积极可为

报告日期：2020-11-30

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. 11 月月报《云销雨霁》2020-11-02
2. 10 月月报《喜忧参半，顺势而为》2020-10-08
3. 9 月月报《寻机布局》2020-09-01

主要观点：

● 积极可为

经济持续强劲复苏，货币回归正常化而非显著收紧态度明确，短期扰动结束、风险偏好具备持续提升基础，市场进入积极可为期。经济层面，仍在确定性强劲复苏进程中。据测算 10 月单月经济增速达到 6.5%以上水平，11 月 PMI 继续边际改善并创下新高，奠定持续强劲复苏基调，4 季度增速有望上行至 6.2%甚至更高，并且明年 1 季度前经济都将处于强劲复苏通道中。国内经济复苏动能强劲，消费改善趋势明确并仍有较大提升空间，净出口至少在明年 1 季度前都将对经济贡献较强支撑，投资单月增速创新高并有望持续上行。国外复苏引擎启动，海内外经济共振确认，无论是发达经济体还是发展中国家在 3 季度经济都显著回升，叠加新冠疫苗接连突破，全球经济复苏预期进一步加强，节奏进一步加快；**流动性层面，货政报告更加明确货币回归正常化而非显著收紧的态度，**报告强调“控总量、调结构”的工作思路，总量上要求更加灵活适度，把好供应总闸门，保持流动性合理充裕，同时坚决不搞大水漫灌，货币供应量和社融增速同潜在名义 GDP 增速相匹配。结构上更加注重精准导向和精准滴灌，仍将释放全社会尤其是中小微企业综合融资成本下降的潜力。明确货币向正常化回归的走向并长期维持正常化的倾向；**风险偏好具备持续提升基础，**一方面金融业扩大开放，注册制改革及加强退市刚性等改革加速将提升中期估值中枢。另一方面，拜登胜选成定局，权利交接有望平稳进行，拜登当选后经济刺激法案和加税法案有望很快提上日程，加上拜登政见对科技股友好、亲近多边关系框架、改善中美关系等，短中期内有利持续提振市场情绪。再者，“十四五”规划和纲要出台前后对市场风险偏好形成有效支撑等。**整体看，已经进入了一个相对更加友好的综合环境，对市场可以更加积极乐观一些，把握可为期。**

● 关注景气和估值优势的周期和金融板块，首选有色、金融、国防军工

行业配置思路：在国内经济维持强劲复苏，海外经济确认步入复苏周期的共振下，疫情突破性进展进一步加强了经济复苏的预期和节奏，叠加货币回归正常化过程中，估值优势更应该重点考量，在这种综合环境下，兼具高景气和低估值的周期和金融板块更具性价比，迎来配置机会。行业配置重点把握三类机会：**一是**景气度直接受益海内外经济复苏共振逻辑，且估值正处低位的周期板块或上游资源品行业，如有色、化工等；**二是**处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，已经具备一定的长期配置价值，如银行、地产和非银；**三是**有业绩支撑和催化剂提振偏好的部分成长科技行业，如十四五订单有望带来催化的国防军工行业等。**综合判断，12 月配置偏向周期，首选有色、金融、国防军工。**

● 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：积极可为 7

1.1 经济仍处于一个确定性复苏上行的过程中 7

1.2 货币继续回归正常化而非显著收紧的态度更加明确 13

1.3 市场风险偏好具备持续提升基础 15

2 行业配置：十二月首选有色、金融、军工 16

2.1 有色金属：复苏共振，带来有色板块持续高景气 17

2.2 金融板块：估值处于低位，盈利边际改善显著 18

2.3 国防军工：业绩增速斐然，叠加十四五催化 20

3 景气跟踪：关注上游周期品的高景气 23

3.1 上游原材料：大宗商品维持高景气度 23

3.2 中游：新能源汽车产销维持高增速，机械景气度有所回落 27

3.3 房地产供地及成交稳定，双十一带动白电销量大涨 29

图表目录

图表 1 11 月 PMI 指数继续改善并迭创新高 8
图表 2 明年 1 季度之前，经济都将处于持续复苏通道 8
图表 3 供给端景气高涨 8
图表 4 需求端同样旺盛 8
图表 5 消费自疫情后持续提升，仍有较大空间 10
图表 6 净出口仍然维持对经济复苏的较强贡献 10
图表 7 10 月份固投单月增速创今年新高 10
图表 8 10 月基建投资单月增速连续 4 个月下行后首次回升 10
图表 9 房地产开发投资单月增速维持高位并小幅提升 10
图表 10 制造业投资单月增速小幅改善，连续 3 个月为正 10
图表 11 10 月规上工业增加值同比增速维持高位，仍有提升潜力 11
图表 12 美国三季度经济增速显著回升 12
图表 13 日本三季度经济增速回升 12
图表 14 欧元区和德国三季度经济增速都显著回升 12
图表 15 韩国 PMI 景气接近新高，经济有所回升 12
图表 16 印度 PMI 景气创新高 12
图表 17 俄罗斯 PMI 景气指标近期维持高位附近 12
图表 18 三季度贷款平均利率水平小幅上行 14
图表 19 银行间短端利率水平整体上行 14
图表 20 银行间同业拆放短端利率整体上行 14
图表 21 SHIBOR 中期利率整体在上行 15

图表 22 10 年期国债收益率水平持续抬升 15
图表 23 有色、军工估值处于行业中游，金融估值处于所有行业垫底 17
图表 24 铜、铝价格不断走高 18
图表 25 铅锌价格不断上涨 18
图表 26 电解铝行业利润不断扩大 18
图表 27 铜、铝处于去库存阶段 18
图表 28 近期，金融市场改革步伐渐行渐快 20
图表 29 中美俄三国军费支出占 GDP 比重对比 21
图表 30 近年来国防军工改革历程 21
图表 31 首选行业及关注标的 22
图表 32 原油价格上涨 23
图表 33 原油、天然气库存基本维持稳定 23
图表 34 金属锂微涨，碳酸锂维持平稳 24
图表 35 钴价、钨精矿价格平稳 24
图表 36 氧化钆、氧化镝价格快速上涨 24
图表 37 金属钕上涨迅速 24
图表 38 海外动力煤价格快速走高 25
图表 39 焦炭、动力煤、焦煤期货价格在上行通道 25
图表 40 秦皇岛港煤炭库存稳定 25
图表 41 螺纹钢期现价格双双上涨 25
图表 42 热轧板价格涨幅最大，冷轧板及中板同样上行 25
图表 43 铁精粉、卡拉加斯粉、PB 块同步上行 25

图表 44 铁矿石库存小幅回落，螺纹钢库存大幅下降.....26
图表 45 高炉开工率回落，钢厂产能利用率减少.....26
图表 46 东部水泥价格指数快速上涨，西南水泥价格回落.....26
图表 47 玻璃指数上行，期现价格平稳.....26
图表 48 粘胶短纤价格稳中有升，长丝价格上涨.....27
图表 49 涤纶价格微跌，晴纶微涨.....27
图表 50 MDI 价格高位回落.....27
图表 51 钛白粉高位回落.....27
图表 52 新能源汽车产量延续高增速.....28
图表 53 新能源汽车销量快速上涨.....28
图表 54 挖掘机：销量涨幅减缓.....28
图表 55 重型货车：产量微降.....28
图表 56 费城半导体指数维持高位.....29
图表 57 软件业务收入恢复继续加速.....29
图表 58 新建商品住宅价格同比、环比均回落.....29
图表 59 商品房成交面积下滑，可售面积稳定.....29
图表 60 二线城市成交面积上升，一、三线回落.....30
图表 61 百大城市土地供应面积下探回升.....30
图表 62 手机、5G 手机出货量同步微涨.....30
图表 63 液晶面板价格持续上涨.....30
图表 64 冰箱双十一销量大涨.....31
图表 65 空调销量 11 月大涨.....31

图表 66 洗衣机销量大涨.....31

图表 67 彩电销量同样大涨.....31

1 市场观点：积极可为

经济持续强劲复苏，货币回归正常化而非显著收紧态度明确，短期扰动结束、风险偏好具备持续提升基础的综合环境下，市场已进入积极可为期。经济层面，仍在确定性强劲复苏进程中。据测算，10 月单月经济增速达到 6.5%以上水平，11 月 PMI 继续边际改善并创下本轮新高，奠定经济持续强劲复苏基调，4 季度经济增速有望上行至 6.2%甚至更高水平，并且在明年 1 季度前经济都将处于强劲复苏通道中。国内经济复苏动能强劲，或维持高位或持续改善，其中消费改善趋势明确并仍有较大提升空间，净出口至少在明年 1 季度前都将对经济贡献较强支撑，投资单月增速创新高并有望持续上行。国外复苏引擎启动，海内外经济共振确认，无论是发达经济体还是发展中国家在 3 季度经济都显著回升，此外新冠疫苗接连获突破，全球经济复苏预期进一步加强，复苏节奏将进一步加快。**流动性层面，货币政策执行报告更加明确了货币回归正常化而非显著收紧的态度，**货政报告强调了“控总量、调结构”的工作思路，其中总量上要求更加灵活适度，把好供应总闸门，保持市场流动性合理充裕，同时坚决不搞大水漫灌，货币供应量和社融规模增速同潜在名义 GDP 增速相匹配。结构上更加注重精准导向和精准滴灌，仍将继续释放全社会尤其是中小微企业综合融资成本下降的潜力。明确目前货币向正常化回归的走向并长期维持正常化的倾向。**市场风险偏好具备持续提升的基础，**一方面金融业扩大开放，注册制改革以及加强退市刚性等改革措施加速将提升市场中期估值中枢。另一方面，美国大选拜登胜选已成定局，权利交接有望在平稳的氛围中进行，拜登当选后美国经济刺激法案和重振财政加税法案有望很快提上日程，加上拜登政见风格对科技股友好、回归多边关系框架、改善中美关系等，在短中期时间内都有利于持续提振市场情绪。再者，“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，整体来看，已经进入了一个相对更加友好的综合环境，对市场可以更加积极乐观一些，把握可为期。**

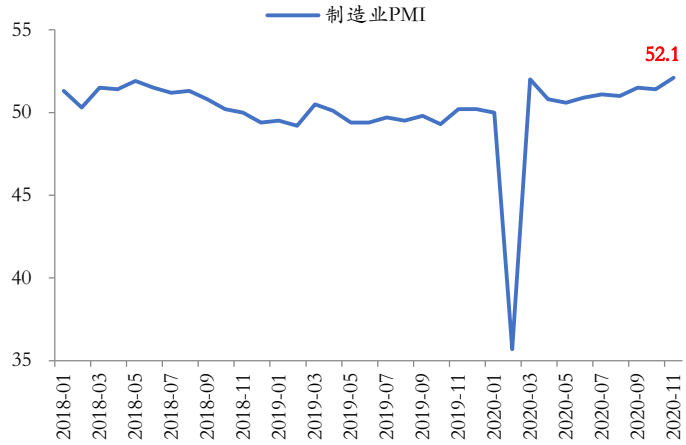
1.1 经济仍处于一个确定性复苏上行的过程中

11 月 PMI 维持改善并续创新高，四季度经济将恢复至潜在增长水平。11 月 PMI 继续上行至 52.1%，较上月边际改善了 0.7 个百分点，显示经济活动的活力进一步增强，经济加速复苏。各分项 PMI 指标全面改善，供需两旺格局延续，其中供给生产方面，PMI 生产指数 54.7%，较上月继续改善 0.8 个百分点。需求端，11 月新订单 PMI 指数为 53.9%，较上月改善 1.1 个百分点，新出口订单 PMI 指数 51.5%，较上月提升 0.5 个百分点，意味着出口支撑仍将延续，在手订单 PMI 指数为 46.7%，较上月回落了 0.5 个百分点。10 月份和 11 月份的经济复苏状况奠定了经济增速在 4 季度恢复至潜在增长水平的基础，根据测算 10 月单月的经济增速已经恢复到了 6.5%

以上水平，11 月 PMI 显示经济恢复态势仍然强劲，整体来看 4 季度经济增速有望达到 6.2%甚至更高水平，全年经济增长有望达到 2.2-2.3%。

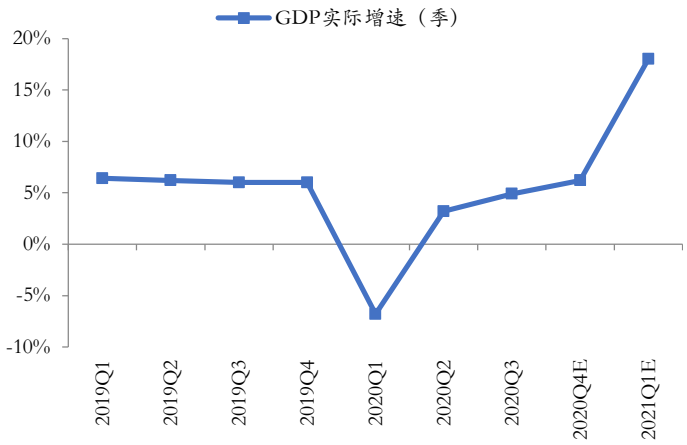
展望明年一季度的经济增长，考虑到经济复苏动能持续发力以及今年一季度增速的低基数效应，呈现继续边际提升的确定性很强，将成为本轮经济复苏周期的增速阶段性高点，边际提升幅度甚至不弱于今年二季度的改善效果。**因此可以判断的是，在明年一季度之前经济都将始终处于复苏通道中。**

