备战春季攻势

报告日期：2020-12-27

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：

● 备战春季攻势

12 月经济上行加速，央行暖意频频倍显流动性合理充裕呵护，互联网存款下架后资金有望入市，以及经济工作会议偏积极定调和海外风险落地支撑风险偏好持续上行，市场正是积极可为时。经济层面，高频数据显示 12 月经济上行或处加速期。与经济运行密切相关的 BPI 和大宗周期品价格已经超过疫情前水平，并在 12 月份出现加速上涨现象。如铁矿石和动力煤价格在本月分别上涨 25%和 20%，高炉开工率也明显高于去年同期。分项看，出口，港口货物吞吐量增速维持高位、国际集装箱运价 12 月飙升 50%，指向出口继续维持高景气；消费，房地产销售显韧性维持高位增速、12 月汽车销售出现疫情后的最好状态、以空调为代表的家电产品销售维持在较高速增长位置、12 月小商品价格指数继续边际改善，表明消费抬升趋势不变；投资，12 月挖机销量增速有望维持 55-60%高增长，重要建材持续涨价，玻璃价格大涨创新高，仅 12 月就上涨 14%，表明投资增速持续上行有支撑。**流动性层面，央行暖意频频，维护流动性合理充裕态度明确，互联网存款下架有望引导部分潜在资金入市。**经济工作会议定调“不急转弯”，央行不断释放长短期资金落实宏观流动性合理充裕，对货币政策温和缓慢回归正常化态度已经明确。近期互联网存款产品下架，在股市赚钱效应明显带动下，部分潜在资金有望入市。**市场风险偏好持续上行的趋势不变。**其中最重要支撑在于经济工作会议定调偏积极，扭转市场对宏观政策过快转向担忧，此外还给予了市场对明年的美好期待，并指出了一条切实可行路径，明年新发展格局将初见气象。另外近期包括美国 9000 亿美元疫情纾困法案、1.4 万亿美元 2021 年财政预算法案通过，以及英国欧盟达成脱欧协议，海外部分风险落地，也将进一步助推风险偏好提振。最后最严退市新规问世和关于提高上市公司质量的具体措施被纳入刑法修正案，均有利于提升市场中长期估值中枢。**在此综合环境下，把握年末和年初行情，正是积极可为期，正处积极有为时。**

● 疫情反复带来波动，但不改变复苏主线

冬季疫情虽有反复，但在疫苗进展加速、需求强劲以及宏观政策“不急转弯”背景下，仍可把握经济复苏主线。12 月中旬黑色、有色和煤炭为代表的上游资源品价格延续强势，指向复苏路径延续。估值维度延续分化表现，在行业主线仍然围绕周期，有色估值进一步提升，国防军工也表现亮眼，估值分位数显著上移。与此同时，大金融板块估值仍处于绝低位，具备较高的配置价值。因此，在复苏主线延续的背景下，行业配置依然重点关注周期、金融为代表的三类机会：一是顺周期的高景气度上游大宗商品，如有色行业；二是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块的银行、地产和非银；三是四季度业绩和十四五订单带来确定性，并带有一定科技属性的军工板块。

● 风险提示

疫情二次冲击；经济复苏不及预期；政策过早转向或理解有偏差等。

正文目录

1 备战春季攻势 5

1.1 12 月经济上行正处加速期 5

1.2 央行暖意频频维护流动性合理充裕，网存资金有望通过基金入市 10

1.3 市场风险偏好持续上行的趋势不变 12

2 行业配置：疫情反复带来波动，但不改变复苏主线 14

2.1 本月首选行业表现回顾 14

2.2 首选行业景气跟踪 16

2.2.1 有色：短暂调整不影响复苏主线，有色仍是周期强势品种 16

2.2.3 金融：刑法修正案严峻执法，改革推动资本市场有序发展 17

2.2.3 国防军工：军费总量增长叠加结构调整，带来业绩确定性 19

图表目录

图表 1 BCI 指数持续为正并整体改善，制造业经济扩张 6
图表 2 BPI 指数持续上行 6
图表 3 铁矿石价格指数大幅上行创新高 7
图表 4 铜价 12 月份期间快速上行，预示经济复苏强劲 7
图表 5 12 月高炉开工率高于去年同期水平 7
图表 6 动力煤价格不断创出新高，需求旺盛 7
图表 7 11 月港口货物吞吐量同比维持高位 8
图表 8 北方国际集装箱运价指数大幅抬升，斜率更陡峭 8
图表 9 12 月前三周日均汽车销量同比增长 25%左右 9
图表 10 12 月零售消费需求较 11 月有好转 9
图表 11 商品房销售整体维持在较好景气状态 9
图表 12 空调销量增速维持在较高位增长 9
图表 13 12 月挖机销量维持维持高增长，预计在 55-60% 10
图表 14 建材用品景气持续上行，其中玻璃价格快速提升 10
图表 15 近一周 1 天期利率大幅回落，7 天期小幅上升 11
图表 16 近一周 SHIBOR 隔夜利率大幅回落，1 周利率持平 11
图表 17 SHIBOR 中期利率继续下行 12
图表 18 10 年期国债收益率近段时间基本维持高位稳定 12
图表 19 12 月以来近半数申万一级行业收涨（%） 15
图表 20 12.21-12.25 国防军工、有色金属涨幅居前 15
图表 21 有色、国防军工估值分位数继续上移，大金融估值有不同程度调降 15

