晨会报告

国都证券研究所晨报 20210223

【财经新闻】

- 经参头版：2021 年货币政策重在兼顾内外部平衡
- 绿色低碳循环发展经济体系顶层设计出炉
- 证券时报头版：抱团股大幅波动，公私募加紧“春播”

【行业动态与公司要闻】

- 一号文件效应再现 农业多领域迎长线利好
- 去年大赚超 1800 亿 水泥春季行情提前爆发

【国都策略视点】

- 策略观点：估值泡沫破裂临界点未至

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3642.44	-1.45
沪深 300	5597.33	-3.14
深圳成指	15336.95	-3.07
中小板综指	13454.28	-1.51
恒生	30319.83	-1.06
国企	11893.68	-1.76
恒生 AH 溢价	135.81	0.52
标普 500	3876.50	-0.77
NASDAQ	13533.05	-2.46
MSCI 新兴市场	1397.67	-2.26

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	钢铁	4536.84	6.02
2	有色金属	10663.63	4.70
3	采掘	4442.94	3.03
4	建筑装饰	3255.68	1.21
5	纺织服装	1132.49	0.84

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	62.19	5.34
纽约期金	1809.10	1.46
伦敦期铜	9113.50	1.93
伦敦期铝	2175.00	1.83
波罗的海干散货	1709.00	0.65

研究员 :王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联系人 :傅达理
电 话： 010-87413172
Email： fudali@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 经参头版：2021 年货币政策重在兼顾内外部平衡

【经济参考报】经济参考报头版刊文称，应对新冠肺炎疫情对经济带来的冲击，中国货币政策操作顶住压力，发挥积极逆周期调节作用，引导实体经济利率下行，先后投放 1.8 万亿再贷款与再贴现，帮助实体经济复工复产，助力中国经济稳步回升。在此背景下，中国经济全年经济增速达到 2.3%，是全球范围内唯一一个实现正增长的主要经济体。取得这一成绩，十分不易。

疫情之下，中国金融改革和金融开放亦有成就。证券公司、基金管理公司、期货公司外资持股比例限制取消，创业板改革并试点注册制正式落地，人民币现金管理及数字人民币试点工作稳步推进，外商投资法及其配套法规陆续落地，全球三大债券指数提供商均表示将中国债券纳入相关指数，全面参与《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）关于金融业的谈判，新金融服务、金融信息转移等首次纳入自贸协定规则等。

根据联合国贸发会议在今年 1 月发布的《全球投资监测报告》，2020 年全球 FDI 流量同比下降 42%。但在众多国家 FDI 显著回落的情况下，中国 FDI 流入增幅 4%，达到 1630 亿美元左右，反超美国、欧盟和东盟，成为全球第一大 FDI 流入目的地。人民币对美元全年累计涨幅接近 7%，人民币资产吸引境外中长期资本继续投资中国。

展望 2021 年，在内外部经济形势新变化下，中国货币政策仍将面临挑战，坚持稳字当头的整体基调，兼顾内外部政策的平衡，是应对挑战的重要举措。

具体来看，经济基本面上，当前国内经济稳步向好，为 2021 年货币政策正常化创造了条件。自去年四季度起，除出口和房地产表现较好以外，前期恢复乏力的消费和制造业投资也逐步改善，显示经济增长内生动力增强。展望 2021 年，预期中国经济疫后复苏或由供给端拉动的结构性复苏，向供需联动的全面回暖方向迈进，全年 GDP 增速维持在 8%左右。

需要指出的是，考虑到去年基数相对较低，海外疫情仍在蔓延，国内经济复苏基础尚不牢靠，2021 年货币政策转弯应适度，且应根据国内外形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。

同时，货币政策在向常态化转变的过程中，需考虑以下三个方面风险：一是宏观杠杆率过快上涨，2020 年我国宏观杠杆率从上年末的 246.5%攀升至 270.1%，增幅为 23.6 个百分点；二是当前以美国为首的海外主要经济体通胀预期明显抬升，国际大宗商品价格上涨，输入性通胀风险有所加大；三是本轮房地产价格受到监管政策趋严的明显抑制，但岁末年初，一线及部分二线城市房价亦出现加速上涨。考虑到上述三重考验，2021 年货币政策需要更加稳健。