图表 1 11 月 PMI 指数继续改善并迭创新高



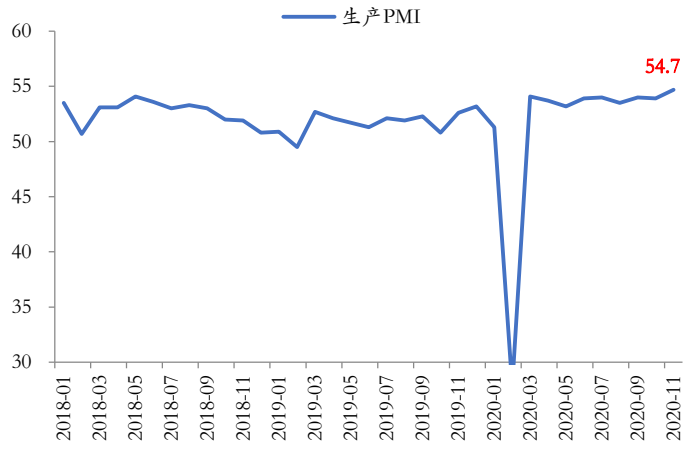
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 明年 1 季度之前，经济都将处于持续复苏通道



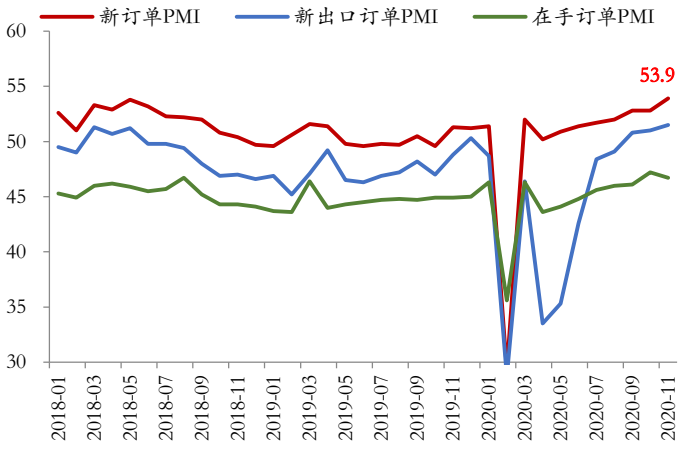
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 供给端景气高涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 需求端同样旺盛



资料来源：wind，华安证券研究所

经济复苏动能依然强劲，或维持高位，或持续改善。根据 10 月份经济恢复的动能来看，各分项数据均实现了全面强劲的边际改善。

消费方面，社零同比增速改善趋势明确，仍有较大提升空间。自 3 月份以来，随着前期疫情的不断控制和后期经济持续复苏，消费逐步回归正常，也始终维持改

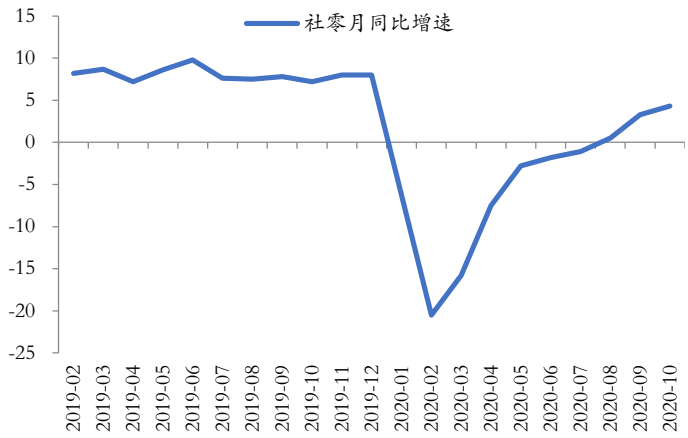
善态势。10 月社零当月同比增速进一步恢复至 4.3%，继续边际改善了 1 个百分点，其中服装鞋帽、化妆品、金银珠宝消费、家电音像、家居、通讯设备器材、建筑装潢材料等细分消费品明显提升，一般日用品消费、中西药品和汽车消费小幅改善。展望后续，一方面随着经济复苏，消费将继续惯性提升；另一方面，在扩内需、促消费政策支持下，有望进一步打开消费的空间，并加速消费恢复。整体看，消费增速提升潜力仍然有较大空间，继续维持边际改善的趋势也十分确定。

净出口屡超市场预期，提供了经济复苏的较大贡献，预计至少在明年一季度前净出口对经济的支撑力仍会较大。出口和净出口是今年最超市场预期的经济变量，其对二、三季度经济超预期复苏的贡献不可忽视，截止目前净出口的支撑作用仍然强劲，10 月单月净出口金额同比增速为 34.95%，二、三季度整体同比增速为 55.6%、37.3%，继续维持强劲态势和较大贡献。10 月净出口增速维持较强状态主要由于机电产品的带动，如机械设备、电气设备、家用电器等都有较多贡献，近月的驱动力较此前有所不同，此前防疫物资是出口的主要贡献因素。展望后续，一方面海外疫情形势仍然较为严峻，对防疫物资如纺织、检测医疗器械等仍有需求；另一方面海外经济也正处强劲复苏态势中，海外经济复苏对外需亦有所带动。因此整体来看，短期内至少在明年一季度之前，出口和净出口对经济持续复苏的贡献力都有望维持。

10 月份固投单月同比增速创 2017 年以来新高，投资增速上行预计仍将继续。10 月份固定资产投资累计同比增速进一步回升至 1.8%，单月同比增速为 9.28%，较 9 月份边际改善了 1.69 个百分点，创下了今年以来乃至 2017 年以来的单月增速新高。具体到三大领域在 10 月份均出现了改善，其中以基建投资的单月改善幅度最明显。（1）基建投资方面，10 月累计同比增速为 3.01%，单月同比增速为 7.15%，较 9 月单月增速提升了 2.36 个百分点，也是自 6 月基建单月增速连续滑落 4 个月后的首次转升，基建投资增速出现大幅改善的原因，一方面在于专项债更多资金用于基建项目中，棚改的分流效果有所弱化，另一方面在于去年 10 月的基数较低；（2）房地产开发投资方面，10 月累计同比增速达 6.3%，单月同比增速为 12.73%，继续维持在高位小幅改善，较上月单月增速提升了 0.72 个百分点，自 3 月以来连续 8 个月在维持边际改善态势；（3）制造业投资方面，10 月累计同比增速进一步收窄至 -5.3%，单月同比增速为 3.53%，较上月边际提升了 0.57 个百分点，连续 3 个月保持单月正增速，其中高新技术制造业投资成为带动制造业投资整体好转的主要抓手，在内外需改善、政策扶持、普惠金融的支撑下，制造业投资继续改善的趋势也比较明确。

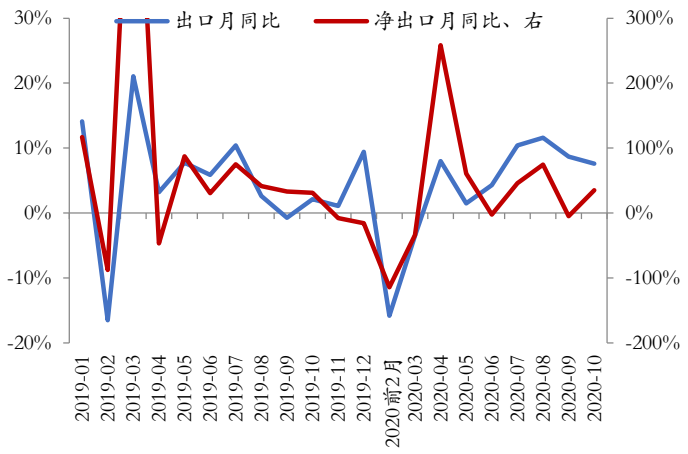
规模以上工业增加值单月同比增速维持在今年高位。10 月规上工业增加值累计同比增速 1.8%，单月同比增速 6.9%和上个月持平，均维持在今年高位水平，随经济持续复苏工业增加值仍有望继续上行。

图表 5 消费自疫情后持续提升，仍有较大空间



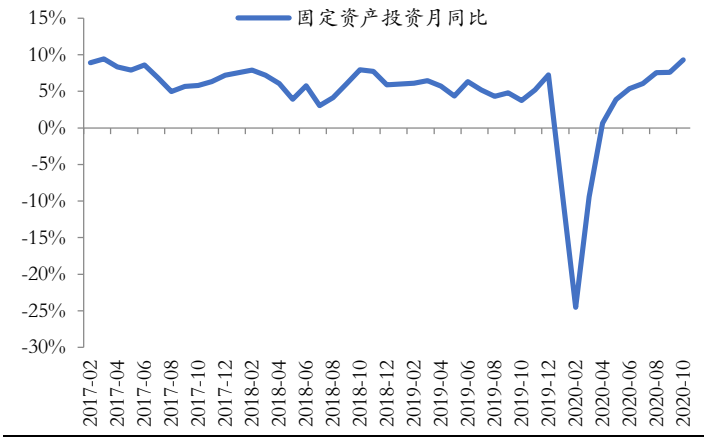
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 净出口仍然维持对经济复苏的较强贡献



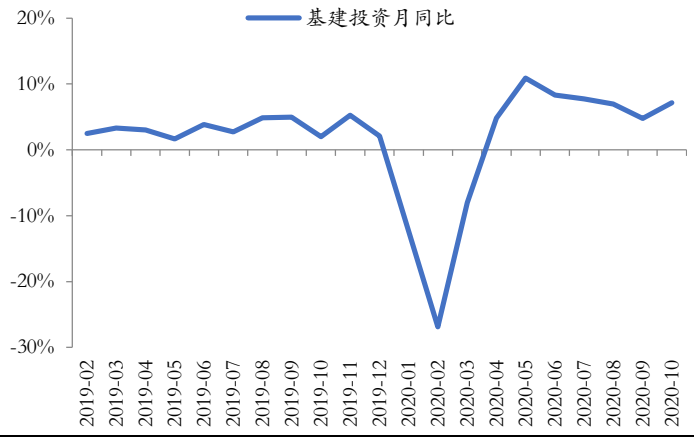
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 10 月份固投单月增速创今年新高



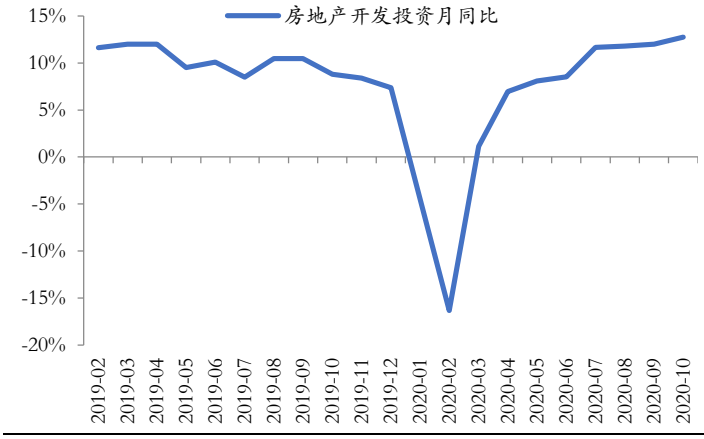
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 10 月基建投资单月增速连续 4 个月下行后首次回升



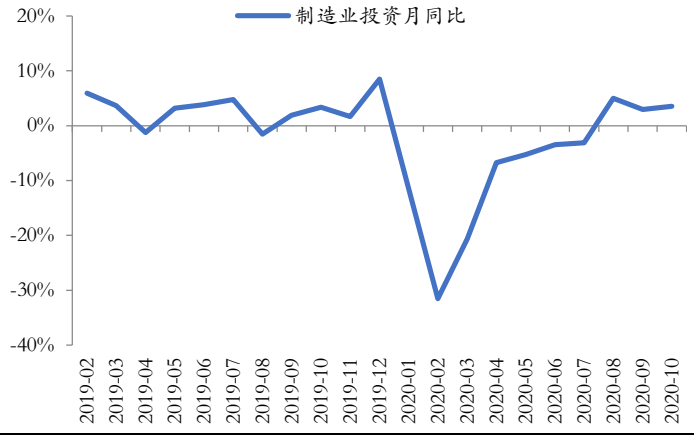
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 房地产开发投资单月增速维持高位并小幅提升