图表 22 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 21 日-12 月 24 日） 17

图表 23 12 月第四周电解铝行业利润微降 17

图表 24 12 月第四周上期所锌库存继续下移，铜、铝微升 17

图表 25 金融市场改革步伐渐行渐近 18

图表 26 首选行业及关注标的 19

1 备战春季攻势

12 月经济上行加速，央行暖意频频倍显流动性合理充裕呵护，互联网存款下架后资金有望入市，以及中央经济工作会议偏积极定调和海外风险落地支撑风险偏好持续上行，市场正是积极可为时。经济层面，高频数据显示 12 月经济上行或处于加速期。整体角度看，与经济运行密切相关的 BPI 指数和大宗周期品价格已经超过了疫情前的水平，并在 12 月份出现了加速上涨的现象。如截止 12 月 25 日，铁矿石和秦皇岛动力煤价格在本月就分别上涨了超过 25%和接近 20%，高炉开工率也明显高于去年同期。分项来看，出口层面，港口货物吞吐量同比增速维持高位、国际集装箱运价指数 12 月飙升 50%与 11 月类似，均指向出口继续维持高景气；消费层面，房地产销售显韧性维持高位增速、12 月汽车销售更是出现疫情后的最好状态、以空调为代表的家电产品销售也维持在较高速增长位置以及 12 月份小商品价格指数继续边际改善，都表明消费抬升趋势不变并存在很大的提升空间；投资层面，12 月份挖机销售增速有望维持在 55-60%高增长，重要建材持续涨价，尤其是玻璃价格继续大涨创新高，仅 12 月就上涨 14%，都表现投资增速持续上行有支撑。**流动性层面，央行暖意频频，维护流动性合理充裕的态度明确，互联网存款下架有望使得部分潜在资金入市。**中央经济工作会议对宏观政策定调“不急转弯”后，央行不断释放长短期资金落实宏观流动性的合理充裕，央行对货币政策有控制的温和缓慢回归正常化态度已经明确。近期互联网存款产品纷纷下架，在当前股市赚钱效应明显的带动下，这部分潜在资金有望通过基金入市或直接入市。**市场风险偏好持续上行的趋势不变。**其中最重要的支撑仍在于中央经济工作会议定调中性偏积极，扭转了市场对宏观政策过快转向的担忧，此外还给予了市场对明年的美好期待，并指出了一条切实可行的路径，明年新发展格局将初见气象。另外近期包括美国 9000 亿美元疫情纾困法案、1.4 万亿 2021 年财政预算法案通过，以及英国与欧盟达成脱欧协议，海外部分风险落地，也将进一步助推风险偏好提振。最后最严退市新规问世和关于提高上市公司质量的具体措施被纳入刑法修正案，均有利于提升市场的中长期估值中枢。**在如此综合环境下，把握年末和年初行情，正是积极可为期，正处积极有为时。**

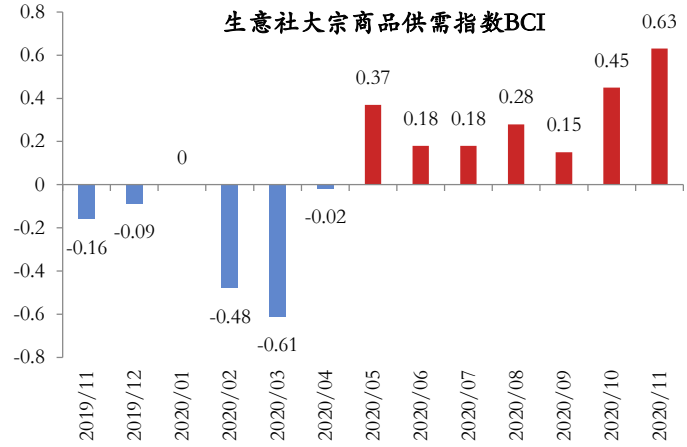
1.1 12 月经济上行正处加速期

12 月份经济上行或呈加速之势。经济复苏周期下，各行业的景气度惯性可以更好维持。根据我们对 12 月份的高频数据跟踪显示：从整体角度看，经济复苏延续了 4 月份以来的加速扩张状态，**其中 11 月份生意社大宗商品供需指数 BCI 为 0.63，从 5 月份转正后连续 7 个月为正，并且 BCI 指数整体呈上行态势，**这说明：其一，BCI 大于 0，制造业经济呈现扩张状态；其二，BCI 整体上行，说明经济扩张仍处在

加速期。**此外，与经济周期更紧密相关的部分周期品价格持续抬升，12 月份甚至出现加速现象，指数已经超过了疫情前的水平，**如生意社大宗商品价格指数 BPI，截止 12 月 26 日指数为 891 单位点，较 11 月底 860 单位点继续上行了 31 个单位点，较 5 月初的低点 510 更是大幅上行了 381 个单位点，抬升幅度接近 75%，已经远高于疫情前 800 左右单位点的水平。

与经济周期更密切相关的多种大宗商品价格在 12 月份也出现了大幅提升或者抬升斜率越发陡峭的情况。其中，铁矿石价格指数截止 12 月 25 日报收 582.35 单位点，较 11 月底指数 465.15 单位点提升了 117.2 单位点，截止 25 日的 12 月份价升幅度超过了 25%，指数上行斜率明显大于其他月份；铜均价截止 12 月 25 日报收 58370 元/吨，较 11 月底的 57610 元/吨价格每吨上涨了 760 元，近期创下价格新高，且价格远超疫情前水平；秦皇岛动力煤价格截止 12 月 25 日报收 747.5 元/吨，较 11 月底 629.5 元/吨，价格上涨了 118 元/吨，本月价格涨幅接近 19%。**工业生产旺盛，恢复态势不减：**一方面，11 月份规模以上工业增加值继续边际改善；另一方面，从高频数据全国 163 家高炉开工率来看，12 月份要好于去年同期，12 月份前 4 周平均高炉开工率为 66.85%，高于去年同期的 65.95%。

图表 1 BCI 指数持续为正并整体改善，制造业经济扩张



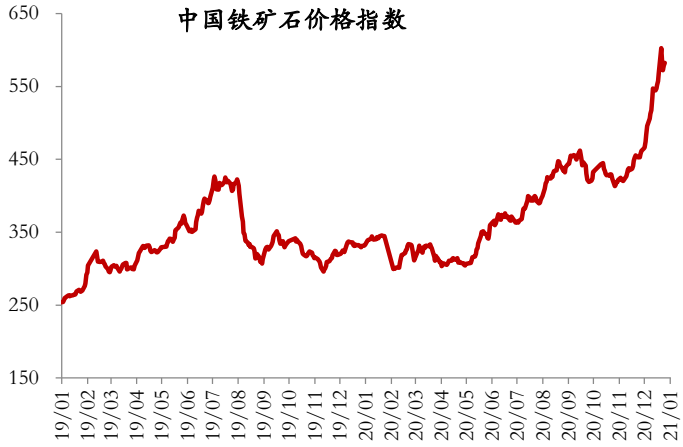
资料来源：生意社，华安证券研究所

图表 2 BPI 指数持续上行



资料来源：生意社，华安证券研究所

图表 3 铁矿石价格指数大幅上行创新高



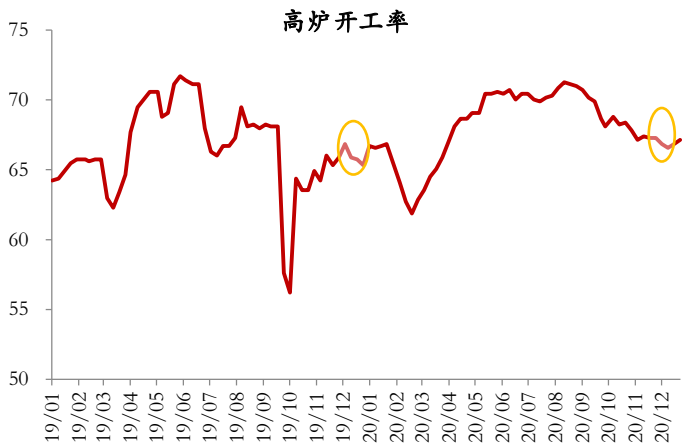
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 铜价 12 月份期间快速上行，预示经济复苏强劲



