

正值春光好时节

报告日期：2025-01-26

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：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《迎来变局时刻》
2025-01-19
2. 策略周报《外部扰动敏感期，高股息有望进一步强化》
2025-01-12
3. 策略周报《节前高股息占优》
2025-01-05
4. 策略月报《扰动与对冲》
2024-12-29

主要观点：

- 外部风险仍存一定不确定性但整体影响有限，内部经济基本面边际变化不大，但“两会”前宏观政策预期预计将有所提振叠加年初信贷投放开门红，对市场大可积极一些。配置上，重视市场企稳回弹下的高弹性成长品种、高胜率强季节性效应基建优势品种以及短中长期配置价值凸显的银行保险。

- 市场观点：内部宏观预期渐起，可逐步乐观一些

外部扰动有限，内部政策预期下，对市场可以积极一些。2月份市场整体面临的环境，一方面外部风险尤其是特朗普关税加征仍存不确定性，但整体上朝着缓和而缓慢节奏的概率较大，因此对市场的冲击将会有限。另一方面，国内2月份通常进入“两会”前的宏观政策预期阶段，预计年初信贷投放开门红的情况仍将出现。再者经济基本面层面边际变化不大，但这并非重大变化，市场对此也并未赋予很高期待。在经过1月份市场调整后的当前位置，再出现持续或大幅回落的概率很低，可以更加积极一些。

特朗普就职演讲相对温和，但随时可能开启的贸易调查或加征关税，1月份美联储暂停降息基本确定，外部风险不确定性仍存。进入“两会”政策力度博弈期，从地方两会情况看31省市加权目标增速均较去年有所下降，但今年地方政府对“开门红”比去年积极。同时，经济基本面边际变化不大，故后续重点关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况，特别是春节旅游与票房数据是否指向消费信心进一步回暖。如春节消费数据指向经济复苏动能改善、“两会”政策预期再起或“开门红”政策明显发力，则有望对市场形成更强支撑。

外部风险不确定性仍存但整体掣肘有限，内部逐步进入“两会”政策预期阶段。外部风险继续关注两方面，一是随时可能开启贸易调查或加征关税，如2月1日起对中国商品加征10%关税；二是1月美联储暂停降息基本确定。但整体而言市场对这两部分预期充分预期，预计整体掣肘有限。而内部逐渐进入“两会”政策预期阶段，预计市场有望出现宏观政策预期逐步抬升的过程。

经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况。去年11-12月除地产外经济基本面改善呈现边际放缓态势，高频数据显示1月基本面边际变化不大。考虑到2月份为宏观经济数据“空窗期”，故后续重点关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况，特别是春节旅游与票房数据能否指向消费信心进一步回暖。预计1月信贷投放开门红情况仍将上演。

- 行业配置：机会精彩纷呈，重视弹性成长和强季节性基建

随着特朗普关税政策逐步朝着温和而缓慢加征节奏的明朗化，同时2月市场对宏观政策预期逐步再起，市场将比1月明显提振，当前并不存在持续或大幅调整风险。配置上，也将从此前的防御转为追求弹性和积极挖掘机会，具体机会上，可考虑市场企稳回弹下的成长科技弹性占优板块、2024年业绩预告强劲的板块以及具备强规律季节性效应的基建优势品种。

第一条主线是高弹性成长科技，包括泛TMT、军工。节后市场有望受益特朗普对华政策明朗化和新一轮宏观政策预期再起而展开阶段性反弹行情，

因此成长科技弹性品种有望占优。同时 AI 等催化剂也有望在春节消费场景中出现。

第二条主线是强季节性效应的基建优势品种。在春节假期后至3月中旬的1-1.5个月时间内，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，这种机会与基本面和景气无关，行情支撑主要来自于估值即对“两会”政策的预期支撑。重点关注基建中8个胜率赔率皆优的领域，**包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。**

第三条主线是仍然估值低+业绩强劲的银行保险。银行、保险历史估值百分位分别为18.4%、15.5%，无论横向或纵向角度，仍处较低位水平。同时2024年业绩预告显示，银行、保险业绩均强劲，尤其是保险净利润同比增速维持高两位数增长甚至翻倍。再者从《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。无论从短期还是中长期，银行保险均具备良好配置价值。

● 风险提示

春节消费和1月社融信贷投放数据不及预期；宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；美联储态度鹰派超预期等。

正文目录

1 市场观点：内部宏观预期渐起，可逐步乐观一些	4
1.1 外部风险预计掣肘有限，内部逐步进入“两会”宏观政策预期阶段	4
1.2 经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况	5
1.3 节后资金紧张有所缓解，但长端利率难下行	7
2 机会精彩纷呈，重视弹性成长和强季节性基建	8
2.1 主线一：节后政策预期再起，市场风险偏好有望改善，关注 TMT、国防军工等弹性成长科技品种	9
2.2 主线二：基建通常会出现开工季节性行情，关注工程咨询服务、环保设备等 8 大高胜率优势领域	13
2.3 主线三：低估、业绩有强支撑的银行、保险	13
风险提示：	14

图表目录

图表 1 乘用车批发与零售增速同比先回落、后反弹	5
图表 2 小商品价格走强，柯桥纺织价格指数震荡	5
图表 3 高炉开工率、轮胎开工率、PX 开工率变化不大	6
图表 4 粗钢产量年初小幅反弹	6
图表 5 1 月食品价格略有反弹	6
图表 6 美国经济数据维持韧性，国际大宗价格反弹	6
图表 7 临近春节，水泥价格季节性回落	7
图表 8 1 月 30 城商品房周销售面积同比延续改善	7
图表 9 受节前走款等影响，1 月短端资金利率快速上升	8
图表 10 进入 1 月后，10Y 国债利率小幅上行	8
图表 11 2024 年国家层面 AI 产业政策梳理	10
图表 12 人工智能标准体系结构图	10
图表 13 2024 年 9 月 24 日以来三次典型的上涨行情中计算机、传媒均涨幅靠前	12
图表 14 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向	13
图表 15 银行板块个股 PB 整体仍处于历史较低水平	14
图表 16 保险板块个股 PB 整体仍处于历史较低水平	14