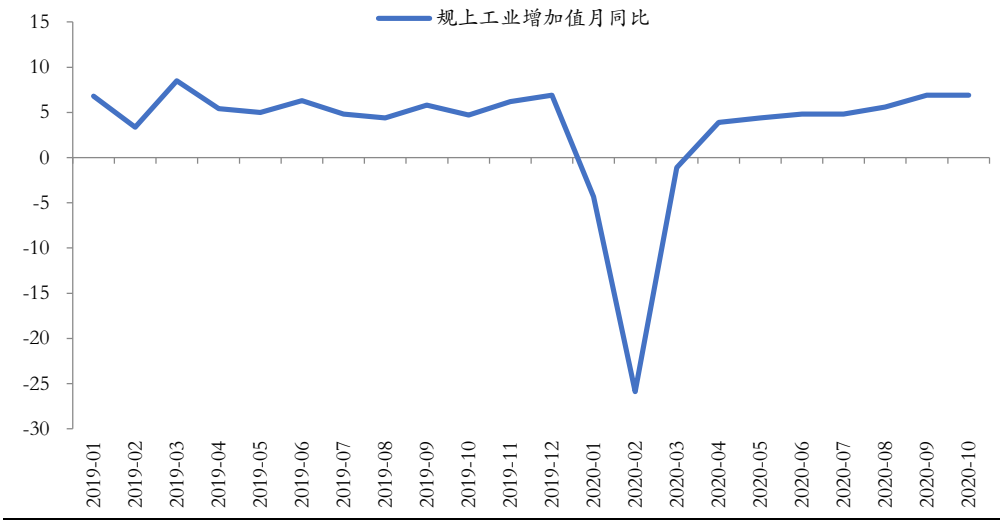
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 制造业投资单月增速小幅改善，连续 3 个月为正



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 10 月规上工业增加值同比增速维持高位，仍有提升潜力

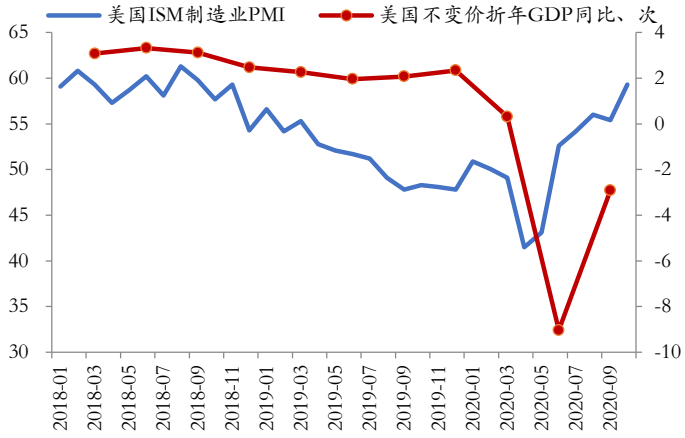


资料来源：wind，华安证券研究所

海外经济复苏引擎开启，确认内外经济共振齐升。海外疫情爆发对经济冲击最严重的时间发生在今年第二季度，这也导致了二季度除中国外的全球主要经济体的经济增速均遭受重创。尽管目前海外尤其是美国的疫情形势仍然相当严峻，但最艰难的时刻已经过去，经济也逐步步入了复苏周期，海外经济体的经济复苏趋势在三季度被确认，全球主要发达经济体和发展中国家经济体在三季度经济均出现了边际幅度明显的改善：发达经济体方面，其中美国三季度实际经济增速折年同比为-2.9%，较二季度改善了 6.1 个百分点，PMI 已经恢复至荣枯线上方并创新高；欧洲 PMI 先行景气指标也恢复至荣枯线上方扩张区间，并维持在高位，德国三季度 GDP 增速-3.9%，较上季度边际提升了 7.4 个百分点；日本三季度 GDP 增速-5.8%，较上季度提升了 4.4 个百分点，PMI 已经恢复至疫情之前水平；韩国三季度 GDP 增速为-1.3%，较上月提升了 1.4 个百分点，PMI 持续快速提升至荣枯线上方扩张区间，也创下了近期新高。发展中国家方面，印度制造业 PMI 也在快速提升，目前已经提升至疫情前的新高水平；俄罗斯的制造业 PMI 则近期持续维持在高位附近。

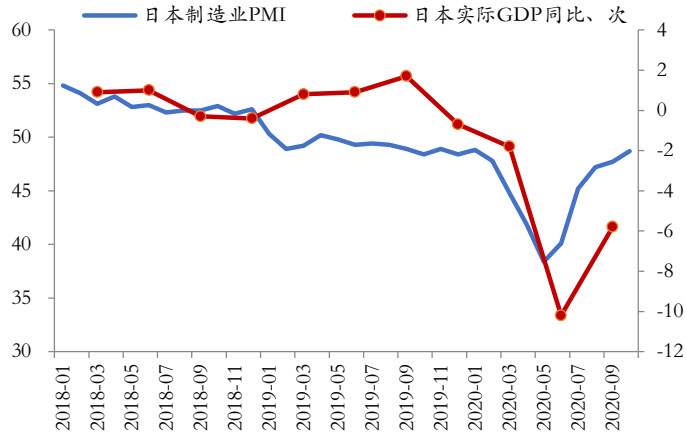
新冠疫苗获突破性进展，将进一步加快全球经济复苏节奏。新冠疫苗近期在海外多家著名公司的临床试验中获得突破性进展，海外肆虐反复的疫情形势有望被终止，英国目前已经在安排全民接种疫苗。随着疫苗对疫情形势的缓解，经济复苏的节奏有望进一步加速。

图表 12 美国三季度经济增速显著回升



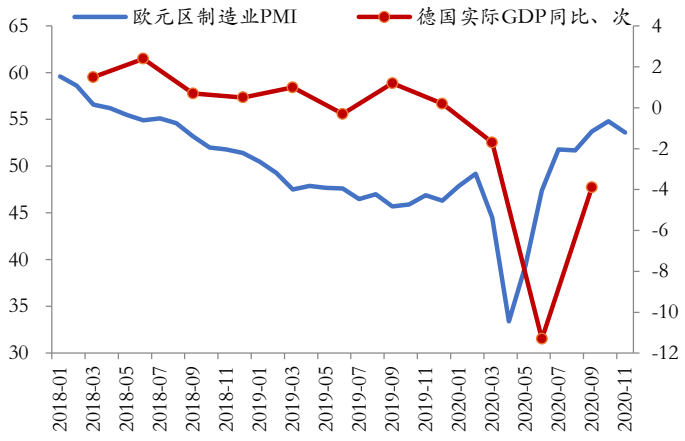
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 日本三季度经济增速回升



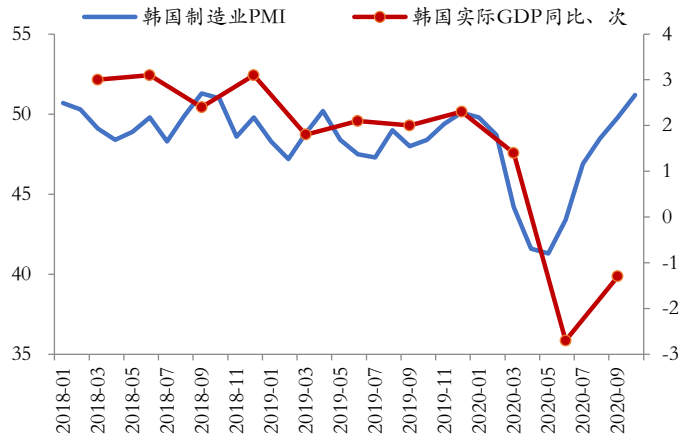
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 欧元区和德国三季度经济增速都显著回升



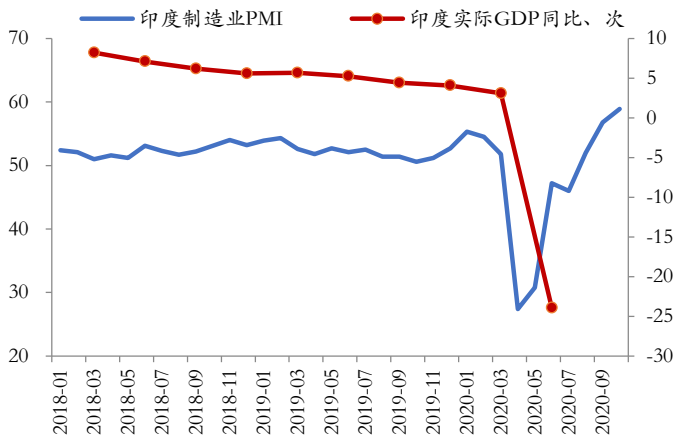
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 韩国 PMI 景气接近新高，经济有所回升



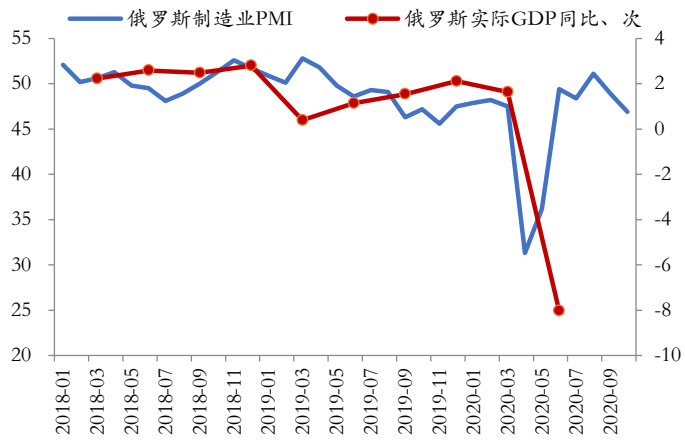
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 印度 PMI 景气创新高



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 俄罗斯 PMI 景气指标近期维持高位附近



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 货币继续回归正常化而非显著收紧的态度更加明确

货币政策执行报告给出未来货币政策基调。11 月 26 日，央行发布了《第三季度货币政策执行报告》，报告中透露了几个事关后续货币政策执行的重要信号：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。

结构重于总量，货币继续向正常化回归并将长期维持正常化。其中前三个透露出央行三季度以来坚持的“控总量，调结构”工作方向不变，类似疫情期间央行总量宽松难再现，取而代之的是更加关注流动性去向的结构性调整，重视流动性的精准滴灌作用和直达效果。第六个和“调结构”的工作目标直接相关，近期市场利率有所上行，中小微企业融资难融资贵的问题长期未能解决，同样是来年的重要工作目标任务，也是一项巨大挑战，央行将继续通过深化贷款市场报价利率改革，去释放降低贷款利率尤其是降低中小微企业综合融资成本。货币政策从二季度末开始已经转向，一直在往正常化的方向前进，并且正常的货币政策更要长期保持，宏观杠杆率也要保持稳定，因此货币供给和社融的增速要重新回复到与名义 GDP 增速相匹配的基调。

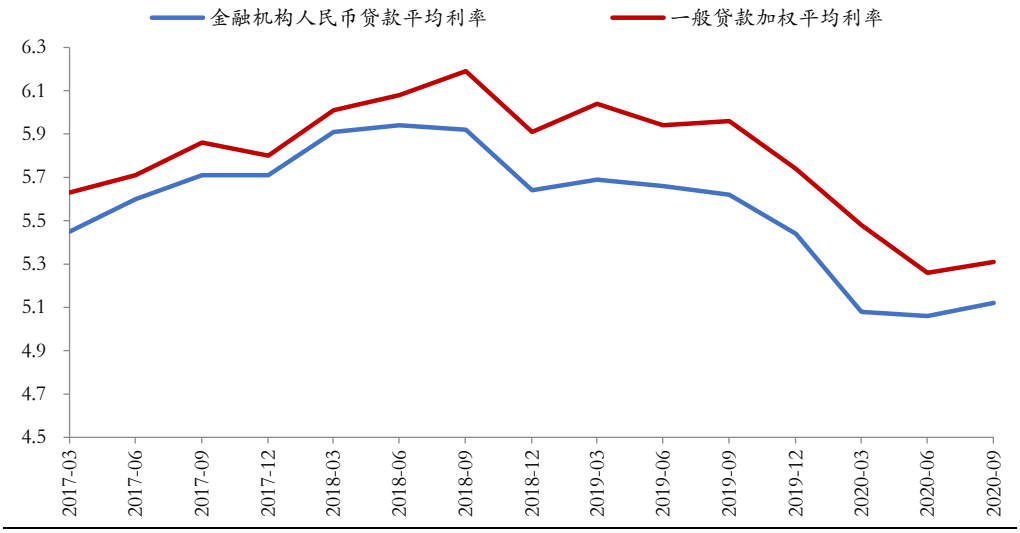
明年货币政策基调将由中央经济工作会议予以确认。央行多次引导市场预期，未来货币政策走向已经较为明确，但仍需经过中央经济工作会议予以确认，货币政策上有两点需要关注的点：一是对于宏观杠杆率的表述，是“稳杠杆”还是“去杠杆”，目前来看“稳”基调的概率更大；二是明年货币供给和社融规模增速的表述，目前来看“与经济发展水平相适应”类似的表述概率更大。

11/28-12/04 日当周，市场将有 4300 亿资金到期。但央行维持流动性平稳的态度也比较明确，在过去三周，都实现了净投放。

三季度金融机构人民币贷款加权平均利率水平有所回升，短中长端利率整体上行。截止三季度末，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.12%，较二季度末上涨了 6 个 bp，一般贷款的加权平均利率为 5.31%，较二季度末上行了 5 个 bp，整个三季度货币政策已经走在了回归正常化的路径中。短端利率水平的近期变化来看，波动比较剧烈，主要是同时受到了货币政策担忧、央行呵护、债市违约的反复影响所致，但整体上短端利率还是处于抬升的趋势中。中长端利率持续上行，波动较小，

