晨会报告

国都证券研究所晨报 20210208

【财经新闻】

- 多个“风向标”显示今年经济开局复苏势头良好
- 平台经济领域反垄断指南公布 对“二选一”“大数据杀熟”作出专门规定
- 深交所启动主板与中小板合并工作 对企业发行上市和投资者交易的影响较小

【行业动态与公司要闻】

- 打造无碳绿氢产业 破解碳排放约束
- 全球首款 5G 量产车型正式上市 5G+车联网商业化应用开启

【国都策略视点】

- 策略观点：资金面压力高峰已过，中期头尾部公司分化趋势不变

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3496.33	-0.16
沪深 300	5483.41	0.17
深圳成指	15007.30	-0.65
中小板综指	12819.89	-1.20
恒生	29288.68	0.60
国企	11561.32	-0.02
恒生 AH 溢价	136.02	0.27
标普 500	3886.83	0.39
NASDAQ	13856.30	0.57
MSCI 新兴市场	1395.35	0.56

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	休闲服务	285.41	4.48
2	银行	5817.05	2.99
3	房地产	2352.34	1.94
4	医药生物	2501.17	1.81
5	家用电器	855.44	0.83

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	57.07	1.08
纽约期金	1815.20	1.18
伦敦期铜	7983.00	2.16
伦敦期铝	2019.00	1.23
波罗的海干散货	1333.00	0.45

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】

■ 多个“风向标”显示今年经济开局复苏势头良好

【上海证券报】1 月份，铁路货运量创历史新高，八大枢纽港口集装箱吞吐量增速创新高；挖掘机销量火爆，重卡销量刷新历史同期纪录；工业大省用电负荷明显增加.....多个观测经济的“风向标”数据向好，表明今年开局经济恢复态势良好。

铁路、港口货运指标向好

铁路和港口，也是国民经济变化的“晴雨表”之一。今年首月一组组亮眼数据让人感受到经济的暖意。

中国国家铁路集团有限公司数据显示，1 月份，国家铁路货运量再创历史新高，货物发送量完成 3.24 亿吨，同比增长 11.8%。这是 9 年来 1 月份货运量首次突破 3 亿吨大关。

同时，国家铁路 1 月份日均装车 17.3 万车，同比增长 12.7%，破历史纪录；中国铁路北京、呼和浩特等 8 个局集团有限公司单日装车创历史新高。

国铁集团相关负责人强调，铁路货运量持续保持高位运行，反映了我国经济社会发展秩序加快恢复、稳中向好的态势。

各大港口也迎来“开门红”。据中国港口协会数据，1 月份，重点监测沿海港口货物吞吐量同比增长 4.6%，其中外贸吞吐量增长 2.3%。

1 月下旬，八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 20.5%，增速创新高。其中，外贸吞吐量同比增长 19.8%。天津港、上海港、宁波舟山港、厦门港、广州港、深圳港增速均超过 20%。

“据港口反馈，近期外贸出口货源仍比较充足。且春节假期临近，工厂加快出货使得集港货量明显增加。”中国港口协会表示。

挖掘机开年就卖“爆”了

作为重要的经济发展风向标，春江水暖“机”先知。今年挖掘机市场和重卡市场开年就 “爆”了。

去年挖掘机销量创下历史新高，今年开年挖掘机销售火爆的情况仍在延续。根据 CME 工程机械网的预估，1 月挖掘机销量将达 2.05 万台左右，同比增长 106%左右。

因为与基建工程关系紧密，挖掘机销量和工作时长被视为判断基建行业发展情况的一个重要先行指标。无论是修桥、铺路等传统基建领域，还是 5G 基站、充电桩等新基建领域，处处可见挖掘机的身影。

去年四季度以来，基建投资加速回升，全年增速已经实现正增长。中国社科院分析称，去年基础设施投资的资金来源大幅度增加，可以保障去年四季度和今年一季度基建投资的稳定增长。预计今年基建投资增速有望上升至 5%。

重卡销量也是持续超市场预期。第一商用车网最新统计数据显示，1 月份，我国重卡市场预计销售各类车型超过 18 万辆，同比大幅增长 54%，刷新当月销量历史纪录。

业内人士认为，经济复苏有助于物流重卡需求的提升。今年首月制造业 PMI 继续保持扩张，物流业稳定增长，提高了物流装备的销量。

电力指标频刷新高

电力指标是观察经济走势的一个窗口。近期多个工业大省用电负荷明显增加。

据南方电网公司信息，受“就地过年”及工业用电增长等多重因素影响，今年春节期间，预计南方电网全网最高负荷将比去年农历同期增加约 1300 万千瓦，同比增长约 14%。作为经济第一大省，也是工业大省，广东电网负荷将同比增长 19%。

