循序渐进

报告日期：2020-11-08

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.《2021 年度投资策略：乘势待时》2020-11-04
2.《11 月策略月报：云销雨霁》2020-11-02
3.《水落石出在即，布局契机来临》2020-10-26
4.《“十四五”系列之一：哪些亮点值得期待？把握“双循环”战略下投资新高地》2020-10-26
5.《量子通信：政治局集体学习有望催发主体性行情》2020-10-19

主要观点：

●循序渐进

市场风险偏好逐步提升，把握盈利驱动与十四五规划结构性机会。在十一月的月报《云销雨霁》中我们指出市场风险偏好压制已进入尾端，十一月 A 股市场将开启慢牛行情。美国大选水落石出，未来中美乃至全球化进程将回归传统框架，短期有利于市场情绪提振。蚂蚁集团的暂缓上市将释放前期布局打新资金，在股市逐步回暖的过程中再次流入 A 股市场增加市场流动性。11 月 9 日至 11 日，市场将公布十月社融、CPI 及 PPI 等数据，因专项债和原油价格影响，社融与 PPI 将会出现一定程度下行，但不必过度解读。一是央行仍保持对流动性的呵护，上周市场 MLF 净回笼 4000 亿元，照惯例将于月中合并发放，但央行仍提前预告将于 16 日投放 MLF；二是原油价格下行短期内影响 PPI 继续回升，但随着制造业改善明显，向上趋势不会改变。疫情有效控制下，国内经济率先复苏，基本面良好改善延续。十月出口同比 11.4%，海外疫情再次爆发，出口强劲数据仍将维持。另因长达半年多以来的疫情影响，中国出口商品已在国际市场占得先机取得一定客户粘度，如机电、塑料制品及家电等，即使疫情结束后，出口商品也不会因此立即回落。税期过后利率回归，股市流动性继续回暖。三季度缴税期的度过以及全年专项债的发放完毕，十一月银行间流动性将回稳资金端压力减小。成交额、北上资金及融资余额的稳步提升，提升了股市风险偏好以及投资活跃度。建议按照三条主线寻找确定性机会：**一是受益于内部经济持续复苏带来周期性机会；二是三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会；三是十四五规划建议出台带来的核心机会。**

●十一月首选化工、电子、金融

受“十四五”提振，以及美国大选水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。把握三类机会：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。

●数字经济之四，数字货币，数字经济带动货币向数字化演进

“十四五”规划《建议》明确提出“稳妥推进数字货币研发”，数字货币不仅在全球，在中国也进入加速时代。宏观层面，四点因素推动数字货币发展：1）全球数字经济革命正在重塑支付模式；2）移动支付的繁荣，奠定用户基础；3）基于国际战略，各国抢占数字货币赛道；4）新冠疫情加速数字货币的发展。从数字货币的发展来看，实际上探索由来已久，但直到 2009 年比特币的诞生才真正开始发展，尤其是 2013 年以来，各国对于法定数字货币的发展的推动速度及力度不断加大。未来随着应用场景的不断开发，数字货币的应用将从 C 端向 B 端和 G 端不断演进。

●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：循序渐进 4
1.1 社融、PPI 短期大概率下滑，但不必过度解读 4
1.2 银行间资金利率回稳，股市流动性持续回暖 5
1.3 把握盈利驱动与十四五规划结构性机会 6
2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融 7
2.1 本月首选行业表现回顾 7
2.2 首选行业推荐逻辑 8
2.2.1 化工 8
2.2.2 电子 9
2.2.3 金融 10
3 主题推荐：数字货币，数字经济带动货币向数字化演进 12
3.1 数字货币：数字经济重塑新型货币形式 12
3.2 数字货币的发展历史：探索由来已久，真正开启于比特币 14
3.3 数字货币应用场景：从 C 端向 B 端和 G 端演进 16
3.4 重点关注标的 16
风险提示： 17

图表目录

图表 1 社融将出现阶段性拐点 4
图表 2 PPI 短期回落不改长期向上趋势 4
图表 3 出口强劲数据仍将维持 5
图表 4 机电、塑料制品及家电等已在海外取得一定客户粘度 5
图表 5 短端利率回稳，资金端压力减小 5
图表 6 两市成交额稳步提升 5
图表 7 北上资金逐渐回流 6
图表 8 融资余额逐步提升 6
图表 9 上周（11.2-11.6）申万一级行业呈现普涨趋势（%） 8
图表 10 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 8
图表 11 主要化工品涨价势头迅猛（11 月 2 日-11 月 6 日） 8
图表 12 消费电子新品热潮依旧，销售火爆有望延续高景气行情 9
图表 13 十四五规划半导体政策支持展望 10
图表 14 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期 11
图表 15 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最 11
图表 16 10 月以来金融市场改革步伐显著加速，金融委重磅发声 11
图表 17 首选行业及关注标的 12
图表 18 主要国家数字货币进程，中国已进入测试阶段 13
图表 19 中国移动支付笔数及金额大幅增长 14
图表 20 移动支付金额占电子支付业务比重不断抬升 14
图表 21 4G 手机出货量自 2015 年起大幅增加 14
图表 22 以比特币诞生为分水岭，数字货币进入高速发展新阶段 15
图表 23 2020 年国际机构数字货币进展 16
图表 24 数字货币标的推荐关注 17