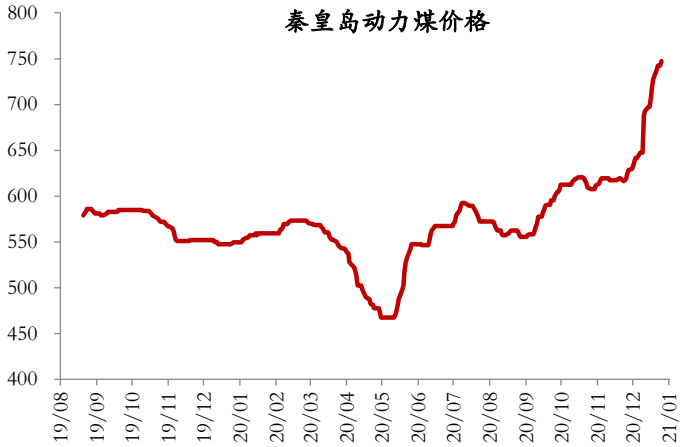
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 12 月高炉开工率高于去年同期水平



资料来源：wind，华安证券研究所

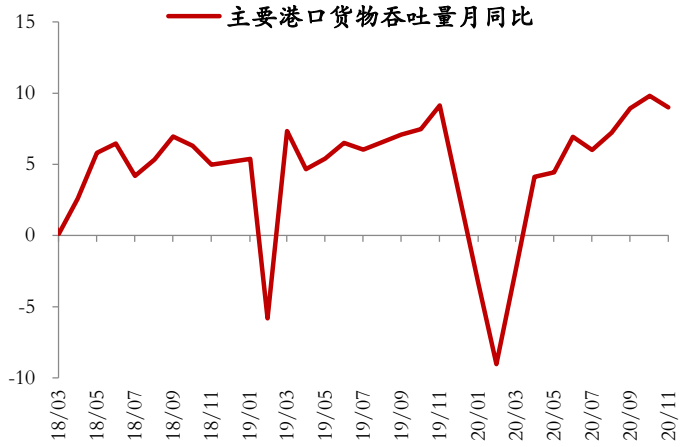
图表 6 动力煤价格不断创出新高，需求旺盛



资料来源：wind，华安证券研究所

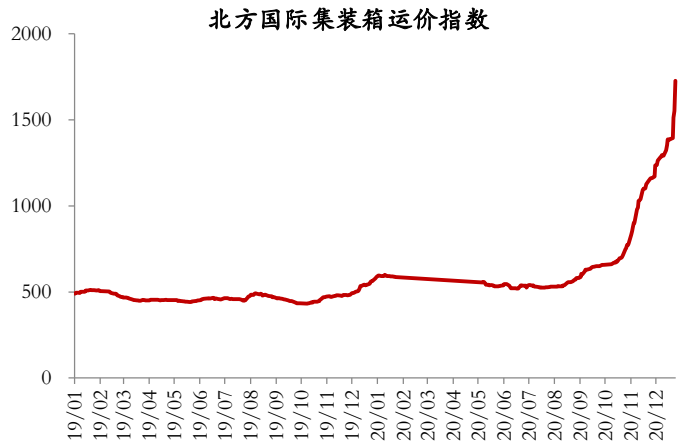
出口层面，高景气延续。表现在两个方面：其一，主要港口货物吞吐量月同比增速自 2 月份触底后整体上一路上行，趋势性提升态势比较明显，11 月同比增速为 9.01%，维持在同比增速的高位；其二，北方国际集装箱运价指数在最近两个月内飙升，尤其是 12 月份飙升的斜率几乎呈 90°直线式拉升，截止 12 月 26 日，指数收为 1727.76 单位点，较 11 月底的 1171.71 单位点，大幅提升了 556.05 个单位点，仅本月提升幅度就接近了 50%，与 11 月的提升幅度相差无几，而 11 月份的出口和净出口数据非常亮眼，这说明集装箱目前非常紧俏，也间接说明了出口的火热程度，出现了一箱难求的状态。出口整体看，至少在明年一季度之前仍会维持高景气状态，考虑到基数原因，预计明年 2 月份将出现出口增速的高点。

图表 7 11 月港口货物吞吐量同比维持高位



资料来源：wind，华安证券研究所

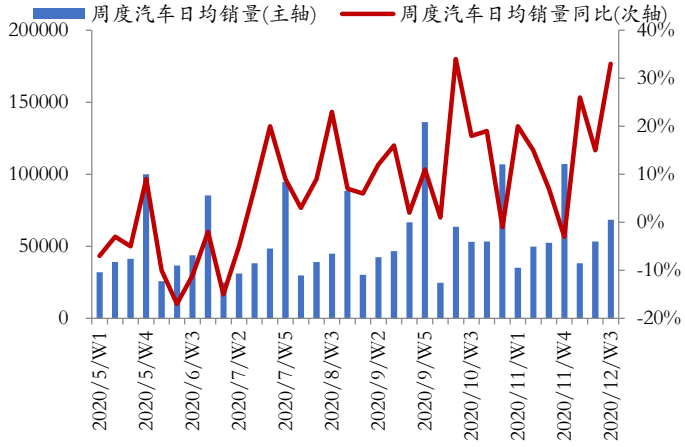
图表 8 北方国际集装箱运价指数大幅抬升，斜率更陡峭



资料来源：wind，华安证券研究所

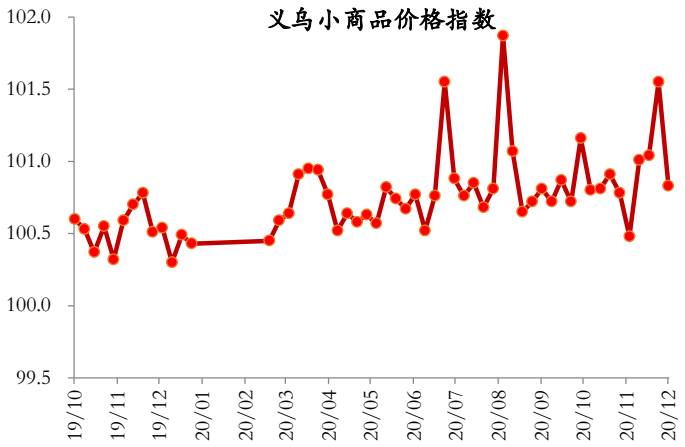
消费层面，大小类消费品均维持整体强劲改善态势。大件消费品方面：**其中房地产销售同比增速显韧性，基本维持在高位水平。**11 月商品房销售面积和销售金额同比增速分别达到 12.05%和 18.27%，较上月增速分别下滑了 3.22 和 5.31 个百分点，虽有小幅回落但整体来看仍然显现出韧性和基本维持较高增速状态。**12 月份汽车销售出现了疫情以来的最好状态，前三周均维持高增速。**根据乘联会周度日均销售数据显示，12 月的前三周日均销量增速分别达到了 26%、15%、33%，前三周整体增速在 25%左右，这相较 11 月 5%的零售增速大幅提升，表现强劲。12 月份零售强劲的原因在于去年年末压力特别大，因此基数偏低，此外今年多地出台刺激汽车消费的政策即将到期，消费者提前进行汽车消费。**家电产品销售情况，以空调为代表的家电增速整体维持在较高增长位置。**11 月份空调销量同比增速为 8.9%，继续维持在较高增速的水平位置上。整体来看，大件消费品增速维持改善的趋势较为明确。小件消费品方面，根据义务小商品价格指数显示，整体维持较好景气状态，12 月份前三周义务小商品价格指数平均为 101.14 单位点，较 11 月平均 100.8 单位点继续维持改善态势。**经济不断上行的趋势不变，消费进一步抬升的空间仍然很大，且抬升趋势确定性强。**

