扰动尾声，回归循序渐进主旋律

报告日期：2020-11-22

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.《短期债市扰动，不改 A 股循序渐进》2020-11-15

2.《短期扰动不改循序渐进》2020-11-12

3.《外围尘埃落地，A 股应声大涨》2020-11-09

主要观点：

● **扰动尾声，回归循序渐进主旋律**

债券违约在多方政策的共同施为下，影响可控、冲击缓释，市场风险偏好重回上升通道。经济层面，复苏持续，各分项数据全面改善。10 月份宏观经济增速已经恢复到了 6.5%以上的水平。社零消费同比增速继续提升，在经济持续复苏以及促消费政策扶持下，仍有很大的提升潜力。净出口 10 月份同比增速为 35%，仍然维持着对经济复苏的较大贡献，但考虑到净出口增速在季度间呈现前高后低的态势，对经济复苏的贡献有可能正在缓慢减弱。固定资产投资 10 月单月增速创 2017 年以来新高，其中基建投资单月增速结束 6 月以来的连续滑落，回升至 7.15%，房地产开发投资单月增速继续维持 3 月以来的连续边际改善，目前处于高位，制造业投资增速连续 3 个月为正，在内外需、政策扶持支撑下，仍有进一步提升空间；**流动性层面，债券违约事件冲击缓释，短端利率显著下行，货币符合温和回归走向。**超额续作净投放、LPR 利率持平符合货币逐步温和回归正常化的走向。债券违约影响可控，短端流动性冲击有所缓解，短期银行间质押式回购加权利率和 shibor 利率均出现了显著回落，中长端利率基本不受违约事件冲击，沿着经济持续复苏、流动性温和回归的中长期逻辑继续缓慢上行。本周将有 3000 亿资金到期，到期压力较上周明显减弱；**市场风险偏好重新回到上行的主旋律。**一方面，债券违约受到金融委关注，要求金融监管和地方政府部门提高政治站位落实各自责任，同时督促市场主体履行责任，守住不发生系统性风险底线，债券违约事件影响被控制，对 A 股市场情绪压制也逐步解除。另一方面拜登胜选基本已成定局，虽然后续可能面临加税、经济刺激法案以及特朗普最后总统权力期限内打压的扰动，但总体来看拜登当选有利于提振风险偏好。再者，RCEP 签署预示全球多边合作正在回归正轨，更有利于中国发挥优势。“十四五”规划和二 0 三五远景目标仍然将继续支撑市场风险偏好逐步抬升。**因此，整体来看，市场的短期扰动有望接近尾声，市场将回归到循序渐进上行的主旋律，把握经济复苏和围绕“十四五”规划产业主线寻找投资机会。**

● **投资消费稳步向好，继续把握化工、电子、金融机会**

10 月投资增速加快，消费除 10 月数据稳步向好外，同时叠加双十一带动，预计经济维持复苏态势不变。此外，受“十四五”建议稿公布提振和海外新冠疫苗新进展带来的经济复苏预期，继续关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。继续重点关注三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如**化工**、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，**电子**、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为**大金融**行情带来催化因素。

● **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。

正文目录

1 市场观点：扰动尾声，回归循序渐进主旋律 5

1.1 经济复苏及各分项数据全面改善 5

1.2 债券违约冲击缓释，货币符合温和回归态势 9

1.3 市场风险偏好重新回归提升主通道 11

2 行业配置：首选化工、电子、金融 12

2.1 本月首选行业表现回顾 12

2.2 首选行业推荐逻辑 13

2.2.1 化工 13

2.2.2 电子 14

2.2.3 金融 16

图表目录

图表 1 10 月份经济增长恢复至 6.5%以上水平（初值测算）.....6
图表 2 社零消费同比增速持续提升，仍有提升潜力.....6
图表 3 净出口仍在发挥对经济复苏的重要贡献.....7
图表 4 10 月份固投单月增速创今年新高.....8
图表 5 10 月基建投资单月增速连续 4 个月下行后首次回升.....8
图表 6 房地产开发投资单月增速维持高位并小幅提升.....8
图表 7 制造业投资单月增速小幅改善，连续 3 个月为正.....8
图表 8 10 月规上工业增加值同比增速维持高位，仍有提升潜力.....9
图表 9 近一周银行间短端利率显著回落.....10
图表 10 近一周 SHIBOR 短端利率同样明显下降.....10
图表 11 SHIBOR 中期利率延续中期逻辑缓慢上行.....10
图表 12 10 年期国债收益率继续抬升至 3.37%.....10
图表 13 11 月以来申万一级行业表现分化（%）.....13
图表 14 上周（11.16-11.22）申万一级行业表现分化，化工、非银、银行表现显著优于市场整体表现（%）.....13
图表 15 化工、电子、金融的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置.....13
图表 16 主要化工品价格周内涨幅迅猛（11 月 16 日-11 月 20 日）.....14
图表 17 消费电子新品发行不断，高景气行情有望延续.....15
图表 18 十四五规划半导体政策支持展望.....16
图表 19 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期.....16
图表 20 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最.....16
图表 21 近期金融市场改革步伐显著加速，相关政策提速落地.....17