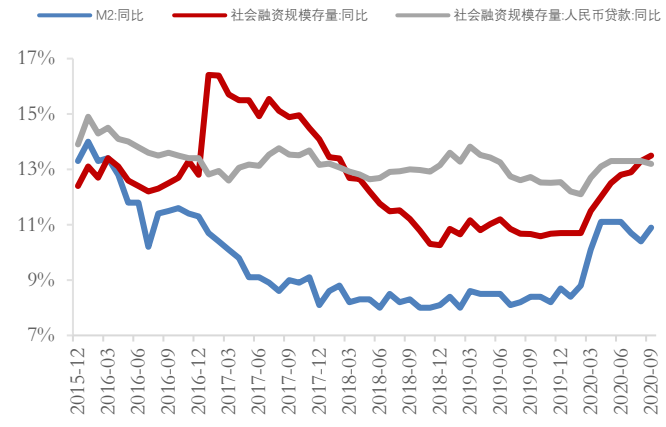
1 市场观点：循序渐进

市场风险偏好逐步提升，把握盈利驱动与十四五规划结构性机会。在十一月的月报《云销雨霁》中我们指出市场风险偏好压制已进入尾端，十一月 A 股市场将开启慢牛行情。美国大选水落石出，提振市场情绪。蚂蚁集团的暂缓上市将释放前期布局打新资金，在股市逐步回暖的过程中再次流入 A 股市场增加市场流动性。11 月 9 日至 11 日，市场将公布十月社融、CPI 及 PPI 等数据，因专项债和原油价格影响，社融与 PPI 将会出现一定程度下行，但不必过度解读。一是央行仍保持对流动性的呵护，上周市场 MLF 净回笼 4000 亿元，照惯例将于月中合并发放，但央行仍提前预告将于 16 日投放 MLF；二是原油价格下行短期内影响 PPI 继续回升，但随着制造业改善明显，向上趋势不会改变。疫情有效控制下，国内经济率先复苏，基本面良好改善延续。十月出口同比 11.4%，海外疫情再次爆发，出口强劲数据仍将维持。另因长达半年多以来的疫情影响，中国出口商品已在国际市场占得先机取得一定客户粘度，如机电、塑料制品及家电等，即使疫情结束后，出口商品也不会因此立即回落。税期过后利率回归，股市流动性继续回暖。三季度缴税期的度过以及全年专项债的发放完毕，十一月银行间流动性将回稳资金端压力减小。成交额、北上资金及融资余额的稳步提升，提升了股市风险偏好以及投资活跃度。建议按照三条主线寻找确定性机会：**一是受益于内部经济持续复苏带来周期性机会；二是三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会；三是十四五规划建议出台带来的核心机会。**

1.1 社融、PPI 短期大概率下滑，但不必过度解读

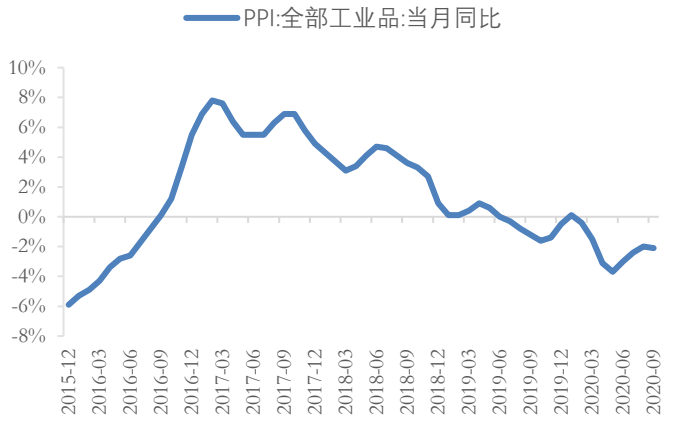
11 月 9 日至 11 日，市场将公布十月社融、CPI 及 PPI 等数据，因专项债和原油价格影响，社融与 PPI 将会出现一定程度下行，但不必过度解读。一是央行仍保持对流动性的呵护，上周市场 MLF 净回笼 4000 亿元，照惯例将于月中合并发放，但央行仍提前预告将于 16 日投放 MLF；二是原油价格下行短期内影响 PPI 继续回升，但随着制造业改善明显，向上趋势不会改变。

图表 1 社融将出现阶段性拐点



资料来源：wind，华安证券研究所

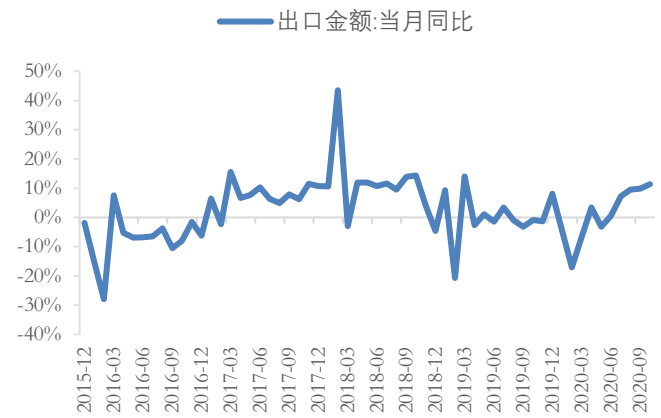
图表 2 PPI 短期回落不改长期向上趋势



资料来源：wind，华安证券研究所

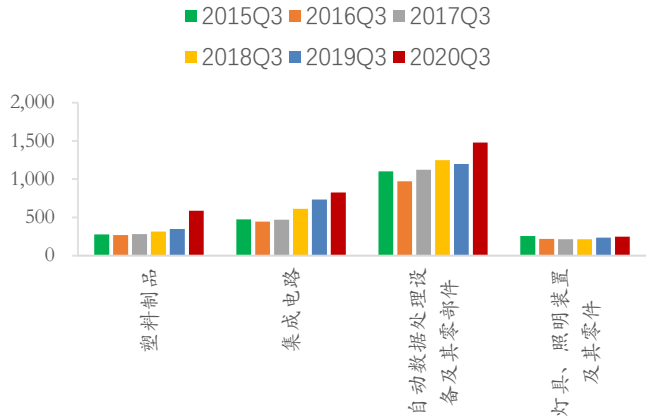
疫情有效控制下，国内经济率先复苏，基本面良好改善延续。十月出口同比 11.4%，海外疫情再次爆发，出口强劲数据仍将维持。另因长达半年多以来的疫情影响，中国出口商品已在国际市场占得先机取得一定客户粘度，如机电、塑料制品及家电等，即使疫情结束后，出口商品也不会因此立即回落。