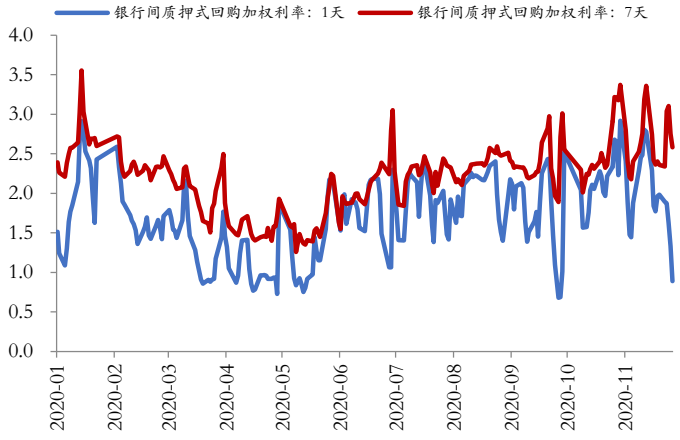
并未受到如永城煤炭债券违约等短期事件的冲击，依然围绕其本身运行逻辑变动，一方面经济在持续复苏，无风险收益率持续上行，另一方面货币回归正常化过程中，流动性缓慢收紧，这两方面的运行逻辑仍在持续强化，因此预计短中长端利率均存在进一步上行的压力。

图表 18 三季度贷款平均利率水平小幅上行



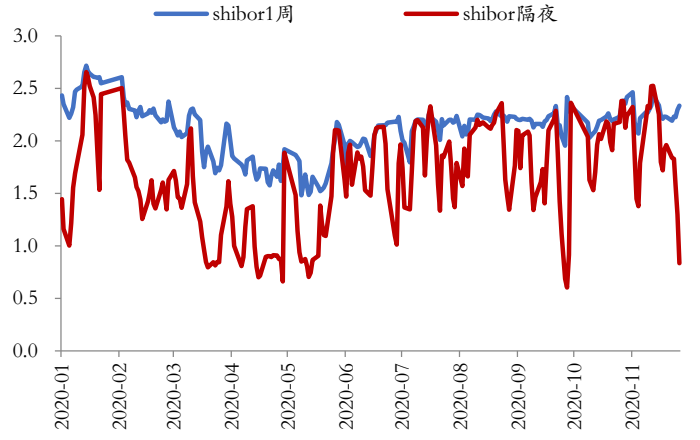
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 银行间短端利率水平整体上行



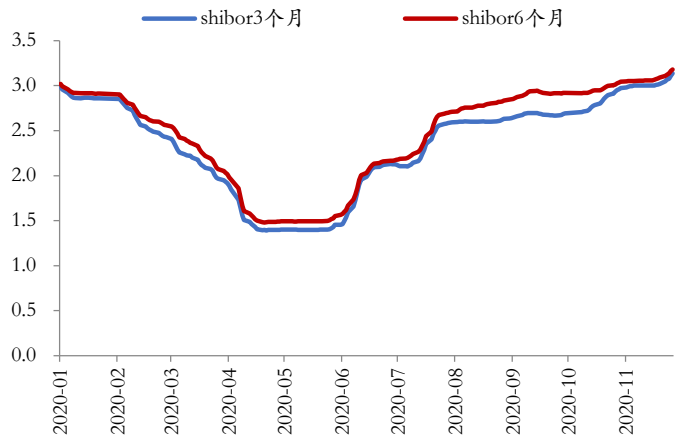
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 银行间同业拆放短端利率整体上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 shibor 中期利率整体在上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 10 年期国债收益率水平持续抬升



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 市场风险偏好具备持续提升基础

金融业扩大开放、改革加速有利于提升市场中期估值。11 月 28 日中国金融学会 2020 年会上，央行刘桂平副行长提出要以金融高水平开放服务新发展格局，提出将继续推进金融业系统化、制度化开放，加强基础设施互联互通，进一步便利投资者使用人民币投资境内资产；证监会闫庆民副主席提出将健全以信息披露为核心的注册制改革，并稳步在全市场推广实施注册制改革。健全并购重组市场化机制。健全常态化退市机制，决不允许害群之马和空壳僵尸久拖不退，加强退市刚性，最终提高上市公司整体质量。金融业扩大开放、改革加速有利于提升市场的估值中枢水平。

美国大选拜登胜出成定局，权利有望平稳过渡，整体有利维持风险偏好改善。拜登胜选总统已成事实，明年 1 月 20 日将正式宣誓就职。对于权利交接，特朗普曾明确表示过不会赖在白宫不走，因此权利交接过渡有望在平稳氛围中进行。拜登目前已经开始接触总统事务，拜登上台后有两点需要关注：其一，经济刺激法案和财政重振加税法案可能会很快提上日程；其二，拜登行事风格相较特朗普，更加有迹可循更遵守政治规则，不确定性将有所缓释消弭，此外拜登政见风格对科技股更加友好、更习惯并有望重新回归多边关系框架、对传统大国博弈竞争路径更为依赖等，都将有助提升市场的短中期风险偏好。当然，仍有一些可能的短期冲击值得关注，特朗普在最后的总统时间窗口内有可能并不会安静度过。但无论如何拜登当选以及拜登的政治主张显然整体上还是更有利于风险偏好提升的。

“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。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，后续关于各个行业的中期规划也有望逐步出台。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。

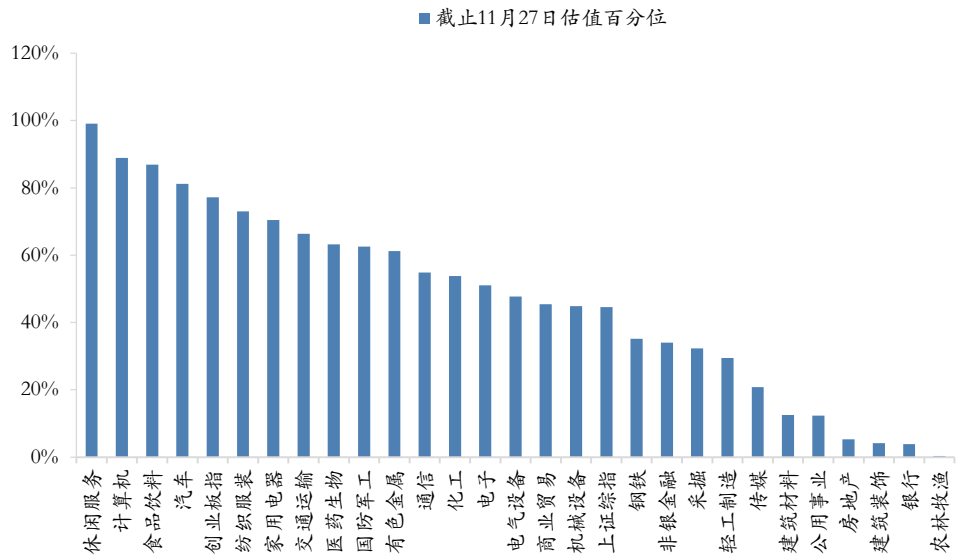
2 行业配置：十二月首选有色、金融、军工

行业配置思路：在国内经济维持强劲复苏，海外经济确认步入复苏周期的共振下，疫情突破性进展进一步加强了经济复苏的预期和节奏，叠加货币回归正常化过程中，估值优势更应该重点考量，在这种综合环境下，兼具高景气和低估值的周期和金融板块更具性价比优势，迎来配置机会。

经济基本面，海内外复苏共振态势进一步提升，将带来上游大宗商品景气度的持续改善。11 月辉瑞及 Moderna 疫苗突破性进展，FDA 批准辉瑞紧急使用，加强了国内及海外经济复苏共振的预期。10 月基建及制造业对经济的带动作用有所加强，以有色为代表的上游大宗商品价格持续上行，需求端恢复正带来高景气；**货币政策回归正常化，对金融、周期等低估值板块影响较小，**三季度货币政策执行报告基本维持了此前货币政策进一步回归正常化的思路，在这个过程中，低估值板块受到的影响将较低；**估值和风险偏好，**当前周期及金融板块无论估值绝对值还是分位数，都处于偏低位置。前期抑制风险偏好的美国大选落地，以及 12 月中央经济工作会议即将召开都将带来风险偏好的持续好转。

整体来看，从经济复苏带动资源品景气度上行，流动性正常化对低估值板块影响较低，以及估值具备配置性价比的三个维度来看，行业配置重点把握三类机会：一是景气度直接受益海内外经济复苏共振逻辑，且估值正处低位的周期板块或上游资源品行业，如有色、化工等；二是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，已经具备一定的长期配置价值，如银行、地产和非银；三是有业绩支撑和催化剂提振偏好的部分成长科技行业，如十四五订单有望带来催化的国防军工行业等。**综合判断，12 月配置偏向周期，首选有色、金融、国防军工。**

图表 23 有色、军工估值处于行业中游，金融估值处于所有行业垫底



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1 有色金属：复苏共振，带来有色板块持续高景气

在全球经济复苏预期的共振下，四季度以来工业金属价格持续走高，投资额不断增长，同时库存去库明显，高景气得以持续。下半年以来全球有色金属景气度有所起色，近期以新冠疫苗取得突破性进展作为催化，尤其是在海外还未完全复工的大背景下，工业金属补库周期有所延长，强化景气度持续高位运行的预期。

从价格来看，当前以工业金属为代表，铜、铝、铅、锌的价格自 4 月低估以来持续走高，且近期斜率不断陡峭。截止 11 月 27 日 LME 铜价已经达到 7505.5 美元，LME 铝价格逼近 2000 美元。**利润方面，**以电解铝为表，行业利润从 5 月的 600 元每吨已经上涨到目前超过 3600 元每吨。同时，考虑到氧化铝建设周期较长，且产能进一步释放，导致原料电解铝价格下跌，未来利润有望进一步扩大。**库存方面，**在出口加内需的双重推动下，包括铜、铝库存处于低位，延续降库存趋势。其中，铜的三低库存已经从今年 4 月的 175 吨高位下降至 32.8 吨。**因此，综合来看，无论是价格、利润还是库存，都显示有色整体盈利水平的显著改善，在全球复苏预期下，将进一步带动有色进入景气上行周期。**

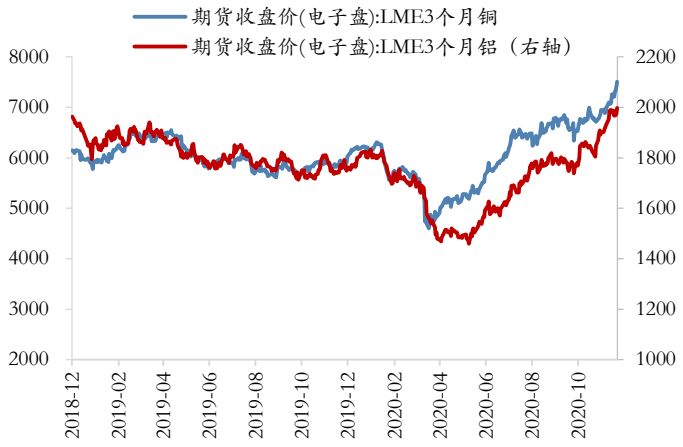
估值维度，尽管 4 月以来有色估值经历小幅抬升，但绝对值仍处于低位，具备配置的性价比。从当前来看，有色金属行业的整体 PETTM 估值在 45，尽管相比 4 月份 30 的估值水平一定程度的抬升，但从估值分为来看，处于 2000 年以来估值的 56.8%分位，仍具有一定的配置性价比。

疫苗进展提速，带来复苏提振催化。根据最新最新消息美国 FDA 将在 12 月中

旬批准辉瑞紧急使用来看，未来疫苗的进展将继续催化经济复苏预期，带来包括有色在内的上游资源品景气度继续抬升。

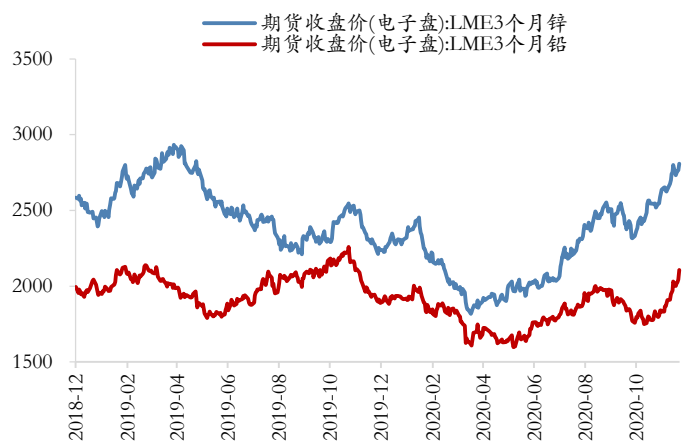
关注标的：神火股份、江西铜业、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等。

