定调积极，偏好上移

报告日期：2020-12-20

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：

● 定调积极，偏好上移

宏观政策“不急转弯”定调解除了市场对政策过快转向的担忧，有力提振风险偏好，叠加经济恢复屡超预期，市场上行趋势有望进一步延续和加强。经济层面，复苏屡超预期，持续强劲改善。据测算 11 月单月经济增速超过了 7%，较 10 月超过 6.5%更进一步提升，目前这两个月综合增速已经超过了 6.7%，预计四季度增速有望至少在 6.5%以上。净出口、制造业投资、消费是 11 月经济超预期的亮点。**货币层面，呵护流动性平稳过渡的路径被确认，后续仍将维持温和缓慢回归态势。**经济工作会议对货币政策的操作一方面更加注重“合理”化倾向，另一方面也强调了“不急转弯”，综合来看明确定调了明年货币温和缓慢回归正常化的路径。此外，货币供应量和社融增速要同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定在会议上被确认，正合市场预期。**市场风险偏好短期有望获得明显提振。**中央经济工作会议定调中性偏积极，其中最重要的影响在于扭转了市场对宏观政策过快转向的担忧，此前抑制市场情绪的偏悲观担忧将有所缓释。再者给予了市场对明年的美好期待，并指出了一条切实可行可达的路径，即需求侧管理和有迹可循的具体举措，明年新发展格局将初见气象。此外，最严退市新规问世，也有利于提升市场的中长期估值中枢。**因此，整体来看，市场上行趋势不改，并有望加强，积极参与年末行情和春季躁动行情，正值其时。**

● 周期助力，继续关注复苏主线

中央经济工作会议定调，宏观政策不搞急转弯，支持经济回归潜在增速，需求侧推动下延续复苏主线。11 月规模以上工业增加值中制造业增长 7.7%，表明除供给端因素外，需求侧是推升大宗商品持续高景气的重要逻辑。估值表现有所分化，有色在领涨的同时估值显著回升，但大金融板块估值仍然处于底部，具有较高的配置价值。因此，在前期震荡并未影响复苏主线的情况下，行业配置依然看好以周期和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；中美关系显著恶化；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 市场观点：定调积极，偏好上移 4

1.1 经济强劲改善，屡超预期 4

1.2 货币政策不急转弯定调，解除政策过快收紧担忧 8

1.3 市场短期风险偏好有望被明显提振 10

2 行业配置：周期助力，继续关注复苏主线 11

2.1 本月首选行业表现回顾 11

2.2 首选行业景气跟踪 12

2.2.1 有色：市场表现重回复苏主线，周期回暖有色领涨 12

2.2.3 金融：以非银为代表金融业绩边际改善，改革催化良性循环 14

2.2.3 国防军工：订单确定性推动军工高景气度 15

图表目录

图表 1 11 月份经济增长超过 7%（初值测算），较 10 月继续提升 5
图表 2 社零消费同比增速继续提升，仍未恢复至潜在水平，提升潜力仍存 5
图表 3 11 月出口增速和进口增速的贫口扩大 6
图表 4 11 月净出口对经济的贡献作用继续强化 6
图表 5 11 月固投单月增速续创新高 7
图表 6 11 月基建投资单月增速有所回落 7
图表 7 房地产开发投资单月增速出现拐头迹象 7
图表 8 制造业投资单月增速显著改善 7
图表 9 11 月规上工业增加值同比增速继续小幅改善 8
图表 10 近一周 1 天期利率有所抬升，7 天期利率持平 9
图表 11 近一周 SHIBOR 隔夜利率有所抬升，1 周利率持平 9
图表 12 SHIBOR 中期利率持续下行 9
图表 13 10 年期国债收益率近段时间基本维持高位稳定 9
图表 14 12 月以来申万一级行业多数收涨（%） 12
图表 15 12.14-12.18 有色金属领涨（%） 12
图表 16 有色估值分位数明显上移，非银、国防军工估值小幅上调，银行及地产估值平稳 12
图表 17 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 14 日-12 月 18 日） 13
图表 18 12 月第三周电解铝行业利润维持高位 14
图表 19 12 月第三周，三地交易所库存延续下行趋势 14
图表 20 金融市场改革步伐渐行渐近 15
图表 21 首选行业及关注标的 16