图表 3 出口强劲数据仍将维持



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 机电、塑料制品及家电等已在海外取得一定客户粘度



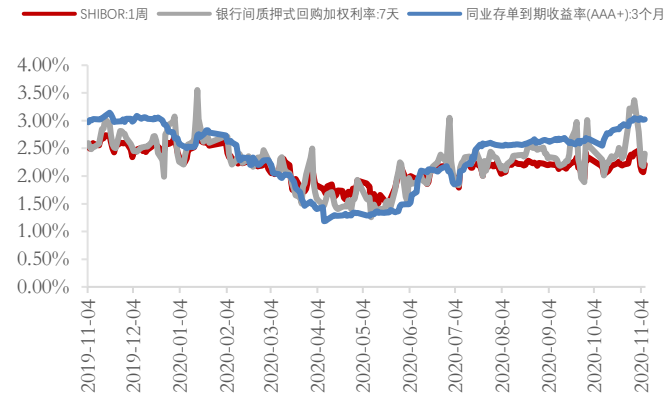
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 银行间资金利率回稳，股市流动性持续回暖

三季度缴税期的度过以及全年专项债的发放完毕，十一月银行间流动性将回稳资金端压力减小。成交额、北上资金及融资余额的稳步提升，提升了股市风险偏好以及投资活跃度。

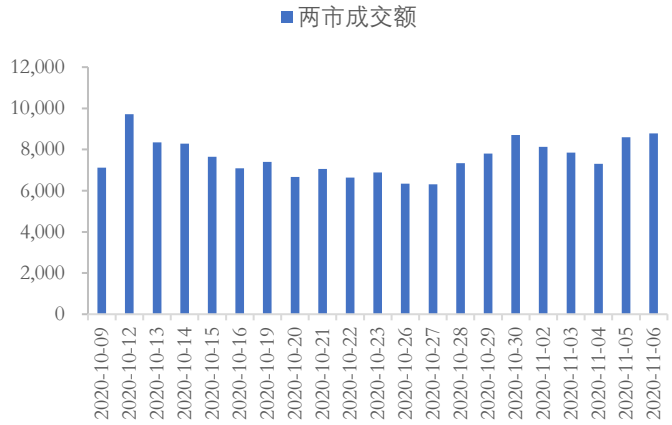
较十月底，Shibor 隔夜、Shibor1 周、银行间质押式回购加权利率:1 天以及银行间质押式回购加权利率:7 天分别下行 45bp、20bp、104bp 和 97bp。

图表 5 短端利率回稳，资金端压力减小



资料来源：华安证券研究所整理

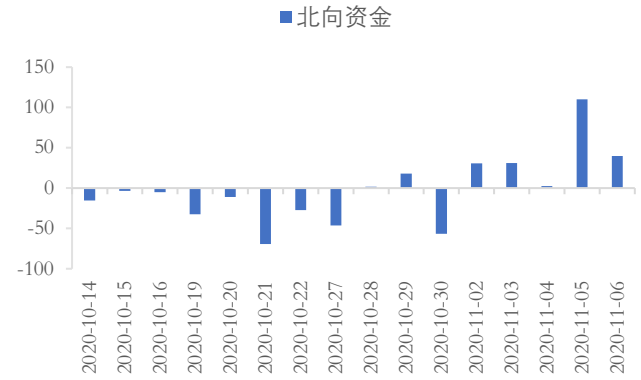
图表 6 两市成交额稳步提升



资料来源：wind，华安证券研究所

两市成交额也自十月下旬 7000 亿元左右提升至上周日均约 8130 亿元。北上资金更是在 11 月起开始回流 A 股市场，十一月第一周净流入 214.16 亿元。融资余额稳步提升，截止到最新交易日，融资余额为 14284.69 亿元。

图表 7 北上资金逐渐回流



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 融资余额逐步提升



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 把握盈利驱动与十四五规划结构性机会

建议按照三条主线寻找确定性机会：**一是受益于内部经济持续复苏带来周期性机会；二是三季报维持高景气度以及业绩强改善的机会；三是十四五规划建议出台带来的核心机会。**

化工行业仍处于周期性上行阶段。根据国家统计局公布的生产资料价格变动情况来看，化工行业价格涨幅依然维持高景气度。其中苯乙烯（一级品）、顺丁胶（BR9000）、液化天然气（LNG）和天然橡胶（标准胶 SCRWF）保持两位数增长，十月下旬价格较上旬分别上涨 10.5%、14.2%、19.5 及 13%。

汽车、通用设备、专用设备及原材料制造业等行业盈利增速较快。国家统计局显示新增利润最多的行业主要是：汽车制造业增长 53.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 52.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 39.1%，通用设备制造业增长 32.4%，电力、热力生产和供应业增长 22.4%，电气机械和器材制造业增长 16.8%，主要工业板块利润均保持两位数增长。三季度，装备制造业利润同比增长 22.5%。其中，受益于环保标准切换、基建项目加快推进以及促消费等多项政策扶持，汽车、通用设备、专用设备等行业盈利在二季度率先恢复，当季分别增长 26.0%、28.2%和 63.5%，三季度均继续保持 20%以上较快增长。原材料制造业利润增长由负转正，三季度同比增长 23.0%，二季度为下降 17.9%。其中，在市场需求恢复、产品价格回升等因素作用下，石油加工、钢铁、有色等行业利润由二季度的两位数下降转为三季度 30%以上增长。结合三季报业绩来看，部分可选消费依然保持高景气度，成长风格具备显著的业绩相对优势。分行业来看，可选消费中汽车与家用电器盈利能力仍在提速，成长风格中电子与通信维持较为平稳的增速进一步复苏，而电气设备与国防军工则表现出爆发式增长。

最后紧抓**十四五规划主线**，长期布局**科技与消费**。科技板块：数字经济、5G、半导体；新能源：新能源车、光伏锂电、化工新材料；消费：新消费、服务型消费、医药健康；高端制造业：机器人等。

