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 制造业投资 11 月单月增速显著改善



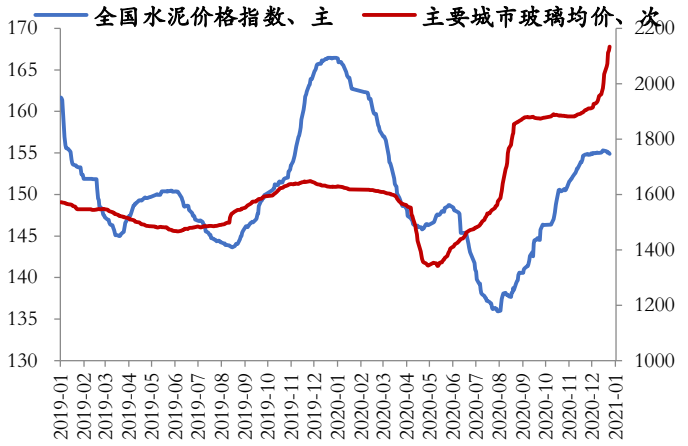
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 12 月挖机销量维持高增长，预计在 55-60%



资料来源：wind，CME，华安证券研究所

图表 18 建材用品景气持续上行，其中玻璃价格快速提升



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 春节前流动性维持平稳或继续宽松仍是大概率事件

流动性维持合理充裕的态度明确。政策维持流动性合理充裕的态度已经十分明确，主要体现在：其一，中央经济工作会议要求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，这是对此前市场担忧政策过快转向、部委政策力度把握不一的回应和统一；其二，央行通过多种渠道，如第四季度例会明确提出要综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，这是对经济工作会议“不急转弯”定调的回应和执行，并且比经济工作会议“灵活精准、合理适度”的货币政策更显积极；其三，央行近期已经采取较多措施去落实流动性的合理充裕，包括通过提前续作和超额续作 MLF 净释放了 5500 亿元的 1 年期流动性，公开市场操作方面最近连续 9 个工作日每日进行流动性净投放，整体来看 12 月净投

放了 6700 亿资金。

节前继续边际宽松或至少维持平稳的理由充足。主要有以下理由：其一，最近国内新冠疫情散点式爆发明显增多，恰时值春节，传统的人员迁徙大潮下，疫情防控压力骤增，对正常经济活动和生活的影响也较前期更大；其二，春节前后是传统的流动性需求旺季，央行将充分考虑节前节后的流动性需求，这在过去已经非常明确。在过去 10 年，其中有 6 个年头 1 月份的市场利率整体下降，2 个年份年初的市场利率维持总体平稳，2 个年份年初（2011、2017 年）的市场利率有所上行，即有 80%的概率在年初 1 月份会维持流动性继续宽松或至少维持平稳。

图表 19 过去十年间其中有八年的年初利率维持平稳或下降

年份	变化%：银行间质押式回购加权利率		变化%：SHIBOR		变化%：国债收益率	整体变化性质
	1 天	7 天	3 个月	6 个月	10 年期	
2011M1	0.32	2.96	1.12	0.43	无数据	上行
2012M1	-2.05	-2.00	0.00	-0.01	无数据	**下降**
2013M1	-1.54	-1.33	-0.01	0.00	无数据	**下降**
2014M1	1.07	-0.42	0.04	0.07	无数据	**平稳**
2015M1	-0.89	-0.73	-0.22	0.05	无数据	**下降**
2016M1	-0.12	0.03	0.02	-0.08	0.05	**平稳**
2017M1	0.50	-0.36	0.60	0.55	0.29	上行
2018M1	-0.88	-2.23	-0.19	-0.15	0.12	**下降**
2019M1	-0.22	-0.22	-0.45	-0.28	-0.11	**下降**
2020M1	0.12	-0.47	-0.16	-0.13	-0.14	**下降**

资料来源：wind，华安证券研究所。M1 指每年 1 月份利率变化

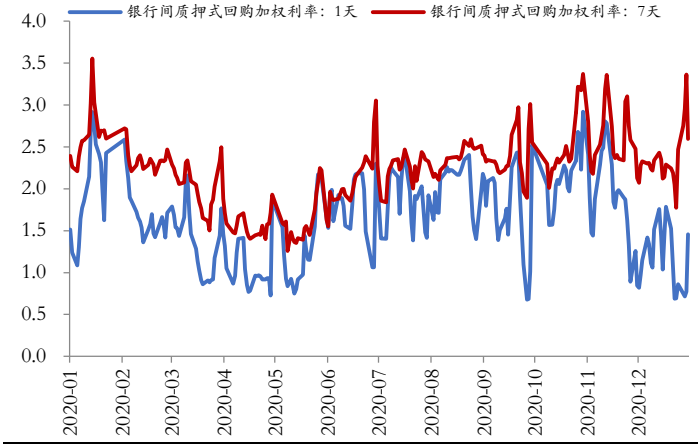
2021 年 1 月份将有 8200 亿资金到期，资金到期压力不大。环向比较看，资金到期压力明显较小，11、12 月份到期资金规模分别为 21200、11400 亿；同向比较看，资金到期压力同样不大，2019、2020 年的 1 月份资金到期规模分别为 40980、21180 亿。

最近一个月，短端利率尤其是银行间利率波动较大并有所上行，中长端利率普遍下行。其中 1 天期和 7 天期银行间质押式回购加权利率最近一个月分别上行了 19.8 和 11.8 个 bp，上行幅度不大；隔夜和 1 周期 SHIBOR 最近一个月基本保持平稳。

中端利率方面近一个月持续下行，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率分别下行了 36.7 个 bp 和 34.5 个 bp，下行起始的时间从 11 月底央行超预期提前续作 MLF 一致，随后中央经济工作会议进一步扭转了货币过快收紧的预期，此外 11 月 M2 超预期上行，12 月中旬 MLF 再次超额续作等都给予了市场利率继续下行的动力。

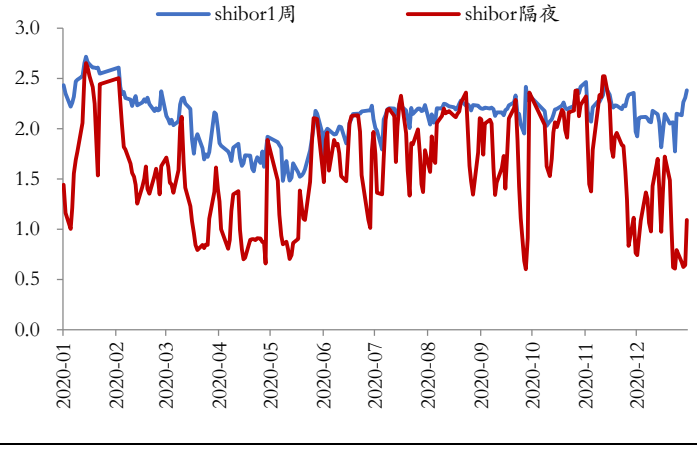
长端利率从 11 月底以来都维持基本稳定，近期有所下行。最近一个月 10 年期国债收益率小幅下行了 10.36 个 bp，目前在 3.22%左右水平。未来的较短一段时间内，或者说到春节前后，随着货币过快收紧预期被扭转，悲观预期缓释的情况下，叠加央行出手保持流动性维持在合理充裕状态，预计未来一段时间中长端利率会继续下行一定幅度，但整体下行空间有限。若从更长期角度来看或者说展望到明年 2 季度末，中长端利率的长期运行逻辑并未产生显著改变，一方面经济仍在持续复苏，无风险收益率持续上行，另一方面货币回归正常化过程中，流动性是在缓慢收紧的，在这两方面逻辑不变的情况下，中长端利率在消化这段时间的悲观预期后，仍将面临上行压力。

图表 20 近一个月银行间短端利率大幅波动，小幅上行



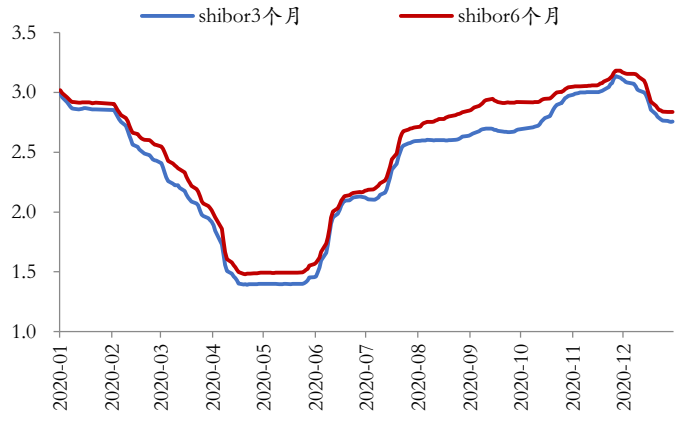
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 近一个月 SHIBOR 短端利率维持较平稳状态



