晨会报告

国都证券研究所晨报 20201231

【财经新闻】

- 证券时报：公募基金离理性成熟发展还有多远
- 经济参考报：稳健的货币政策要灵活精准合理适度
- 中国证券报：资本市场改革稳步推进，A 股公司转型升级提速

【行业动态与公司要闻】

- 经济参考报：在线教学成未来教育“新常态”

【国都策略视点】

- 策略晨报：跨年行情启动，重点把握低估顺周期+科技白马

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3414.45	1.05
沪深 300	5113.71	1.40
深圳成指	14201.57	1.66
中小板综指	12513.79	0.99
恒生	27147.11	2.18
国企	10662.93	2.05
恒生 AH 溢价	138.92	-0.49
标普 500	3732.04	0.13
NASDAQ	12870.00	0.15
MSCI 新兴市场	1289.03	1.76

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	电气设备	4114.77	2.96
2	食品饮料	1843.93	2.76
3	有色金属	5204.91	2.56
4	国防军工	1593.81	2.14
5	休闲服务	164.20	1.99

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	48.30	0.46
纽约期金	1898.60	0.86
伦敦期铜	7819.00	-0.03
伦敦期铝	1995.00	0.68

研究员:王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人:时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @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】

- **证券时报：公募基金离理性成熟发展还有多远**

【证券时报】证券时报发表评论文章称，证监会主席易会满近日在中国资本市场建立30周年座谈会讲话中提到，要加快推进投资端改革，壮大理性成熟的中长期投资力量，不断拓展市场深度、增强发展韧性。那么，正处于发展大年的公募基金，离理性成熟还有多远？

从产品发行端看，今年新基金合计募资超过3万亿元，刷新行业历史最高值；年度新基金数量、权益基金发行规模、百亿爆款基金数量等一系列数据也都创下历史纪录。今年行业内明显增加不少理性动作：权益新基金产品限额越来越多，尤其下半年，明星基金经理管理产品都基本设置规模上限，多为80亿元；同时，越来越多产品采取了发行相对困难的定期开放式、封闭式运作模式，能让持有人减少“追涨杀跌”动作。

从产品投资端看，近两年公募基金在结构市行情中抓住了机遇，在消费、科技、医药等领域挖掘出一批具备长期投资价值的个股；同时引领市场风格逐渐转向关注公司基本面变化，关注企业价值内生增长，践行价值投资。公募基金话语权也在不断扩大，优秀基金团队和基金产品的号召力逐渐增强。

然而，在行业高光之下也不乏一些变形动作。发行端上，市场追捧明星基金经理效应显著，导致不少明星基金经理挂名发行多只新基金，甚至出现卸任老基金的基金经理去管理新发基金；也有刚刚发行的新基金尚在面值线徘徊，几个月后又继续发行新基金，打出明星基金经理招牌赚规模；也有明星基金经理在引来巨量管理规模后，忽略投资能力上限而盲目发行等等。投资端上，机构抱团取暖、集中持股于某单一行业、风格极致化等行为也受到市场质疑。

在行业大发展背景下，用明星基金经理吸引投资者积极申购，壮大规模，这种经营发展思路本无可厚非，毕竟公募基金本身也有盈利压力。但从持续经营角度考虑，过分“追星”却也会埋下隐患。如何在吸引众多投资者申购后维持基金业绩，维护持有人利益，使持有人与公司发展形成良性循环，这是判断行业是否理性成熟的关键。此外，行业走向成熟理性，也需要监管机构、管理人、销售渠道以及投顾共同营造出有利于长期投资的土壤。

基金行业最核心的是做好长期投资能力建设。虽然这不能一蹴而就，但只要坚持以持有人利益为重，基金公司一定会得到市场厚爱。

- **经济参考报：稳健的货币政策要灵活精准合理适度**

【经济参考报】经济参考报头版发文称，为保持对经济恢复的必要支持力度，日前召开的央行货币政策委员会四季度例会提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，同时，还要“构建金融有效支持实体经济的体制机制”。

