把握年末行情，积极作为

报告日期：2020-12-06

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
联系人：夏怡
执业证书号：S0010120020018
电话：18105518766
邮箱：xiayi@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：

● 把握年末行情，积极作为

高频数据显示 11、12 月经济持续改善，央行对流动性呵护有利于货币以温和缓慢节奏回归，短期扰动结束、中美关系中期内保持平稳提振市场情绪，把握市场年末行情。经济层面，高频数据显示 11、12 月经济在持续改善中。整体角度，11 月 BCI 为 0.63，连续 7 个月为正且呈整体上行态势，意味着经济正表现出加速扩张状态。与经济周期紧密相关的部分周期品如铁矿石、铜、动力煤等价格在持续抬升，甚至已经超越了疫情前的水平。分项角度，PMI 新出口订单创新高、港口货物吞吐量同比持续上行、北方国际集装箱运价指数大幅抬升都指向出口景气度高涨。消费层面，大小件消费均呈现明确的改善趋势，其中大件消费如房地产销售、汽车销量、家电销售等维持改善或高位景气，小件消费义务小商品价格指数维持缓慢抬升。投资角度，挖机销售维持高景气，11 月有望达 65%高增速，连续 8 个月维持 50%以上增长，平均增速超过 60%，水泥玻璃等建材持续涨价。**流动性层面，货币等待中央经济工作会议定调，有望延续货政报告提法。**本月初央行超常规提前续作 MLF，显示出其对货币回归正常化过程中更倾向于温和缓慢的节奏控制，绝非显著收紧，表现出对市场流动性的平稳呵护。根据以往惯例，中央经济工作会议有望在中下旬召开，其中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。**市场风险偏好将持续提升。**一是拜登上台后，中美关系将维持平稳，短中期内第一阶段贸易协议将正常执行，不会恶化，有利于偏好进一步提升。二是特朗普在最后总统期限内，抑制中国措施对市场情绪的影响将不断被弱化并可控，不会形成趋势性的中长期冲击。三是“十四五”规划和纲要出台前后的时间内对市场风险偏好形成有效支撑等。**因此，整体看，市场仍处在积极可为的有利氛围中，把握年末行情。**

● 疫苗提速强化经济复苏逻辑，把握有色、大金融和军工机会

12 月初新冠疫苗进一步提速，产量满足预期的同时，多国启动接种战略，带来经济复苏共振逻辑的延续，上游大宗商品延续高景气度。央行 12 月初超预期续作了 MLF，显示出对中期流动性平稳的把握及呵护。估值维度，大金融处于绝对低位，有色上周经历回调后估值安全边际凸显，军工估值小幅抬升后仍处于合理区间，具备配置价值。**因此，继续关注三类机会：**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：把握年末行情，积极作为 5

1.1 高频数据显示 11、12 月经济维持改善态势 5

1.2 货币等待中央经济工作会议定调，有望延续货政报告提法 10

1.3 市场风险偏好持续提升 12

2 行业配置：疫苗加速强化经济复苏逻辑，把握有色、金融、军工机会 13

2.1 本月首选行业表现回顾 13

2.2 首选行业景气跟踪 15

2.2.1 有色：复苏逻辑带来上行支撑，周中回调带来估值安全边际 15

2.2.3 金融：估值小幅但仍处于底部，盈利边际改善明显 16

2.2.3 国防军工：业绩确定性带来军工板块景气度走高 17

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，已恢复至疫情前水平 6
图表 3 铁矿石价格指数创新高，需求旺盛 6
图表 4 铜价创新高，经济复苏强劲 6
图表 5 高炉开工率整体优于去年同期水平 7
图表 6 动力煤价格创新高，需求旺盛 7
图表 7 港口货物吞吐量同比持续上行，出口形势维持景气 7
图表 8 北方国际集装箱运价指数大幅抬升，出口高景气 7
图表 9 11 月 PMI 新出口订单指数持续抬升，创 2018 年以来新高 8
图表 10 11 月日均汽车销量同比 5%增长 9
图表 11 零售消费需求整体抬升 9
图表 12 商品房销售情况整体持续好转 9
图表 13 空调冰箱等家电产品增速维持整体改善趋势 9
图表 14 11 月挖机销量维持高增长，预计在 65% 10
图表 15 建材用品景气持续上行，其中玻璃价格创新高 10
图表 16 银行间短端利率近周维持在较低水平 11
图表 17 银行间同业拆放短端利率近周有所下行 11
图表 18 SHIBOR 中期利率近周小幅下行 11
图表 19 10 年期国债收益率缓慢抬升趋势未变 11
图表 20 12 月以来申万一级行业表现普涨（%） 14
图表 21 11.30-12.4 非银表现优异，有色、军工位于中游（%） 14

图表 22 有色、军工估值处于所有行业中游，大金融板块估值偏低.....14
图表 23 主要有色工业金属商品价格本周价格（11 月 30 日-12 月 4 日）.....15
图表 24 12 月首周电解铝行业利润维持高位.....16
图表 25 12 月首周，三地交易所库存仍处于地位.....16
图表 26 金融市场改革步伐渐行渐近.....17
图表 27 首选行业及关注标的.....18