图表 24 铜、铝价格不断走高



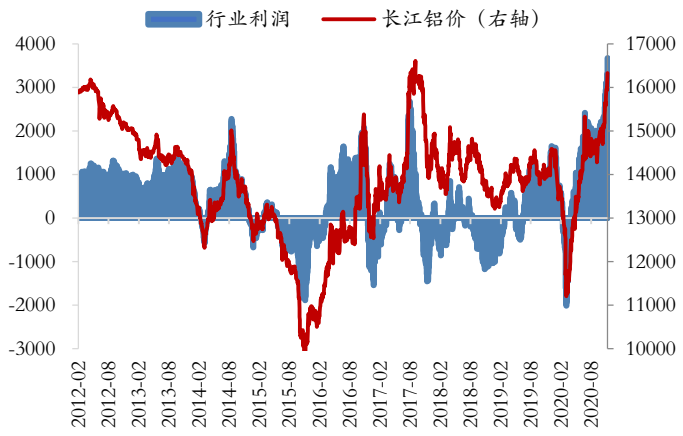
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 铅锌价格不断上涨



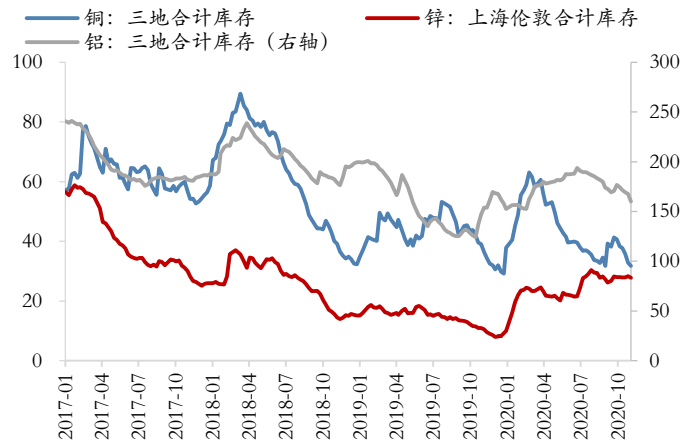
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 电解铝行业利润不断扩大



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 铜、铝处于去库存阶段



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 金融板块：估值处于低位，盈利边际改善显著

从三季报业绩跟踪来看，金融行业整体盈利水平大幅提速且边际改善明显。银行方面，坏账担忧减缓，后续业绩值得期待。银行整体 Q3 业绩较大幅度改善 19.7%，边际改善明显，二季度银行由于计提拨备利润大幅下滑，目前业绩已经底部走出。同时，叠加经济复苏的逻辑，坏账担忧减缓，后续业绩表现值得期待。

地产方面，四季度业绩将得到确认，预计营收占比将大幅抬升。今年叠加疫情

冲击带来的递延，四季度营收规模占比将超过往年40%左右的水平。同时随着2018年以来从全国到城市，再到当前“三条红线”的主体，房地产调控在过去几年不断精细化，但同时也表明政策探底已经到达阶段性底部，未来继续收紧的概率较低。因此，当前来看，在头部成长动能依旧强劲，以及利润阶段性筑底的大背景下，将带来业绩预期的改善。

非银金融，行业整体Q3业绩大幅改善35.5%，单三季度归母利润大幅增加36.2%。其中，保险行业前三季度业绩由于疫情原因增速有所放缓，但Q3单季度业绩增加11.3%，业绩边际明显改善。

金融行业估值水平有所回升，但仍处于偏低位置；目前非银金融估值处于后三分之一的位置，银行估值处在底部位置。截至11月27日，非银金融行业的PB估值仅为2.03倍，处于自2000年以来估值的34%分位上；银行业的PB估值仅为0.74倍，仅处于4%的历史估值分位上。经历上周震荡行情后金融估值水平有所回升，但综合整体行业估值百分位来看，非银金融行业估值仍处于偏低位置，银行估值百分位已处在底部区间，具备高性价比和强安全边际。

重疾新规有望提振保险行业收入，叠加金融市场改革政策步伐持续加速，金融市场整体将受到催化。11月5日，中国保险行业协会与中国医师协会联合发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020年修订版）》，新规增加3种重疾和3种轻症的保障，重疾险保障范围扩大，预计此举将提振投保人参保热情，增加保险公司保费收入。除保险行业的利好催化外，金融市场改革步伐也在持续加速：11月25日，国务院副总理刘鹤指出，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重；11月25日，深交所发出行业倡议，倡导共同维护发行秩序，提高新股定价市场化水平，从源头提升上市公司质量；11月27日，上交所就新三板公司向科创板转板上市条件、深交所就新三板公司向创业板转板上市条件分别公开征求意见，我国金融市场改革已渐行渐近。整体来看，重疾新规推动保险行业收入上涨，金融市场改革步伐也呈逐步提速趋势，未来助力金融行业的催化因素将不断上演，行情有望持续向好。

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 28 近期，金融市场改革步伐渐行渐快

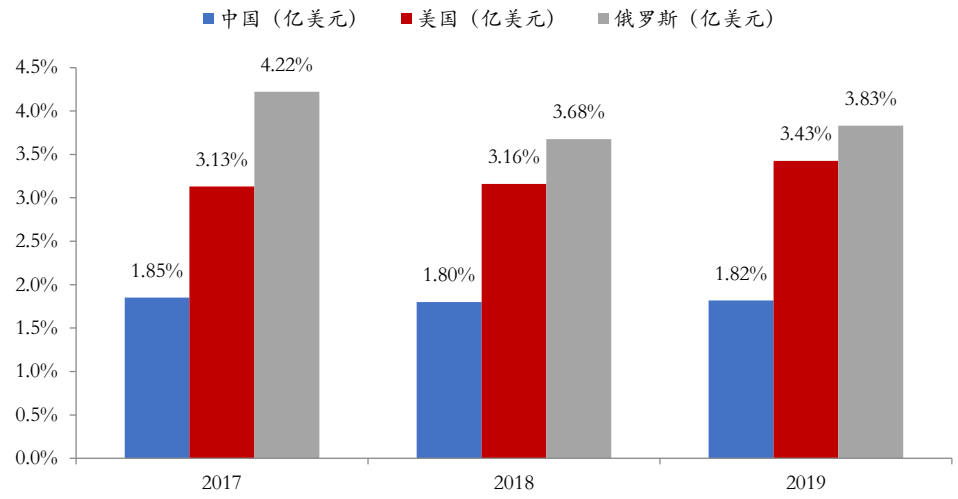
时间	事件
11 月 25 日	**国务院副总理刘鹤：对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重** 要坚持以服务实体经济为方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，完善金融支持创新的政策，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用，提升金融科技水平。
11 月 25 日	**深交所：提高新股定价市场化水平，从源头提升上市公司质量** 深交所理事会创业板股票发行规范委员会召开 2020 年第三次工作会议，通报近期创业板股票发行情况，明确行业自律监管要求，经合议一致同意并发出行业倡议，倡导共同维护发行秩序，**提高新股定价市场化水平，从源头提升上市公司质量。**
11 月 26 日	**证监会组织召开上市公司规范运作专题工作小组工作会议 研究部署提高上市公司质量工作** 上市公司规范运作专题工作小组 11 月 26 日召开工作会议，研究部署《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》落实相关工作。
11 月 27 日	**上交所就新三板公司向科创板转板上市条件公开征求意见** 意见指出，转板公司应当连续挂牌一年以上，且最近一年内不存在应当调出精选层的情形。转板公司还应具备股本总额不低于人民币 3000 万元、股东人数不少于 1000 人等条件 **深交所就新三板公司向创业板转板上市条件公开征求意见** 转板上市的具体条件：**一是**应当在精选层连续挂牌一年以上。**二是**与创业板首发上市的条件保持基本一致，**三是**根据转板公司特点，增设转板公司及其控股股东等条件，并将预计市值指标调整为精选层挂牌期间的交易市值，将公开发行比例调整为社会公众股东持股比例。

资料来源：华安证券研究所整理

2.3 国防军工：业绩增速斐然，叠加十四五催化

响应 2027 建军百年奋斗目标，我国军费支出增长存在较大增长空间。从总量上来看，依据 2019 年斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）发布的全球军费报告显示，中国军费支出为 2610 亿美元，美国军费支出为 7320 亿美元，中国军费支出仅占美国三分之一左右，存在很大的增长空间；从占比上来看,近三年来中国军费支出占 GDP 维持在 1.8%的水平上，远低于美俄两国 3%以上的占比，反映我国军事投入与经济实力不匹配的现状。此外，10 月 29 日审议通过的“十四五”规划和二 O 三五远景目标中也提出要“加快国防和军队现代化，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展，以确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”，政策层面的强调可见大力发展军事已被提上国家日程，国防军工行业迎来长期发展机遇期。

图表 29 中美俄三国军费支出占 GDP 比重对比



资料来源：wind，华安证券研究所

三季度业绩增速显著，军工产业发展趋势向好。从业绩上看，2020 年军工行业整体上市公司 127 家，三季报营业收入合计 3481 亿元，同比增长 12.32%，归母净利润合计 206 亿元，同比增长 28.97%，业绩增速斐然。**从产业发展上看**，受益于近年来国企改革举措，军工央企和国企的大规模重组进程不断加速；叠加军工企业混合所有制改革、军工科研院所改制、军品定价机制等改革的相继破局和推进，以及军民融合发展的国家战略持续推进，军工产业发展趋势向好。此外，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。

图表 30 近年来国防军工改革历程

时间	事件
2019 年	国务院、中央军委颁布了**《军品定价议价规则》**，推行军品定价和军品议价相结合的价格管理机制。
2018 年	国防科工局等 8 部联合印发《关于中国兵器装备集团自动化研究所转制为企业实施方案的批复》，**院所改制实质破冰**。
2018 年	国家发改委审批的第三批国有企业混合所有制改革试点中，**两家军工企业入围**。
2017 年	国防科工局在京组织解读了《关于军工科研院所转制为企业的实施意见》，宣布**启动首批 41 家军工科研院所转制工作**。
2017 年	国防科工局首先启动军民融合专项行动计划，推出首批三家军工企业进行混合所有制试点，**军工企业混合所有制改革拉开了帷幕。**

资料来源：华安证券研究所整理

从估值来看，国防军工行业的估值及百分位目前仍处在合理区间内，具备较高性价比。截止 11 月 27 日，国防军工行业的整体 PETTM 估值为 68 倍，处于历史估值

的 62.6%分位水平，近一周以来估值分位随着板块行情大涨有所回升，但目前估值和百分位均处在合理区间内中等位置，具备较高的配置性价比。

实战化军事演习屡被强调，军工行业行情将得到持续催化。11 月 25 日，中央军委军事训练会议在京召开，国家主席习近平在会议上强调，要全面加强实战化军事训练、全面提高训练水平和打赢能力。政策层面对于实战化军事训练的重视将带动军用设备的需求获得长期提升，军工行情有望得到催化提振。

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、中航飞机等。

图表 31 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
有色金属	神火股份、江西铜业、云铝股份、华友钴业、紫金矿业、赣锋锂业等
金融板块	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
国防军工	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、中航飞机等

资料来源：华安证券研究所整理

3 景气跟踪：关注上游周期品的高景气

上游，在全球经济复苏共振预期下，大宗商品维持高景气度。原油，经济复苏预期叠加 OPEC 增产计划推迟，库存维持稳定，推动原油价格持续上涨。**煤炭，**冷冬叠加复苏抬升用煤需求，煤炭在上行通道。**有色，**全球经济复苏带来工业金属全行业的高景气度。**钢铁，**价格震荡上行，库存回落显示需求端韧性仍存。**化工，**行业仍处于高景气度阶段，但前期涨幅明显的 MDI 和钛白粉高位回落。

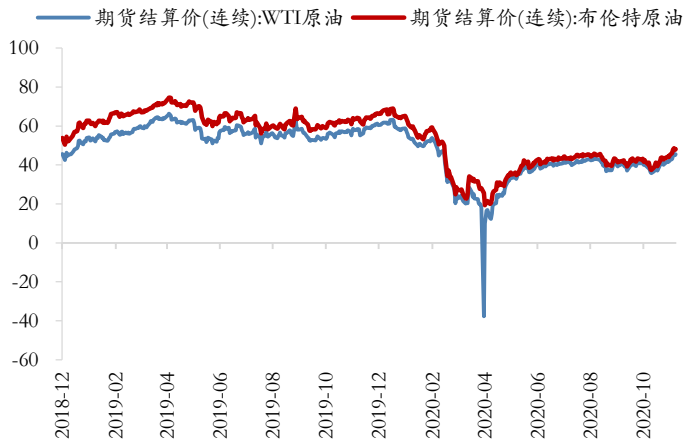
中游，新能源汽车产销维持高增速，机械景气度有所回落。汽车，乘用车产量平稳，新能源车在政策加码鼓励消费的推动下，产销两旺维持高增速趋势。**航运，**上海出口集装箱运价续创 8 年新高，客运、货运增速放缓。**机械，**挖机销量涨幅减缓，其余产销微降，景气度稍有回落。**电子，**全球半导体销售额持续回升。

下游：房地产供地及成交稳定，双十一带动白电销量大涨。房地产，百大城市土地供应面积下探回升，同时政策探底的预期下，进一步收紧的可能性较低。**食品饮料，**高端白酒价格平稳，啤酒产量大幅回落。**消费电子，**苹果华为新机型带动手机出货量微涨，液晶面板价格持续上行。**家电，**双十一带动白色家电销量大涨。