1 市场观点：定调积极，偏好上移

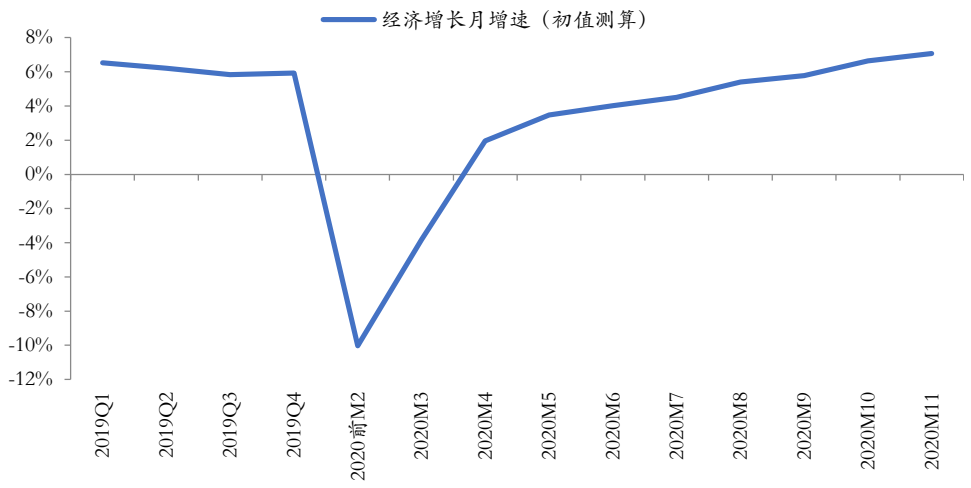
宏观政策“不急转弯”定调解除了市场对政策过快转向的担忧，有力提振风险偏好，叠加经济恢复屡超预期，市场上行趋势有望进一步延续和加强。经济层面，复苏屡超预期，持续强劲改善。据测算 11 月单月经济增速超过了 7%，较 10 月超过 6.5%更进一步提升，目前这两个月综合增速已经超过了 6.7%，预计四季度增速有望至少在 6.5%以上。净出口、制造业投资、消费是 11 月经济超预期的亮点。**货币层面，呵护流动性平稳过渡的路径被确认，后续仍将维持温和缓慢回归态势。**经济工作会议对货币政策的操作一方面更加注重“合理”化倾向，另一方面也强调了“不急转弯”，综合来看明确定调了明年货币温和缓慢回归正常化的路径。此外，货币供应量和社融增速要同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定在会议上被确认，正合市场预期。**市场风险偏好短期有望获得明显提振。**中央经济工作会议定调中性偏积极，其中最重要的影响在于扭转了市场对宏观政策过快转向的担忧，此前抑制市场情绪的偏悲观担忧将有所缓释。再者给予了市场对明年的美好期待，并指出了一条切实可行可达的路径，即需求侧管理和有迹可循的具体举措，明年新发展格局将初见气象。此外，最严退市新规问世，也有利于提升市场的中长期估值中枢。**因此，整体来看，市场上行趋势不改，并有望加强，积极参与年末行情和春季躁动行情，正值其时。**

1.1 经济强劲改善，屡超预期

11 月单月经济增速上升至超过 7%，预计四季度增速至少将在 6.5%以上。根据我们测算，11 月份的单月经济增速已经超过了 7%的水平，相较 10 月份超过 6.5%增速更进一步提升。综合 10、11 月的情况来看，整体增速已经超过了 6.7%，此外从 12 月份的高频数据来看仍然维持强劲复苏的态势，因此哪怕 12 月份的经济不如 10、11 月强劲，但整体四季度的经济增速都有望至少在 6.5%以上增速水平，全年经济增长则有望在 2.3%以上。**11 月经济继续大幅改善的动能主要在于净出口、制造业投资和消费的贡献。**

展望 12 月和明年一季度，尽管目前短期的经济增速水平已经超过了疫情前的潜在增速水平，但经济处于提升通道的趋势没有改变。尤其是由于经济动能的惯性延续和 2020 年一季度数据低基数原因，明年一季度经济增速将出现中国经济正常发展以来的罕见高度，预计将达到 18-20%，这一点是比较确定性的，市场对此也有共识。

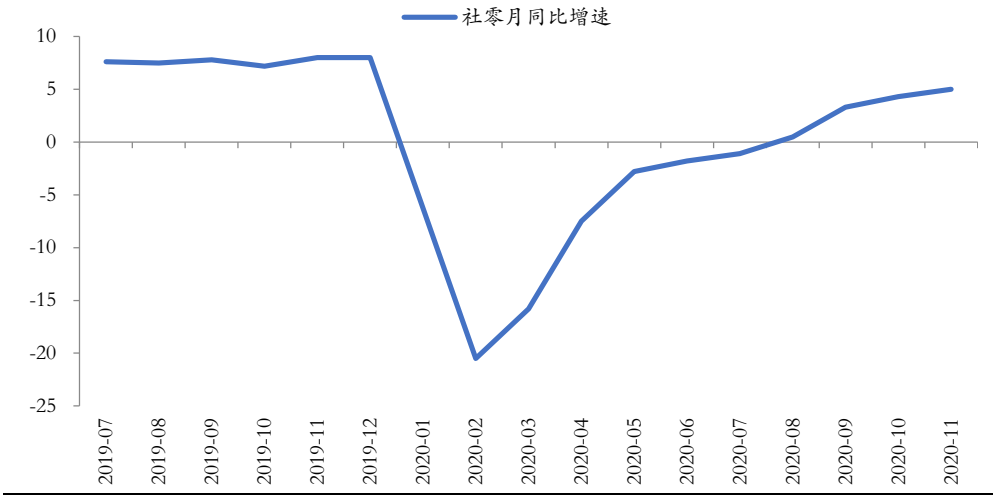
图表 1 11 月份经济增长超过 7%（初值测算），较 10 月继续提升



资料来源：wind，华安证券研究所

消费方面，社零同比增速继续边际改善，仍存在较大的提升潜力。冬季各地区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，消费同比增速提升的趋势一直在延续。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，在 11 月份消费提升的过程中，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。通常社零消费会比经济的潜在增长水平高 2 个百分点左右的增速，目前社零离其本身的潜在增速仍有较大差距，存在较大的提升潜力。