此外，货币政策还需考虑外部因素的影响，做好内外部平衡。当前海外发达国家货币政策仍在放松，特别是美国仍在推出大规模刺激政策，货币政策对通胀的容忍度也在上升。发达经济体的财政纪律约束愈发松弛，财政货币化已经悄然实践，坚定推进人民币国际化必要性上升。同时，从长期看美元的持续贬值，将带来外汇储备安全的担忧，推进人民币国际化具有深远意义。

今年以来，企业跨境融资宏观审慎调节参数下调，相关监管部门日前表示研究允许境内个人每年在 5 万美元额度内开展境外证券投资等的可行性，这些都是未雨绸缪之举，有利于对冲国外央行货币政策的溢出效应，有利于推进人民币国际化。

■ 绿色低碳循环发展经济体系顶层设计出炉

【中国证券报】国务院近日印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》。国家发展改革委有关负责人 22 日表示，《意见》对加快建立健全绿色低碳循环发展的经济体系作了顶层设计和总体部署，旨在统筹好经济发展和生态环境保护建设的关系，促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。

《意见》提出，大力发展绿色金融。发展绿色信贷和绿色直接融资，统一绿色债券标准，发展绿色保险，支持符合条件的绿色产业企业上市融资。

《意见》明确，到 2025 年，产业结构、能源结构、运输结构明显优化，绿色产业比重显著提升，基础设施绿色化水平不断提高，清洁生产水平持续提高，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，碳排放强度明显降低，生态环境持续改善，市场导向的绿色技术创新体系更加完善，法律法规政策体系更加有效，绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系初步形成。到 2035 年，绿色发展内生动力显著增强，绿色产业规模迈上新台阶，重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。

《意见》从生产、流通、消费、基础设施、绿色技术、法律法规政策等 6 方面对绿色低碳循环发展作出了部署安排。

一是健全绿色低碳循环发展的生产体系。《意见》提出，推进工业绿色升级，加快实施重点行业绿色化改造，推行产品绿色设计，建设绿色制造体系。加快农业绿色发展，加强绿色食品、有机农产品认证和管理，发展生态循环农业。提高服务业绿色发展水平，培育绿色流通主体，规范发展闲置资源交易。壮大绿色环保产业，建设国家绿色产业示范基地，打造一批大型绿色产业集团。提升产业园区和产业集群循环化水平，推进既有产业园区和产业集群循环化改造。构建绿色供应链，开展绿色供应链试点。

二是健全绿色低碳循环发展的流通体系。《意见》提出，积极调整运输结构，加强物流运输组织管理，打造绿色物流。加强再生资源回收利用，推进垃圾分类回收与再生资源回收“两网融合”，加快落实生产者责任延伸制度。建立绿色贸易体系，积极优化贸易结构，加强绿色标准国际合作。

三是健全绿色低碳循环发展的消费体系。《意见》提出，促进绿色产品消费，加大政府绿色采购力度，加强绿色产品和服务认证管理。倡导绿色低碳生活方式，因地制宜推进生活垃圾分类，扎实推进塑料污染全链条治理。

四是加快基础设施绿色升级。《意见》提出，推动能源体系绿色低碳转型，大力推动可再生能源发展，加快大容量储能技术研发推广。推进城镇环境基础设施建设升级，推动城镇生活污水收集处理设施“厂网一体化”，加快城镇生活垃圾处理设施建设。提升交通基础设施绿色发展水平，积极打造绿色公路、绿色铁路、绿色航道、绿色港口、绿色空港。改善城乡人居环境，大力发展绿色建筑，加快推进农村人居环境整治。

五是构建市场导向的绿色技术创新体系。《意见》提出，鼓励绿色低碳技术研发，实施绿色技术创新攻关行动。加速科技成果转化，积极利用首台（套）重大技术装备政策支持绿色技术应用，发布绿色技术推广目录，推进绿色技术交易中心建设。

