

中天研究

2021 年第 2 期

中天证券股份有限公司

目录

财经动态

1 月财经动态 2

投资策略研究

2021 年 2 月投资策略 11

投资组合

“中天一号”股票池 20

重点行业研究

多因素共振——涤纶长丝景气度上行 26

如何理解离岸美元体系 29

需求侧重要一环：免税迎历史机遇 33

风电行业研究报告 36

免责声明

责任编辑：于文声　　执业证书编号：S1390519060001

1 月财经动态

2021 年 1 月 4 日～2021 年 1 月 29 日

1 月 4 日	
经济金融	纽约证券交易所 12 月 31 日宣布，为遵守特朗普政府行政命令，将对中国联通（香港）、中国移动、和中国电信三家中国公司进行退市处理。中国证监会新闻发言人 1 月 3 日晚表示，被纽约证券交易所启动摘牌程序的中国移动、中国电信和中国联通美国存托凭证流动性不足，交易量很小，融资功能缺失，即便摘牌，对公司发展和市场运行的直接影响相当有限。 沪深证券交易所 12 月 31 日晚发布一系列退市新规，标志着新一轮退市制度改革正式落地。在此轮退市制度改革中，沪深证券交易所全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类退市标准。造假年限 3 年减为 2 年；造假比例由 100%降至 50%；造假金额合计由 10 亿降为 5 亿；同时新增营业收入指标。 新年 A 股首个交易日上涨概率总体偏高。近 10 年来，除了 2014 年和 2016 年，A 股主要股指在元旦假期后开市首日以及开市后 5 个交易日内均有不错表现，各年份也会出现一波不小的春季躁动行情。
1 月 5 日	
经济金融	国务院总理李克强 1 月 4 日主持召开国务院常务会议，通过《中华人民共和国印花税法（草案）》和《粮食流通管理条例（修订草案）》。草案总结印花税暂行条例实践，一方面总体保持现行税制不变，并将证券交易印花税纳入法律规范；另一方面简并取消许可证照等印花税税目，降低加工承揽等合同税率，减轻企业税负。 央行联合银保监会等五部委下发通知，决定继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策。明确两项直达货币政策工具均延期至 2021 年 3 月 31 日，且相关资金总额控制在国务院批准的额度内。 上海公布《关于全面推进上海城市数字化转型的意见》。加快建设数字基础设施，推动千兆宽带、5G、卫星互联网等高速网络覆盖，建设高性能公共算力中心，打造人工智能、区块链、工业互联网等数字平台，坚实支撑经济发展、市民生活和城市治理等各领域的数字化应用。

证券市场	中国期货业协会最新数据显示，2020 年 12 月全国期货市场交易规模稳步增长。以单边计算，当月全国期货市场成交量为 7.73 亿手，成交额为 55 万亿元，同比分别增长 100%和 98%。
1 月 6 日	
经济金融	近日，央行、国家外汇管理局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。政策调整后，境内企业境外放款的上限相应提高，有利于满足企业“走出去”的资金需求，也有利于扩大人民币跨境使用，促进跨境资金双向均衡流动。 工信部部长肖亚庆表示，全面部署新一代通信网络基础设施，有序推动 5G、数据中心、工业互联网等建设部署和创新应用。发展开源生态，建立企业能够主导的生态环境。 商务部等 12 部门印发通知提出，稳定和扩大汽车消费。释放汽车消费潜力，鼓励有关城市优化限购措施，增加号牌指标投放。开展新一轮汽车下乡和以旧换新。激活家电家具市场，鼓励有条件的地区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。
1 月 7 日	
经济金融	2021 年中国人民银行工作会议召开，会议要求，落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，完善金融支持住房租赁政策体系。完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。强化支付领域监管，个人征信业务必须持牌经营，严禁金融产品过度营销，诱导过度负债，严肃查处侵害金融消费者合法权益的违法违规行为。 商务部回应美国拟对中国软件应用程序相关企业施加交易禁令：敦促美方停止对中国应用程序的无理打压，停止限制中国产品和服务在美国的正常使用。 纽约证券交易所宣布还是会推进对三家中国电信企业摘牌。此前，纽约证券交易所曾宣布停止推进将三家中国大型电信企业摘牌，随后遭美国商务部长姆努钦反对，受到压力的纽交所随后表示会重新考虑中止摘牌的决定。 在规范发展住房租赁市场方面，住建部部长王蒙徽表示，要推动出台《住房租赁条例》，加快完善长租房政策。整顿规范租赁市场秩序，加大对“高进低出”“长收短付”以及违规建立资金池等的整治力度，防止“爆雷”风险。

	中汽协表示，据重点企业旬报情况预估，2020 年 12 月，汽车行业销量预估完成 280.2 万辆，环比增长 1.2%，同比增长 5.4%；2020 年，汽车行业累计销量预估完成 2527.2 万辆，同比下降 1.9%。
1 月 8 日	
经济金融	国家外汇管理局数据显示，截至 2020 年 12 月末，中国外汇储备规模为 32165 亿美元，较 11 月末上升 380 亿美元，升幅为 1.2%。12 月，中国外汇市场运行总体稳定，市场交易理性有序。 中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。企业因此次参数调整导致跨境融资风险加权余额超出上限的，通知发布之前的跨境融资合约可持有到期。 国家发展改革委副主任林念修指出，上海要加快编制一批规划方案，大力推进重大科技基础设施建设，推动集成电路、人工智能、生物医药“上海方案”落地见效。 商务部部长王文涛谈 2021 年商务工作发力点时表示：拓展服务消费，提振餐饮消费，促进家政服务提质扩容。加快培育新型消费，鼓励企业运用 5G、物联网等信息技术，加快实体商业数字化、智能化改造，满足个性化、定制化消费需求。 商务部部长王文涛表示，进一步提高货物贸易零关税比例，放宽服务贸易和投资市场准入，积极参与数字经济、环保等新规则议题谈判，推动建设更高水平开放型经济新体制。 纽交所重新推进中国三大运营商摘牌。三大运营商发布公告：中国移动称考虑不同方案和寻求专业意见，保护公司及股东的合法权益；中国联通表示，对纽约证交所多次推翻其自身决定的情况感到失望；中国电信表示，预计纽交所再次推翻其先前决定对公司股票交易价格及成交量产生影响。
1 月 11 日	
经济金融	央行行长易纲日前就 2021 年金融领域热点问题表示，2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢，预计今年可以回到基本稳定的轨道。2021 年将继续坚持市场在人民币汇率形成中发挥决定性作用。 1 月 8 日，银保监会一口气开出 21 张罚单，对 7 家金融机构共计处罚 1.995 亿元。这 7 家机构分别是国开行、国银租赁、工商银行、邮储银行、长城公司、长城新盛信托、长城华西银行。

	据媒体报道，央行、银保监会 2020 年末划出两条房地产贷款占比红线，有 4 家一线银行（平安银行、兴业银行、浦发银行、招商银行）房地产贷款占比超越上限，与这些银行合作的主流房地产上市公司有 22 家，踩线银行未来将收紧房地产贷款，地产公司融资将进一步承压。
证券市场	一位接近沪深证券交易所的人士向记者表示，全市场推行注册制的条件逐步具备，2021 年全国两会后全面推行注册制或可期。 日前，中国证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，《规定》进一步重申和强化了私募基金行业执业的底线行为规范，形成了私募基金管理人及从业人员等主体的“十不得”禁止性要求。通过重申和细化私募基金监管的底线要求，让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源，推动优胜劣汰的良性循环，促进行业规范可持续发展。 根据数据显示，1 月初已经有 8 支一日售罄的爆款基金，合计规模 812 亿。截至目前公布的数据，未来一个月已经排期等待发行的基金还有 47 支左右，对应最大发行规模可以超过 3500 亿。
1 月 12 日	
经济金融	征求意见半年后，银保监会近日发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让。有业内人士表示，上述措施最快将于 2021 年一季度落地。目前参与机构已开始储备项目。首批试点参与不良贷款转让的银行仍为 18 家：六大国有银行、12 家股份制银行。 国家统计局 1 月 11 日发布数据显示，2020 年 12 月份，CPI 同比由上月下降 0.5%转为上涨 0.2%；环比由上月下降 0.6%转为上涨 0.7%。2020 年全年，CPI 比上年上涨 2.5%，实现涨幅 3.5%左右的目标；PPI 比上年下降 1.8%。 工信部副部长辛国斌强调，整车和电池企业要加强技术攻关，提升电动汽车低温行驶性能，改善用户体验，高校和研究机构要加强基础共性技术研究，为产业发展提供有力支撑。
1 月 13 日	
经济金融	央行数据显示，12 月新增贷款 1.26 万亿元、同比少增 1,170 亿元，贷款余额增速 12.8%，与上月持平。全年新增贷款 19.63 万亿元。12 月狭义货币供应量（M1）增速较上月回落 1.4 个百分点至 8.6%，M2 增速较上月回落 0.6 个百分点至 10.1%。