图表 2 社零消费同比增速继续提升，仍未恢复至潜在水平，提升潜力仍存



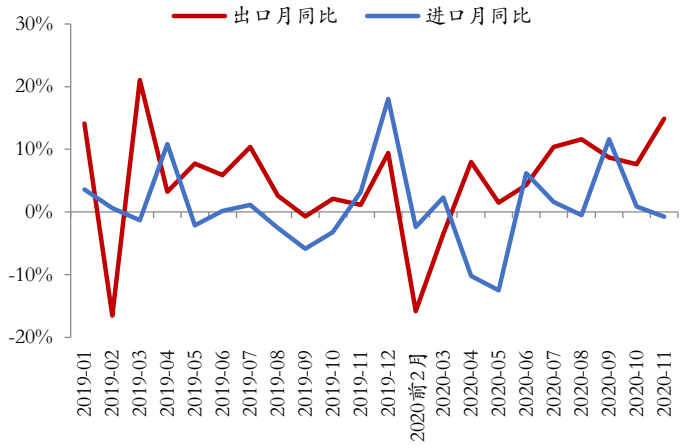
资料来源：wind，华安证券研究所

11 月净出口同比增速创年内次高，对经济的贡献作用加强。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。进口金额月同比增速-0.77%，较上月增速边际下降了近 1.7 个百分点，出口增速与进口增速的剪口有所扩大，也带动了净出口同比增速再走高。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。站在 4 季度角度看，10、11 月净出口整体同比增速为 62.01%，显著好于 3 季度的 37.31%和 2 季度的 55.61%。

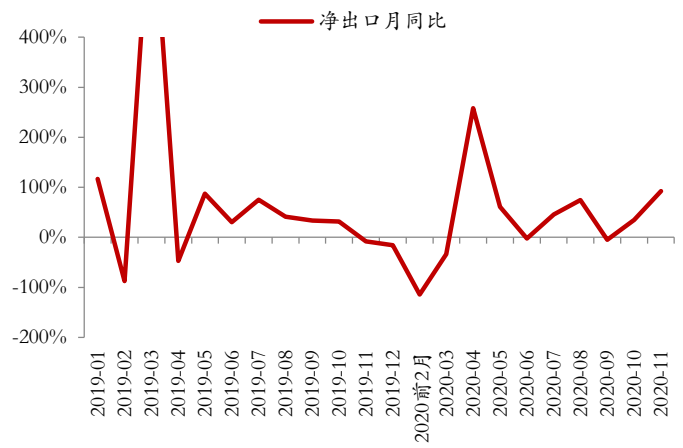
出口支撑的天平指针越来越偏向经济复苏，出口动能有望延续。11 月出口和净出口增速大幅边际改善的支撑有两个显著特征：① 从出口经济体角度，主要由美国和欧洲国家带动。② 从出口商品看，玩具、汽车及零部件、高新技术产业、陶瓷、钢材、塑料、集成电路、机电产品等对 11 月出口增速提升贡献较大，而前期与防疫、生活物资相关的纺织纱线织物制品、服装衣着附件、药材药品等贡献较小或产生负向贡献。这都同时指向了出口支撑力正从前期“防疫”关键词相关物品转换成“经济复苏”关键词相关物品。随着海外经济持续复苏，出口支撑动能有望延续。

图表 3 11 月出口增速和进口增速的剪口扩大



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 11 月净出口对经济的贡献作用继续强化



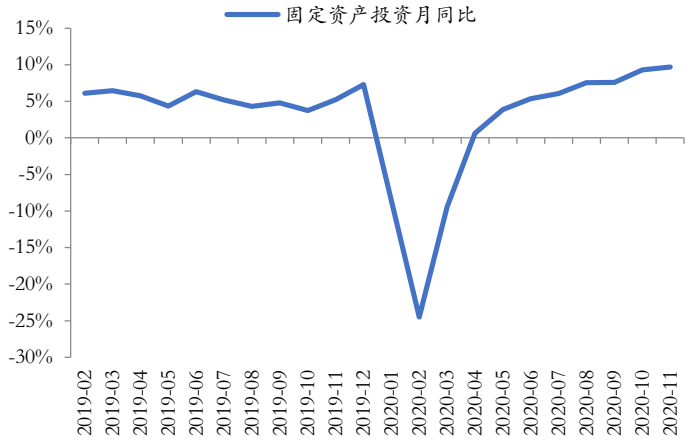
资料来源：wind，华安证券研究所

11 月份固投单月同比增速继续提升，刷新 2017 年以来新高。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，制造业投资的单月增速在 11 月出现非常显著的提升，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）制造业投资方面，11 月累计同比增速进一步收窄至-3.5%，有所改善，但单月同比增速改善幅度更明显，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）基建投资方面，11 月累计同比增速为 3.32%，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）房地产开发投资方面，11 月累计同比增速达 6.8%，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。