3.1 上游原材料：大宗商品维持高景气度

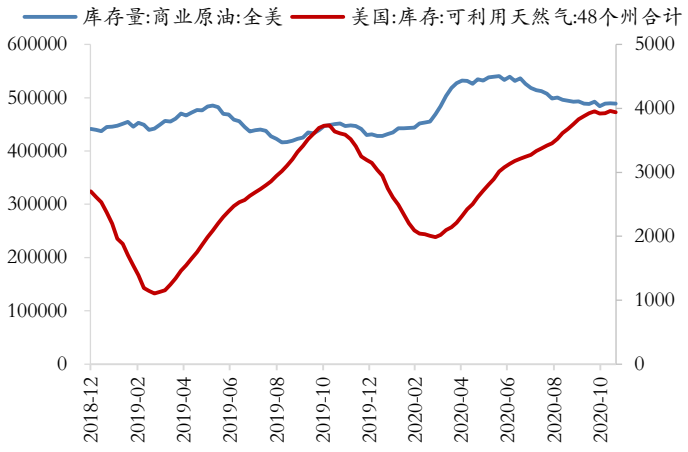
原油：复苏预期+OPEC 增产计划推迟，推动原油价格继续上涨。天然气价格从高位小幅回落。原油、天然气库存维持稳定。

图表 32 原油价格上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

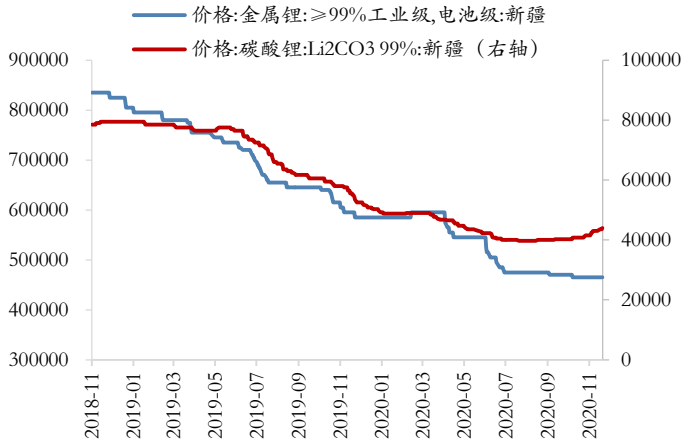
图表 33 原油、天然气库存基本维持稳定



资料来源：wind，华安证券研究所

有色：全球经济复苏预期带来工业金属全行业的高景气度。工业金属方面，包括铜、铝、铅、锌、锡、镍价格持续上涨；贵金属黄金价格震荡走弱；小金属钴、锂价格维持平稳，稀土快速上涨。

图表 34 金属锂微涨，碳酸锂维持平稳



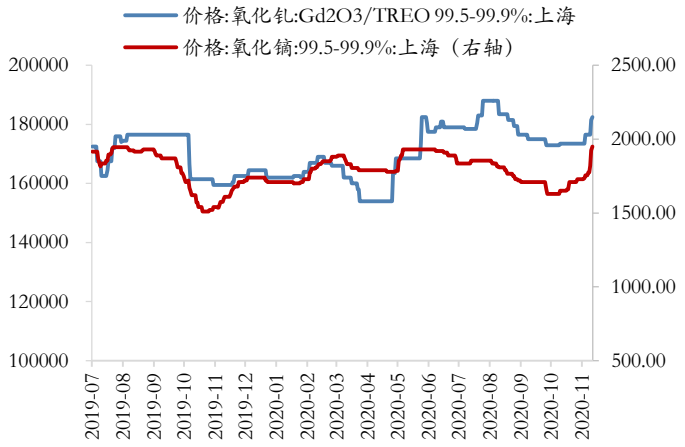
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 钴价、钨精矿价格平稳



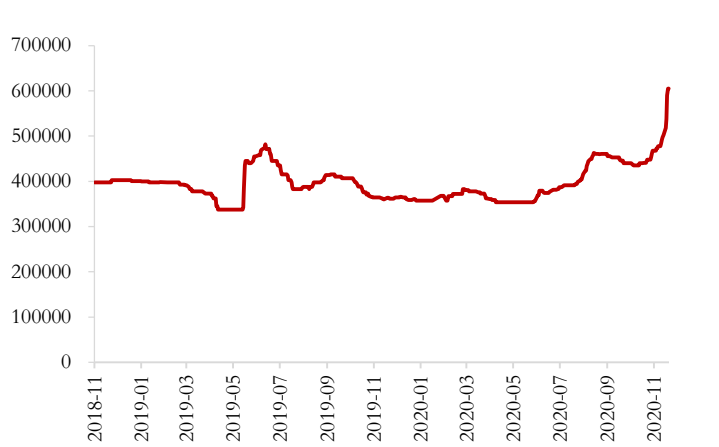
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 36 氧化钆、氧化镝价格快速上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 金属钕上涨迅速



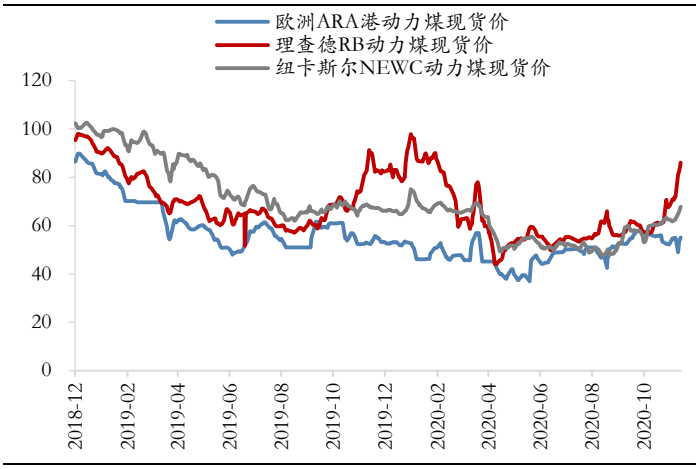
资料来源：wind，华安证券研究所

钢铁：钢铁价格持续震荡上涨，库存回落显示需求端韧性仍在。尽管进入冬季随着建设需求的下降，高炉开工率和产能利率下移，但价格端螺纹钢、板材及铁矿石价格同步上涨，以及库存端螺纹钢库存大幅回落，显示钢铁需求韧性仍在，对价格形成支撑。

煤炭：冷冬预期叠加复苏预期抬升用煤需求预期，推动煤价上行。国外理查德 RB 动力煤，纽卡斯尔 NEWC 动力煤快速走高；国内动力煤期现价格在上行通道。秦皇岛煤炭库存保持稳定，显示目前供需相对平衡。

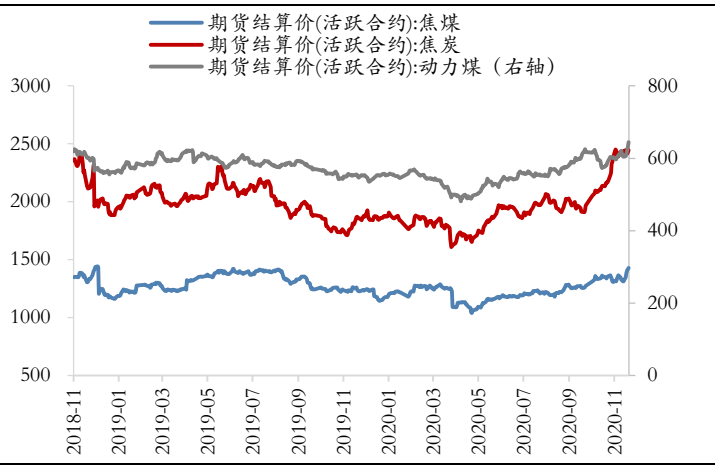
建材：水泥仍在上行通道，玻璃指数持续走高。

图表 38 海外动力煤价格快速走高



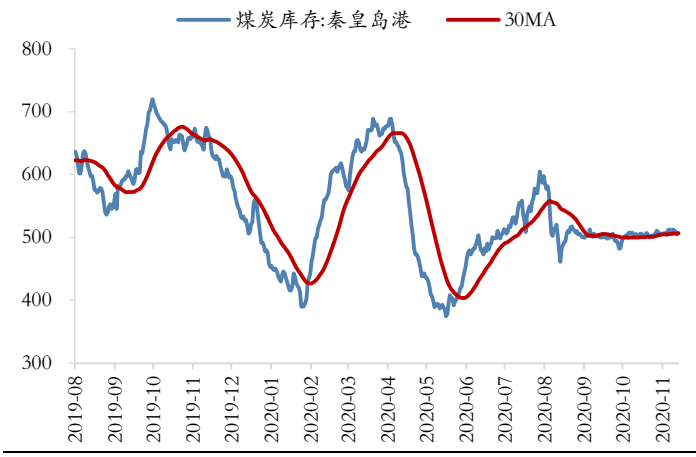
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 焦炭、动力煤、焦煤期货价格在上行通道



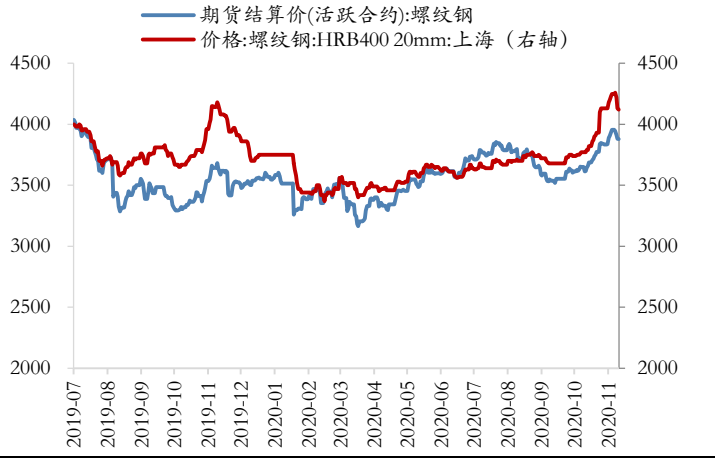
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 秦皇岛港煤炭库存稳定



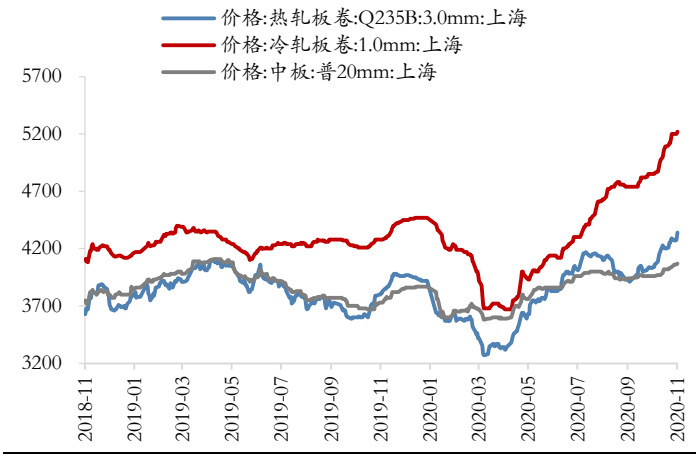
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 螺纹钢期现价格双双上涨



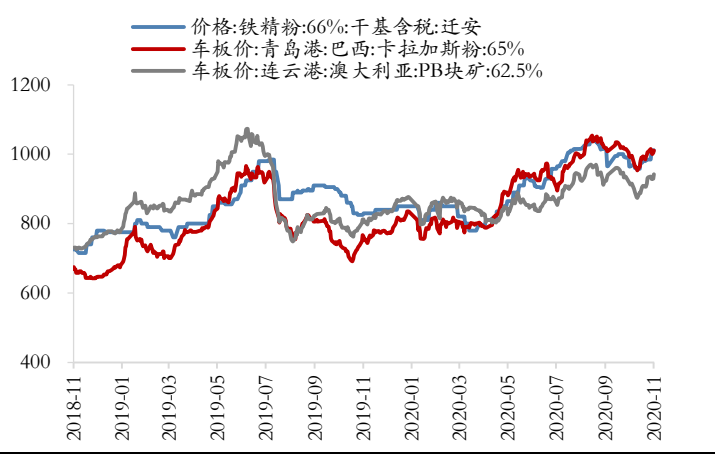
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 42 热轧板价格涨幅最大，冷轧板及中板同样上行



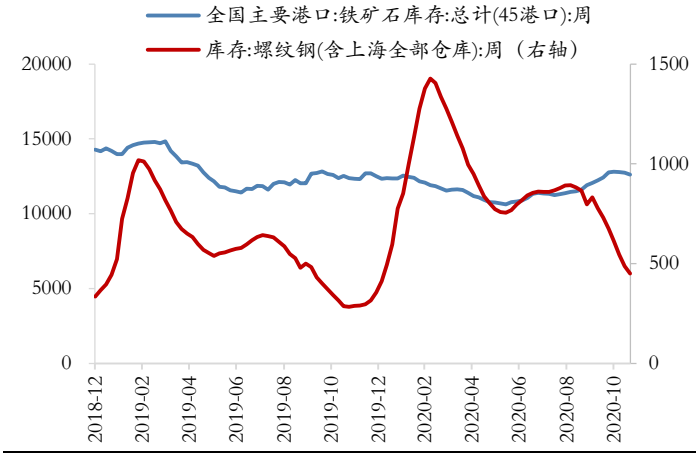
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 铁精粉、卡拉加斯粉、PB 块同步上行