1 市场观点：把握年末行情，积极作为

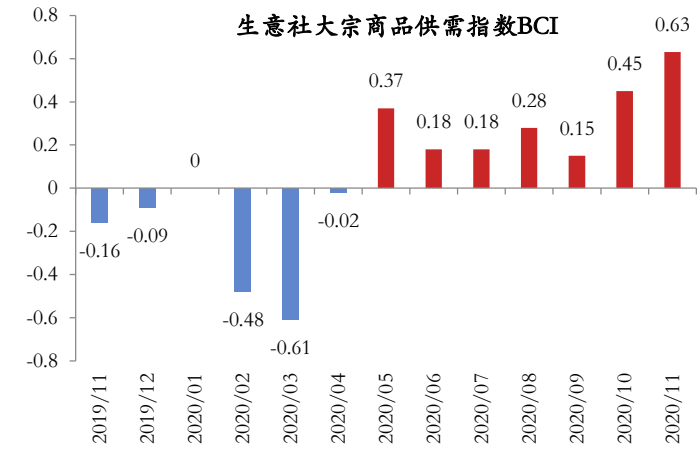
高频数据显示 11、12 月经济持续改善，央行对流动性呵护有利于货币以温和缓慢节奏回归，短期扰动结束、中美关系中期内保持平稳提振市场情绪，把握市场的年末行情。经济层面，高频数据显示 11、12 月经济在持续改善中。整体角度，11 月 BCI 为 0.63，连续 7 个月为正且呈整体上行态势，意味着经济正表现出加速扩张状态。与经济周期紧密相关的部分周期品如铁矿石、铜、动力煤等价格在持续抬升，甚至已经超越了疫情前的水平。分项角度，PMI 新出口订单创新高、港口货物吞吐量同比持续上行、北方国际集装箱运价指数大幅抬升都指向出口景气度高涨。消费层面，大小件消费均呈现明确的改善趋势，其中大件消费如房地产销售、汽车销量、家电销售等维持改善或高位景气，小件消费义务小商品价格指数维持缓慢抬升。投资角度，挖机销售维持高景气，11 月有望达 65%高增速，连续 8 个月维持 50%以上增长，平均增速超过 60%，水泥玻璃等建材持续涨价。**流动性层面，货币等待中央经济工作会议定调，有望延续货政报告提法。**本月初央行超常规提前续作 MLF，显示出其对货币回归正常化过程中更倾向于温和缓慢的节奏控制，绝非显著收紧，表现出对市场流动性的平稳呵护。根据以往惯例，中央经济工作会议有望在中下旬召开，其中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。**市场风险偏好将持续提升。**一是拜登上台后，中美关系将维持平稳，短中期内第一阶段贸易协议将正常执行，不会恶化，有利于偏好进一步提升。二是特朗普在最后总统期限内，抑制中国措施对市场情绪的影响将不断被弱化并可控，不会形成趋势性的中长期冲击。三是“十四五”规划和纲要出台前后的时间内对市场风险偏好形成有效支撑等。**因此，整体看，市场仍处在积极可为的有利氛围中，把握年末行情。**

1.1 高频数据显示 11、12 月经济维持改善态势

高频数据跟踪下的 11、12 月经济，整体维持在继续改善或高景气状态。11 月底公布的制造业 PMI 数据继续改善，并创下了本轮经济复苏周期的新高，上行至 52.1%，较上月边际改善了 0.7 个百分点，显示出经济活动的活力在进一步增强，经济加速复苏。各分项 PMI 指标也在全面改善，延续供需两旺格局。通常情况下，经济具备较强的惯性，尤其是在复苏周期的情况下，这种惯性会更加明显。11 月制造业 PMI 数据从整体上刻画出了经济的景气或复苏状态，那是否有更好的数据支撑或佐证，三驾马车各板块是否同样随之改善，12 月最新经济情况又是如何？我们从高频数据角度予以论证。

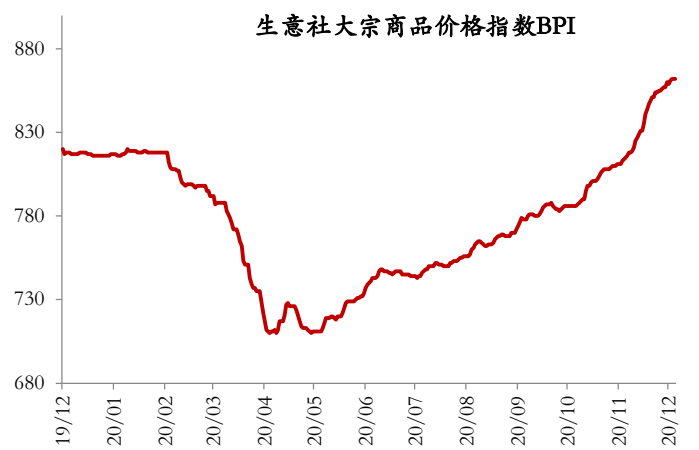
高频跟踪数据显示，从经济恢复的整体角度看，是在维持加速扩张状态的，**其中 11 月份生意社大宗商品供需指数 BCI 为 0.63，从 5 月份转正后连续 7 个月为正，并且指数整体呈在上行，**这意味着：其一，BCI 大于 0，制造业经济呈现扩张状态；其二，BCI 整体上行，说明经济扩张仍在加速期。同时，从三驾马车的部分高频数据跟踪显示，各板块都维持改善或者高景气态势。**此外，与经济周期紧密相关的部分周期品价格持续抬升，甚至已经超越了疫情前的水平，**如生意社大宗商品价格指数 BPI，截止 12 月 5 日指数为 862，较 5 月初低点 510，大幅回升了 352 个单位点，抬升幅度接近 70%，甚至超过了疫情前 800 左右单位点。铁矿石价格指数、铜均价、动力煤价格等都大幅上涨，亦超越疫情前水平。**工业生产延续恢复，**其中 11 月份以来的平均高炉开工率为 67.18%，较去年同期的 65.54%有所抬升。

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，已恢复至疫情前水平



资料来源：生意社，华安证券研究所

图表 3 铁矿石价格指数创新高，需求旺盛



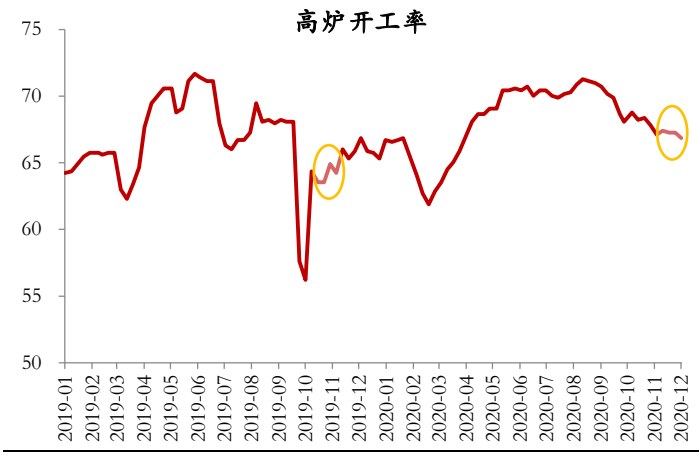
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 铜价创新高，经济复苏强劲



