# 复苏强支撑，市场犹可为

报告日期：2020-12-13

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：

### ● 复苏强支撑，市场犹可为

**出口增速创年内新高，净出口增速创年内次高，为经济强劲复苏贡献强支撑；M2 同比变化符合流动性温和缓慢回归的节奏，显著收紧的预期和逻辑进一步弱化；中央政治局会议“需求侧改革”新提法，有望出台一系列更强力扩内需措施，以及中国面临的国际形势和多边关系不断改善，均有利风险偏好持续提升。经济层面，出口贡献强支撑，信贷流向结构延续优化。**受益西方圣诞节需求和海外经济复苏，在对美欧经济体出口大幅增长的带动下，11 月净出口同比增加 92.59%，创年内次高，仅次于 4 月份。社融存量同比增速微幅回落仍居高位，且信贷延续企业部门的中长期结构优化，经济复苏动力仍然强劲。**流动性层面，M2 回升彰显货币温和缓慢回归的节奏和态度，等待即将召开的中央经济工作会议最终定调。**11 月 M2 同比增速 10.7%，回升了 0.2 个百分点，结合月初央行超常规续作 MLF，显示出货政执行报告中货币温和缓慢回归正常化的节奏控制。CPI 转负、PPI 降幅收窄均不构成货币走向显著收紧的制约。中央经济工作会议即将召开，货币政策基调有两个要点值得注意：一是对宏观杠杆率要求“稳杠杆”还是“去杠杆”，目前看“稳”基调概率更大。二是明年货币供给和社融规模增速的表述，目前看“与潜在名义经济增速相匹配”类似的表述概率更大。**市场风险偏好持续提升的趋势不变，**一方面，中央政治局会议上首次提出了“需求侧改革”，并将之与“供给侧结构性改革”并重，后续有望出台一系列更强力的扩内需措施。另一方面，继拜登胜选和 RCEP 签署后，中国面临的国际形势和多边关系在不断改善，如近期中新双方启动自贸协定升级版谈判和中欧投资协定谈判进入最后冲击阶段等，都有利于提振市场情绪。**市场逐级而上、积极可为的趋势不变。**

### ● 延续复苏逻辑，继续把握有色、大金融和军工

**各国批准辉瑞疫苗紧急使用权，全球疫苗推进加速，强化海内外经济复苏共振逻辑，继续支撑资源品景气度。**流动性维度，12 月第二周尽管央行净回笼 3500 亿，并将在月中对到期 MLF 进行集中续作，显示出央行的操作思路以维持流动性稳健中性为主。同时，在货币逐步正常化的过程中，流动性收紧对于低估值的周期和金融板块影响较低。估值维度，上周受大盘回落带动影响，有色和国防军工及大金融板块的估值均有不同程度回落，尤其是国防军工和非银金融的估值回落最为明显，安全边际凸显。**因此，12 月沿复苏主线，继续把握三类机会：**一是顺周期的高景气度上游大宗商品，如**有色**；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的确定性，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；政策超预期转向等。

# 正文目录

1 市场观点：复苏强支撑，市场犹可为 ..... 5

1.1 出口贡献强支撑，信贷流向结构延续优化 ..... 5

1.2 M2 回升彰显温和缓慢回归态度，等待经济工作会最终定调 ..... 9

1.3 市场风险偏好持续提升趋势未变 ..... 12

2 行业配置：延续复苏逻辑，继续把握有色、金融、军工 ..... 13

2.1 本月首选行业表现回顾 ..... 13

2.2 首选行业景气跟踪 ..... 14

2.2.1 有色：疫苗推进加速，支撑有色景气延续 ..... 14

2.2.3 金融：盈利边际改善预计延续，银行地产估值处于绝对底部 ..... 16

2.2.3 国防军工：业绩改善及确定性逻辑支撑军工高景气度 ..... 17

# 图表目录

图表 1 11 月净出口对经济的贡献作用仍在强化.....6
图表 2 11 月出口增速和进口增速的贫口变大.....6
图表 3 今年 11 月相对去年同期，汇率升值.....7
图表 4 对美出口大幅改善是重要支撑.....7
图表 5 对欧盟、英国出口大幅改善亦提供支撑.....7
图表 6 11 月出口品支撑指向圣诞节和美欧经济复苏.....7
图表 7 社融规模存量同比增速仍然维持高位.....8
图表 8 11 月社融新增月同比下降到不足 7%.....8
图表 9 股权、债券、非标融资规模增速大幅下挫.....8
图表 10 政府债和新增人民币贷款同比增速小幅下行.....8
图表 11 11 月央行新增人民币贷款同比小幅下行.....9
图表 12 短贷降幅收窄，贷款资金仍配置中长期.....9
图表 13 居民贷款同比有所上行，企业部门仍然较高增速.....9
图表 14 居民短贷和企业中长期贷款是 11 月信贷资金的两个重要配置方向.....9
图表 15 11 月 M2 同比增速小幅回升至 10.7%.....10
图表 16 CPI 转负，CPI&PPI 就不构成货币显著收紧的压力.....10
图表 17 银行间短端利率近周有所抬升.....11
图表 18 银行间同业拆放短端利率近周有所抬升.....11
图表 19 SHIBOR 中期利率近周微幅下行.....11
图表 20 10 年期国债收益率近周稳定，缓慢抬升趋势未变.....11
图表 21 12 月以来申万一级行业多数下跌（%）.....14

图表 22 12.7-12.11 军工、有色、大金融表现相对靠后（%） ....14

图表 23 估值普遍回落，非银金融、有色、军工估值分位数下调幅度明显，银行及地产估值处于底部 ....14

图表 24 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 4 日-12 月 11 日） ....15

图表 25 12 月第二周电解铝行业利润维持高位 ....16

图表 26 12 月第二周，三地交易所库存仍处于低位 ....16

图表 27 金融市场改革步伐渐行渐近 ....17

图表 28 首选行业及关注标的 ....18

# 1 市场观点：复苏强支撑，市场犹可为

**出口增速创年内新高，净出口增速创年内次高，为经济强劲复苏贡献强支撑；M2 同比变化符合流动性温和缓慢回归的节奏，显著收紧的预期和逻辑进一步弱化；中央政治局会议“需求侧改革”新提法，有望出台一系列更强力扩内需措施，以及中国面临的国际形势和多边关系不断改善，均有利风险偏好持续提升。经济层面，出口贡献强支撑，信贷流向结构延续优化。**受益西方圣诞节需求和海外经济复苏，在对美欧经济体出口大幅增长的带动下，11 月净出口同比增加 92.59%，创年内次高，仅次于 4 月份。社融存量同比增速微幅回落仍居高位，且信贷延续企业部门的中长期结构优化，经济复苏动力仍然强劲。**流动性层面，M2 回升彰显货币温和缓慢回归的节奏和态度，等待即将召开的中央经济工作会议最终定调。**11 月 M2 同比增速 10.7%，回升了 0.2 个百分点，结合月初央行超常规续作 MLF，显示出货政执行报告中货币温和缓慢回归正常化的节奏控制。CPI 转负、PPI 降幅收窄均不构成货币走向显著收紧的制约。中央经济工作会议即将召开，货币政策基调有两个要点值得注意：一是对宏观杠杆率要求“稳杠杆”还是“去杠杆”，目前看“稳”基调概率更大。二是明年货币供给和社融规模增速的表述，目前看“与潜在名义经济增速相匹配”类似的表述概率更大。**市场风险偏好持续提升的趋势不变，**一方面，中央政治局会议上首次提出了“需求侧改革”，并将之与“供给侧结构性改革”并重，后续有望出台一系列更强力的扩内需措施。另一方面，继拜登胜选和 RCEP 签署后，中国面临的国际形势和多边关系在不断改善，如近期中新双方启动自贸协定升级版谈判和中欧投资协定谈判进入最后冲击阶段等，都有利于提振市场情绪。**市场逐级而上、积极可为的趋势不变。**