1 市场观点：内部宏观预期渐起，可逐步乐观一些

1.1 外部风险预计掣肘有限，内部逐步进入“两会”宏观政策预期阶段

特朗普就职演讲相对温和，但随时可能开启贸易调查或加征关税，但整体掣肘有限。特朗普就职前在其社交媒体等已经发布了较多关于后续加征关税的言论，可能是特朗普在就职演讲中并未详细披露后续加征关税具体细节的原因之一。特朗普在就职演讲中只提及建立对外税务局，对外国进口产品加征关税。按照特朗普最新表态，预计从2月1日起对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%关税。考虑到特朗普团队已表示将采取“逐月提高”的方式加征关税作为谈判筹码，或后续关税税率调整在实施节奏上可能慢于其竞选口号。但后续需继续防范两方面的风险，一是随时可能开启的贸易调查或加征关税，如特朗普表示同样于2月1日起对中国商品加征10%关税；二是任期内的其他“黑天鹅”举措以及国际地缘政治等风险。此外，1月美联储议息会议预计维持利率不变，一季度降息不确定性仍存。1月IMF公布的《世界经济展望》将美国2025年GDP增速上调0.5个百分点至2.7%，近期美国就业市场维持韧性、能源价格反弹，叠加特朗普收紧移民政策可能加剧美国劳动力市场供需压力，因而通胀压力下，1月份暂停降息基本确定，一季度不降息概率偏高但仍存不确定性。

进入“两会”政策力度预期阶段，关注一季度“开门红”落地情况。按照往年惯例，进入2月后市场开始进入“两会”政策力度博弈期。一方面，从地方两会情况看，31个省市的GDP、固定资产投资、消费加权目标增速均较去年有所下降，同时绝大部分省市对CPI的目标定为2%左右也低于去年。因而，对整体经济增长目标预期不宜过高。另一方面，整体看今年地方政府对“开门红”比去年积极。比如：①广东、山东两省2024年末省委经济工作会议提到“开门红”，2023年末无对应表述。②河南2025年政府工作报告提到“见事要早、行动要快、力度要大”，2024年政府工作报告没有类似提法。③江苏省年初全省重大项目建设专题会议提到“开年就是开工……将为实现‘开门红’注入动能、提供支撑”，2024年重大项目建设专题会议无类似表述。因而，考虑到今年春节相对较早，今年政策靠前发力概率较大，可继续关注“两会”前后“开门红”落地情况。

1.2 经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况

经济基本面边际变化不大，关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况。去年 11-12 月除地产外经济基本面改善呈现边际放缓态势，高频数据显示 1 月基本面边际变化不大。考虑到 2 月份为宏观经济数据“空窗期”，故后续重点关注春节消费数据和地方政府推进“开门红”情况，特别是春节旅游与票房数据是否指向消费信心进一步回暖。

政策接续发力支撑商品消费，但服务类消费延续走弱态势。1 月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为 6.49 万辆和 5.37 万辆，同比分别为增长 24.61% 和下降 6.97%，数据有所分化，特别是零售数据在 1 月第三周开始才有所提升，可能与政策接续时点有关。商品价格震荡向上，受“抢出口”带动义乌小商品价格指数提升至 102 上方，但内需并未出现明显改善下柯桥纺织价格指数持平于 104.3。可选服务类消费继续走弱，1 月电影票房周均收入较去年同期大幅下降 19.8%；海南旅游 3 星以上酒店散客价 1 月同比下降 0.1%，旅游需求暂未见明显好转。目前来看，未得到政策资金支撑可选消费依然偏弱，后续重点关注春节数据，特别是旅游和票房数据变化，或能够指向一季度消费信心走势。

图表 1 乘用车批发与零售增速同比先回落、后反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 小商品价格走强，柯桥纺织价格指数震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

“抢出口”态势延续、外需景气度偏高，继续提振生产端。1 月生产端整体变动不大，汽车全钢胎开工率维持在 60% 左右，全月均值 60.5% 与上月 60.1% 相比略有提升，唐山高炉开工率维持在 92% 左右，PX 开工率回落至 89% 左右。1 月钢材预估日产量较 12 月环比有所提升，后续基建类项目开工提速可期。1 月周均集装箱吞吐量为 629 万标准箱，环比较上月的 593 万标准箱环比明显提升，与去年同期同比增速从上月的 11.4% 下降至 9.9%、但维持较高水平，表明“抢出口”态势延续。总的看，

外需出口景气度偏高，继续提振生产端。预计一季度在“抢出口”支撑下，工业增加值维持较高增速。

图表 3 高炉开工率、轮胎开工率、PX 开工率变化不大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

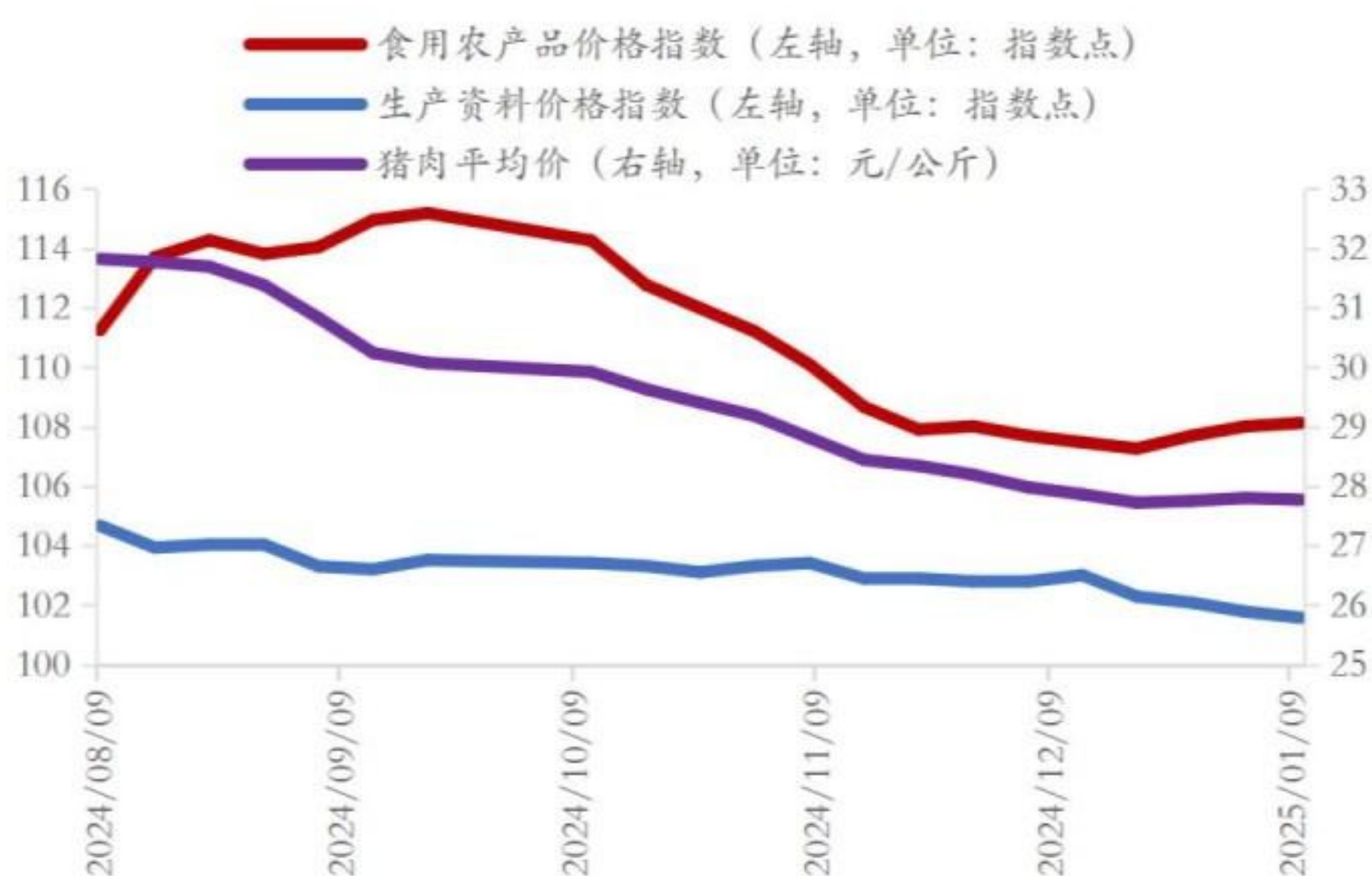
图表 4 粗钢产量年初小幅反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