回望2020年，面对新冠肺炎疫情的严重冲击，货币政策体现出前瞻性、精准性和时效性，按照总量政策适度、融资成本下降、支持实体经济的导向，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，助力经济企稳回升，使我国成为唯一一个实现正增长的主要经济体。

当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻，国内经济内生动力增强，但还面临疫情等不稳定不确定因素冲击，加上杠杆率上升过快积累的潜在金融风险，央行要求“加强经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展”。

具体到政策基调上，会议提出，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度”，基本上同此前的中央经济工作会议保持一致。

其中最值得关注的，是政策表述由2020年下半年的“更加灵活适度、精准导向”调整为“灵活精准、合理适度”，落脚点在于“合理适度”。如何衡量合理适度，央行提出了三个标尺，即“保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定”，这预示着狭义流动性将继续保持合理充裕，但广义流动性将会适度收紧以与名义GDP增速相匹配，以此来保持宏观杠杆率基本稳定，意即下一阶段货币政策大概率会选用“宽货币+紧信用”的组合。

当然，信用收紧的幅度会略小于之前市场的预期，因为央行还强调要保持货币政策的“三性”：连续性意味着部分疫情期间的政策将会延续，避免出现“政策悬崖”；稳定性意味着货币政策将会“稳字当头，不急转弯”；可持续性意味着政策会兼顾防风险、稳杠杆等方面的考量。归根结底，都是为了“保持对经济恢复的必要支持力度”。

2021 年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，既需要为“十四五”开好局，又需要为构建“双循环”新发展格局打好基础。因此，央行根据中央要求，提出“构建金融有效支持实体经济的体制机制”，以更系统地助力经济高质量发展。

具体而言，在体系建设方面，央行将会深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。

在结构优化方面，央行一方面将进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持。另一方面，将继续引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。

在改革开放方面，央行将继续深化利率汇率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进贷款利率降低的潜力，促进企业综合融资成本稳中有降。

● 中国证券报：资本市场改革稳步推进，A 股公司转型升级提速

【中国证券报】据中国证券报报道，随着发行、交易、信息披露、再融资、持续监管和退市等关键环节和重要领域改革的深入推进，A 股市场生态发生了显著变化。

业内人士认为，2021 年资本市场改革将继续深化，一系列基础性制度将更加完善，市场优胜劣汰机制效果将更加显著。上市公司应以创造价值为主线，以良好业绩回报投资者，方能不被市场淘汰。

融资结构持续优化

从 IPO 公司行业分布看，2020 年首发融资额前五位的行业分别为半导体与半导体生产设备、资本货物、制药/生物科技与生命科学、材料、技术硬件与设备。

业内人士表示，2020 年 A 股 IPO 融资规模大幅提升，与我国资本市场基础制度改革持续深化密不可分，科创板和创业板实施注册制，大大简化了企业上市流程，提升了融资效率，受到越来越多企业青睐。

2019 年 7 月 22 日科创板开市以来，已有 214 家公司通过科创板 IPO 融资；截至 2020 年 12 月 30 日，今年以来 144 家科创板公司首发募资金额达 2210.03 亿元，占同期 IPO 公司募资总额的 47.30%，有力推动了要素资源向科技创新领域聚集。2020 年 8 月创业板注册制改革落地以来，在审企业顺利平移，新股发行上市稳步推进，市场反映良好。

不仅如此，2020 年 A 股增发、配股成绩单同样亮眼。数据显示，截至 12 月 30 日，2020 年 A 股 349 家公司共增发融资 8185.05 亿元，较 2019 年增加 18.84%；18 家公司配股融资 512.97 亿元，较 2019 年增加 283.16%。

转型升级步伐加快

随着资本市场基础制度不断完善，市场资源得以优化配置，A 股上市公司转型步伐明显加快。

一方面，钢铁、煤炭等传统行业在产能出清的同时，加大了对设备更新和技术研发的投入。“钢铁行业前些年在产能出清的同时，加大了技术改造投入，在完成初步转型升级后，从 2019 年开始，行业进入新发展周期。”一位担任多家上市公司独董的财会人士称，除此之外，轻工制造、化工、建材、煤炭等传统行业近年来均加大了研发投入，加快转型升级步伐。另一面，以生物医药、半导体等为代表的新经济板块盈利良好，研发投入持续增长，创新驱动战略成效显现。

