国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20210125

【财经新闻】

- 深圳出台八条措施 开启楼市征信时代
- 科创板股票 2 月 1 日起 纳入沪深港通股票范围
- 美联储新年首秀 发出宽松退出信号为时尚早

【行业动态与公司要闻】

- 宁波银行拟配股募资不超 120 亿元 或为跻身系统重要性银行作铺垫
- 央地多举措力促制造业创新发展

【国都策略视点】

- 策略周报：经济恢复中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

【重点公司公告摘要】

- 英科医疗：2020 年度净利润预增 3713%-3994%
- 北方华创：2020 年度净利润预增 49%-88%

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3606.75	-0.40
沪深 300	5569.78	0.09
深圳成指	15628.73	0.70
中小板综指	13554.24	0.42
恒生	29447.85	-1.60
国企	11677.45	-1.78
恒生 AH 溢价	134.84	1.06
标普 500	3841.47	-0.30
NASDAQ	13543.06	0.09
MSCI 新兴市场	1392.85	-0.94

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌
纽约原油	51.98	-1.98
纽约期金	1855.50	-0.77
伦敦期铜	7986.00	-0.60
伦敦期铝	1994.50	-0.28
波罗的海干散货	1810.00	-1.47

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：陆星挺
电 话： 010-84183211
Email： luxingting@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】

■ 深圳出台八条措施 开启楼市征信时代

【中国证券报】1 月 23 日晚，深圳住建局发布关于进一步加强商品住房购房资格审查和管理的通知，自发布之日起实施。《通知》提出 8 条措施，包括加强购房意向登记管理，严格审查购房人收入证明、征信报告、购房款来源以及银行流水单资格信息等，违规将暂停使用网签系统 3 年。

2021 年以来，深圳已连续使出三记大招加强房地产调控。业内人士指出，这表明深圳房地产调控维持高压态势，若仍有躁动行情，不排除有更严厉的调控措施将出台。此外，启用“购房意向登记系统”，把所有购房者及其意愿和行为都锁定在系统里，或开启深圳楼市的征信时代。

严格审查购房人资格

《通知》明确严格审查购房人资格，房地产开发企业、房地产经纪机构可以会同有关商业银行对下列购房资格信息进行严格核查：购房人有效身份证明、户籍、婚姻状况及家庭成员证明材料；购房人社会保险或个税清单材料；购房人的收入证明、征信报告、购房款来源以及近一年及以上的银行流水单。

《通知》指出，对偿债收入比例不符合要求的购房人，房地产开发企业应当合理评估风险，采取劝退等方式处理。对存在弄虚作假、提供虚假证明等违规行为的购房人，应当拒绝接受其购房申请，并及时报告辖区住房建设部门。

“购房款来源成为很重要的审查内容，有助于防范各类违规资金进入房地产市场。”易居研究院智库中心研究总监严跃进表示，此前深圳出现了代持购房的现象，即出现了各类其他来源的购房款参与炒房的现象，通过严管此类资金，能够有效堵住各类违规资金进入楼市，减少投资投机炒房现象，也保护了普通置业者使用合规资金购房的权益。

《通知》要求，购房人应当严格遵守诚实信用原则及深圳市房地产调控政策，对其提交材料的真实性负责。购房人不得采取弄虚作假、隐瞒真实情况，或者提供虚假证明材料等方式申购商品住房。

《通知》强调，房地产经纪机构不得教唆、诱导、协助购房人弄虚作假、提供虚假材料等骗取购房资格，或者为违规申请购买住房的当事人提供服务和便利。违反前述规定的，由住房建设等部门依法查处。

“如果违反规定购房，在后续房屋认筹登记和合同签约方面，是不具备资格的，相当于禁止其购房，而且保障房的租赁以及公积金的使用等都会面临管制，这属于管控比较严厉的措施。”严跃进表示，新举措能够发挥震慑作用，使各类购房资格造假的成本增大，有利于进一步遏制炒房行为。

加强购房意向登记管理

《通知》明确加强购房意向登记管理，启用“购房意向登记系统”，购买新建商品住房的购房人需登录“购房意向登记系统”进行购房意向登记，所登记的信息必须真实有效，与认购环节提供的书面材料一致。