广东、浙江、福建等地很多企业都表示今年春节不停工，紧抓生产赶订单。山东烟台、浙江绍兴和宁波等城市的政府部门还发布了有关支持工业企业留工优工稳增促投的政策。

中电联电力统计与数据中心主任王益烜表示，今年春节期间经济可能呈现出“生产强、消费弱”的特征。“一部分企业员工留在工作单位所在地过年，有助于春节后工业企业更早更快恢复生产，将拉动第二产业用电量增长。”

来自国家能源集团的生产经营数据也是工业经济强劲的证明。该集团 1 月份煤炭销量、发电量同比分别增长 17.8%、25.1%，铁路运输量、北方自有两港煤炭出港量和船舶运输量分别提升 10.4%、13.9%和 52.4%。煤炭、电力、运输产业等关键指标全部刷新历史最高纪录。

“经济增长可能会超预期。”北京大学国民经济研究中心主任苏剑对上海证券报记者说，“除了低基数因素外，年初交通运输、能源电力等各项经济指标都表现很好。之前我们预测一季度经济增速大约在 16%左右，现在看来可能会接近 20%。”

■ 平台经济领域反垄断指南公布 对“二选一”“大数据杀熟”作出专门规定

【上海证券报】国务院反垄断委员会日前制定出台关于平台经济领域的反垄断指南，强调《反垄断法》及配套法规规章适用于所有行业，对各类市场主体一视同仁、公平公正对待，旨在预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展。

指南与《反垄断法》的结构高度契合，由总则、垄断协议、滥用市场支配地位、经营者集中、滥用行政权力排除限制竞争和附则等六章组成，共 24 条。对涉及平台经济领域的《反垄断法》适用问题作出了较为细化的规定。

指南界定平台、平台经营者、平台内经营者及平台经济领域经营者等基础概念，提出对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争、依法科学高效监管、激发创新创造活力、维护各方合法利益的原则。考虑到平台经济的复杂性，指南强调，界定平台经济领域相关市场需要遵循《反垄断法》所确定的一般原则，同时考虑平台经济特点进行个案分析。

结合平台经济特点，指南明确了垄断协议的形式，对其他协同行为作出具体规定，对平台经济领域经营者达成横向和纵向垄断协议、轴幅协议以及认定平台经济领域协同行为的具体方式、执法考量因素等作出说明，并细化了宽大制度规定。

针对社会各方反映较多的“二选一”、“大数据杀熟”等热点问题，指南明确，认定平台经济领域滥用市场支配地位行为，通常需要先界定相关市场，分析经营者在相关市场是否具有支配地位，再根据个案情况分析是否构成滥用市场支配地位行为。

指南详细列举了认定或者推定经营者具有市场支配地位的考量因素，包括经营者的市场份额、相关市场竞争状况、经营者控制市场的能力、经营者的财力和技术条件、其他经营者的依赖程度、市场进入难易程度等。同时，指南逐一细化滥用市场支配地位行为表现形式，如不公平价格行为、低于成本销售、拒绝交易、限定交易、搭售或者附加不合理交易条件差别待遇等，促进平台经济领域各类市场主体依法合规经营。

指南主要细化了平台经济领域涉及限定交易、妨碍商品自由流通、招标采购限制、投资或者设立分支机构限制、强制经营者从事垄断行为，制定含有排除、限制竞争内容的规定等滥用行政权力排除、限制竞争的表现形式，要求对制定涉及平台经济领域市场主体经济活动的规章、规范性文件和其他政策措施等应当进行公平竞争审查，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。

国务院反垄断委员会办公室相关负责人指出，指南的发布，为加强平台经济领域反垄断监管提供了科学有效、针对性强的制度规则，有助于反垄断执法机构统一执法标准、提高执法透明度，有利于平台经营者、平台内经营者等各类市场主体深化对《反垄断法》的理解和认识，有效预防和降低法律风险，共同营造公平竞争的市场环境。

■ 深交所启动主板与中小板合并工作 对企业发行上市和投资者交易的影响较小

【经济参考报】经证监会批复，深交所近日启动合并主板与中小板相关准备工作，并于 2 月 5 日发布有关业务通知。据深交所介绍，本次合并相关业务规则调整已准备就绪，内部技术系统改造基本完成，监管模式、指数及产品调整、发行上市已明确适应性安排，外部技术系统改造的评估及沟通工作初步展开，预计外部技术改造大约需要 2 个月时间完成。