易知(北京)投资有限责任公司董事长鲁万峰告诉中国证券报记者，2020 年一系列强化“科技赋能”的资本市场新政有力促进了 A 股上市公司转型升级，资本市场作为资金导流器的作用愈发明显。注册制改革深化、再融资政策调整、并购重组政策简政放权等让优势科技企业和创新企业更便捷地得到了资本市场融资助力。

优胜劣汰格局愈发清晰

“随着 A 股上市公司数量增多，资源将继续向优质公司集中，各行业‘头部化’特征将愈发明显。”运达科技董秘王海峰告诉中国证券报记者，“如何借助资本市场发展主业，成为行业头部公司是公司管理层最为关切的问题。”

鲁万峰表示，随着外资、保险、公募、私募等机构投资者队伍的壮大，A 股“炒小炒差”的现象逐步减少，绩优股受到资金追捧，劣币驱逐良币效应逐步得到修正。2020 年以来股市热点分化明显，绩差股和题材股不断被边缘化，A 股行业龙头市值不断提升。

“好的公司越来越好。”国研智库资本市场与上市公司研究中心主任苏培科说，分化格局与资本市场改革持续推进密不可分。注册制改革对市场价值产生了潜移默化的影响，市场已经形成了优胜劣汰机制。展望 2021 年，随着 A 股全面实施注册制，一系列基础性制度不断完善，中国将迎来一个更加法治化、市场化的资本市场，必将受到越来越多投资者青睐。

【行业动态与公司要闻】

- **经济参考报：在线教学成未来教育“新常态”**

【经济参考报】2020 年，突如其来的新冠肺炎疫情，触发了一次“史无前例、世无前例”的大规模在线教学实践。“学生在哪里，教育就在哪儿发生”，穿越学校、家庭和社会的边界，融合线上与线下，教育有了更多可能。

“上半身校服红领巾、下半身睡裤拖鞋”——今年上半年“云”学习的经历，让孩子们印象深刻。

“能听到我说话吗？能看到 PPT 吗？可以的话请回复 1。”2 月 4 日早上 8 点，山西省太原市第十二中学的数学老师刘小琴开启了她的第一次直播课堂。班级的 54 名学生虽然不在教室，但都已做好学习准备，整齐地在屏幕上打出“1”。

疫情发生后，各地出台延迟开学的规定，教育部启动“停课不停学”工作，统筹教学资源，全力保障教师们在网上教、孩子们在网上学。

“从电话联系第一位老师起，短短几个小时内，41 个学段学科，参与‘空中课堂’视频课建设的教师队伍全部集结完毕。”上海市教委教研室副主任谭轶斌回忆说。

2 月 17 日，国家中小学网络云平台和中国教育电视台空中课堂正式开通，“云”学习大规模开启。

截至 5 月中上旬，国家中小学网络云平台浏览次数达 20.73 亿，访问人次达 17.11 亿。全国 1454 所高校开展在线教学，103 万教师在线开出了 107 万门课程，合计 1226 万门次课程，参加在线学习的大学生共计 1775 万人。

在线教学不是新生事物，但如此大规模地开展，还是第一次。

在应对危机开展在线教育教学的实践中，不仅学校课堂的“围墙”被打破，还在一定程度上打破了心理上的“围墙”，形成了时时、处处、人人皆可学的新的教育形态。

如何用线上线下混合式教学方式，提高学生的学习积极性和学习效果？

12 月 20 日，在第四届中国高校外语慕课联盟大会上，来自湖北大学的陆小莉老师带来的《西方文化》课，展示了生动的慕课教学实践：

针对每个学习单元，学生们可利用线上视频和图书资源先进行预习，根据自己的兴趣组成学习小组，线上线下沟通商议、查找资料，并以演讲、话剧等多种形式予以展示，老师点评引导、小伙伴们线上讨论评价……