图表 22 首选行业及关注标的 18

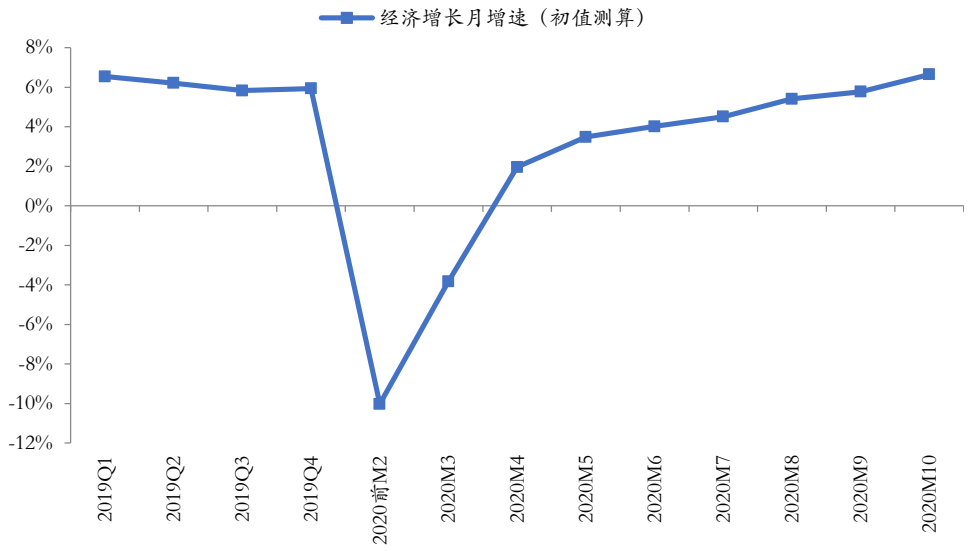
1 市场观点：扰动尾声，回归循序渐进主旋律

债券违约在多方政策的共同施为下，影响可控、冲击缓释，市场风险偏好重回上升通道。经济层面，复苏持续，各分项数据全面改善。10 月份宏观经济增速已经恢复到了 6.5%以上的水平，相当于 2019Q1 季度的经济状态。社零消费同比增速继续提升，在经济持续复苏以及促消费政策扶持下，仍有很大的提升潜力。净出口 10 月份同比增速为 35%，仍然维持着对经济复苏的较大贡献，但考虑到净出口增速在季度间呈现前高后低的态势，对经济复苏的贡献有可能正在缓慢减弱。固定资产投资 10 月单月增速创 2017 年以来新高，其中基建投资单月增速结束 6 月以来的连续滑落，回升至 7.15%，房地产开发投资单月增速继续维持 3 月以来的连续边际改善，目前处于高位，制造业投资增速连续 3 个月为正，在内外需、政策扶持支撑下，仍有进一步提升空间；**流动性层面，债券违约事件冲击缓释，短端利率显著下行，货币符合温和回归走向。**超额续作净投放、LPR 利率持平符合货币逐步温和回归正常化的走向。债券违约影响可控，短端流动性冲击有所缓解，短期银行间质押式回购加权利率和 shibor 利率均出现了显著回落，中长端利率基本不受违约事件冲击，沿着经济持续复苏、流动性温和回归的中长期逻辑继续缓慢上行。本周将有 3000 亿资金到期，到期压力较上周明显减弱；**市场风险偏好重新回到上行的主旋律。**一方面，债券违约受到金融委关注，要求金融监管和地方政府部门提高政治站位落实各自责任，同时督促市场主体履行责任，守住不发生系统性风险底线，债券违约事件影响被控制，对 A 股市场情绪的压制也将逐步解除。另一方面拜登胜选基本已成定局，虽然后续可能面临加税、经济刺激法案以及特朗普最后总统权力期限内打压的扰动，但总体来看拜登当选有利于提振风险偏好。再者，RCEP 签署预示全球多边合作正在回归正轨，更有利于中国发挥优势。“十四五”规划和二 0 三五远景目标仍然将继续支撑市场风险偏好逐步抬升。**因此，整体来看，市场的短期扰动有望接近尾声，市场将回归到循序渐进上行的主旋律，把握经济复苏和围绕“十四五”规划产业主线寻找投资机会。**

1.1 经济复苏及各分项数据全面改善

10 月份宏观经济增长已经恢复到了 6.5%以上的水平（初值测算）。10 月份重要经济数据已经全部出炉，整体来看，各分项数据均实现了全面强劲边际改善，根据各项数据汇总测算，10 月单月的经济增速已到 6.5%以上的复苏水平，相当于在 2019Q1 季度的状态。

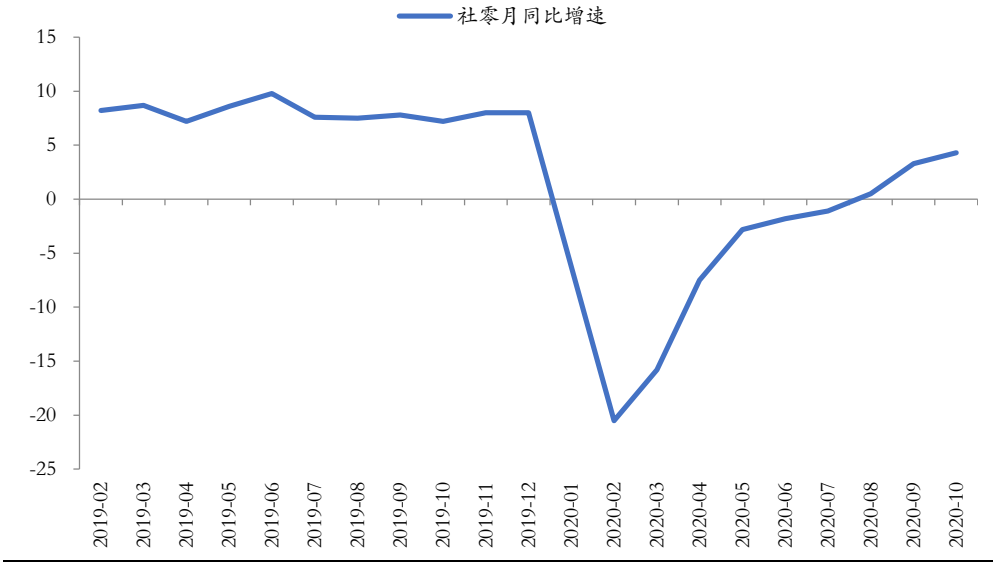
图表 1 10 月份经济增长恢复至 6.5%以上水平（初值测算）



资料来源：wind，华安证券研究所

消费方面，社零同比增速边际改善趋势明确。10 月份社零消费当月同比增速恢复至 4.3%的水平，较上月增速继续改善了 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类别在 10 月有明显的改善提升，一般日用品消费、中西药品和汽车消费也有小幅改善。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、促消费的政策助力支持下，消费提升的弹性也将有所加大。整体来看，社零消费增速同比提升的潜力仍在，维持边际改善的趋势也十分确定。