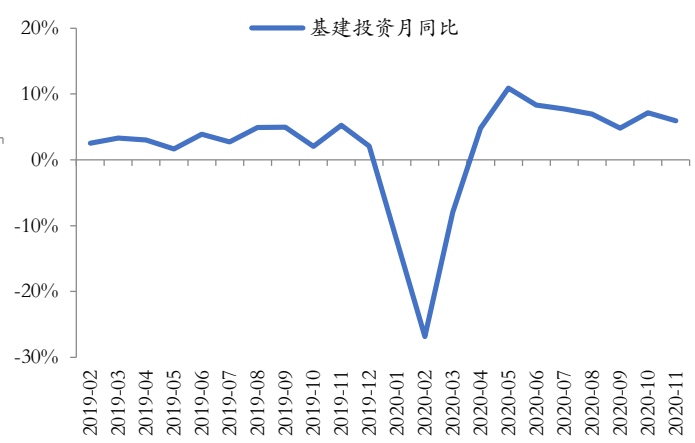
规模以上工业增加值单月同比增速继续提升，提升趋势不变。11 月规上工业增加值单月同比增速为 7.0%，较上月小幅提升了 0.1 个百分点，高位水平上进一步提升，同时该单月表现也创下了 2018 年 2 月以来的次高，仅次于 2019 年 3 月份单月增速。近段时间以来，电力供需矛盾逐渐凸显，电力需求旺盛，主要原因便在于工业生产景气不断提升，预计规上工业增加值增速仍会有提升空间。

图表 5 11 月固投单月增速续创新高



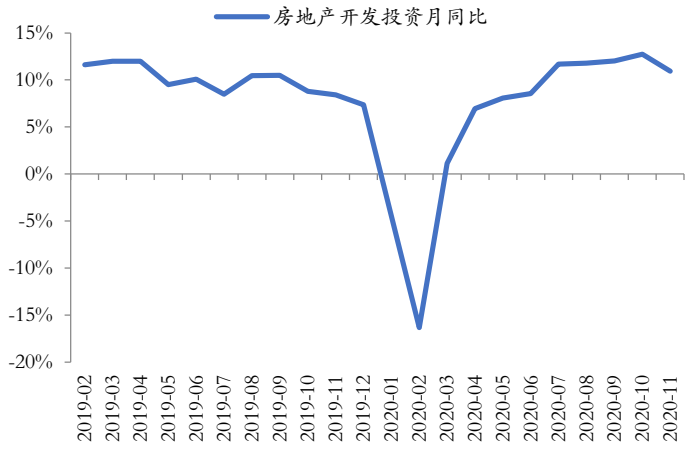
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 11 月基建投资单月增速有所回落



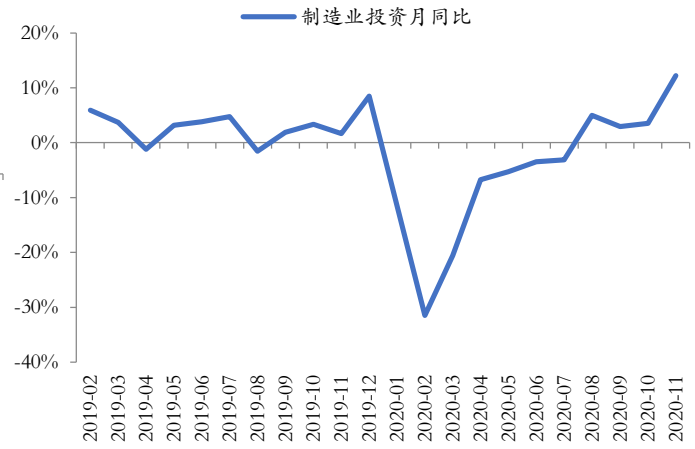
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 房地产开发投资单月增速出现拐头迹象



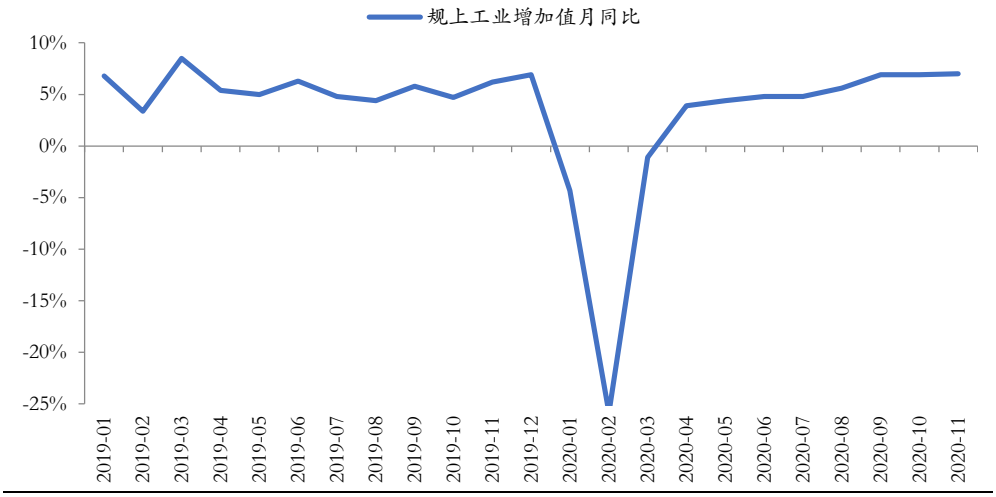
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 制造业投资单月增速显著改善



