太平洋证券：各行业周观点精粹 11 月 16 日

	研究团队	主要观点	联系人	
	宏观团队	**对信用风险的理解** **核心观点：信用风险可能并不是偶然性事件，企业作为稳定经济增长的执行者，在疫情对经济产生甚于金融危机的影响下，不可能一点不受影响。** **企业与地方政府边界不清，疫情对地方政府的影响，也可能向辖内企业转嫁。所以我们看信用风险，最终可能还要回到地方政府本身。** **信用收缩的发生可能并不是央行的货币政策收缩的逻辑，很有可能起于需求端。更利好利率债。** **风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。** **——企业是经济稳增长的执行者，疫情导致企业经营压力明显加大** 从四月经济数据企稳开始，我们就一直在讨论一个问题：生产端的超预期恢复为哪般。既然“违约”是超预期的，那么与此超预期对应的一定有其他超预期的地方，才能最终形成“超预期”的必然结果。生产端超预期恢复，这就是第一个超预期。 讨论生产端的超预期恢复，源于一个简单的逻辑。当经济遭遇危机时，首先打击的是需求，需求的急速收缩，最终导致市场出清式的供给与需求的重新匹配。最终在刺激政策的拉动下，需求增长带动供给回暖。此次疫情影响下，全球主要经济体受到的影响甚于 08 年金融危机，在疫情逐步得到暂时的控制、经济重启后，我们观察美国、日本、欧盟、德国的宏观经济数据，消费同比增速回升均快于工业产出。 这种反差似乎并不能用出口解释。因为出口起初回暖的多是抗疫物资，这与规模以上的工业生产关系不大。同样这种反差也不能完全用投资解释，毕竟我们给予较大期望的基建并没有走出那个理想的结果（注意这是第二个超预期）。 需求先于供给恢复，我们在 08 年金融危机后亦是如此。当然我们此处的讨论的重点，并不是质疑数据统计的问题。此次疫情后，供给超预期恢复，首先应是 GDP 稳定的必要选择。毕竟经济企稳，信心回升，就业稳定增长，才是抗疫后期的重中之重。但仅回到企业的层面，我们看到的却是行业库存陡增、消费需求的缓慢回暖与投资需求的再次下降。通俗的讲，即快生产、慢销售，企业经营压力可想而知。当然并非所有的行业都是这样，既然供给端的恢复是源于市场化与非市场化的部分，那么行业繁荣就一定是结构性的。 生产的超预期恢复，与需求的不及预期，自然促成了“违约”的超预期结果。 **——地方政府作为政策刺激的执行者，收支两端的矛盾破坏了非市场的供需循环** 运用宽松的宏观经济政策应对危机，已是各国政府的惯用手段。在货币政策可能进入流动性陷阱的情况下，财政政策对需求的拉动则显得尤为重要。	**袁野**	**15810801367**

财政刺激是共识，但在宽松财政政策的使用方向上确有不同。08 年金融危机后，我国宽松财政政策持续使用的方向即政府投资。政府投资理论上同样有一个供需两端的良性循环：财政刺激拉动投资需求，企业主导生产与其相匹配，同时产生税收增加政府收入来源，从而让循环最终可持续。

这个循环中最大的悖论即在于政府收支两端的合理匹配。投资支出需要对持续增长的经济总量形成有效贡献，就一定是一个逐级扩张过程，且这个增长一定得是与正常收入增长相匹配的合理增长。若投资支出增长过快，与收入增长的差距逐渐扩大，甚至发生收入减少的情况，就需要政府债务扩张进行弥补。债务扩张并不可怕，因为如果投资收益合理，债务偿还仅是时间问题。

但当前的问题就在于，一方面地方政府过往为投资而投资的现象时有发生，盲目上项目，导致债务扩张与项目收益不对称，债务本息偿还压力与日俱增。另一方面，在疫情影响下，收入筹集困难度加大，无法保障正常的运转与债务偿还，导致超预期扩张的债务并不能完全用于政府投资。如此，政府投资到企业生产匹配的良性循环的每一个环节都被破坏了。
现实情况是，财政需要企业加速生产，进行税收调节。但却不能给企业创造更多的需求，完全消化其过剩的供给。