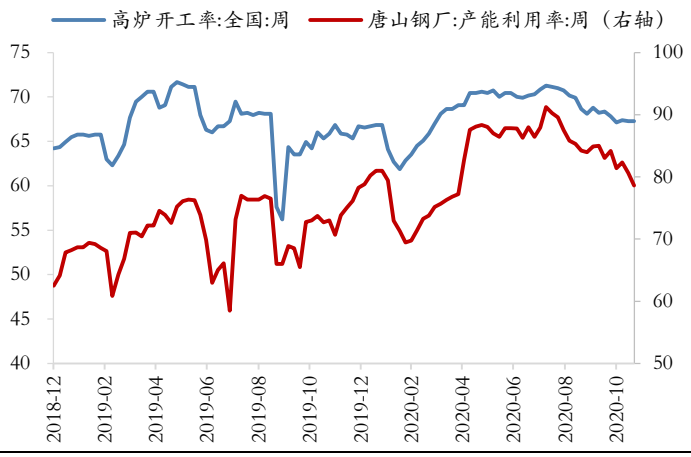
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 44 铁矿石库存小幅回落，螺纹钢库存大幅下降



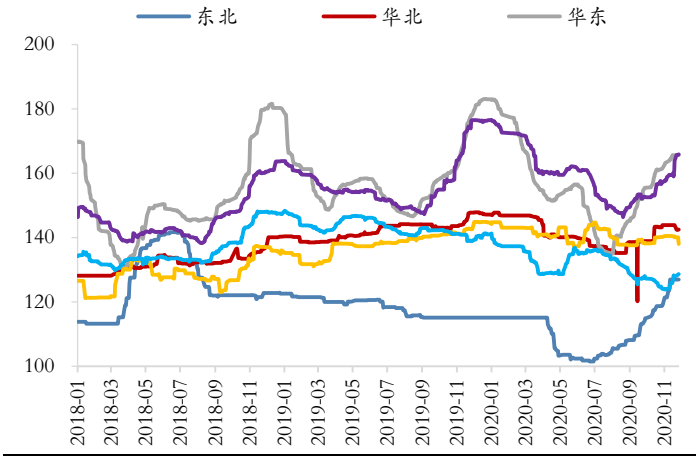
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 高炉开工率回落，钢厂产能利用率减少



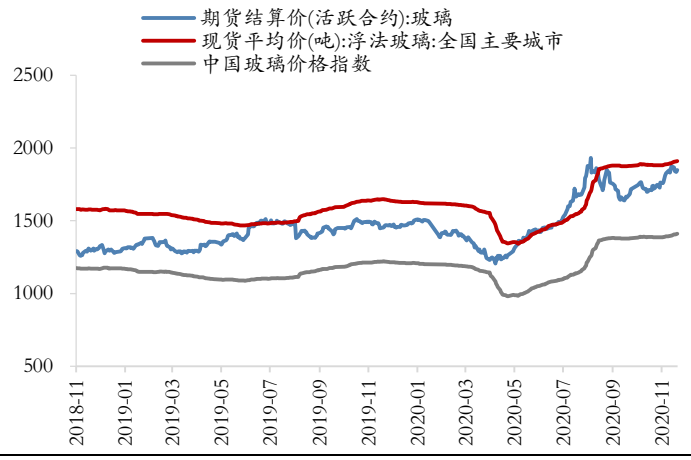
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 东部水泥价格指数快速上涨，西南水泥价格回落



资料来源：wind，华安证券研究所

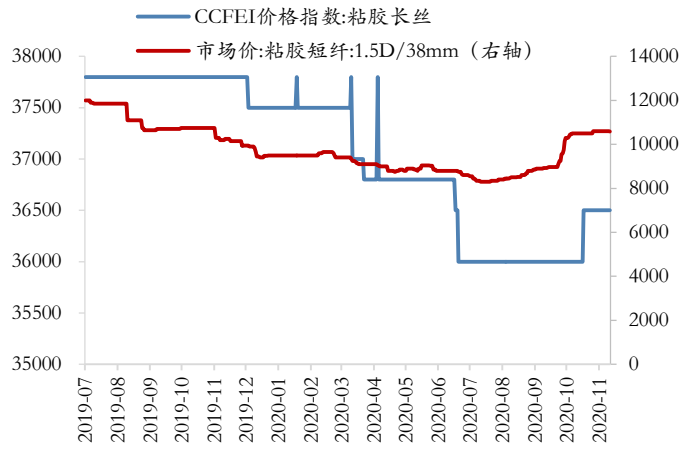
图表 47 玻璃指数上行，期现价格平稳



资料来源：wind，华安证券研究所

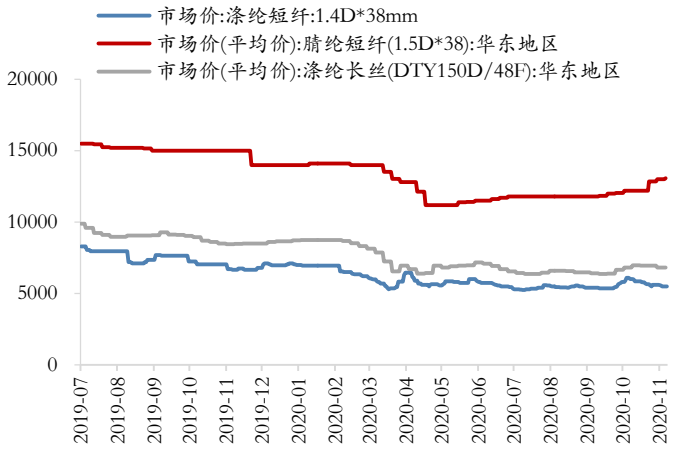
化工：MDI、钛白粉高位回落。年末为化工传统淡季，叠加前期化工价格的快速上涨，前期涨幅最快的 MDI 和钛白粉为代表价格从高位回落；库存方面，年初以来以去库存为主，在海内外经济复苏预期带动下，行业景气度仍将维持，后期价格或维持震荡。

图表 48 粘胶短纤价格稳中有升，长丝价格上涨



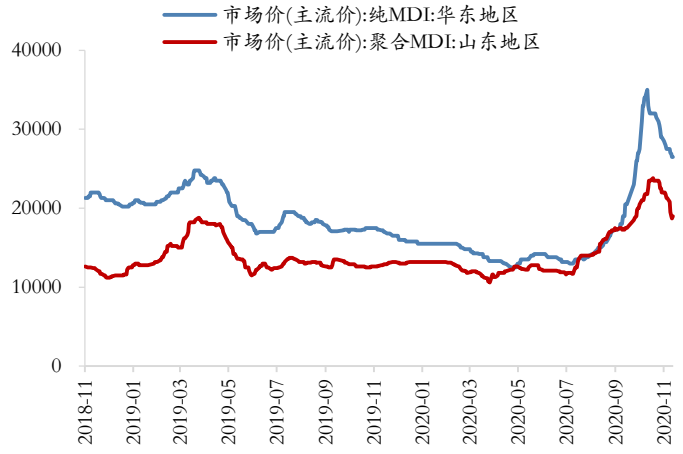
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 49 涤纶价格微跌，晴纶微涨



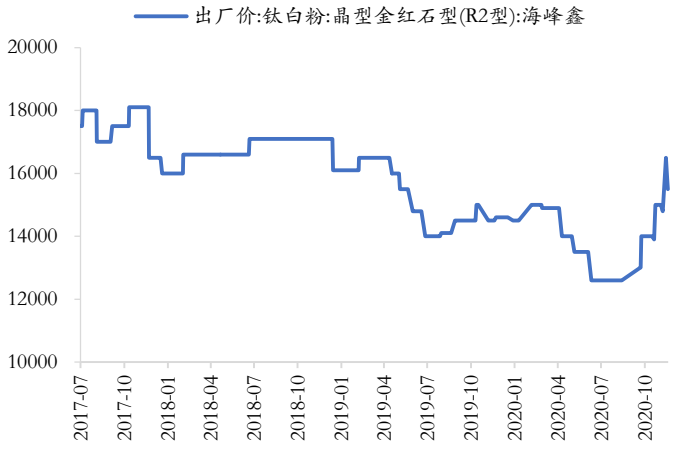
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 50 MDI 价格高位回落



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 51 钛白粉高位回落

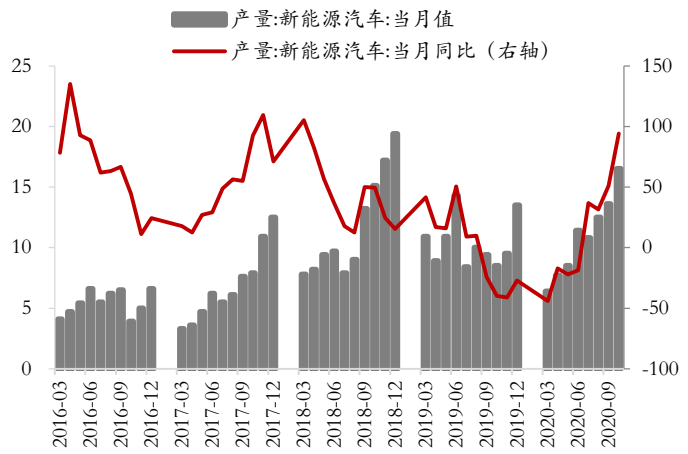


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 中游：新能源汽车产销维持高增速，机械景气度有所回落

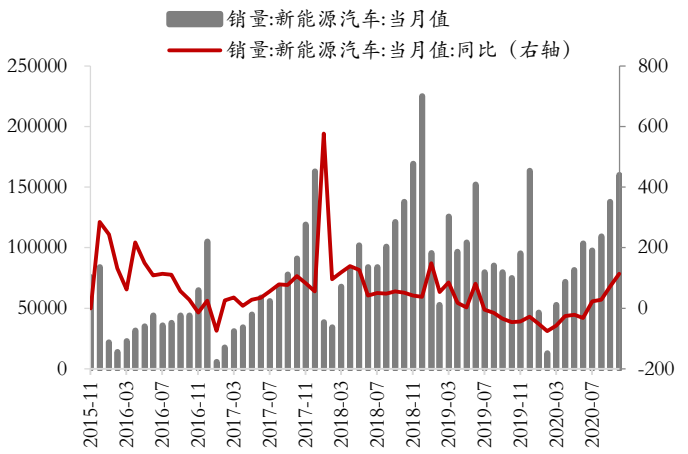
汽车：新能源汽车产销双双维持高增速。乘用车产量平稳，销量 10 月同比增速 9.25%，较 9 月小幅增加。新能源车，在政策加码鼓励消费的推动下，产销两旺，维持高增速趋势。

图表 52 新能源汽车产量延续高增速



资料来源：wind，华安证券研究所

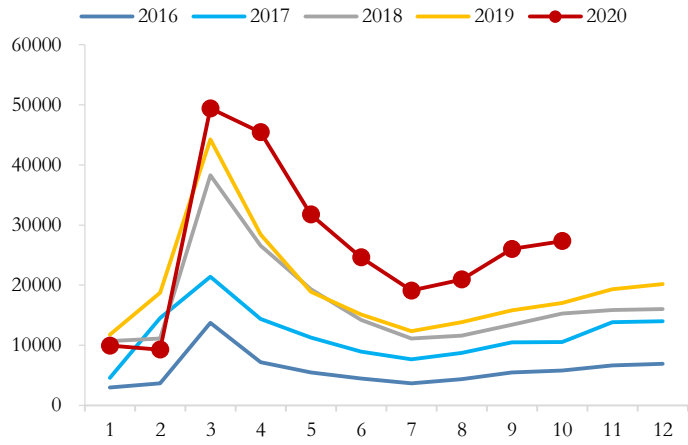
图表 53 新能源汽车销量快速上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

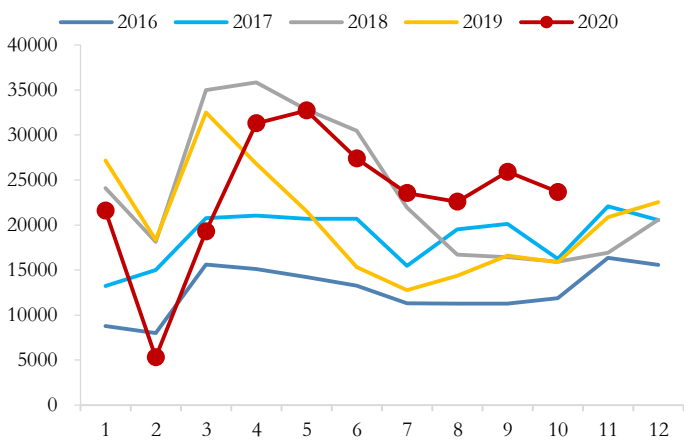
机械：挖机销量涨幅减缓，其余产销微降，景气度稍有回落。挖掘机销量增幅缩窄至 5%，重型货车、中型货车分别回落 9%和 14%。