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 11 月规上工业增加值同比增速继续小幅改善



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 货币政策不急转弯定调，解除政策过快收紧担忧

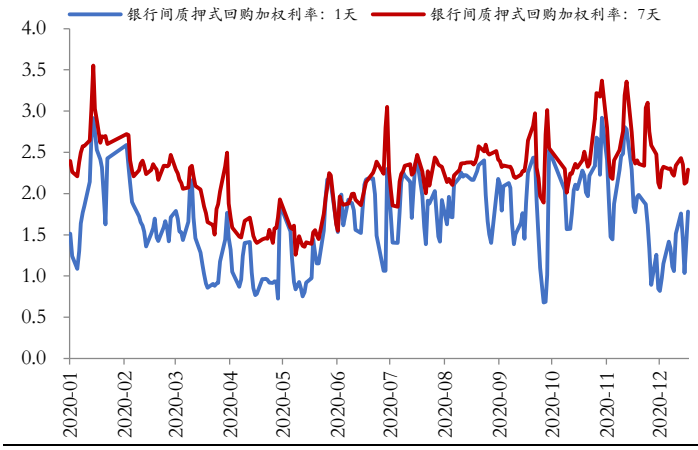
政策呵护流动性平稳过渡的方式被确认，货币政策过快收紧的担忧缓释。12 月 16-18 日，召开了中央经济工作会议，对来年的经济工作和政策进行了定调。对货币政策而言，一如既往的延续“稳健”主基调，具体操作上要求“灵活精准、合理适度”，与 2020 年 7 月底中央政治局会议“更加灵活适度、精准导向”的要求相比，**一方面更加注重了“合理”的倾向，**即为了应对和减小疫情冲击而实施的临时宽松政策将随疫情冲击减弱而有序退出，重回正常化操作；**另一方面，会议同时强调了宏观政策“不急转弯，把握好政策时度效”，**即尽管货币政策应该退出，但退出的节奏和力度不应发生急转弯、急掉头的巨大变化。从 7 月中旬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。**

最近一周，隔夜利率明显上行，中期利率持续下行，1 周利率和 10 年期国债收益率基本维持稳定。最近一周短端利率明显上行，其中 1 天期银行间质押式回购加权利率和 SHIBOR 隔夜利率分别上行了 27.1 个 bp 和 29.2 个 bp，7 天期银行间质押式回购加权利率和 SHIBOR 1 周利率微幅下行，基本平稳，分别下行了 5 个 bp 和 3 个 bp。中端利率方面近期在持续下行，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率近一周分别下行了 16.1 个 bp 和 20.8 个 bp，下行幅度比较明显，我们认为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；长端利率近周维持基本稳定，10 年期国债收

益率上行了 1.4 个 bp，目前在 3.33%左右水平微幅波动。未来一段时间，随着货币过快收紧预期被扭转，悲观预期缓释的情况下，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，但从长期角度来看，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。

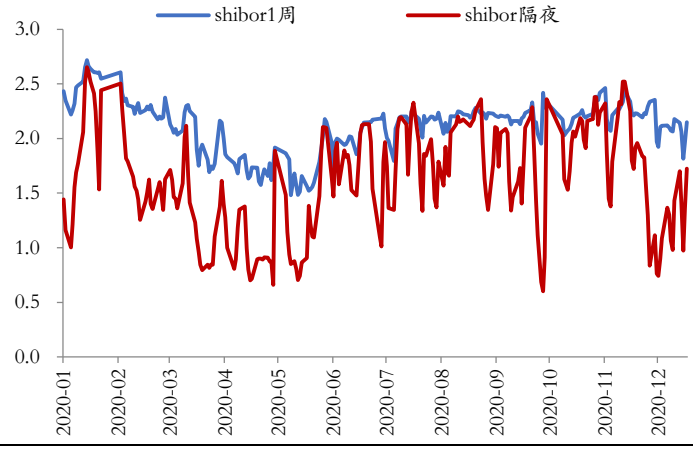
12/19-12/25 日当周，市场将有 600 亿资金到期。当周市场只有 600 亿资金到期，资金到期压力是近几个月来最小的一周，预计对市场的影响将很微弱。12/12-12/18 当周资金有 4500 亿到期，但续作了 10100 亿资金，相当于释放了 5600 亿流动性，且基本都是长期流动性。

图表 10 近一周 1 天期利率有所抬升，7 天期利率持平



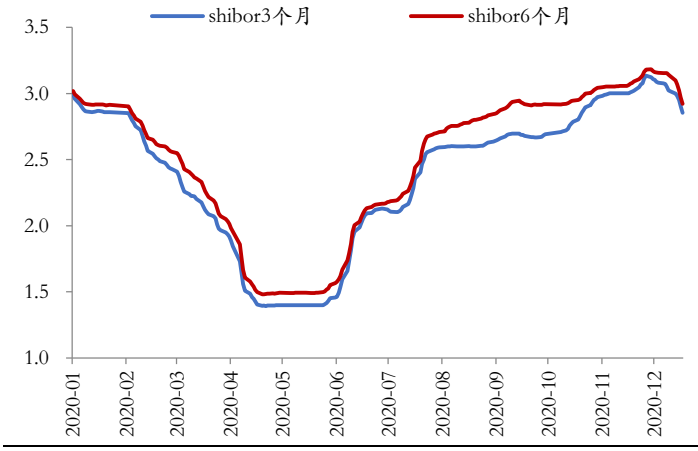
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 近一周 SHIBOR 隔夜利率有所抬升，1 周利率持平



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 shibor 中期利率持续下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 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

1.3 市场短期风险偏好有望被明显提振

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。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。

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。

最严退市新规有利于提升长期估值中枢。12月14日，沪深交易所接连发布了退市配套规则修订的公开征求意见稿，被认为是最严退市新规。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。