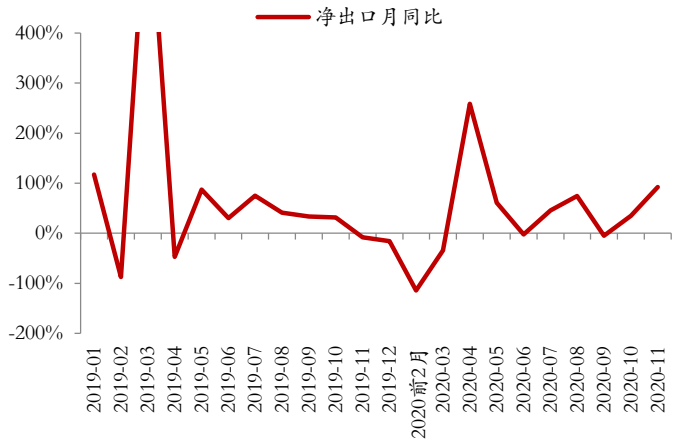
## 1.1 出口贡献强支撑，信贷流向结构延续优化

**11 月净出口再超预期，支撑贡献创年内次高。**11 月外贸数据出炉，按照人民币计价，其中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，同时单月净出口增速创年内次高，仅次于 4 月份，对经济的贡献效果进一步加强。站在 4 季度的角度来看，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%，甚至高于 2 季度的 55.61%，**4 季度和 2020 年的经济增长预期进一步提升。**根据我们估算，10 月份单月的经济增速在 6.5%以上，净出口增速大幅边际改善的支撑下，11 月单月经济增速有望再获进一步提升。

**人民币升值下的出口增速大幅改善，更能反映出口链条的高景气。**出口链条的高景气可能比直接数据上体现出来的更强。综合考虑汇率情况，能更加客观的感受出口的景气度。今年以来国内经济复苏要快于、好于海外，因此人民币整体处于不断升值的状态，今年 11 月份美元兑人民币中间价的平均值为 6.6088，较去年同期的 7.0177 升值了接近 6 个百分点，需要注意的是，人民币升值本不利于出口，但出口仍然能取得如此亮眼的表现，可见出口的景气度比出口数据直接体现出来的更好。

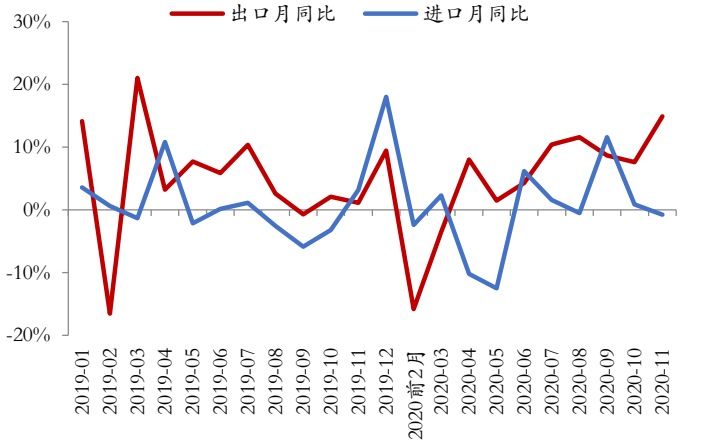
**出口支撑的天平指针越来越偏向经济复苏。**11 月出口和净出口增速大幅边际改善的支撑有两个显著特征：**① 从出口经济体角度，主要由美国和欧洲国家带动，**其中对美国出口金额的同比增速提升了 20.23 个百分点，对英国出口金额的同比增速提升了 28.01 个百分点，对欧盟出口金额的同比增速提升了 13.4 个百分点，远好于出口整体 7.3 个百分点的提升。其他发达经济体和新兴经济并未出现明显的提升，如对日本、韩国、欧盟、印度的 11 月出口增速边际变化了-1.9、2.18、0.74、-1.15 个百分点，均不及平均水平。**② 从出口商品角度看，玩具、汽车及零部件、高新技术产业、陶瓷、钢材、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。**这说明：其一，11 月份出口增速大幅抬升，西方圣诞节需求是一项重要贡献；其二，出口的支撑力正在从前期的“防疫”关键词相关物品转换成“经济复苏”关键词相关物品，**这与海外正处于经济复苏时期，特别是新冠疫苗问世并逐渐广泛接种对经济复苏的预期进一步加强是一致的。