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 shibor 中期利率近一个月持续下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 10 年期国债收益率近周开始有所下行



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 市场风险偏好继续维持上行格局

海外部分风险落地，美国权力交接大概率平稳进行。一方面，经过长达几个月的谈判拉锯战，总规模高达 2.3 万亿美元的经济刺激计划和政府支出法案获特朗普签署，并开始正式实行，此举有助于稳定提升美国经济复苏和全球经济复苏的预期；二方面，经过多年的谈判僵局，英国与欧盟终于达成了脱欧贸易协议，避免了硬脱欧可能对双方贸易和全球贸易造成的损伤；三方面，中欧投资协定获欧盟全部成员国支持，中欧双方领导人共同宣布谈判完成。海外两件风险事件的落定以及中欧投资协定重大进展均能明显提振市场情绪。此外，值得注意的是，1 月 20 日将是美国新旧总统的权力交接日期，目前拜登逐步接手美国国家事务仍然相对是比较顺利的，美国大选结果已无悬念，特朗普已然认输，因此美国权力交接大概率会平稳进行，拜登上台后，行事风格更加有迹可循更遵守政治规则，不确定性将有所缓释消弭，此外拜登政见风格对科技股更加友好、更习惯并有望重新回归多边关系框架、对传统大国博弈竞争路径更为依赖等，都将有助提升市场的短中期风险偏好。

中央经济工作会议的定调中性偏积极，扭转了市场对宏观政策过快转向的担忧和预期，有利对短期市场情绪起到明显提升的效果，也将成为未来一段时间内风险偏好持续提振的最重要因素。本周中央经济工作会议的召开对市场的影响主要集中在三个方面，并且这三个方面都是有所利好的。

第一方面，对当下市场情绪最大的影响在于，定下了宏观政策回归正常化过程中的操作和节奏上都“不急转弯，把握好政策的时度效”，明确回应了部委、地方、市场、社会对政策过快收紧的担忧，政策争执的预期将归于一致，此前一直抑制市场风险偏好提升的偏悲观预期缓释，并且有利于维持风险偏好的持续上行。

第二方面，给予了市场对明年的美好期待，中央经济工作会议中还提及了“2021 年要迈好构建新发展格局的第一步，要见到新气象”，这意味着以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局将在 2021 年起步初建，明年将初现雏形。

第三方面，对明年的美好期待指出了一条切实可行可达的路径，即需求侧管理。中央经济工作会议对需求侧的提法从此前政治局会议上的“改革”扩展为“管理”，一是管理的涵义会更加全面深远，改革只是作为管理的一部分内容；二是改革通常更突出短期的目标和效果，而管理则是更注重全面长期的协调。此外，作为需求侧管理的核心内容消费、投资、净出口，同样提出了一些有迹可循的具体举措，比如消费方面优化收入分配结构，提高收入，扩大中等收入群体规模，扩大消费从消费升级着手，改善提升生活品质，取消一些行政性限制消费的规定等；投资方面增强国家重大战略任务的财力保障，发挥新型举国体制优势，强化国家战略科技力量，着力解决制约国家发展和安全的重大难题，增强产业链供应链自主可控能力等；净出口方面，核心是构建国内国际双循环相互促进的格局，不断扩大高水平对外开放，

坚持多边主义环境，积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 CPTPP 等。

最严退市新规和提高上市公司质量的具体措施入法，均有利于提升长期估值中枢。一方面，12 月 14 日，沪深交易所发布最严退市新规，从各个方面加强退市力度和标准。退市新规主要包括：①新增市值退市标准，要求为连续 20 个交易日总市值低于 3 亿人民币；②面值退市明确为 1 元退市；③取消了单一净利润和营收指标，变成组合指标，即扣非前/后净利润为负且营收低于 1 亿，将被 ST，连续两年即将退市；④取消暂停上市和恢复上市，退市流程大幅缩短；⑤重大违法退市连续停牌时点后移；⑥退市整理期从 30 个交易日缩减至 15 个。最严退市新规有利于改善上市公司质量，提升中长期估值水平；另一方面，近期的刑法修正案中纳入了多项与提高上市公司质量相关的措施，主要倾向表现在大幅提高对上市公司欺诈发行、信息披露造假、保荐人等中介机构对质量把关不严、控股股东失控人失信等违法违规行为的惩罚力度等，此举也将对提高上市公司质量起到积极作用，从而提高中长期估值水平。

2 行业配置：继续聚焦周期，1 月继续首选有色、军工、金融

2.1 配置思路：聚焦复苏逻辑

行业配置思路：在各国疫苗接种计划接连落地，以及下游需求改善的支撑下，聚焦经济复苏主线不变，1 月延续 12 月的配置观点。因此，仍然关注高景气度的有色金属和国防军工板块，以及受益于经济复苏且低估值的金融板块。略有不同的地方在于，结合小金属供需结构改善以及新能源需求，有色细分板块重点关注小金属。

经济基本面，处于复苏进程。经济数据方面，12 月 PMI 数据虽然较 11 月略有回落至 51.9%，但仍处于相对高点，同时原材料购进价格指数的不断攀升表明需求对价格的带动，大宗商品的景气度。实际上，考虑到最近浙江及湖南的拉闸限电，尽管有一部分原因在于寒潮来袭带来的煤电短缺，但另一方面或暗含了经济复苏对于用电需求。同时考虑基数影响，2021 年 1 季度的经济增速将会处于高位，再叠加各国疫苗接种的接连落地，经济延续复苏进程将是大概率事件。

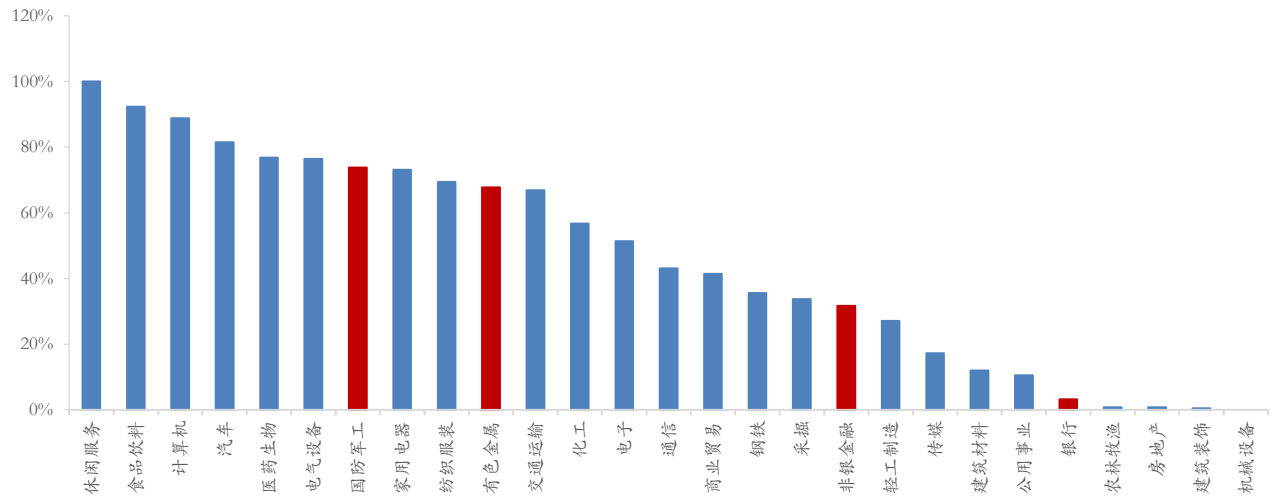
央行稳健操作，周期及金融板块受到影响较小。2020 年底包括中央经济工作会议定调政策不急转弯，以及 11 月以来央行通过 MLF+逆回购净投放的组合操作，表明政策在常态化回归的过程中，流动性快速收紧的概率较低。同时，从 1 月份来看，考虑到过年过节对于现金的需求，流动性将大概率保持稳定。整体而言，在回归正

常化的过程中，对周期及金融板块的影响较小。

估值有差异，有色、国防军工估值抬高，大金融估值处于绝对底部。受益于经济复苏逻辑和科技属性，有色、国防军工估值分位在过去 2 个月有明显抬升，涨幅位居所有行业前列。大金融板块估值仍然处于绝对地位，具有配置价值。

因此，延续复苏主线，行业配置延续 12 月，重点关注周期、金融为代表的三类机会：一是周期具有高景气度的上游大宗商品，如有色行业，重点关注为供需结构改善的小金属板块；二是持仓底部、估值位于绝对底部，且复苏带来盈利改善预期的大金融板块的银行和非银；三是装备现代化带来结构优化和业绩确定性，并带有科技属性的军工板块。