2 行业配置：周期助力，继续关注复苏主线

行业配置思路：中央经济工作会议定调，宏观政策不搞急转弯，支持经济回归潜在增速。同时，全球经济复苏逻辑延续，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，需求侧推动下延续复苏主线。11 月规模以上工业增加值同比增长 7%，以及制造业增长 7.7%，表明除供给端因素外，包括煤、有色、铁矿石价格的持续走升，显示需求侧是推升大宗商品持续高景气的重要逻辑。同时从全球来看，当前复苏进程也在继续，一方面是各国疫苗的进一步推进，另一方面则是以美国刺激计划有望达成来看，有望推动欧美国家经济的复苏。

央行 MLF 续作 9500 亿，叠加中央经济工作会议定调宏观经济政策“不急转弯”，流动性过快收紧担忧缓解。央行在 12 月 15 日超额续作 MLF，在扣除 12 月 7 日和 16 日各到期的 3000 亿后，MLF 净投放 3500 亿，显示出货币政策回归正常化的过程中在节奏上的把握。因此，在“不急转弯”的基调下，央行的操作思路仍将以维持流动性的稳健中性为主。同时，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，大金融板块估值仍然处于底部。上周在周期带动下，大盘表现回升，尤其是有色板块在领涨的同时，估值也显著回归。但从大金融板块来看，以房地产和银行为代表，估值表现相对稳定，仍然处于底部区间，具有较高的配置价值。

因此，在前期震荡并未影响复苏主线的情况下，行业配置依然看好以周期和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。

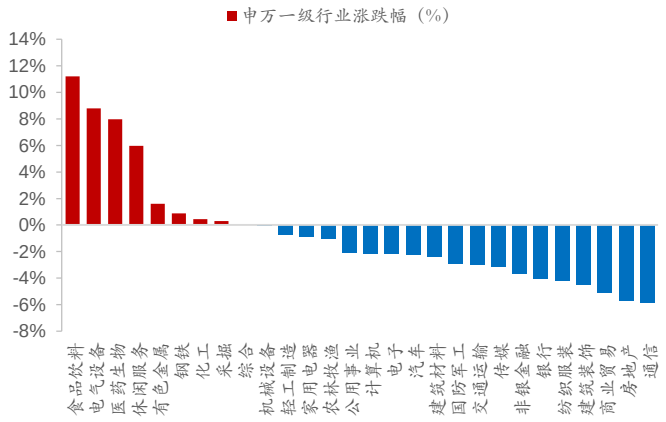
2.1 本月首选行业表现回顾

12 月第三周，市场表现回暖，申万一级行业多数收涨。首选行业中，有色金属领涨，在所有申万一级行业中涨幅最大，非银金融、国防军工、银行和房地产表现位于中游。12 月 14 日至 12 月 18 日，有色、非银金融、国防军工、银行、地产分别变化 7.05%、1.02%、0.67%、-0.24%和-0.34%，表现较前半个月明显提振。

从估值变化角度来看，有色估值分位数明显上移，非银、国防军工估值小幅上调，银行及地产估值平稳。经历前半个月的调整，上周随着行情再度回到周期，有色估值有了明显的提升，分位数水平从 57%上移至 64%。除此以外，非银及国防军

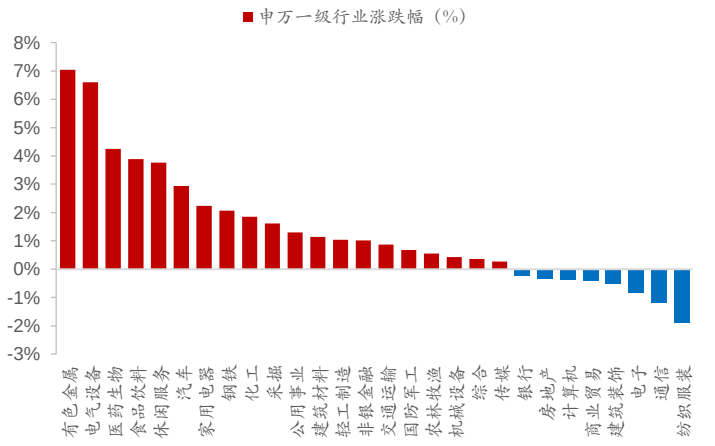
工的估值也有不同程度的小幅上调，分别从 26%上升至 29%，57%上升至 58%。