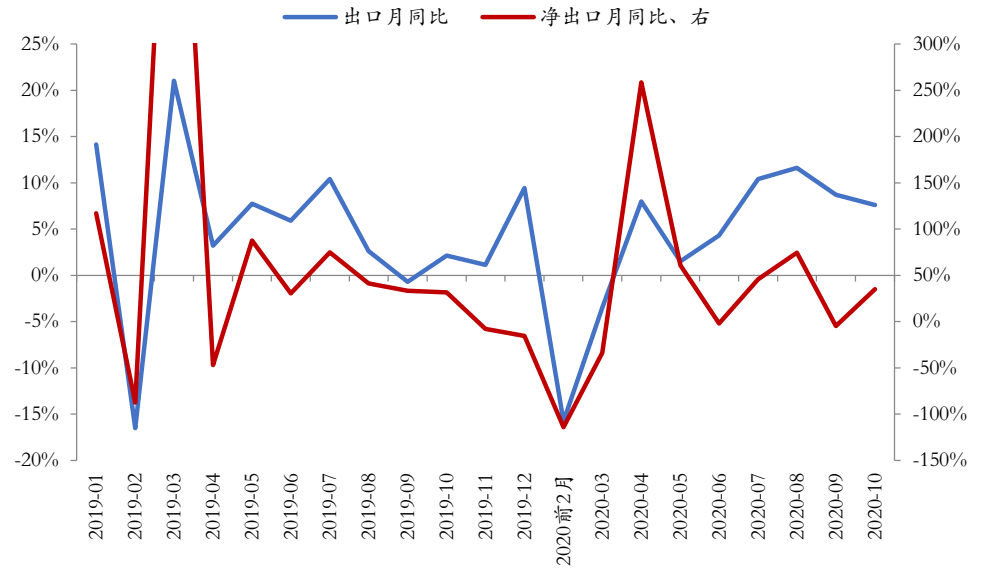
图表 2 社零消费同比增速持续提升，仍有提升潜力



资料来源：wind，华安证券研究所

净出口仍然维持对经济复苏的较大贡献，但这种贡献有可能会缓慢减弱。10 月份单月出口金额同比增加 7.6%，较上个月回落了 1.1 个百分点，进口金额同比增加 0.9%，较上月回落了 10.7 个百分点，进口增速回落幅度显著大于出口，因此净出口同比增速较上月有明显回升，10 月当月净出口金额同比增速为 34.95%，较上个月回升了接近 40 个百分点，**整体来看出口对经济继续维持着较大的贡献。但换个角度看，净出口对经济复苏的贡献有可能正在缓慢减弱，**原因在于：其一，10 月份净出口同比增速显著改善有可能只是基于净出口在季度间的结构性变化的假象，从 2 季度以来，净出口的增速变化在一个季度内基本都维持着前高后低的增速结构，如 2 季度的三个月净出口同比增速分别为 258%、61%、-2%，3 季度的三个月净出口同比增速分别为 46%、74%、-5%，因此 10 月份净出口同比增速与 4、7 月相比，其实出现了较明显的回落；其二，10 月份净出口同比增速相较 2、3 季度整体来看，正在缓慢下滑，2、3 季度整体净出口同比增速分别为 55.6%、37.3%，而 10 月增速仍在下滑。

图表 3 净出口仍在发挥对经济复苏的重要贡献



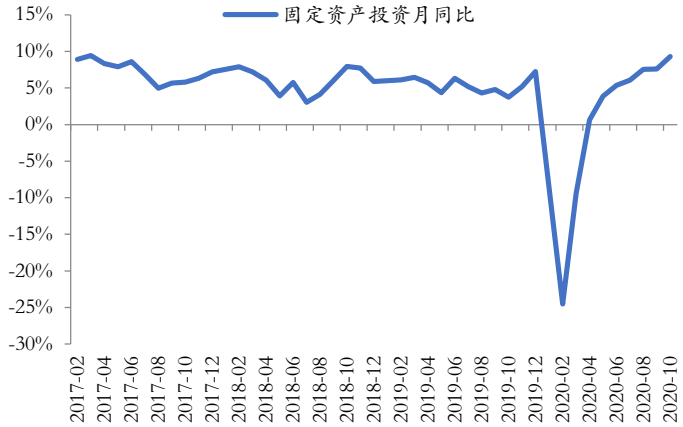
资料来源：wind，华安证券研究所

10 月份固投单月同比增速创 2017 年以来新高。10 月份固定资产投资累计同比增速进一步回升至 1.8%，经换算，10 月单月同比增速为 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；（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。

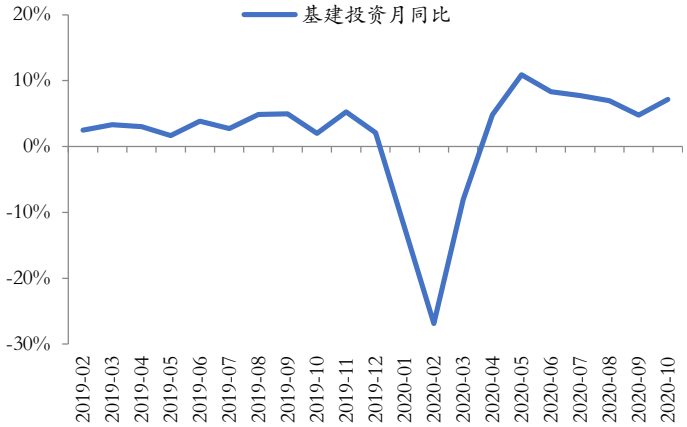
规模以上工业增加值单月同比增速维持在今年高位。10 月规上工业增加值累计同比增速 1.8%，单月同比增速 6.9%和上个月持平，均维持在今年高位水平，随经济持续复苏工业增加值仍有望继续上行。

图表 4 10 月份固投单月增速创今年新高



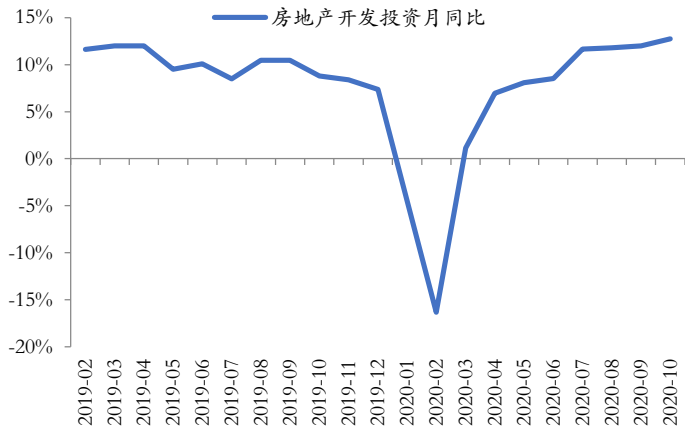
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 10 月基建投资单月增速连续 4 个月下行后首次回升



