晨会报告

# 国都证券研究所晨报 20210120

## 【财经新闻】

- 国家发展改革委回应热点问题：宏观政策不会急转弯 将推进要素市场化配置改革
- 注册制分步骤全面推开 关键领域改革迈向深入
- 经参头版：未来稳健货币政策将保持灵活性

## 【行业动态与公司要闻】

- 今年将启动新一轮新能源汽车下乡活动 出台更多使用环节优惠政策
- 原材料“扎堆”喊涨 家电行情一涨再涨

## 【国都策略视点】

- 策略观点：基本面加速恢复上行，驱动下半场结构性牛市

### 昨日市场

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3566.38 | -0.83 |
| 沪深 300 | 5437.52 | -1.47 |
| 深圳成指 | 15003.99 | -1.74 |
| 中小板综指 | 13182.14 | -0.92 |
| 恒生 | 29642.28 | 2.70 |
| 国企 | 11734.33 | 2.37 |
| 恒生 AH 溢价 | 133.86 | -1.35 |
| 标普 500 | 3798.91 | 0.81 |
| NASDAQ | 13197.18 | 1.53 |
| MSCI 新兴市场 | 1381.31 | 1.64 |

### 昨日 A 股行业

| 排名 | 行业名称 | 成交量(百万) | 涨跌% |
|---|---|---|---|
| 1 | 房地产 | 3644.02 | 1.85 |
| 2 | 纺织服装 | 907.23 | 1.60 |
| 3 | 商业贸易 | 1234.70 | 1.36 |
| 4 | 公用事业 | 3126.27 | 0.44 |
| 5 | 计算机 | 2980.26 | 0.16 |

### 全球大宗商品市场

| 商品 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 纽约原油 | 53.03 | 1.90 |
| 纽约期金 | 1839.30 | 0.63 |
| 伦敦期铜 | 7994.00 | 0.62 |
| 伦敦期铝 | 1973.00 | 0.15 |
| 波罗的海干散货 | 1766.00 | 1.49 |

**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】

### ■ 国家发展改革委回应热点问题：宏观政策不会急转弯 将推进要素市场化配置改革

【上海证券报】今年经济如何开局？宏观经济政策是否会“退坡”？有哪些举措助力中国实现碳达峰、碳中和目标？当前能源供应是否有保障？面对这些社会普遍关心的热点问题，国家发展改革委昨天在新闻发布会上一一进行回应。

宏观政策不会出现“急转弯”

“2021 年宏观政策全面退坡，甚至退出”的说法不实，今年宏观政策不会出现“急转弯”。当日新闻发布会上，国家发改委综合司司长严鹏程的话掷地有声。

他明确表示，制定实施宏观政策的主要目的之一，是为了确保经济能够平稳健康运行。基于这个目的，今年的宏观政策，肯定会与保持经济平稳运行的实际需要相匹配，不会出现“急转弯”。

“我们会根据经济运行实际情况，做好政策进退之间的平衡，应对好各种不确定性。”严鹏程表示，特别是考虑到一些微观市场主体还将经历一段恢复期，一些中小微企业刚刚“大病初愈”，有的还没有完全恢复元气，宏观政策将继续保持必要的支持力度。

“2020 年经济呈现逐季好转、稳定恢复态势，主要经济指标好于预期，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，经济总量突破 100 万亿元。”国家发展改革委秘书长赵辰昕说，总体来看，今年保持我国经济平稳发展，是有条件、有基础的。

“近几个月来，制造业 PMI 和非制造业商务活动指数一直处于相对较高水平，说明市场主体对未来也是充满信心的。”严鹏程说。

“连环策”助力中国实现碳达峰、碳中和

2020 年中央经济工作会议明确将做好碳达峰、碳中和工作确定为 2021 年八大重点任务之一。如何围绕实现碳达峰、碳中和的中长期目标，制定并实施相关保障措施，成为国内外各界关注的“新问题”。

“实现碳达峰、碳中和中长期目标，既是我国积极应对气候变化、推动构建人类命运共同体的责任担当，也是我国贯彻新发展理念、推动高质量发展的必然要求。国家发展改革委将抓紧研究出台相关政策措施，积极推动经济绿色低碳转型和可持续发展。”国家发展改革委政研室主任袁达说。