图表 24 有色、军工估值虽然经历 12 月的上涨有所上移，但仍具有性价比，金融估值仍处于后 1/3 分位



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：经济复苏叠加供需改善，支撑有色高景气

复苏仍然是 2021 年的主基调，在需求侧指引下，将继续带来有色板块的高景气度。从细分板块来看，不同于 12 月份主推工业金属，考虑到本轮经济复苏，新能源带动需求改善，以及价格尚处于起步阶段等因素，主推以钴为代表的小金属板块。

价格方面，当前钴价仍不及 2018 年高位的一半，价格仍处于启动期。尽管本轮小金属中金属锂已经先行启动，但钴价仍处于起步阶段。一方面，与 2006 年和 2018 年的两次历史高位相比仍有巨大的差距；另一方面，按照安泰科国产金属钴平

均价来看，仅从 12 月初的 26 万上涨到 12 月底的 27.8 万，钴价仍有上涨空间。

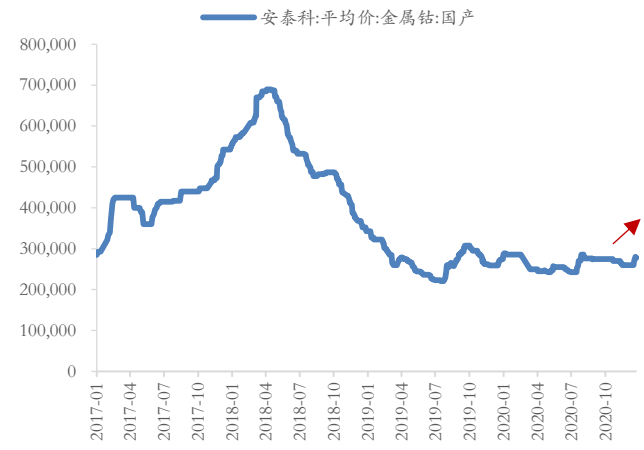
供需结构，是推动本轮高景气的核心因素。供给来看，节假日以及非洲疫情爆发叠加国家或将在 2021 年再度收储，将带来阶段性供应收缩。其中，以 2019 年的全球钴储量分布来看，刚果（金）的钴储量超过全球的 50%，随着非洲疫情的爆发，或将阶段性影响钴的进出口。**需求方面，**随着 2021 年各国新冠疫苗接种计划的接连落地，包括国家卫健委提到新冠病毒疫苗将为全民免费提供来看，经济复苏的大趋势将会延续。**相对供给，以新能源为代表的下游需求爆发，是带来小金属高景气的重要因子。**以钴为例，电池作为钴下游的最大消费领域，重点观察的是 3C 消费电子端的钴酸锂。以及新能源动力电池端的三元材料。根据乘联会数据显示，2020 年前 11 个月份新能源乘用车销量已经超过 90 万辆，全年销量大概率将会超过 2019 年。锂方面，鑫椤资讯预计 2021 年锂电储能装机需求同比增长或将高达 55.6%。从中长期来看，在大力发展新能源车产业的趋势下，预计未来我国汽车销量中新能源的占比也将不断增高，带来对小金属的持续支撑。

估值维度，虽然经历 12 月的上涨有色板块估值有所抬升，但估值分位数仅抬升 4.4%，仍具有配置性价比。截止 2020 年 12 月底，有色金属行业的整体 PETTM 估值为 48.7 倍，比 11 月的 47 倍仅小幅抬升 1.7，处于历史估值 67.8%的分位水平

各国疫苗接种接连落地带来复苏逻辑延续，特斯拉下调 Mode Y 价格或提振需求。从经济复苏的大逻辑来看，当前疫苗接种进程将是影响经济复苏进程的关键因素，当前包括中国、美国等各国的疫苗接种计划不断推进，其中北京将在 1 月中旬完成所有重点人群首针疫苗的接种，经济复苏仍是大概率事件。从小金属板块来看，动力电池作为钴的主要下游，新能源车的产销走势将影响需求端。尤其在 2021 年新年第一天，特斯拉宣布下调 Model Y 价格，或带来订单的大幅增长。

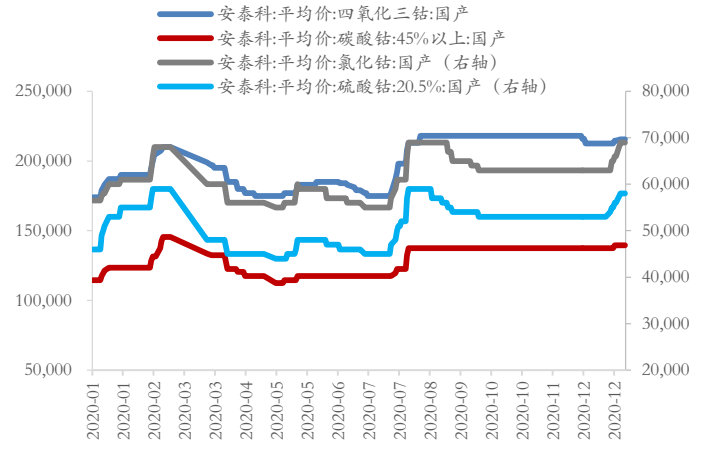
关注标的：洛阳钼业、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业、神火股份、云铝股份等。

图表 25 供需改善将带来金属钴价格的触底反弹（元/吨）



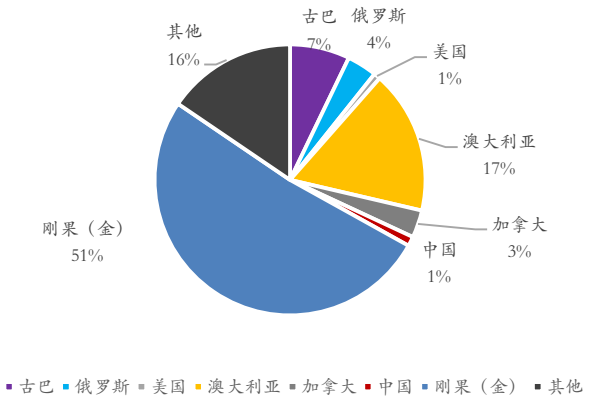
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 钴中间品价格走势（元/吨）



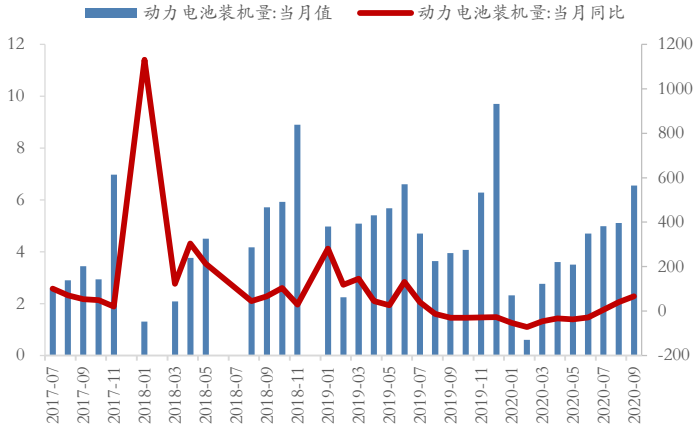
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 2019 年全球钴储量，刚果（金）超 50%



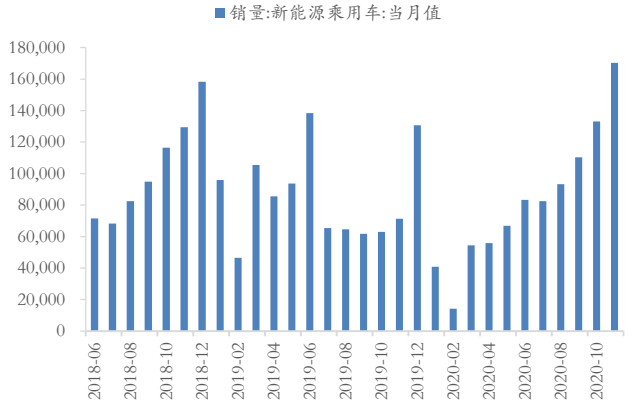
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 截止 2020 年 9 月，动力电池装机量抬升



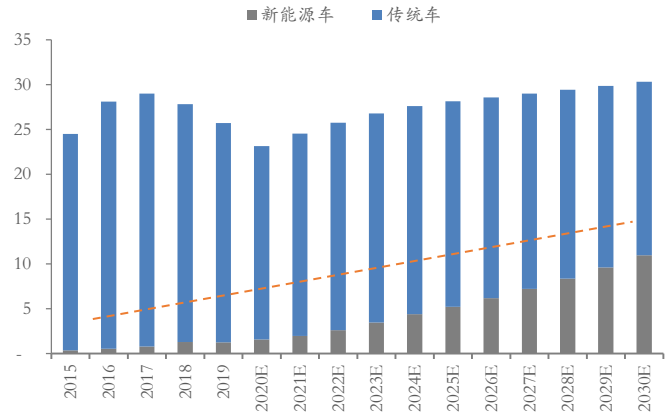
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 新能源乘用车销售不断走强（辆）