**图表 1 11 月净出口对经济的贡献作用仍在强化**



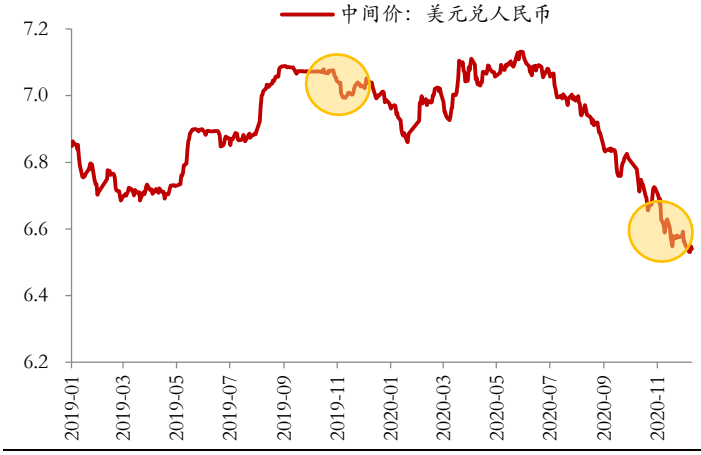

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 2 11 月出口增速和进口增速的剪口变大**



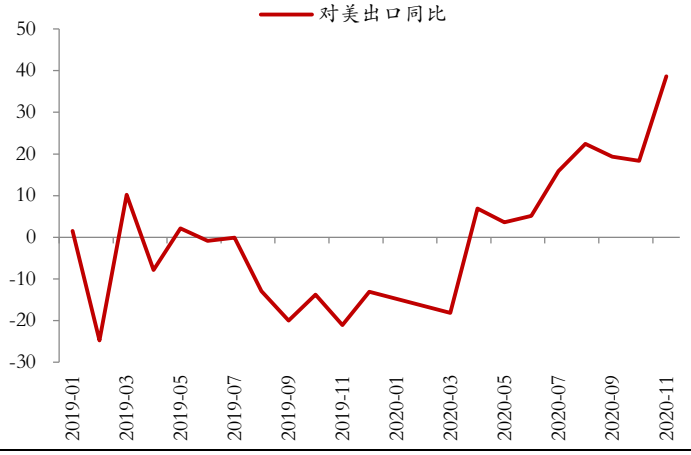

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 今年 11 月相对去年同期，汇率升值



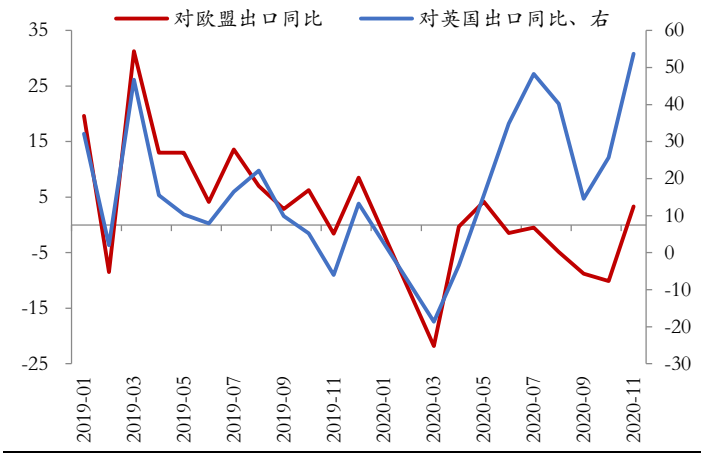

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 对美出口大幅改善是重要支撑



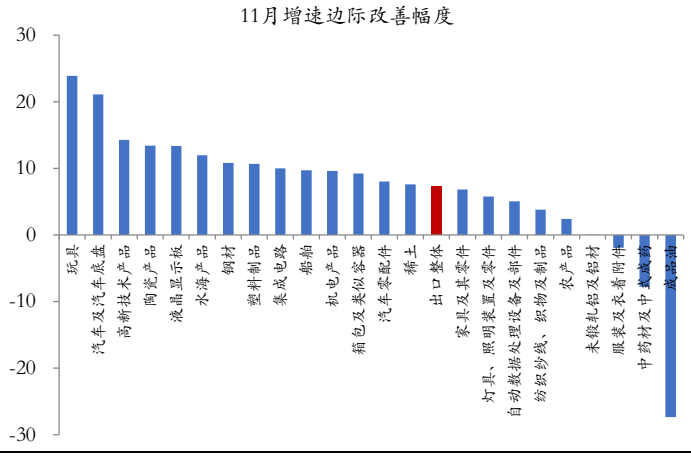

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 对欧盟、英国出口大幅改善亦提供支撑




资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 11 月出口品支撑指向圣诞节和美欧经济复苏

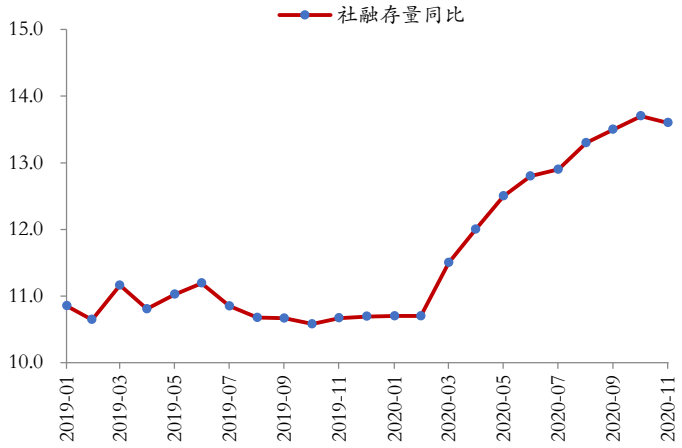



资料来源：wind，华安证券研究所

**企业融资减少和非标规模压降导致 11 月社融月同比下降，但社融存量同比增速仍在高位。**11 月新增社会融资规模同比增速为 6.8%，与上月 63.3%相比出现了明显幅度的下滑。具体来看，其中企业债融资同比增速为-74.1%，边际下行了 98.2 个百分点。企业股权融资规模同比增速 47.2%，而 6-10 月该数据平均值为 293.5%，边际下行了 369 个百分点。三项非标融资融资同比增速为-92.3%，而 3-10 月该数据的平均值也超过了 100%，边际下滑了 83.5 个百分点。企业融资减少和非标压降是 11 月社融月同比大掉头的最重要原因，而新增人民币贷款同比增速为 12.2%，较上月下行了 9.6 个百分点，政府债融资规模同比增速为 133.1%维持在高位增速水平。尽管 11 月单月的社融数据有所下行，**但从整个社融存量的数据来看，仍然维持在高位水平上，**截止 11 月，社融规模存量同比增速为 13.6%，较上月的 13.7%下降了 0.1 个百分点，社融规模存量同比增速大概率已现阶段性高点。**此外仍需一提的是，社融规模存量同比增速的拐点通常领先经济拐点 1-2 个季度，因此这与经济仍在持**