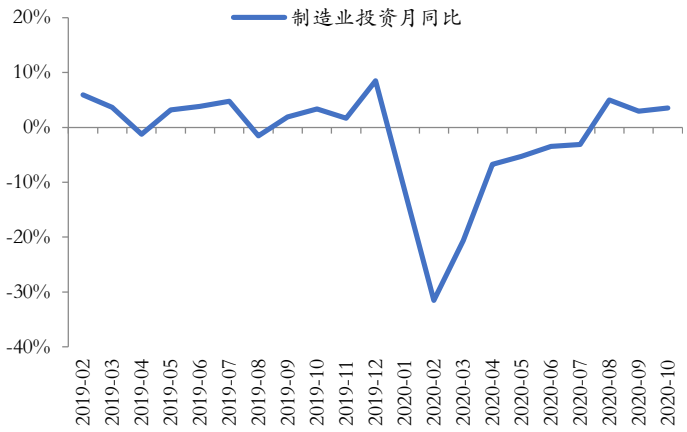
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 房地产开发投资单月增速维持高位并小幅提升



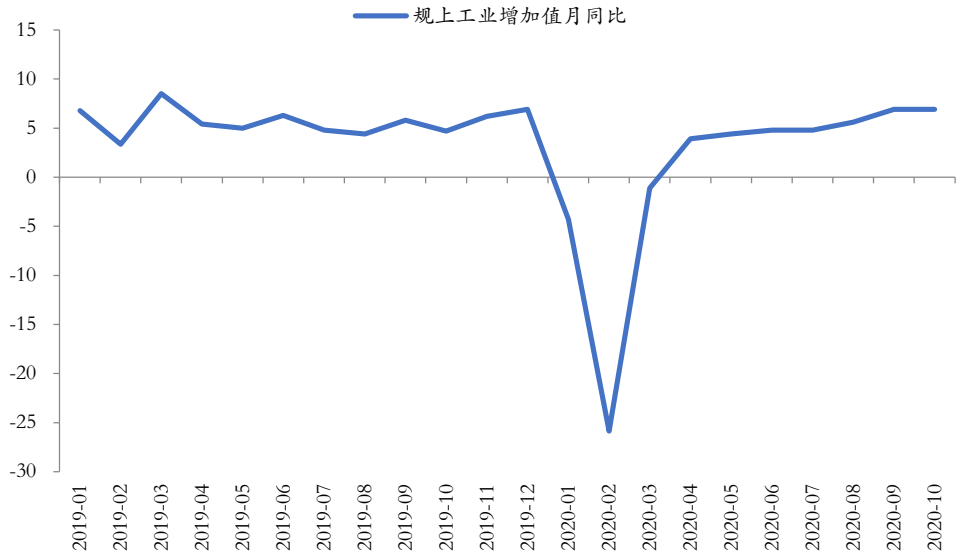
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 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 8 10 月规上工业增加值同比增速维持高位，仍有提升潜力



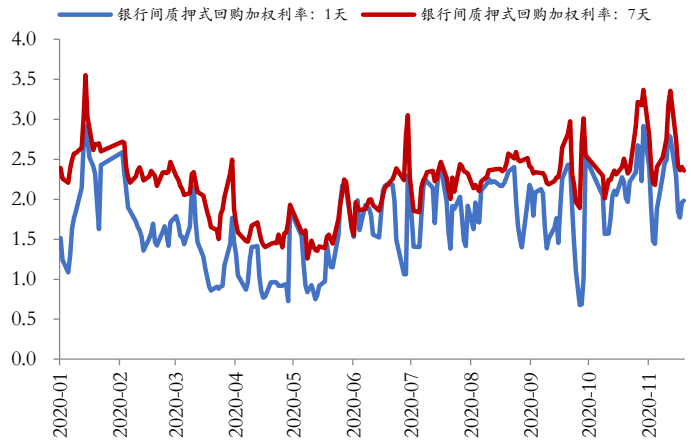
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 债券违约冲击缓释，货币符合温和回归态势

当局货币操作符合温和回归走向，关注中央政治局会议和中央经济工作会议对明年货币政策的定调和安排。货币政策和流动性回归正常化的方向已基本明确，核心在于回归过程的节奏，最近观察后续或明年流动性变化的时间点在月底或下月即将召开的中央政治局会议或中央经济工作会议。从最近的央行货币操作情况来看，逐步温和回归走向正常化的路径有所清晰，一方面，上周 11/14 日到 11/20 日当周有 7500 亿流动性到期，同样央行也在当周释放了 11000 亿流动性，相当于给市场净投放了 3500 亿，这既是为了缓解信用市场的担忧，也是考虑到了市场流动性需要的结果；另一方面，11 月 20 日，LPR 贷款利率继续维持稳定。**11/21-11/27 日当周，市场将有 3000 亿资金到期，到期压力较上周有所减弱。**

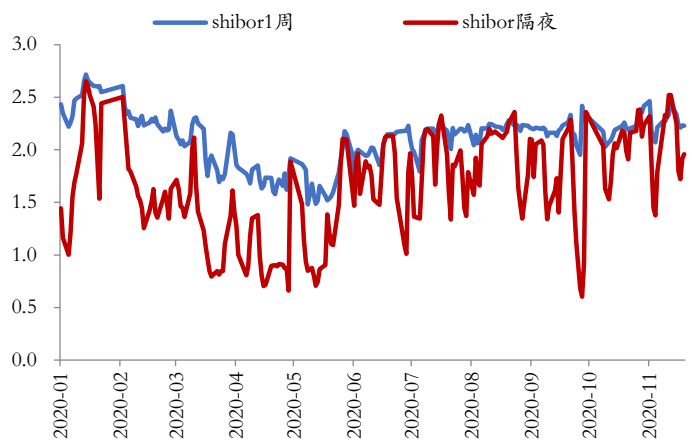
债券违约事件影响可控，对短期流动性的冲击有所缓解，中长期流动性继续演绎其本身运行逻辑。永煤债券违约后，短端市场利率出现了剧烈抬升，但在过去一周债券违约事件偶尔仍发的情况下，短端市场利率有所回落，说明债券违约对短期流动性的冲击正在缓解，其中 1 天和 7 天的银行间质押式回购加权利率过去一周下降了 80 和 100 个 bp，隔夜和 1 周的 shibor 利率在过去一周分别下降了 56 和 21 个 bp。债券违约事件对中长端利率并未造成影响和冲击，中长端利率继续沿着起运行逻辑在变化，整体来看，一方面经济将维持继续复苏，另一方面货币流动性维持正常化回归的态势也相对明确，因此中长端市场利率在持续缓慢抬升，预计未来一段时间继续抬升的趋势不会改变，在过去一周 3 个月和 6 个月 shibor 利率分别上行了 2 和 3 个 bp，10 年期国债收益率继续上行了 7 个 bp 至 3.3714%的水平。