房地产开发企业只能冻结进入公证摇号控制范围购房人的认筹金，且认筹金必须冻结在购房人的本人账户内。未成功选房的，认筹金须在 3 个工作日内解冻。

“深圳楼市的征信时代开启了。”中国城市经济专家委员会副主任宋丁认为，这次新政是楼市调控的加码，更是深圳构建全社会征信系统的重要尝试。“购房意向登记系统”是一项颇具覆盖价值的制度设计，它把所有购房者及其意愿和行为都锁定在系统内，经过法律的、技术的、行政的监控筛滤，任何违法违规的购房行为都很难通过。如果这个系统能够在住房交易过程中全面推广，那意味着深圳未来所有的楼市交易行为，都因这个系统制度的流程嵌入而得到进一步净化和规范，楼市交易将变得更加合理。

■ 科创板股票 2 月 1 日起 纳入沪深港通股票范围

【经济参考报】上交所、深交所、港交所近日共同发布公告称，为持续优化互联互通机制，进一步扩大沪深港股通股票范围。2 月 1 日起，符合资格的上海科创板股票将纳入沪深港通股票范围，同日，A 股在深交所上市的 A+H 股公司，其对应的 H 股也可通过沪港通下的港股通买卖。

沪深交易所分别发布了新修订的《上海证券交易所沪港通业务实施办法》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法》，进一步优化互联互通机制，明确沪股通投资者参与科创板股票交易、深交所上市 A+H 股公司 H 股纳入沪港通下港股通股票以及落实深沪港三所关于扩大深沪港通股票范围的共识。

上交所指出，自 2 月 1 日起，属于上证 180、上证 380 指数成份股及 A+H 股公司的 A 股科创板股票正式纳入沪股通股票范围，科创板上市 A+H 股公司的 H 股正式纳入港股通股票范围。下一步，上交所将继续优化完善互联互通机制，持续吸

引外资参与 A 股市场，推进内地资本市场高水平双向开放。

深交所对《深圳证券交易所深港通业务实施办法》有关条款进行了修改。将 H 股释义改为“境内注册的公司发行并在联交所主板上市的股票”，修改前定义为“境内注册的公司发行并在联交所上市的股票”，增加“主板”二字。

港交所方面也表示，考虑到科创板实施投资者适当性管理，通过沪股通买卖科创板股票的投资者拟限于根据联交所规则界定的机构专业投资者。未来沪深港三所将继续密切合作，持续优化互联互通机制。

■ 美联储新年首秀 发出宽松退出信号为时尚早

【证券时报】美联储定于 1 月 26 日至 27 日举行 2021 年第一次货币政策会议，美联储主席鲍威尔将召开记者会。

为应对新冠疫情带来的经济衰退，美联储 2020 年 3 月将联邦基金利率目标区间下调到零至 0.25%之间，并宣布开启“无上限”量化宽松。市场普遍猜测，随着经济复苏，美联储或逐渐缩减资产购买计划。野村强调，此前美债收益率一度快速走高不仅仅是因为高通胀预期和量化宽松缩减信号，更是市场已经开始为美联储加息进行定价。美联储对于今年开始缩减购债规模的讨论是改变市场游戏规则的“重磅炸弹”，其重要性仅次于新冠疫苗上市。此外，2020 年 12 月美联储议息会议纪要显示，美联储对经济增长和通胀的中期展望也较为乐观。在此背景下，市场的关注尤其聚焦于美联储在低利率与通胀间如何取得平衡、购债节奏什么时候放缓、美元指数接下来如何走等问题。

不过，鲍威尔近日在一个线上讲话中表示，现在不是讨论退出超宽松货币政策的时候，美联储会在时机成熟时提高利率，但现在加息还为时尚早。鲍威尔对今后几年美国经济走势表达了乐观态度，但就业市场复苏仍有很长的路要走。随着新冠疫情在美国持续蔓延，美国经济正经历一个“艰难的冬天”。鲍威尔承诺，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟，将发出充分警示。美国圣路易斯联储主席布拉德表示，所有迹象都表明美国通货膨胀率正在上升。尽管美国经济可能在今年晚些时候复苏，但现在就讨论美联储何时采取措施缩减宽松政策为时过早。

此外，美联储最新发布的年度财报初步数据显示，2020 年美联储净收入从 2019 年的 555 亿美元增加至 888 亿美元。2020 年经审计财报预计将在 3 月发布，届时可能会有小幅调整。据悉，美联储主要收入来源于持有的美国国债和房地产抵押贷款支持证券等资产的利息收入。由于降息和实施“无上限”量化宽松，去年美联储利息支出大幅缩减，所持国债和证券利息收入增加，净收入因此攀升。