他还“剧透”了即将实施的“连环策”，具体包括：调整能源结构，推进能源体系清洁低碳发展，稳步推进水电发展，安全发展核电，加快光伏和风电发展，加快构建适应高比例可再生能源发展的新型电力系统，完善清洁能源消纳长效机制，推动低碳能源替代高碳能源、可再生能源替代化石能源。

此外，“加快推动产业结构转型。大力淘汰落后产能、化解过剩产能、优化存量产能，严格控制高耗能行业新增产能，推动钢铁、石化、化工等传统高耗能行业转型升级。积极发展战略性新兴产业，加快推动现代服务业、高新技术产业和先进制造业发展。”袁达透露，还要加快完善有利于绿色低碳发展的价格、财税、金融等经济政策，以及努力增加生态碳汇等等。

推进要素市场化配置改革

投资、消费、进出口，中国经济的“三驾马车”仍然动力十足，而且还将不断“迭代升级”。

“2021 年将修订印发《市场准入负面清单（2021 年版）》，制定出台海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入特别措施。促进公平竞争，增强公平竞争审查制度刚性约束，破除区域分割和地方保护，建设统一大市场。”赵辰昕在新闻发布会上透露，2021 年，中国经济继续向改革要动力，国家发展改革委将推进土地等要素市场化配置、激发各类市场主体活力等一系列重磅改革。

“今年我们还要积极推进重要改革试点，包括深入推进深圳综合改革试点，全面落实 40 条首批授权事项。研究在上海浦东等地开展综合改革试点，鼓励地方积极探索。”赵辰昕说。

投资也在“迭代升级”，将聚焦“两新一重”和短板弱项，扩大有效投资。袁达透露，2021 年将在新基建方面，加强系统性布局，加快 5G、工业互联网、大数据中心等建设。

另外，严鹏程表示，消费政策效应正在持续释放。今年，相关部门将围绕提高居民消费能力、改善消费环境、开拓消费新增长点等，精准加力施策，进一步发挥好消费对经济发展的基础性作用。

“我们对今后能源保供有了更坚强的信心”

能源问题也是当日的焦点之一，特别是近期寒潮天气影响我国多个省级电网负荷创历史新高，当前能源供应是否有保

障引人关注。

“事实证明，这个冬季我国能源供应经受住了需求大幅波动的考验。经过这次考验，我们对今后能源保供有了更坚强的信心。”赵辰昕回应说，面对各种挑战，要科学研判“十四五”能源需求走势，持续加强能源产供储销体系建设，深化电力市场化改革，做好“十四五”能源规划编制工作，为经济社会发展和民生用能提供坚强支撑。

## ■ 注册制分步骤全面推开 关键领域改革迈向深入

【上海证券报】发行注册制改革，是资本市场“牵一发而动全身”的改革。科创板开启增量试点、创业板向存量市场延伸，进而在全市场全面推开的发行注册制改革，既是我国市场完善体制机制、夯实内在运行基础的里程碑，也是资本市场开启高质量发展征程的崭新起跑线，更是提高直接融资比重、完善要素市场化配置的关键跑道。

党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。这是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务。

站在“十四五”开局之年展望，牵稳注册制改革的“牛鼻子”，拓宽入口提升直接融资比重、稳步推开注册制改革、全面推进各项基础性制度改革优化，无疑是资本市场重构内在运行基础、再造市场发展新生态的关键抓手和核心举措。

拓宽入口 提升直接融资比重

发展直接融资是资本市场的重要使命。随着设立科创板并试点注册制成功落地，创业板、新三板综合改革相继推出，我国直接融资规模和比重出现显著增长。“十三五”时期的新增直接融资规模达 38.9 万亿元，占同期社会融资规模增量的 32%。

中国人民大学中国资本市场研究院院长吴晓求认为，提高直接融资比重是我国资本市场一直肩负的重要使命，提高直接融资比重的过程也就是金融脱媒的过程，而金融脱媒是未来中国金融结构性变革的重要趋势。