通胀方面，春节月份“错位”影响下，CPI 有望小幅反弹。猪肉价格基本持平，1 月前三周猪肉平均价 27.77 元/公斤，与 12 月周价格均值 27.94 元/公斤相比环比变动不大，与去年 1 月均值同比上涨 0.6%、较上月回落约 1.4 个百分点。临近春季，1 月食用农产品价格指数有所反弹，同时旅游和出行需求修复，出行、酒店等服务类领域价格同比有望改善。考虑到今年春节与去年在月份上“错位”，故预计 1 月 CPI 同比有望反弹至 0.5% 左右。1 月美国就业数据维持韧性，IMF 上调美国全年经济增速预测，叠加美国通胀数据符合预期，市场对于原油与金属价格信心有所提升，但受今年冬季气候偏暖影响国内 Q5500 煤炭价格跌至 770 元/吨附近。考虑基数影响后，预计 1 月 PPI 同比降幅约-2% 左右，降幅较 12 月有所收窄。

图表 5 1 月食品价格略有反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %、元/公斤

图表 6 美国经济数据维持韧性，国际大宗价格反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

地产销售延续改善态势，春节后有再度走强可能。1月，建材价格较上月略有回落，近期地方政府开年“开门红”诉求较强，但考虑到今年春节较去年时间上靠前，预计实际基建开工有待春节后才有望明显提速。地产销售改善态势不改，1月前三周30城商品房销售面积同比增长20.2%，与上月19.8%相比变动不大，考虑到春节后“金三银四”为地产销售传统旺季叠加近期房价环比持续改善，**我们认为，地产销售改善态势有望延续，春节后有再度走强可能。**12月份，一线城市二手住宅销售价格环比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点。其中，北京、上海和深圳分别上涨0.5%、0.9%和0.1%，广州下降0.3%。二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别为持平和下降0.2%，亦有所改善。一线城市二手房价环比继续改善，二三线城市环比降幅收窄，表明市场信心继续修复，后续销售有望延续改善态势。

图表7 临近春节，水泥价格季节性回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表8 1月30城商品房周销售面积同比延续改善

指标（12月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	12月累计值
成交面积（万平方米）	-	187.32	193.52	266.71	1545.02
同比	-	-2.04	10.24	55.02	19.76
其中：一线	-	58.23	66.51	70.75	380.52
同比	-	-4.01	48.09	96.79	40.75
二线	-	80.46	80.33	144.11	878.50
同比	-	-16.61	-17.33	47.43	16.22
三线	-	48.62	46.67	51.84	286.01
同比	-	42.72	39.53	35.20	8.41