深交所有关负责人表示，合并后，深交所将形成以主板、创业板为主体的市场格局，结构更简洁、特色更鲜明、定位更清晰。

合并设置过渡期安排

“合并深市主板与中小板是顺应市场发展规律的自然选择，也是构建简明清晰市场体系的内在要求。”有市场人士称。

合并完成后，深市主板定位于支持相对成熟的企业融资发展、做优做强，发行上市门槛保持不变；创业板主要服务于成长型创新创业企业，突出“三创”“四新”。深市以主板、创业板为主体的市场格局，将为处在不同发展阶段、不同类型的企业提供融资服务，进一步提高资本市场服务实体经济能力。

当前，深交所总体实现主板、中小板业务规则的基本统一，本次合并仅须对主板、中小板少数差异化规定作适应性调整，如高送转业务指引关于高送转定义的统一等。后续，深交所将进一步做好规则整合和监管衔接。

本次合并设置了过渡期安排。根据相关规定，业务通知发布后至合并实施完成前的过渡期内，企业发行上市维持现行安排。合并后，深市主板融资功能将恢复，主板发行上市条件与原中小板一致，且保持不变，原中小板证券类别变更为“主板 A 股”，对应证券代码区间并入主板使用，发行审核安排不变，在审企业无需重新申报材料，不会对企业发行上市产生实质影响。

合并对市场运行影响不大

深交所有关负责人表示，深交所将在证监会指导下，对涉及的业务规则、市场产品、技术系统、发行上市等方面进行适应性调整，确保市场安全稳定运行。本次合并对市场运行和投资者交易的影响较小。

本次合并仅变更原中小板公司证券类别，证券代码和证券简称保持不变，不会影响投资者交易方式和交易习惯。此外，主板、中小板交易机制和投资者门槛一致，投资者群体总体无差异，且合并不涉及交易机制和投资者门槛的改变，不会对投资者交易行为产生实质影响。

由于原中小板证券类别变更为“主板 A 股”，深交所内部技术系统以及证券公司、行情信息商等市场主体相关系统需进行技术改造。目前，深交所内部技术改造已基本完成。市场主体仅须就行情展示数据接口等方面进行适应性改造，大约需要 2 个月时间完成。

“总体来看，核心交易系统基本不受影响，整体技术改造工程和投入不大，合并对全市场技术系统的影响较小。”深交所相关负责人表示。

此外，本次合并对固定收益类、期货期权类产品和深港通业务等基本没有影响，但涉及中小板的相关指数须进行适应性调整。

根据《业务通知》和相关指数调整公告，本次合并须对相关指数全称、简称和选样空间描述作适当修订，即删除指数全称和简称中的“板”字，并作个别适应性调整，相关指数选样空间描述涉及的“中小板”变更为“原中小板”。上述指数调整安排不会对指数编制方法作实质性变更，不会导致跟踪相关指数的基金产品投资标的调整。

【行业动态与公司要闻】

■ 打造无碳绿氢产业 破解碳排放约束

面对日趋严重的能源安全和气候变化问题以及生态环境的挑战，大力发展清洁能源已经成为世界各国推动能源革命、加快能源转型、实现绿色发展的普遍共识和一致行动。随着我国提出力争二氧化碳排放 2030 年前达峰，力争 2060 年前实现碳中和，能源领域将迎来根本性调整，现代煤化工加快绿色转型已成当务之急。

而大力发展氢能产业，对保障国家能源安全、改善大气环境质量、推进能源产业转型十分重要。专家建议，氢能具备成为主流能源的基础条件，符合我国清洁低碳、安全、高效的能源政策和战略方向，应高度重视“氢源”发展，特别是打造以无碳绿氢为主、多种制氢方式并存、上下游紧密衔接的氢能产业链，支持部分有条件的地区先行先试。

发展氢能时不我待

在近日召开的宁夏宁东氢能产业与能源转型发展论坛上，与会专家认为，发展新能源有效应对全球能源危机和环境污染是第四次工业革命的核心任务，其中氢能将扮演重要角色。特别是后疫情期间，世界各国纷纷开始重视氢能发展，全球氢能产业布局拉开序幕。

中科院院士、中国石油大学教授徐春明说，尽管属于二次能源，但氢能在很多应用领域、应用场合都有所体现，因具有低碳、安全、高效和清洁等特性，是未来构建清洁社会的重要能源。