在兴业证券首席经济学家、经济与金融研究院副院长王涵看来，科创板、创业板注册制改革的推出，让资本市场的价值发现功能和价格发现机制得到了显著优化。

证监会主要负责人指出，“十四五”时期，提高直接融资比重，要围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的目标，强化资本市场功能发挥，畅通直接融资渠道，促进投融资协同发展，努力提高直接融资的包容度和覆盖面。

2021 年是“十四五”开局之年，在保持资本市场健康稳定运行的基础上，拓宽市场“入口”，提高直接融资比重，将是全面推开注册制改革的一个重要目标。

据悉，监管部门将科学保持 IPO 常态化发行，统筹推动多层次资本市场协调发展，准确把握各个板块的定位，坚持突出特色、错位发展，不断提升制度的包容性和适应性；进一步完善科创板、创业板注册制的试点安排，优化发行审核与注册的衔接机制，促进科创板、创业板协调发展；稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革，并按照注册制要求，改进新三板公开发行及转让制度。

总结试点经验 逐步向全市场推开

股票发行制度是资本市场最根本、最基础的制度，发行注册制改革可谓“牵一发而动全身”。2018 年 11 月，设立科创板并试点注册制改革宣布启动，此后注册制改革确定了从科创板到创业板、再到全市场的“分步走”路线图。

证监会有关负责人表示，设立科创板并试点注册制成功落地，较好地发挥了资本市场改革试验田的作用，创业板作为存量市场，试点注册制也实现了良好开局。科创板、创业板注册制改革实施后，市场运行总体平稳，改革效果符合预期，全市场推行注册制的条件逐步具备。

注册制改革关乎资本市场发展全局，意义重大。记者了解到，监管部门将坚持市场化、法治化改革方向，学习借鉴国际最佳实践，保持定力，循序渐进，扎实稳妥推进注册制改革。下一阶段，相关部门将加强对科创板、创业板试点注册制各项制度规则运行情况的评估，深入总结试点经验，及时研究新情况、解决新问题，研究制定全市场推广注册制实施方案，选择适当时机全面推进注册制改革；同时，将着力构建有利于注册制实施的监管体系，转变理念，优化涉及全市场各环节、涵盖各类市场主体的监管机制，加快监管职能转变。

全面完善资本市场基础制度

注册制改革是涉及资本市场各项制度、各类主体的系统工程。在全市场推行以信息披露为核心的注册制，必然需要综合实施发行、上市、交易、持续监管等一系列基础制度改革。只有如此，市场定价机制才能更加有效，市场的枢纽功能才能更加畅通。

此前，证监会以注册制改革为龙头，统筹推进了交易、退市、再融资和并购重组等关键制度创新，改进各领域各环节的监管，着力提升上市公司质量。2019 年底，《全面深化资本市场改革总体方案》出台，“深改 12 条”明确了资本市场重构生态的各方面改革任务。

如果说 2020 年是资本市场实施全面深改的启动之年，那么 2021 年就是推动关键领域改革深入落地实施的重要年份。

据悉，在稳步推开注册制改革过程中，监管部门将坚持“稳中求进”总基调，系统推进各环节关键制度的改革创新，增强制度的稳定性、平衡性、协同性，加快建立更加成熟更加定型的基础制度体系。

例如，以注册制改革为引领，补齐短板，改革发行承销、交易、持续监管、退市、投资者保护等各环节关键制度；加强上市公司持续监管，促进上市公司优胜劣汰、加快市场出清，推动提高上市公司质量；加快构建有利于注册制实施的监管体系，逐步构建起各类市场主体归位尽责、诚信自律的良性生态；以“零容忍”态度严厉打击资本市场违法犯罪，完善证券投资者赔偿机制等。

吴晓求认为，“十四五”时期，中国资本市场将始终沿着市场化改革的方向前行。围绕着注册制改革，包括信息披露、并购重组、交易制度、退市机制、监管体制等在内的各个领域、各个层面的制度，都要进行系统的改革，这些改革也将在“十四五”时期全面完成。

民生证券董事长冯鹤年表示，在坚持市场化、法治化原则下，注册制改革必将加速推动优胜劣汰和血液更新，净化资本市场的生态，推动资本市场高质量发展。更多优质企业上市，更快的资本市场新陈代谢，也将给券商资管、直投、研究等各个业务条线带来发展机遇。