六是完善法律法规政策体系。《意见》提出，强化法律法规支撑，强化执法监督。健全绿色收费价格机制，完善污水处理收费政策，建立健全生活垃圾处理收费制度。加大财税扶持力度，继续利用财政资金和预算内投资支持相关项目建设。大力发展绿色金融，加大对金融机构绿色金融业绩评价考核力度，统一绿色债券标准。完善绿色标准绿色认证体系和统计监测制度，开展绿色标准体系顶层设计和系统规划，加强节能环保、清洁生产、清洁能源等领域统计监测。培育绿色交易市场机制，进一步健全排污权、用能权、用水权、碳排放权等交易机制。

■ 证券时报头版：抱团股大幅波动，公私募加紧“春播”

【证券时报】昨日是牛年春节后第三个交易日，机构抱团股集体重挫，贵州茅台现最近 7 个多月最大跌幅。

多位机构人士普遍认为，抱团股调整是对前期资金推动的急涨行情的修正，短期相对更看好顺周期等领域投资机会。不少基金经理认为，这一波调整或许也会带来布局良机，正好“春播”。

从银行渠道人士处获悉，虽然昨日市场经历调整，但多只新发基金吸金总规模超过 450 亿元。其中，明星基金经理洪流的新基金吸金约 340 亿元，上投摩根基金经理孙芳新基金认购规模也超过 80 亿元，华泰柏瑞稀土 ETF、华宝化工 ETF 认购规模分别为 20 亿元、10 亿元，实现首日售罄。

抱团股周期股走势各异

行情数据显示，2 月 22 日 A 股市场各大指数普遍下跌，上证指数下跌超过 50 点。白酒股走势最具代表性，中证白酒指数跌幅超过 7%，创下该指数半年多来最大单日跌幅。医药、家电等多个机构重仓的板块和个股也纷纷大跌。创业板指数大跌超过 4%。创业板权重股多为基金等机构重仓的股票。

从近日机构、北上资金等的动向看，短期分歧较为明显。比如，22 日当天阳光电源成交超百亿元，龙虎榜显示深股通资金在买入 12.08 亿元的同时，也大举卖出 11.65 亿元，同时现身的两家机构席位总体卖出额多于买入额。

在抱团股普跌的同时，A 股市场呈现另一番景象。昨日有色、钢铁、石油、煤炭等周期股普遍大涨，其中有色股涨势最为明显，短短 6 个交易日整体涨幅一度超过 30%。

周期股的上涨背后，是大宗商品的连续暴涨，包括基本金属、化工品在内，国内期货市场多个商品期货品种短期涨势惊人。大宗商品的连续上涨推升全球通胀预期，从而也催生全球资金面紧缩的预期，这可能是包括 A 股非周期股调整诱因之一。

消费升级仍有空间

对于机构抱团股连续杀跌现象，华安证券研究认为，市场大跌原因主要在于：第一，短期流动性持续超预期大规模净回收。节后的三个交易日央行在公开市场净回收短期流动性高达 3800 亿元，使得市场对货币政策态度产生疑惑和担忧；第

二，短期流动性快速回收直接导致了抱团品种估值大幅回撤。近日跌幅居前的都是前期强势板块和抱团品种，同时也是估值百分位靠前的行业，在持续快速回收流动性背景下，引发了强势板块和抱团高估值板块的负向反馈；第三，北上资金接连卖出贵州茅台，海内外疫情逐渐好转、疫苗接种加速等也起到了进一步抑制抱团品种估值的效果。

证券时报记者就此采访多位基金经理。这些人士在谈及后市时认为，白酒股下跌与市场流动性收紧有关，抱团股调整是对前期资金推动的急涨行情的修正，短期相对更看好顺周期等领域投资机会。

招商基金量化投资部副总监、招商中证白酒指数基金经理侯昊表示，节前白酒板块受预期改善及事件性因素带动涨幅较大，节后受流动性收紧及市场风格调整影响，板块出现一定回调，更多是情绪面、资金面影响。白酒基本面仍相对较好，高端白酒价格维持高位、库存相对低位，龙头白酒供不应求，高端酒整体动销增长显著。