2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融

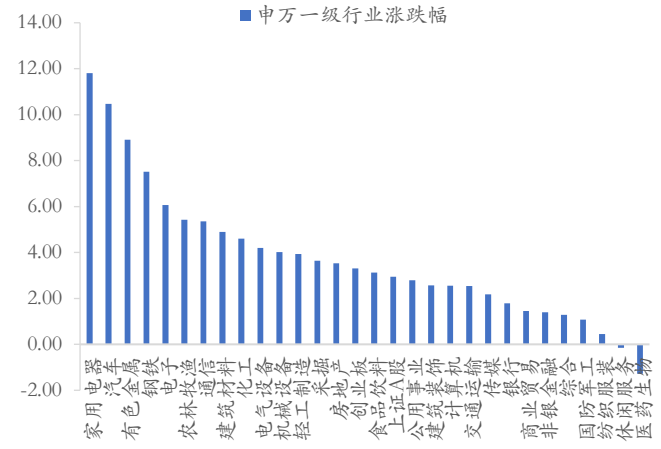
行业配置思路：受“十四五”提振，以及美国大选水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。市场目前整体面临的环境表现为：经济复苏和企业盈利改善强劲将提供基本面硬支撑：其中在经济基本面，经济复苏态势维持不变，10 月制造业 PMI 为 51.4%，继续维持在荣枯线上方高位运转，细分项中皆维持良好态势，其中消费端需求增长强劲是亮点，新出口订单和在手订单出现了较显著提升；业绩基本面，经济上行带动的盈利改善在三季度体现的尤其明显，全 A 上市公司在 Q3 季度单季度的盈利能力和盈利质量均出现了大幅度明显改善，改善幅度更甚于上季度。货币政策和流动性角度，目前货币政策正逐步走在回归正常化的过程之中，这种回归正常化的过程并不意味着货币会收得很紧，而是对疫情期间大宽松货币的一种修正，此外考虑到全球疫情形势、经济形势、金融形势仍然不稳，存在变数，且海外正处在货币宽松周期，国内物价、汇率等方面皆不构成货币政策明显收紧的约束，因此货币政策有望呈现“轻总量、重结构”的特点，流动性将维持合理充裕的局面。股市流动性角度，蚂蚁金服暂停 IPO 上市，原本存在吸血效应的资金将重新回流。市场风险偏好方面，十九届五中全会成功召开，“十四五”规划和 2035 远景目标凝聚共识，更为后续政策指明方向，围绕规划目标政策有望不断出台；另一方面，美国大选水落石出，不确定性消弭，此外从近期的中美市场的表现对比来看，A 股已经表现出较强独立性，对抗美股波动干扰的能力有所加强，因此整体来看市场风险偏好有向上的动力。综合来看，十一月市场有望走出盘整局面，回归上行格局。行业配置方面，需把握三类机会：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 月首周，市场整体呈现震荡上行态势，申万一级各行业表现普遍收涨；化工、电子、银行、非银金融行业均实现较大幅度的正收益。11 月 2 日至 11 月 6 日当周，化工、电子、银行与非银金融涨幅分别为 4.60%、6.06%、1.78%和 1.40%，显著优于整体上证 A 股 2.95%的周涨幅表现。

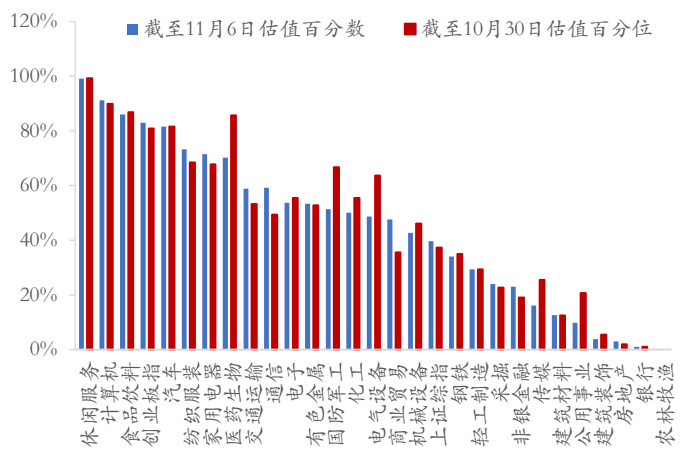
从估值变化角度来看，化工、电子、银行和非银金融行业依然处于所有行业中的中游偏低位置。经历一周行情震荡整理，部分申万一级行业估值下修；综合来看所有行业估值整体情况，化工、电子、银行和非银金融行业估值百分位仍处于所有行业中的整体中游偏低位置。

图表 9 上周（11.2-11.6）申万一级行业呈现普涨趋势（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 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

化工行业三季度盈利能力大幅改善，行业景气仍在长期上行周期中。从行业景气度来看，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 6 日生意社化工指数为 796 点，较最低点上涨了 33.11%，行业景气延续上行趋势。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。

化工行业的估值及百分位目前仍处在合理区间，但若考虑三季度业绩消化，估值已经处在较偏低位置。经历一周上行行情后，截止 11 月 6 日，化工行业的整体 PETTM 估值为 28.6 倍，处于历史估值的 50.1%分位水平，目前的估值和百分位均处在合理区间略偏低的位置，具备较高的配置性价比。

图表 11 主要化工品涨价势头迅猛（11 月 2 日-11 月 6 日）

商品	周初价格	周末价格	单位	周涨跌
己二酸	6960	7800	元/吨	12.07%
有机硅 DMC	20400	22500	元/吨	10.29%
苯乙烯	7133.33	7700	元/吨	7.94%
氯化钾	1950	2075	元/吨	6.41%
苯酐	6300	6700	元/吨	6.35%
聚合 MDI	22200	23500	元/吨	5.86%
环氧树脂	21600	22766.67	元/吨	5.40%
纯苯	3530	3710	元/吨	5.10%
三氯甲烷	2250	2350	元/吨	4.44%
顺酐	8466.67	8766.67	元/吨	3.54%