国际能源署 2020 年 6 月发布的《全球氢能进展报告》指出，全球电解制氢项目数量和装机容量大增，从 2010 年不足 1 兆瓦增至 2019 年的超过 25 兆瓦，未来氢气会作为与天然气同等地位的能源物质参与国际贸易，并可能取代天然气。

此外，欧盟 2020 年 7 月发布欧盟氢能战略，计划到 2030 年生产 1000 万吨氢气，欧盟或将在未来 10 年向氢能产业投资 4.56 万亿元人民币，保证欧盟国家在 2050 年实现碳中和。法国、德国两方也宣布，要合建大型电解水的制氢工程。日本在福岛也已建设新能源研究基地，通过光伏发电电解水制氢。

预计到 2050 年，氢能在我国能源体系中占比约 10%，氢气需求量将达 6000 万吨，年产值超过 10 万亿元。当前，我国正在积极推动传统能源向低碳清洁能源转型，氢能产业化正在起步。

不过，目前我国氢气制备工业产能严重不足，2050 年氢能缺口或将达 2500 万吨。中国工业经济联合会会长李毅中说：“部分省份、企业和机构行动起来了，制订了相关方案，提出氢能的发展愿景，但存在盲目性、碎片化的问题，尤其是对‘氢源’研究不够，难以形成整体概念。”

无碳绿氢是主攻方向

化石能源制氢和电解水制氢是两个成熟的制备工艺，目前我国更多依赖化石能源制氢，但其弊端是会伴生大量二氧化碳。仅从物料平衡计算，生产 1 公斤氢，若是煤制氢，会伴生 11 公斤二氧化碳；若是油制氢，也会伴生 7 公斤二氧化碳。

“由化石能源制取的氢气称为灰氢，灰氢不可取，通过碳捕获与封存技术后，可使灰氢变为蓝氢，但蓝氢也只可作为过渡。长远来看，最终还是要聚焦到可再生能源通过电解水制取无碳绿氢。”李毅中说。

徐春明分析认为，若 2050 年实现 1 亿吨氢气的终端应用，通过化石能源制氢需要消耗煤炭、天然气等化石能源超过 5 亿吨标准煤，排放二氧化碳 12 亿至 18 亿吨，这样一来，氢能产业反而成为一个庞大的耗能和碳排放领域。从能源革命和碳排放要求来看，电解水制氢是更好的选择。

多位专家认为，电解水制氢具有三方面核心优势：一是绿色环保，因其主要杂质是水和氧气；二是生产灵活，可实现大规模分布式利用；三是产品纯度高，氢气纯度可达 99%-99.9%。因此，光伏、风电等可再生能源制氢是主攻方向。

而且我国“多氢”的能源禀赋，也可支撑绿氢发展。“氢是二次能源，可再生能源发电可驱动电解水制氢。”国际氢能协会副主席、清华大学核能与新能源技术研究院教授毛宗强说，如今我国新能源装机容量居世界第一，关键技术基本实现国产化，但存在区域产能过剩、弃光弃风弃水现象严重等问题，绿氢可成为可再生能源新的输出路径。

另外，可再生能源平价上网为电网电力低成本制氢提供了新的选择。

目前，宁夏宝丰集团正在建设包括 10 万千瓦太阳能发电装置、每小时 1 万标方电解水制氢装置的太阳能电解水制氢储能与应用示范基地。宁夏宁东能源化工基地也正在加快布局光伏发电、电解水制氢、煤化工补氢、加储氢设施、产业和重卡应用等全产业链氢能项目，通过可再生能源制备绿氢耦合煤化工，部分替代煤制灰氢，破解能源资源和环境约束瓶颈。

鼓励部分地区先行先试

据预测 ,到 2050 年 ,我国可再生能源电解水制氢将占制氢总量的 70% ,现有化石燃料制氢将从 2020 年的 67%降至 20%。但氢能是一个战略性新兴产业，在制储运等关键环节上还有一些瓶颈亟待突破。

毛宗强等专家认为，西北地区太阳能、风能资源丰沛，是生产绿氢、使用绿氢的便利之地。国家有关部门可根据氢气应用场景、市场需求等，提出氢能发展的指导意见及相应标准，鼓励有绿氢发展基础的地区先行先试，然后在全国推广。

李毅中等专家认为，很多省市区已经出台发展氢能的方案，现在要抓紧对“氢源”的研究，建议国家有关部门要对工艺路线等提出指导性意见以及制定相应标准，尽快抓好试点、示范工作。