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市与此前可比性弱化

1.3 节后资金紧张有所缓解，但长端利率难下行

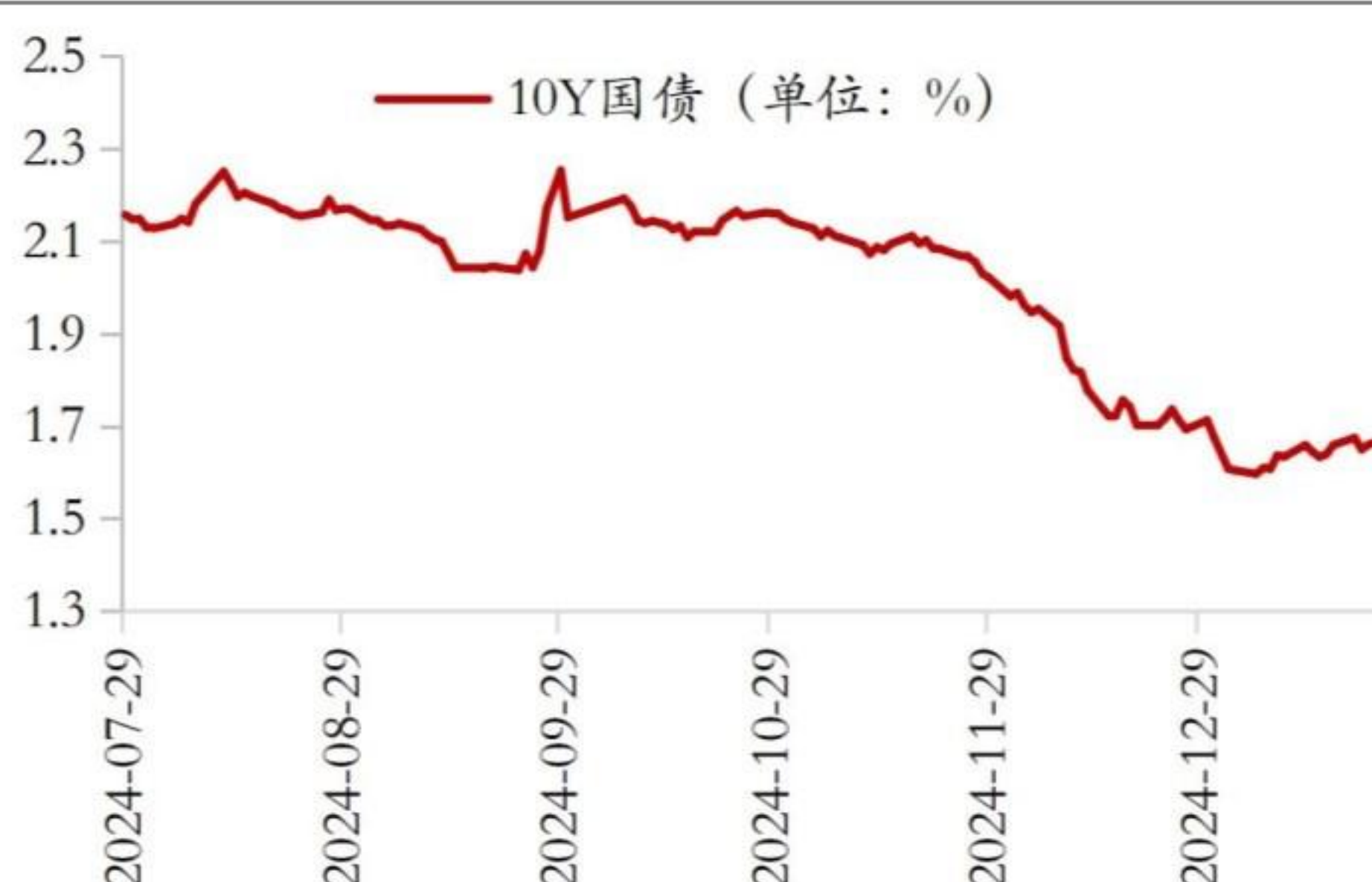
资金价格预计节后下降，但长端利率震荡向上概率更大。1月LPR利率与上月持平，并未如市场期待一般降息，此外央行对于一年期MLF仅续作2000亿元，当月到期9950亿元，总回笼7950亿元。1月降息、降准预期均落空，我们认为一方面是对汇率压力的考虑，另一方面也是避免进一步增加市场对于长端利率债的买盘。后市来看，2月仍有降息、降准的概率。主要源自于一是当下稳汇率压力减轻，二是市场对于“适度宽松”的货币政策定调仍有期待。利率方面来看，经历了2024年12月的下行交易空间的“透支”后，2025年1月长端利率方面10年期国债利率由月初的1.60%小幅上升至下旬的1.66%。无论从货币政策的角度还是经济预期的角度，当下点位利率再次大幅下行的动力不强。虽然逆回购投放资金数量较多，但1月央行回笼MLF中期期限的资金，并且叠加税期走款和春节前取现的影响，短期资金利率上升较快。春节后预计短期的资金利率将有所下行，但长端利率方面预计难下行，更大概率呈现震荡或上行趋势。

图表 9 受节前走款等影响，1 月短端资金利率快速上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表 10 进入 1 月后，10Y 国债利率小幅上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

1 月信贷仍存“开门红”。12 月社融的支撑更多集中在政府债券，信贷同比仍是减少。历年季节性影响下，1 月信贷开门红预计仍将实现。但目前企业投资意愿偏弱，没有看到可以明显改善预期的情况出现。此外 2024 年 1 月社融存量同比是年内最高值，高基数影响下预计 2025 年 1 月的金融数据带给市场的提振有限。

2 机会精彩纷呈，重视弹性成长和强季节性基建

随着特朗普关税政策逐步朝着温和而缓慢加征节奏的明朗化，同时 2 月市场对宏观政策预期逐步再起，市场将比 1 月明显提振，当前并不存在持续或大幅调整风险。配置上，也将从此前的防御转为追求弹性和积极挖掘机会，具体机会上，可考虑市场企稳回弹下的成长科技弹性占优板块、2024 年业绩预告强劲的板块以及具备强规律季节性效应的基建优势品种。

第一条主线是高弹性成长科技，包括泛 TMT、军工。节后市场有望受益特朗普对华政策明朗化和新一轮宏观政策预期再起而展开阶段性反弹行情，因此成长科技弹性品种有望占优。同时 AI 等催化剂也有望在春节消费场景中出现。

第二条主线是强季节性效应的基建优势品种。在春节假期后至 3 月中旬的 1-1.5 个月时间内，基建开工链条存在稳定规律的强季节效应机会，这种机会与基本面和景气无关，行情支撑主要来自于估值即对“两会”政策的预期支撑。重点关注基建中 8 个胜率赔率皆优的领域，包括工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。

第三条主线是仍然估值低+业绩强劲的银行保险。银行、保险历史估值百分位分别为 18.4%、15.5%，无论横向或纵向角度，仍处较低位水平。同时 2024 年业绩预告

显示，银行、保险业绩均强劲，尤其是保险净利润同比增速维持高两位数增长甚至翻倍。再者从《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。无论从短期还是中长期，银行保险均具备良好配置价值。

2.1 主线一：节后政策预期再起，市场风险偏好有望改善，关注 TMT、国防军工等弹性成长科技品种

TMT：节后两会政策预期再起，阶段性反弹行情有望展开，成长科技等弹性品种有望占优。同时 AI 等催化剂也有望在春节消费场景中出现。

通信、电子：AI 产业政策指导愈发细化；海内外对人工智能产业链投资力度加强；美国科技管控力度强化带动国产替代和自主可控概念反复发酵；消费品以旧换新扩围至消费电子品类对业绩形成支撑。