【行业动态与公司要闻】

■ 宁波银行拟配股募资不超 120 亿元 或为跻身系统重要性银行作铺垫

中国证券报讯 宁波银行 1 月 23 日发布配股预案，拟融资不超过 120 亿元（含 120 亿元），用于补充核心一级资本，提升资本充足率。此次配股比例仅为每 10 股配售 1 股。

从历史数据看，上市银行采用配股模式累计仅有 12 例。尤其是 2013 年招商银行实施配股方案后，已鲜有上市银行采用配股这一再融资模式。近段时间以来，仅有江苏银行实施了配股。

此外，从 2020 年以来的上市公司配股融资案例看，每 10 股配售 3 股是主流模式。“对于股价节节走高的宁波银行而言，配股无疑是最合理的再融资方式，同时，低比例配股的影响也较为中性。”一位投行人士表示。

对于备受关注的配股价格，宁波银行表示，最终配股价格将参考公司股票在二级市场的价格、市盈率及市净率等估值指标，并综合考虑公司的发展前景与股东利益等因素。投行人士则普遍预计，此次宁波银行的配股价格会较最新市价有大幅折让，宁波银行上周五的收盘价为 37.79 元/股。

此次配股融资的意图，也是市场关注的焦点之一。多位市场人士分析认为，宁波银行此举不仅仅是为未来支持实体经济和业务平稳发展未雨绸缪，可能也在为其跻身系统重要性银行作铺垫。

市场人士分析表示，一方面，宁波银行未来业务将保持较快的规模增长，因此需要一定的核心资本支持；另一方面，宁波银行有可能纳入系统重要性银行，意味着对其核心一级资本充足率的要求会相应提升。

宁波银行在 1 月 23 日公告中亦表示，根据巴塞尔协议 III、《商业银行资本管理办法（试行）》以及中国人民银行 MPA 考核体系的相关要求，公司在经营管理中面临着较为严格的资本监管。近期，中国人民银行、银保监会、证监会联合发布的《关于完善统重要性金融机构监管的指导意见》亦明确对系统重要性金融机构有额外资本监管要求。面临日益趋严的商业银行资本监管要求，公司需要进一步提升资本充足水平。

按照静态测算，此次配股将提升宁波银行核心一级资本充足率至 10.49%，有效补充资本弹药。同时该团队发现，过去 10 年，

配股价折价比例 40%-50%的上市公司，自发布配股预案到实施落地一年后，股价平均上涨 17%。

宁波银行表示，未来公司业务的持续发展和资产规模的不断提升将进一步加大资本消耗。因此，公司除自身收益留存积累之外，仍需要考虑通过发行普通股、优先股、可转债等多种渠道对资本进行补充，以保障资本充足水平。

■ 央地多举措力促制造业创新发展

经济参考报讯，相关部门和地方政府正在密集部署新一轮支持举措，包括聚焦重点领域加快制造业创新中心的布局和建设，精准实施产业基础再造工程，面向电子信息、生物医药、新材料、智能装备等重点领域实施工业强基项目，引导金融机构围绕创新链和产业链打造资金链。与此同时，地方制造强省专项资金也将进一步扩大对创新平台建设、先进制造业的支持，以加快打造制造业创新发展高地。

多举措加速落地促创新

我国拥有独立完整的工业体系和全部工业门类，产业规模优势明显，但同时制造业“大而不强”的问题依然存在，如一些基础产品和技术对外依存度高，高端产品供给不足等。

中国国际经济交流中心美欧研究所副所长张焕波对《经济参考报》记者表示，目前发达国家持续重视并继续寻求扩大制造业优势，国际竞争加剧。我国制造业在基础装备、基础材料、基础零部件和元器件、基础工业软件等领域仍存在“卡脖子”问题，基础研究投入不足，原始创新能力相对薄弱，研发创新的制度环境仍需进一步完善。

围绕加快制造业创新发展，近期多个部门密集谋划支持政策。工信部指出 2021 年将发挥科技自立自强对产业发展的战略支撑作用，聚焦基础技术和关键领域，大力提升制造业创新能力。精准实施产业基础再造工程，加快推进关键核心技术攻关，完善创新产品应用生态。