宁夏宁东能源化工基地党工委常务副书记、管委会副主任陶少华认为，国家有关部门可支持宁东基地率先开展可再生能源制氢耦合煤化工产业试点示范。建议国家重视能源“金三角”可再生能源制氢耦合煤化工产业发展，把宁东基地作为试点示范区先行先试，降低氢能全产业链成本，为黄河流域生态保护、能源省区绿色转型创造可复制推广的经验。

还有一些专家建议，国家应设立氢能重大科研攻关项目，支持开展关键领域技术攻关，建立政产学研用紧密结合的自主创新体系，优化氢能产业技术发展和成果转化应用路径。

另外，国家应重视建设完善氢能产业基础配套设施，统筹氢气储运网络体系建设，根据产业布局和产用氢企业实际，引导各地以点带面、超前布局建设一批制氢和交换站及输氢管网，示范推广油、气、氢、电综合能源补给站，形成互联互通、内外循环的氢能输送体系，为氢能产业发展奠定良好基础。

■ 全球首款 5G 量产车型正式上市 5G+车联网商业化应用开启

2 月 7 日，上汽集团旗下 R 品牌的 MARVEL R 正式上市。由于该车型搭载的 i-BOX（智能网联直连通信车载终端）已获得 5G“双证”——工信部的 5G 终端电信设备进网许可证和中国无线电管理局（SRRC）的车载车规级 5G/C-V2X 终端产品认证，具备 5G 技术商用资质，因而成为全球首款可上路的 5G 量产车型。

此次上市的 MARVEL R 内置了与华为 Mate 20 X（5G）相同的 5G 芯片——华为巴龙 5000 5G 芯片，不仅实现了 1 毫秒的极低延时，带宽也提升至 3.2Gbps，大幅提升了信息处理速度。此外，通过安装 11 个视觉感知硬件（摄像头）和 17 个雷达感知硬件（毫米波雷达和超声波雷达），MARVEL R 建立了“视觉感知+雷达感知+5G V2X”的多重感知系统。在此基础上，MARVEL R 实现了 17 个基于 5G/C-V2X 场景的应用落地，例如红绿灯读秒信息、交叉路口会车避让、停车起步引导等功能。作为定位 5G 智能纯电 SUV，此次 MARVEL R 共推出 2 款车型，售价区间为 21.98-23.98 万元。

近年来，作为 5G 商用的重要应用场景和智能汽车产业发展的关键抓手，5G+车联网成为重点关注的领域。“5G 车联网，是 5G 商用和智能汽车两个万亿产业的重要交集点。”高新兴科技集团高级副总裁、战略品牌总经理吴冬升表示，发展 5G+车联网，能同时推进汽车产业的转型升级和 5G 产业的快速发展。

2020 年 2 月，国家发改委会同 11 个国家部委联合发布的《智能汽车创新发展战略》提出，智能交通系统和智慧城市相关设施建设取得积极进展，车用无线通信网络（LTE-V2X 等）实现区域覆盖，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）在部分城市、高速公路逐步展开应用，高精度时空基准服务网络实现全覆盖；稍后不久，工信部发布《关于推动 5G 加快发展的

通知》促进 5G+车联网协同发展；近日从工信部主管司局了解到，今年工信部将加快 5G+车联网发展，调动地方积极性，探索解决应用场景、运营机制、商业模式等关键问题，带动车联网更大范围的商业化应用，加速产业发展。

随着 5G 汽车的正式上市，面向用户的 5G+车联网商业化应用也将随之开启。

【国都策略视点】

■ **策略观点：资金面压力高峰已过，中期头尾部公司分化趋势不变**

1、资金面压力高峰已过。1 月下旬公开市场净回笼操作（逆回购地量投放、小幅缩量续作 MLF，1 月最后一周共净回笼 4705 亿元），叠加缴税缴准、节前资金备付等资金需求上升，使得 1 月下旬货币市场流动性明显趋紧；1 月 15 至 28 日质押回购利率 R007、DR007 各大幅攀升 279.8、106.9bp 至 4.83%、3.08%，DR007 创近三年新高（1 月 15-29 日均利率各较上月同期攀升 84、67bp 至 3.14%、2.58%），并远高于当前逆回购操作利率 2.20%，同时逼近当前利率走廊上限常备借贷便利 SLF 七天操作利率 3.20%。