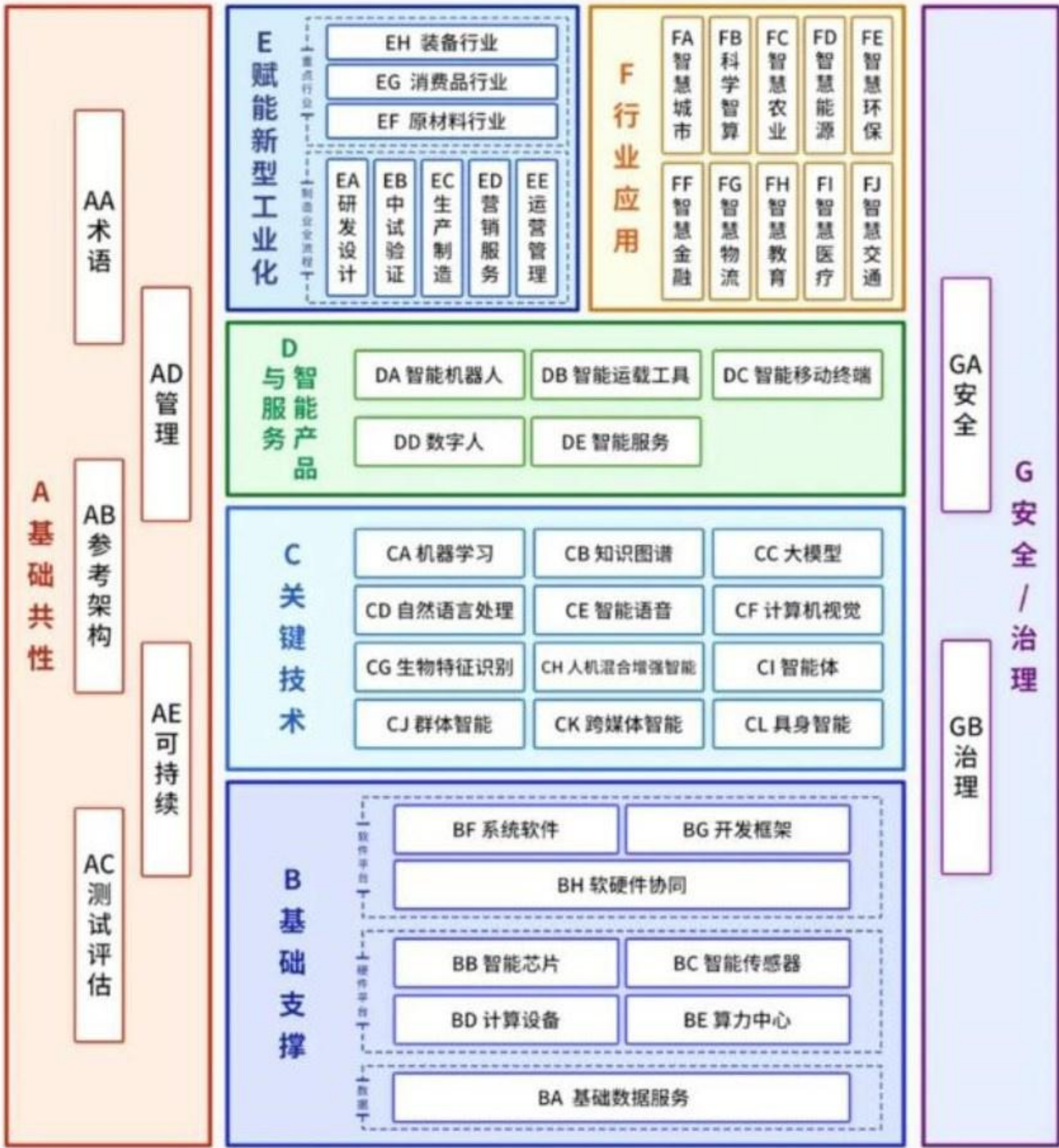
AI 海内外产业政策形成共振，“自主可控”+“国产替代”进程加速。一是 2024 年 AI 产业政策体系性指导文件加速出台，强调要加速培育、集中攻关 AI+制造业、大模型、GPU 芯片、超大规模智算中心、集成电路、半导体材料等人工智能产业链上的关键技术。二是全球对于人工智能产业链重要性的共识性也高度一致，对 AI 技术的资金投入力度均在持续加力。1 月 21 日，特朗普宣布在美国建设“星际之门（Stargate）”人工智能基础设施项目，按照计划，由甲骨文、OpenAI 以及日本软银集团联合成立合资公司 Stargate Project，初期投资预计为 1000 亿美元，初期计划建设 10 个数据中心，并将在未来四年内逐步增加至 5000 亿美元，最终预计在全美建设 20 座超算。1 月 23 日，中国银行发布《支持人工智能产业链发展行动方案》，将在未来五年为人工智能全产业链各类主体提供不少于 1 万亿元专项综合金融支持。三是美国不断强化科技封锁力度，自主替代和国产替代概念有望持续发酵。继 2024 年末美国出台限制美国企业和个人对华半导体、AI 投资的“最终规则”、要求台积电等龙头芯片企业全面停止对华供应 7nm 及更先进工艺的芯片之后，1 月 15 日美国工业和安全局 BIS 发出全新禁令，要求超过 300 亿个晶体管，并且在 14nm/16nm 以及更先进节点上制造的芯片都将受到出口管制。预计未来仍会有相关禁令措施进一步出台，自主可控和国产替代概念有望持续发酵带动相关概念板块交投热度。

图表 11 2024 年国家层面 AI 产业政策梳理

时间	文件&会议	内容
2024. 1	国务院常务会议	要统筹高质量发展和高水平安全，以人工智能和制造业深度融合为主线，以智能制造为主攻方向，以场景应用为牵引，加快重点行业智能升级，大力发展智能产品，高水平赋能工业制造体系，加快形成新质生产力，为制造强国、网络强国和数字中国建设提供有力支撑。
2024. 2	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	推动下一代移动通信、卫星互联网、量子信息等技术产业化应用，加快量子、光子等计算技术创新突破，加速类脑智能、群体智能、大模型等深度赋能加速培育智能产业。加快突破 GPU 芯片、集群低时延互连网络、异构资源管理等技术，建设超大规模智算中心，满足大模型迭代训练和应用推理需求。
2024. 3	《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025 年）》	在集成电路、半导体材料、生物技术、种质资源、特种橡胶，以及人工智能、智能网联汽车、北斗规模应用等关键领域集中攻关，加快研制一批重要技术标准。
2024. 6	《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南(2024 版)》	到 2026 年，标准与产业科技创新的联动水平持续提升，新制定国家标准和行业标准 50 项以上，引领人工智能产业高质量发展的标准体系加快形成。开展标准宣贯和实施推广的企业超过 1000 家，标准服务企业创新发展的成效更加凸显。参与制定国际标准 20 项以上，促进人工智能产业全球化发展。