——地方政府收支压力过大，对辖内企业的呵护是心有余而力不足
地方政府与辖内的企业时有边界不清的问题。此种现象好的一面则是政府对辖内企业呵护有加，如给予贷款贴息、利润补偿、贷款担保等。不好的一面则企业为政府背负隐性负担，如理不清的债务关系。
地方政府与辖内企业的这种问题在经济较发达的地区，正向反馈更多。在经济相对落后的地方，则视宏观经济情况而定。如在甚于金融危机的疫情影响下，地方政府可谓自顾不暇，辖内企业很可能再失一重保护。

——今年财政是有钱用不了，还是花了没显现
既然地方政府收支情况对辖内企业的信用风险如此重要，我们就有必要探讨一下财政收支目前是个什么情况。首先，可能片面的理解了财政支出。我们一再强调，财政支出的大头儿在公共财政支出，其对应的是年度公布的政府消费数据。而我们容易获取的政府投资数据，仅是财政支出中的一小部分，并不能反应财政支出的全部。不能因为基建投资下滑，就简单的判定财政还有结余资金花不出去，且认为这为明年打下了良好的支出基础。其次，还有一个数据即财政存款余额。10 月财政余额为 56168 亿，较去年同期的 54076 亿多出 2092 亿。完全符合财政资金逢缴税大月的季节性变化。今年财政一般公共预算收入较去年下降一万亿，但发债规模却比去年多出 3.4 万亿。10 月政府发债较去年多出 3000 亿，在公共财政收入单月同比增速已经转正的情况的下，财政存款余额较去年同期多出 2000 亿，并不代表财政支出绝对值低于去年同期，甚至大概率是高于去年同期的。

财政支出没有对标的支出结果可观察，主要还是源于基建投资大幅低于市场预期这一事实不好接受。我们年初以来给出的基建增速预期一直很低。主要原因在于，首先，今年疫情导致财政收入下滑明显，尤其是跟随抗疫节奏而出现的结构性变化，即前期收入过低，后期加速弥补。那么发债的资金怎么利用，就成了关键性问题。7 月财政部强调发债资金不得用于补发工资、不得用于偿还利息、不得用于置换债务等，资金去向可以想象。其次，上半年公共财政收入困难，政府性基金起到了补充财政支出的作用。即上半年是基建发力，我们也看到了数据的连续回升。下半年公共财政收入好转，对标的公共财政支出开始替代基建投资，成为财政支出的主要方向。所以并不是财政没有发力，是公共财政支出的那个方向没有高频对标的数据。第三，财政资金有没有结余？我们认为可能是有的，其可能体现在两个方面。一是中央下达的投资资金，地方没有钱配套，闲置了中央

下达的资金。但这部分资金不是随便可以转做他用的，也不是明年可以继续用的。配套不上，两年后收回重新预算，重新下达。二是中央直达资金，同样类似与专项转移支付，且每一笔资金都有监管，如果这部分地方用不出去结余了，也完全有可能。但这部分资金也不是明年可以留下来用的。这是财政资金重新划分支出，是要有严格的预算，并经同级人大审议的。
所以结论有了，地方财政收支压力并没有得到有效缓解。

——辖内企业“违约”出现了，能不能指望地方政府兜底

我们在上一部分已经说明，地方收支压力并没有出现明显的缓解，不再做税收调节已是对企业的呵护。地方国企违约，已经牵连到了地方政府的发债信用。如果地方政府还有足够的财力帮助企业脱困，应不会让其出现违约的情况，这有点得不偿失。再进一步思考，明年经济回暖已是不争的事实，但如果仅是依靠基数效应，那么对于财政收入来讲，也谈不上实质性的回升。那么如果明年政府发债规模出现大幅收缩（财政部发布进一步做好地方振幅债券发行工作的意见），地方政府的债务链条也有不稳的风险。其中显性债务是政府明确的负有偿还责任的债务部分，根本谈不到风险。但隐性债务政府并不负有必须偿还的责任，还需小心甄别。