资料来源：乘联会，华安证券研究所

图表 30 中国汽车销量预计（百万辆），新能源车占比抬高



资料来源：中汽协，华安证券研究所

2.2.2 金融：复苏带来盈利改善预期，退市新规出炉改革加速

经济向好趋势带来资产质量抬升，叠加货币政策“不急转弯”的温和回归，为金融业绩好转提供基础。银行方面，随着经济的不断复苏，GDP 增速回归潜在增速，将带来资产质量的抬升以及不良率的阶段性下行，令银行盈利的边际改善。同时，在货币和财政两大政策定调“不急转弯”的前提下，也将最大程度地降低政策回归的影响。**非银金融方面，**2019 年科创板的开市，以及 2020 年创业板注册制的开启带来 A 股 IPO 数量的爆发，IPO 个数从 2019 年的 637 家大幅提升到 2020 年的 1049 家，IPO 金额在 2020 年也几乎是 2019 年的一倍。此外，随着 2021 年 1 月 1 日沪深两市交易所联合发布退市新规来看，未来全市场注册制的到来可期，也将带券商业绩的向好预期。保险方面，在货币政策回归的大趋势下，保险将会受益于利率抬升。

大金融板块估值继续回落，处于底部的估值具有配置价值。无论是非银金融还是银行板块，估值水平继续位于底部区间。截止 2020 年 12 月 31 日，非银金融的估值分位数为 31.7%,较 11 月下移 2.3%,PB 绝对值为 2 倍;银行的估值分位数为 3.2%,PB 绝对值处于 0.71 倍的绝对底部。

新年第一天，退市新规发布带来金融改革提速预期。岁末年初金融领域改革的动作不断。一是随着 2021 年 1 月 1 日沪深交易所联合发布退市新规，对退市标准、退市流程和强化风险进行优化来看，未来全市场注册制的实施或将不远。二是人社企部调整年金基金的投资范围,权益类的资产投资上限达到40%,较之前提高了10%,意味着作为中长线资金的年金将为 A 股带来 3000 亿的增量资金。

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 31 沪深交易所股票上市规则修订

修订	主要修订内容	
一、优化退市规则编写体例	将退市情形按照指标类别,分为交易类、财务类、规范类和重大违法类四大类	
二、优化退市指标	1. 优化交易类指标	①“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于面值”→“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元” ②新增“连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元”的退市情形
	2. 优化财务类指标	①新增“扣非净利润+营业收入”组合指标，替换原来的单一类型指标。 ②财务类退市指标在第二年交叉适用，加大退市力度。 ③新增行政处罚决定书认定财务造假的退市风险警示情形。 ④明确退市风险警示股票被出具保留意见审计报告的，触及终止上市标准
	3. 优化规范类退市指标	①新增“信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷”退市指标。 ②新增“半数以上董事无法保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性”的退市指标。
	4. 新增重大违法退市指标及股份减持限制规定	①新增量化可执行的财务造假强制退市指标 ②完善了重大违法类退市的限制减持情形。
	5、优化可转债退市条件	明确公司股票终止上市的，可转债同步终止上市。
三、简化退市流程	1. 取消暂停上市和恢复上市环节,简化退市流程	调整原来的财务类退市指标时间跨度设置: 明确 1 年触及财务类退市指标即被实施退市风险警示, 连续 2 年触及财务类退市指标则直接予以终止上市。
	2. 缩短退市整理期	①退市整理期从 30 个交易日缩短为 15 个交易日，整理期首日不设涨跌幅限制。 ②取消交易类退市情形的退市整理期
	3. 优化重大违法强制退市流程	将连续停牌时点延后，有助于在退市决定作出前通过充分交易释放风险。

四、增加和优化风险警示情形	新增其他风险警示情形 **1、最近连续三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值**，且最近一个会计年度财务会计报告的审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性； **2、最近一个会计年度内部控制被出具否定意见或无法表示意见审计报告，**或未按照规定披露内部控制审计报告。 **3 加大对关联方资金占用和违规担保行为的监管力度**

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 国防军工：强化装备信息化，带来国防军工板块机遇

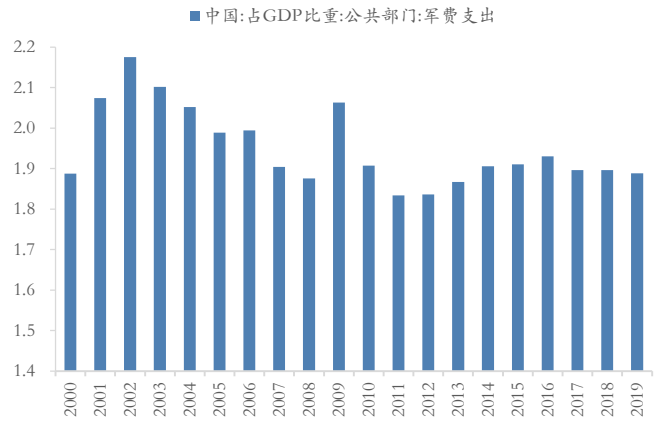
军费总量仍有空间，装备现代化带来结构优化。国防军工板块的业绩确定性主要来自于两个维度，一是总量方面，军费总量仍有稳定增长的空间；二是结构维度，信息化装备带来结构的优化。**总量方面**，一方面纵向对比，中国军费占 GDP 占比近年来维持在 1.9%的比重，相较本世纪初近 2.2%的比重仍有一定抬升空间；另一方面横向来看，对比美国、印度等国家，中国的比重仍然较低。因此，在军费总预算温和抬升的同时，未来仍然有总量空间。结构方面，装备由机械化向信息化转移是我国当前军费结构优化的主要方向。随着军用 4G 的不断渗透，以带有科技属性为代表的军工通信等行业业绩将迎来支撑。

从估值来看，高景气支撑下，板块上涨令国防军工分位数有明显上移。经历 12 月份的上涨后，国防军工的估值分位数从 11 月底的 62.7%上移至 12 月底的 73.8%，估值分位数变化超过 11%。从绝对值来看，当前国防军工的 PETTM 估值为 75.4 倍，仅次于休闲服务板块，估值安全边际较前一个月显著缩窄。

发布新修订《军队装备条例》，强调提高装备现代化管理能力。在 2021 年 1 月 1 日，中央军委主席习近平签署发布《军队装备条例》。在条例中明确聚焦了装备，尤其在军队装备由机械化向信息化转型的过程中，体现了政策端的支持。

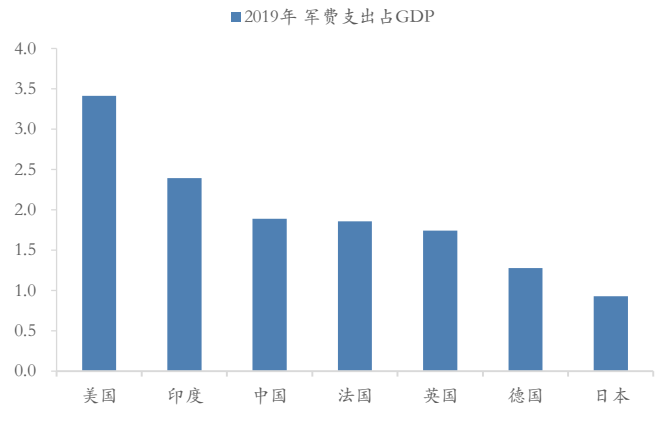
关注标的：中航光电、航发动力、中航机电、中航沈飞、航天电器、高德红外、航天发展、中航飞机、光威复材、中航高科等。

图表 32 中国军费支出占 GDP 比重近年稳定在 1.9%



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 33 对比美国、印度，中国军费支出占比空间较大



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 34 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

3 景气跟踪：押注复苏预期，大宗商品延续高景气预期

上游，冬季开工率季节性回落，但不改大宗商品高景气预期。原油，一方面押注复苏预期带动原油价格继续上行，但另一方面 OPEC+会议召开在即或加速产能恢复，或带来油价高位震荡。有色，下游需求共振带来高景气度，尤其是小金属开启上涨趋势。钢铁，或因冬季下游开工季节性回落带来价格下移，但在复苏主线下，仍有较强韧性。煤炭，尽管煤价从高位略有回落，但寒潮来袭叠加制造业用电需求，仍将支撑景气度。