资料来源：华安研究所整理

图表 12 人工智能标准体系结构图



资料来源：工信微报，华安证券研究所。

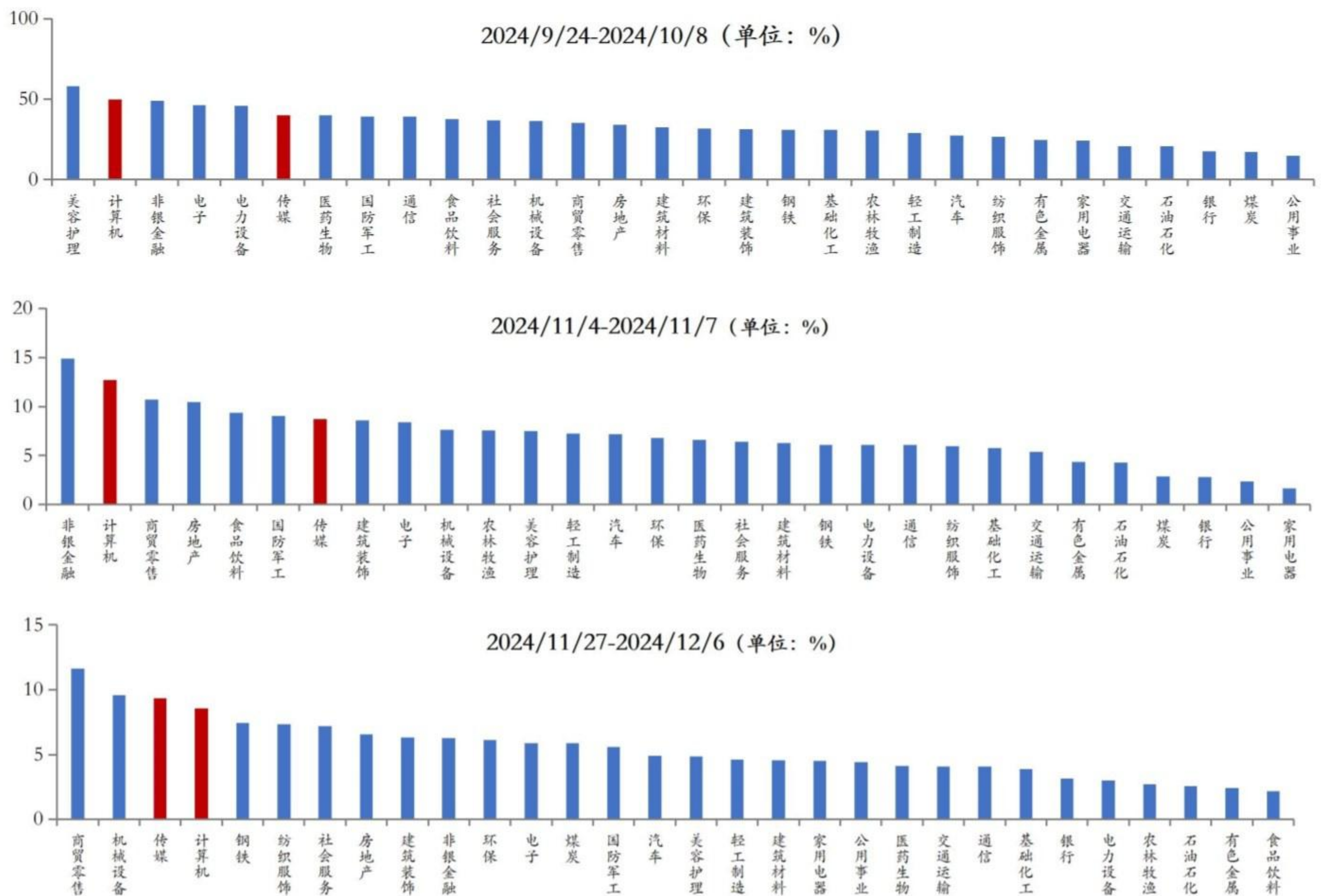
消费品以旧换新扩围至手机等消费电子品类，设备端换新有望加速。2025 年 1 月，发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，宣布实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。消费品以旧换新拓围至消费电子品类对通信、电子板块业绩形成一定支撑。

计算机、传媒：2025 年重磅端侧应用落地预期升温；计算机、传媒也属于情绪品种，上涨、反弹行情中弹性较大

AI 重磅端侧应用有望继续落地，催化相关行情。2024 年末，OpenAI 连开 12 天发布会，推出新一代 o1、o3 推理模型、正式上线 Sora 并采用高端版 Sora Turbo 模型、升级 ChatGPT；字节跳动宣布豆包通用模型、语音以及视觉大模型全面升级，并首次发布豆包视觉理解模型。在 AI 模型加速发展的背景下，2025 年 AI 端侧仍有望推出如 Sora、豆包模型等应用，重磅催化剂出现后有望带动计算机、传媒上涨。

计算机、传媒具有情绪品种属性，924 行情后的三次上涨行情中均涨幅靠前，节后反弹行情中仍有较大概率走出超额收益。在 2024 年 9 月 24 日后的三次上涨行情中，传媒、计算机涨幅均靠前。2024 年 9 月 24 日至 10 月 8 日快速上涨期间，计算机、传媒板块分别上涨 49.7%、40.1%，位于申万一级行业第 2、6 位；2024 年 11 月 4 日至 11 月 7 日期间，计算机、传媒板块分别上涨 12.7%、8.7%，位于申万一级行业第 2、7 位；2024 年 11 月 27 日至 12 月 6 日期间，计算机、传媒板块分别上涨 8.6%、9.3%，位于申万一级行业第 3、4 位

图表 13 2024 年 9 月 24 日以来三次典型的上涨行情中计算机、传媒均涨幅靠前



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

国防军工：基本面有望反转，与军工板块具有强关联性的低空经济加速落地。

军工行业一般按照 5 年规划的区间呈现周期性波动，并且在周期中表现出由宽松向收紧的演变趋势，十三五期间，我国军费占 GDP 的比重由 2016 年的 1.77% 下滑至 2019 年的 1.68%，在 2020 年军费占 GDP 的比例重新回升至 1.76%，随后便又开始下滑，2025 年即为十四五规划末尾时期，军工开支有望重新迎来宽松阶段性。

低空经济产业化进程推进加速。12 月 27 日，国家发展改革委低空经济发展司正式亮相。具体职责包括拟订并组织实施“低空经济”发展战略、中长期发展规划，提出有关政策建议，协调有关重大问题等。香港也于 10 月提出将成立“发展低空经济工作组”。其中对于发展低空经济的指导较为详细，指出要激活低空空域作为新经济的生产要素，先以应用项目为启动，设定特定应用场地推动项目，并制订法规及建设体系，研究部署基础设备和网络。与低空设施相关的无人机、空域载人飞行器、空中交通管制系统等相关性高的军工板块弹性有望在低空经济主题持续活跃的背景下得到提升。

2.2 主线二：基建通常会出现开工季节性行情，关注工程咨询服务、环保设备等 8 大高胜率优势领域

基建产业链：从春节假期后到 3 月中旬两会闭幕期间的 1-1.5 个月内，存在较为规律性的基建开工相关方向的季节性机会。

赔率表示过去 9 年开工行情期间取得的相对 wind 全 A 的超额收益率均值，并将其作为赔率分值。胜率表示过去 9 年间取得超额收益的年份或次数，次数越多代表越稳定，并将其作为胜率分值。性价比得分 = 赔率分值 + 胜率分值，即如果某一行业在过去 9 年间取得的超额收益率越高并且取得超额收益率的次数越多，则配置价值越突出，越值得重点配置。而 8 大优势细分领域即为其中的佼佼者。根据赔率+胜率=性价比的打分模型，对 40 余个基建相关细分领域的过去 9 年季节期内表现，优选出 8 个赔率和胜率皆优的细分方向，分别是工程咨询服务、环保设备、专业工程、环境治理、非金属材料、水泥、通用设备、金属新材料。这 8 个细分领域往往能取得较好的绝对收益和超额收益，性价比最优。