1 月 14 日	
经济金融	银保监会办公厅印发《消费金融公司监管评级办法（试行）》。消费金融公司监管评级得分满分为 100 分，根据具体评级得分，分为 1 级、2 级（A、B）、3 级（A、B）、4 级和 5 级，数值越大表示机构风险或问题越大，需要监管关注的程度越高。 中汽协副秘书长陈士华表示，芯片短缺从 12 月份下旬开始，对 2021 年一季度的生产造成很大影响，有可能会对二季度产生影响。 中汽协预计中国汽车市场 2021 年将实现恢复性增长，汽车销量有望超过 2600 万辆，同比增长 4%。预计新能源汽车 2021 年销量 180 万辆，同比增长 40%。
1 月 15 日	
经济金融	2020 年，中国货物贸易进出口总值 32 万亿元人民币，同比增长 1.9%。12 月，以美元计价，中国出口同比增 18.1%，预期增 15.2%，前值增 21.1%；进口增 6.5%，预期增 4.6%，前值增 4.5%；贸易顺差 781.7 亿美元，前值 754 亿美元。 海关总署表示，正在加快推进 RCEP 实施准备工作，将研究出台“RCEP 进出口货物原产地管理办法”和“经核准出口商管理办法”。 商务部新闻发言人高峰表示，中方从去年 12 月起就已经启动 RCEP 协定国内核准程序，目前进展顺利。同时，相关实施准备工作正在稳步推进。中方协定核准和实施准备工作将在 6 个月内完成。
1 月 18 日	
经济金融	1 月 15 日，国新办举行新闻发布会，央行相关负责人表示，2021 年，稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度，货币政策要稳字当头，不急转弯，继续保持对经济恢复必要的支持力度。央行会根据疫情防控和经济社会发展的阶段性特征，灵活把握货币政策的力度、节奏和重点，以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。
证券市场	开年后的两周时间，沪深两市成交额持续 10 天破万亿。与去年底相比，成交活跃度大幅提升。统计显示，1 月以来 A 股日均成交额达到 1.16 万亿，是近一年来单月次高水平，较去年 12 月环比增长 43%。

	上周港股通资金净流入 586 亿人民币，从十大活跃成交股的数据来看，南向资金主要流入计算机、通信和石油石化，流出汽车、有色金属和食品饮料。
1 月 19 日	
	国家统计局发布数据显示，2020 年全年国内生产总值 1015986 亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.3%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%，四季度增长 6.5%。 财政部国库司有关负责人 18 日在 2021 债市发展论坛上表示，财政部将按照建立现代财税体制的要求，根据财政政策逆周期调节和财政可持续的需要，合理确定政府债券发行规模。
1 月 20 日	
经济金融	19 日，习近平总书记乘火车沿京张高铁抵达河北省张家口市，先后考察京张高铁太子城站、国家跳台滑雪中心、国家冬季两项中心，看望慰问运动员、教练员和张家口赛区运行保障团队、建设者代表。 国资委表示，要按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率要求，分层分类地深化混合所有制改革。目前，中央企业集团层面主要还是保持国有独资或者国有全资，有条件的企业可以进行股权多元化改革。目前，中央企业集团层面还是没有推进引入其他资本混合所有制改革的计划。 2021 年，商务部将促进商品消费，推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，深化汽车流通领域“放管服”改革，鼓励有条件的地区开展汽车下乡和汽车、家电、家具以旧换新。
1 月 21 日	
经济金融	习近平在北京河北考察并主持召开北京 2022 年冬奥会和冬残奥会筹办工作汇报会时强调，坚定信心奋发有为精益求精战胜困难，全力做好北京冬奥会冬残奥会筹办工作。 美东时间 1 月 20 日，特朗普离开美国白宫，其总统任期结束。美国当选总统、民主党人拜登在首都华盛顿宣誓就任美国第 46 任总统。拜登发表就职演说时表示，拒绝“美国孤立”，将修复与盟友关系，与世界再次建立“良好联系”。美国当选副总统哈里斯当天也宣誓就职，成为美国历史上首位女性副总统。
1 月 22 日	

经济金融	国务院总理李克强 1 月 20 日主持召开国务院常务会议，部署强化措施、完善制度，坚决制止涉企乱收费，有序做好法定税费征缴工作，确保不增加企业和群众不合理负担。 刘鹤主持召开国务院促进中小企业发展工作领导小组第七次会议。会议认为，中小企业的韧性是我国经济韧性的重要基础。要解放思想、提高认识，努力帮助民营经济、中小企业解决最直接的现实困难。要把握好政策的连续性、稳定性和可持续性，大力支持中小企业健康发展，金融机构要不断提升能力，做到敢贷、愿贷、能贷、会贷。 国务院副总理韩正在农村乱占耕地建房问题专项整治工作会议上强调，坚决遏制增量，分类处置存量，积极稳妥依法有序推进专项整治工作。 根据商务部、国家外汇管理局统计，2020 年全年中国对外直接投资 1329.4 亿美元（折合 9169.7 亿元人民币），同比增长 3.3%。
1 月 25 日	
经济金融	21 日，李克强主持召开座谈会，听取专家企业家对政府工作报告、“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要草案两个征求意见稿的意见建议。李克强表示，要巩固经济稳定恢复增长基础，保持宏观政策连续性稳定性可持续性，面向市场主体需求，保持必要合理的财政货币政策力度，稳定市场预期。
证券市场	为规范指数基金的产品开发等业务活动，沪深交易所制定了《证券投资基金业务指引第 1 号——指数基金开发》，现予以发布，自 2021 年 2 月 1 日起施行。其中提到，基金管理人申请开发股票指数基金，其标的指数为非宽基股票指数的，成份证券数量不低于 30 只；单一成份证券权重不超过 15%且前 5 大成份证券权重合计占比不超过 60%。 1 月 22 日，沪深交所对沪港通、深港通业务实施办法进行了修订，沪深股通标的扩容；自 2 月 1 日起，部分符合条件的科创板个股即将加入沪股通，香港投资者将可以参与相关个股的交易。
1 月 26 日	
经济金融	25 日，李克强主持召开教科文卫体界人士和基层代表座谈会征求对政府工作报告、“十四五”规划纲要的意见建议。李克强表示，要加强公共卫生体系建设，发展“互联网+医疗健康”，守护好群众健康。女排运动员朱婷就体育后备人才培养谈了想法，李克强说，要注重青少年基本功训练，厚植人才基础。

	中共中央办公厅、国务院办公厅印发通知：疫情高风险地区群众均应就地过年，中风险地区群众原则上就地过年；低风险地区倡导群众就地过年，非必要不出行。 近日，央行会同银保监会设计完善了转股型资本债券相关制度，并已批复浙江稠州银行、宁波通商银行在银行间债券市场发行转股型资本债券。下一步，央行将会同银保监会进一步加强创新力度，鼓励支持符合条件的中小银行通过发行转股型资本债券补充资本，增强服务实体经济和抵御风险的能力。
1 月 27 日	
经济金融	中国人民银行行长易纲出席 2021 年世界经济论坛“达沃斯议程”对话会时表示，中国的货币政策将继续支持经济，财政政策和货币政策都追求就业的最大化；预估今年中国的 GDP 增速将恢复到正常区间内，符合预期；确保央行采取的政策是具有一致性、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策。 IMF 预计 2020 年全球经济萎缩 3.5%，10 月预估为萎缩 4.4%，2020 年下半年经济动能强于预期。预测 2021 年中国 GDP 增速达 8.1%。IMF 上调 2021 年美国增长率预估至 5.1%，10 月预估为增长 3.1%。
1 月 28 日	
经济金融	国务院副总理刘鹤 1 月 27 日主持召开国务院国有企业改革领导小组会议，会议强调，力争到年底完成三年改革任务的 70%以上，做强做优做大国有资本和国有企业。落实三年行动方案，要把握好“一个抓手、四个切口”。提高效率，增强企业活力，形成更高质量的投入产出关系。狠抓创新，强化创新激励，在加快实现科技自立自强方面发挥支柱带动作用。 银保监会工作会议指出，保持宏观杠杆率基本稳定。严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定。继续做好不良资产处置。加快推动高风险机构处置。完善重大案件风险和重大风险事件处置机制。加大对非法金融以及“无照驾驶”打击力度。 2020 年 12 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 20.1%，单月连续 7 个月较快增长，前值增 15.5%。
1 月 29 日	

经济金融	美国第四季度国内生产总值（GDP）增长 4%，低于市场预计的增长 4.2%，2020 年全年 GDP 萎缩 3.5%，成为美国经济 1946 年萎缩 11.6%以来最惨重的年度挫折。
证券市场	2021 年证监会系统工作会议 28 日在京召开，会议强调，今年要严格退市监管，拓展重整、重组、主动退市等多元退出渠道；推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地；密切关注市场流动性变化，严密监控资金杠杆水平；今年将出台欺诈发行股票责令回购等配套制度；坚决防止资本无序扩张。 交易所资金面继续延续紧势，上交所隔夜回购 GC001 利率报收 7.1%，深交所隔夜回购 R-001 利率报 4.9%。

2021 年 2 月投资策略

研究发展中心 研究员：张雷
执业证书编号：S1390514040003

上月行情回顾

回顾 2021 年开年的 1 月份的市场走势，我们看到，市场整体重心在新能源电池，白酒，有色金属等前期热点板块的带动下继续走高，尤其创业板，走势明显强于主板市场。而主板市场的表现相对滞后，蓝筹股在成交量没有明显放大的背景下，缓步上移，从数据上看，1 月份发行的基金数量，两融数据都处于高位，显示市场流动性较为充裕，本轮行情的一个主要推手就是流动性，在近期央行持续地量逆回购并实现大额净回笼之后，银行间和交易所回购利率大幅上行，上交所和深交所隔夜回购利率均突破 5%。近期央行投放期限都偏短，容易引发市场对资金面的担忧。今年春节流动性缺口大约在 1 万亿左右，与以往春节前 1.1-1.2 万亿的央行投放力度相近。目前距离春节还有 3 周，需要继续观察央行的后续操作。本轮行情的另一个特点就是大基金抱团，目前看，这种抱团行为短期内不容易被打破，一是因为临近春节假期，长假期间的政策变化不明朗，守住现有仓位结构不失为明智之举，二是调仓风险，目前全面牛市还无法确定，大幅调仓很可能错过现有收益，而一旦市场出现调整，调整布局之后的行业也可能遭到错杀，因此，我们认为，春节假期之前，市场热点很难出现大的转换，保持现有热点的反复是维持市场热度的最佳选择。