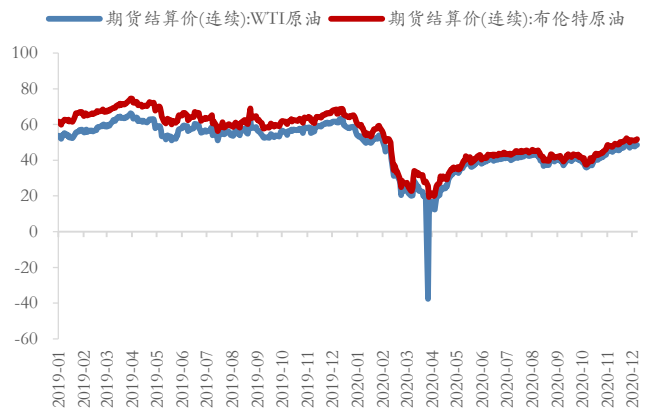
中游，汽车产销两旺，中游高景气度对上游资源品形成支持。汽车，维持高景气度，产销两旺形成对上游资源品景气度的支撑。机械，挖机销量延续上涨，商用车产量除重型货车外均保持增长，景气度有所回升。电子，景气度继续回升。

下游：商品房成交面积上涨，下半年家电销量恢复。房地产，以一线为代表商品房成交面积快速上涨。消费电子，四季度手机新机型的接连公布带来手机销量的上涨，液晶面板价格持续上行。家电，经济恢复叠加地产竣工后置，2020 年下半年家电销量显著恢复。

3.1 上游原材料：冬季开工率季节性回落，但不改大宗商品高景气预期

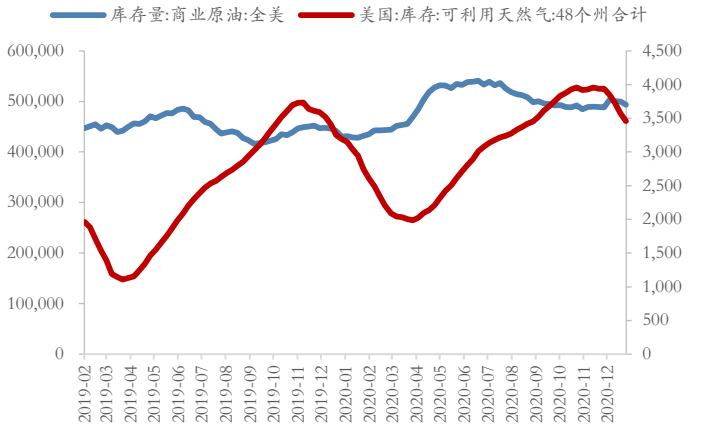
原油：押注复苏预期，带动原油价格继续上涨；但 OPEC+会议即将召开或加速产能恢复，未来或令油价高位震荡。原油库存维持稳定、天然气库存显著下降。

图表 35 原油价格继续上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

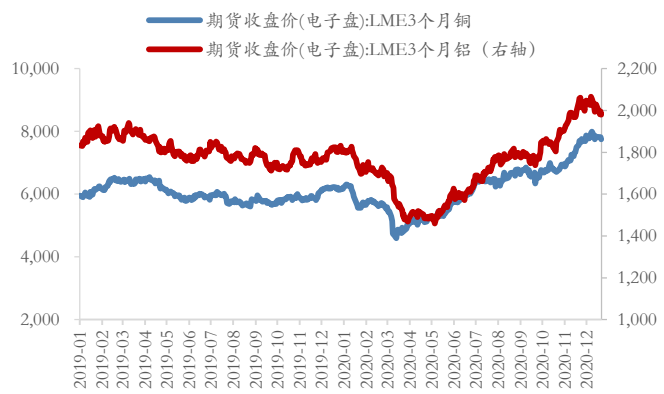
图表 36 原油、天然气库存显著下降



资料来源：wind，华安证券研究所

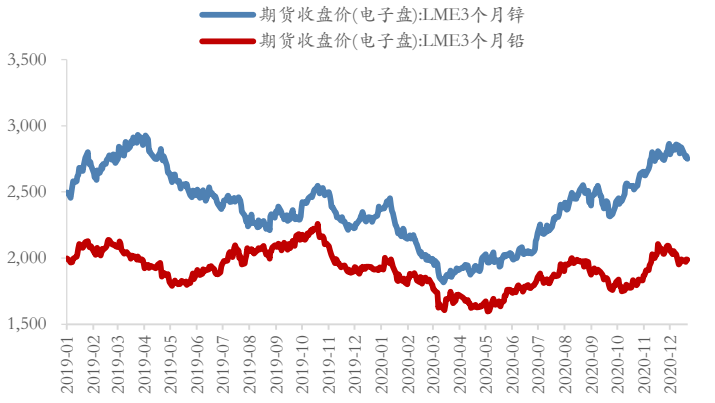
有色：疫苗接种计划接连落地，叠加需求共振，复苏预期带来有色行业高景气度。工业金属方面，包括铜、铝、铅、锌、锡、镍随着前期价格快速上涨，从高位有所回落；小金属钴受益于供需结构改善，叠加下游新能源需求拉动，带动钴锂价格开启上涨趋势。

图表 37 铜、铝价格高位略有回落



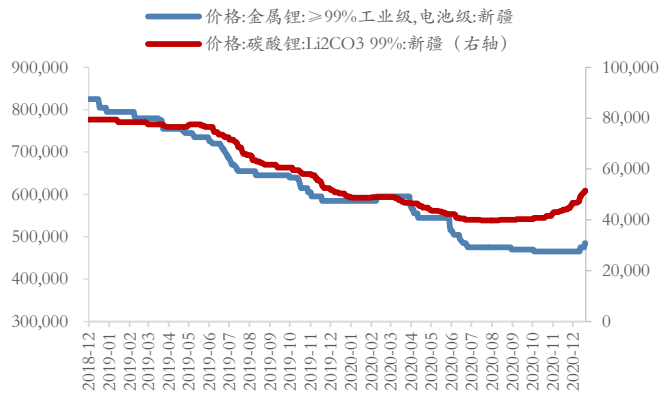
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 锌、铅价格高位略有回落



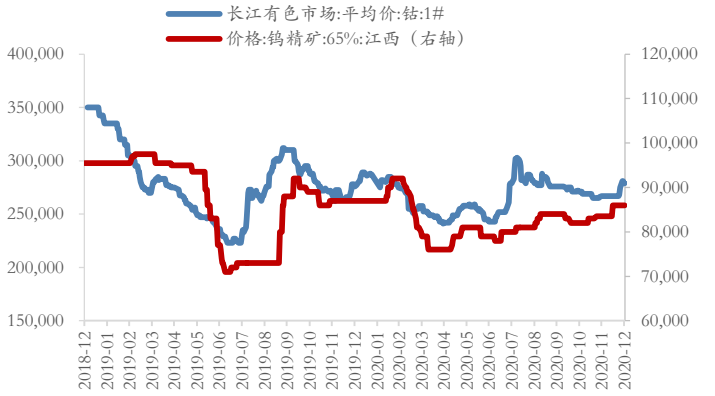
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 金属锂、碳酸锂开启上涨



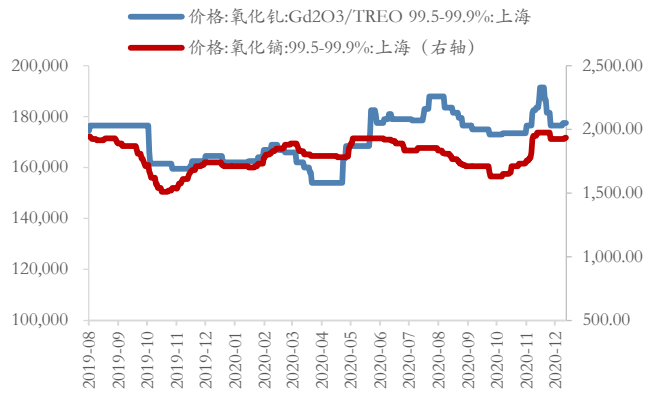
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 钴价、钨精矿价格开启上涨



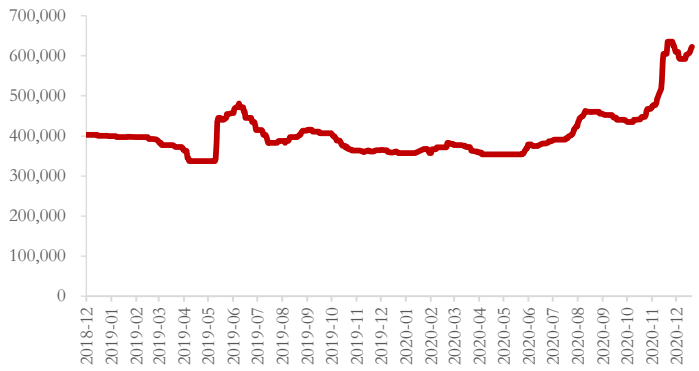
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 氧化钆、氧化镝价格回落