当然我们还是相信市场经过这么多年的发展，已经具备市场化隔离风险的机制，毕竟在追逐高收益与风险之间有经验与教训的平衡。因此，并不认为局部风险会向全局风险转化。

当然我们也相信，并不会出现国企违约风险向地方政府隐性债务扩散的结果。

（10 月 30 日，监管部门近期组织开展融资平台债务信息比对工作。主要内容为，将已录入监测平台的债务数据与金融部门掌握的银行信贷、信用债、各类资管产品（信托、理财、基金资管产品、证券资管产品、期货资管产品）、金融租赁类数据进行比对，核实形成债权债务单位共同认可、真实准确可靠的债务数据。此举旨在通过与金融机构开展数据比对，督促地方更正隐瞒、多报、少报、漏报、错报债务数据等问题。）
风险提示：你以为的可能与他以为的有偏差。

——信用收缩逻辑起自需求端，与央行的货币供给关系不大

信用收不收缩，也是供需两端共同作用的结果。发生信用收缩，要么央行主动进信用，或者作为货币政策的执行者商业银行市场化的选择放贷的规模。要么是在商业银行有较优资质的实体企业需求不大，资金需求收缩。我们对信用收缩的担忧并不主要在央行的货币政策。我们的担忧在于一方面商业银行明年是否还有放贷、展期等政策化要求，如果没有了，那么商业银行的市场化判断很有可能最终呈现的是信贷供给收缩的景象。另一方面，在上述的讨论中，我们得出了经济回暖是结构性复苏的结论，基本上还是依靠基建、房地产、汽车等行业的快速回升支撑。这种政策性的结构性复苏明年能否持续，其他行业能否迅速跟上，这也是对信贷、融资需求端最大的担忧。信用收缩逻辑成行，我们认为更利好于利率债。而资质较差的行业、企业，在商业银行政策性信贷供给退坡后，则是信用违约逻辑。

	策略	均衡配置，拾级而上 资本市场在 2021 年将面临更强的资金博弈，资金供需方面均有放量，在 2021 年能维持一定平衡。2021 年外资增量资金较 2020 年将有所回升，公募发行规模仍能保持高位，资金供给能保持充裕；而 IPO、定增、可转债在注册制和再融资环境友好条件下也将在 2021 年呈现提升或平稳，减持压力也将随着限售股解禁保持高位、市场热度不断升温而放大，资金需求呈现扩张。 2021 年 A 股从估值驱动转向业绩驱动。2021 年上半年迎来阶段性盈利高点，国内外货币正常化，难以支撑市场估值大幅提升，需要业绩增长消化估值，业绩能否兑现将决定走势，市场波动放大。基于当前消费和成长高估值的背景下，后续消费和成长更多赚盈利的钱，金融地产等权重行业随着经济复苏趋势的确立仍有估值提升的空间。预计 2021 年上证综指顶部区间在【3500，3800】，下行底部或在 3000 点。2021Q1 成为全年投资较好的窗口。一季度科技消费领涨，二季度风格再平衡，全年指数呈“M”型。 投资机会上，均衡配置。科技方面，关注 5G 和云计算产业的率先落地应用领域（物联网、4K 视频、IDC），“双循环”下的进口替代（医疗器械、半导体），“十四五”的产业升级（新能源汽车产业链、光伏产业链、军工）；消费方面，关注全球复苏、拜登上台后降低关税促进出口的领域（苹果产业链、家电）、“疫后”可选消费的复苏（白酒、休闲旅游、航运航空）；顺周期方面，关注受益全球经济复苏、补库存带来的涨价品种（玻纤、聚氨酯、钛白粉）；金融方面，关注低估值、边际改善行业（银行、保险）。 风险提示：货币政策转向；汇率波动超出预期；中美对抗提前和加深	**周雨**	**17346571215**
固收	**利率债**	利率债短期或受益于信用冲击，转债关注低估值顺周期标的 本周 10 年国债期货较上周五下跌 0.47%。上周末辉瑞宣布疫苗有效性超过 90%提振全球风险偏好，而且外贸数据显示外需仍然不错，周一债市大跌；周二通胀数据公布 cpi 下滑超预期，债市再次上涨；周二晚上 AAA 国企永煤集团违约，资本市场信心受到较大冲击，下半周股债均持续下跌。 展望后市，国家为打破国企刚兑大概率不会出手干预永煤违约事件，市场的恐慌情绪仍然存在，但是这对于利率债而言更为利好。在高评级的信用都受到市场质疑的大背景下，无风险利率代表的国债与国开债可能受到配置资金追捧。因此，利率债收益率的短暂上升幅度会比较有限。 转债方面，建议关注：1）低估值且顺周期的金融，以及周期性的中游制造业，包括造纸、建材、化工、有色等；2）可选消费方向弹性较好，近期回调显著，但后市依然值得关注，包括汽车、家电、消费电子等。个券推荐：隆 20 转债、恩捷转债、桐 20 转债、长证转债、国君转债。	**张河生**	**13924673955**
	信用债	上周河南省属国企永城煤电到期超短融兑付失败在市场引起极大震动。过剩产能国企违约的案例并不新鲜，但永城的违约发生在省国资刚刚完成有利于企业优化的资产重组之后，且企业在上月刚完成 10 亿的中票发行，这些背景都令企业有了故意违约、侵害债权人权益的嫌疑，一时间，市场对于基本面偏弱但属性光环加身的名义 AAA 国有企业开始有普遍担忧心理，这可能在短时间内由于仓位调整甚至产品赎回演绎为流动性压力，实际上，上周最后三个工作日资金价格已经显示出上行压力，GC007、DR007 均上拉了 25BP。 永城煤电超预期的违约爆发，也揭开了 2019 年以来信用债投资中被短暂搁置的无奈现实：虽然煤炭、钢铁等行业主体整体上显示出步出债务危机的	**李云霏**	**13212009290**

