

12 月金股组合

股票代码	股票名称
600036.SH	招商银行
601601.SH	中国太保
300059.SZ	东方财富
600801.SH	华新水泥
601233.SH	桐昆股份
601012.SH	隆基股份
300751.SZ	迈为股份
002126.SZ	银轮股份
000869.SZ	张裕 A
600966.SH	博汇纸业
300188.SZ	美亚柏科

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3366.98	(0.01)
深证成指	13751.09	(0.09)
沪深 300	4953.87	0.18
中小板指	9039.10	(0.31)
创业板指	2760.64	0.06

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
建筑材料	1.79	通信	(1.88)
休闲服务	1.38	传媒	(1.70)
家用电器	1.02	汽车	(1.64)
电气设备	0.32	计算机	(1.40)
交通运输	0.20	纺织服装	(1.31)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

晨会聚焦-20201217

■重点关注

【固收】掘金债市预期差：债市预期差系列（二）*肖成哲，王开。依照月/季度彭博一致预期和真实值间计算的预期差，在测度其对债市敏感度时有三点可改进之处。债券市场真实交易中，广谱利率消化掉预期差的时间是分钟级别。全样本下中、美市场宏观现测值变动与债市走向的相关性并不强，且主要是预期修复；而降息、降准样本下现测值变动对债市外溢效应得到强化，且具有前瞻性。中观层面上行业财务数据预期差对广义信用环境有渗透效应。预期差交易对中、微观债券投资均有一定借鉴意义。

【食品饮料】食品饮料类社零数据点评：11 月餐饮小幅下滑，烟酒、饮料维持较快增速*汤玮亮。国家统计局公布 2020 年 11 月社会消费品零售额数据。11 月社零总额同比增速 5.0%，增速环比提升 0.7pct，其中餐饮小幅下滑，烟酒、饮料维持较快增速。

重点关注

【固收】掘金债市预期差：债市预期差系列（二）

肖成哲，王开。

依照月/季度彭博一致预期和真实值间计算的预期差，在测度其对债市敏感度时有三点可改进之处。①经济数据发布后，数分钟以内市场就会消化掉之前的预期差，并体现在债券收益率的调整中。②采用中位值或均值代表一致预期，每月/季度发布的工业增加值、GDP 同比后只形成一个预期差数据，将这些数据连线并探讨其与收益率走势联动并不合适。③预期差的研究范围局限在了利率债方面，没有提供信用市场的探讨，并对违约率、利差变化等指标给出前瞻提示。

债券市场真实交易中，广谱利率消化掉预期差的时间是分钟级别。①偏上游的指标预期差较高时，数据发布后收益率和预期差同向变化，而中下游指标预期差较高时二者呈现反向变化。②从历次美国宏观数据发布后三十分钟内，十年期美债收益率的平均变动来看，就业市场数据对美债冲击要超出制造业 PMI。

全样本下中、美市场宏观现测值变动与债市走向的相关性并不强，且主要是预期修复；而降息、降准样本下现测值变动对债市外溢效应得到强化，且具有前瞻性。①全样本下市场信息反馈更多是对前期基本面回溯和修复。现测值变动对美债收益率波动，而非美债收益率本身的描述性更为灵敏。②中国方面，降息、降准周期样本下回归的效果比历史全样本的回测相关性更高。并且，预期差对发布后一周利率债收益率的变动引导要强于对前一周预期的修复。

中观层面上行业财务数据预期差对广义信用环境有渗透效应。①采掘、公用事业、家用电器、国防军工、水泥制造（申万二级行业）、专用设备、非银金融等七个行业的预测每股收益预期差均与对应行业的超额利差呈现出明显的负相关性。②2013 年起始的样本区间，各行业财务指标预期差与超额利差的相关性比 2010 年以来更强，信用债打破刚兑后，各行业超额利差也开始进一步分化，基于财务信息的价值发掘和风险规避才逐渐奏效。③每股收益对超额利差的指向性比营业收入、营业利润预期差等指标效果更佳。④财务预期差对各行业狭义的违约率、各风格指数回报、综合评分提示效果较弱。