图表 9 12 月前三周日均汽车销量同比增长 25%左右



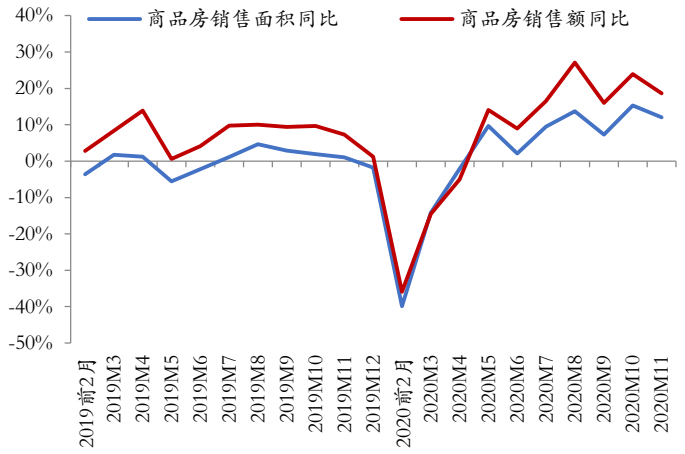
资料来源：乘联社，华安证券研究所

图表 10 12 月零售消费需求较 11 月有好转



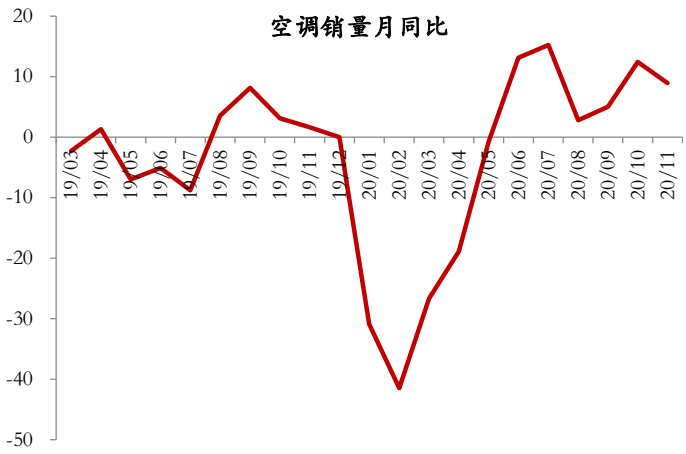
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 商品房销售整体维持在较好景气状态



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 空调销量增速维持在较高位增长

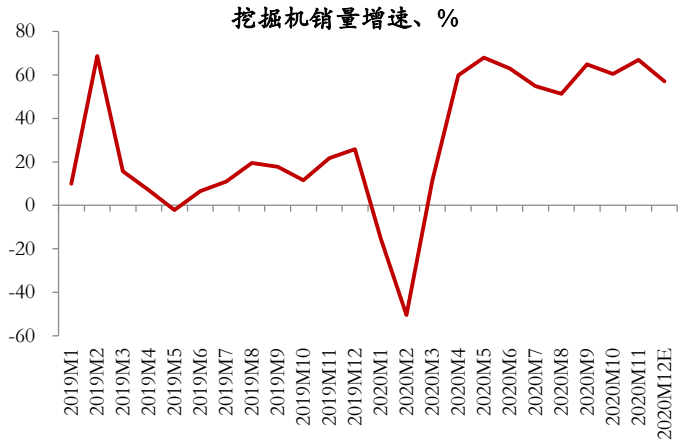


资料来源：wind，华安证券研究所

投资层面，挖机持续高增长，原材料价格大幅上涨或维持高位，均指向投资增速不断好转。其中一个重要的证据在于 12 月份挖机销量增速有望达到 55-60%的高增长水平，截止 11 月，挖掘机销量增速为 66.9%，继续维持高位增长。根据工程机械协会预估，12 月份挖掘机销量有望在 3.2 万台左右，同比增速有望达到 55-60%的水平。12 月份的开工小时数也将维持高位，挖掘机的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。**另一个重要的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 25 日，报收 154.90 单位点，在 12 月份以来基本维持稳定，与以前的 2 月份指数水平差不多一致，但较 8 月份低点 136 单位点，

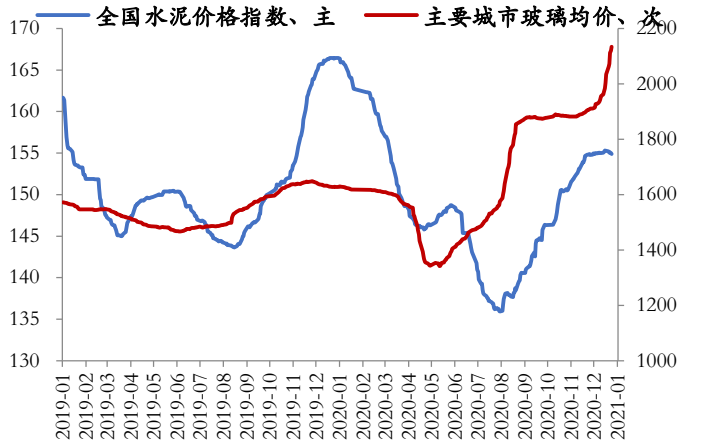
提升了接近 14%。主要城市玻璃价格继续大涨，尤其是在 12 月份，截止 12 月 25 日，玻璃均价报收 2134.5 元/吨，较 11 月底的 1911.25 元/吨，价格上涨了 223.25 元/吨，仅 12 月份价格就上涨了接近 12%，较 5 月份的 1347.47 元/吨低点，涨价幅度更是接近高达 60%。与房地产开发投资、基础设施投资密切相关的挖掘机、建筑材料等景气高涨，价格上升，都支撑着投资增速上行改善。