		趋势，仍有部分主体的处于绝对的财务压力之下，这些企业在近年来信用分层、地方政府致力于区域金融风险化解的客观因素作用下，即使内生偿债能力迟迟不见显著改善，也能够持续拉到直接或者间接的再融资资源，而基于政府化解风险的“过度预期”企业还获得了远低于其实际信用质量的风险溢价。因此，我们认为，鉴于永城煤电本身资质绝对偏弱的事实，其违约难以演化为整个融资市场的信用收缩，但风险定价向企业本身偿债水平的回归将再度凸显。		
大金融	**非银**	短期市场情绪受压制，建议布局低估值险企 证券：近期信用债违约多发冲击市场情绪，且对明年货币政策收紧的预期升温，短期市场向上阻力较大。但考虑到政策对资本市场的支持力度前所未有，我们看好券商中长期发展。 保险：险企战略性放弃 2020，全力备战 2021。10 月各公司负债端表现仍旧低迷，这与各公司开始准备开门红预收有关。在积极的开门红策略及低基数之下，明年险企 NBV 必将实现较快增长。 建议关注：中信证券/中国平安	**刘涛**	**18926085313**
	银行	包行二级资本债全额减记，或提高中小银行资本补充难度 中国货币网发布“2015 包商二级资本债”的相关公告，对已发行的 65 亿元“2015 包商二级资本债”本金实施全减记，并对总计 5.85 亿元尚未支付的累积应付利息不再支付。根据减记条款，在触发事件发生时，包商银行有权在无需获得债券持有人同意的情况下，自触发事件发生日次日起不可撤销地对本期债券以及已发行其他一级资本工具的本金进行全额减记。此前人民银行、银保监会认定该行已经发生“无法生存触发事件”。因此此次减记是按条款执行并非违约。但作为首次出现的二级资本债全额减记，事件发生后，市场会修正风险定价，正确认识二级资本工具，短期内可能会影响中小银行资本补充。但上市银行经营情况相对好与同业，资本补充压力较小，受冲击不大。 此外上周 10 月金融数据公布，信贷增速放缓，但结构仍在改善。相信随着新发放贷款利率逐渐企稳及资产结构的优化，上市银行净息差年内将企稳走阔。以当前估值来看，行业依然具有性价比，建议关注招行、平安、南京、宁波等。	**董春晓**	**18500238526**
	地产	“三道红线”持续推进 行业分化仍荐龙头 监管力度进一步加大，“三道红线”正在有条不紊的逐步落地。10 月底，监管层明确要求万科、恒大等 12 家大型房企每月 15 日上报融资、负债总额及业务数据明细。同时对于其他部分房企也做了相应的披露要求。11 月初银保监会信托部向各地银保监局下发《通知》，要求继续严控房地产信托规模。同时在《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》中，还规定禁止保险资金投资直接从事房地产开发建设的标的的企业。 房企面临的资金压力正在逐步提升，从融资方式来看，非标融资和银行贷款可以相对灵活的通过展期，续贷等方式进行解决。而公开市场债券到期压力大的房企由于债务的偿还刚性更强，可能资金链压力会更大一些，中小房企的日子将越来越难过。同时部分房企仍在积极寻求定增等股权融资方式，但在当前环境下，放开定增再融资的概率很小。三季报数据来看，降负债有所成效，踩线的房企正在逐渐减少。同时头部房企像万科，保利，	**张庚尧**	**18310590516**