图表 9 近一周银行间短端利率显著回落



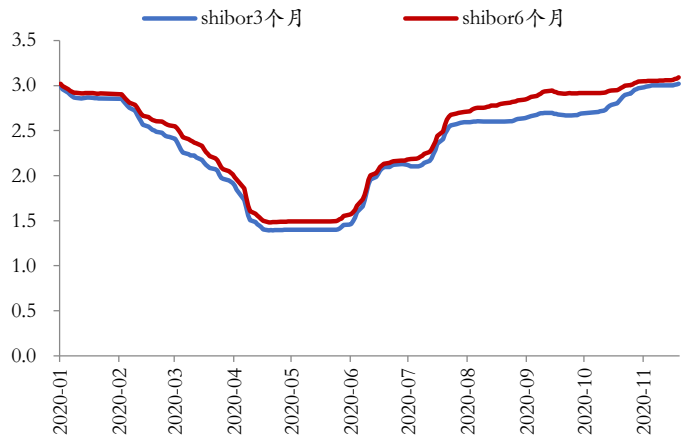
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 近一周 SHIBOR 短端利率同样明显下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 shibor 中期利率延续中期逻辑缓慢上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 10 年期国债收益率继续抬升至 3.37%



资料来源：wind，华安证券研究所

现在的货币政策或者流动性环境并不具备显著收紧的条件，下一个观察时间点将是在近期的中央政治局会议或中央经济工作会议对货币政策定调。流动性回归正常化的最重要考量一方面在于上半年疫情期间出现的宏观杠杆率快速上行，另一方面在于二季度及以后的经济复苏态势已经确认。但这些要素的发展并没有构成流动性走向显著收紧的拐点制约：其一，国内经济尽管已经处于持续复苏的通道中，但距离恢复至潜在增长水平并确认仍需时间，也需要货币政策的适当呵护；其二，海外疫情形势仍然严峻，经济复苏刚起步，欲恢复至潜在增速水平的时间大概率会在中国之后，根据美国最新 10 月份 CPI 为 1.2%，较上月 1.4%有所下滑，美联储议息会议对此认为仍有维持货币宽松的必要，因此海外整体的流动性环境是偏宽松的；其三，中国 10 月 CPI 为 0.5%，较上月 1.7%更是有明显回落，同样不构成国内货币收紧的条件；其四，近段时间以来汇率升值幅度较大，也不作为货币政策收紧的制约。**因此总体来看，并不需要特别担心货币流动性走向显著收紧，货币政策基调发生变化的最新观察时间窗口将在年底的中央政治局会议或中央经济工作会议上。**

1.3 市场风险偏好重新回归提升主通道

债券违约事件对流动性的冲击正在缓解，影响可控，同时对 A 股的风险偏好压制也正在逐步弱化。永煤债券违约事件发生后，又连续出了几起其他主体的债券违约事件，整体来看对流动性尽管造成了短期冲击，但这种冲击性已经在减弱，总体的影响是可控的。针对市场的担忧以及防止风险扩大的角度，多项政策起到了风险控制的效果：其一，河南一位厅局级财经官员在提及永煤违约事件时，表示政府会支持企业走出低谷，不存在也不会支持企业逃废债；其二，山西国资发布公开信表示将加大省属国企债务风险防控方案，调动省属国企形成合力，形成强大资金池，在强力协调下有足够能力确保债券不会出现违约；其三，发改委在债券风险和违约处置方面将在加强监管、强化协调、抓早抓小三方面加大工作力度；最后，11 月 21 日，金融委就债券市场稳定专门召开会议，会议要求金融监管部门和地方政府要提高政治站位从大局出发，落实监管责任和属地责任，督促市场主体严格履行责任，并对逃废债行为秉持零容忍态度，加强行业自律和监管，加强部门间协调，加强风险隐患摸底排查，守住不发生系统性风险的底线。及时的多项政策出台起到了抚慰市场情绪的效果，债券违约事件对 A 股的情绪压制也逐步缓释。

美国大选拜登胜出基本成为定局，短期内拜登政见对科技股的友好、对多边经贸体系的尊重和回归、对传统大国关系博弈路径的依赖等均将显著提升市场风险偏好。拜登胜选基本已成定局，一方面拜登已经获得世界多国多地区的胜选承认；另一方面，拜登已经在美国国内开始发挥继任总统的影响力，包括发表经济讲话等。后续仍需继续关注两个风险点：其一，加税法案、经济刺激法案等反复有可能对美股形成事件性冲击，需关注美股剧烈波动对 A 股可能产生的传导；其二，需关注特朗普在最后的总统时间窗口内对中国科技企业等各方面施加更多的压力和制约。但总体来看，拜登胜选有利于缓和中美经贸关系和多边关系矛盾，将对市场风险偏好主要起到提振效果。此外，RCEP 顺利签署，预示着全球多边经贸体系正在回归正轨，这也更有利于发挥中国优势。

“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，从过去几次的五年规划来看，伴随着规划的逐步落地，围绕产业主线都爆发出了精彩纷呈的结构性行情。

2 行业配置：首选化工、电子、金融

行业配置思路：10 月投资、消费数据稳步向好，经济维持复苏态势不变，同时受“十四五”建议稿公布提振和海外新冠疫苗突破新进展带来的经济复苏预期，继续关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。

经济基本面来看，维持复苏态势不变。投资端，10 月份的基建投资增速和财政支出的加快，显示基建投资对于经济的拉动作用仍在。消费端，在 10 月国庆中秋双节的带动下，消费市场也进一步出现稳步复苏的态势，社会消费品零售总额 10 月份同比增速较 9 月份加快 1%。同时，考虑到 11 月双十一的促进，以及发改委在内各部委促进以汽车为代表的消费政策来看，预计消费市场将进一步回暖。进出口方面，随着包括辉瑞和 Moderna 等海外新冠疫苗取得突破性进展，也进一步带来全球经济复苏共振的预期。