## ■ 经参头版：未来稳健货币政策将保持灵活性

【经济参考报】中央经济工作会议指出，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固；2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度；政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。国务院常务会议则要求，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。两项政策对缓解小微企业资金压力、保市场主体和保居民就业发挥了积极作用。这种优惠政策的延续，反映了政策的连续性和稳定性，是“不急转弯”的体现。

当前和未来一个阶段的货币政策，将既强调稳健，又强调灵活。我国工业生产恢复较快，工业增加值同比增速已连续 4 个月维持在 6.9%甚至更高，已恢复至疫前水平。从反映居民消费的社融消费品零售增速来看，与疫前仍有一定差距。疫苗的使用将有助于经济进一步恢复，但实际效果还存在不确定性。国际疫情发展也有较大的不确定性。中国经济表现相对较好，在全球主要经济体货币政策量化宽松和低利率零利率环境下，热钱流入概率较高，人民币仍面临升值压力。因此，货币政策仍应稳健，不宜轻易收紧。

2021 年疫情对经济的影响将会减弱，国内外很多经济活动的限制或将逐步放开。经济活动的恢复意味着需求将继续回升，在供给增长较慢的情况下，物价上行的压力将继续存在，特别是非食品价格和工业价格。

如果内需与外需形成共振，物价上涨压力明显上升，在这种情况下金融市场的利率可能会有上行压力。考虑到疫苗的大规模使用最早将会在 2021 年二季度，而疫苗使用之后对经济活动的影响要在三季度左右才能显现。因此，如果到 2021 年三季度物价上行的压力明显增加，7 天逆回购利率与 MLF 利率都存在上行的可能。如果 MLF 利率上调，LPR 的利率通常也将上调。利率水平响应物价变化而上行，符合货币政策灵活性的要求。

央行近期表示，要保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。信贷和社融的增长，从疫情发生之前的与名义经济增长基本匹配，到转为与反映潜在产出的名义经济增长匹配，是一个重大的转变。反映潜在产出的名义 GDP 就是在潜在产出的基础上考虑通胀的影响，即 GDP 平减指数的影响。反映潜在产出的名义经济增长波动相对较小，信贷与社融要与之相匹配，表明信贷与社融的增长更加关注经济的长期增长趋势。这意味着 2021 年货币政策可能会做出相应调节。

2021 年存款准备金率没有必要进一步下调。目前我国存款准备金率的平均水平为 9.4%，从长期看属于中等水平，但占银行贷款比重超过 50%的中小银行的存款准备金率仅有 6%，属于较低水平。值得注意的是，近三年来存款准备金率持续大幅下降，释放长期资金约 8 万亿元。在不长的时间段内持续大幅下调后，存款准备金率带来的货币宽松效应尤其值得关注。2020 年二季度后 M2 明显上升，2020 年末 M1 增速比 2019 年末翻倍。贷款与存款余额同比增速之差由 2018 年末的 5.3 个百分点收窄至 2020 年末的 2.6 个百分点。进一步下调带来的边际扩张效应有可能超出货币政策阶段性目标和经济运行的实际需要。货币市场短期季节性的供求关系扰动不应成为存款准备金率再度调降的理由。从实体经济复苏良好的状态来看，

当前没有必要动用具有长期影响力的货币政策工具。

## 【行业动态与公司要闻】

### ■ 今年将启动新一轮新能源汽车下乡活动 出台更多使用环节优惠政策

昨日在京召开的节能与新能源汽车产业发展部际联席会议确定，今年将启动新一轮新能源汽车下乡活动，出台更多使用环节优惠政策，进一步拉动新能源汽车私人消费。

会议讨论了落实《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》(下称《规划》)工作举措，明确了新能源汽车产业发展 2021 年的四项重点工作：

一是增强产业链供应链自主可控能力，统筹推进补短板和锻长板，增强产业链韧性和竞争力；二是完善基础设施体系，破解充电桩“进小区难”等问题，提升互联互通水平，提高充电便利性和产品可靠性；三是加大推广应用力度，实施推动公共领域车辆电动化行动，开展新一轮新能源汽车下乡活动，出台更多使用环节优惠政策，进一步拉动私人消费；四是优化产业发展环境，研究制定汽车产业落实碳达峰、碳中和行动路线图，加强项目投资和生产准入管理，坚决遏制盲目投资现象，推动提高产业集中，强化质量安全监管，切实提升新能源汽车安全水平。