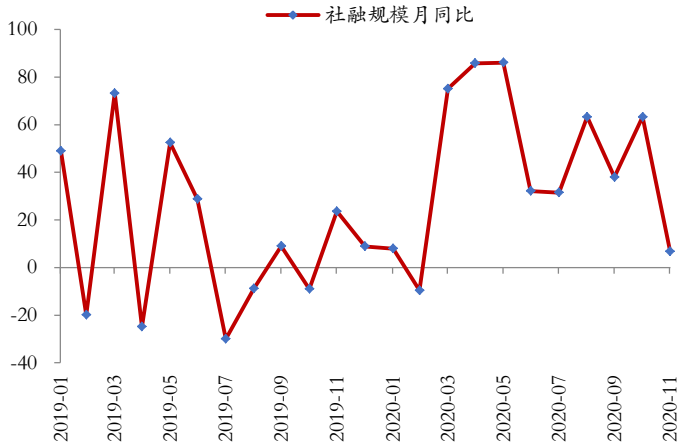
续复苏过程并不相违背矛盾。

**图表 7 社融规模存量同比增速仍然维持高位**



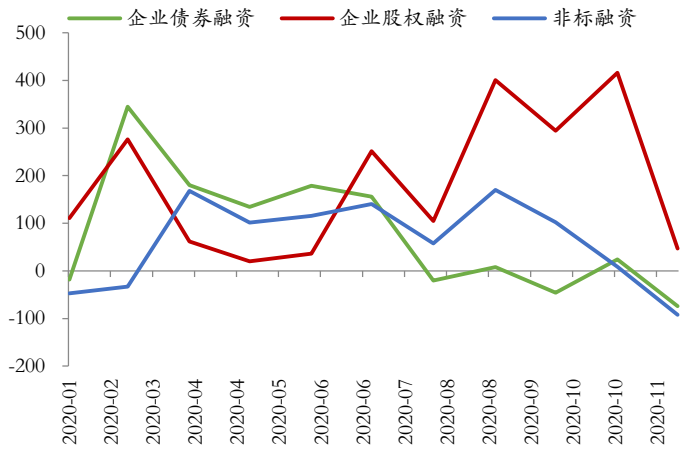

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 8 11 月社融新增月同比下降到不足 7%**



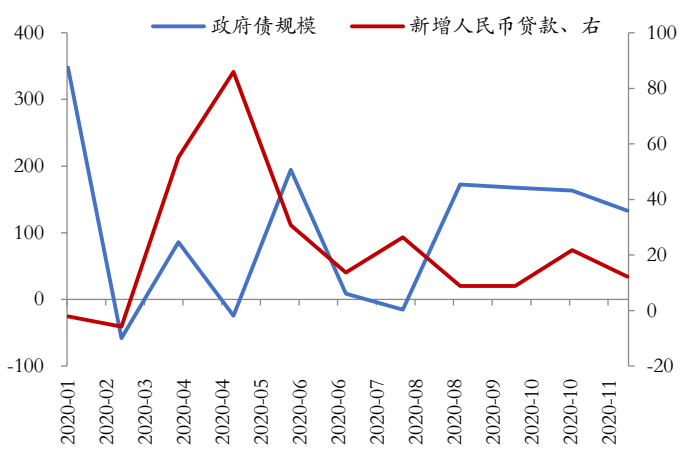

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 9 股权、债券、非标融资规模增速大幅下挫**




资料来源：wind，华安证券研究所

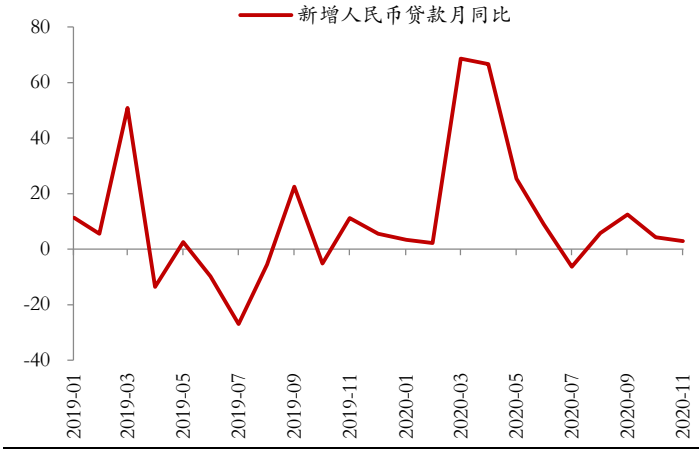
**图表 10 政府债和新增人民币贷款同比增速小幅下行**




资料来源：wind，人民币贷款为社融口径，华安证券研究所

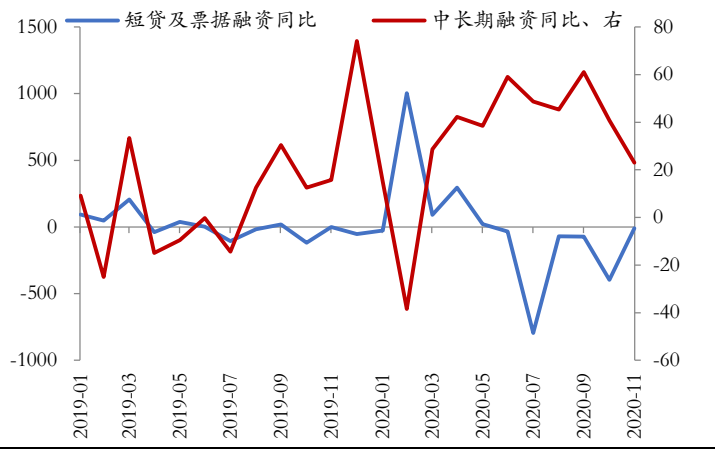
**11 月新增人民币贷款去向同时体现了季节性因素和中长期的结构优化。**同时考虑信贷资金去向部门和配置期限，有两块在 11 月有突出表现：**其一，居民部门的短期贷款同比增速转正并大幅度边际改善，**11 月增速为 16.06%，较上月提升了 72.4 个百分点，居民短贷有如此表现背后的原因在于临近年关，居民的消费需求带动；**其二，企业部门的中长期贷款同比增速有所滑落但仍然维持在较高增速，且也是各细分类别中增速最高的，**11 月增速为 39.97%，较上月 85.6%有部分下行，但高增速的背后仍然反映这资金流向的继续结构性优化。