地方层面，近期密集召开的地方工业和信息化工作会议上，构建技术创新体系，实施产业基础再造工程等成为关键词。其中，河南将“构建制造业技术创新体系”摆在 2021 年工业和信息化工作的首位，推动创新链与产业链深度融合。

着力打造一批制造业创新中心

在跨行业、跨领域的关键共性技术问题上，央地正加快布局建设一批制造业创新中心。

目前我国在信息光电子、高性能医疗器械、集成电路等重点领域组建了 17 家国家制造业创新中心。下一步工信部将在重点领域择优遴选建设国家制造业创新中心，推动创新中心聚焦行业需求，打造共性技术平台，促进创新成果工程化和产业化。

地方也乘势而上。湖南提出，到 2023 年，1 家国家制造业创新中心在全国形成示范作用，新增 10 家省级制造业创新中心。广东将支持深圳围绕战略性新兴产业建设制造业创新中心，加快推进国家高性能医疗器械创新中心建设。

企业是创新的主体，更多支持举措将进一步支持与鼓励企业创新。

促创新链产业链融合发展

在专家看来，创新是制造业高质量发展的“牛鼻子”，下一步需要进一步完善顶层设计，促进创新链产业链融合发展，逐步消除阻碍创新的各种机制障碍和壁垒。

中国电子信息产业发展研究院规划研究所副所长周游指出，要加强顶层设计与统筹规划，将制造业创新发展上升到国家战略层面，不断强化对知识创新领域的公共投入，建设一批具有国际创新水平的平台化创新组织，形成平台化创新生态系统。同时需要聚力新技术发展，以新技术催生新产业，强化新兴产业优势。

张焕波也表示，科研攻关要发挥好新型举国体制作用，做好顶层制度设计，加强基础科学研究和企业基础应用研究，打通创新链与产业链，发挥出最大效益。做好公共技术服务体系建设，特别是要为中小企业创新提供好服务，同时进一步完善人才引进体制机制，利用好全球人才资源。

企业的创新活力需要进一步激发。周游表示，一方面，要坚持以市场为导向，强化企业创新主体地位，对创新型企业的研究开发、政府采购、风险投资、税收优惠、专利申报等给予更多政策支持，引导和促进各类创新要素向企业集聚；另一方面，推动产学研更深程度融合，鼓励以企业为主组建创新联合体，构建制造业协同创新网络，加大技术成果转化应用投资，加速成果转化，形成科技创新支撑产业升级的协同效应。

张焕波建议，围绕企业创新进一步加大支持研发和创新的财政资金投入，完善和落实关于促进技术创新的各项税收优惠政策。切实加强知识产权保护力度，完善知识产权保护立法体系。同时打造鼓励创新、宽容失败、鼓励公平竞争的市场环境，推动企业创新取得新成效。

【国都策略视点】

■ 策略周报：经济恢复中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

策略周报：经济恢复中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

一、市场焦点：经济恢复已至中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

1、从增速来看，国内经济逐季恢复至疫情前水平。短周期来看，**我国经济在 20 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，20Q1、Q2、Q3、Q4 的单季度实际/名义 GDP 各同比-6.8%/-5.3%、+3.2%/+3.1%、+4.9%/+5.5%、+6.5%/+6.6%，20 年实际/名义 GDP 累计同比+2.3%/+2.9%。

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，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%，表明后疫情下国内经济恢复动能仍强于常态水平，预计有望持续至 2Q21。

20 年我国经济快速转正并逐季恢复上行，三驾马车驱动力贡献**主要为房地产投资韧性、出口份额显著提升下净出口额的扩大。**

2、从结构来看，驱动力由 20 年的房地产投资、出口转换至 21 年的可选与服务消费、制造业投资及企业补库存。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：

1）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，而国内后疫情中后期基建投资回升动能平缓，而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。

预计 21 年随着工业企业盈利逐季改善，金融支持实体经济的定**向精准政策落地见效，叠加企业补库存，制造业投资有望继续回升+1**0%上**方附近；基建投资受财政总支出力度稳中略降**，低基数下有望反弹至+5.0%附近；而房地产投资韧性虽好，但受去年连续出台的“三道红线”、“商业银行房地产贷款集中度新规”等新政，预计房地产投资增速稳中缓降至 5%下方附近。综合而言，21 年制造业投资增速有望显著反弹，提振固定资产投资增速回升至+8.5%附近。