行业涨跌幅

行业方面电气设备（12.13%）在新能源电池概念的带领下，领涨了一月份的市场，化工（11.03%）、农林牧渔（9.20%）、电子（7.19%）、有色金属（7.07%）表现也比较抢眼；而排在跌幅榜前五位的则是非银金融（-5.51%）、国防军工（-4.89%）、公用事业（-3.53%）、商业贸易（-3.46%）、通信（-3.24%）。

图表 1：



数据来源：wind 中天证券研究发展中心

2021 年 1 月开始，全国范围内的新增确诊数据量不断上涨，各省开始再次加紧对疫情的监控和防疫政策。尤其是随着国务院“返乡必须出示七天核酸检测阴性证明”政策出台以来，各省的防疫政策都出现趋严的倾向。

随着春节临近，国内各地开始提倡“就地过年”，我们认为催生如下投资机会：

从生产端来看，“就地过年”一定程度上可以缓解春节前后的用工荒问题，可能会增加有效生产的时间和有效生产的人口，有利于改善往年春节呈现的“低生产”的特征，从往年情况来看，受春节影响比较显著的行业主要集中在劳动力密集型行业，包括纺织、电子、采掘等，如果今年“就地过年”全面铺开可能会使得生产端的表现超出往年。

从消费端来说，一方面“就地过年”使得人口流动大幅缩减，对于交通运输、餐饮旅游等传统板块可能会造成一定影响，以餐饮旅游为例，春节黄金周零售餐饮企业销售额占全年社零总额的比例为 2.4%

左右，高于周平均水平；但另一方面，“就地过年”催生线上购物、居家娱乐、在线办公等“宅经济”的发展，对相关板块的上市公司业绩增长构成利好。

截止 1 月 21 日，A 股两融余额突破 1.7 万亿，创下 2015 年 7 月以来新高，并且之后连续三天站上 1.7 万亿关口。两融余额持续增长助推 A 股走势向好的方向加速发展，但由于抱团现象依然存在，A 股近期频繁出现“指数涨个股跌”的情况，这也导致了部分两融投资者出现亏损现象。但总体成交量的上涨还是牛市的一个基本特征，我们认为两融数据的持续攀升，会增加交易热情，推动行情进一步演绎。

从两融规模来看，虽然两融绝对规模不断上升，创下 2015 年 7 月以来新高；但从相对比例来看，目前两融余额占 A 股流通市值比例在 2.5%左右，远低于 2015 年 7 月 4.6%以上的水平，甚至低于 2016 年 3 月的数据，较去年同期也仅上涨了 0.4 个百分点左右，从相对比例来看，两融规模还有较大增长空间。

二月份市场分析

短周期来看，我国经济在 2020 年初疫情暴发与防控压力高峰冲击下滑后，已连续三个季度处于后疫情下的修复阶段，且目前已逐步修复至疫情前水平。自 20 年二季度国内疫情防控取得战略成果、复工复产、复商复市深化推进，经济增速由负转正并逐步加速回升。

从经济同比增速来看，4Q20 单季度经济增速已恢复至近两年新高，就经济环比动能而言，20 年二季度国内复工复产、复商复市前中期的经济环比恢复强劲，2Q20 季调环比增速达+11.6%，而三季度起经济恢复逐步转入中后期，经济环比动能趋缓，20 年 3Q、4Q 季调环比增速依次放缓至+3.0%、+2.6%，但仍远高于前五年同季环比增速均值+1.5%、+1.5%，表明后疫情时期，国内经济恢复动能仍强于常态水平，预计有望持续至 2Q21。 20 年国内经济自疫情中恢复超预期的驱动力主要源自房地产投资韧性、出口增速超预期（填补海外疫情持续加剧下的供需缺口）；具体从投资、消费、工业生产三大经济数据来看： 投资端：基建低位平稳、制造业持续回暖、房地产韧性仍可期。

20 年固定资产投资累计同比增速+2.9%，呈现逐月回升态势，但仍低于疫情前两年 5-6%增速区间；细分来看，20 年基建、制造业、房地产累计投资增速各为+0.9%、-2.2%、+7.0%，分别较 19 年回落了 2.9、5.3、2.9 个百分点。动态趋势来看，三大投资回暖随疫情不同阶段而恢复节奏各异：基建投资发挥了疫情冲击前期的经济稳定作用，而国内疫情中后期基建投资回升动能平缓，制造业投资在疫情前期恢复较为缓慢但持续性更稳定；同时房地产投资韧性足，即疫情前期冲击最小，但恢复较快且稳中缓升。 消费端：可选与服务消费恢复平稳，也更具持续性

20 年受疫情冲击，城镇居民人均可支配收入实际、名义累计同比+1.2%、+3.5%，较 19 年显著回落 4.4、3.8 个百分点，并创近二十年增速新低；以上收入增速显著下降的压力，使得 20 年城镇居民人均消费性支出实际、名义累计同比-6.0%、-3.8%，均较 19 年大幅下降 11 个百分点左右。

城镇居民可支配收入压力下的支出减少，叠加局部疫情屡有反复制约了服务消费的稳定修复，使得 20 年社会消费品零售总额同比下降 3.9%；分类来看，20 年消费增速转负，主要受可选消费、服务消费恢复被压制或延后所拖累，其中石油消费额受油价及出行减少同比大降 14.5%，家具家装家电等地产链消费同比下降 2.8-7.0%不等，金银珠宝消费同比转负至-4.7%，汽车消费同比降幅逐月收窄至-1.8%；而烟酒饮料、日用品、化妆品、中西药品等必需消费增速普遍持稳甚至略有增加。

展望 21 年，随着就业改善、居民可支配收入回升及疫情影响弱化，预计被压制或延后的消费有望释放，重点为家装家具家电、汽车、服装等可选消费，及餐饮、酒店旅游、教育、影视文化等服务消费。

生产供应端方面：工业生产已基本恢复至疫情前水平，叠加出口形势好于预期的拉动，工业增速已恢复至疫情前水平之上。一是从月度规模以上工业增加值同比增速来看，已从去年 2 月份的-25.9%低谷逐月持续回升，4 月转正并上行至 12 月的+7.3%，创近三年新高，且明显

高于 19 年月均或累计同比增速+5.7%；二是从工业产能利用率来看，单季度工业产能利用率已自 20Q1 的 67.3%逐季上升至 20Q4 的 78.0%，已恢复至七年高点；环比来看，虽然今年春节提倡不返乡在本地过年，有利于 2、3 月工业生产早复工，但考虑到工业产能利用率已升至七年高点，预计工业环比增速趋弱。 库存：20Q1、Q2、Q3 分别呈现被动加库存、主动去库存、被动去库存特征，3、6、9 月的各季度末的工业企业产成品存货同步增速分别为+14.9%、+8.3%、+8.2%，10 月进一步下降至+6.9%，二、三季度工业企业去库存构成当期经济拖累因素。随着 11 月初国内外工业商品转为趋势反弹（迄今两个半月内南华商品指数累计反弹 18.5%），以及企业盈利回升预期改善，20 年 11 月工业企业产成品存货由降转升至+7.3%，预计 21 年全球需求回暖、大宗商品及 PPI 上行背景下，工业企业刚启动的补库存有望延续。

宏观政策展望及其影响：经济恢复正常，政策回归常态，权益资产估值难再提升

20 年上半年疫情冲击期的非常规对冲性宏观政策，取得了预期的“六稳六保”效果，但同时导致我国实体经济的宏观杠杆率大幅攀升，前三季度杠杆率累计上升 24.7 个百分点至 270.1%的历史新高，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升 12.7、5.6、6.4 个百分点。

20 年底的中央经济工作会议提出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯；对 21 年财政、货币政策的定调为：一积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作；二稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

近期发布的 12 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落，且两者明显回落 0.6、0.3pct 至 10.1%、13.3%，收窄至 20 年 3、8 月水平；国内经济逐步恢复至疫情前水平，宽货币宽信用已转为稳货币紧信用，代表信用政策的社融累计同比增速已连续两月回落。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳货币宽信用、11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀温和确定，届时或再度灵活边际调整为宽货币稳信用。

展望未来，21 年财政赤字率小幅下调，财政支出总规模稳中略降，地方政府债券、专项债发行规模收窄，从而拖累 21 年新增社融规模及其同比增速。从今年地方专项债提前下发额度及前置发行仍未如前两年启动可知，年初新增社融同比收缩压力仍将持续。

金融政策回归常态的影响一：金融政策回归常态，权益资产难以再提估值

我们认为，稳货币紧信用趋势下，预计 21 年存款准备金率、MLF 及逆回购操作利率调整空间非常有限，市场资金利率料保持平稳，无风险利率波动区间大概率趋于收敛，预计 10 年期国债利率合理区间在 2.9%-3.4%。

20 年下半年随着国内生产生活恢复正常、经济逐季恢复常态，后疫情下政策逐步回归常态的趋势确定。中央明确定调政策操作不急转弯，预示政策退出节奏平缓，但政策转弯收紧趋势已定，流动性边际收敛对权益资产估值的压制持续存在，尤其是当前全 A 股、剔除金融两油的 A 股的滚动 PE 各为 23.9、39.9 倍，已位于近十年历史区间的 97%、83%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

估值板块分布来看，消费、高科技略高，中游制造业合理，传统周期偏低。从当前行业估值所处近十年历史分位数来看，市场普遍看好的消费板块估值多数已位于 85%分位数以上，科技板块估值普遍位于 60-80%分位数区间，建材机械化工军工等行业景气度向上的中游制造业普遍位于 30-70%，而传统周期板块估值仍位于历史分位数 30%下方。