根据历史复盘显示，大部分与基建开工相关的二级细分领域在开工行情期间，取得正收益或者超额收益与否与其本身的景气边际变化无关，包括水泥、金属新材料、燃气等。即景气边际改善并非是行情的必备条件。

图表 14 基建开工相关的 41 个细分领域性价比打分模型，前 8 大细分领域为优势方向

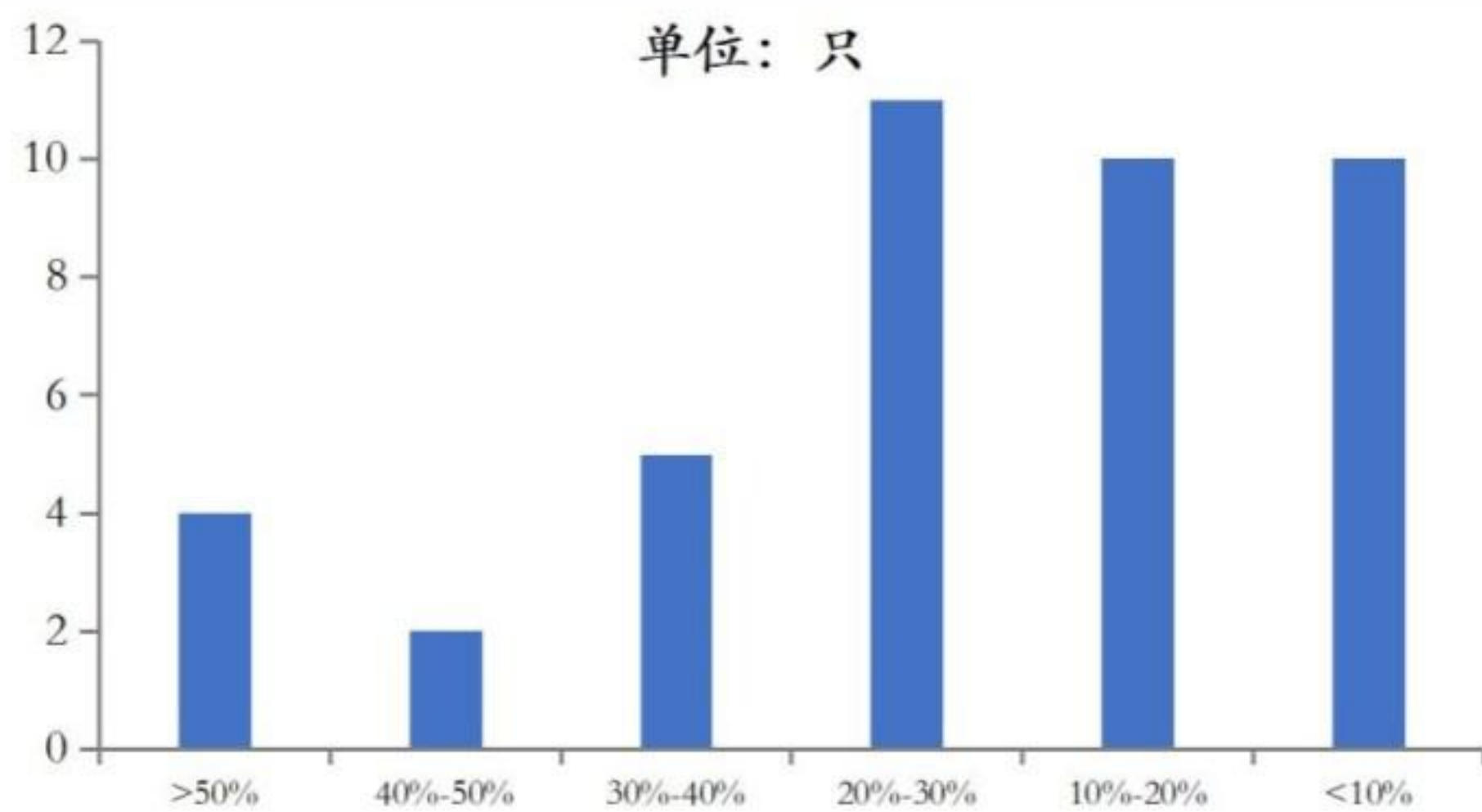
二级行业	9年平均 收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比	二级行业	9年平均 收益率	超额收益率 9年均值(赔率)	次数 (胜率)	打分 性价比
工程咨询服务	15.1%	7.6%	8	15.6	化学原料	10.2%	2.7%	5	7.7
环保设备	15.3%	7.8%	7	14.8	橡胶	9.0%	1.5%	6	7.5
专业工程	13.6%	6.1%	8	14.1	装修建材	8.8%	1.3%	6	7.3
环境治理	13.2%	5.7%	8	13.7	普钢	10.3%	2.8%	4	6.8
非金属材料	14.2%	6.7%	7	13.7	农化制品	8.8%	1.3%	5	6.3
水泥	13.1%	5.6%	7	12.6	轨交设备	8.7%	1.2%	5	6.2
通用设备	11.6%	4.1%	8	12.1	工程机械	8.3%	0.8%	5	5.8
金属新材料	12.4%	4.9%	7	11.9	煤炭开采	9.3%	1.8%	4	5.8
装修装饰	11.9%	4.4%	7	11.4	电力	8.0%	0.5%	4	4.5
燃气	11.8%	4.3%	7	11.3	焦炭	7.9%	0.5%	4	4.5
专用设备	11.4%	3.9%	7	10.9	玻璃玻纤	8.1%	0.6%	3	3.6
塑料	12.0%	4.5%	6	10.5	铁路公路	6.8%	-0.7%	4	3.3
工业金属	11.3%	3.9%	6	9.9	物流	6.1%	-1.4%	4	2.6
基础设施建设	11.3%	3.8%	6	9.8	房地产开发	7.1%	-0.4%	3	2.6
冶钢原料	12.1%	4.6%	5	9.6	航空机场	7.0%	-0.5%	3	2.5
化学制品	9.0%	1.5%	8	9.5	化学纤维	6.9%	-0.6%	3	2.4
房屋建设	9.8%	2.3%	7	9.3	炼化及贸易	5.0%	-2.5%	3	0.5
航运港口	10.5%	3.0%	6	9.0	城商行	3.4%	-4.1%	3	-1.1
自动化设备	10.3%	2.8%	6	8.8	国有大型银行	2.3%	-5.2%	3	-2.2
油服工程	9.7%	2.2%	6	8.2	股份制银行	0.9%	-6.5%	1	-5.5
特钢	9.7%	1.7%	6	7.7	性价比=赔率+胜率				