图表 13 12 月挖机销量维持维持高增长，预计在 55-60%



资料来源：wind，CME，华安证券研究所

图表 14 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 央行暖意频频维护流动性合理充裕，网存资金有望通过基金入市

宏观流动性合理充裕，股市流动性有望增加。近一周以来，流动性层面发生的最大变化在于两个方面：其一，宏观流动性落实合理充裕。自从中央经济工作会议召开确定了宏观政策不急转弯定调以来，央行暖意频频，不断释放流动性，先是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；再来最近一周的每一天都在进行净投放，12/21-12/25 的五天工作日时间里分别净投放了 900、1200、1000、300、300，合计 4300 亿的短期流动性。央行为市场提供合理充裕的流动性环境态势十分明确；其二，互联网存款产品下架有望推动部分资金入市。以支付宝为首的互联网平台最近一周纷纷下架了其互联网存款产品，潜在存款资金面临去向难题，在目前股票市场赚钱效应明显的情况下，部分网存资金有望通过基金或直接方式入市。

2020/12/26-2021/1/1 日当周，市场将有 400 亿资金到期，资金到期压力小。12/19-12/25 日当周央行通过公开市场操作投放了 4300 亿流动性，当周仅有 600 亿到期，因此实现净投放 3700 亿元。最近的两周央行投放流动性都较为充裕。

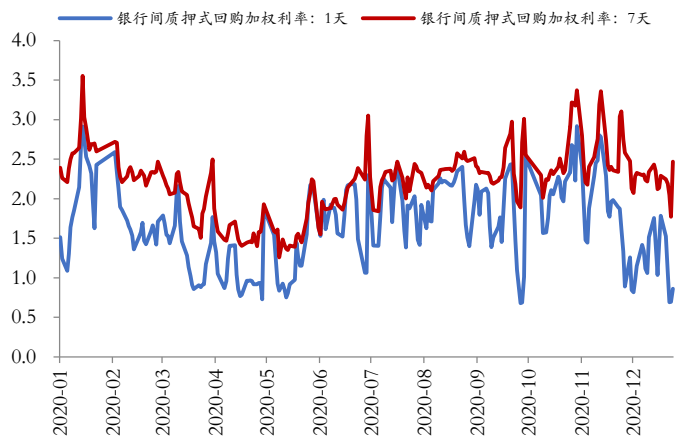
12/26-01/01 当周市场只有 400 亿资金到期，资金到期压力比上周还小，更是近几个月来最小的一周，对市场影响很微弱，后续也不排除将继续净投放流动性。

最近一周，隔夜利率和 1 天期利率显著回落，7 天期利率小幅抬升，中期利率继续缓慢下行，1 周 shibor 利率和 10 年期国债收益率基本维持稳定。受益最近一周央行流动性暖意，短端利率下行的态势比较明显，其中 1 天期银行间质押式回购加权利率和 SHIBOR 隔夜利率分别回落了 92 个 bp 和 93 个 bp，回落下行的幅度非常显著。7 天期银行间质押式回购加权利率小幅上行了 17.6 个 bp，SHIBOR 1 周利率继续维持平稳。

中端利率方面近期在持续下行，最近一周下行的态势延续，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率近一周分别下行了 8.9 个 bp 和 8.2 个 bp，延续下行态势，从 11 月底以来中期利率累积下行幅度相对比较明显，分别较阶段性高点下行了 37 个 bp 和 34 个 bp。最近一段时间内中期利率持续下行的原因在于货币过快收紧的预期被扭转，包括 11 月 M2 超预期上行和 MLF 提前及超量续作等都给予了市场对年底资金充裕的预期。

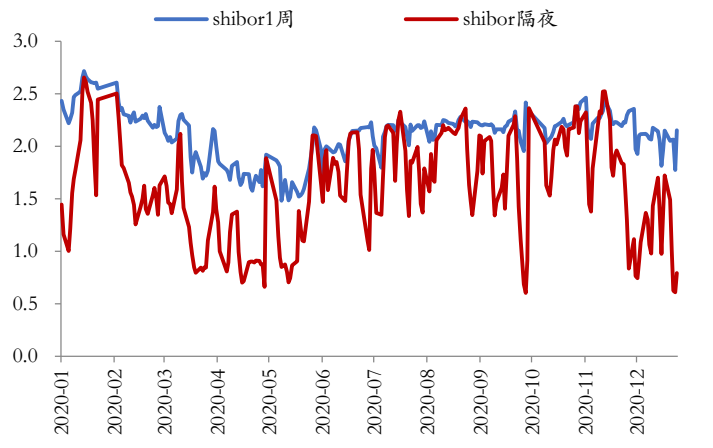
长端利率从 11 月底以来都维持了基本稳定，最近一周 10 年期国债收益率小幅下行了 3.7 个 bp，目前在 3.30%左右水平微幅波动。未来一段时间内，或者说到春节前后，随着货币过快收紧预期被扭转，悲观预期缓释的情况下，叠加央行出手保持流动性维持在合理充裕状态，预计未来一段时间中端利率会继续下行一定幅度，长端利率继续维持基本稳定或小幅下行，但从更长期角度来看或者说展望到明年 2 季度末，中长端利率的长期运行逻辑并未产生显著改变，一方面经济仍在持续复苏，无风险收益率持续上行，另一方面货币回归正常化过程中，流动性是在缓慢收紧的，在这两方面逻辑不变的情况下，中长端利率在消化这段时间的悲观预期后，仍将面临稳中有上行的压力。

图表 15 近一周 1 天期利率大幅回落，7 天期小幅上升



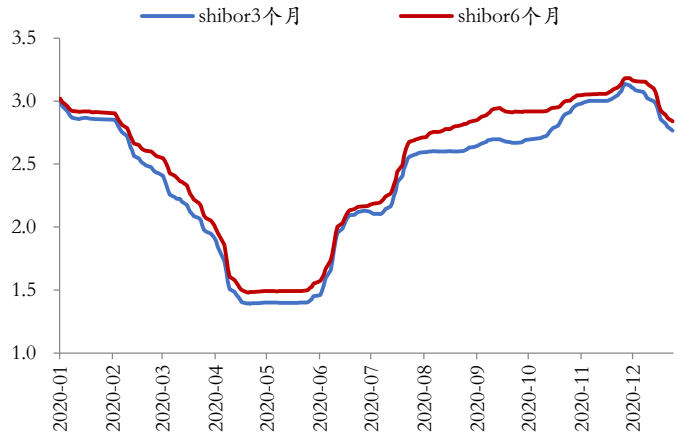
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 近一周 SHIBOR 隔夜利率大幅回落，1 周利率持平



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 shibor 中期利率继续下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 10 年期国债收益率近段时间基本维持高位稳定