		恒大等龙头房企的负债率以及负债结构正在稳步改善。 销售集中度，拿地集中度，以及融资集中度都在不断提升。但随着监管收紧，主流房企在拿地方面明显更加谨慎，土地成交，溢价率持续下滑。未来收并购以及股权合作开发将更加普遍，大型房企的并购对象将从本地小微房企，向资金紧张，高杠杆的大型房企手中的部分项目转变。持续推荐龙头房企万科以及以及业绩优异、成长性强的二线蓝筹金科股份。		
周期	**汽车**	第四季度车市销量依然表现强劲，长安华为宁德携手推动智能化 金九银十虽然已过，但到 11 月汽车消费将进入新的年末消费旺季阶段，历年来年末汽车销售规模均不亚于金九银十，由于明年春节推迟至 2 月份，本次年末终端旺季将持续至明年 1 月份。据乘联会数据，11 月第一周主要厂商批发销量达到日均 4.0 万辆，同比去年 11 月增长 8%。受到 10 月初国庆期间厂商批发偏低的影响，11 月第一周环比 10 月同期增长 136%。汽车销量持续走强。 11 月 14 日，长安汽车董事长朱华荣正式宣布，长安汽车将携手华为和宁德时代联合打造一个全新高端智能汽车品牌。三家联合致力于打造以软件和效率为核心竞争力的产品，从传统制造汽车企业向智能出行科技公司转型。同时长安预测将在 2022 年前，逐步实现 L4 级、L5 级自动驾驶车型的量产。 11 月 11 日，智能网联汽车技术路线图 2.0 在 2020 世界智能网联汽车大会上正式发布。技术路线图提到，将以五年为周期以发展期、推广期、成熟期三个阶段实现形成一批引领世界的智能网联汽车整车和零部件厂商的发展目标。在市场应用方面，路线图设定的目标是，2020-2025 年 L2-L3 级的智能网联汽车销量占当年汽车总销量的比例超过 50%，L4 级智能网联汽车开始进入市场，C-V2X 终端新车装配率达到 50%，并且在特定场景和限定区域开展 L4 级车辆商业化应用 重卡前三季度销量已超去年全年，10 月销量同样延续 40%以上高增长，未来两个月重点区域国三重卡加速替换将提供极大支撑，高景气度有望延续至明年上半年。客车龙头宇通客车 10 月销量实现 20%的正增长，作为汽车细分板块改善最慢的客车板块，近期随着公共出行的恢复与政府财政压力缓解，同样开启底部复苏。 汽车行业十月以来大幅跑赢指数，行业复苏不断得到市场认可，但整体估值依然处在合理位置，标的优选整车“双长”（长城、长安），零部件“新高”（新泉、高发），并建议关注上汽、广汽、星宇、科博达等优质公司，新能源及特斯拉产业链建议关注比亚迪、三花、银轮、拓普、华域等公司，重卡板块建议重点关注潍柴、重汽等，客车板块建议重点关注宇通客车。	**白宇**	**13683665260**