金融政策回归常态的影响二：结构性信用政策有保有压，兴制造业抑房地产稳基建

20 年 11 月起社融增速已见顶连降两月，但结合企业、居民短期、中长期贷款当月同比变化可知，信用政策趋紧下结构性有保有压，可概括为“兴制造业抑房地产稳基建”。

1）实体企业中长期信贷连续十月同比增加，且近三月保持在 1500-1900 亿元的增量区间，未随信用收缩而明显减少；企业中长贷保持平稳增长，印证制造业投资增速回升态势可持续，结构性金融政策压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业；

2）居民中长贷同比变化连续三个月减少，12 月由正转负-432 亿元，表明房住不炒政策调控定力，预计在商业银行涉房贷款集中度新规下，居民中长贷增速趋降；

3）居民短贷同比变化近三月偏弱，短期或系互联网放贷平台整改所致，或拖累消费增速反弹，后续或需居民收入改善，助力可选与服务消费恢复至疫情前正常水平。 市场展望：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

复盘每轮市场的牛熊转换，皆以核心驱动因素，即上市公司盈利能力 ROE 变化周期为根本；本轮 A 股盈利周期曲线来看，创业板的 ROE 已于 19Q1 率先企稳回升，而全 A 的 ROE 受疫情影响延后至 20Q3 企稳回升，先后驱动创业板、主板指数的趋势上涨；历史统计 A 股 ROE 变化曲线的周期规律、近 25 年前四轮牛熊转换周期的运行规律，均支持判断本轮结构性牛市有望延续至 21Q1 末前后。

本轮牛市发起于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市上半场的估值修复行情演绎较为充分。

随着 20 年 5 月货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，20 年下半年起流动性驱动力边际收敛，今年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

从估值水平来看，当前各主要消费、科技板块的估值普遍位于近十年偏高位置；当前申万一级行业的 PE、PB 分位数普遍位于近十年的 70%以上，仅建筑、房地产、银行、公用事业、商贸、传媒、纺织服装、有色、钢铁等周期为主板块的 PB 分位数位于 40%以下；当前万得全 A（剔除金融、两油）的 PE、PB 分位数位于近十年的 79%、69%，沪深 300、创业板指的 PE/PB 分位数各位于 95/71%、85/89%。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；7 月至 12 月下旬，内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转；即此前的高估值、绩优高价股已轮番调整，指数普遍回调逾 10%，而此前估值合理偏低的汽车、家电、电气设备、化工、有色、采掘等顺周期板块普遍逆势上涨，是对经济加速恢复预期、宽松货币政策退出的宏观趋势作出的合理逻辑反应，也标志着结构性牛市由上半场的提估值切换至下半场的看业绩阶段。

综合研判，本轮 A 股的结构性牛市，已由 18 年底至 20 年 6 月的提估值炒预期的上半场，自 20 年 7 月起切换至看业绩修估值的下半场；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，近中期低估值的顺周期板块有望进入业绩与估值双升的戴维斯双击阶段而领涨；而中长期内的科技冠军、消费白马股，业绩景气有望超预期上行，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

2 月份品种配置

2020 年 12 月 25 日至 21 年 1 月上旬跨年行情如期启动，但表征头部、尾部上市公司的指数表现强弱分化显著。虽然上周部分行业白马龙头高位回调，但年初迄今，剔除近三个月 IPO 上市的全 A 正常交易公司 4025 家，其中上涨、下跌的个股数各 1088、2903 家，涨跌比 1:2.7，进一步证明市场表现的分化。

在欧美疫情仍未防控见效前，预计宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后加速修复期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前A股市场的白马龙头股正步入第三阶段的泡沫化初期。

在国内大循环为主体、以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性、竞争力和现代化，更加注重补短板和锻长板，预计以新能源汽车与智能驾驶、军工装备、创新医药、半导体芯片、5G+应用、工业互联网、人工智能、数字经济、为首的科技龙头，业绩景气有望超预期上行。但考虑到前期已经有较大涨幅，需要牛市确认第二阶段热点轮动后，再行考虑。

近中期而言，各行业在疫情暴发、防控的不同阶段的冲击、恢复程度各异且时序不一，其中受线下场景或密闭环境制约的可选及服务消费，普遍为冲击严重但恢复靠后，随着国内疫情防控成果巩固、明年全球疫苗有望大规模分发与接种，后疫情下的耐用品与服务消费，包括汽车、家装家具家电、交运机场、餐饮酒店、广告影院、教育医疗等板块，有望迎来深度修复机会。

低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块在消化利空后有望修复，其中银行、保险行业基本面正好转，“三条红线”政策高压有望加速地产企业的供给侧改革，龙头券商有望持续受益于资本市场制度改革红利；同时，前期已有一定涨幅的化工、机械、新能源设备、建材等中游制造板块，在供需偏紧及补库存双驱动力下的行业量价仍看涨，此类顺周期板块仍具备上涨空间。

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。

二〇二一年二月“中天一号”投资组合

（2021年2月1日—2021年2月26日）

证券代码	证券名称	所属行业	市盈率 PE(TTM)	预测 2020 年每股收益（元）	总市值（亿元）	收盘价（元）
000858	五粮液	食品饮料	58.24	5.19	11300.91	291.14
002739	万达电影	传媒	——	——	478.49	21.45
600873	梅花生物	农林牧渔	19.55	0.37	186.31	6.01
300920	润阳科技	化工	35.97	1.39	44.60	44.60
000547	航天发展	国防军工	50.77	0.58	398.79	24.84
300783	三只松鼠	食品饮料	91.84	0.65	190.43	47.49
601633	长城汽车	汽车	71.34	0.00	3175.86	41.92
688139	海尔生物	医药生物	78.05	1.12	250.65	79.05
688268	华特气体	化工	84.16	0.85	69.30	57.75
600456	宝钛股份	有色金属	64.72	0.80	201.62	46.86

注：以2021年1月29日收盘数据计算

“中天一号”股票池个股点评

五粮液（000858.SZ）

投资要点：公司主要从事白酒生产和销售，主要产品“五粮液”酒是我国浓香型白酒的典型代表，核心竞争力主要体现在：独有的自然生态环境，独有的652年明初古窖的微生物群繁衍至今从未间断，独有的五种粮食配方酿造出品质完全的世界名酒五粮液等。受益生活水平的提高和消费的持续升级，高端白酒市场需求较好，公司核心产品销售持续增长，公司预计 2020 年收入和利润均保持 14%的增长，每股收益 5.127 元。

股价催化剂：2021 年国内经济恢复稳增长，消费需求回升刺激高端白酒的消费。

风险提示：宏观经济不确定风险，新冠疫情持续风险，行业竞争加剧风险。

万达电影（002739.SZ）

投资要点：公司是国内电影行业龙头，主业包括票房和院线收入，以及电视剧和电影的制作发行及相关业务收入。国内基本面逐渐复苏，电影行业回暖；2020 年第三季度毛利率由负转正；影院市占率领先优势扩大，龙头地位加强；定增获证监会核准，资金将用于新建影院项目和补充流动资金，增强公司竞争实力。

股价催化剂：2021 年春节档正式进入预售期，公司目前已有 40 部电影、电视剧和网剧储备，其中《唐人街探案 3》定档 2021 年春节档、《寻龙诀 2》、《误杀 2》等超级 IP 有望于未来 1-2 年陆续释放。

风险提示：电影板块持续回调；疫情持续反复影响影院正常营业；观影需求不及预期。

梅花生物（600873.SH）

投资要点：公司是全球领先的氨基酸营养健康解决方案提供商，公司通过为全球100多个国家和地区多家知名客户提供各类氨基酸产品

及使用解决方案。公司是国内最大的氨基酸生产厂商，拥有赖氨酸产能达 70 万吨，苏氨酸 30 万吨。公司披露三季报，营业总收入 120.76 亿元，同比去年 11.79%，净利润为 8.19 亿元，同比去年-4.19%，基本 EPS 为 0.26 元，平均 ROE 为 9.13%。

股价催化剂：上游玉米价格上涨叠加下游生猪存栏数量增加，氨基酸景气度上行。

股价催化剂：下游需求不及预期。

润阳科技（300920.SZ）

投资要点：公司为高新技术企业，专业从事无毒环保高分子泡沫塑料的研发、生产和销售，主要产品为电子辐照交联聚乙烯(IXPE)，该产品下游主要应用于 PVC 地板

股价催化剂：近几年来美国提高了家具甲醛环保标准，大幅提高了实木、复合地板的生产成本，这使得 PVC 地板竞争优势凸显。公司作为国内几大 PVC 地板生产商原材料供应商有望受益。目前达到约 1 亿平方米，随着募投项目及海外越南等新增产能释放，预计 2023 年达到 3 亿平方米。公司披露 2020 年年报业绩预告，净利润约 14107.00 万元~15375.00 万元，增长 21.79%~32.73%。

风险提示：新冠疫情超出预期。

航天发展（000547.SZ）

投资要点：2020 年前三季度，公司实现营收 28.78 亿元，比去年+22.37%；实现归母净利润 4.18 亿元，比去年+35.79%；扣非后净利润 3.82 亿元，比去年+34.08%。2020 年，公司稳步推动行业级等保测评中心业务开展，数据备份与恢复系统成功入围国家信创第三期采购名录，大数据平台、政务平台在疫情防控中积极发挥相关作用。两家单位获评工信部首批“全国疫情防控重点保障企业”，项目获评工信部工业互联网试点示范项目，多领域入选中国网络安全行业全景图。公司紧抓“新基建”，围绕网络空间安全产业基础，通过新设、收购方式加