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 高炉开工率整体优于去年同期水平



资料来源：wind，华安证券研究所

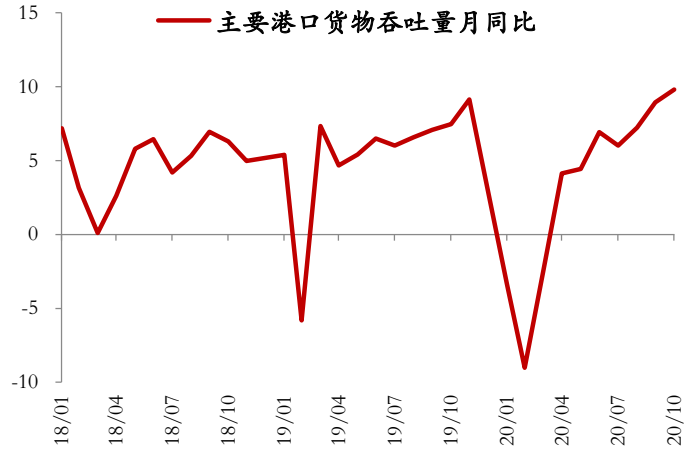
图表 6 动力煤价格创新高，需求旺盛



资料来源：wind，华安证券研究所

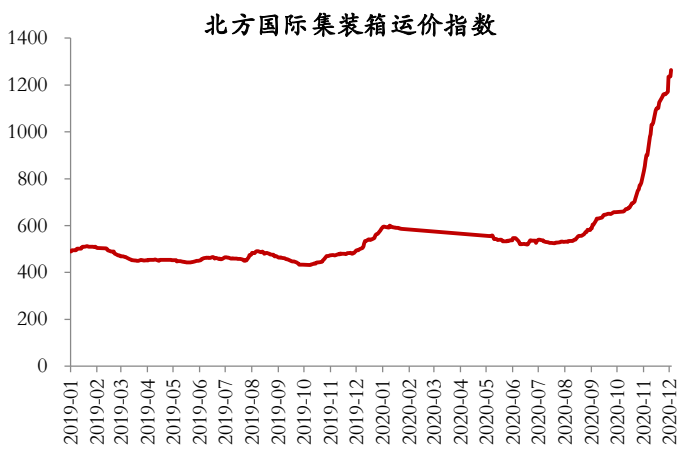
出口方面，景气度持续高涨，短期难逆转。表现在三个方面：其一，11 月 PMI 新出口订单指数创下 2018 年以来的新高，11 月份为 51.5%，较上月继续提升了 0.5 个百分点；其二，主要港口货物吞吐量月同比增速自 2 月份触底后也一路上行，有明显的趋势性，10 月同比增速为 9.8%，较上月改善了 0.9 个百分点，创下 2014 年以来次高；其三，北方国际集装箱运价指数近期尤其在最近两月飙升，说明集装箱非常紧俏，也间接说明了出口的火热程度，出现了一箱难求的状态，截止 12 月 4 日，集装箱运价指数为 1263.91，较 6 月份本轮的最低点 519.61，涨幅高达 143%，并且涨幅主要是 10 月份中旬以后产生的。出口整体来看，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高点。

图表 7 港口货物吞吐量同比持续上行，出口形势维持景气



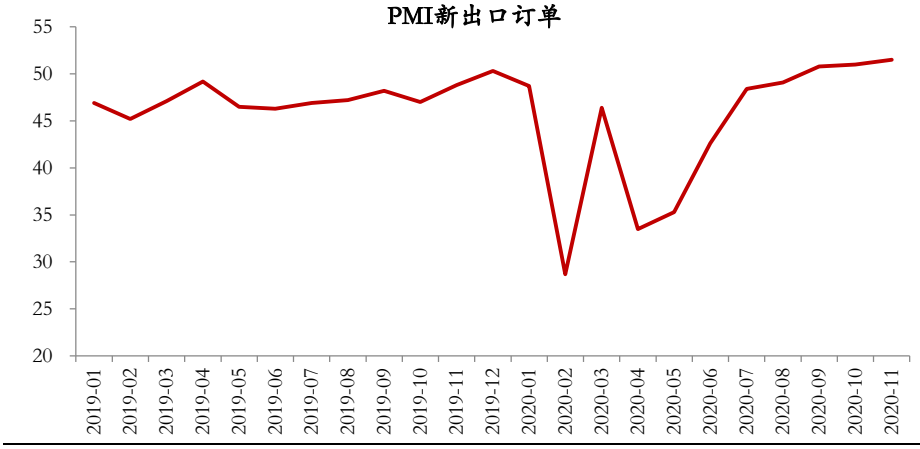
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 北方国际集装箱运价指数大幅抬升，出口高景气