图表 11 11 月央行新增人民币贷款同比小幅下行



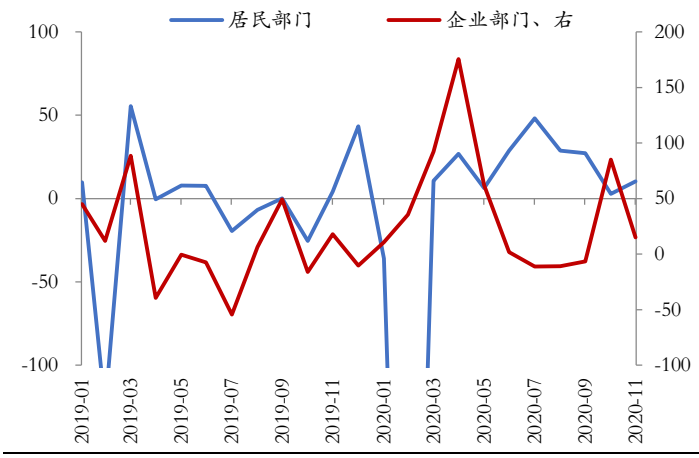

资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所

图表 12 短贷降幅收窄，贷款资金仍配置中长期



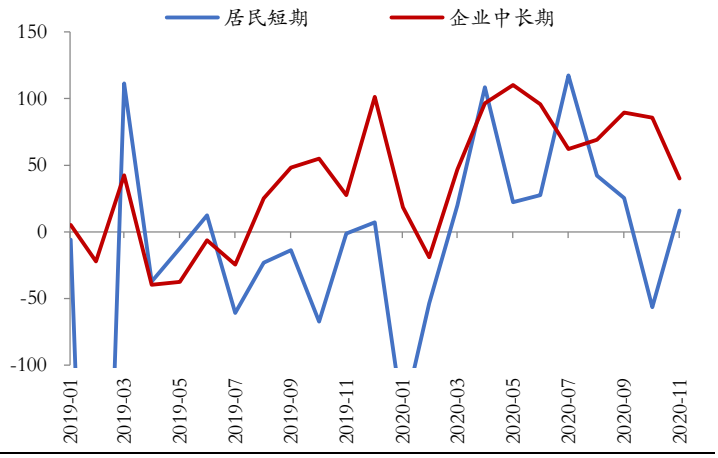

资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所

图表 13 居民贷款同比有所上行，企业部门仍然较高增速




资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所

图表 14 居民短贷和企业中长期贷款是 11 月信贷资金的两个重要配置方向




资料来源：wind，央行口径，华安证券研究所

## 1.2 M2 回升彰显温和缓慢回归态度，等待经济工作会最终定调

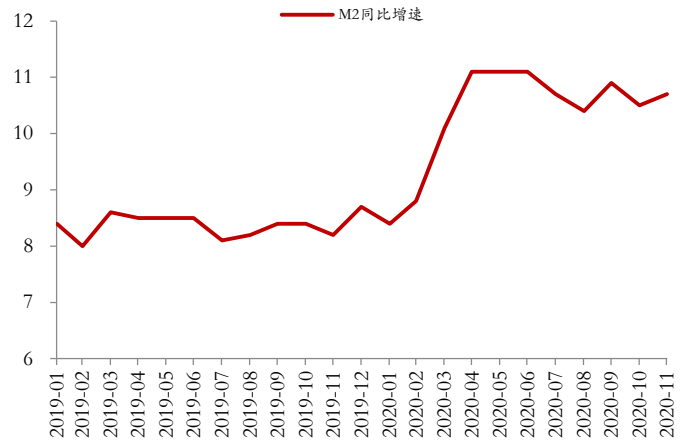
**中央政治局会议未涉及货币政策表述，11 月 M2 符合货政报告表述，CPI&PPI 均不构成货币显著收紧的压力。**12 月 11 日召开中央政治局会议，作为一次在中央经济工作会议召开之前的机制性会议，本次会议通常也会讨论经济形势或者定调经济工作。仅站在货币政策角度，本次中央政治局会议全文通告中并未提及相关表述。通常情况下，中央政治局会议或者中央经济工作会议被认为是政策被正式定调的确认信号，但货币政策的变化很多时候会发生在顶层会议定调之前的不久一段时间内。从月初 MLF 和 11 月 M2 同比数据上来看，央行的态度与第三季度货币政策执行报告基调基本一致，在上周周报中我们详细描述了央行对货币政策回归正常化过程中的节奏控制，主要是以缓慢温和为主，而非显著收紧的态度，以及这种态度在 MLF

操作上的体现。11 月的 M2 同比数据变化也更加证实了这种态度，11 月 M2 同比增速为 10.7%较上月的 10.5%提升了 0..2 个百分点，可见央行在根据经济形势相机抉择调整 M2 货币供应量，而这种调整是趋向于温和的，根据形势有增有减的，而非是一味收紧的。此外 11 月 CPI 由正转负，为-0.5%，PPI 降幅有所收窄，但仍未-1.5%水平，均不会构成货币显著收紧的条件。因此，目前货币政策的态度我们认为还是延续货政执行报告的思路，等待即将召开的中央经济工作会议予以定调。

**中央经济工作会议上对货币政策的表述有两点需要关注。**一是对于宏观杠杆率的表述，是“稳杠杆”还是“去杠杆”，目前来看“稳”基调的概率更大；二是明年货币供给和社融规模增速的表述，目前来看“与经济发展水平相适应”类似的表述概率更大。

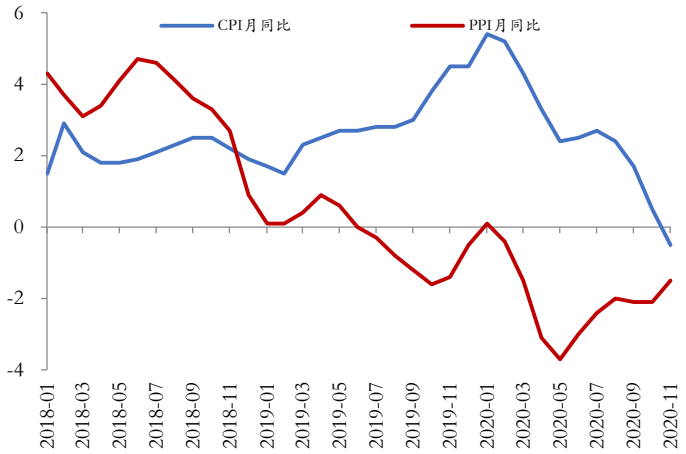
**货币政策执行报告给出了未来比较清晰的货币政策基调。**在《第三季度货币政策执行报告》中有几点重要提示：① 稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向；② 强调完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，根据宏观形势和市场需要，科学把握操作力度、节奏和重点，一方面要保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，另一方面也坚决不搞大水漫灌；③ 增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用；④ 货币供应量和社会融资规模增速要同潜在名义 GDP 增速相匹配；⑤ 要尽可能长时间的实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定；⑥ 深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动社会融资成本明显下降。

**图表 15 11 月 M2 同比增速小幅回升至 10.7%**




资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 16 CPI 转负，CPI&PPI 就不构成货币显著收紧的压力**



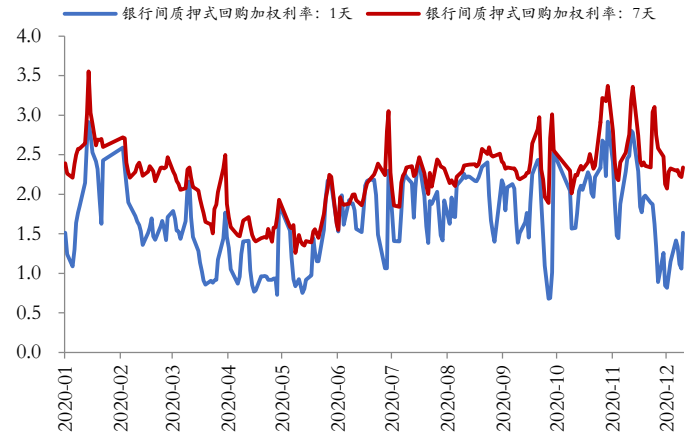

资料来源：wind，华安证券研究所

**最近一周，短端利率上行，中长端利率小幅下行。**最近一周短端利率普遍上行，其中隔夜或 7 天期的银行间质押式回购加权利率分别上行了 36.5 个 bp 和 1.3 个 bp。1 天或 1 周期的 SHIBOR 利率分别上行了 34.5 个 bp 和 6.2 个 bp。中端利率 3 个月和 6 个月 SHIBOR 近一周分别下行了 6.7 个 bp 和 2.6 个 bp，下行幅度较为微弱；

长端利率近周维持基本稳定，10 年期国债收益率目前在 3.32%左右水平，但长期来看，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，流动性缓慢收紧，这两方面的运行逻辑仍在持续强化，因此预计中长端利率仍将面临稳中有上行的压力。