“中长期行业趋势来看，消费升级和集中度提升仍有空间，头部品牌有望持续享受行业红利。拉长投资周期看，白酒板块仍有较好的配置价值。”侯昊表示。

鹏华酒 ETF 基金经理张羽翔表示，近期酒板块调整的原因多是情绪面和货币政策方面的影响。“现阶段海外和国内的货币政策，对于高估值的板块均存在负面影响，前期涨幅较大的酒类板块存在调整的需求，春节期间完整的实际销售情况，需要 1～2 周才能真正从渠道汇总上来。”他表示，根据当前相关渠道反馈的数据结果，春节期间酒类消费良好、动销好、库存低、价格稳定，经过负面情绪释放，酒类板块短暂调整后，静待一季报经营数据落地验证业绩。

一些私募也发表了自己的看法。深圳鑫然投资投资经理黄颖表示，部分白马股由于被过分前置预期定价，因此出现回调属于正常现象。同时，当天市场还有 2000 多只个股上涨，这代表了部分中小盘股票定价的合理回归，但也有部分是纯粹的资金寻找低价股行为，或将不可持续。

“优质企业累计涨幅过大，在经济全面向好之时，市场风险偏好明显上升，传统优质企业提升估值，部分资金涌入传统周期股票，是导致市场风格发生变化的主要原因。但投资的是企业不是炒股票，优质企业经历回调后还会继续受到市场追捧，而传统周期公司估值上升后会面临一定的回调压力。”榕树投资董事长翟敬勇说。

星石投资也认为，周一市场表现仍是“通胀交易”在 A 股的演绎。春节期间全球大宗商品价格飙涨，通胀预期骤然升温，十年期美债利率快速上行 20bp 破 1.3%，因此有色板块春节后表现突出。本轮通胀实为十年产能收缩后的再通胀，通胀中枢的抬升是必然趋势。

调整带来布局良机

对于机构抱团股整体下跌，不少基金经理认为这一波调整也会带来布局良机。

诺德基金经理应颖认为，节后市场风格继续呈现切换，指数端拉长看，缓慢上涨的趋势或将持续，抱团个股的下跌或是对前期资金推动下急涨行情的修正，也是对高估值的修正，个股端后期此类修正仍将有概率发生。但是拉长看，随着业绩端的兑现，部分估值端逐渐回落的个股仍有上行概率，对于白酒端，高端类白酒从春节销售数据看，趋势相对较好，基本面相对坚挺。

“指数大跌只是结果，背后更多反映的是市场结构的调整。”汇丰晋信首席宏观及策略师闵良超表示，虽然指数跌幅较大，但从结构看，主要是过去两年涨幅较大、估值相对较高的大市值龙头公司在调整。

闵良超指出，过去几年，一些白马龙头股，尤其是消费类个股的业绩增长相对稳定，但估值却经历大幅提升，背后隐藏了一定的风险。但由于市场过于追求业绩“确定性”，使得不少公司的估值维持了较高溢价。低估值顺周期板块随着经济复苏迎来了景气度的大幅回升，低估值板块的机会开始被市场所认识。因此近期的指数表现，实际上更多是投资者进行结构调整的结果。更应该去关注指数下跌背后的市场结构变化，而不用过度关注指数调整本身。

平安基金也认为，短期无需过度担忧，春节后市场资金面紧张的局面正在缓解，同时偏股基金仍在高速发行。配置上，保持谨慎乐观，积极寻找估值和基本面匹配的优质标的。虽然核心资产短期调整，但这些公司都是中国各行各业经过充分竞争过后脱颖而出的行业领军企业，拥有强劲的长期盈利能力与成长空间。

值得注意的是，不少私募在节前已提前调仓应对。

泊通投资卢洋指出，无风险收益率的上行，是投机气氛最好的灭火器，它会影响股票 DCF 或者 FCF 估值模型的折现率，也会影响杠杆资金的融资成本。所以，那些以“追逐趋势、继续泡沫化”为投资策略的基金要小心了。

“我们现在组合共持有近 40 家上市公司，低估值蓝筹持仓较为集中，余下则大多是中小市值公司，持仓较为分散，且均为相应新经济领域里遥遥领先的第一名。”卢洋说。

部分提早布局周期股的私募，近期业绩出现快速攀升。从渠道反馈数据看，节后的 18 日、19 日，百亿私募高毅资产和重阳投资部分产品的预估收益率达到 5%，今年以来收益率更是超过 20%。