图表 14 12 月以来申万一级行业多数收涨（%）



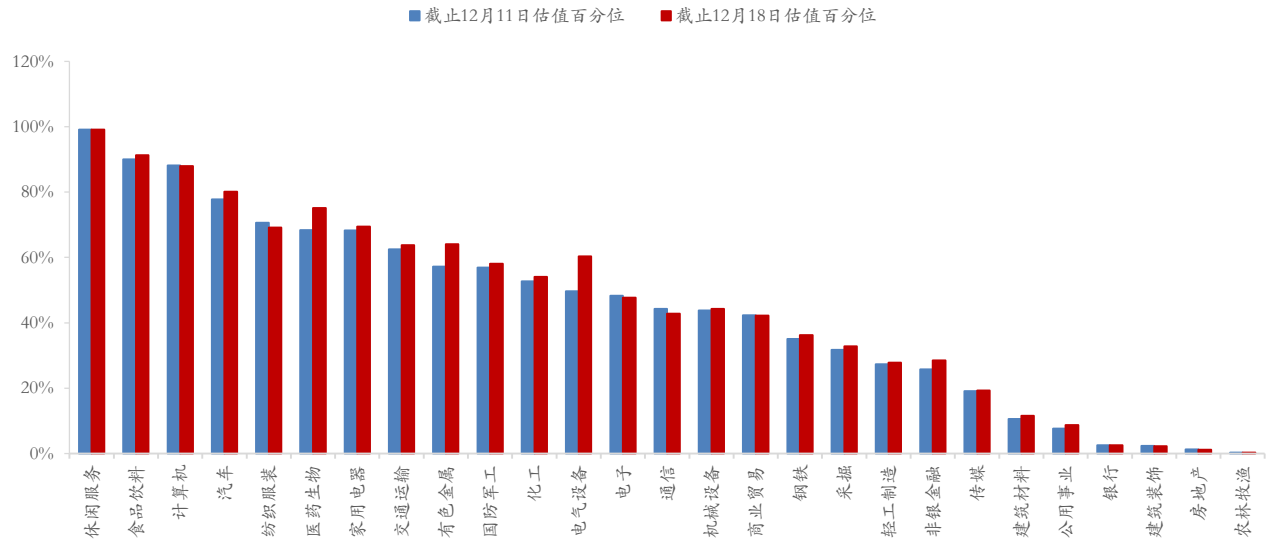
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 12.14-12.18 有色金属领涨（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 有色估值分位数明显上移，非银、国防军工估值小幅上调，银行及地产估值平稳



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：市场表现重回复苏主线，周期回暖有色领涨

上周在行情周期助力下震荡回升，有色板块领涨，表明前期震荡并未影响复苏逻辑的主线。一方面，11 月规模工业增加值同比增长 7%，尤其是制造业增长 7.7%，表明复苏逻辑依然延续；另一方面，上周包括有色、钢铁、煤炭等周期品价格显著上行，除供给端因素外，需求端的持续景气也是带来价格持续上行的主要因素。

从价格来看，12 月第三周多数有色金属价格上行，包括铜、铝在内的主要工业金属多数上涨。其中，LME 铜价格上涨 2.9%，LME 铝上涨 1.1%，LME 锌上涨 2.6%。**利润方面，12 月第三周铝行业利润保持稳定，**每吨利润较上周 3500 吨有小幅增加至 3800 吨附近。**库存方面，**主要工业金属三地交易所库存延续下移趋势。整体来看，尽管 12 月前半周有色板块表现相对平淡，但在复苏的主线下，继续上行的价格，处于高位的利润，以及低库存都将对景气度产生支撑。

估值维度，在周期表现抢眼的背景下，有色金属板块估值显著回升。截止 12 月 18 日有色行业 PETTM 的估值为 47.3，处于历史估值 64%的分位水平，较上半个月有显著上移。有色金属板块估值的上涨，主要是受整个周期板块回暖的带动。

美国刺激计划预计达成协议，叠加疫苗进程继续，带动全球复苏逻辑强化。当前带动有色金属持续高景气的催化主要关注两方面，一是疫苗进展，二是主要国家的刺激计划。从疫苗进展来看，各国继续开展疫苗的研发和接种，其中上周除美国 FDA 也批准 Moderna 新冠疫苗的紧急使用权，我国多个新冠疫苗也陆续在境外开展临床实现。从刺激计划来看，美国国会山持续讨论刺激计划，或接近围绕达成协议。

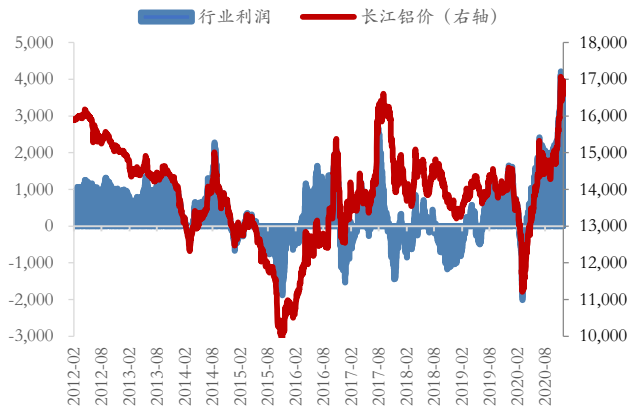
关注标的：神火股份、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等。

图表 17 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 14 日-12 月 18 日）

商品（美元/吨）	上周价格	周末价格	周涨跌
LME 3 个月铜	7,768.50	7,995.50	2.9%
LME 3 个月铝	2,032.00	2,055.00	1.1%
LME 3 个月锌	2,784.50	2,858.00	2.6%
LME 3 个月铅	2,057.00	2,030.00	-1.3%
LME 3 个月锡	19,530.00	20,080.00	2.8%
LME 3 个月镍	17,335.00	17,480.00	0.8%