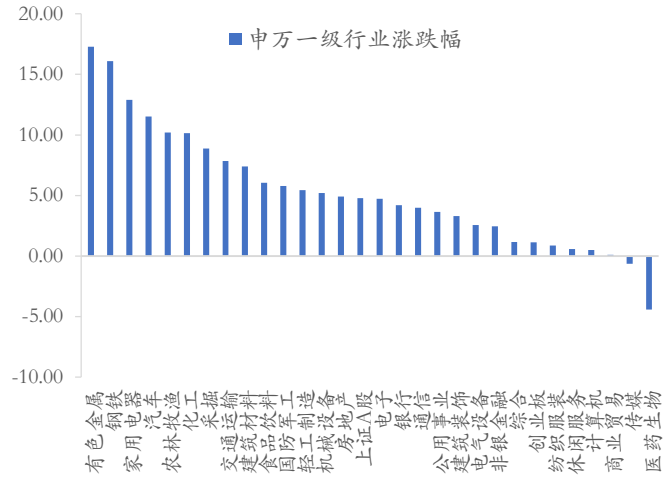
综合来看，行业配置方面，关注握三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如化工、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，电子、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为大金融行情带来催化因素。综合来看，11 月首选化工、电子、金融板块。

2.1 本月首选行业表现回顾

11 月以来，市场整体呈现震荡整理态势，申万一级各行业表现分化；化工、银行、非银金融表现显著优于市场整体表现，电子行业受市场整体波动影响，小幅收跌。11 月 16 日至 11 月 22 日当周，化工、电子、银行与非银金融涨幅分别为 2.2%、-0.87%、2.83%和 3.13%，除电子小幅收跌外均显著优于上证 A 股表现。

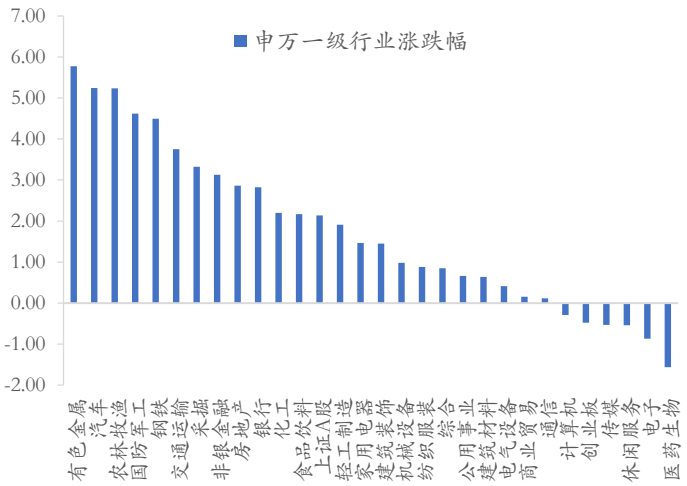
从估值变化角度来看，经历一周整理行情后，化工、电子、银行和非银金融行业依然处于所有行业中整体中游偏低位置。经历上周行情震荡整理后，部分申万一级行业估值百分位出现小幅提升；综合来看所有行业估值整体情况，化工、电子、银行和非银金融行业估值百分位仍处于所有行业中的中游偏低位置，具备较高安全边界。

图表 13 11 月以来申万一级行业表现分化（%）



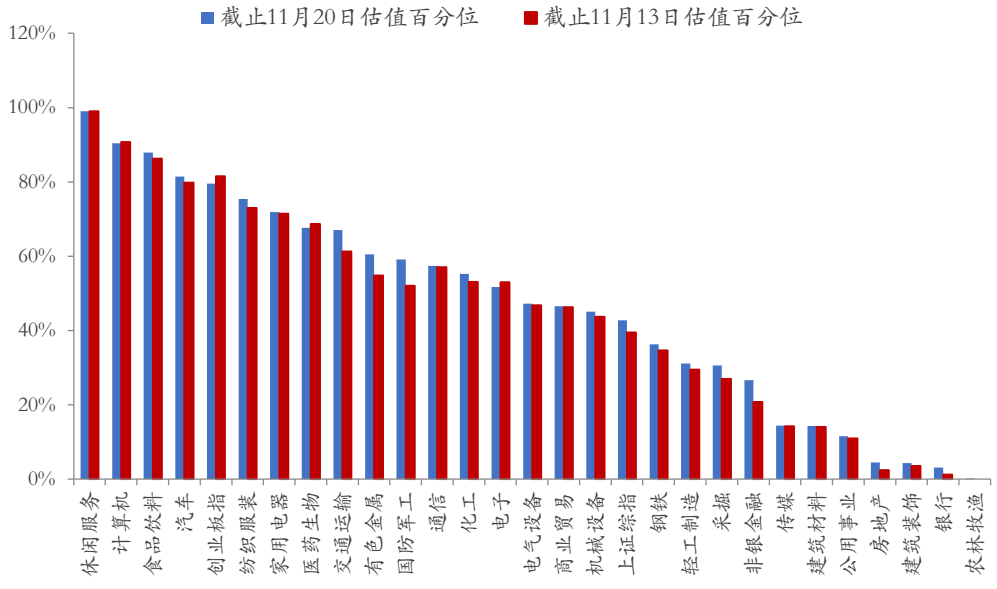
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 上周（11.16-11.22）申万一级行业表现分化，化工、非银、银行表现显著优于市场整体表现（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 化工、电子、金融的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选行业推荐逻辑

2.2.1 化工

三季度化工行业盈利能力大幅改善，景气不改长期持续上行趋势。从行业景气度来看，受疫情影响，今年 4 月 8 日生意社化工指数跌至 2011 年起最低点 598 点，后续随国内疫情受控，经济生产复苏强劲，化工行业景气修复，截至 11 月 20 日生意社化工指数为 860 点，较最低点上涨 43.81%，反映行业景气上行趋势不改。此外，根据三季报业绩来看，2020 年化工行业单三季度盈利能力较 Q2 改

善 29.8%，单三季度化工行业整体归母净利增长 26%，较二季度盈利水平实现由负转正的变化，实现大幅增长并边际显著改善。综上，化工行业正处在新一轮景气不断边际改善的上行长周期中。

