晨会报告

2020 年 12 月 25 日

国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201225

【财经新闻】

- 欧盟与英国就未来关系达成协议
- 前 11 月地方债发行 6.26 万亿 专项债超 4 万亿
- 11 月国有企业利润总额同比增长 38.9% 税后净利润增长 47.2%

【行业动态与公司要闻】

- 人民日报：实现平台经济更加规范更有活力更高质量发展
- 财达证券 IPO 过会 或成第 41 家 A 股上市券商

【国都策略视点】

- 策略观点：近中期市场风格展望

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3363.11	-0.57
沪深300	5000.02	-0.14
深圳成指	13915.57	-0.71
中小板综指	12397.29	-0.79
恒生	26386.56	0.16
国企	10430.53	-0.50
恒生AH溢	141.87	-1.03
标普500	3703.06	0.35
NASDAQ	12804.73	0.26
MSCI新兴市场	1253.53	-0.36

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	休闲服务	252.65	0.92
2	国防军工	2014.39	0.78
3	采掘	2555.62	0.57
4	银行	1632.79	0.54
5	家用电器	1041.38	0.27

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	48.30	0.50
纽约期金	1882.60	0.28
伦敦期铜	7830.50	-0.21
伦敦期铝	2030.00	1.30
波罗的海干散货	1366.00	0.29

近期研究报告

研究员：朱天辉
电 话： 010- 84183386
Email： zhutianhui@guodu.com
执业证书编号： S0940518110001
联系人：王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@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】

■ 欧盟与英国就未来关系达成协议

【新华社】经过通宵达旦的文本修订，欧盟与英国谈判代表 24 日终于就包括贸易在内的一系列合作细节达成一致，为英国按照原计划在 2020 年结束“脱欧”过渡期扫清障碍。

当天下午，欧盟委员会主席冯德莱恩和英国首相约翰逊分别在位于比利时的欧盟总部和唐宁街的首相府举行记者会，宣布协议达成。约翰逊在社交媒体上发照片，他双手竖起拇指展现胜利姿态。欧盟委员会也上载组图，列举欧盟在谈判中争取到的权益。

约翰逊在记者会上说，英国重新掌控了自己的命运和法律，相信这份协议对整个欧洲有利，为英欧关系带来了新的稳定性，尤其是为企业带来了确定性。冯德莱恩则表示，谈判之路漫长而曲折，但双方终于达成了一份“公平和平衡”的协议。

根据欧盟委员会发布的新闻公告，这份协议涵盖贸易、投资、竞争、渔业、交通、能源、数据保护、社会安保等广泛的合作领域。

根据协议，2021 年开始，双方的商品贸易将继续享受零关税、零配额的待遇，这超过欧盟此前与加拿大、日本达成的贸易协议，避免了大规模贸易成本增加。对于受疫情冲击的英、欧经济而言，这无疑是利好消息。

渔业问题上，欧盟渔民需在 5 年半内将赴英国海域捕捞的产值减少四分之一，英国媒体称这低于英方最初提出的减少 80%的要求，认为英国做出了大幅让步；公平竞争方面，经济纠纷可诉诸第三方仲裁，而不必完全遵从欧盟司法体系，这被认为是英国的胜利。

接下来，协议草案仍需得到双方议会批准。英国议会将于下周开会投票，而欧洲议会议长萨索利表示，将于明年审议草案。在此之前，欧盟各国需要批准从明年 1 月 1 日起到 2 月底临时执行该协议。

英国 2020 年 1 月 31 日正式脱离欧盟，双方进入为期 11 个月的过渡期，并着手就未来关系展开谈判。原定于 10 月中旬达成协议的最后期限一延再延。虽然协议姗姗来迟，但是冯德莱恩表示，“欧洲从此可以把英国‘脱欧’问题抛在身后，开始展望未来”。

■ 前 11 月地方债发行 6.26 万亿 专项债超 4 万亿

【经济参考报】财政部 24 日数据显示，2020 年 11 月，全国发行地方政府债券 1384 亿元。其中，发行一般债券 893 亿元，发行专项债券 491 亿元；按用途划分，未发行新增债券，发行再融资债券 1384 亿元。