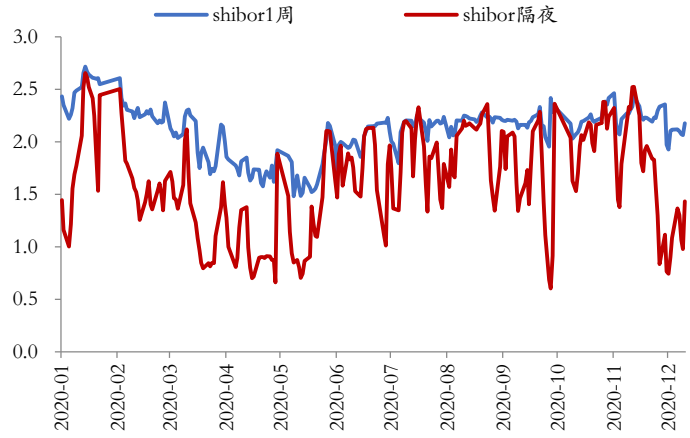
**12/12-12/18 日当周，市场将有 4500 亿资金到期。**其中包含 3000 亿 MLF 将在本月中到期，根据央行在本月初超预期续作 MLF 时表态，到月中的时候仍将根据市场流动性情况和需求进行适量续作。

**图表 17 银行间短端利率近周有所抬升**



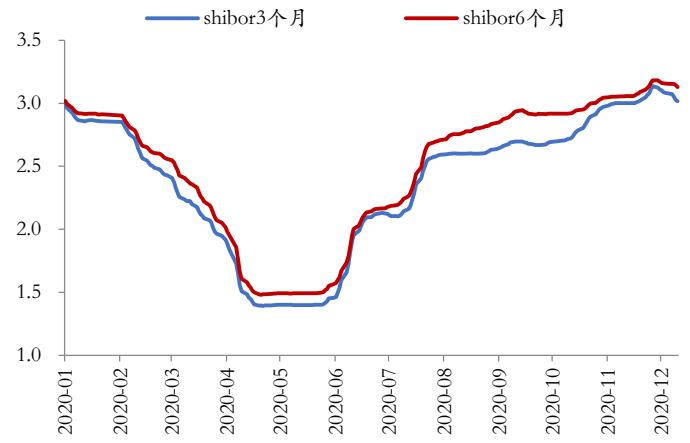

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 18 银行间同业拆放短端利率近周有所抬升**




资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 19 shibor 中期利率近周微幅下行**




资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 20 10 年期国债收益率近周稳定，缓慢抬升趋势未变**




资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.3 市场风险偏好持续提升趋势未变

**“需求侧改革”新提法，后续有望出台一系列更强力的扩内需措施。**12 月 11 日的中央政治局会议上，提出“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，其中“需求侧改革”是首次在顶层大会上被提出。我们认为在 2015 年底开启的供给侧结构性改革到目前位置，供给侧已经取得了长足的进步和发展，供给结构和质量显著提升，同时供给的改善也创造了不少新需求，现在提出“需求侧改革”，一方面是在供给矛盾得以大幅缓解的背景下，供需互动，将更好的进行循环和促进，这更有利于“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局形成，另一方面更加强化了“扩大内需”战略的重要性和力度。因此，后续有望出台一系列更加强力的扩内需政策，实质上近期已经出台了不少扩内需政策，包括 12 月 9 日国务院出台《关于促进消费信息扩大内需的若干意见》，12 月 7 日中汽协关于新能源汽车下乡政策筹划，12 月 10 日商务部表示将在今年底明年初开展一系列促消费工作，如汽车以旧换新、提振餐饮消费、环保家具补贴等。

**拜登上台后，中美关系将维持平稳，短中期内不会显著恶化，风险偏好仍会进一步提升。**12 月 2 日，拜登接受采访，透露出其上台后对中美关系的看法和处理意见。拜登称暂时会维持中国和美国的第一阶段贸易协议，不会立即采取任何行动，无论是取消或者下调关税，还是扩围或上调关税，而是会在其上任后很快时间内对第一阶段贸易协议进行全面审查，并征询亚洲和欧洲传统盟友的看法，并形成与中国关系的一致性战略。拜登此举将在两个方面提振市场风险偏好：其一，拜登就职后会回归到多边关系框架中，这对中国来说是一项好消息，也是我们历来的主张；其二，中美经贸关系短中期内不会有明显变化，即虽然不会明显改善，但也不会变得更糟，这也同样有助于市场情绪的持续提升。

**中国面临的国际形势和多边关系在不断改善。**继 RCEP 签署之后，中国与多国的贸易关系都在不断好转推进，如中国和新加坡启动双边自贸协定升级的后续谈判，以进一步提高两国的贸易和投资自由便利化；中国和欧盟投资协定谈判已经进入到最后的冲刺阶段等。

# 2 行业配置：延续复苏逻辑，继续把握有色、金融、军工

**行业配置思路：全球疫苗推进加速，强化海内外经济复苏共振逻辑；同时中央经济工作会议召开在即，定调明年工作重点或带来风险偏好抬升。因此，继续关注兼具高景气度和低估值的有色和金融，及业绩向好且带有科技属性的军工板块。**

**经济基本面，各国疫苗推进加速，海内外经济复苏预期叠加市场需求回升，支撑资源品景气度。**上周包括美国 FDA 批准了辉瑞新冠疫苗紧急使用权，墨西哥也批准辉瑞疫苗紧急使用，表明除发达国家外，发展中国家也正在加快疫苗进程，使得海内外经济复苏逻辑延续。除此以外，11 月 PPI 环比转升，主要行业出厂价格中环比涨幅居前集中在周期品，包括化工、有色冶炼、黑色金属、煤炭等，显示市场需求回升背景下，大宗商品的高景气度仍在延续。

**央行净回笼 3500 亿，到期 MLF 将在 12 月 15 日续作，流动性收紧对低估值板块影响较低。**12 月 7 日至 12 月 11 日，央行公开市场操作逆回笼及 MLF 合计净回笼 3500 亿。其中，央行将在 12 月 15 日对 12 月 7 日到期的 3000 亿 MLF 和 12 月 16 日到期的两笔 MLF 进行一次性续作。可以看到，央行的操作思路以维持流动性稳健中性为主。同时，在货币逐步正常化的过程中，流动性收紧对于低估值的周期和金融板块影响较低。

**估值明显回落，安全边际凸显。**上周受大盘回落带动影响，有色和国防军工及大金融板块的估值均有不同程度回落，尤其是国防军工和非银金融的估值回落最为明显，安全边际凸显。大金融板块中的银行和房地产无论是估值的绝对值还是分位数，当前处于绝对底部，配置具有较高的性价比。随着 12 月中旬中央工作经济会议召开对明年经济的进一步定调，或将带来风险偏好的抬升。