图表 54 挖掘机：销量涨幅减缓



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 55 重型货车：产量微降



资料来源：wind，华安证券研究所

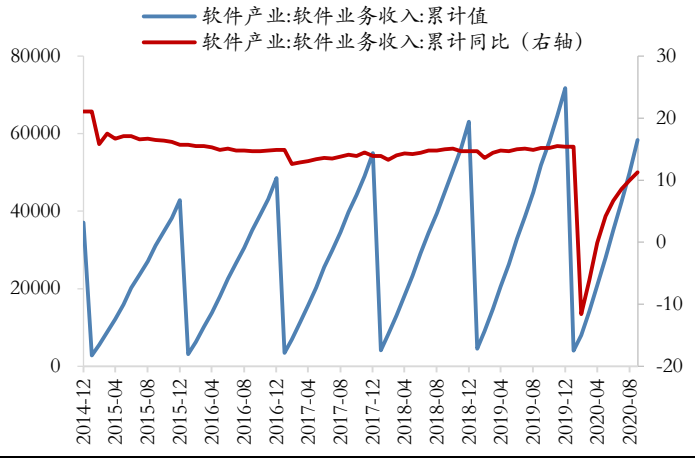
电子：全球半导体销售额持续回升。费城半导体指数维持高位，软件业务收入恢复加速。

图表 56 费城半导体指数维持高位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 57 软件业务收入恢复继续加速

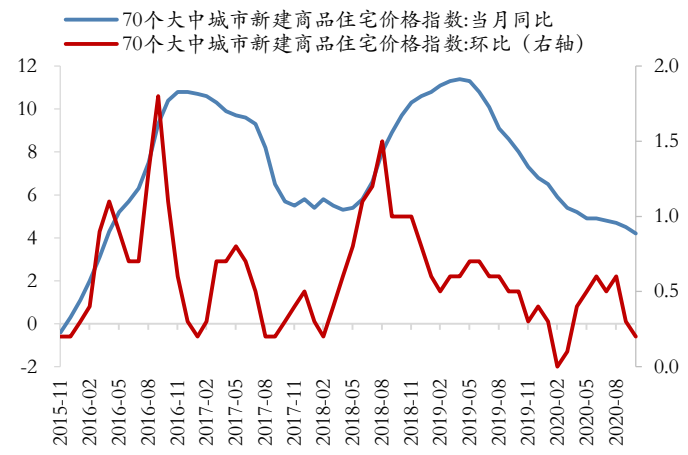


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 房地产供地及成交稳定，双十一带动白电销量大涨

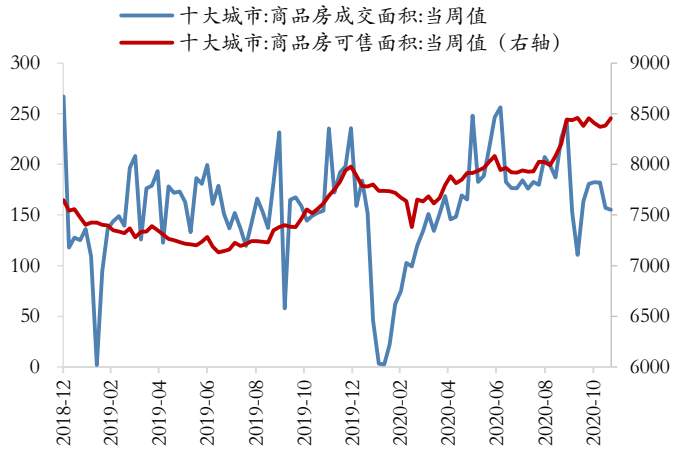
房地产：新建商品住宅价格回落，供地及成交面积整体稳定。二线城市成交面积上升，百大城市土地供应面积下探回升，政策探底预期下，进一步收紧可能性较低。

图表 58 新建商品住宅价格同比、环比均回落



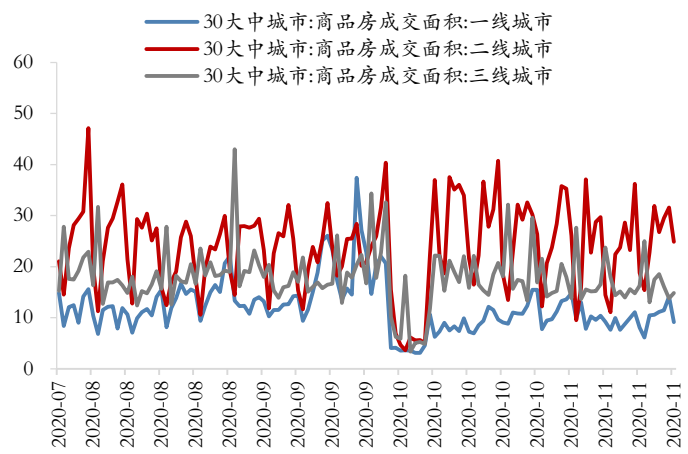
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 59 商品房成交面积下滑，可售面积稳定



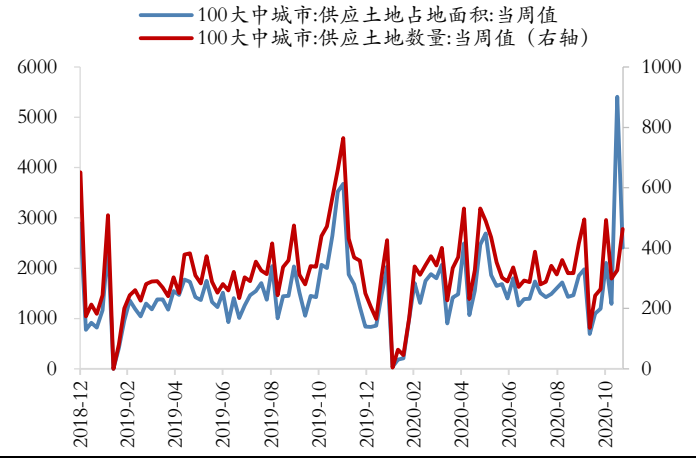
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 60 二线城市成交面积上升，一、三线回落



资料来源：wind，华安证券研究所

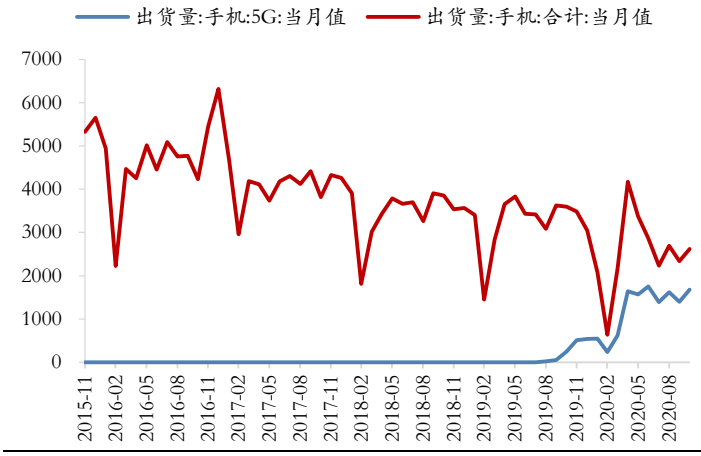
图表 61 百大城市土地供应面积下探回升



资料来源：wind，华安证券研究所

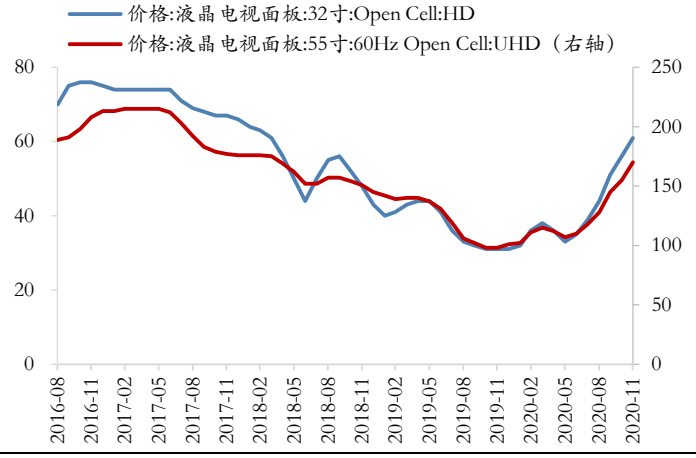
消费电子：苹果华为新机型带动手机出货量微涨，液晶面板价格持续上行。在苹果 IPhone12 和华为新机型的带动下，包括 5G 手机在内出货微涨，同时液晶面板量面板价格持续上涨。

图表 62 手机、5G 手机出货量同步微涨



资料来源：wind，华安证券研究所

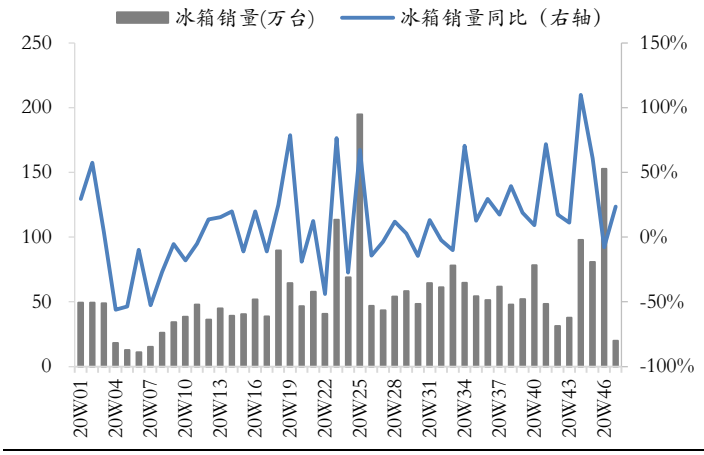
图表 63 液晶面板价格持续上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

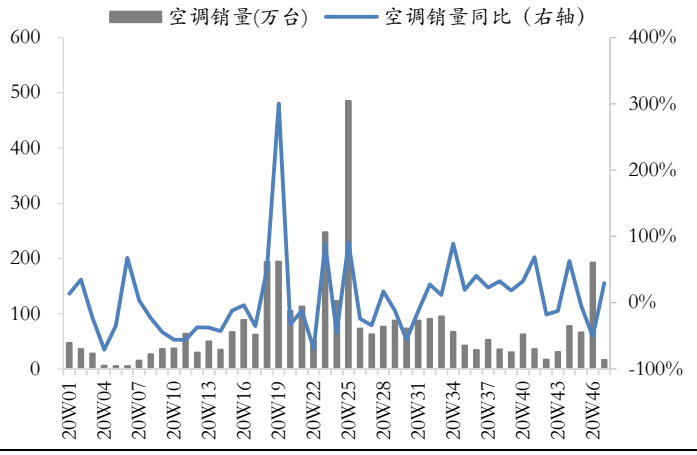
家电：双十一带动白色家电销量大涨。在双十一促销和四季度地产集中竣工的带动下，11 月白电销售维持较高增速。按周度来看，冰箱销量第 44 周、45 周同比增速分别为 109%和 61%;洗衣机销量第 44 周、45 周同比增速分别为 74%和 49%，空调销量第 44 周、45 周同比增速分别为 63%和-4.5%；彩电销量第 44 周、45 周同比增速分别为 38%和 0.06%。

图表 64 冰箱双十一销量大涨



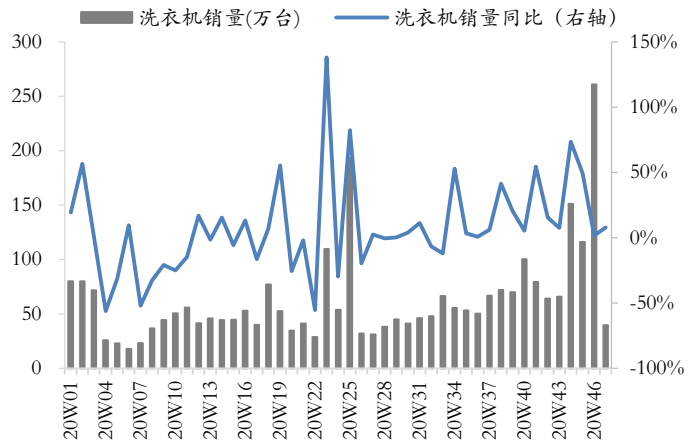
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 65 空调销量 11 月大涨



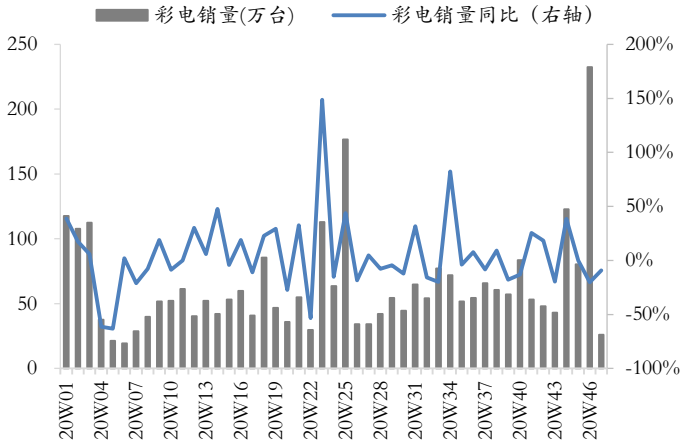
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 66 洗衣机销量大涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 67 彩电销量同样大涨



资料来源：wind，华安证券研究所

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。