在节前完成调仓的还有黄颖。“我们在节前已经提前逐步减低消费医药中高估值和过分定价到远期的股票的权重。同时逢跌加仓周期资源股，加仓低估值龙头，重仓周期。另外对于部分认可估值的白马股票，我们选择继续持有，如果进一步下跌，将会给我们一个更好的买入时机。”在黄颖看来，目前市场正处于上游利好的阶段，因此短期坚定看好上游周期并重仓。但周期品的投资因为商品价格弹性极大，会根据供需关系、库存情况来判断基本面运行情况，以此来决定投资节奏。另一方面，宏观周期目前对中游是可能有挤压的，所以对于中游制造会有所回避。

【行业动态与公司要闻】

■ 一号文件效应再现 农业多领域迎长线利好

A 股市场上，一号文件效应再现。受《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（以下简称“中央一号文件”）影响，农业板块 2 月 22 日飘红，种业、生态农业、养殖业和乡村振兴等农业概念股大多乘势走高。多家机构认为，中央一号文件将催化农业板块相关投资机会，其中种业、农业科技、生猪养殖等细分领域受到重点关注。

农林牧渔指数年内涨近 17%

同花顺数据显示，截至当日收盘，农林牧渔板块全天成交 554.6 亿元，板块内八成个股上涨，神农科技、中水渔业、丰乐种业、天邦股份、华资实业涨停，华英农业、圣农发展、海南橡胶、新赛股份、新希望等涨幅超过 5%。统计显示，近年来中央一号文件出台前后，A 股市场上农业股均有不俗表现。根据申万宏源数据，2004 年至 2020 年的 17 个年份中，中央一号文件发布后五个交易日，有 11 年取得了正收益。

事实上，受政策利好等影响，农业板块今年以来持续保持强势。截至当日收盘，申万农林牧渔指数年内涨幅达到 16.82%，在 28 个申万一级指数中位列第三。个股方面，板块内今年以来股价累计上涨超过 10%的个股有 23 只。其中，牧原股份涨幅达 62.06%，报收 124.95 元，总市值接近 4700 亿元。

从农业板块上市公司 2020 年业绩预告来看，截至发稿时，申万农林牧渔板块 89 家上市公司中有 59 家公布了去年全年业绩预告，其中 38 家公司业绩预喜（包括预增、略增和扭亏），占比超六成。其中，天邦股份去年净利润预增超 30 倍，傲农生物去年净利润预增超 20 倍。

川财证券首席经济学家陈雳指出，从价值角度看，农业板块存在一定的机会。截至 2021 年 2 月 19 日，数据显示，农林牧渔板块市盈率为 19.07 倍，以近 15 年的数据观察，处于历史低位，但主要是受到猪肉企业高盈利的影响。剔除养殖板块后，种植业平均市盈率为 73.84 倍，处于历史中位水平，随着后续农村改革向纵深推进和粮食价格稳定影响，行业利润有望提升。

种业、养殖多板块迎投资良机

机构普遍看好农业板块相关投资机会，尤其是种业、农业科技、生猪养殖等细分领域被多家券商重点提及。

今年中央一号文件提出“打好种业翻身仗”，这一表述引起机构高度关注。就在中央一号文件发布前夕，农业农村部 18 日刚刚下发了《农业农村部办公厅关于鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育的通知》，明确提出“强化产品迭代，支持高水平育种”。农业农村部副部长张桃林在 2 月 22 日举办的国新办新闻发布会上也表示，种业企业要强起来。他提到，要遴选一批优势企业予以重点扶持，深化种业“放管服”改革，促进产学研结合、育繁推一体，建立健全商业化育种体系。

业界普遍认为，种业领域将迎长线利好。国泰君安宏观指出，中央一号文件将“打好种业翻身仗”单独列出，对 2020 年中央经济工作会议相关表述进行了较大篇幅的扩展，从种质资源库建设、生物育种科技攻关、生物育种产业化应用、育种知识产权保护、育繁推一体化建设等方面提出具体实施方案，足见种子安全已上升到国家安全的战略高度，预计未来与育种相关的技术和产业将成为农业领域重要的增量投资方向。中信证券研究表示，中央一号文件提到“尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用”，生物育种有望持续得到政策呵护，转基因玉米商业化进程将继续稳步推进。