资料来源：wind，华安证券研究所

政策呵护流动性平稳过渡的方式被确认，货币政策过快收紧的担忧缓释。12 月 16-18 日，召开了中央经济工作会议，对来年的经济工作和政策进行了定调。对货币政策而言，一如既往的延续“稳健”主基调，具体操作上要求“灵活精准、合理适度”，与 2020 年 7 月底中央政治局会议“更加灵活适度、精准导向”的要求相比，**一方面更加注重了“合理”的倾向，**即为了应对和减小疫情冲击而实施的临时宽松政策将随疫情冲击减弱而有序退出，重回正常化操作；**另一方面，会议同时强调了宏观政策“不急转弯，把握好政策时度效”，**即尽管货币政策应该退出，但退出的节奏和力度不应发生急转弯、急掉头的巨大变化。从 7 月中旬二季度经济数据超预期开始，市场一直在担心货币政策过快收紧，近 5 个月的表现是，货币政策的确在向正常化回归，宏观杠杆率的抬升速度显著放缓，但并没有出现急转向，最强印证一是 M2 同比增速没有出现单边快速回落，二是 12 月初 MLF 提前续作以及中旬的 MLF 超量续作都表达出呵护流动性平稳过渡的信号，“不急转弯”也确认了 2021 年货币回归正常化的节奏将有序平稳，不会过快转向。**经济工作会议还确认了货币供应和社融增速要同名义经济增速基本匹配，以保持宏观杠杆率基本稳定。**

1.3 市场风险偏好持续上行的趋势不变

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。

海外部分风险落地，也有助于进一步提振市场风险偏好。一方面，经过长达几个月的拉锯战之后，规模高达9000亿美元的新冠疫情第二轮经济纾困计划终于达成，此外美国2021财年1.4万亿美元的预算法案也获得通过，此举有助于稳定提升美国经济复苏的预期。另一方面，经过多年的谈判僵持，英国与欧盟终于在12月24日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。海外上述两件大事落地均有助于进一步提振市场情绪。

2 行业配置：疫情反复带来波动，但不改变复苏主线

行业配置思路：冬季疫情虽有反复，但在疫苗进展加速以及宏观政策“不急转弯”的背景下，仍然关注经济复苏主线。因此，继续关注兼具高景气度和低估值的有色金融，及业绩向好且带有科技属性的军工板块。

经济基本面，需求强劲叠加疫苗进程加速，复苏路径延续。尽管因冬季疫情再度爆发，以及英国病毒变异等因素，带来市场对复苏的担忧，但随着全球疫苗进程的加速，并未改变复苏的主线。其中，近期上游资源品价格持续上行，显示出需求端强劲指向复苏路径的延续。从 12 月中旬全国流通领域生产资料价格变动来看，以黑色金属、有色金属、煤炭为代表的主要资源品延续了 12 月上旬以来的涨势。同时，11 月规模以上工业企业实现利润同比虽然因为基数效应减弱，同比增速较 10 月份有所下移，当仍保持两位数 15.5%的增速。

央行净投放 3700 亿，预计年末流动性维持稳定。12 月第四周央行共计开展了 4300 亿逆回购，同时有 600 亿资金到期，净投放 3700 亿，在货币政策回归正常化的过程中延续保持流动性稳健的思路。从银行间市场来看，12 月在央行 MLF 超额续作以及净投放的呵护下，DR007 较 11 月有明显下移。因此，就年末的时点来看，预计央行或将延续稳健的操作。而从更长期的维度来看，在货币逐步正常化不变的大趋势下，低估值的周期和金融板块受到的影响较小。

估值表现分化，有色、国防军工估值分位抬升。12 月第四周行情主线仍然围绕周期，有色板块估值进一步提升。同时，国防军工也表现亮眼，估值分位数显著上移。但从大金融板块来看，在估值仍处于绝对低位的同时，还有不同程度调降，具备较高的配置价值。

因此，复苏主线延续的背景下，行业配置依然重点关注周期、金融为代表的三类机会：一是顺周期的高景气度上游大宗商品，如有色行业；二是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块的银行、地产和非银；三是四季度业绩和十四五订单带来确定性，并带有一定科技属性的军工板块。

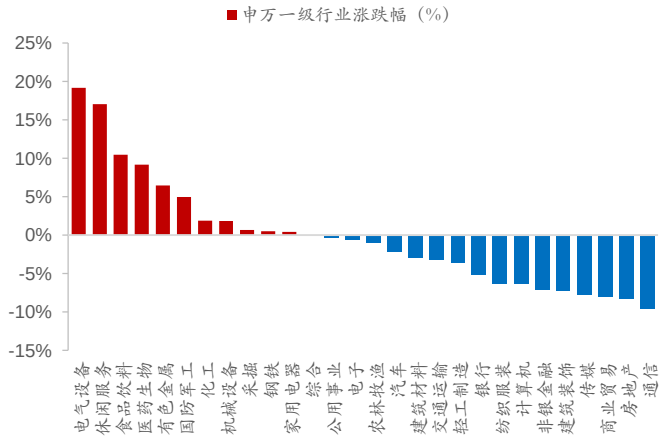
2.1 本月首选行业表现回顾

12 月第四周，市场涨跌互现，申万一级行业涨跌各半。首选行业中，国防军工、有色金属领涨，且在所有行业中涨幅居前，大金融板块中银行、房地产处于中游，非银金融表现靠后。12 月 21 日至 12 月 25 日，国防军工、有色、银行、房地产和

非银金融变化 8.14%、4.78%、-1.09%、-2.70%和-3.53%，表现有一定分化。

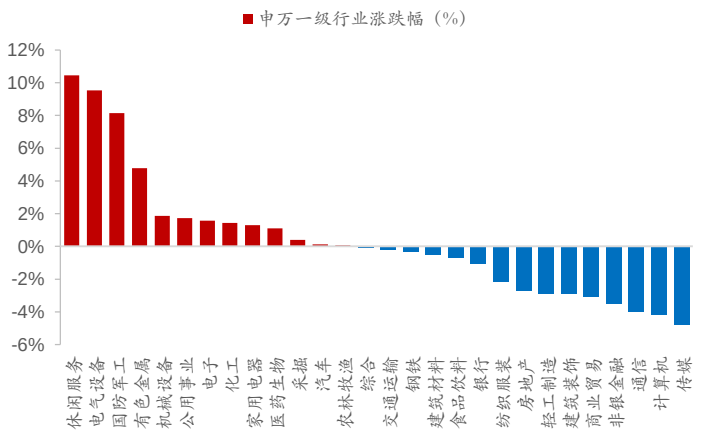
从估值变化角度来看，第四周国防军工估值分位数上移最为显著，有色小幅上移，大金融估值有不同程度调降。从行业板块来看，行情依然是以周期及顺周期板块为主，有色金属板块估值分位继续上移，从 64%上移至 69%。除此以外，国防军工估值受板块爆发带动，分位数从 58%大幅上移至 68%的水平。大金融方面，除非银金融估值分位数明显调降至 21%之外，银行与房地产估值依旧保持稳定，维持在绝对低估值水平，并有小幅下调。