**因此，疫苗推进加速强化经济复苏逻辑，估值回落凸显配置性价比，行业配置继续重点看好三类机会：**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。

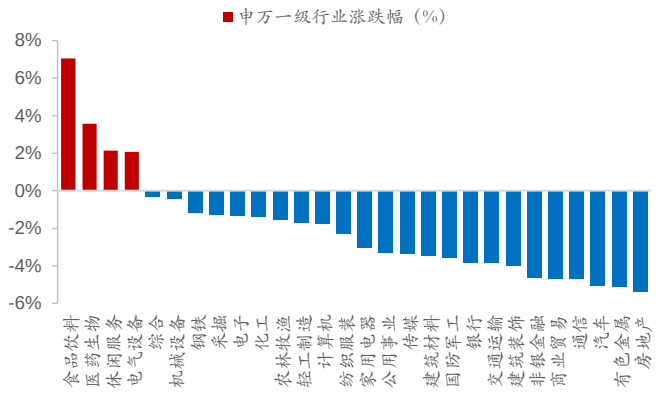
## 2.1 本月首选行业表现回顾

**12 月第二周，市场震荡回落，申万一级行业多数下跌。首选行业中，国防军工、有色、银行和地产表现处于中游靠后，非银金融跌幅较大。**12 月 7 日至 12 月 11 日，国防军工、有色、银行、房地产、非银金融分别变化-4.44%、-4.46%、-4.69%、-4.75%

和-6/32%，表现较前一周有所回调。

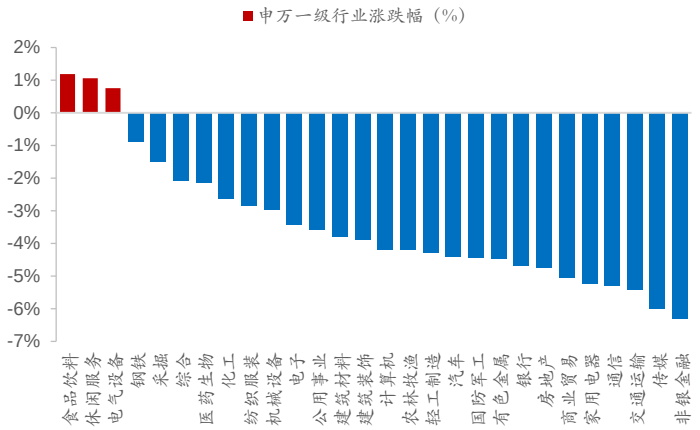
**从估值变化角度来看，非银金融、有色、军工估值分位数下调幅度明显，银行及地产估值仍处于底部。**上周，多数申万一级行业估值百分位下调明显，尤其是非银金融的估值分位水平从 36%下降至 26%，显示出配置性价比的进一步抬升。

**图表 21 12 月以来申万一级行业多数下跌（%）**



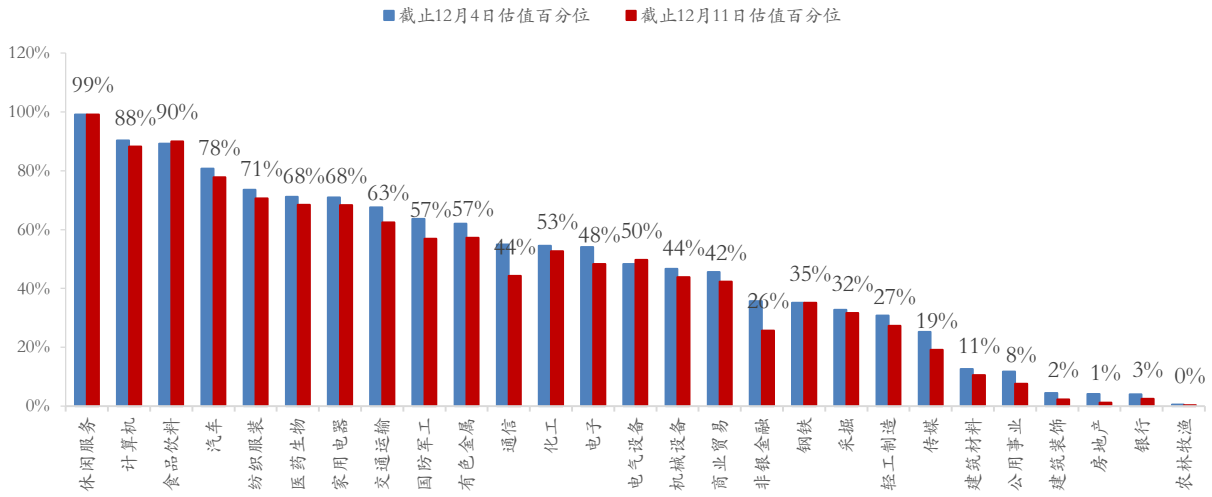

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 22 12.7-12.11 军工、有色、大金融表现相对靠后（%）**




资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 23 估值普遍回落，非银金融、有色、军工估值分位数下调幅度明显，银行及地产估值处于底部**




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：疫苗推进加速，支撑有色景气延续

**各国先后批准疫苗紧急使用，全球复苏预期支持有色金属景气度。**上周全球复苏的逻辑延续，**从价格来看，12 月第二周多数有色金属价格上行，**尽管铝价处于高

位且涨势有所放缓，但以锡和镍为代表的其他工业金属在延续上涨趋势的同时，幅度进一步扩大。截止12月11日，LME锡价和LME镍价周涨幅分别为2.8%和6.1%。**利润方面，12 月第二周铝行业利润维持高位的同时略有回落**，每吨利润从上周超4000 元小幅回落至3500 元附近。整体来看，尽管经历前一段快速上涨之后，以铝为代表的工业金属价格近期上行速率有所减慢，且市场一定程度上需要消化高位价格；但在复苏逻辑依旧延续的支持下，有色高景气度的延续仍具有确定性。

**估值维度，受本周大盘回落带动，有色金属板块估值下调明显。**截止12月11日有色行业PETTM的估值为44.5，处于历史估值57%的分位水平。有色金属板块估值绝对水平和分位数的明显回落，一方面受大盘下行带动，另一方面也和部分工业金属高位震荡有一定关联。

**各国纷纷推出疫苗计划，复苏逻辑继续强化。**上周各国新冠疫苗的推进速度进一步加快，先后批准疫苗的紧急使用。发达国家方面，美国食品药品管理局FDA批准了辉瑞的新冠疫苗紧急使用权。发展中国家方面，也加快疫苗计划的速度，包括印度批准首款国产新冠疫苗的人体试验，墨西哥批准辉瑞疫苗紧急使用。因此，随着全球各国，尤其是发展中国家也加快疫苗进程，全球复苏逻辑继续得到强化。

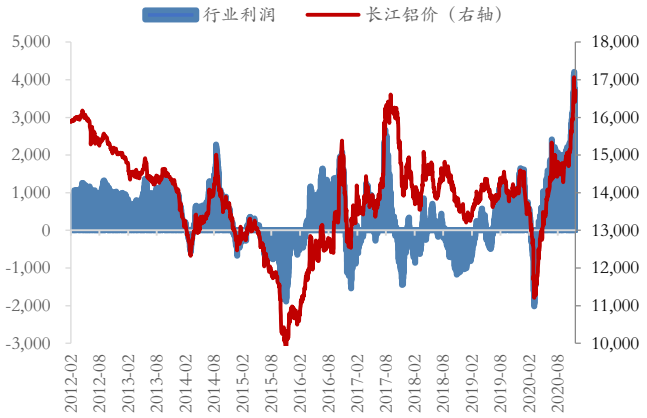
**关注标的：神火股份、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业。**