在农业科技方面，国泰君安宏观分析称，从《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出的“强化农业科技和装备支撑”，到 2020 年底中央经济工作会议提出的“藏粮于地、藏粮于技战略”，再到 2021 年中央一号文件中的“强化现代农业科技和物质装备支撑”，中央以农业科技为“先锋队”、以物质装备为“主力军”的加快农业现代化建设速度的方略逐渐清晰。

此外，中央一号文件明确提出，加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制，

积极发展牛羊产业，继续实施奶业振兴行动，推进水产绿色健康养殖。中信证券研究表示，生猪养殖政策由短期产能恢复转为长期健康发展，今年表述由“加快恢复生猪生产”转为“加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制”，可以看出政策重点从短期和增加供给转为长期和有序发展，这表明落后产能扩张将很难得到政策支持，而龙头企业或将获得政策倾斜。

■ 去年大赚超 1800 亿 水泥春季行情提前爆发

按照往年惯例，水泥春季涨价行情会在正月十五过后，随着下游需求逐步复苏缓缓到来。而今年，农历春节还未结束，行业提价信息就已蔓延。

春季行情提前开启

据数字水泥网消息，2 月 19 日起，长三角沿江地区水泥熟料价格迎来节后第一轮上涨，幅度 30 元/吨。中国水泥网数据也显示，2 月 19 日安徽铜陵地区上峰水泥尝试通知上调熟料价格 30 元/吨。

“目前水泥价格还没有调涨，这一波是熟料价格上涨，熟料是水泥的一个半成品。”卓创分析师侯林林在接受证券时报·e 公司记者采访时表示。

侯林林称，由于春节前熟料价格下行调整得比较晚，高标号水泥价格没有来得及在停工前完成调整动作，所以这个调整安排在 2 月 15 日~22 日之间，华东长三角各品种水泥价格修正了 30 元/吨。不过，2 月 19 日~21 日，华东长三角地区主要熟料基地，熟料价格上涨了 30 元。目前水泥市场需求还没有完全启动，企业出货量还处于淡季水平，但这两个调价事件虽然是同一时段发生的，意义却不同。也就是说，这一轮调整完成后，水泥没有再向下调整的空间了，因为熟料价格已经上调了，可以说春季行情提前开启。

她表示，市场乐观心态从春节前就已经开始了。往年基本都是正月十五之后，熟料价格才会有上涨动作，今年提前得特别明显。主要原因是年前熟料价格下调时间晚，粉末站没有来得及备货，目前库存水平整体较低。

数字水泥网分析，熟料价格超预期提前上涨，主要有两个因素，一是节前熟料价格下调幅度较大，基本降至进口熟料成本线附近，外来熟料进入量大幅减少，粉磨站库存一直较低；二是春节前后，华东本地各大企业熟料库存也保持相对偏低水平，在 40%左右。春节过后，随着粉磨站继续备货，主导企业积极推动价格恢复性上调。

此外，各地基建项目近期密集开工，或也成为支撑熟料价格的关键点。

中国水泥网消息称，1 月以来，上海、河南、湖南、广东、湖北等多地重大项目密集开工。以河南为例，1 月开工项目投资额超 5774 亿元。山西全省开发区集中开工项目 268 个，总投资 1288.6 亿元。上海 64 个重大项目集中开工，总投资 2734 亿元。湖北集中开工 111 个重大交通运输项目，总投资 736 亿元。

江西、河南、湖南、四川等多地也在年后纷纷发布新一轮重点项目建设计划，这对于 2021 年水泥需求的稳定起到了至关重要的作用，是水泥行情的定海神针。

去年行业赚超 1800 亿

虽然受国内新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年水泥市场呈现价格下滑趋势，但由于下半年市场回暖加速，整个 2020 年水泥行业依然保持了高盈利水平。

据悉，2020 年水泥产销量实现同比增长由负转正，2020 年全年水泥产量达到 23.8 亿吨，同比增长 1.6%，年总产量位居历史第 4 位，保持高位平台期。

2020 年得益于全年需求的平稳和水泥行业价格持续高位运行，“量价齐稳”的表现保证了整个水泥行业效益的稳定，使得 2020 年水泥行业利润维持较好，2020 年全年实现水泥销售收入 9960 亿元，同比下降 2.2%（同口径），水泥行业利润 1833 亿元，同比下降 2.1%（同口径）。