资料来源：生意社，华安证券研究所整理

化工品涨价趋势延续，行情有望得到持续性催化。近期化工品价格延续传统“金九银十”行情，上涨势头不改。上周（11.2-11.6）己二酸、有机硅 DMC 等化工品均出现了周内超 10%的大幅价格上涨；此外，有机硅 DMC 和聚合 DMI 价格较去年同期分别出现 33.14%和 87.62%的巨大涨幅，反映出化工品上涨势头依然迅猛，行情有望得到持续性催化。此外，进入三季度以来，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。

电子行业估值经历震荡行情后进一步小幅下修，具备较高安全边界。截止 11 月 6 日，电子行业 PETTM 估值为 51.2 倍，处于 2000 年以来的 53.7%分位水平上，估值水平较上周进一步小幅回落。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行业相比，其处于 91%的历史估值高分位，相比之下电子估值百分位仍有相对优势。

“双十一”节点下，苹果、华为重磅新机引爆消费热情，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。产品方面，华为、苹果相继发布重磅新品 Mate40 系列和 iPhone12 系列，销售火爆：11 月 6 日，苹果官宣 iPhone12 系列中的 mini 和 pro max 机型将开启预售，当晚苹果官网因访问量巨大再次瘫痪，售价 9299 元起的 iPhone 12 Pro Max 当日预约量便突破 100 万；10 月 30 日，华为首批上架 mate40 天猫平台仅开售 20 秒即告罄。此外，此次苹果、华为新品发售时间均处于“双十一”打折季中，消费者购买热情高涨，新机销量可期。

图表 12 消费电子新品热潮依旧，销售火爆有望延续高景气行情

时间	事件
2020.10.14 **苹果新品发布会**	发布会推出 iphone12 系列以及 HomePod mini 产品；此次 iPhone12 定价主打“高中低全系列“战略，一经推出即遭哄抢，前期预约人数超 160 万；**官网发货周期已拉长至 2-3 周，创下苹果产品中的等待记录。**
2020.10.22 **华为 Mate40 系列发布会**	全球发布会上，华为推出 Mate40 系列手机，Mate 40 定价 4999 元起，Mate40Pro6499 元起，价格优势引发火爆销量；**10 月 30 日晚间，天猫表示 Mate40 系列首批货上架 20 秒就宣告售罄。**
2020.11.4 **三星将发折叠屏新品**	三星和中国电信合作 W 系列新款折叠屏手机，主打商务市场，售价大约在 20000 左右。
2020.11.4 **OPPO 新机发布**	OPPO 推出新机 OPPOK7x，定价未知，主打续航中端定位。

2020.11.6 iPhone12 Mini、Pro Max 机型预售	当晚 9 点，iPhone 12 系列另外两款新机 iPhone 12 mini（5499 元起）、iPhone 12 Pro Max (9299 元起)开启预售，并将于 11 月 13 日正式发售；苹果中国官网再次瘫痪。
2020.11.17 苹果 Macbook 发布	苹果公司将发布 ARM 版 MacBook，新品 Macbook 将是第一批上市销售的搭载 ARM 处理器的 Mac 电脑，起售价为 799 美元（约合人民币 5600 元）。

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。

图表 13 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

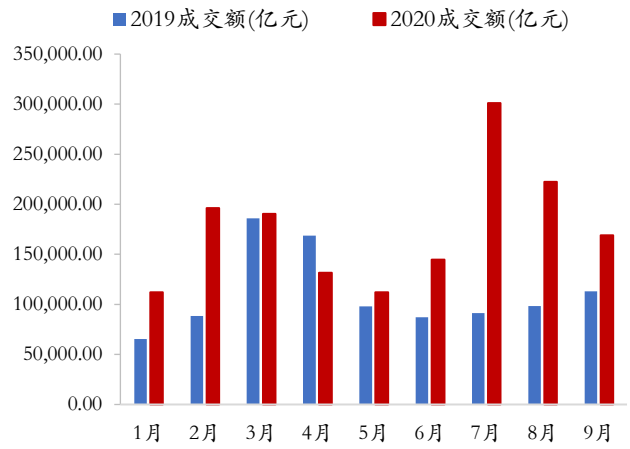
关注标的：兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等。

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。

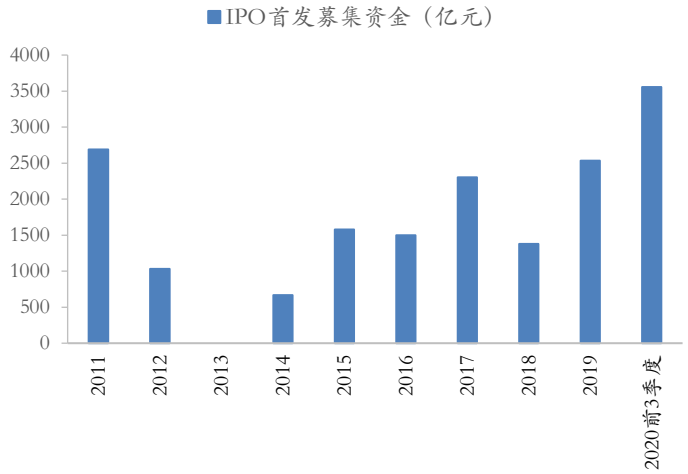
从三季报业绩跟踪来看，金融行业整体盈利大幅改善：银行整体 Q3 业绩较大幅度改善 19.7%，边际改善明显，二季度银行由于计提拨备利润大幅下滑，目前业绩已经底部走出，后续表现值得期待；此外，非银金融行业整体 Q3 业绩大幅改善 35.5%，单三季度归母利润大幅增加 36.2%。

图表 14 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 15 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