2）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。

以上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。预计 21 年消费增速有望转正并大幅反弹至+15%附近。

3）工业生产已恢复至疫情前水平之上，21 年前高后低整体显**著反弹。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。一从月度规模以上工业增加值同比增速来看，已自 2 月的-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%，已恢复至逾七年高点；环比来看，虽然今年春节提倡不返乡而本地过年，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。

展望 21 年，预计工业增速呈现前高后低走势，上半年在低基数**及出口延续高增长驱动下，预计工业增加值有望保持在双位数以上恢复**性高增**长；而下半年低基数效应消失、且届时海外疫**情大幅缓和后的自我生产供应能力提升，出口增速回落，工业增

速回落至中低个位数；预计工业增速有望从 20 年的+2.8%，显著反弹至 21 年的+8.5%附近。

4）企业库存来看，四季度末开始转入补库存，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有降转升至+7.3%，预计 21 年全球需求回暖、大宗商品及 PPI 上行下，工业企业刚启动的补库存有望延续。

3、21 年经济增速前高后低，全年显著反弹。展望 2021 年，**随着国内外新冠疫苗大规模接种的逐步推广，预计疫情防控压力对社**会经济**活力恢复的约束趋于缓解，从而有望为 21 年**全球经济的恢复创造必要条件。从驱动力结构来看，21 年我国经济进一步恢复动能主要包括：可选与服务消费回暖、制造业投资回升、企业补库存。

具体经济增速方面，20 年前低后高的基数效应下，预计 21 年**季度 GDP 同比增速前高收低，21 年一、二、三、四季度的实际 GD**P 同比**增速预计为 19.0%、8.0%、6.2%**、5.6%附近，预计 21 年实际、名义 GDP 同比为+9.0%、+10.0%附近。

二、 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

1、经济恢复正常，政策回归常态。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。

2、宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。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、0.3ppt 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。展望全年，按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的定调，及 21 年我国名义 GDP 增速 10%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，分别由 20 年的 10.5%、13.5%下调 1-2 个百分点至 9.5%、11.5%附近。

3、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。

4、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，为 21 年经济回升两大动力之一，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。

三、市场展望：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

1、本轮结构性牛市前瞻：预计可延续至 21Q1 末前后

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。

本轮牛市发轫于 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。

2、结构性牛市步入业绩驱动的下半场。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，明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，且在近四个半月中估值溢价已适当下修，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

3、近中期主要驱动逻辑：基本面加速恢复上行。展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：

1）经济仍处于恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，20 年单季度实际/名义 GDP 同比增速依次为-6.8%/-5.3%、+3.2%/+3.1%、+4.9%/+5.5%、+6.5%/6.6%，20 全年实现 4Q20 单季度实际 GDP 同比增速已恢复至近两年高点；20 年实际/名义 GDP 同比增速+2.3%/+2.9%。21 年一、二季度有望进一步回升至 19%、8%附近，21 全年有望大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

2）上市公司业绩增速进入快速回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。考虑到公司业绩增速与名义 GDP 较强的正相关性，预计上市公司业绩同比增速自 20Q2 起的逐季上行态势，有望持续至 21Q1 见顶，21Q2 后逐季缓降但仍保持正增长。3Q20 主要指数的单季度业绩均普遍加速转正至两位数增长，三季度万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、中小板、创业板、科创板的净利润同比增速分别恢复至+17.4%、+20.5%、+27.6%、+31.2%、+86.0%；预计万得全 A（剔除金融、两油）的 20、21 净利润同比增长+4%、+25%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

3）A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。三季报数据表明 A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 18Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

4）上市公司业绩变化分布随经济恢复逐季改善，且 20 年超预期的主要集中于中游制造业。截至 1/25 日 A 股共 1201 家上市公司发布 20 全年业绩预告，对比相同预告进度及数量前三季度、中报业绩预类型：1)预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占随宏观经济逐季修复而提升，20Q1、H1、Q3、Q4 依次为 30.4%、39.3%、47.3%、61.3%；2）而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比相应逐季下降，20Q1、H1、Q3、Q4 依次为 69.4%、50.8%、46.5%、30.3%；3）此外，盈利发生方向性好转的占比逐季持续改善，扭亏比例由 Q1 的 5.5%提升至 Q4 的 10.7%，而首亏比例由 Q1 的 27.7%逐季降至 Q4 的 8.7%。