从区域来看，华北、西北、华南区域有明显提升，华东总体稳定，西南和东北有所下滑。

受疫情影响一季度全国水泥产量同比大幅下降，同比降幅高达 23.9%，创出历史同期下滑幅度最大记录。二季度后产量快速回升，二季度同比增长 7%，三季度同比增长 5.5%，四季度同比增长 7.9%。

截至 2020 年底，我国已经建成日产万吨熟料生产线有 14 条，海螺 7 条，中国建材集团和塔牌集团各 2 条，天瑞、华新、华盛各 1 条。2021 年预计有 2 条万吨线点火，分别是冀东和尧柏各 1 条。

侯林林分析，从量价两个角度看，2020 年水泥行业没有像市场预期的那样不好。一季度是水泥行业传统淡季，叠加疫情影响，淡季更淡。但后三季度市场供需追上来，水泥产量整体同比出现了上涨，终端需求较好。2020 年初由于全国基价非常高，一二季度水泥价格明显下调，到四季度由于旺季影响，价格整体上涨。全年均价和年末价格虽然略低于 2019 年，

但整体还是处于较高水平，所以利润水平仅同比小幅下调。

牛年或延续牛市

牛年实现“开门红”后，水泥行业市场情况是否能被持续看好？

“目前下半年情况还不太好说，但上半年整体市场情况是比较乐观的。”侯林林表示，基于需求启动速度，今年上半年水泥行业预计情况向好。一方面由于今年很多建筑工人被要求就地过年，很多基建项目比往年启动快。往年农历二月二之后项目才会陆续开启，但今年很多水泥企业春节期间销量就比往年增长在 30%~40%以上。另一方面，最近天气情况较好，没有连续下雨寒潮天气，后面气温肯定是回升状态，无论从天气还是工地复工情况来看，需求肯定是比较乐观的，比往年启动提前半个月到一个月。

消息面上，近期各地政府官方相继发布了系列大项目布局消息，全国大部分省市目前已明确 2021 年重点建设投资计划，其中四川、河北、上海等省市已公布 2021 年重点建设项目清单，包含基础设施、民生改善、科技创新等多个项目领域。

例如，2021 年“3 个 100”北京市重点工程项目总投资超 1.3 万亿元，包括 100 个重大基础设施项目、100 个重大民生改善项目、100 个科技创新及高精尖产业项目，当年计划完成投资约 2780 亿元、建安投资约 1256 亿元，支撑全市投资三成以上。

上海市发改委近期公布 2021 年上海市重大建设项目清单，项目聚焦科技产业、社会民生、生态文明、城市基础设施、城乡融合与乡村振兴等领域，共安排正式项目 166 项。

此外，2021 年广东将优化实施“湾区通”工程，推进“数字湾区”建设等，安排年度投资 8000 亿元省重点项目计划，推动广东省高质量发展。

不过，中国水泥协会副秘书长、数字水泥网执行总裁陈柏林认为，从数据来看，2020 年新点火产能项目比 2019 年增加 10 条，新型干法熟料总产能比 2019 年也略有增加。已经产能置换项目执行中，依旧存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢，甚至局部区域供给出现快速增长。

此外，煤炭价格上涨、环保标准的不断提高、碳达峰、矿山治理等多因素将促使水泥行业企业生产成本不断上升，影响了行业效益的持续上升。需要企业通过数字化、智能化改造不断提高生产和经营管理的效率，实现降本增效。尤其要关注水泥产业链的延伸投资，通过强链补链，增加销售产值和提升企业利润。

他认为，2021 年水泥行业预计需求保持“平台期”、包括环保在内的多因素对供给压缩持续，水泥行业价格和效益将延续近两年的水平，除个别区域由于新增产能存在下行风险外，主流市场价格有望依旧坚挺。效益有望继续保持稳定。

【国都策略视点】

■ 策略观点：估值泡沫破裂临界点未至

1、泡沫破裂窗口尚未开启

复盘过去 15 年美债利率-恒指/沪深 300 的走势相关性曲线一般规律如下：

（1）股指阶段见顶下跌期，一般对应美债利率高位区间盘整期，底层逻辑是经济复苏中后期+政策加快收紧，需要提示的是，10Y 美债利率高位区间随美国经济增速中枢下行而下移，过去 15 年分别对应 3-4%、2-3%；