金融行业经历本周市场震荡上行行情后，估值水平小幅回升，但仍处于偏低位置；目前非银金融估值处于后三分之一位置，银行估值处在底部位置。截至 11 月 6 日，非银金融行业的 PB 估值仅为 1.91 倍，处于自 2000 年以来估值的 23%分位上；银行业的 PB 估值仅为 0.68 倍，仅为 1%的历史估值分位上。虽然经历本周上行行情后估值水平迎来小幅回升，但整体来看，非银金融估值偏低，银行估值百分位已处在所有行业中的底部位置，具备高性价比和强安全边际。

再获政策支持，金融市场改革政策步伐加快提振市场。政策层面，改革步伐加速：7 月以来证监会下发《支持证券基金行业实施组织管理创新》文件，支持行业机构市场化合并；9 月，人民银行参事室主任纪敏表示资本市场改革将加速；10 月以来，利好政策频出，在 10 月 22 日-10 月 23 日举办的 2020 年金融街论坛中，全面推行注册制改革、精选层转板等政策已获证监会背书并加快落实中；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 7 日，进博会金融合作论坛上，央行有关领导再次强调深化金融业开放。整体来看，金融市场改革步伐呈现逐步加速的趋势，助力券商等金融行业的催化剂因素将不断上演，行情有望得到提振。

图表 16 10 月以来金融市场改革步伐显著加速，金融委重磅发声

时间	事件
11 月 7 日	**央行副行长陈雨露：四方面深化金融业开放** 第三届进博会举行的金融合作论坛上，他表示深化金融业开放需做到：一、继续对标国际高水平，坚持市场化、法治化、国际化原则，扩大金融业对外开放；二、推动人民币国际化；三、以服务实体经济为根本，优化和稳定全球产业链、供应链；四、继续加强“一带一路”沿线投融资合作。
11 月 4 日	**上交所制定《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》** 落实“管少管精才能管好”要求，早抓小、预研预判，严防市场乱象在科创板重演。
10 月 31 日	**金融委重磅发声**

	将全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。
10 月 22-23 日	**2020 年金融街论坛年会** 证监会将研究制定全市场推行注册制的实施方案； 沪深交易所正加紧制定转板上市配套规则，引入混合交易和融资融券交易制度； 将完善天使创投环境，满足科创企业所需持续资金投入等。
10 月 14 日	**证监会主席易会满：选择适当时机全面推进注册制改革。** 将稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革； 充分考虑主板（中小板）特点，设计好注册制实施方案； 按照注册制要求，改进新三板公开发行及转让制度； 开展新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市试点。
10 月 9 日	**国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》。** 要坚持存量与增量并重、治标与治本结合，发挥各方合力，强化持续监管，优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。

资料来源：华安证券研究所整理

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 17 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

3 主题推荐：数字货币，数字经济带动货币向数字化演进

3.1 数字货币：数字经济重塑新型货币形式

数字货币，数字经济下的新型货币形式。近些年随着数字经济的发展，以及移动支付的不断普及，数字货币这一概念不断被提及。同时，包括全球众多央行在内，也不断积极推动本国的数字货币进程。从中国来看，在 10 月份也在深圳罗湖发放数字货币红包，标志着国内数字货币的第一次大规模“公测”。**在 2020 年 11 月最新公布的“十四五”规划《建议》中，更是明确提出“稳妥推进数字货币研发”，**可以看

到就中国而言，数字货币将进入加速时段。

从宏观层面来看，我们认为当前有四大因素推动数字货币的快速发展。

因素一：全球数字经济革命正在重塑支付模式，顺应时代需求。当前数字经济的发展是推动数字货币发展的核心因素。从全球来看，一方面，全球数字经济不断提速，2019 年数字经济增速已经达 5.4%远超 GDP 增速，显示出数字经济的潜力；另一方面，当前全球支付正快速从纸币向数字转移转移，表明消费者也正快速拥抱更高效的数字支付形式。

因素二：移动支付的繁荣，奠定用户基础。伴随着移动互联网的浪潮，尤其以中国为例，在包括以微信和支付宝为代表的第三方支付平台的推动下，带来了市场对于非现金支付接受度的不断提高以及移动支付的繁荣。根据中国人民银行的统计，我国的移动支付金额规模从 2013 年的不足 10 万亿元，到 2019 年这一数字已经达到近 350 万亿元，支付规模达到 2013 年的 36 倍。尤其自 2015 年起，随着 4G 手机出货量超过 3G 和 2G，同年电子支付的金额占比结构显示，移动支付金额占所有电子支付业务的比重开始大幅提升，到 2019 年占比已经达到 13%，显示移动支付端的用户基础。

因素三：基于国际战略，全球各国抢占数字货币赛道。当前数字货币的研发不断加速，全球主要国家都积极布局数字货币，包括美国、中国、日本、英国等都已经处于研发和测试阶段。一方面，支付形式不断演变的当下，若能成功抢占数字货币赛道的先机，不但是软实力的象征，更是各经济体在金融领域的较量。另一方面，对于中国来说，央行数字货币的发展也将进一步推动人民币国际化。就当前来看，中国的央行数字货币已经进入测试阶段，在全球法定数字货币中处于领先地位。除各国央行外，以 Facebook 的 Libra 为代表的私人数字货币正在加紧布局数字货币并显示出成为国际货币的野心，一旦 Libra 落地成功，或将冲击国际金融和支付体系。因此，这也是全球央行加快推动法定数字货币的另一重要因素。