速外延发展，并稳步推进锐安科技控股权收购，为构建网络信息安全综合解决能力、打造网络空间安全领域国家队夯实基础。公司现在持有 43%的锐安科技股权。公司投资设立航天新通科技有限公司，快速推进航天发展 5G 通信与指控装备板块产业优化升级。

股价催化剂：产品订单交付提速，新产品销售超预期。

风险提示：资产整合低于预期的风险、股东减持的风险、产品交付低于预期的风险

三只松鼠（601633.SH）

投资要点：公司是行业领先的以休闲食品为核心的品牌电商，产品组合覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等多个主要休闲食品品类。公司从品牌、品质、服务、速度等方面着力提升消费体验，构建了覆盖天猫商城、京东、1 号店等主流第三方电商平台及公司自营手机 APP、大客户团购、线下体验店等多元化渠道的销售模式。公司还和众多上游优质供应商保持长期紧密合作，充分保障公司采购的稳定性，同时通过严格的供应商开发管理制度和完善的质量控制体系确保食品安全。

股价催化剂：公司实行战略调整，从全品类品牌转型为“坚果果干+精选零食”品牌，精简 300 个 SKU，强化公司产品领袖角色；公司回购股份推出股权激励强化组织力。

风险提示：线上竞争加剧，品类与线下业务拓展不及预期，食品安全。

长城汽车（601633.SH）

投资要点：公司是中国领先的汽车制造企业。公司同时布局纯电和混动车型，预计新产品上市后，新能源市场占有率将进一步提升，打开销量增长空间。公司发布“咖啡智驾”战略，预计搭载 IBEO 激光雷达的量产车型将于 2021 年上市，另外基于高通 360-720TOPS 大算力芯片打造的全新高端车型将于 2022 年亮相。公司打造的柠檬平台助力产销规模向上一个台阶，降本效果将逐渐体现，公司毛利率水平将持续提升。

股价催化剂：公司开启新车周期，第三代哈弗 H6、哈弗大狗、欧拉黑猫、欧拉白猫等新车型预计持续贡献销量。

风险提示：宏观经济不及预期，公司整车销量不及预期。

海尔生物（688139.SH）

投资要点：1、年报预告业绩超预期。根据年报预告，预计公司全年实现归母净利润 3.79 亿元-4.25 亿元，同比增长 108%-133%；Q4 单季度来看，预计公司实现归母净利润 1.07 亿元-1.52 亿元，同比增长 119%-213%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元-1.32 亿元，同比增长 84%-170%。2、疫苗存储与接种业务打开中期成长空间。20 年 Q4 以来，全球新冠疫苗接种设备订单开始加速放量。大范围人群的免费接种将在两个维度上为公司带来增量：1. 存量设备更新升级；2. 短期内大量疫苗产品进入流通环节预计将催生出新设备的需求。疫苗存储与接种业务有望打开公司中期成长空间。

股价催化剂：海外新增订单增长超预期

风险提示：同业竞争加剧，业务进展不及预期

华特气体（688268.SH）

投资要点：中国电子产业市场规模快速扩张，原材料电子特气的国产替代迫在眉睫。公司电子特气产品已进入半导体产业链。华特气体是中国特种气体国产化的先行者。公司现有特种气体产品 230 余种，是国内首家打破高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、高纯八氟丙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳等产品进口制约的气体公司，并实现了近 20 个产品在国内集成电路、显示面板等产业链的进口替代。

股价催化：业绩超预期，新增订单快速增长

风险提示：下游需求不及预期

宝钛股份（600456.SH）

投资要点：公司为中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，海绵钛原料生产+钛材加工一体，现有钛材产能 2 万吨，发展目标主导钛产品产量 3-5 年内 3 万吨， 8-10 年内 4 万吨，保持较高增长目标。

股价催化剂：公司发布 2020 年年度业绩预增公告，预计实现归母净利润 3.7 亿元，同比增 54.2%；扣非归母 3.3 亿元，同比增 60.3%。

风险提示：产品结构升级不及预期，终端钛材消费量下降。

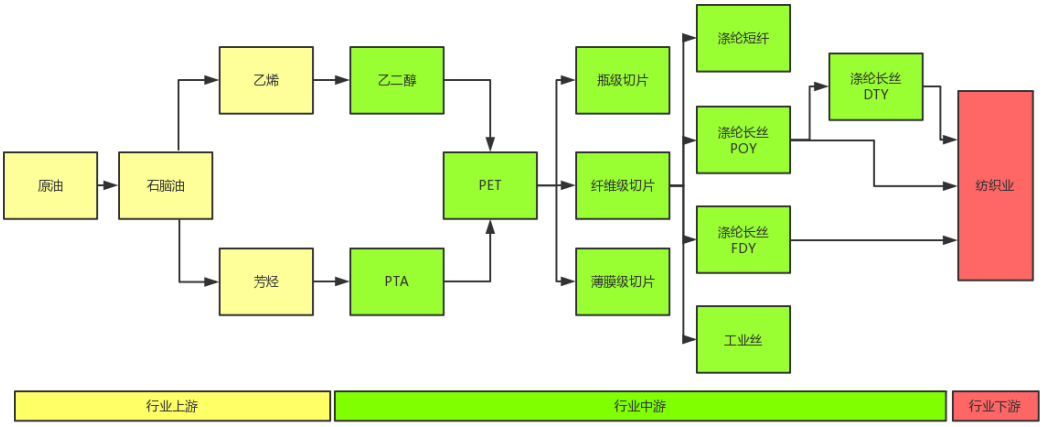
多因素共振——涤纶长丝景气度上行

研究发展中心 研究员 王博

执业证书编号：S1390518070001

聚酯是国内石油化工的代表产业之一，涤纶长丝属于其产业链中下游的关键一环。从下图可以看出，从石脑油中提炼出芳烃（PX）属于行业上游，而中游产业链较长，可以从 PX 一直延伸到涤纶长丝，行业的下游则是纺织业。2021 年，考虑到纺织复苏，RECP 协议影响以及产业链利润再分配等多重因素影响，相关企业盈利有望迎来改善。

图表 1：



资料来源：荣盛石化公告、中天证券研究发展中心

经过国内二三十年的发展，涤纶长丝已进入工艺、技术稳定，运用领域广泛的成熟阶段。我国涤纶长丝行业处于世界领先地位，行业结构调整和转型升级步伐不断加快，差别化、功能化工艺技术水平不断提高，产品更加符合下游需求。作为典型的周期品，行业盈利情况不仅受宏观经济影响，也随油价波动及新建项目建设周期的影响，同时，棉花价格的起伏影响家纺行业的需求变化，进而影响涤纶长丝的需求。从 2011 年开始，整个行业进入了结构性的调整期，2013 年涤纶长丝价格达到谷底，之后受行业短期供需影响有小幅波动，但整体依

然处于低位；2016 年至 2018 年，行业供需格局得以改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。2019 年受上游原材料价格波动影响，行业景气度有所回落。

纺织服装出口转暖，对涤纶长丝价格有一定的支撑作用。据海关总署最新数据显示，12 月我国纺织服装出口 262 亿美元，环比增长 6.5%，同比增长 7.2%，其中纺织品出口 122.9 亿美元，环比增长 2.16%，同比增长 12.7%，服装出口 139.1 亿美元，环比增长 10.83%，同比增长 2.7%，2020 全年纺织服装累计出口 2912.1 亿美元，增长 9.5%，其中纺织品出口 1538.3 亿美元，增长 29.2%，2020 年 9 月份以来，国内纺织品订单的激增直接带动了上游涤纶长丝等原材料的需求，下游需求较为饱满叠加原油价格上涨对上游原材料成本端起到一定的支撑作用。

RCEP 协议签订，有助于提升我国纺织服装的竞争力。RECP 是东盟十国与中日韩等五国达成的“10+5”协议，协议主要内容包括：货物贸易、服务贸易、投资、海关程序、电子商务、政府采购等。2019 年，RCEP 成员国国家总人口为 22 亿人，协议正式生效后，RCEP 成员国 GDP 总值约占全球 GDP30%。未来随着临近协议的生效，各成员之间关税或立即降至零，或十年内降至零。这不仅有利于降低中国纺织品服装出口到 RCEP 成员国的成本，进一步提升中国纺织品服装的竞争力，也有助于成员国体系内产业分工，充分利用各国优势资源，进而提升对外的纺织品服装出口的竞争力。

国产 PX 替代进口，聚酯产业链利润再分配。一方面，将帮助 PTA 生产厂家省下原有 PX 进口关税和到岸运输费，另一方面，产能的激增也将重构 PX 的行业竞争格局，日韩厂商对于 PX 的定价将不再强势，同时国内 PTA 生产厂商对原料 PX 的议价能力将会提升，PX 的利润空间将受到压缩，利润分配将由原来的杠铃状向扁平化过渡，PX 利润将向下游 PTA 及涤纶长丝转移，产业链利润分配趋于更加平滑，对 PTA 及涤纶长丝主要生产企业形成利好。

此外，近年来，我国涤纶长丝生产企业在产能利用率上出现明显的两极分化。行业内大型企业的产能利用率接近 100%，而中小规模企业产能利用率相对不足、甚至停产破产，企业效益两极分化加剧，部

分耗能大、产品品质差、竞争力弱的产能将被淘汰。随着龙头企业大炼化项目的投产，行业集中度进一步提高，CR6 超过 50%。综上，在多因素共振下，生产涤纶长丝龙头企业有望受益。相关标的：桐昆股份，产品覆盖了涤纶长丝产品的全系列，拥有 420 万吨 PTA 的年生产能力，聚合产能约为 640 万吨/年，涤纶长丝产能约为 690 万吨/年，涤纶长丝的国内市场占有率超过 18%；新凤鸣，国内年产能百万吨级以上的涤纶长丝生产企业之一，拥有民用涤纶长丝产能 460 万吨。

如何理解离岸美元体系

研究发展中心 研究员：许忠
执业证书编号：S1390520010003

前言

自中国加入 WTO、深度参与全球贸易活动以来，“离岸美元”和 LIBOR 是我们经常在财经新闻中看到的两个关键词，但似乎总感觉同我国的经济和金融市场表现缺少相关性。2020 年一季度，随着新冠疫情对全球经济产生影响，美元和离岸美元流动性骤然紧张，美元指数飙升，全球风险资产价格遭到冲击，A 股未能例外。以 2020 年的这次冲击为起点，随着中国金融市场对外开放程度的不断提升，离岸美元体系对国内投资者的影响可能越来越深。本文尝试简要介绍离岸美元体系，希望能够帮助投资者指导投资、趋利避害。

1.什么是离岸美元?