经历估值小幅回升后，化工行业的估值及百分位目前仍处在合理区间，具备较高性价比。经历一周上行行情后，截止 11 月 20 日，化工行业的整体 PETTM 估值为 30.5 倍，处于历史估值的 55.2%分位水平，较上周小幅回升但目前估值和百分位均处在合理区间内略低的位置，具备较高的配置性价比。

图表 16 主要化工品价格周内涨幅迅猛（11 月 16 日-11 月 20 日）

商品	周初价格	周末价格	单位	周涨跌
异丙醇	9066.67	10766.67	元/吨	18.75%
丙酮	8125	9450	元/吨	16.31%
正丁醇（工业级）	7483.33	8666.67	元/吨	15.81%
DOP	8633.33	9650	元/吨	11.78%
硝酸	1616.67	1800	元/吨	11.34%
三聚氰胺	6733.33	7400	元/吨	9.90%
环氧丙烷	17366.67	18933.33	元/吨	9.02%
有机硅 DMC	23700	25766.67	元/吨	8.72%
丙烯酸	7933.33	8566.67	元/吨	7.98%
苯酐	6962.50	7487.50	元/吨	7.54%

资料来源：生意社，华安证券研究所整理

主要化工品周内涨幅迅猛，行情将得到持续性催化。9 月后，化工品价格延续传统“金九银十”行情，上涨趋势不改。上周（11.16-11.20）异丙醇、丙醇、工业级正丁醇等化工品均出现了 15%以上的周内价格暴涨；此外，DOP、硝酸、三聚氰胺产品的周涨幅达到 10%以上。上述化工品周内强势涨价现象，反映出化工品价格上涨热潮得到延续，行情有望获得持续性催化。此外，随进入三季度后疫情好转和疫苗接连进展，以及化工品主要出口国解封，外贸出口基本已恢复，四季度国内外需求共振有望持续提升化工品需求。

关注标的：万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等。

2.2.2 电子

成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，三季报业绩显示，电子行业盈利水平维持高增速。单三季度，电子行业归母净利润增长 33%，延续二季度单季度 39%的高位增长趋势；对比其他行业来看，电子行业自二季度起盈利能力就已实现较高幅度增长，三季度延续此前高增速，因此横向对比来看，电子行业业绩相对优势已现，叠加后续 5G 换机潮推动，行业高景气和盈利增速有望维持。

电子行业估值目前处于合理区间内，且对比成长科技板块内其他行业估值具

备相对优势。截止 11 月 20 日，电子行业 PETTM 估值为 50.2 倍，处于 2000 年以来的 52%分位水平上，估值水平较上周进一步小幅回落，目前处于合理区间内略偏低位置。此外，将电子行业估值百分位与同为成长科技板块的计算机、国防军工行业相比，分别处于 90%和 59%的历史估值分位上，相比之下电子估值百分位仍有相对优势。

新品接连发布提振电子消费热情，叠加半导体发展将获十四五规划扶持，产品、政策两重驱动下电子行情有望获得提振。继上月末华为、苹果相继发布重磅新品并取得火爆销售成绩后，11 月消费电子新品发布热潮余温仍在：11 月 11 日，苹果再度发布首部搭载自研芯片的 Macbook，售价 5299 起有望再度抢占全价位市场；13 日，苹果 iPhone12 全系列已正式发售，iPhone12 pro 系列受极大欢迎，发货时间延长至 3-4 周，创 iPhone 各机型中等待记录；19 日，三星折叠屏新机遭曝光，预计新机将有更低价格以激活折叠屏手机市场。

图表 17 消费电子新品发行不断，高景气行情有望延续

时间	事件
2020.11.17 OPPO 未来科技大会	11 月 17 日，OPPO 未来科技大会发布了三款概念产品：OPPOX 2021 卷轴屏概念机、第二代 OPPO AR 眼镜以及 OPPO CybeReal AR 应用，以及两项技术：OPPO 全链路色彩管理系统和 OPPO FDF 全维人像视频技术系统。
2020.11.19 三星折叠屏新机曝光	据业内人士 Ross Young 爆料，三星正在研发 Galaxy Z Flip Lite 折叠屏手机，款新机主要面向预算不足的消费群体，以提升三星折叠屏手机的销量。
2020.11.20 vivo5G 新机开售	11 月 20 日，vivo 正式开售新机 S7e 5G，该机主打轻薄和自拍功能，整机重量仅有 171.7 克，厚度 7.73mm，售价仅为 2398 元。
2020.11.21 华为发布新款台式机	11 月 21 日，华为官网上线了 MateStation B515 台式机，采用 AMD 的锐龙 4000G APU 平台，主要面向政企客户，外观设计是典型的商务风格，具体的配置和对应价格暂时不详。
三星 2021 年 5G 新机 Galaxy M12 曝光	据媒体报道，Galaxy M12 将于 2021 年初发布，有望配备 6.5 英寸 Infinity-V 刘海屏、前置单摄+后置四摄、侧面指纹（电源键集成）、及 7000 mAh 电池。

资料来源：华安证券研究所整理

政策层面，此前权威人士透露第三代半导体已写入十四五规划，我们预计各细分领域将获政策大力支持。回顾历届五年规划，十三五规划中就已将集成电路明确写入。展望十四五规划，我们预计将在先进制程、高端 IC、关键设备材料和第三代半导体等方面进一步出台细化支持。在产品和政策的双重驱动下，电子行情有望获得提振。

关注标的：兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等。

图表 18 十四五规划半导体政策支持展望

领域	政策展望
先进制程领域	将加快先进制程的发展速度，推进 14nm、7nm 甚至更先进制造工艺实现规模量产。
高端 IC 设计和先进封装	将会针对存储芯片、嵌入式 MPU、DSP、AP 领域、模拟芯片和高端功率器件进行重点支持和引导，并致力于解决这几个关键领域卡脖子问题。
关键设备材料	将针对一些关键“卡脖子”设备和材料比如光刻机、大硅片、光刻胶等进行专项支持，加快关键设备材料领域突破，加快产业化进程，增强产业本土配套能力，为我国半导体产业链自主可控提供坚实基础。
第三代半导体	计划在 2021-2025 年期间，在教育、科研、开发、融资、应用等等各个方面，大力支持发展第三代半导体产业，以期实现产业独立自主。