（2）股指阶段触底上涨期，一般对应美债利率低位震荡期，底层逻辑是经济下行中后段+政策发力宽松；

（3）展望未来，随着主要经济体新冠疫苗接种进程推进、疫情趋势缓和，全球经济正进入供需同步复苏期，叠加拜登政府加大财政刺激规模，美债利率已于 20 年 8 月自历史底部趋势回升至当前 1.3%附近；

后续随着欧美经济后疫情下的复苏至中后期（结合中国后疫情复苏进程，预计时间为 21Q3-Q4），预计 10Y 美债利率大概率趋势上行至高位区间 1.5-2.5%震荡，届时或触发全球股指趋势性回调。

2、未来半年重点关注的两大关键变量：疫情防控与疫苗接种效果、中美货币政策转向信号

1）国内宏观政策显著转向信号：最敏感时段分别在国内经济内生修复动力持续性确认，全球疫情控制逐步见效、欧美经济确认复苏趋势，最大概率分别在 4 月中旬、6-7 月年中前后；

全球（不含中国）新冠肺炎病例数发展演变阶段划分：

（1）春季爆发期：20 年 2 月底至 4 月中旬，历时约一个半月，日新增持续快速扩散上升至 9 万例平台附近；

（2）隔离防控稳定期：各国采取严格隔离防控举措，并初见成效，日新增基本稳定在 9 万例附近，4 月中旬至 5 月底历时约

一个半月；

（3）疫情反弹蔓延期：隔离放松后疫情迅速反弹，6 月初至 7 月底历时两个月，日新增持续上升至 29 万例附近；

（4）防控再发力平稳期：迅速反弹后防控再发力，日新增病例进入 20-30 万例平稳期，8 月初至 10 月初历时约两个月；

（5）秋冬季恶化期：入秋至冬期全球疫情进入恶化期，10 月初至 1 月上旬历时三个半月，日新增持续攀升至顶点 86 万例，期间累计感染人数占截至目前累计总数 1.043 亿例的 52.4%；

6）见顶快速回落期：1 月中旬起欧美重视科学防控，叠加疫苗接种计划的实施，双管齐下后疫情趋势显著缓和，日新增病例已自顶点回落至目前的 30 万例附近，按期间日均下降例数、并参考近一个月的疫苗接种进度线性推测，乐观预计全球疫情有望于 3-4 月大为缓解，届时日新增例数有望降至万级别以内。

3、美元宽松政策逐步退出：若疫苗大规模接种后美国疫情防控见效，经济修复动力与趋势确立，则美联储大概率考虑逐步退出非常规宽松政策，届时美元流动性趋紧，对全球资产价格会带来估值收缩压力；结合以上美国疫苗接种进度来看，预计最快或在 7 月份附近。

4、近中期 A 股两大杀估值风险：一是国内外政策转向收紧压力，导致无风险利率上升，引发高估值的白马股或大幅杀跌。拜登赢得下任美国总统后，美国民主党掌控参众两院，大幅提升市场对于下届美国政府加大财政刺激方案通过实施的预期，已推升长端 10Y 美债利率近日快速重回 1.0%上方，创 20 年 3 月 20 日以来新高；中期来看，若未来拜登主政下的美国疫情防控与新冠疫苗接种有效快速落实，则疫情曲线回落下美国经济修复预期升温，或将推动 10Y 美债利率继续上升至疫情暴发前的 1.5-2.0%区间，突破 1.5%阈值后，境外资金对 A 股白马龙头股的估值容忍度或将大幅下修。

二是预期打得很足的新能源、军工、电动汽车等板块，一旦高频数据不及预期或盈利释放未达预期，则容易引发预期下修的杀估值行情；1 月底以来以上板块部分龙头已开始释放高位震荡压力。

5、盯紧几个关键窗口期与数据：两会前后政策、4、7 中下旬季度中央经济工作会议的政策定调；新冠新增病例曲线变化、全球月度经济数据、7 月美联储议息会议。

风险提示：疫苗进展不及预期经济复苏延后，国内外流动性边际超预期收紧、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上