图表 19 12 月以来近半数申万一级行业收涨（%）



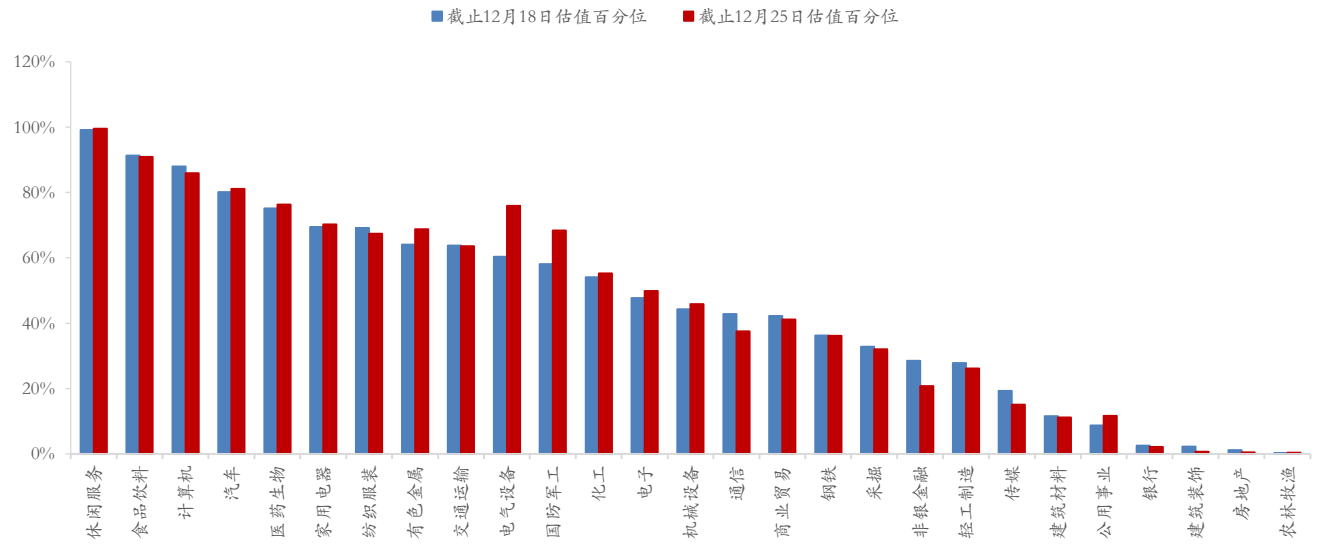
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 12.21-12.25 国防军工、有色金属涨幅居前



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 有色、国防军工估值分位数继续上移，大金融估值有不同程度调降



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选行业景气跟踪

2.2.1 有色：短暂调整不影响复苏主线，有色仍是周期强势品种

复苏主线带来周期强势表现的延续，在需求侧的持续推动下，带来有色板块景气度的维持。一方面，近期尽管疫情方面，欧美的再度爆发以及英国病毒的变异，或为复苏带来一丝阴霾，但整体来看，在疫苗进展顺利且各国接连将接种疫苗提上议程之后，复苏主线仍然成立。因此，在需求侧的推动下，仍然为有色板块的高景气提供支撑。另一方面，上周带动有色板块强劲上涨的主要动力还来自于以锂、碳酸锂为代表的小金属，主要是来自于新能源概念的带动。

从价格来看，12 月第三周多数有色金属价格微跌，包括铜、铝在内的主要工业金属有不同程度的下跌。其中，LME 铜价格下跌 2.1%，LME 铝下跌 1.2%，LME 锌下跌 0.8%。小金属方面，金属钕上涨 1.7%，金属锂上涨 2.2%，碳酸锂上涨 5.8%。

利润方面，12 月第四周铝行业利润微降，每吨利润较上周 3800 元附近微降至 3300 元。**库存方面，本周因欧美圣诞假期因素仅关注上期所，主要工业金属库存保持在低位。**其中，锌库存继续显著下移，铜、铝库存微升。整体来看，自 12 月中旬回归复苏主线后，有色板块延续了强势表现，尽管短期价格、利润及库存有所调整，但复苏路径的延续依然将对景气度给予支撑。

估值维度，随着周期表现依旧强势，有色金属板块估值继续抬升。截止 12 月 25 日有色行业 PETTM 的估值为 49.2，处于历史估值 69%的分位水平，较前一周进一步上移。

英国病毒变异或为复苏进程带来阴霾，但疫苗进展加速不影响复苏主线。当前有色高景气度的主要逻辑来自于复苏，但上周英国因变异病毒带来疫情的再次爆发以及全面锁国，带来了对全球疫情演变不确定性的担忧。但是，随着疫苗进展的加速，以及包括意大利、日本将开展新冠疫苗的接种，以及土耳其等国引进中国疫苗来看，将不会影响未来复苏的主线。

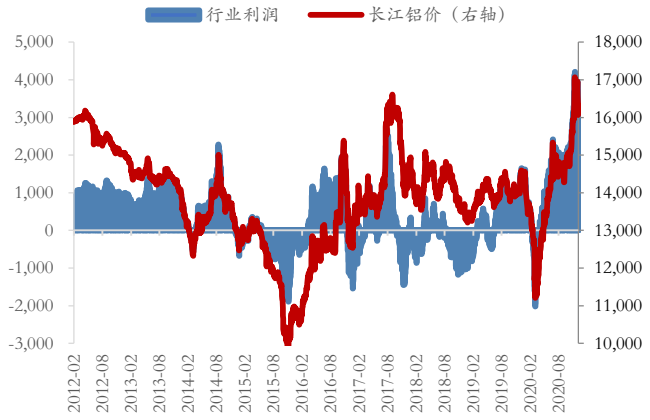
关注标的：神火股份、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等。

图表 22 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 21 日-12 月 24 日）

商品（美元/吨）	上周价格	周末价格	周涨跌
LME 3 个月铜	7,995.50	7830.50	-2.1%
LME 3 个月铝	2,055.00	2030.00	-1.2%
LME 3 个月锌	2,858.00	2836.00	-0.8%
LME 3 个月铅	2,030.00	1990.00	-2.0%
LME 3 个月锡	20,080.00	20,045.00	-0.2%
LME 3 个月镍	17,480.00	16,975.00	-2.9%