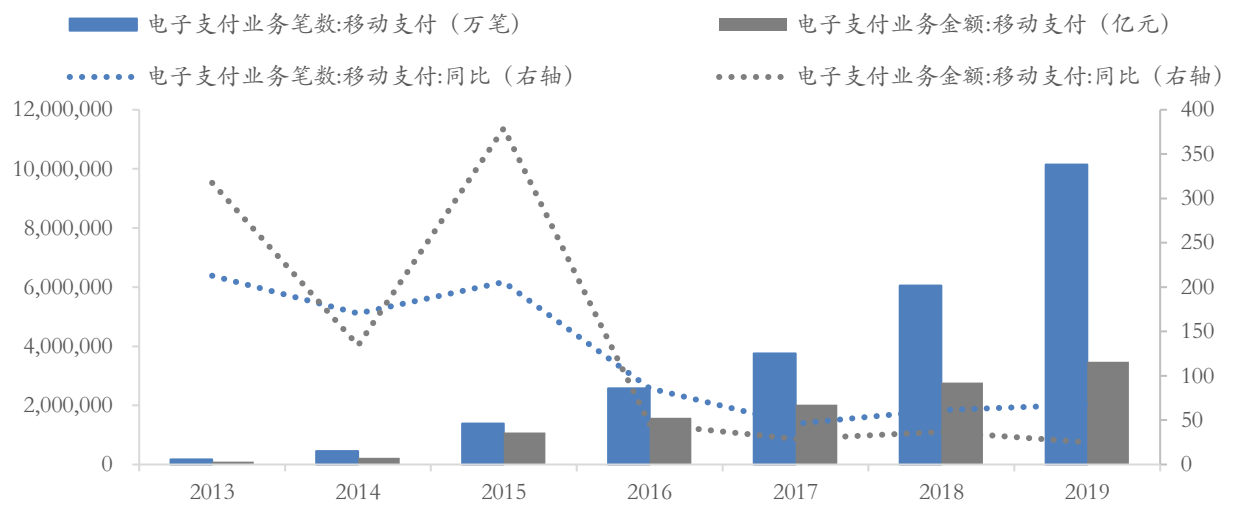
图表 18 主要国家数字货币进程，中国已进入测试阶段

阶段	国家
研发阶段	美国、日本、韩国、德国、英国、加拿大
测试阶段	中国、法国、乌克兰、瑞典、泰国、巴哈马、突尼斯、土耳其
已发行	立陶宛

资料来源：华安证券研究所整理

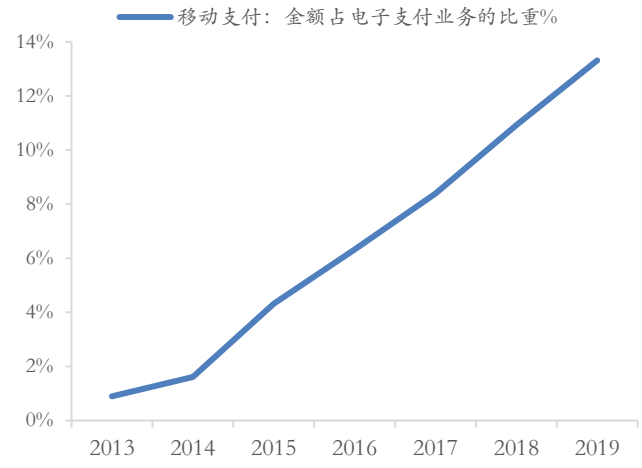
因素四：新冠疫情加速数字货币的发展。2020 年蔓延的新冠疫情可以看作是数字货币发展的助推器。一方面，研究表明新冠病毒除空气飞沫传播外，还能在包括纸币在内的各种物体表面存活。因此，在担心接触感染的背景下，更多的消费者选择非现金的方式进行交易和转账。另一方面，在疫情催生下各种线上模式不断发展，带动了数字货币的需求和各种应用场景的爆发。其中，除一般的商业场景外，包括政府公共服务相关领域也带来了数字货币应用场景的拓展。

图表 19 中国移动支付笔数及金额大幅增长



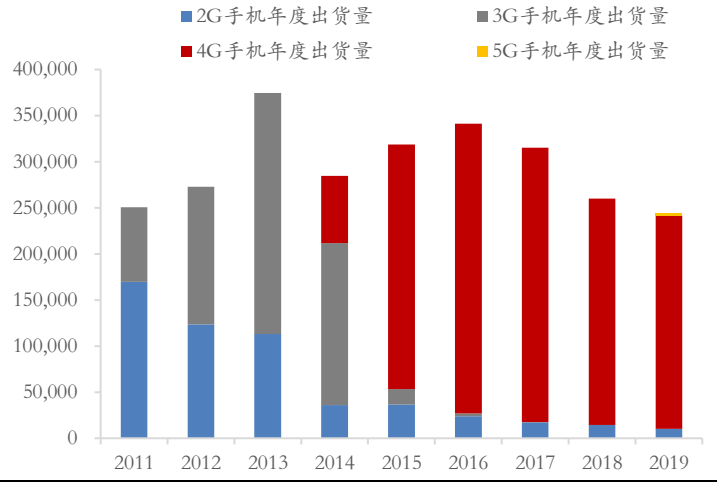
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 移动支付金额占电子支付业务比重不断抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 21 4G 手机出货量自 2015 年起大幅增加



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 数字货币的发展历史：探索由来已久，真正开启于比特币

数字货币的发展由来已久，以比特币的诞生作为分水岭，真正开启数字货币加速发展时代。尽管近几年数字货币的说法不断被提及，但实际上数字货币并不是一个新鲜的提法，早在 1990 年代已经进行过数字货币的尝试，但直到 2009 年比特币的诞生，才真正开启数字货币加速发展的时代。因此，按照我们的理解，以比特币的诞生作为节点，将数字货币的发展分为两个阶段。

第一阶段：1990 年代至 2009 年的早期探索，平台信用和网络安全限制数字货币发展。回顾数字货币的发展，早期的探索与互联网的发展几乎同步。早在 1992 年，DigiCash 就作为数字货币的诞生。根据 DigiCash 的设计，需要商家将货币存入银行，但由于银行无法追踪导致这一最初的尝试夭折。之后，1996 年以黄金作为支撑

的 E-gold，1998 年可转换为法定货币的 WebMony，以及 2006 年和 2007 年相继成立的集中匿名汇款平台 LibertyReserve 和 PerfectMoney,相继涌现，但多数都因为网络安全或平台信用等原因相继失败。可以看到，在 2009 年之前，诸多数字货币的发展面临技术上的限制。