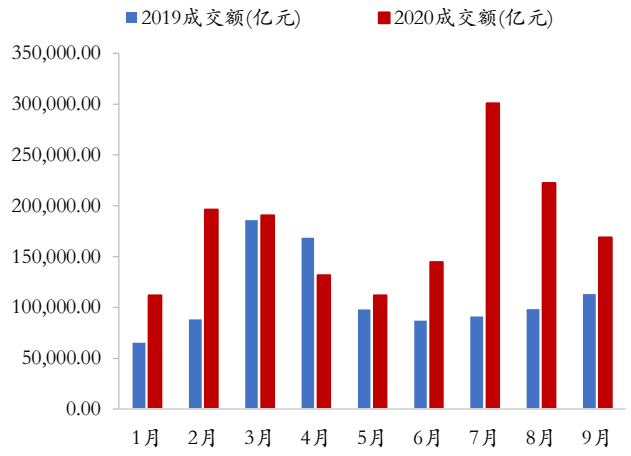
资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 金融

今年以来券商盈利能力大幅改善，金融行业整体三季报表现亮眼。券商经纪业务方面，截止 9 月底，今年前三季度 A 股成交额达 158.3 万亿，较去年同期的 99.9 万亿，大幅增长了 58.5%。单看 3 季度，A 股成交额为 69.4 万亿，较去年同期的 30.4 万亿，大幅增长了 128%。投行 IPO 业务方面，截至到 9 月底，今年的前三个季度 A 股 IPO 规模已达 3557.38 亿元，创下了 2011 年以来之最。

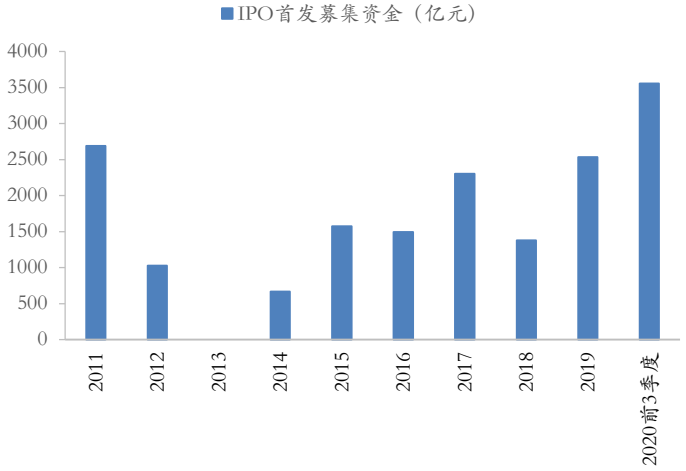
从三季报业绩跟踪来看，金融行业整体盈利大幅改善：银行整体 Q3 业绩较大幅度改善 19.7%，边际改善明显，二季度银行由于计提拨备利润大幅下滑，目前业绩已经底部走出，后续表现值得期待；此外，非银金融行业整体 Q3 业绩大幅改善 35.5%，单三季度归母利润大幅增加 36.2%。

图表 19 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最



资料来源：wind，华安证券研究所

本周市场延续整理行情，金融行业估值水平受行情影响出现回升，但仍处于偏低区间；目前非银金融估值处于后三分之一偏低位置，银行估值处在底部位置。截至 11 月 20 日，非银金融行业的 PB 估值仅为 1.95 倍，处于自 2000 年以来估值的 27%分位上；银行业的 PB 估值仅为 0.71 倍，仅处于 3%的历史估值分位上。经历上周上行行情后金融估值水平出现上浮，但综合整体行业估值百分位来看，非银金融行业估值仍旧处于偏低位置，银行估值百分位处在底部区间，具备高性价比和强安全边际。

近期金融市场改革步伐加速，相关政策提速落地，市场有望受益于政策提振。政策层面，改革步伐加速趋势不改：10 月 31 日，副总理刘鹤主持召开金融委专题会议，将全面实施注册制并建立常态化退市机制；11 月 10 日，证监会就贯彻落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》开展动员部署会，将进一步提高上市公司质量、完善退市制度；11 月 20 日，上海市政府率先印发《关于推动提高上海上市公司质量的若干措施》，加快政策落地节奏。整体来看，金融市场改革步伐呈现逐步提速趋势，相关政策加速落地，未来助力券商等金融行业的催化因素将不断上演，行情有望得到持续性提振。

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 21 近期金融市场改革步伐显著加速，相关政策提速落地

时间	事件
11 月 20 日	**上海政府率先印发《关于推动提高上海上市公司质量的若干措施》** 将自 2020 年 12 月 1 日起施行，《措施》提出： 持续推进科创企业孵化培育，提供精准服务与辅导提升拟上市企业规范化水平； 推动集成电路、人工智能、生物医药和电子信息等更多重点领域企业，以及新经济代表性企业、数字化转型的传统企业上市发展； 支持临港新片区、张江国家自主创新示范区等承接国家和本市重要战略任务的区域内的科创企业在科创板上市，鼓励优质红筹企业回归。
11 月 19 日	**人民银行党委书记郭树清：提升金融服务实体经济水平，扎实推进金融改革** 11 月 19 日，人民银行党委、外汇局党组召开会议，党委书记郭树清表示：要全面落实好五中全会有关金融工作的具体要求，建设现代中央银行制度，提升金融服务实体经济水平，扎实推进金融改革，完善现代金融监管体系，推动金融双向开放，加快金融数字化转型。
11 月 19 日	**中国证监会上市公司监管部副主任孙念瑞：关于提高上市公司质量的落地工作** 11 月 19 日，在“2020 上市公司高质量发展论坛”上，中国证监会上市公司监管部副主任孙念瑞就提高上市公司质量的落地工作发声： 全面启动公司治理专项行动； 全市场注册制将适时稳步推进； 畅通资本市场退出机制； 落实“零容忍”要求，从严打击违法违规行为；

	将会同相关部门打好质押风险化解攻坚战“下半场” 正研究修订股权激励办法。
11 月 18 日	**交易商协会：关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知** 第一，要求加强发行人关联方认购披露要求，保障投资人相关权利。 第二，要求严禁发行人“自融”，加强“关联方” 认购披露。

资料来源：华安证券研究所整理

图表 22 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
化工	万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等
电子	兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等
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。

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。