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 42 金属钕高位震荡



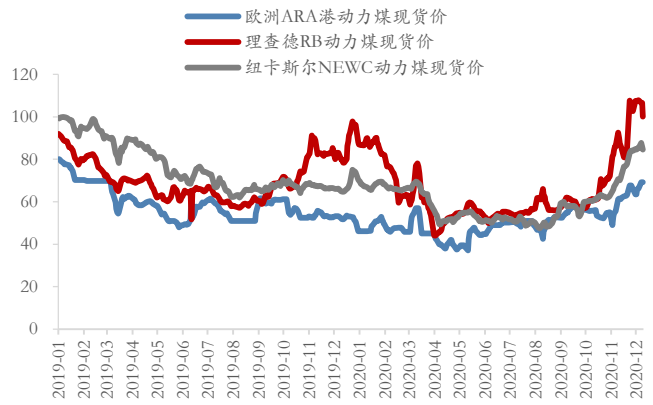
资料来源：wind，华安证券研究所

钢铁：冬季下游基建、房地产开工率的季节性回落带来需求的下移，令螺纹钢、热轧板、冷轧板、中板等钢材价格高位略有回落。但从高炉开工率和产能利率有所回升来看，在复苏主线下需求端有较强的韧性。

煤炭：尽管煤价略有回落，但寒潮来袭及制造业用电需求令煤价维持高位。国外理查德 RB 动力煤，纽卡斯尔 NEWC 动力煤从高位略有回落；国内焦炭、焦煤期货价格在上行通道，动力煤略有回落。

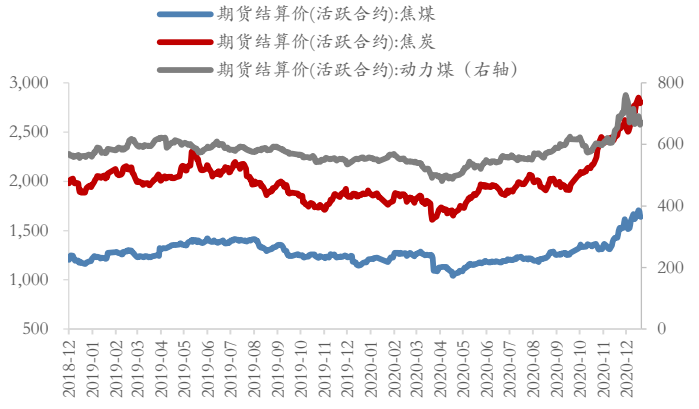
建材：水泥、玻璃价格继续走高。

图表 43 海外动力煤价格高位稍有回落



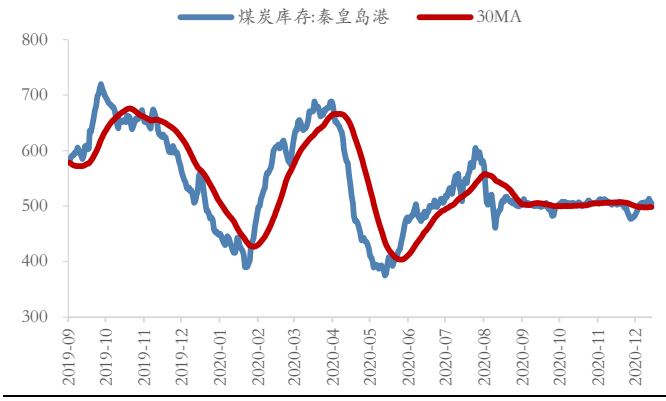
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 44 焦炭、焦煤期货价格在上行通道，动力煤略有回落



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 秦皇岛港煤炭库存继续维持稳定



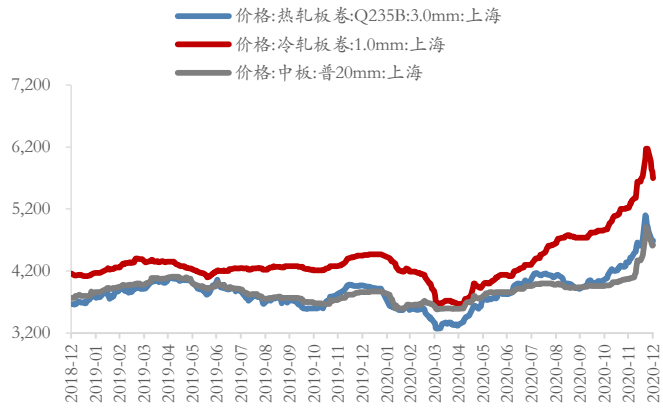
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 螺纹钢期现价格高位略有回落



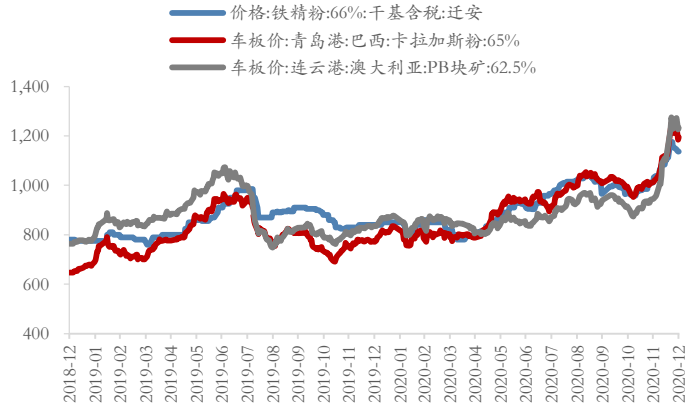
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 47 热轧板、冷轧板、中板价格高位略有回落



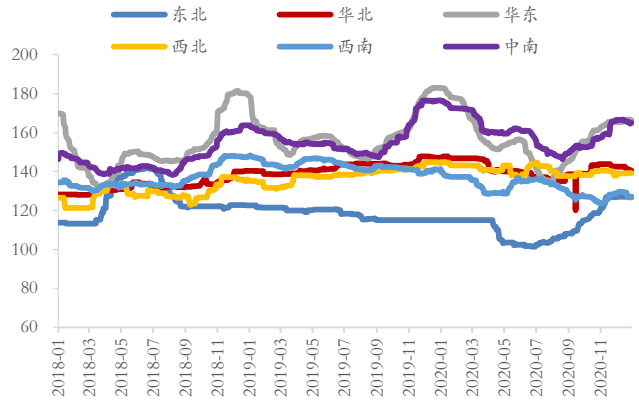
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 48 铁精粉、卡拉加斯粉、PB 块高位震荡



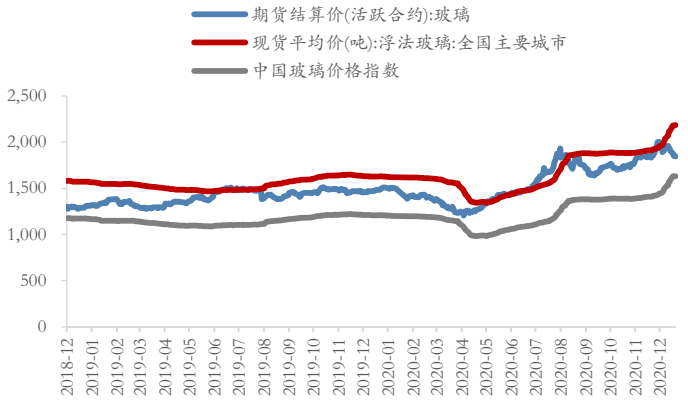
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 东部、中南水泥价格指数继续上行



资料来源：wind，华安证券研究所

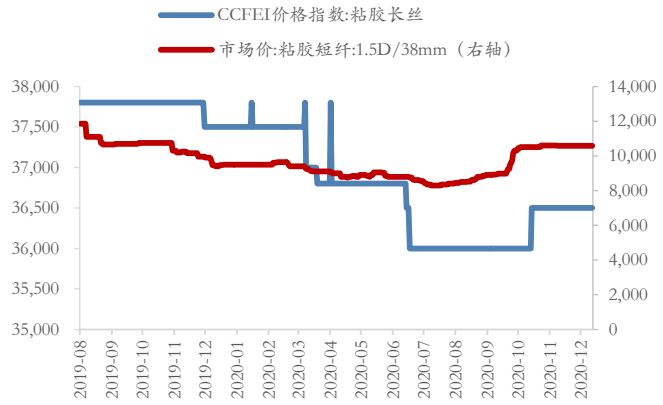
图表 50 玻璃指数、现货价格快速上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

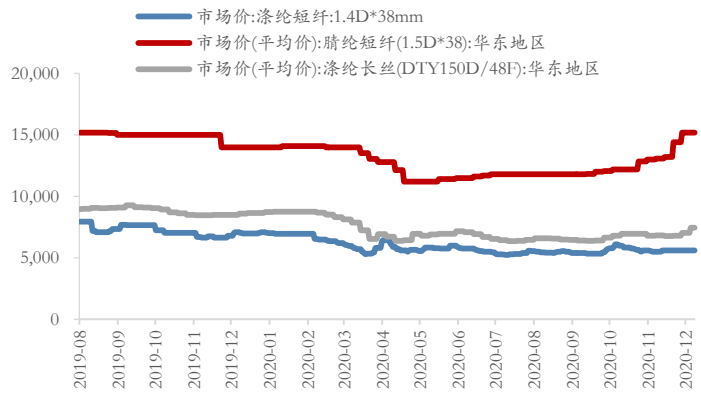
化工：MDI 高位进一步回落。MDI 价格近期从高位进一步回落，主要原因在于 2020 年下半年以来涨价过于快速。不过考虑到经济复苏的逻辑，行业仍将维持景气度，价格或维持震荡。