资料来源：wind，华安证券研究所

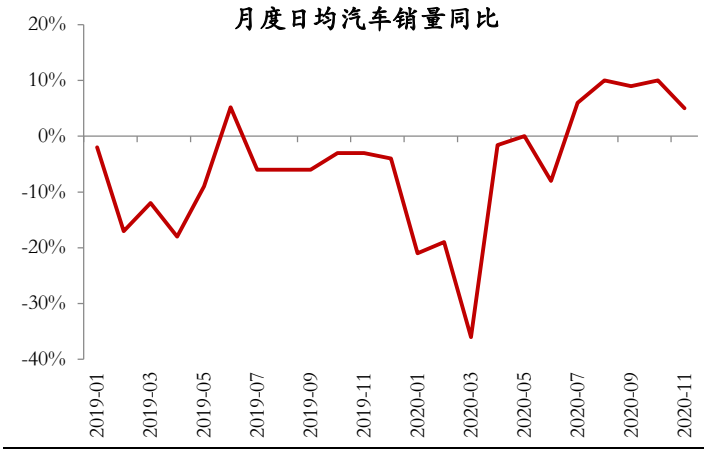
图表 9 11 月 PMI 新出口订单指数持续抬升，创 2018 年以来新高



资料来源：wind，华安证券研究所

消费方面，大小消费品均维持整体改善趋势。大件消费品方面：**其中房地产销售整体维持向好状态，**10 月商品房销售面积和销售金额同比增速分别达到-2.06%和 4.2%，较上月有所下降，但从 2 月以后的销售情况来看，月度间呈现出的“锯齿”形态增长明显，因此 10 月份位于锯齿下沿的可能性也较大，且整体来看，商品房销售的情况是在逐步改善的。**汽车销售连续正增长，改善较大，**根据乘联会月度日均销售数据显示，11 月同比增速为 5%，较前几个月有小幅回落，但仍处于改善较大的区间，至于 11 月的周度增速逐周向下的原因并非在于需求回落，而是零售市场较强，在每个月的前两三周出货较大，导致月末冲击压力减少所致。年末通常都是自主品牌的传统冲刺季，在去年同期销量低基数的情况下，汽车销售仍有望维持在较高区间的增速。**家电产品销售情况，以空调、冰箱、洗衣机等大家电为整体仍然强劲，**如 10 月份空调销量同比增速为 12.4%，连续两月上行，延续提升趋势。10 月份冰箱销量同比增速为 19.6%，维持在高增长区间。10 月份洗衣机同比增速 13.1%，首次回升至两位数增长，同时延续不断边际改善等。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，整体维持着缓慢抬升的趋势。**随着经济的不断复苏，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 10 11 月日均汽车销量同比 5%增长



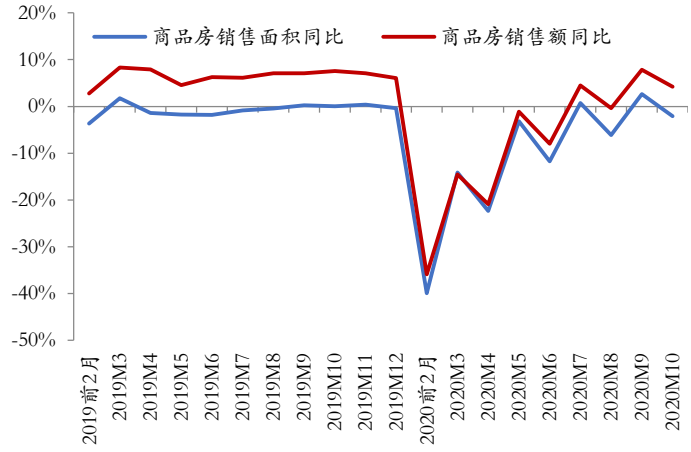
资料来源：乘联社，华安证券研究所

图表 11 零售消费需求整体抬升



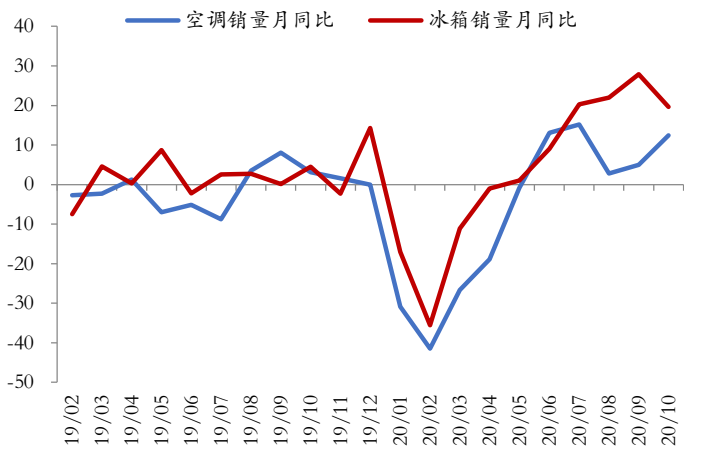
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 商品房销售情况整体持续好转



资料来源：wind，华安证券研究所

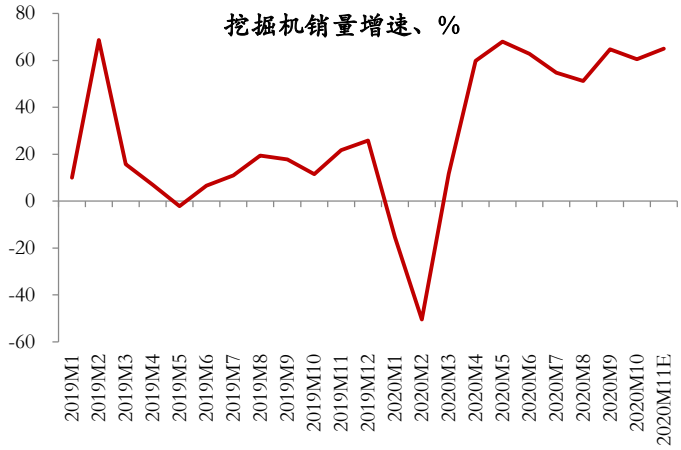
图表 13 空调冰箱等家电产品增速维持整体改善趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

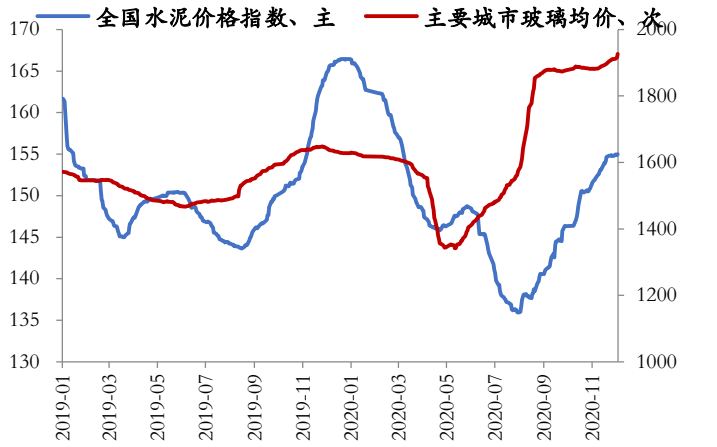
投资方面，佐证数据指向投资不断好转。其中一个重要的证据在于挖机销量增速有望超预期，根据 CME 数据观测，11 月挖掘机含出口的销售在 3.2 万台，同比增速在 65%左右，其中国内市场增速在 66%左右，出口市场增速在 62%左右，11 月超过 60%的高增速，延续了 4 月份以来的高增长基调，连续 8 个月增速超过 50%，平均增速高达 60%以上，这一轮的机械景气持续时间明显强于上一轮，目前各大生产厂商的订单饱满，至少在明年一季度之前都能维持高增速。**另一个重要的证据在于建筑材料持续涨价，景气度不断上行。**如全国水泥价格指数截止 12 月 4 日，报收 154.99 单位点，较 8 月份低点 136 单位点，提升了接近 14%，与疫情前 2 月份的指数水平差不多一致。主要城市的玻璃价格大涨，近期再次出现了持续上行的迹象，截止 12 月 4 日，玻璃均价报收 1926.57 元/吨，较 5 月份 1347.47 元/吨，涨价幅度接近 43%。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，都支撑着投资板块上行改善。