第二阶段：2009 年至今，数字货币真正开启于比特币的诞生，并从私人数字货币向法定数字货币发展。2009 年随着比特币的诞生，以及之后包括莱特币、点点币和瑞波币等数字货币的相继出现，代表了以区块链为底层技术的可行性，并真正开启了数字货币的快速发展。

自 2013 年以来，可以看到当前全球数字货币的发展的两个特点。**第一，从发展速度来看，速度不断加快。**2014 年中国就确定了数字货币的发展方向，同年厄瓜多尔央行也开启电子货币项目。尤其在 2020 年，包括国际清算行联袂 6 家央行成立 CBDC 研发小组，以及国际货币基金组织将数字货币列为首要任务来看，数字货币的发展正在进一步加速。**第二，从发展方向来看，全球各国加大对法定数字货币的推进力度。**不同于之前更多是私人数字货币的不断发行，考虑到私人数字货币的安全性、合规性，各国纷纷加大本国法定数字货币的发展。除此以外，以 Facebook 发布的 Libra 为代表，随着私人数字货币的货币属性不断增强，也面临包括监管、对弱势货币的冲击，以及与财政和货币政策不协调而可能引发的金融危机等宏观层面风险，更是法定数字货币加快发展的重要因素之一。

图表 22 以比特币诞生为分水岭，数字货币进入高速发展新阶段

时间	数字货币	概要
1992 年	DigiCash	• 在线支付系统先驱。商家需要把货币存入银行，而银行无法追踪 DigiCash • 理念过于超前
1996 年	E-gold	• 有黄金作支撑 • 平台遭遇黑客攻击，并且吸引大量非法洗钱行为。
1998 年	WebMoney	• 提供广泛的点对点解决方案，涵盖互联网交易平台。 • WebMoney 可以转换为法定货币，如卢布、美元、英镑
2006 年	LibertyReserve	• 试图建立集中匿名汇款平台，允许用户在没有验证的情况下，创建账户并转账。 • 却吸引了大量网络犯罪分子，以失败告终。
2007 年	PerfectMoney	• 服务模式与 LibertyReserve 相同，开立账户无需身份验证，平台可以使用各种货币，包括美元、欧元、英镑等。
2009 年	比特币	• 比特币诞生，作为最成功的数字货币，采用分散式平台运行。 • 采用开源区块链技术，将交易信息存储在分布式账本中。
2013 年	（各国央行）	• 各国央行开始关注数字货币
2014 年	（中国央行、厄瓜多尔央行）	• 中国确定数字货币的开发 • 厄瓜多尔央行启动电子货币项目
2015 年	（荷兰银行）	• 荷兰国家银行开始进行数字货币内部试验
2019 年	Libra	• Facebook 发布 Libra 白皮书

资料来源：华安证券研究所整理

图表 23 2020 年国际机构数字货币进展

机构	2020 年主要动作
国际清算银行	BIS 联袂 6 家央行成立 CBDC 研发小组
世界经济论坛	WEF 宣布与 40 多家央行、国际组织、金融机构等创建 CBDC 政策制定者工具包，以帮助中央银行评估，设计和潜在部署央行数字货币。
国际货币基金组织	1 月 17 日，IMF 总裁列出了该组织新一年的首要任务，数字货币赫然在列。其表示，为推进全球经济健康发展，须“跟上金融科技的实际发展，包括数字货币”

资料来源：华安证券研究所整理

3.3 数字货币应用场景：从 C 端向 B 端和 G 端演进

当前数字货币的应用场景集中在 C 端。从当前的数字货币的应用场景来看，更多集中在零售行业。其中，包括雄安新区在麦当劳、星巴克等试点数字货币的应用，苏州数字货币形式发放交通补贴，以及深圳的数字货币红包形式，都与 C 端的餐饮零售等消费端紧密联系，且主要针对的是小额零售场景。可以看到，现阶段数字货币的应用更多集中在当前大家更为熟悉的电子支付等领域。

数字货币的应用场景未来将从 C 端向 B 端及 G 端演进。除了零售端之外，数字货币的应用不止于此，未来正在向公共服务、跨境支付、工业互联网等 B 端、G 端不断衍生。**在政府层面，**以疫情为契机，未来或可以通过数字货币的方式进行定点、定向的精准补贴带动经济恢复，将带来更高效的政策。**在企业层面，**可以通过数字货币实现支付数字化、资金管理数字化、企业管理数字化等多个维度的提升。一方面，在企业内部，可以通过批量收付款的方式实现企业内部运行的高效；另一方面，在企业间，或可以根据数字货币可编程的特点，降低企业间信用违约风险。因此，总体来看，在当前 C 端支付场景基本饱和的当下，B 端和 G 端将是数字货币应用场景的最具有潜力的发展方向。

3.4 重点关注标的

数字货币推荐关注标的如下：

广电运通：月涨幅 3.2%。从国内银行 ATM 起步，自主研发钞票识别核心技术，目前主营业务覆盖智能金融、交通出行、公共安全、政务便民等领域，是国内领先的行业人工智能解决方案提供商。

拉卡拉：月涨幅-1.7%。国内知名的第三方支付公司，首批获得央行颁发的第三方支付牌照。目前主营业务涉及第三方支付、跨境支付等多项业务资质。

卫士通：月涨幅 1.8%。国内知名密码产品、网络安全产品、互联网安全运营、行业安全解决方案综合提供商。国内专业从事网络信息安全的上市公司，专注网络信息安全，致力打造从芯片到系统的全生命周期安全解决方案。

神州信息：月涨幅 5.0%。中国软件及信息服务产业领先企业，是中国较早的金融信息化服务企业。当前已经构建遍布全国的服务网络和客户服务体系，为金融行业用户提供行业云服务、应用软件开发服务、智能运维服务等金融科技服务。

图表 24 数字货币标的推荐关注

	月涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
广电运通 002152.SZ	3.2%	287	39.9
拉卡拉 300773.SZ	-1.7%	266	28.8
卫士通 002268.SZ	1.8%	158	125.5
神州信息 000555.SZ	5.0%	177	43.9

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;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。