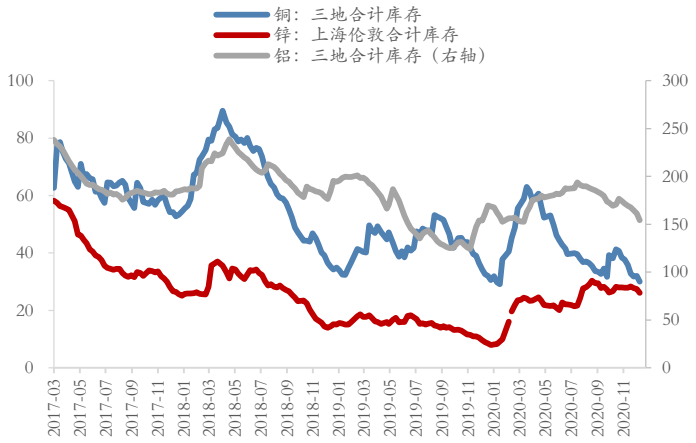
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 12 月第四周电解铝行业利润微降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 12 月第四周上期所锌库存继续下移，铜、铝微升



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.3 金融：刑法修正案严峻执法，改革推动资本市场有序发展

政策释放温和回归信号，利好金融业绩边际改善。银行方面，18 日召开的中央经济工作会议对宏观政策“不急转弯”的表述，对于政策回归常态化的节奏予以表态，并带来经济恢复的预期；同时 21 日召开的国常会决定适当延长两类贷款，包括普惠小微企业贷款和普惠小微企业信用贷款支持计划，在进一步体现对实体经济的支持作用之外，也带来银行坏账担忧的减弱。**非银金融方面，**在资本市场改革提速叠加直接融资数额提升，券商业绩迎来向好预期；保险方面，除受益于利率水平抬升之外，随着“中国版 IFRS17”的落地，未来在经营结果更透明的同时也会带来险资高质量的发展。**地产方面，**在房住不炒总基调下，四季度将是政策和利润的阶段性底部，行业下行空间有限；同时头部公司成长动能依旧强劲，竞争格局清晰。

非银金融估值明显回落，银行、房地产估值微降。上周非银金融的估值分位从 29%再度回落到 21%的水平，PB 绝对值降至 1.89。银行、地产方面，估值在保持稳定的同时，仍然处于底部区间。其中，银行 PB 分位数从 2.5%位降至 2.1%，PB

绝对值微降至 0.69；地产方面，估值分位数继续回落至 0.5%。整体来看，估值处于底部区间的金融板块的估值具有一定的吸引力。

刑法修正案严峻执法，叠加注册制大背景，推动资本市场健康有序良性发展。在资本市场的改革过程中，可以看到在大力推动注册制以及资金入市的背景下，相关法律和规则制度的完善也不断提速。尤其是 12 月 26 日刑法修正案的通过，加大了对包括欺诈发行的惩罚力度。险资方面，在市场预计明年险资将加大权益投资额的同时，“中国版 IFRS17”的出台，也不断推动险资运营更加透明化。

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 25 金融市场改革步伐渐行渐近

时间	事件
12 月 23 日	**完善现代金融监管体系 强化反垄断和防止资本无序扩张** 银保监会党委书记、主席郭树清主持召开党委扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神，会议要求，完善现代金融监管体系。强化反垄断和防止资本无序扩张，坚持金融创新必须在审慎监管的前提下进行。提高金融法治化水平，对各类金融活动和行为依法实施全面监管。深化“放管服”改革，发展监管科技，大力提升监管效能。
12 月 24 日	**财政部印发新保险合同准则，“中国版 IFRS17”，境内外同步上市企业自 2023 年起执行。** 财政部发布关于修订印发《企业会计准则第 25 号——保险合同》的通知称，在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自 2023 年 1 月 1 日起执行；其他执行企业会计准则的企业自 2026 年 1 月 1 日起执行。同时，允许企业提前执行。
12 月 25 日	**监管层已取消存量科创主题基金的规模限制，多只科创主题基金松绑放开申购。** 近日，博时基金、万家基金旗下的博时科技创新混合、万家科技创新发布了取消规模控制的公告。与此同时，嘉实基金、富国基金、华夏基金、汇添富基金、易方达基金于 12 月相继发布公告，宣布开放日常申购、转换、定期定额投资业务的公告。一直以来，监管层对科创主题基金都有统一的要求，设有 10 亿元的规模上限，基金公司都在此要求下运营基金。
12 月 26 日	**证监会：将认真贯彻落实刑法修正案（十一）为契机，推动加快修改完善刑事立案追诉标准。** 加强刑法修正案（十一）内容的法治宣传教育，不断深化与司法机关的协作配合，坚持“零容忍”打击欺诈发行、信息披露造假等各类证券期货违法犯罪行为，切实提高违法成本，有效保护投资者合法权益，全力保障资本市场平稳健康发展。
12 月 26 日	**第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案（十一）：大幅提高上市公司欺诈发行、信息披露造假等犯罪的刑罚力度，信披造假取消 20 万罚金上限** • 对于欺诈发行，修正案将刑期上限由 5 年有期徒刑提高至 15 年有期徒刑，并将对个人的罚金由非法募集资金的 1%-5%修改为“并处罚金”，取消 5%的上限

	限制，对单位的罚金由非法募集资金的 1%-5%提高至 20%-1 倍。 • 对于信息披露造假，修正案将相关责任人员的刑期上限由 3 年提高至 10 年，罚金数额由 2 万元-20 万元修改为“并处罚金”，取消 20 万元的上限限制。 • 修正案强化对控股股东、实际控制人等“关键少数”的刑事责任追究。实践中，控股股东、实际控制人等往往在欺诈发行、信息披露造假等案件中扮演重要角色。修正案强化了对这类主体的责任追究，明确将控股股东、实际控制人组织、指使实施欺诈发行、信息披露造假，以及控股股东、实际控制人隐瞒相关事项导致公司披露虚假信息等行为纳入刑法规制范围。

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 国防军工：军费总量增长叠加结构调整，带来业绩确定性

军费总量稳定增长，内部结构优化，业绩确定性带来支撑。军工业绩呈现较为明确的确定性，一是“十三五”订单积压爆发，以及四季度的业绩确认带来的确定性；二是“十四五”期间在军费温和增长，以及军工从 2G 向 4G 发展的过程中，结构调整下军工需求端的强确定性，为军工细分产业的高景气带来支撑。

从估值来看，国防军工分位数显著上移。截止 12 月 25 日，国防军工行业的整体 PETTM 估值为 71.4 倍，历史估值分位数从前一周的 58%显著上移至 68%。整周来看，军工板块的强势拉升带来了估值的显著上移，尽管目前较 12 月初的估值水位有所抬升，但距离 9 月份的高位仍有一定距离，因此仍具有一定的安全边际。

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 26 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
有色	神火股份、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等
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；经济复苏不及预期；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。