图表 14 11 月挖机销量维持高增长，预计在 65%



资料来源：wind，CME，华安证券研究所

图表 15 建材用品景气持续上行，其中玻璃价格创新高



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 货币等待中央经济工作会议定调，有望延续货政报告提法

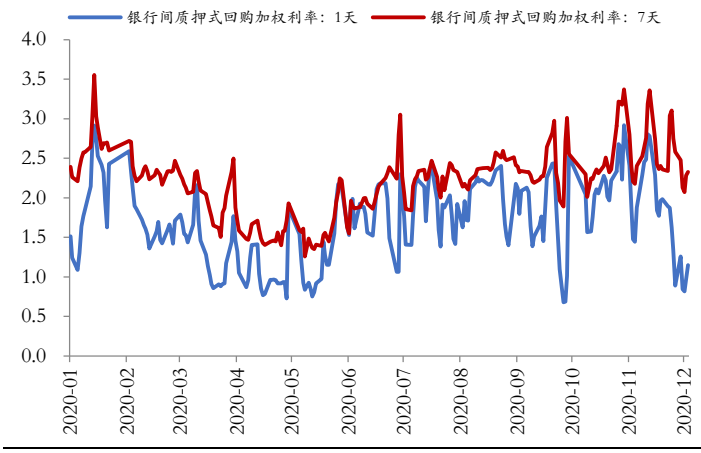
MLF 超常规提前续作，显示了央行在货币回归正常化过程中的节奏控制，倾向于缓慢温和回归。MLF 通常在每个月的 15 号开展，但在 11 月 30 日，央行发布公告，为了维护月末流动性平稳，央行除了在进行 1500 亿逆回购操作外，还进行了 2000 亿的 MLF，并还将与 12 月 15 日正常开展 MLF 操作，含对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的一次性续作。央行出现不同以往的操作主要考虑到以下几方面因素：其一，避免 12 月中旬一次性投放过多，因此先行投放一部分，减缓市场波动；其二，12 月 7 日将有 3000 亿到期，也可以起到缓解作用；其三，与中下旬财政的集中投放错开。另外由于前期永煤债违约造成了局部流动性紧张，中期利率继续上行，因此央行此时投放 MLF 也有一部分平抑中期利率的考虑。同时，此举也显示出了央行对货币回归正常化过程中的节奏控制，以缓慢温和为主，而非显著收紧。

12/05-12/11 日当周，市场将有 5000 亿资金到期。11/28-12/04 当周央行资金实现小幅净回笼，其中到期 4300 亿，续作 4000 亿，净回笼 300 亿。

短端利率上下并行，中端利率小幅下降，长端利率维持稳定。最近一周短端利率水平出现分化，上下行皆有，其中隔夜或 1 天期的银行间质押式回购加权利率和 SHIBOR 利率有所上行，分别上行了 26 个 bp 和 25 个 bp。7 天或 1 周期的银行间质押式回购加权利率和 SHIBOR 利率有所下行，分别下行了 26 个 bp 和 22 个 bp。目前短端利率整体处在较低位水准；中端利率 3 个月和 6 个月 SHIBOR 近一周分别下行了 5 个 bp 和 3 个 bp，下行幅度较为微弱；长端利率近周维持稳定，10 年期国债收益率目前在 3.33%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

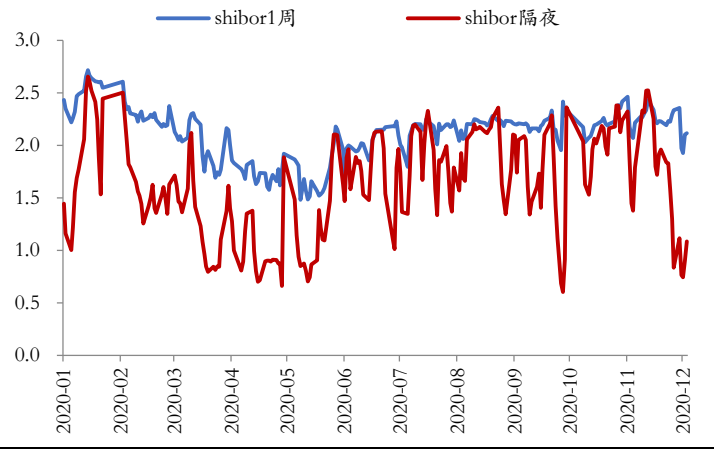
中长端利率仍将面临上行的压力。

图表 16 银行间短端利率近周维持在较低水平



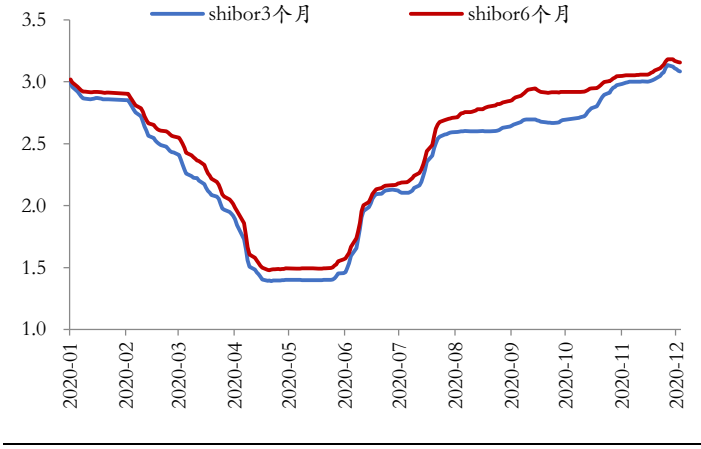
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 银行间同业拆放短端利率近周有所下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 shibor 中期利率近周小幅下行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 10 年期国债收益率缓慢抬升趋势未变