跨时空、跨地域、沉浸式的融合体验，给教育带来了丰富的想象空间。

中国高校外语慕课联盟理事长、北京外国语大学党委书记王定华介绍，2020 年中国高校外语慕课平台新上线 10 个语种 102 门课程，课程总数较去年翻倍，达到 215 门；疫情期间，平台服务了 1289 所院校，280 余万学生，并为世界慕课发展贡献了力量。

统计数据显示，目前我国上线慕课数量超过 3.4 万门，学习人数达 5.4 亿人次，在校生获得慕课学分人数 1.5 亿人次，慕课数量与学习规模位居世界第一，课程建设数量和应用规模迅速跃居世界第一。

进入后疫情时代，中国教育迈入高质量发展新阶段，更需要发挥在线教育优势，构建方式更加灵活、资源更加丰富、学习更加便捷的全民终身学习体系。

“我们再也不可能、也不应该退回到疫情发生之前的教与学状态。”教育部高等教育司司长吴岩说，融合了“互联网+”“智能+”技术的在线教学，已经成为中国高等教育和世界高等教育的重要发展方向。“新鲜感”正在向“新常态”转变。

针对基础教育阶段促进教育公平、提升教育质量的现实需求，教育部印发关于加强“三个课堂”应用的指导意见，积极推进“互联网+教育”发展，进一步加强“专递课堂”“名师课堂”和“名校网络课堂”。

教育部表示，将进一步加强对疫情期间在线教学的研究，深入总结经验和存在的问题，编制教育信息化中长期发展规划和教育信息化“十四五”规划，出台推进“互联网+教育”发展的指导意见，进一步规范引导与激励在线教育发展，不断完善面向未来的高等教育教学体系。

【国都策略视点】

- **策略晨报：跨年行情启动，重点把握低估顺周期+科技白马**

1、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，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，或预示今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，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。

2、本轮顺周期持续性如何？取决于经济恢复强度与持续性

自 7 月中指数阶段见顶后震荡以来，科技成长与医药、必需生活品为代表的消费股，在估值溢价率提升至高分位数后，进入轮番调整期，而汽车、家电、上游资源品、大金融等顺周期板块行业先后陆续启动。

本轮顺周期板块行业持续性如何？追根溯源其驱动力来看，主要取决于中期全球新冠疫苗接种进度及疫情防控效果、全球经济恢复强度及其持续性。从长周期来看，以 2008 年金融危机为分界点，全球经济由 1996-2007 共同繁荣期，转入 2008 至今的趋势衰退期，前后两轮正好均为 12 年。展望未来，全球经济除了低基数下的 21 年显著恢复外，能否摆脱趋势下行，保持平稳上行态势？

综合来看，一当前全球劳动人口占比下降、贫富分化扩大、新一轮革新技术尚待暴发等要素驱动力疲弱；二主要发达经济体宏观杠杆率已高企、财政货币政策空间逼仄等制约因素；三全球多边主义关系有待修复，经贸、投资自由化便利化条件仍待恢复，利于全球共同繁荣的政治地缘与经贸合作环境尚待缓和。以上驱动力、制约因素及合作环境改观前，预计中期全球经济仍难以摆脱压力转入稳定上行周期。

基于以上判断，预计本轮顺周期板块行情的力度与持续性或有限，结合本轮全球经济修复周期大概率见顶于 21Q2，预计板块行情或提前至 21Q1 阶段触顶。具体节奏需视疫苗接种进展、拜登正式上台后的内部宏观、对外经贸政策等。

3、近期重点配置方向：结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+业绩正向预期差或业绩景气同步于经济复苏的顺周期板块，或是年底进可攻退可守的首选配置，主要包括银行、非银金融、房地产、交运、化工、建材、采掘、家电、汽车等，及疫苗接种在即下的服务消费板块，包括影视、教育、机场、旅游酒店等。结合当前估值分位数、经济加速复苏预期，近期银行、保险、地产、券商等大金融板块，或为近期配置顺周期板块的首选。

4、中长期而言，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 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。

5、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：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。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，与目前市场实际表现基本一致。

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