在 2020 年疫情最为严重的时候，国内的口罩熔喷料因为短期内的供需失衡而价格暴涨。在高额利润的驱使下，有中国商人特地前往中亚地区国家寻找熔喷料货源，而他们与卖家的交易，需要使用美元。上文描述的是一个典型的离岸美元的使用场景。离岸美元是一种在美国以外持有的无抵押美元存款。它们不受美国的法律管辖，也不受美国监管制度的约束。

“离岸美元”（Eurodollar）这个术语早在欧元诞生之前就出现了，因而其中的“Euro”与欧元毫无关系。这种用法与离岸债券（Eurobonds）的说法类似，离岸债券也不是以欧元计价的债券，而是发行公司以第三国货币发行的债券。例如，武士债券（Samurai bond）——非日本发行人以日元发行的债券——就是一种离岸债券。

离岸美元市场在二战后开始出现，当时随着美国人开始越来越多地消费海外商品，美国以外持有的美元存款开始增加。一些学者还提到了马歇尔计划的作用，即美国战后向西欧转移了超过 120 亿美元（相当于现在的 1320 亿美元），以帮助他们重建家园和对抗苏联共产主义的吸引力。当然，这些只是美国以外的美元，而不是离岸美元。

随着冷战的到来，共产主义国家开始担心它们在美国银行持有的美元是否安全。毕竟，在 1956 年苏伊士运河危机期间，为了应对英国入侵埃及，美国曾利用其金融实力谋取地缘政治利益，威胁要加大布雷顿森林体系下英镑盯住美元的压力：这迫使英国颜面扫地地撤退，并承认自己的大国地位与其衰退的经济和金融实力已不相匹配。1957 年，苏联将其美元储备转移到伦敦的一家银行，创建了第一笔离岸美元存款，为当前以美国为中心的全球金融体系播下了种子。与此同时，离岸美元市场催生了一种广为人知的金融工具——伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）。实际上，LIBOR 是一种离岸美元利率，它出现于 1960 年代，因为那些借入离岸美元的银行需要为可能的银团大额贷款制定一个参考利率。

2.离岸美元的规模

本文试图用国际清算银行（BIS）的数据来估算一个指标性的总数，它包含：

（1）非美国银行持有的表内美元负债（浅蓝柱）

（2）非美国银行发放的美元信用承诺、信用担保和衍生品合约（橙柱）

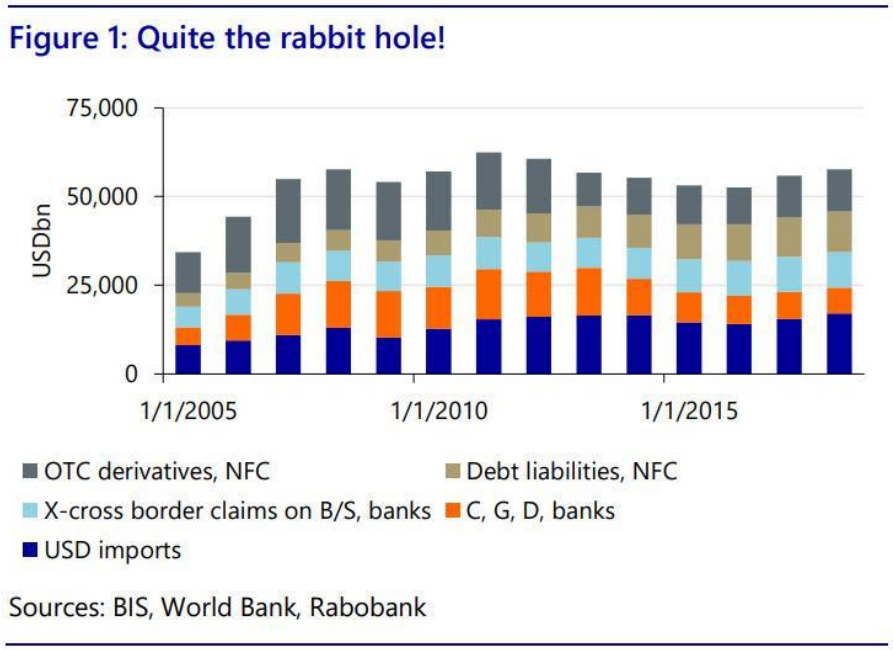
（3）非美国的非金融公司持有的美元债务（褐柱）

（4）非美国的非金融公司的场外（OTC）美元衍生品债权（灰柱）

（5）以美元计价的全球商品进口，不包括美国的进口和欧元区内部的贸易（蓝柱）

截至 2018 年底的结果如下：共计 57 万亿美元，几乎是新冠病毒袭击前美国经济规模的三倍。即使这一衡量指标并不完善，也能突显出市场规模之庞大。

图表 1：截至 2018 年底，离岸美元体系估计至少为 57 万亿美元



数据来源：网络，中天证券研究发展中心整理

这张图也反映出全球对美元的结构性需求同样巨大。每一笔进口、债券、贷款、信用担保或衍生产品都需要用美元结算。

3.离岸美元体系的问题

首先，全球金融市场在定价、记账、交易和并购中都依赖美元带来的共同标准。我们目前所享受的一体化水平很大程度上依赖于只使用一国货币作为全球储备货币的，但这意味着全世界受制于一种无法根据其需要自由创造的货币。当像新冠疫情一样的全球性经济冲击来临之时，离岸美元体系中的每个人都突然意识到他们没有能力创造美元法币，因而必须依赖本国美元外汇储备和/或美联储的互换额度。这显然赋予了美国巨大的政治权力和金融特权。此外，世界还受制于美国的货币政策周期：美国利率上升和/或美元走强，对那些与美国几乎没有直接经济或金融联系的国家来说是毁灭性的。

第二个问题是，美元从美国流向世界其他地方，必须足以满足贸易和其他交易的内在需求。那么目前庞大的离岸美元规模意味着，要么美国必须出现巨额资本账户赤字——向世界其它地区放贷；要么出现巨额经常账户赤字——向全世界支出。实际上，美国处于后者的状

态已经几十年了，并且受益良多。它可以用美元债务来购买世界其他国家的商品和服务，并造成巨大的公共部门或私人部门赤字。这种好处的代价也是显然的：持续的经常账户赤字意味着工业、制造业和相关工作的净流出。美国一代人显然已经历了这种情况，它不仅导致了结构性的不平等，最近还引发了希望“让美国再次伟大”的政治民粹主义反弹。

此外，工业萎缩破坏了国防部门所需的供应链，对国家安全产生了关键影响。美国已经接近失去大规模、快速生产其强大军队所需的各种产品的能力：然而，没有军事霸权，美国就无法长期维持其多维度的全球力量，而这种力量从本质上说也是美元和离岸美元体系的后盾。这意味着美国需要采取（军事的）产业政策和更保护主义的立场，以维持其实力，但这又可能会限制美元通过贸易流入全球经济。

罗伯特•特里芬（Robert Triffin）在 1959 年提出，当时他正确地预测，任何被迫扮演全球储备货币角色的国家，也将被迫进行更大规模的货币外流，以满足外国的胃口——最终导致了系统的崩溃，因为成本变得难以承受。

4.离岸美元体系的终局

从长期逻辑看离岸美元，这个体系最终只能通过三种方式自解：

（1）美国如特里芬所言放弃了美元储备货币的负担，或者是其他国家对美元失去信心，不再维持为保持美元适当流动而运行的赤字；

（2）美联储逐渐地、或是一股脑地接管了整个全球金融体系；

（3）美国宣称对全球金融体系中的部分领域拥有主导地位，而其余部分则留给其他国家自行安排，全球金融体系四分五裂。

需求侧重要一环：免税迎历史机遇

---风口已至、趋势形成、空间广阔

研究发展中心 研究员：于文声

执业证书编号：S1390519060001

中共中央政治局 20 年 12 月 11 日召开会议提出，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

本次会议提出需求侧改革，强调打通内需的堵点和贯通消费的各环节。免税作为中高端消费回流的重要抓手，政策红利持续释放推动国内高端免税消费发展效果显著。

一、政策梳理

随着国家持续促进消费扩容，加快形成国内市场，免税店被鼓励发展，相关政策包括口岸免税店扩容和市内免税店等加快落地，免税牌照适度放开，免税消费将持续促进境外消费回流，为国内消费增长提供动能。

图表 1：近期政策

时间	机构	内容
2020.3	国家发改委	发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》
2020.3	商务部、国家发改委、卫健委	三部门联合印发《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》
2020.5	中央政治局	中共中央政治局会议上，首次提出“加快形成国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进的新发展格局”
2020.11	中共中央	发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》