	化工	2021 年复苏成为关键词，重视顺周期成长投资机会 11 月 8 日，我们发布了《2021 年投资策略：行业复苏，三条主线掘金大化工行业投资》，依然是之前推荐的内需和刚需、顺周期成长、科技内循环及新材料三条选股思路，不同主线由于市场风格及估值性价比变化，阶段性表现或有轮动。本周继续强调受益经济复苏预期，低估值顺周期成长务必重视，详请参阅年度投资策略。 本周继续推荐化工涨价品种：工业硅、有机硅（单体，合盛硅业 53 万吨、新安股份 50 万吨）、尼龙 66（神马股份 20 万吨，全产业链优势明显）、顺酐（齐翔腾达 20 万吨，业绩拐点）、己二酸等等。目前工业品企业开工率高位，而库存相对低位，看好需求韧性，复苏行情。	**柳强**	**18515905800**
	建材	进入年前赶工期，优选配置顺周期+低估值龙头 10 月份社融数据继续超预期，表明国内经济继续加速恢复，而受益宏观经济复苏的顺周期品种玻纤板块，当前行业刚触底反弹，供需格局偏紧，价格上涨创近年新高，行业景气度持续提升，龙头企业充分受益；其次 C 端建材基本面复苏带来的催化，企业出货逐步好转，叠加良好的现金流及经营质量带来修复行情；临近年末，随着估值切换，部分板块重现极佳的配置价值，具有周期成长属性的部分消费建材龙头企业值得重点关注。 重点推荐：中国巨石、长海股份、伟星新材、旗滨集团、东方雨虹等	**闫广**	**18926080414**
	钢铁	碳酸锂持续涨价，关注永兴材料 普材：强实现和弱预期继续博弈，强现实占优，去库幅度是支撑盘面的关键因素。 ①消费、去库超预期，但钢材消费的最好时点临近，远端悲观预期仍有压制。近期消费端的强势修正了部分悲观预期，但是周一即将公告地产基建数据，我们预计地产新开工增速转弱、基建增速环比持平，制造业持续好转，市场对于地产新开工的敏感性较高，叠加现货情绪接近高点，要警惕商品价格重转悲观预期，进入负循环。总体来看，在钢材进口明显减量后，供需相对健康，制造业需求向上，地产需求向下，而且今年疫情会更加凸显我国制造业的竞争力，我国工程师红利时代已经来临，制造业正在蜕变，出口持续超预期，不仅仅是疫情的影响，是疫情加速了让全世界认知中国制造的产品，当产品质量迎头赶上时，我们的成本优势是显著的，未来钢材的需求支撑也会从基建地产逐步转向制造业，制造业强劲的韧性我们认为是可以持续的，冷轧、热卷、中板将维持不错的消费，随着钢材大幅去库的持续，钢价仍将震荡偏强，但临近冬储，也需谨慎价格回调，毕竟市场对远端地产的预期是偏弱的，后续持续关注钢材去库情况。 特钢：特钢长牛时代来临，千万不要把特钢看成钢铁，制造业升级的基础离不开特钢新材料，中信特钢、久立特材、ST 抚钢、永兴材料等一揽子特钢组合值得关注。 我们继续推荐“锂电新能源”被低估的永兴材料。	**王介超**	**18701680190**