业绩超预期主要集中于中游制造业。同时，目前已发布业绩预告的 1201 家公司的业绩超预期分布来看，满足三个条件“净利润>0.5 亿元、业绩预告较一致预期存在正向预期差、业绩预喜"的公司共 116 家，占比 9.7%，其中医药生物（14）、机械（15）、化工（13）、电气设备（11）、电子（9）、有色（6）、轻工（5）；行业分布主要集中中游制造业，或主要系 20 年疫情冲击下国内需求恢复较慢、而国外生产恢复缓慢下，我国优势制造业重点受益。

四、品种配置策略研判：结构性牛市下头尾部企业分化趋势不变

1、部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段。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，且个股表现中位数为-4.9%，远弱于同期万得全 A、沪深 300、绩优股指数的+2.0%、+4.7%、+5.2%的表现。

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。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金绩优的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）已 35 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间；因此可以判断，当下头部-尾部企业的加剧分化的跨年行情，正推升白马龙头股进入泡沫化初期阶段。

2、头部与尾部企业表现分化能否持续？—近十年大小盘风格指数走势对比及其逻辑简析

以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十年两者走势经历了同步-分化-同步-加剧分化的四个阶段，具体走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

1）16 年以前，大小盘走势基本同步，且小盘较大盘指数相对收益 50-100%；指数走势同步且小盘风格强于大盘风格指数，驱动逻辑主要为 4G 为首提振的移动互联网科技成长领涨、中小投资者直接入市炒小炒题材氛围较浓；

2）16 年 1 月底至 18 年 1 月底，大盘指数涨而小盘指数震荡下跌，风格持续分化两年，大盘较小盘指数相对收益 30-65%；指数分化驱动逻辑主要为供给侧改革、资本市场开放红利引入境外资金；

3）18 年 1 月末至 20 年 7 月中旬，大小盘风格回归同步，期间大盘较小盘指数相对收益 10%以内；指数基本同步的驱动逻辑主要为中美贸易摩擦、宏观去杠杆等系统性压力；

4）20 年 7 月中旬至今，大盘趋势走强而小盘震荡下跌，两者明显分化，且 10 月中旬以来加剧分裂，5 个月内大盘较小盘指数相对收益高达 30-45%；指数加剧分裂的驱动逻辑主要为注册制常态化发行扩容至创业板（近日媒体报道或于今年两会后全市场推广注册制发行）、退市新规下尾部企业壳资源价值丧失、居民入市方式改以积极认购基金为主，定价权转移至机构，从而强化行业龙头或蓝筹白马马太效应。

综合判断，以上注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

3、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；

2）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；

3）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；

4）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。

五、资金展望：资本市场制度红利持续释放，驱动权益配置趋势

1、资本市场制度改革开放红利持续释放。总结近几年我国资本市场发展的思路主要为，坚持“建制度、不干预、零容忍”，坚持整体设计、突出重点、问题导向等原则，聚焦解决体制机制性障碍，加快构建更加成熟、定型的资本市场基础制度体系，不断提升我国资本市场的吸引力和国际竞争力。

具体包括：一资本市场制度改革加速推进，坚持市场化、法治化原则，完善信息披露、发行、退市等基本制度；注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构，代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整。

三健全鼓励中长期资金开展价值投资的制度体系，加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

综合判断，中长期我国资本市场发展以构建制度生态、市场生态、市场环境为三大抓手，以打造规范、透明、开放、有活力、有韧性资本市场为总目标，有望提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将促进我国资本市场行稳致远。

2、中国金融资产配置进入扩规模提权重时代。以上大力构建完善我国资本市场制度且逐渐见效的基础，为国内外资金竞相加大配置中国金融资产提供了制度保障。

一当前我国经济发展阶段由速度型转入质量型、投资型转为消费型、理财产品净值化管理等趋势下，社会沉淀资金与居民积累的财富配置，将由不动产、储蓄理财型转为金融权益资产，而过去两年亮丽的公募基金收益率，已吸引居民积极加大基金配置，20 年新发行股票型、混合型基金份额逾 3 万亿元。预计居民通过基金方式加大金融资产配置的趋势已成。

二随着我国资本市场制度深化改革扩大开放，参照我国经济地位及资本市场体量，A 股纳入国际主流指数的权重提升空间较大；并且，我国经济稳定发展、结构转型显著、产业升级持续，行业龙头凭借业绩增长的确定性与持续性，已吸引境外资金持续净流入加大配置 A 股。