资料来源：wind，华安证券研究所

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。

明年货币政策基调将由中央经济工作会议予以确认，或延续货政报告基调。中央经济工作会议按往年惯例有望在本月中下旬召开，有两点需要特别关注的点：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。

1.3 市场风险偏好持续提升

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。

特朗普最后总统期限内，抑制中国对市场情绪的影响将不断弱化，不会形成趋势性的中长期冲击。根据美国各州的选票确认情况来看，拜登当选已成定局，并且有望在和平的氛围中进行权利交接，从这个角度看，特朗普在最后总统期限内的针对中国行为都将是短暂的，在拜登上台后将对这些行为进行纠偏，因此这些事件对 A 股市场的情绪影响有限，这是一方面。另一方面，特朗普近期对中国的打压基本都仍在过去打压的范畴内，如将中芯国际等 4 家企业列入涉军工黑名单、引诱华为孟晚舟认罪、限制外国公司在美国上市、限制对中国公民赴美签证的发放等，并没有超出市场预期，因此冲击也进一步可控。

“十四五”规划和二 0 三五发展远景目标仍将继续支撑短期和未来中期一段时间内市场风险偏好逐步抬升，各地各分类的“十四五”规划已经陆续开始出台。十九届五中全会开启发展新篇章，其对未来长达 15 年的长期指引，给后续政策的短中长配合提供了指引性方向。此外，从对过去几次的五年规划来看，伴随着规划的逐步落地前后，围绕产业主线都爆发出了精彩纷呈的结构性行情，纲要也将于明年的两会发布 ，市场将逐步进入十四五规划热点时期。近期部分地区对“十四五”部分领域的规划出台将会使得市场关注点逐步聚焦。

2 行业配置：疫苗加速强化经济复苏逻辑，把握有色、金融、军工机会

行业配置思路：在 12 月初疫苗进展进一步提速的背景下，海内外经济复苏共振逻辑延续。因此，继续关注兼具高景气度和低估值的有色和金融，以及业绩向好且带有科技属性的军工板块。

经济基本面来看，海内外复苏共振逻辑延续，上游大宗商品延续高景气度。上周以来，包括辉瑞和 BioNTech 今年产量大概率满足预期，以及包括欧洲、美国和俄罗斯等多国发布疫苗接种战略，或已经开始进行大规模接种，显示出新冠疫苗进展进一步提速，带来复苏共振逻辑的延续。从上游大宗商品价格来看，根据国家统计局发布的最新生产资料市场价格变动情况来看，截止 11 月下旬 50 个重要大宗商品价格中，有 35 项上涨，且上涨品种主要集中在有色金属、石油天然气、煤炭等上游资源品端，显示大宗商品延续了高景气度。

MLF 超预期续作显示央行对中期流动性的呵护，体现货币政策回归正常化过程中对节奏的把握。11 月 30 日至 12 月 4 日，央行公开市场操作逆回笼及 MLF 合计净回笼 300 亿，操作思路及流动性维持相对中性。在货币逐步正常化的过程中，对于低估值板块的周期和金融板块影响较低。

估值和风险偏好，尽管有色和军工受近期景气度抬升带动估值有所抬升，但整体来看仍处于行业中游水平，尤其有色经历上周回调估值安全边际凸显，而大金融板块依然估值偏低。因此，有色、大金融及军工板块仍具有配置性价比。同时，随着 12 月政治局会议和中央经济工作会议的召开，对外来经济的进一步定调，将带来风险偏好的抬升。

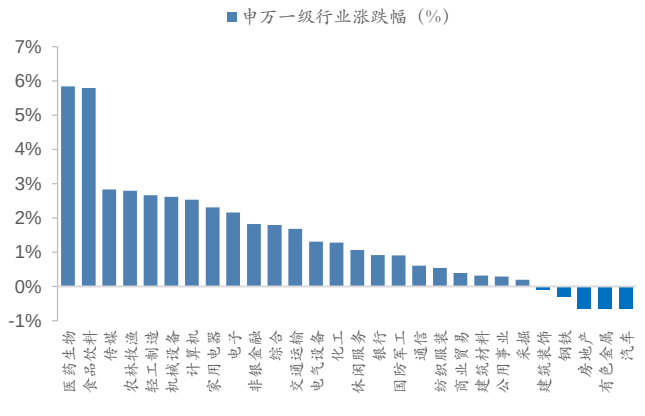
因此，在经济复苏逻辑延续，估值维持合理区间具备配置价值来看，行业配置继续重点看好三类机会：一是顺周期的高景气度上游大宗商品，如有色行业；二是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块的银行、地产和非银；三是四季度业绩和十四五订单带来的确定性，并带有一定科技属性的军工板块。

2.1 本月首选行业表现回顾

12 月首周，市场整体在开门红后震荡，申万一级各行业涨跌互现。其中，非银表现优异，有色、国防军工位于中游，银行和房地产波动较大，小幅收跌。11 月 30 日至 12 月 4 日当周，有色、国防军工、非银、银行与房地产涨幅分别为 0.54%、1.09%、2.10%、-0.08%和-1.56%，国防军工和非银优于上证表现。

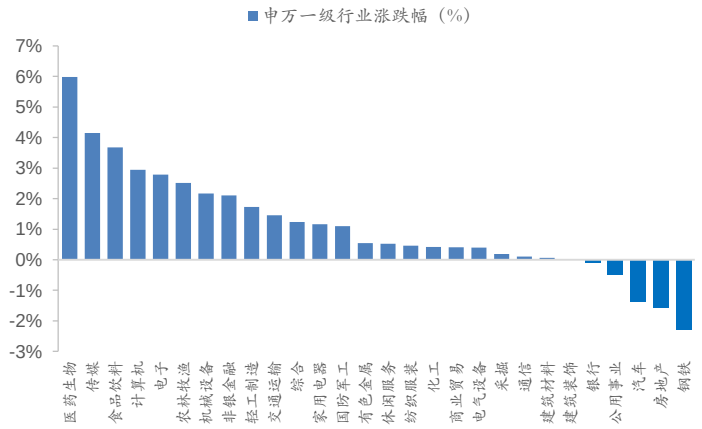
从估值变化角度来看，有色和军工估值处于所有行业中游，大金融板块依然估值偏低。上周，仅部分申万一级行业估值百分位出现小幅下降，其中就包括有色金属和房地产，显示当前估值仍具有显著安全边际。此外，国防军工、非银金融、银行的估值分位数有一定抬升，但仍处于合理区间，尤其是大金融板块估值依然整体偏低。