图表 51 粘胶短纤、长丝价格维持



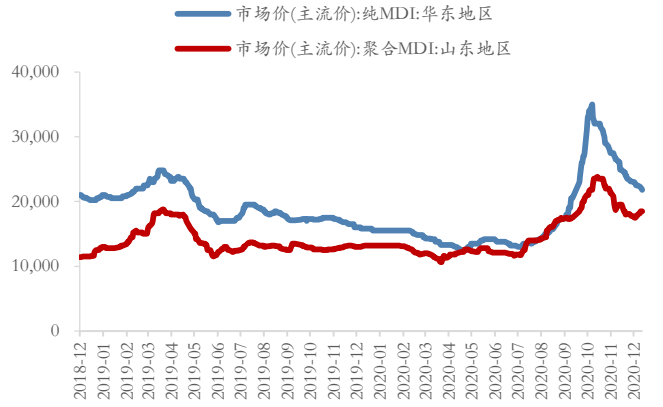
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 52 晴纶短纤价格快速走高



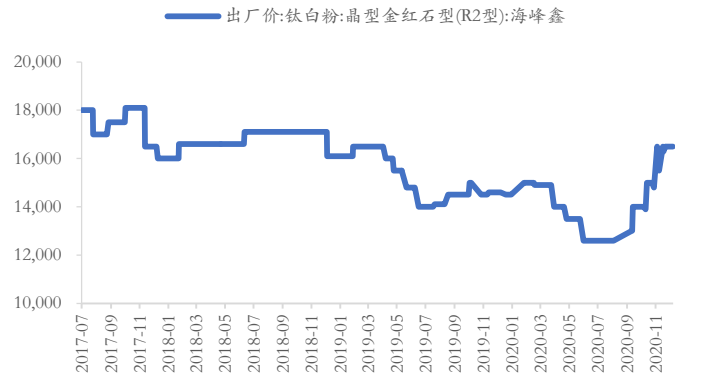
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 53 MDI 价格进一步回落



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 54 钛白粉高位震荡

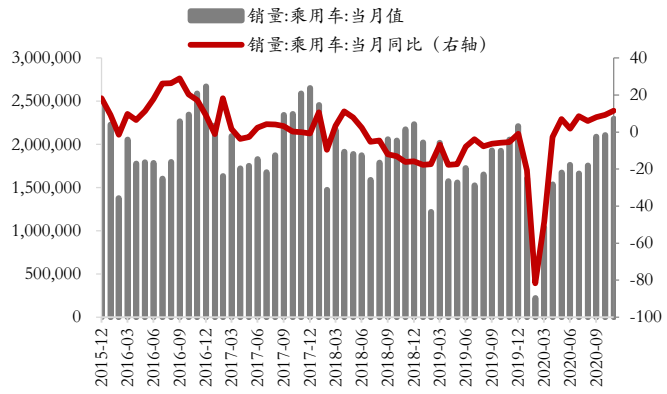


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 中游：汽车产销两旺，中游高景气度对上游资源品形成支持

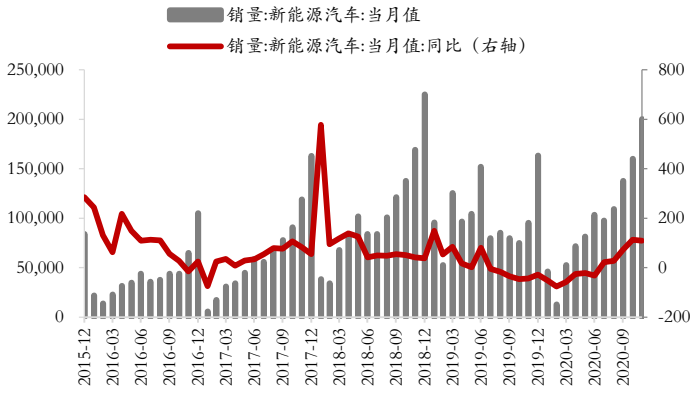
汽车：汽车产销维持高景气度。乘用车方面，产量 11 月同比增速 7.53%，销量 11 月同比 11.59%，均较 10 月显著抬升。新能源车方面，产量 11 月同比 99%，销量 11 月同比近 110%，产销两旺带动下形成对上游资源品景气度的支撑。

图表 55 乘用车销量延续高增长



资料来源：wind，华安证券研究所

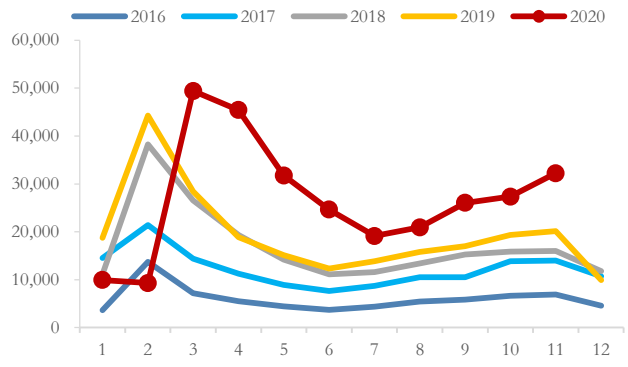
图表 56 新能源汽车销量快速上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

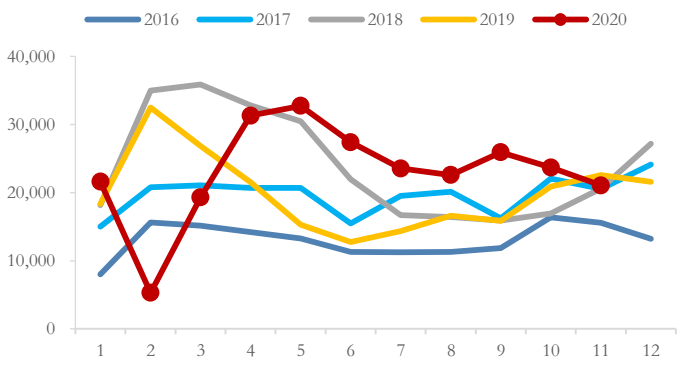
机械：挖机销量延续上涨，商用车产量除重型货车外均保持增长，景气度有所回升。

图表 57 挖掘机：销量继续上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

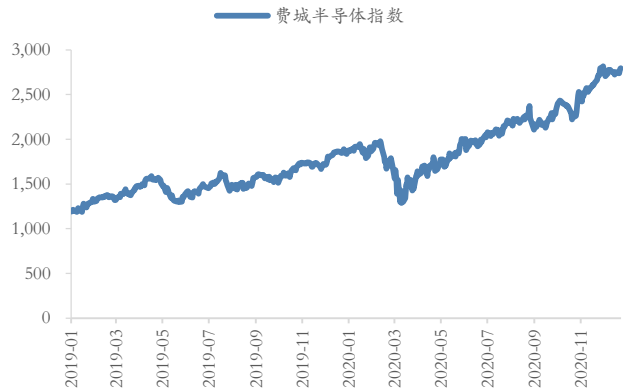
图表 58 重型货车：产量继续下降



资料来源：wind，华安证券研究所

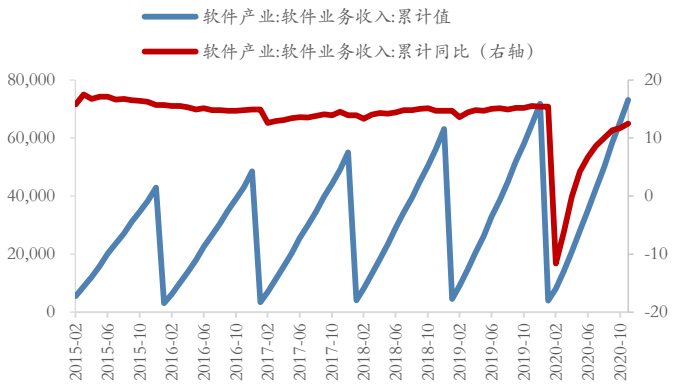
电子：费城半导体指数继续上行，软件业务收入恢复进一步加速显示，全球半导体景气度回升。

图表 59 费城半导体指数继续上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 60 软件业务收入恢复进一步继续加速