预期差交易对中、微观债券投资均有一定借鉴意义。预期差对利率债投资策略的贡献：1）前瞻货币政策方向较为明确期间的收益率走势，并辅助构造短期投资策略；2）根据增长类、价格类指标的现测值变动对中长期趋势的背离，对货币市场利率、债券收益率波动性的走高提供参考，规避短期加杠杆操作的风险等。对信用债的贡献：在行业方面采取财务指标的预期差可以前瞻各行业的信用风险，依照行业利差和评级调整调整板块配置，或者根据分析师预测和业绩预告间差别提前布局可能存在的业绩爆雷行业，规避违约个券等。

风险提示：海外疫情二次反弹风险、信用债违约无序性、大型煤炭企业违约引起的市场中长期信用洁癖。

【食品饮料】食品饮料类社零数据点评：11 月餐饮小幅下滑，烟酒、饮料维持较快增速*

汤玮亮。

国家统计局公布 2020 年 11 月社会消费品零售额数据。11 月社零总额同比增速 5.0%，增速环比提升 0.7pct，其中餐饮小幅下滑，烟酒、饮料维持较快增速。

2020 年 11 月，社零总额同比+5.0%，连续 4 个月实现同比正增长。餐饮收入增速转负，烟酒、饮料维持较快增速。（1）社零总额：11 月社零总额同比+5.0%，增速环比+0.7pct，连续 4 个月实现同比正增长；11 月社零总额实际增速+6.4%，环比+1.5pct。（2）食品饮料消费：餐饮收入增速-0.6%，增速同比-10.3pct，环比-1.4pct，餐饮小幅下滑，可能与多地疫情反复有关，不过限额以上单位餐饮收入增速+1.8%，同比仍有增长，增速同比-6.3pct，环比-4.3pct。烟酒类零售额增速+11.4%（增速同比+3.1pct，环比-3.7pct），保持了两位数增速。粮油食品类零售额增速+7.7%（增速同比-1.2pct，环比-1.1pct），饮料类零售额增速+21.6%（增速同比+8.6pct，环比+4.7pct）。

2020 年 1-11 月，社零总额同比-4.8%，粮油食品、饮料类增速较快，烟酒类小幅增长，餐饮收入降幅持续收窄，其中 10-11 月餐饮+0.2%，烟酒类+12.5%。1-11 月，餐饮类零售额累计同比-18.6%（增速同比-28.0pct），烟酒类零售额增速+3.5%（增速同比-3.3pct），粮油食品类零售额增速+10.1%（增速同比-0.1pct），饮料类零售额增速+13.7%（增速同比+3.6pct），餐饮持续改善，烟酒类实现增长，粮油食品类及饮料类受疫情影响较小。其中 10-11 月，社零总额同比+2.5%，其中餐饮零售额+0.2%，烟酒零售额+12.5%，粮油食品零售额+4.2%，饮料零售额+14.2%。烟酒类增速明显好于餐饮，我们判断，一方面礼赠需求维持较快增速，另一方面酒类产品结构快速升级。

最新观点：围绕长期竞争优势，寻找相对低估品种。（1）白酒，寻找细分领域龙头。白酒消费场景逐步恢复正常，2、3 季度需求持续改善，预计 4 季度报表业绩可维持 3 季度增速，疫情后平稳增长是常态。我们判断未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局，重点关注激励机制变化的细分领域龙头。（2）其他酒类，葡萄酒、黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，考虑葡萄酒行业环境发生积极变化，叠加前期的内部调整，张裕有望进入向上拐点期。（3）食品方面，最看好乳制品和速冻食品。（4）短期来看，未来一个季度具备两类特征的品种机会较多：第一，21 年业绩增长确定、估值不高的品种，可以顺利完成估值切换；第二，20 年 1 季度报表真实体现了疫情影响的品种，21 年 1 季报有望展现出较高的业绩弹性。（5）综合筛选下来，我们最看好张裕、山西汾酒、贵州茅台、广州酒家、金徽酒、泸州老窖、中炬高新、伊利股份、洽洽食品、海欣食品。

风险提示：疫情影响时间超预期、行业竞争加剧、原材料成本大幅上涨。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武	S1300520090006	haowu.chen@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
朱祖跃	S1300120080005	zuyue.zhu@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371