图表 20 12 月以来申万一级行业表现普涨（%）



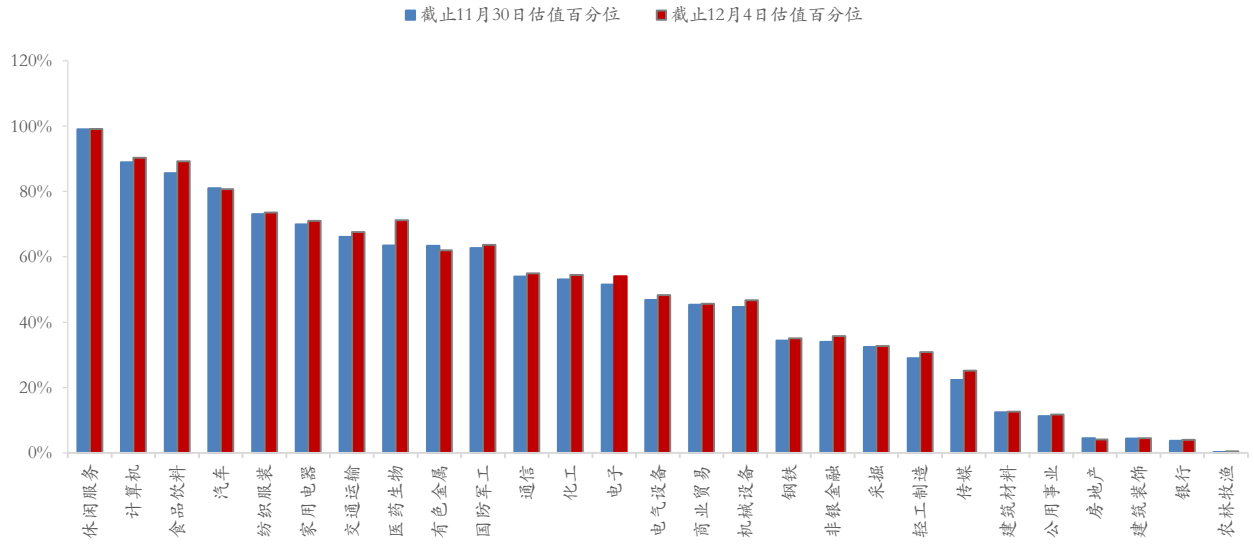
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 11.30-12.4 非银表现优异，有色、军工位于中游（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 有色、军工估值处于所有行业中游，大金融板块估值偏低



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：复苏逻辑带来上行支撑，周中回调带来估值安全边际

全球复苏预期逻辑强化，带来有色金属景气度上行支撑。上周来看，全球复苏带来的有色金属高景气度逻辑进一步强化。**从价格来看，12 月首周有色价格仍延续上行趋势**，尽管品种间涨跌互现，尤其是铝因现货累库提前诱发周中沪铝有所回调，但以铜和铝为代表主要工业金属价格仍继续走高。截止 12 月 4 日，LME 铜价上涨至 7,758 美元，LME 铝价超过 2000 美元，涨至 2041 美元，周涨幅分别为 3.4%和 2.2%。**利润方面，12 月首周铝行业利润继续维持高位**，周中曾冲高至 4200 元每吨，截止 12 月 4 日维持在 3600 元每吨附近。由此来看，利润端依旧对行业有显著支持。**库存方面，上周铜、铝的三地交易所库存继续下行的同时，沪铝现货出现累库信号，**一定程度上带来沪铝价格回调。但整体来看，在内外需复苏共振的逻辑下，并不影响此轮顺周期行情下有色高景气的延续性。

估值维度，受周四回调影响，有色金属板块估值有所回落。经历上周一定的调整后，截止 12 月 4 日有色行业 PETTM 的估值为 46.7，处于历史估值的 62%分位水平，较上周有一定回落，安全边际凸显。

新冠疫苗进一步提速，美国财政刺激计划复燃，强化复苏预期。上周新冠疫苗进展进一步提速。从产量来看，辉瑞和 BioNTech 的新冠疫苗生产接近今年目标。从各国疫苗接种进度来看，多国已经发布疫苗接种战略或开始进行大规模接种，其中包括莫斯科开始大规模接种，英国周三批准辉瑞疫苗，美国第一只疫苗最快下周五接种。除此以外，9080 亿的最新提案带来美国财政刺激计划复燃期望，也进一步强化复苏预期。

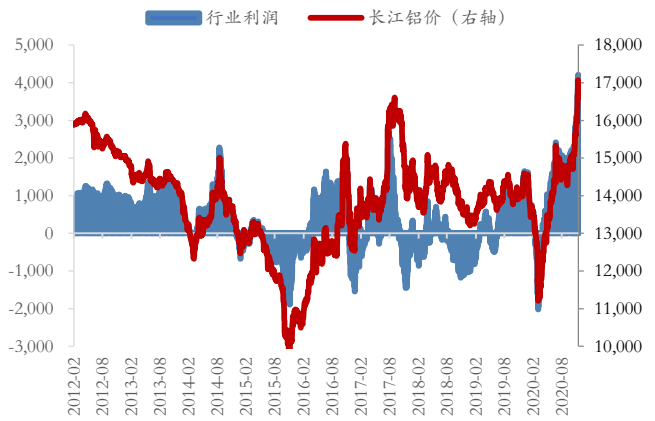
关注标的：神火股份、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等。