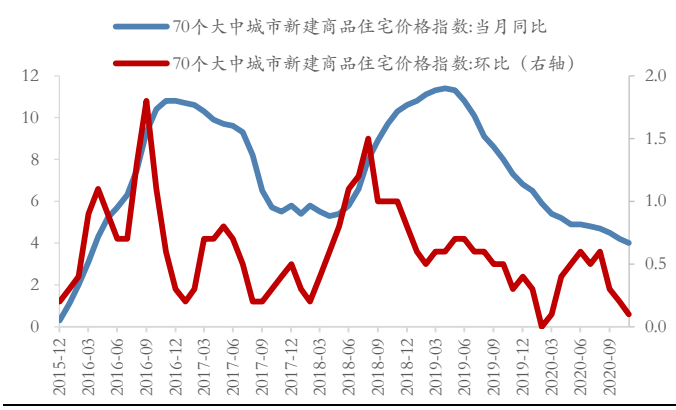


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 下游：商品房成交面积上涨，下半年家电销量恢复

房地产：商品房成交面积快速上涨，尤其一线城市成交面积上升，城市间形成分化。

图表 61 新建商品住宅价格同比、环比继续回落



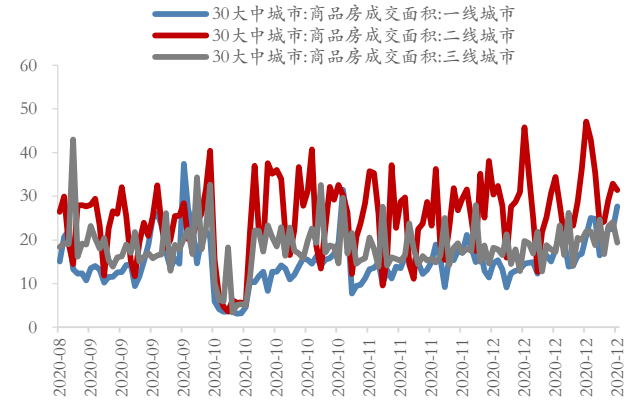
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 62 商品房成交面积快速上涨



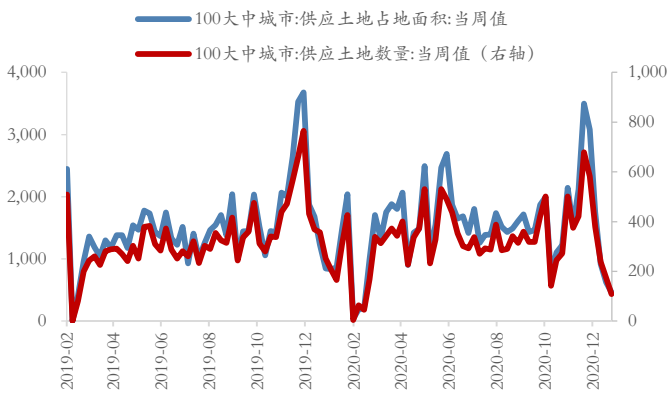
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 63 一线城市成交面积上升



资料来源：wind，华安证券研究所

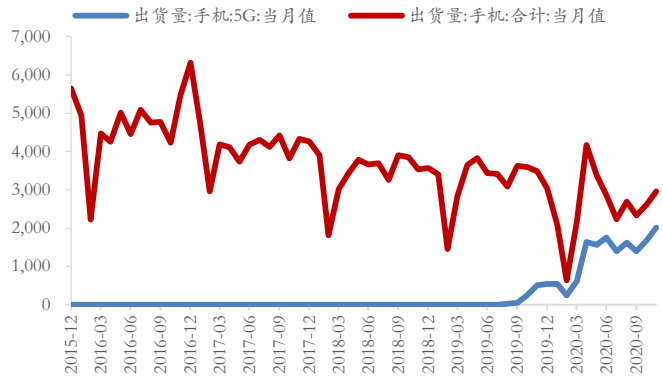
图表 64 百大城市土地供应面积回落



资料来源：wind，华安证券研究所

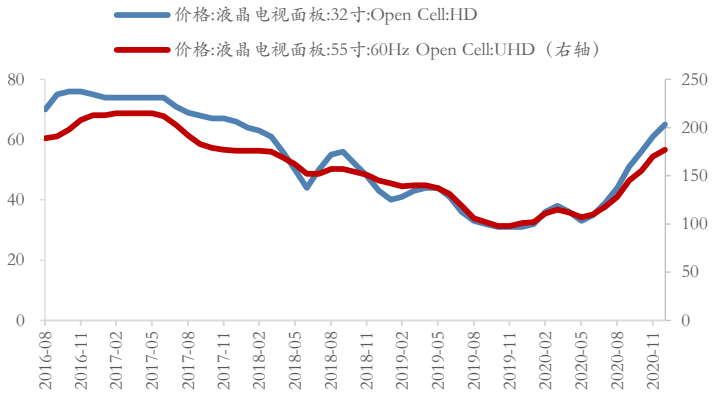
消费电子：四季度手机新机型的接连公布带来手机销量的上涨，液晶面板价格持续上行。

图表 65 手机、5G 手机出货量上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

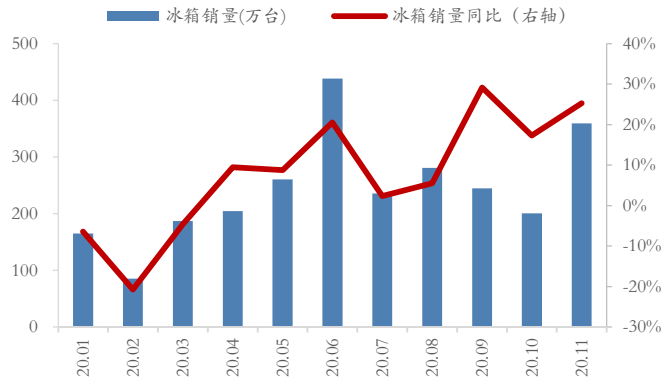
图表 66 液晶面板价格继续上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

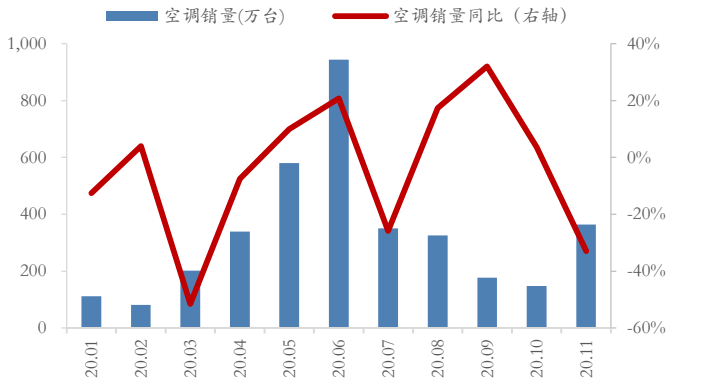
家电：下半年家电销量恢复。从 2020 年全年大家电的销量及同比变动来看，下半年销量显著得到恢复。一方面在于疫情缓解后的经济复苏，另一方面则是地产竣工延后带来的需求爆发。根据奥维数据，1-11 月冰箱累计销量同比增加 10.31%，洗衣机累计销量同比增加 7.93%，空调累计销量同比降低 6.31%，彩电累计销量同比微涨 0.49%。

图表 67 冰箱销量下半年同比走高



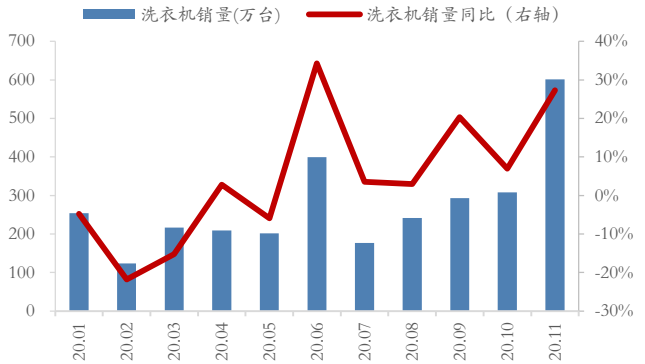
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 68 空调销量季节性特征显著



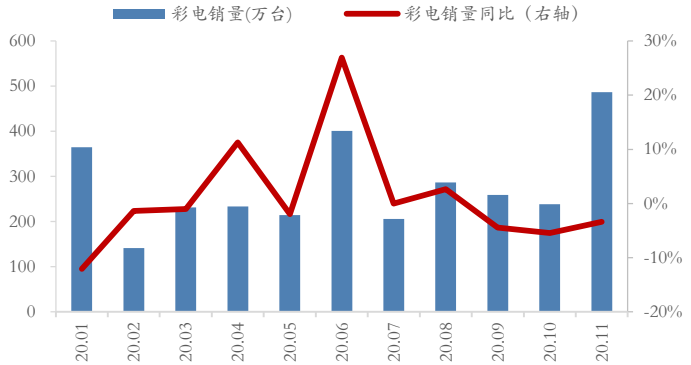
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 69 2020 年下半年洗衣机销同比增速加快



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 70 彩电销量 11 月为全年最高



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。