国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20210108

【财经新闻】

- 完善制度 防范市场两极分化负面效应
- 方星海：生猪期货可服务产业规模达数万亿元，推动产业“稳价”“保供”
- 2020 年全国新能源汽车保有量达 492 万辆，占汽车总量的 1.75%

【国都策略视点】

- 结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3576.20	0.71
沪深300	5513.66	1.77
深证成指	15356.40	1.11
中小板综	13314.41	0.38
恒生指数	27548.52	-0.52
恒生中国企业指数	10796.73	-0.95
恒生沪深港通AH股溢价	141.09	-0.32
标普500	3803.79	1.48
纳斯达克指数	13067.48	2.56
MSCI新兴市场	1322.30	0.53

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	休闲服务	254.27	5.10
2	有色金属	7866.61	3.76
3	电气设备	5396.13	2.90
4	钢铁	2081.07	2.03
5	家用电器	1139.24	1.95

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	50.92	0.79
纽约期金	1914.80	-0.28
伦敦期铜	8172.00	1.23
伦敦期铝	2027.00	-0.17
波罗的海干散货	1448.00	1.61

近期研究报告

研究员：王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：黄翱
电 话： 010- 87413656
Email： huangao@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】

■ 完善制度 防范市场两极分化负面效应

【证券时报】延续着 2020 年的势头，2021 年的 A 股结构性行情持续强化，两极分化明显。

这种两极分化体现在两个方面：一是大市值股票明显且持续强于小市值股票。昨日 A 股主要指数全部收涨，但上涨上市公司家数仅 784 家，而下跌家数达到 3295 家。二是热门行业和所谓的赛道股估值不断拔高，传统行业蓝筹股估值持续处于低位。食品饮料、新能源汽车、生物医药等板块头部公司的估值在机构资金抱团之下不断创出新高，而传统蓝筹板块特别是银行板块市盈率市净率几乎创下历史新低，其市盈率与全部 A 股的比值接近 10 年历史低位。

值得注意的是，两极分化的另一面也对应着不同行业大股东和管理层的不同态度。据证券时报·数据宝统计，2020 年涨幅前五的行业分别为生物医药、电气设备、机械设备、食品饮料和电子行业，相应减持的金额也大。

而在低迷的银行板块，不少股东则在讨论如何筹措资金，何时出手稳定股价。2020 年以来，已有 13 家 A 股银行披露股东和高管增持，涉及金额 94 亿元，其中高管们自掏腰包买股票的金额达到 1.17 亿元。此外，中信银行、民生银行的董事长和高管在港股市场展开了集体增持。银行大股东和高管在行情疲弱时积极增持股份，是在向市场释放积极信号，用真金白银表明对公司业绩有信心，但这些措施的效果似乎并不明显，银行等低市盈率板块除了偶尔反弹之外，大多数个股并未摆脱疲弱走势。

A 股市场不再齐涨齐跌，这是一个显著的进步，但资金对不同板块的态度趋向极端背后的正反馈和负反馈机制也应引起注意，特别是部分机构作为投资者代理人角色本身天然存在的道德风险不可忽视。

市场波动和风格演化总体来说是市场自身运行的结果，但也要意识到，市场行稳致远离不开完善的机制，增持、回购和减持等都是正常的市场调节机制，增持回购可以表达对公司估值的态度，一定程度上起到稳定股价的作用，减持套现一定程度上也能起到抑制市场非理性过热的作用。

从“建制度、不干预”原则出发，让市场机制更好发挥作用，提高市场定价效率，应充分评估股份减持、增持、回购和员工持股以及其他各方面制度上的短板，提高实施层面上的便利性。

■ 方星海：生猪期货可服务产业规模达数万亿元，推动产业“稳价”“保供”

【上海证券报】1 月 8 日，生猪期货在大连商品交易所正式挂牌上市。中国证监会副主席方星海在上市仪式上致辞时表示，生猪期货上市是国务院领导亲自关心、相关国家部委和行业协会悉心帮助的结果，也是大连商品交易所二十多年来脚踏实地、开拓创新的硕果。

方星海说，党中央、国务院高度重视生猪稳产保供工作。生猪期货上市将进一步填补我国畜牧期货品种空白，与玉米、豆粕等期货期权一起，形成从种植、加工到养殖的完整产业链条的价格风险管理工具体系，可以服务的产业规模达数万亿元，有利于促进畜牧养殖业健康发展。随着生猪期货价格发现和套期保值功能的逐步发挥，养殖企业可以利用期货价格安排生产计划，并利用期货市场对冲现货风险，进而推动生猪产业实现“稳价”“保供”，压减“猪周期”波幅，促进产业平稳有序发展。

方星海说，生猪期货成功上市来之不易。上市后，大商所要坚持“四个敬畏，一个合力”，牢牢把握服务产业客户的方向，确保生猪期货平稳推出、平稳运行。希望产业企业、养殖户和投资者理性、规范参与市场，共同呵护这个与国计民生息息相关的期货品种，促进生猪期货功能作用逐步有效发挥。

方星海说，我们正站在全面建设社会主义现代化国家新征程起点上，期货行业要不改初心，以“钉钉子”精神，进一步完善市场体系、产品体系、规则体系、基础设施体系，继续扩大期货市场高水平双向开放，加快建设一个高效率、有活力、开放型的期货市场，为新征程、新格局贡献更多期货力量。

■ 2020 年全国新能源汽车保有量达 492 万辆，占汽车总量的 1.75%

【证券时报】公安部发布的统计数据显示，截至 2020 年底，全国新能源汽车保有量达 492 万辆，占汽车总量的 1.75%，比 2019 年增加 111 万辆，增长 29.18%。其中，纯电动汽车保有量 400 万辆，占新能源汽车总量的 81.32%。新能源汽车增量连续三年超过 100 万辆，呈持续高速增长趋势。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：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）经济正进入恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计 20 年第四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 6%，明年一、二季度有望进一步回升至 19%、8%附近，21 全年大幅反弹至 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；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。

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