然而，如我们此前分析指出，后疫情下经济恢复趋于正常但内外环境、复苏前景仍存在不确定性，预计货币政策回归常态化过程较为平缓有序，2 月资金面供需趋于缓和，资金利率有望高位回落。上周央行公开市场转为净投放 960 亿元，货币资金利率见顶回落，资金面压力高峰已过；上周质押回购利率 R007、DR007 各显著回落 196、81bp 至 2.43%、2.35%，也低于近五年均值 2.77%、2.49%的水平。

随着春节前夕央行公开市场转为净投放，同时 1 月末财政支出大幅增加，预计 2 月资金面供需趋于缓和（本周至 2 月底逆回购到期量 4800 亿元，春节后 MLF 到期量 2000 亿元），资金利率已高位见顶回落，对权益资产价格的估值压力也有望阶段性缓和，市场有望回归至以业绩增长预期差为投资主线。

2、市场焦点：驱动头尾部公司分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改。随着上周资金面压力高峰缓解，大盘指数企稳弱反弹，但受公开市场投放量不及预期、春节长假临近影响，两市成交额逐步缩量至 9000 亿元下方，同时结构性分化行情加剧；上周代表机构抱团的绩优股、高价股指数领涨 6.1%、3.9%，代表头部大市值公司的中证 100、上证 50、沪深 300 各上涨 3.5%、3.4%、2.5%，而代表尾部小市值公司的国证 2000、中证 1000、微利股指数分别领跌 4.2%、4.1%、3.6%，头尾部公司持续分化。

本轮大市值、小市值的头尾部公司分化行情，已于 20 年 7 月中旬持续至今，代表头部大市值的高价股指数、中证 100、沪深 300 各累计上涨 20.8%、19.1%、14.1%，而代表尾部小市值公司的中证 1000、国证 2000、微利股指数分别累计下跌 17.7%、19.2%、20.0%；近七个月内头尾部指数表现相差高达 30-40%；年初迄今，头尾部持续加剧分化，以上头部公司指数上涨 12.5-5.2%，而尾部公司指数下跌 12.6-9.0%。

以上头尾部公司持续分化，驱动力主要系：一货币政策由松转稳、流动性边际趋紧；二注册制发行已由科创板扩容至创业板，且近日中小板合并至深主板预示全市场实施注册制发行在即，同时退市新规下壳价值大幅下降；三后疫情时代经济恢复不均衡、头尾部公司市场地位分化加深；四随着公募基金发行持续火热、陆股通北上资金加速净流入（年初迄今公募基金新发行近 5500 亿元，北上资金净流入 652 亿元），A 股投资者结构机构化国际化趋势已成。以上的流动性趋紧、资本市场制度改革、基本面分化趋势、投资者结构变化等导致头尾部公司分化的决定因素，预计中期内趋势不变，因而预计中期内头尾部公司表现分化的趋势也难以改变。

3、市场复盘：头尾部公司历史走势复盘，近五年头部公司逆转占优

回顾 2005 年至今的 A 股市场大市值、小市值指数的走势，大致可划分为六个阶段：

一同步等幅阶段，2005 年初至 2009 年 10 月，期间沪深 300、中证 1000 累计涨幅各 230%、280%；

二同向不等福阶段，2009 年 11 月至 2015 年 6 月中旬，期间沪深 300 累计上涨 53%，远低于同期中证 1000 的 285%涨幅；

三同步等幅阶段，15 年 6 月下旬至 16 年 11 月底，期间沪深 300、中证 1000 累计跌幅均在 35%左右；

四持续分化阶段，16 年 12 月至 18 年 1 月底，沪深 300 累计上涨 28%，而中证 1000 累计下跌 23%，分化驱动力主要系供给侧改革及陆港股通的实施；

五回归至同步等幅阶段，18 年 2 月至 20 年 7 月底，沪深 300、中证 1000 累计涨幅各为 10%、6%，主要受中美贸易摩擦持续影响；

六持续分化阶段，20 年 8 月至今，代表头尾部公司指数再次持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 16%，而中证 1000 下跌 16%。

复盘以上十五年大小盘指数的走势，2005 年初迄今，沪深 300、中证 1000 各累计上涨了 440%、530%，整体表现来看，小市

值公司强于大市值公司，但主要集中于头十年，而近五年大市值风格明显逆转占优。05 年至 15 年中期，中证 1000 累计大涨 1310%，大幅领先沪深 300 的 390%，市值风格偏向中小盘；但 15 年下半年至今，市值风格明显逆转，期间中证 1000 累计回调 53%，而沪深 300 上涨 55%，背后驱动力为资本市场制度改革与开放、基本面分化趋势、投资者结构变化等。

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