联席会议召集人、工业和信息化部党组书记、部长肖亚庆主持会议并讲话。会议强调，发展新能源汽车是党中央、国务院作出的重大战略决策，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九届五中全会精神和中央经济工作会议部署，着力推动《规划》落地实施，加快汽车强国建设步伐。

会议指出，我国新能源汽车产业发展取得显著成效，但发展基础还不牢固、竞争优势还不明显，还面临新形势新问题新挑战，需要创新思路、持续推动。《规划》明确了新能源汽车产业未来发展目标和重点任务，是我国工业领域第一个面向“十四五”及更长一段时期的发展规划，要充分认识落实《规划》工作的重要性和紧迫性，坚持系统观念，加强统筹协调，做好全产业链协同、车-路-网-云协同，统筹好发展和安全的关系，实现新能源汽车产业高质量发展。

对于即将展开的新一轮新能源汽车下乡活动，业内人士寄予厚望。“去年的新能源汽车下乡为新一轮全国汽车下乡做好了铺垫。”中汽协常务副会长兼秘书长付炳锋表示，下乡过程中诞生了一批新能源汽车明星产品，助力推动农村消费全面升级，也拉动并检验了新能源汽车乃至智能网联汽车产业链。

### ■ 原材料“扎堆”喊涨 家电行情一涨再涨

岁末年初，往往是家电产品的集中打折促销季。然而最近很多消费者发现，彩电、空调等家电普遍涨价了。不少家电企业也在近期接连发布涨价通知。家电企业为何纷纷“官宣”涨价？涨价势头会一直持续吗？带着老百姓关心的问题，记者近日进行了多方采访调查。

记者来到位于北京广安门内大街的一家家电卖场，尽管随处可见“打折促销”“环保补贴”等字样，但卖场工作人员告诉记者，和两三个月前相比，很多家电价格已经上调。

“上个月涨了两轮，涨幅在 10%左右，这个月公司内部已经发了通知，价格还要再涨。”某国外电视机品牌导购对记者说。

第三方机构披露数据显示，2020 年下半年以来，国内多个品类家电价格出现上涨势头，以彩电为例，11 月线下均价同比增长超过 16%，线上均价同比增长超 20%。

“原材料涨得太厉害了。”采访中，不少企业表示，原材料价格上涨是此次家电涨价的直接“导火索”。

“对家电制造业特别是大家电来说，原材料成本占比可达 7 成以上。家电行业对铜、铝、钢材、塑料等大宗原材料需求量大，核心原料价格上涨，势必带来成本压力，在此情况下，部分家电产品价格出现波动也是市场运行的体现。”中国家用电器协会副理事长徐东生说。

一片“涨声”之下，不少人关心，家电价格还会继续上升吗？专家和业内人士表示，未来一段时间家电价格走势和疫情发展走向息息相关。

某券商家电行业分析师表示，从基本面判断，目前原材料处在价格高位，制造方生产相对谨慎，销售端价格上浮是可以预见的，但销售端价格反应有一定的滞后效应，上浮幅度短时间内还达不到原材料上涨幅度。

采访中有专家认为，原材料价格上涨导致家电厂家毛利降低，一线品牌承压能力相对更强，二线品牌和小品牌的低价

优势被挤压，经营压力将进一步加大。

## 【国都策略视点】

### ■ 策略观点：基本面加速恢复上行，驱动下半场结构性牛市

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 1/12 日 794 家上市公司发布 20 全年业绩预告，对比截至财报截止日下个月 15 日前后相同预告进度及数量 20 年四个季度累计业绩预告类型：（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%、50.8%；（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%、35.0%；（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 10.6%，而首亏比例由 Q1 的 28%逐季显著收窄至全年的 9.7%。

同时，目前已发布 20 年业绩预告公司中，满足三个条件“净利润>1 亿元、业绩正向预期差>5%、业绩预喜"的公司共 68 家，占比 8%，其中医药生物（9）、化工（8）、机械（7）、电子（6）、建材（5）、电气设备（4）；可见行业分布主要集中于中游制造业，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。

5）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。

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。

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 |