	机械	疫后能源需求复苏，油气装备边际向上。 今年受到全球新冠疫情影响，油气需求和装备行业受到较大冲击。11 月 9 日，受辉瑞和 BioNTech 合作开发的新冠疫苗结果超预期消息影响，国际油价反弹至 40 美元上方，随着未来疫情逐步受到控制，能源需求有望逐步恢复，油气装备行业最悲观时候或已过去。另一方面，我国石油对外依存度达到 70%以上，随着地缘政治动荡逐步加深，能源安全一直被高层领导所重视，今年疫情发生以后，国内提出六稳六保，保粮食能源安全是保障经济发展的安全线。根据国家统计局数据，我国今年 1-9 月原油产量 1.46 亿吨，累计同比增长 1.7%；天然气产量 1370.7 亿立方米，累计同比增长 8.7%；均保持稳定增长，可见能源安全仍为我国一以贯之的政策。 投资建议：在疫情后加速复工复产背景下，我们认为油气装备行业有望企稳回升。建议重点关注杰瑞股份、中海油服、迪威尔等	**刘国清**	**18601206568**
	军工	中央军委印发《中国人民解放军合作战纲要（试行）》 中央军委日前印发《中国人民解放军合作战纲要（试行）》，于 2020 年 11 月 7 日起施行。《纲要》从制度层面回答未来“打什么仗，怎么打仗”的重大问题，强化备战打仗的鲜明导向，对巩固深化领导指挥体制、规模结构和力量编成改革成果，推动我军联合作战能力解放和发展。 在新时期备战打仗的导向下，今年年初以来，我国航空航天装备需求增速显著加速，从上游原材料/元器件到下游主机订单和业绩都有不同程度的增长。我国目前面临复杂的大国关系和周边环境；新的武器航空航天装备目前处于新型号放量的关键阶段；以及考虑到军改期间延迟的装备采购需求进行补偿。我们认为未来三到五年，我国国防投入将保持较快增长，军方武器装备需求将持续快速增长。 继续看好航空、国防新材料、国防信息化细分领域投资机会。航空/导弹产业链双景气，关注受益的钛合金加工上市企业，推荐宝钛股份/西部材料等。	**马捷**	**18010097173**
	建筑	社融持续改善，关注减隔震投资机会 行业观点社融持续改善，存量增速回升。10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%，较上月相比提升 0.2 个百分点，较去年同期提升 3.12 个百分点。10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多 5493 亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款、政府债券净融资、企业债券净融资分别增加 6663 亿元（同比+1193 亿元）、2522 亿元（同比+490 亿元）、4931 亿元（同比+3060 亿元），非标类融资减少 2138 亿（同比少减 206 亿）。存量社融中人民币贷款相对持平，企业债券与政府债券余额占比同比增高，非标类融资占比持续降低。企业贷款结构持续改善，短期偿债压力较小，“稳中求进”基调下资金面或将持续向好。企（事）业单位贷款增加 2335 亿元，其中短期贷款减少 837 亿元，中长期贷款增加 4113 亿元，中长期贷款比重持续增加，短期偿债压力相对较小，实体经济资金面依然较为乐观，全年“稳”字定位得以持续，而十四五“稳中求进”“高质量发展”的整体基调之下，实体企业整体经营情况有望持续复苏。今年因疫情等种种影响，宏观层面具不确定性因素，尽管如此，建筑业仍具备结构性的投资机会，尤其是建筑减隔震（根据我们减隔震专题一至六，减隔震市场空间约年均 440 亿，其中功能性或经济性需求空间约 240 亿，不论短期还是长期空间均较为可观。）与装配式等工业化新方向，符合“内循环”经济发展方向，具备长期发展潜力。应急管理部近日会议要求全面提高防范化解重大安全风险的能力和水平，强调统筹发展和安全两件大事，确保把人民安全放在第一位落到实处，在此背景之下，以减隔震为代表的防灾备灾类项目有望加速推进。 推荐震安科技，关注天铁股份，鸿路钢构，精工钢构，中国建筑。	**王介超**	**18701680190**

消费	医药	2021年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会 政策仍是重要影响变量——11月初冠脉支架集采结果公布，大幅降价超预期带来较大的市场情绪冲击，也相应引发对市场骨科、IVD等其他高值耗材板块集采的担忧，加上DRGs试点城市扩围；医保谈判的品种(如PD-1)的降价幅度也可能对创新药板块造成扰动，医药表现整体比较弱势。医保控费的大背景下，仿制药、生物药、高值耗材等集采降价仍是大势所趋，经过过去几年医保局设立、药品带量采购推进，市场已有预期，但政策在不同领域的具体方案与落地节奏仍具有不确定性，存在超预期负向的可能性。最优策略仍是选择顺政策或政策免疫方向，医药板块结构性机会有望进一步聚焦。 2021年配置思路——坚守创新驱动带来的行业高景气度，高投资回报率板块，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块；继续推荐宽赛道、高壁垒医疗服务板块，以及处于景气周期药店板块。 11月推荐组合：智飞生物、天坛生物、大参林、一心堂、新产业、迈瑞医疗、安图生物、金域医学、凯普生物、长春高新 风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险。	盛丽华	15221905129
	社服	双十一离岛免税大幅增长 海南离岛免税新政实施4个月以来，海口海关共监管离岛免税销售金额120.1亿元，同比增长214.1%；购物人次178.3万人次，增长58.8%；购物件数1286.9万件，增长139.7%。“双十一”期间离岛免税销售火爆，11月1日销售约3.34亿，11月11号3.65亿。离岛免税新政以后，销售额持续保持日均1亿元的水平，双十一期间，免税店促销力度加大，吸引大批消费者购物，日销售额迅速翻倍增长。可见免税产品标准化程度高，消费者对价格敏感更加敏感，在价格的刺激下，销售额增长空间非常大。四季度海南进入旅游旺季，随着客流的增长，在适当的促销力度下，销售额有望环比继续大幅增长。	王湛	13521024241
成长	电新	十月国内外新能源车销量高增，光伏单晶硅片价格平稳 新能源车市场，国内十月销量16万辆，同增104.5%。其中新能源乘用车销量14.8万辆，同增113.3%。海外欧洲市场继续爆发，核心五国德法英意西十月新能源乘用车销量9.6万辆，同增243%。美国市场保持平稳，十月销量3.1万辆，同减2.6%。放眼全球，汽车电动化浪潮已经开启。国内动力电池产业中优质公司均有巨大成长空间，建议重点关注：宁德时代、当升科技、恩捷股份、欣旺达等。 光伏市场对于单晶硅片需求仍算稳定，加上部分单晶硅片企业产出及新扩产能释放不如预期，使得G1及M6规格呈现供应稍紧。电池片方面，11月来看，M6尺寸供给仍较紧张，价格甚至出现上扬态势， G1高效电池片国内拉货动力转好，主要因为M6电池片与玻璃供应紧张，使得组件厂家在测算收益后部分转回使用G1电池片、后续G1尺寸电池片供给量逐步减少、价格下跌动力趋缓，有望维持价格至11月中旬。组件厂开始再度向海内外客户喊涨，部分海外项目推迟，国内也有原先预期今年完成的国企竞价项目转为平价，延至明年安装，可以预见明年市场的增速将超预期。关注标的：隆基股份、通威股份、晶澳科技、福莱特、福斯特。	张文臣	18101083535