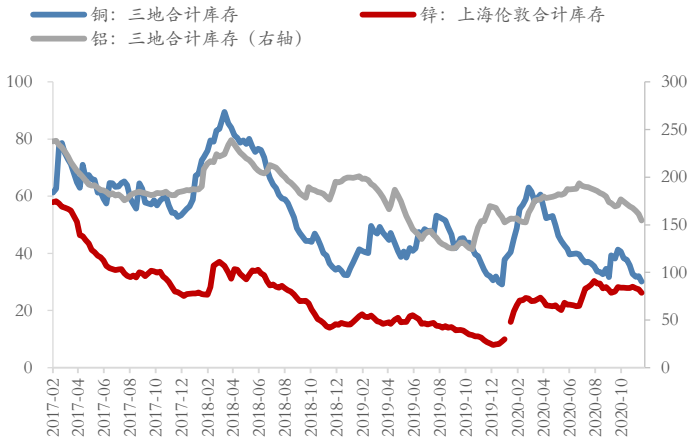
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 12 月第三周电解铝行业利润维持高位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 12 月第三周，三地交易所库存延续下行趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.3 金融：以非银为代表金融业绩边际改善，改革催化良性循环

年内券商业绩向好，以非银为代表金融业绩边际改善。银行方面，刚结束的中央经济工作会议中，有关明年宏观政策“不急转弯”，同时保持连续性、稳定性和可持续性的表述，表明明年经济复苏趋势的延续，预计业绩在坏账担忧减弱的背景下有改善空间。**非银金融方面，**在提高直接融资占比的资本市场改革进程下，年内券商的股债融资规模较去年显著增加，带来券商业绩的向好；保险方面一方面受益于货币政策回归常态化的利率水平抬升。**地产方面，**一方面，在房住不炒总基调下，四季度将是业绩和政策的阶段性底部；另一方面，11 月房地产包括销售、投资等多项数据向好，因此未来或将迎来业绩的回升。

非银金融估值小幅回升，银行、房地产估值稳定。上周非银金融的估值分位从 26%小幅上升到 29%，PB 绝对值微涨至 1.96；银行 PB 分位数周中在金融股的回暖助力下，曾上调至 3.1%，但周五再度回落至 2.5%的水平，整体保持稳定。地产方面，依然处于绝对底部，估值分位数水平继续回落至 1.1%。整体来看，金融板块的估值仍具有吸引力。

中央经济工作会议继续提到有关金融市场改革相关内容，沪深交易所发布最严退市新规，有益资本市场良性循环。作为要素市场化改革的一部分，金融市场的改革关系到服务和推动实体经济发展的重要作用。在当前注册制已近完成了前两步之后，在今年的中央经济工作会上，继续提出提高上市公司质量等内容，表明了下一步金融改革的总体方向。此外，上周沪深交易所发布的最严退市新规可以看到，在注册制的大背景下，新增了多个退市红线，未来退市或有望成为常态，有益于资本市场的良性循环。

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 20 金融市场改革步伐渐行渐近

时间	事件
12 月 14 日	**《互联网保险业务监管办法》，将于明年 2 月 1 日正式实施。** 互联网保险业务应由依法设立的保险机构开展，其他机构和个人不得开展互联网保险业务。互联网企业代理保险业务应获得经营保险代理业务许可。
12 月 15 日	**沪深交易所发布“最严”退市新规。** 新增多个退市红线，改变以往单纯考核净利润的退市指标，通过营业收入和扣非净利润的组合指标，力求准确刻画壳公司。在交易类、财务类、规范类以及重大违法类指标等方面体现严格监管，打击规避退市。简化退市流程，提高退市效率，取消暂停和恢复上市。
12 月 15 日	**证监会科技监管局公布了首批信息技术系统服务机构的备案名单和基本信息。** 证券行业科技监管水平不断进步，截至 2020 年 12 月 1 日，共有 40 家 IT 企业完成备案。
12 月 16 日	**财政部发布《关于国有金融机构聚焦主业、压缩层级等相关事项的通知》。** 引导国有金融机构围绕战略发展方向，突出主业，回归本业，“清理门户”，规范各层级子公司管理，严格并表管理和穿透管理，规范关联交易，加强商誉品牌管理，促进国有金融机构持续健康经营。
12 月 18 日	**中央经济工作会议** 资本市场：健全金融机构治理，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。 银行保险：规范发展第三支柱养老保险。 加快建设全国用能权、碳排放权交易市场。
12 月 19 日	**证监会副主席方星海表示，要继续推动新品种上市。** 加快推进天然气、成品油、花生、30 年国债期货期权等品种上市工作。 加快商品指数和商品指数期货期市场权品种研发和上市，支持相关机构开发更多商品指数基金、商品指数 ETF 等投资产品。 研究推出碳排放权期货，助力 2030 年实现碳达峰和 2060 年实现碳中和。

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 国防军工：订单确定性推动军工高景气度

军费总量增长，订单确定性带来高景气度。从当前节点来看，包括“十三五”前期积压订单的爆发，将会带来四季度业绩的进一步改善。除此以外，支撑军工持续的高景气来源于两个维度，一是军费总量上来看，“十四五”期间军费开支的温和上涨将带来总量需求的上移，订单预期将带来业绩的增速的确定性。二是结构端向信息化转型的过程中，将为具有科技属性的军工细分产业带来高景气度。

从估值来看，国防军工上周小幅回升，仍有安全边际。截止 12 月 18 日，国防军工行业的整体 PETTM 估值为 66.1 倍，处于历史估值的 58%分位水平。上周军工板块表现整体处于中游，因此估值较为稳定，仍然具有安全边际。

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 21 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；中美关系显著恶化；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。