3、各路资金持续流入 A 股市场规模可观

一居民通过基金入市方面，在连续两年基金超额赚钱效应下，居民认购、申购基金的积极性大幅提升；统计股票型+混合型基金份额变化，20 年前 11 月净增加 1.46 万亿份至 3.87 万亿份（对比之下 18、19 各变化-293、+2261 亿份），且股票型+混合型基金占全部公募基金总份额比例，已从 19 年初的阶段低点持续累计回升 11.2 个百分点至 20 年 11 月的 27.8%，而货币型基金占比已自 18 年 9 月起持续累计回落 13 个百分点至最近的 55.7%。

展望未来 2 年内，在公募基金总规模 20 万亿元（最新为 18.6 万亿元）中性情景下，按股票+混合型基金占比的乐观、中性、谨慎假设占比 45%、30%、25%，则两年内股票+混合型基金规模有望净增 3.8、1.8、0.8 万亿元。

二境外资金方面，A 股在连续纳入国际指数并分阶段扩容后，18、19 年陆股通北上资金各累计净流入 2900、3500 亿元，20 年受明显暂停扩容纳入及疫情冲击下，陆股通北上资金净流入降至 2100 亿元；根据央行公布的境外机构与个人持仓 A 股总市值及其占流通市值比例来看，近七年持仓总市值趋势显著上升，已从 13 年底的不足 3500 亿元、占比 1.74%，大幅增加至 20 年 9 月的 2.75 万亿元，占全 A 流通市值比例已达 4.75%，持仓规模仅次于公募基金的机构。

中长期展望，随着我国资本市场制度改革与扩大开放的有序有力落实，A 股纳入国际化指数的范围与权重逐步扩容，中长期预计全球资金增配 A 股的规模高达 5-10 万亿元。

六、中期市场风格展望：中期业绩景气可持续的科技冠军与消费白马股趋势占优

十月以来低估值与绩优股领涨，兼具估值安全与景气向上的顺周期板块占优，而过去两年大涨的个别白马股高位逆势大跌，表明当前部分估值偏高、业绩预期下修的个股，在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，业绩预期一旦下调的高估值个股，存在较大的下跌风险。中期而言，市场风格如何？

1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。

从这一轮新能源及电动汽车、5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化已于 20 年中结束。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与前期市场实际表现基本一致。

3、阶段促使风格转换的催化剂：流动性边际收敛。未来两个季度 GDP 同比增速加速上行，前期央行领导重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等，或预示 20 年上半年的宽货币宽信用政策下的 M2、社融增量与增速逐步见顶，后续或易降难升。中期内货币政策边际收敛、货币供应 M2 见顶止升，而实体经济融资需求稳步恢复后，预计货币供需或偏向紧平衡，市场流动性总量虽合理充裕，但阶段性存在紧平衡压力，从而持续促使股票市场驱动力由利率分母端切换至业绩分子端。

以上宏观金融环境下，20 年 7 月中旬至 11 月初指数步入震荡期，市场结构性驱动力由流动性切换至业绩基本面，兼具估值安全与业绩景气的顺周期或耐用品消费板块表现整体抗跌，而此前领涨的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

七、板块配置建议：以业绩预期差为主线，重点配置科技白马+消费龙头+低估顺周期。

1、中长期逢低配置业绩景气超预期上行的科技股。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，近四个半月趋势回调后，估值基本合理安全的科技股，具备逢低配置价值。

2、近中期深挖后疫情下的耐用品与服务消费深度修复机会，中长期逢低布局消费白马股。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。

中长期来看，我国已确立国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，且具备超大规模市场优势和内需潜力，消费占国民经济结构比重趋势上升；同时，随着我国由 2020 年的全面小康社会步入 2025 年的全面现代化、2035 年的中等发达国家的中远期目标的推进，居民收入水平有望显著提升、社会教育医疗养老等社会保障制度完善，居民支出意愿与能力提升，可选品质消费及现代化服务消费有望进入黄金发展期，智能家电家居、数字科技、智能电动汽车、度假旅游、医美健康、文化教育等消费有望重点受益。

3、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。

【重点公司公告摘要】

- **英科医疗：2020 年度净利润预增 3713%-3994%**
- **北方华创：2020 年度净利润预增 49%-88%**

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