	通信	高通获得向华为供货许可，联通公布 2G 退网时间表 一、高通获得向华为供货许可，包含 4G 手机芯片。目前众多美国科技企业正在申请恢复对华为供货，包括已经获准部分产品恢复供应的 AMD、intel、三星、东芝、台积电等。拜登上台可能会对中国科技采取更温和的态度，短期内将有助于被压制的科技行业估值提升，中美产业链配合将得到修复。从长期看，国产替代和自主可控已经成为不可逆趋势。 二、中国联通首次明确公布 2G 全面退网时间表，聚焦 4G+5G 协同网络。今年底 240 个本地网 2G 退网，最快明年底 2G 全面退网；3G 年底首先降至 1 载频，加快 VoLTE 发展替代 3G 语音，推进 3G 逐步退网；最后形成 4G+5G 协同的极简目标网。减小 2G/3G 的投入，可以让运营商有更多的精力和资源专注于推动 5G 建设。同时 NB-IoT 与 LTE-M 将承担起物联网的连接。 三、信通院：5G 手机出货量 1676.0 万部，占比持续提升至 64.1%。1-10 月，国内市场 5G 手机累计出货量 1.24 亿部、上市新机型累计 183 款，占比分别为 49.4%和 47.3%。今年我国已经建成了近 70 万个基站，5G 终端连接数已超过 1.8 亿。网络基础设施的完善和 5G 手机渗透率的提升，促进了许多新的基于 5G 的应用。 建议关注物联网模组厂商：移远通信、广和通等。	**李宏涛**	**18910525201**
	金工	短期谨慎且继续等权配置行业 1）行业月度涨跌幅排名： 只有电子元器件行业排名上升。； 2）行业波动率排名： 非银和电子元器件行业波动率明显上升； 3）前五名权重行业中：a.银行呈现急跌特征；b. 大多行业处于相关性空头排列；c.大部分行业处于均线多头排列； 4）权重前 5 名行业近期 跑赢行业组合比例下降。 从技术面看市场处于权重板块杀跌过程，短期谨慎。继续等权配置行业（相当于超配小行业） 。	**徐玉宁**	**18618483697**

免责声明：
1、本产品所载内容均来自太平洋证券研究院已正式发布的研究报告或对报告进行的跟踪与解读。如需了解详细的报告内容或研究信息，请参见太平洋证券研究院的完整报告。2、本产品仅面向太平洋证券签约的机构客户。3、在任何情况下，本产品内容不构成任何的投资建议，太平洋证券研究院及研究团队不对任何因使用内容所引致或可能引致的损失承担任何责任。