图表 23 主要有色工业金属商品价格本周价格（11 月 30 日-12 月 4 日）

商品（美元/吨）	周初价格	周末价格	周涨跌
LME 3 个月铜	7,566.00	7,758.00	3.4%
LME 3 个月铝	2,040.00	2,041.00	2.2%
LME 3 个月锌	2,778.50	2,741.00	-2.4%
LME 3 个月铅	2,063.50	2,032.50	-3.5%
LME 3 个月锡	18,680.00	18,995.00	0.1%
LME 3 个月镍	16,055.00	16,345.00	-0.5%

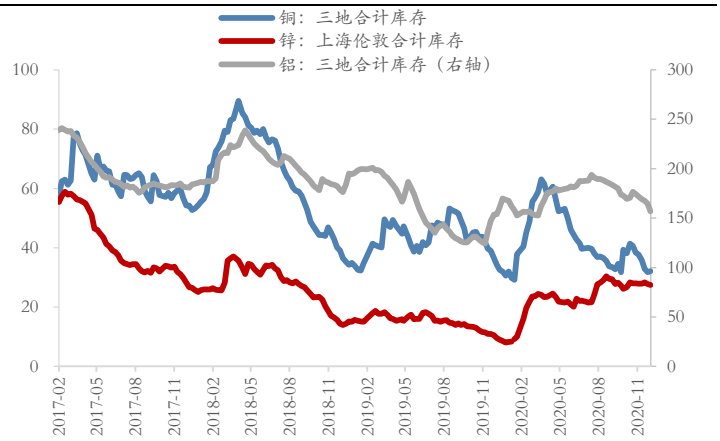
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 24 12 月首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 25 12 月首周，三地交易所库存仍处于地位



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2.3 金融：估值小幅但仍处于底部，盈利边际改善明显

业绩维度，金融行业盈利边际改善明显。银行方面，在经济复苏逻辑下，坏账担忧减缓将带来后续业绩增长，其中 Q3 银行业绩大幅改善 19.7%，显示业绩已经走出底部。非银金融方面，一方面，今年以来股市交投活跃带来券商盈利能力的大幅抬升；另一方面货币回归常态化下，利率水平抬升也将利好保险。因此，后续盈利和业绩继续看好非银金融。地产方面，12 月四季度业绩将得到确认，叠加政策阶段性探底，带来业绩走出底部预期。

非银金融估值小幅抬升，银行估值维持平稳，房地产估值小幅下行，大金融板块估值整体仍处于底部。上周尽管非银表现优异，估值水位有所抬升，但整体估值仍处于绝对低位水平。截至 12 月 4 日，非银金融的 PB 估值分位数及绝对水平尽管较上一周有所抬升，但仍处于绝对低位，PB 估值仅 2.07 倍，估值分位 36%。银行方面， PB 估值仅 0.74，估值分位数维持在 4%。房地产方面，PE 估值仅 0.2，估值分为水平仅 4%。因此，综合来看，大金融板块估值仍处于底部，具备较高的性价比。

房地产调控基调不改，政策进一步收紧空间有限。12 月 3 日韩正表示，一是要坚持房住不炒的定位，而不是短期刺激经济的手段；二是维持房地产市场的稳定；三是“十四五”期间加强顶层设计，包括住房市场和住房保障的两个体系。同时叠加今年以来房地产金融作为监管重点，银保监对银行机构出具包括违规为房地产企业缴纳土地出让金融资，显示出当前行业政策已经来到阶段性底部，同时拿地也呈现阶段性筑底特征。因此，随着未来边际收紧的减弱，地产业绩或将走出底部。

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 26 金融市场改革步伐渐行渐近

时间	事件
12 月 3 日	**深交所研究制定服务国企改革专项工作方案，集中力量推动国资国企深化改革。** 主要包括： 1）明确服务国资国企改革的目标任务和支持方向，建立专项工作小组； 2）推动国有上市公司通过整体上市、并购重组等市场化方式实现资产整合，推动国资基础设施公募 REITs 项目试点落地和常态化发行； 3）优化市场功能定位，积极筹备全市场注册制改革，支持优质混合所有制改革试点企业上市融资； 4）推动完善并购重组、再融资、收购、减持、股权激励及员工持股等基础制度，助力国有控股上市公司利用资本市场工具实施混改等。
12 月 3 日	**证监会将加快完善资本市场基础性制度，更好发挥资本市场功能，进一步加大力度。**支持湖北充分发挥科教、产业优势，实现科技、资本、产业良性互动，服务产业转型升级和经济社会高质量发展。
12 月 4 日	**上交所发布《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则（2020 年修订）》。**发行人申请股票首次发行上市，应当符合科创板定位。

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 国防军工：业绩确定性带来军工板块景气度走高

三季度盈利边际提升显著，业绩确定性带来军工板块景气度持续走高。从三季度的业绩表现来看，国防军工板块的盈利能力改善幅度在所有行业中位列第一，盈利能力较二季度改善 94.5%，体现了较高的业绩增速。从当前来看，军工行业的景气度仍将维持在高位，一方面在于军工企业订单集中交付一般集中在四季度；二是“十四五”规划下对于军工产业的战略持续推进，未来订单的持续性也将为业绩的进一步提升带来确定性。同时，从融资维度来看，军工产品研制具有高难度、长周期、高投入的特点，因此对于资金需求依赖性较高。随着近年来再融资政策的放松，有助于提高军工企业直接融资便利，缓解军工企业资金问题。

从估值来看，国防军工行业上周估值有所提升，但仍处在合理区间内，具备性价比。截止 12 月 4 日，国防军工行业的整体 PETTM 估值为 68.7 倍，处于历史估值的 63.7%分位水平，随着板块的走强，估值分位较 11 月末有小幅抬升。但无论从估值的绝对水平，还是百分位来看，仍处于合理区间，具备较高的配置性价比。同时，考虑到未来军工产业从制造业属性向科技属性转变，估值有提升空间。

美政府将 4 企业纳入涉军名单，嫦娥五号首次地外天体起飞，持续催化军工行情。上周美政府宣布将中国建科集团、中国国际工程咨询公司、中海油和中芯国际列入美国防部“涉军企业”黑名单，显示出中美间摩擦的持续性。同时，12 月 3 日嫦娥五号成功实现我国首次地外天体起飞，也进一步催化军工子行业的行情。

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 27 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
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；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。