资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3 主线三：低估、业绩有强支撑的银行、保险

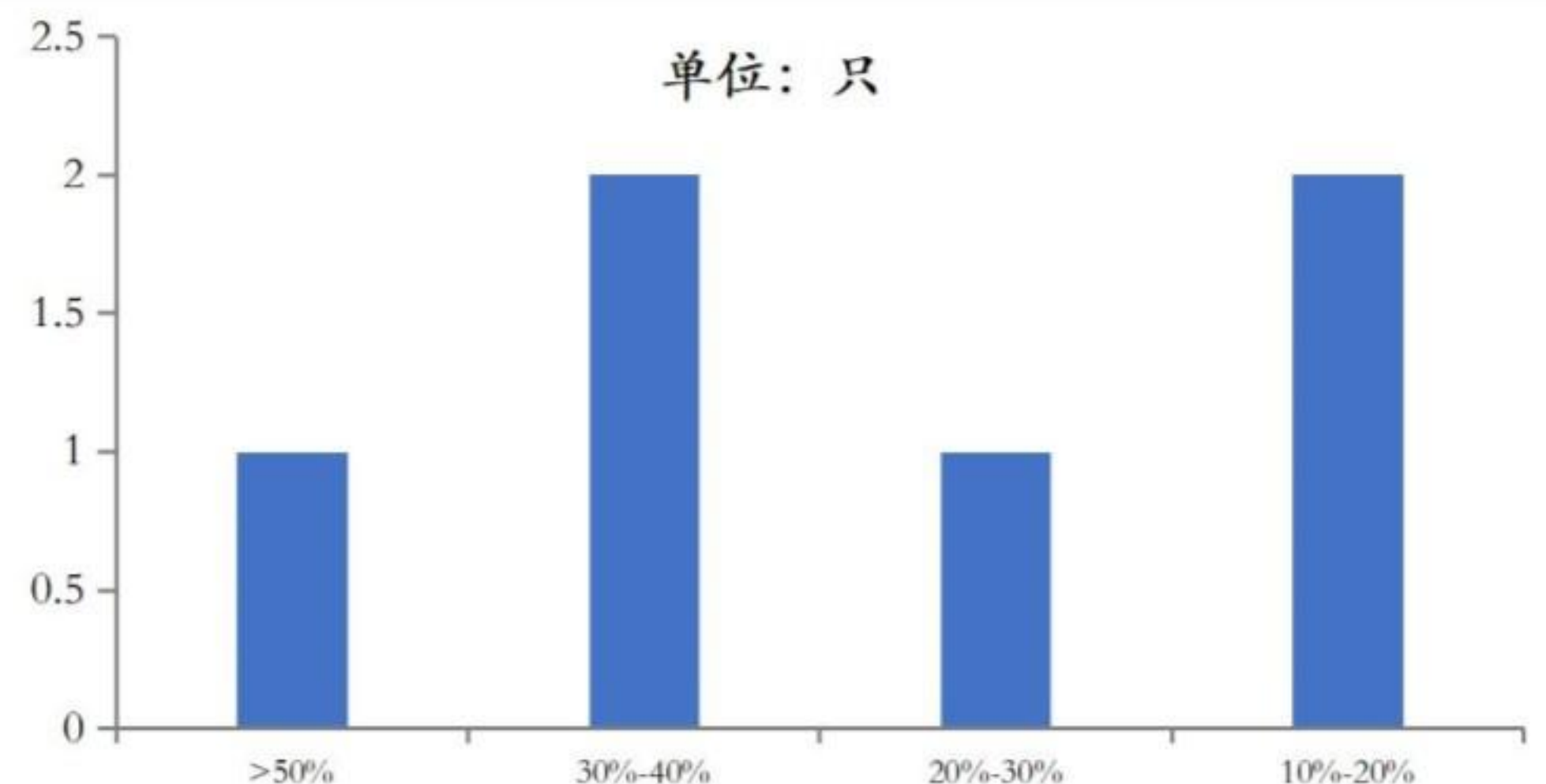
银行、保险板块个股当前估值仍处于历史较低分位水平，具有较高的安全边际。截止 2025 年 1 月 24 日，银行板块近 14 年 PB 分位数大于 50% 的个股占比仅为 9.5%，分位小于 30% 的个股占比高达 73.8%；保险板块近 14 年 PB 分位数大于 50% 的个股占比仅为 16.7%，分位小于 30% 的个股占比达 50.0%。

图表 15 银行板块个股 PB 整体仍处于历史较低水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为近 14 年 PB 分位数，纵轴为个股数量，计算日期为 2025/1/24

图表 16 保险板块个股 PB 整体仍处于历史较低水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：横轴为近 14 年 PB 分位数，纵轴为个股数量，计算日期为 2025/1/24

保险板块 2024 年业绩预增确定的个股占比为 80%，业绩形成强支撑。申万二级保险板块中 6 只个股中当前已有 5 家披露 2025 年业绩预告，其中中国人保、中国人寿、新华保险、中国太保归母净利增速预计分别为 75%~95%、100%~120%、175%~195%、55%~70%，4 家 2024 年净利润均实现显著增长。

政策积极推动中长期资金入市，银行、保险受益。2025 年 1 月 22 日中央金融办、证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。政策核心聚焦于促长线资金入市、稳短期市场波动、落价值投资实效。一是明确稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例安排，目的在于促长线资金入市；二是延长中长期资金的考核周期，目的是减少市场短期博弈和波动，强化中长期价值投资理念；三是对公募基金实施改革，以增强投资稳定性和减小市场波动。考核周期延长将有效提升险资入市的意愿以及承受波动的能力，保险资金作为典型的稳定型长周期资金，入市有助于推动资本市场回升，也有望实现正反馈带动保险资产的保值增值，同时银行股作为典型的高股息板块也较为契合险资的投资需求，保险、银行股有望实现良性互动。

风险提示：

春节消费和 1 月社融信贷投放数据不及预期；宏观政策预期难以集中或展开；美国对华政策超预期严厉；美联储态度鹰派超预期等。

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 15%；
- 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。