**图表 24 主要有色工业金属商品价格本周价格（12 月 4 日-12 月 11 日）**

| 商品（美元/吨） | 上周价格 | 周末价格 | 周涨跌 |
|---|---|---|---|
| LME 3 个月铜 | 7,758.00 | 7,768.50 | 0.1% |
| LME 3 个月铝 | 2,041.00 | 2,032.00 | -0.4% |
| LME 3 个月锌 | 2,741.00 | 2,784.50 | 1.6% |
| LME 3 个月铅 | 2,032.50 | 2,057.00 | 1.2% |
| LME 3 个月锡 | 18,995.00 | 19,530.00 | 2.8% |
| LME 3 个月镍 | 16,345.00 | 17,335.00 | 6.1% |

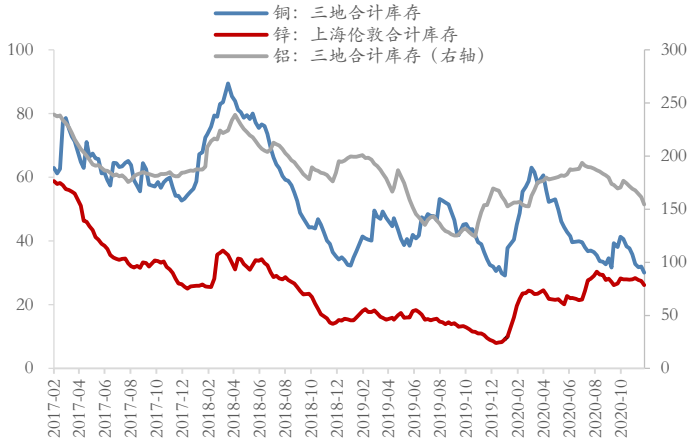
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 25 12 月第二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 26 12 月第二周，三地交易所库存仍处于低位




资料来源：wind，华安证券研究所

### 2.2.3 金融：盈利边际改善预计延续，银行地产估值处于绝对底部

**金融行业盈利边际改善预计延续。**银行方面，从业绩维度来看，除三季度数据显示银行业绩已经大幅改善 19.7%之外，随着各国疫苗的推进加速，复苏逻辑下，坏账担忧进一步减弱，预计业绩将有进一步改善空间。非银金融方面，将要召开的经济工作会议将会对明年货币及财政政策进行定调，随着货币政策回归常态，保险将受益于利率水平的抬升。地产方面，我们仍然认为随着四季度业绩的确认和政策阶段性探底，将带来未来业绩的触底回升。

**非银金融估值大幅回落，银行、房地产估值处于绝对底部。**上周非银金融的估值下调明显，估值分位从 36%大幅下降至 26%，PB 绝对值从 2.07 下降至 1.94，恢复至 11 月中旬水平。银行方面，PB 估值下调至 0.7，估值分位数进一步下滑，从上周 4%下降至 2.5%。房地产方面，估值分位从上周的 4.1%大幅下滑至 1.2%。因此，非银金融估值的回落，以及银行地产估值处于绝对底部，表明大金融板块具备较高的性价比。

**证监会正在修订退市规则，多层次资本市场建设加速。**自 2019 年科创板开市以及 2020 年创业板注册制的实施以来，已经完成了注册制改革三步走的前两步，下一步将迎来全市场注册制。在资本市场改革不断加速的背景下，全市场范围内开展退市机制改革成为下一步改革的重点，也是全市场注册制的必要一环。由此来看，随着改革的加速，以及上市公司质量的抬升，将进一步推升资本市场的活力及质量。

**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 27 金融市场改革步伐渐行渐近

| 时间 | 事件 |
| --- | --- |
| 12 月 10 日 | **国常会对保险资金投资权益类资产设置差异化指标，最高可至公司总资产的 45%。**<br>提升保险资金长期投资能力，防止保险资金投机化；<br>鼓励保险资金参与基础设施建设和新型城镇化等重大工程建设。 |
| 12 月 11 日 | **中国人民银行、国家外汇管理局将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。**<br>为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，引导金融机构市场化调节外汇资产负债结构，中国人民银行、国家外汇管理局决定调整金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数。金融机构应树立“风险中性”理念，更好地服务经济社会发展。 |
| 12 月 11 日 | **沪深交易所正在修订退市规则。**<br>证监会落实党中央部署，从推进注册制全局出发，梳理退市存在的突出问题，在总结科创板、创业板退市制度经验的基础上，在六方面提出了改革举措：包括完善退市标准，简化退市标准，健全退市多元渠道，强化交易所退市责任，监管力度，健全投资者保护机制，在全市场开展退市机制改革。 |
| 12 月 11 日 | **证监会：从即日起开展上市公司治理专项行动，推动上市公司治理水平。** |
| 12 月 11 日 | **央行、银保监会、证监会、外汇局发布《全球法人识别编码应用实施路线图（2020-2022 年）》。**<br>2020 年底前中国大陆持码机构总量 3 万个，覆盖全部金融机构、金融基础设施和行业协会的会员机构、中国境内上市公司。在人民币跨境支付、数字人民币跨境业务、QFII 和 RQFII 准入、衍生品交易、证券交易、上市公司监管等场景提出 LEI 应用规则。 |

资料来源：华安证券研究所整理

### 2.2.3 国防军工：业绩改善及确定性逻辑支撑军工高景气度

**四季度业绩具有确定性，带来军工板块的高景气度。**三季度国防军工的盈利能力改善幅度显示盈利边际提升显著。进入四季度后，业绩改善及确定性逻辑依然支撑军工的高景气度。一方面，由于军工订购的季节性因素，一般会在四季度确认订单；另一方面，临近十三五收官带来的前期积压订单爆发，并叠加十四五订单预期，带来业绩的高增速。因此，当前来看，国防军工的四季度业绩具有较强的确定性。

**从估值来看，国防军工上周估值回落明显，具有一定安全边际。**截止 12 月 11 日，国防军工行业的整体 PETTM 估值为 65.6 倍，处于历史估值的 57%分位水平。由于上周随大盘调整影响，军工板块有一定调整，估值分位较上周明显回落，估值具有安全边际。

**美政府干涉香港，外交部对等制裁进行反制。**上周美国财政部以涉及取消香港立法会议员，宣布对 14 位中国人大官员进行制裁，外交部通过取消持外交护照人员临时访港澳免签待遇进行对等制裁，显示出即使在美总统权力交接的过渡期，中美间仍然有摩擦，或将催化军工行情。

**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。**

**图表 28 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 |
| **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 |
| **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 |

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；国内外经济复苏不及预期；政策超预期转向等。

# 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。