资料来源：各大网站，中天证券研究发展中心整理

二、离岛免税

免税消费需求旺、后劲足、潜能大，将迎发展机遇期。随着基数的不断上升，同比增速有所下滑，但仍保持较高增长，环比继续保持一成以上增速，充分表明免税消费需求旺、后劲足、潜能大。政策红利叠加需求释放有望助推离岛免税持续向好。

海南当地的免税购物格局主要由三类业态组成，即：日用消费品免税、离境退税和离岛免税。其中，此前曾高调宣布新建免税店的中免、中出服、深免等 5 家企业主要聚焦的是离岛免税这一领域。

图表 2：2020 年海南离岛免税销售数据

时间	离岛免税销售额（亿元）	同比（%）
2020.7	24.9	---
2020.8	30.9	---
2020.9	30.2	---
2020.10	34.1	---
2020.11	37.1	---
2020.12	42.6	150
2020 全年	274.8	103.7

资料来源：海南省政府网站，中天证券研究发展中心整理

三、岛内免税

根据海南省委书记沈晓明讲话，海南自贸港“零关税”商品四张清单，目前已出台原辅料、交通工具及游艇两张“零关税”正面清单，剩余的企业进口自用生产设备负面清单和岛内居民消费进境商品正面清单，有望在 21 年春节前全部落实。

海南正在广泛布局线下实体店，争取尽快使居民可以选购到质优价廉的进口免税商品。其中海发控旗下首个免税店正式入驻日月广

场。21 年 1 月 22 日，海口日月广场与全球精品（海口）免税城有限公司完成签约，海控全球精品（海口）免税城正式入驻日月广场，首期即将开业，面积超三千平方米，涵盖香水、化妆品、电子、数码、酒水、太阳眼镜等多个大类;第二季度将完成日月广场水瓶座 1-3 层的筹开，共计约 2.8 万平方米;第三季度将完成摩羯座 1-2 层重奢品牌店筹开，总面积超六千平方米。同时位于海口的中免美兰机场（二期）免税店和深免观澜湖免税店也有望在春节前开业。

岛民免税立足于岛民日常消费品市场，随着配套政策陆续出台，未来岛民免税可与离岛免税形成错位竞争、相辅相成、相得益彰，共同促进海南省免税大市场的不断壮大。岛民免税多元竞争，不同于离岛免税牌照在审批和数量方面的严格管控，岛民免税的管控将相对宽松，预计实行准入制，对于符合岛民免税店经营资质的经营主体可以通过公共服务平台向政府部门提出设立申请。

四、投资建议

20 年全球疫情影响下，国内政策多次强调“国内大循环”和“国内国际双循环”的新发展格局，重视消费扩容、提振内需，境外消费回流是大势所趋。免税是推动境外消费回流的重要抓手，政策利好加速，行业未来的竞争壁垒将从牌照逐步转向规模带来的价格优势、运营服务等综合能力。重点关注具有先发优势的龙头企业中国中免；关注携手中出服布局免税业务的凯撒旅业。

风电行业研究报告

研究发展中心 研究员 张帆

执业证书编号：S1390519020001

每年太阳辐射能为 1.5*1018KWh，其中有 1%到 3%转化为风能，总量相当于地球上所有植物通过光合作用吸收太阳能转化为化学能的 50 到 100 倍。从能源结构看，2019 年欧洲风力发电电量约占电力需求的 15%。其中陆上风电发电占比 12.2%，海上风电发电占比 2.3%。2020 年上半年，风能、太阳能、水力发电和生物能源等可再生能源发电量占据欧盟 27 国发电量的 40%，而化石燃料发电量下降到只占 34%。1-6 月，欧盟 27 国可再生能源发电量增长了 11%。仅风能和太阳能就创了欧洲总发电量 21%的纪录，并且在丹麦（64%），爱尔兰（49%）和德国（42%）的普及率甚至更高。

而我国风能资源丰富，在现有技术条件下，足够支撑 20 亿千瓦以上的风电装机。受地域影响，我国风能资源主要集中在西北、华北、西藏以及东南沿海地区。而我国经济发达、用电量大的地区为华东、华南地区，这也造成了供需错配，容易引发弃风限电问题。近两年，得益于特高压网络日渐完善，尽管处于抢装期，2020 年弃风率仍控制在 3.4%的历史最低水平。

2019 年亚洲市场继续引领全球风电市场，新增装机容量占全球市场的 50.7%。其次是欧洲，占比 25.5%；北美，占比 16.1%。单个国家来看，全球风电市场新增装机容量排名的前五位依次是中国、美国、英国、印度和西班牙，合计占比超过 70%；全球风电累计装机容量排名前五位则较去年维持不变，分别是中国、美国、德国、印度和西班牙，合计占比 72%。

为实现“3060”碳目标，预估风电行业 “十四五”期间，中国年均新增风电装机须保证 5000 万千瓦以上，2025 年后年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦。到 2030 年至少达到 8 亿千瓦，到 2060 年至少达到 30 亿千瓦。

国家能源局去年年末则提出了“2021 年我国风电、太阳能发电合计新增 1.2 亿千瓦”的目标。因为风电项目储备充足，风电装机今年有望达到 50 吉瓦以上的水平。 从投资总量看，目前我国陆上风电项目平均造价降至 7100 元/千瓦，部分地区已低于 6000 元/千瓦。海上风电项目单位容量造价大约在 14000-19000 元/千瓦之间；假设 120 吉瓦中包括 50 吉瓦风电和 70 吉瓦光伏，则风电项目大约需要总投资 4200 亿元。

风电行业过去十多年受补贴影响呈周期性发展态势，随着平价时代到来，行业有望实现去周期化发展。陆风在平价时代有望以稳定收益率和成本经济性体现出成长性；而海风开发潜力极大，成本端有望复制欧洲成熟市场降本路径，通过规模化发展（降低建设运维成本）和技术提升（机组大型化）最终实现平价，短期地方政府有望通过地补形式为海风迈向平价时代过渡。在“碳中和”愿景下，平价项目和海上风电将是行业未来主要发展方向，并且行业集中度将进一步提升。

2020 年风电新增设备容量 7167 万千瓦，同比增长 178.7%。

图表 1：

全国电力工业统计数据			
指　标　名　称	计算单位	全年累计	
		绝对量	同比增长
全国全社会用电量	亿千瓦时	75110	3.1
其中:第一产业用电量	亿千瓦时	859	10.2
第二产业用电量	亿千瓦时	51215	2.5
工业用电量	亿千瓦时	50297	2.5
第三产业用电量	亿千瓦时	12087	1.9
城乡居民生活用电量	亿千瓦时	10949	6.9
全口径发电设备容量	万千瓦	220058	9.5

其中:水 电	万千瓦	37016	3.4
火 电	万千瓦	124517	4.7
核 电	万千瓦	4989	2.4
风 电	万千瓦	28153	34.6
太阳能发电	万千瓦	25343	24.1
6000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗	克/千瓦时	305.5	-0.9*
全国线路损失率	%	5.62	-0.31▲
6000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时	小时	3758	-70*
其中：水电	小时	3827	130*
火电	小时	4216	-92*
电源基本建设投资完成额	亿元	5244	29.2
其中:水 电	亿元	1077	19
火 电	亿元	553	-27.3
核 电	亿元	378	-22.6
电网基本建设投资完成额	亿元	4699	-6.2
发电新增设备容量	万千瓦	19087	81.8
其中:水 电	万千瓦	1323	197.7
火 电	万千瓦	5637	27.4
风 电	万千瓦	7167	178.7
太阳能发电	万千瓦	4820	81.7
新增 220 千伏及以上变电设备容量	万千伏安	22288	-6.4

新增 220 千伏及以上输电线路回路长度	千米	35029	-2.5
注：1.全社会用电量为全口径数据。2.“同比增长”列中，标*的指标为绝对量；标▲的指标为百分点。			

资料来源：国家能源局，中天证券研究发展中心整理

政策是目前来看仍是推动风电发展的主要因素。

去年 1 月财政部印发的《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》明确，新增海上风电不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准(备案)并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的纳入中央财政补贴范围。业内普遍预期，2021 年将成为海上风电的“抢装年”。

随着 2020 年陆上风电抢装的结束，海上风电将成为各大风电整机厂家的重心。根据各家公司公告，上海电气、明阳智能、金风科技、远景能源等风电整机厂家合计在手海上风电订单超 10 吉瓦，大部分都将在今年集中交付，海上风电机组交付高峰期即将到来。

我国风电产业发展较为迅速

风电产业链可以分为上游原材料、中游制造、下游风电运营商。而主要原材料包括发动机制造的稀土永磁材料、叶片制造的玻璃纤维、碳纤维。零部件包括发电机、轮毂、齿轮箱、轴承、叶片、塔架等。其中叶片和齿轮箱占成本最大。根据明阳智能的招股说明书，其叶片成本占比为 23%，齿轮箱为 9.3%。

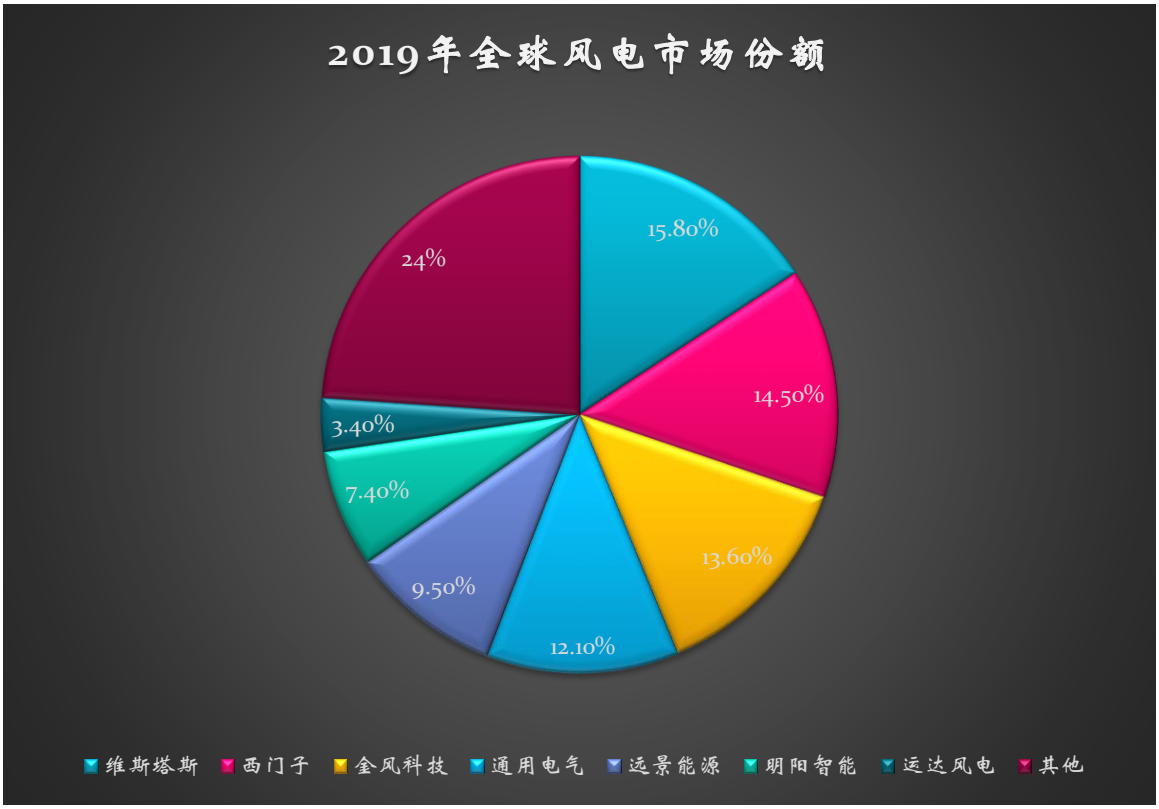
我国风电细分行业上市公司：

细分行业	股票名称	细分行业	股票名称
电站	节能风电	主轴	金雷风电
	嘉泽新能		通裕重工
	中闽能源	风塔	天顺风能
	银星能源		泰胜风能

	福能股份		天能重工
	龙源电力		大金重工
整机	金风科技	叶片	中材科技
	明阳智能		时代新材
	运达股份	其他零部件	日月股份
	湘电股份		吉鑫科技
			恒润股份
			振江股份

资料来源：公司公告，中天证券研究发展中心整理

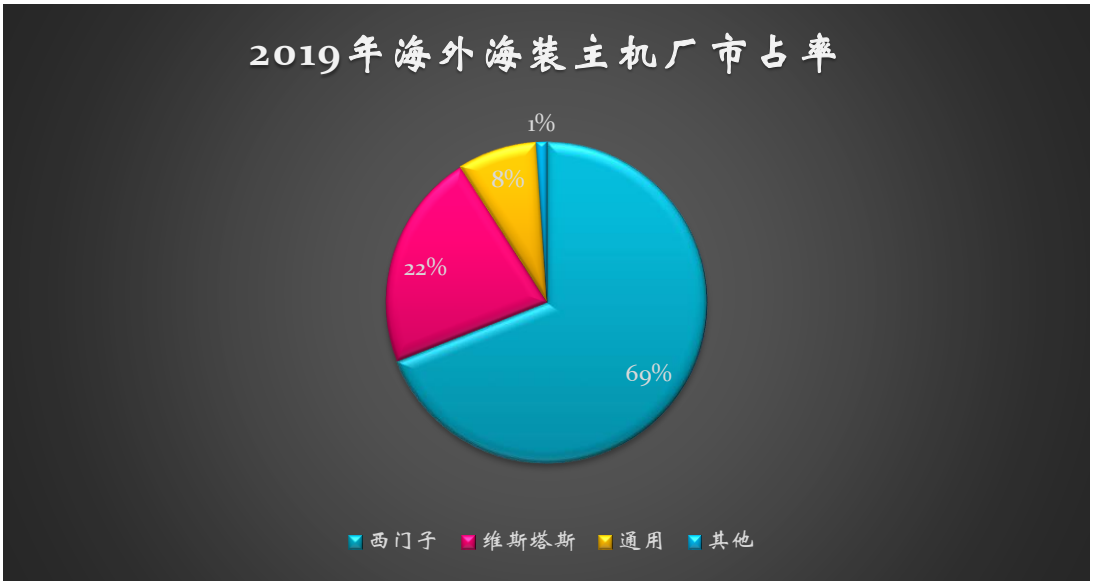
从最重要的中游制造上来看，我国设备厂商在全球的装机市场市占率稳步提升，前七名中占据四席。

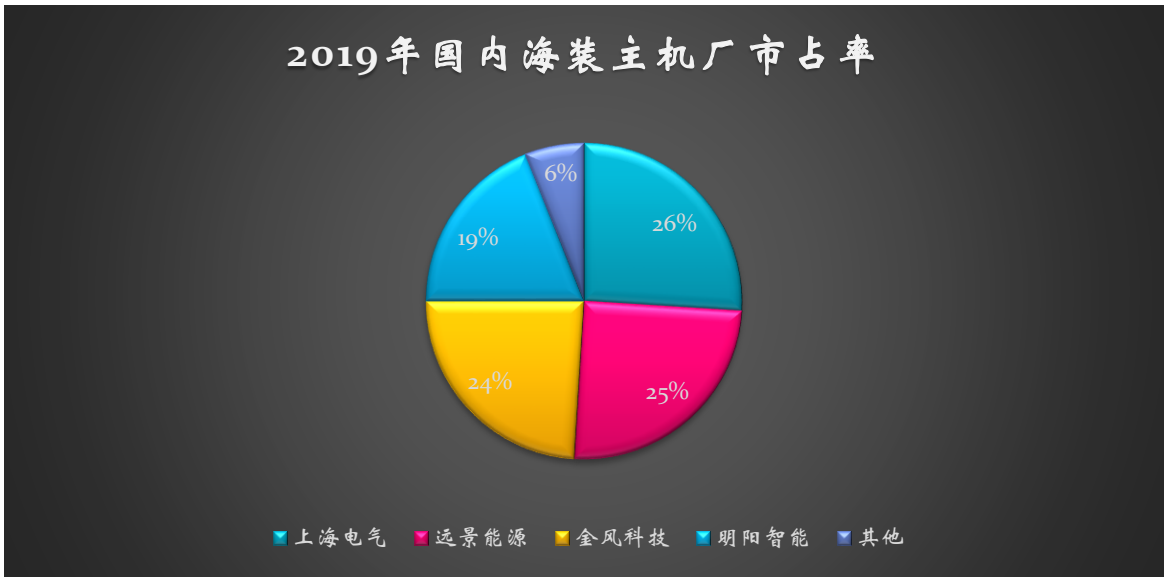


资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会，中天证券研究发展中心整理

海风相较于陆风而言，技术门槛更高，市场集中度较高，竞争格局较好。在海外海风主机厂中，西门子和维斯塔斯分别占据了 69%和 22%的市场份额，基本形成寡头垄断。而在国内市场来看，2019 年国内海上风电新增市场，我国海上风电整机厂商呈现四强鼎力的竞争格局，上海电气、远景能源、金风科技和明阳智能的占比分别为 26%、25%、24%和 19%。随着海上风电行业的发展，行业的技术和市场门槛将得到进一步提升，核心企业将随着行业规模的扩张不断布局新产能，未来行业集中度有望继续攀升。

图表 2：





资料来源：索比光伏，中天证券研究发展中心整理

世界风电权威媒体 Wind Power Monthly 发布了 2019 年海上风电行业最佳机型，我国共有五款机型入围前十。

品牌/型号	容量/MW	风轮直径/m
通用电气 Haliade-X	12	220
西门子 SG 11.0	11	193
东方电气 D10000-185	10	185
金风科技 GW175-8.0MW	8	175
维斯塔斯 V174	9.5	174
明阳智能 SE 7.25	7.25	158
远景能源 EN161	5.2	161
明阳智能 SE 8.0	8	180

西门子 SG 8.0	8	167
维斯塔斯 V164	9.5	164

资料来源：Wind Power Monthly，中天证券研究发展中心整理

英国是海风发电的典范。截至 2019 年底，英国海风累计装机 9.95GW，占欧洲海风装机 45%，是全球第一大海风装机大国。得益于差额合约和容量市场的市场机制及规模效应，英国海风 LCOE 近十年下降 65%至 0.05 美元/KWH。而中国近十年海风 LCOE 下降幅度为 29%，未来下降空间很大。目前来看，我国的风机技术和供应链水平在不断提高，整体成本呈现较快的下降趋势，风电大面积平价上网可期。

我们建议重点关注受益于集中度提升的整机厂龙头金风科技、明阳智能；受益于海风抢装的海底电缆龙头东方电缆；三大主业都处于向上周期的叶片龙头中材科技。

风险提示：

风电消纳政策不及预期；

补贴发放不及时，影响投资节奏。

■免责声明

本报告仅供中天证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本报告仅供参考。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。投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中天证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。本公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

根据《中天证券股份有限公司投资者适当性管理办法》的相关要求，将本报告评级为中等风险，适用于稳健型及稳健型以上投资者，稳健型以下投资者不宜使用。

中天证券股份有限公司研究发展中心地址：沈阳市和平区光荣街 23 甲

邮编：110003

电话：024-23255945