数据显示，2020 年 1 至 11 月，全国发行地方政府债券 62602 亿元。其中，发行一般债券 22305 亿元，发行专项债券 40297 亿元；按用途划分，发行新增债券 44945 亿元，发行再融资债券 17657 亿元。

发行期限和利率方面，2020 年 1 至 11 月，地方政府债券平均发行期限 14.8 年。其中，一般债券 15.0 年，专项债券 14.8 年。2020 年 1 至 11 月，地方政府债券平均发行利率 3.40%。其中，一般债券 3.34%，专项债券 3.43%。

到期偿还本金方面，2020 年 1 至 11 月，地方政府债券到期偿还本金 20105 亿元。其中，11 月当月到期偿还本金 3863 亿元。发行再融资债券偿还本金 17585 亿元、安排财政资金等偿还本金 2520 亿元。

2020 年 1 至 11 月，地方政府债券支付利息 7623 亿元。其中，11 月当月地方政府债券支付利息 710 亿元。

经第十三届全国人民代表大会第三次会议审议批准，2020 年全国地方政府债务限额为 288074.3 亿元，其中一般债务限额 142889.22 亿元，专项债务限额 145185.08 亿元。

截至 11 月末，全国地方政府债务余额 255595 亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 127127 亿元，专项债务 128468 亿元；政府债券 253680 亿元，非政府债券形式存量政府债务 1915 亿元。

截至 11 月末，地方政府债券剩余平均年限 6.9 年，其中一般债券 6.3 年，专项债券 7.5 年；平均利率 3.51%，其中一般债券 3.51%，专项债券 3.50%。

■ 11 月国有企业利润总额同比增长 38.9% 税后净利润增长 47.2%

【经济参考报】据财政部 12 月 24 日消息，1-11 月，全国国有及国有控股企业（以下称国有企业）营业总收入同比增速进一步提高，利润总额降幅持续收窄，已恢复到去年同期的 93.9%，经济运行稳步改善。

具体数据如下

一、营业总收入。11 月份，国有企业营业总收入较去年同期增长 6.0%。1-11 月，营业总收入 556124.8 亿元，同比增长 0.8%，较 1-10 月提高 0.6 个百分点，其中中央企业 311788.2 亿元，同比下降 2.7%，地方国有企业 244336.6 亿元，同比增长 5.8%。

二、营业总成本。11 月份，国有企业营业总成本较去年同期增长 3.8%。1-11 月，营业总成本 540211.3 亿元，同比增长 1.7%，

其中中央企业 297158.9 亿元，同比下降 2.2%，地方国有企业 243052.4 亿元，同比增长 6.9%。

三、利润总额。11 月份，国有企业利润总额较去年同期增长 38.9%。1-11 月，利润总额 29863.1 亿元，同比下降 6.1%，较 1-10 月降幅收窄 3.9 个百分点，其中中央企业 19798.7 亿元，同比下降 5.2%，地方国有企业 10064.4 亿元，同比下降 7.8%。

四、净利润。11 月份，国有企业税后净利润较去年同期增长 47.2%。1-11 月，税后净利润 22065.9 亿元，同比下降 7.1%，归属于母公司所有者的净利润 12611.4 亿元，其中中央企业税后净利润 14762.3 亿元，同比下降 5.3%，地方国有企业税后净利润 7303.6 亿元，同比下降 10.6%。

五、应交税费。11 月份，国有企业应交税费较去年同期增长 6.9%。1-11 月，应交税费 40575.1 亿元，同比下降 1.2%，其中中央企业 28745.9 亿元，同比下降 2.1%，地方国有企业 11829.2 亿元，同比增长 1.3%。

六、成本费用利润率。11 月份，国有企业成本费用利润率较去年同期提高 1.6 个百分点。1-11 月，成本费用利润率 5.6%，同比减少 0.5 个百分点，中央企业 6.7%，同比减少 0.2 个百分点，地方国有企业 4.1%，同比减少 0.7 个百分点。

七、资产负债率。11 月末，国有企业资产负债率 64.5%，较去年同期提高 0.2 个百分点，中央企业 67.1%，同比减少 0.5 个百分点，地方国有企业 62.7%，同比提高 0.7 个百分点。

【行业动态与公司要闻】

■ 人民日报：实现平台经济更加规范更有活力更高质量发展

【人民日报】近日，阿里巴巴集团控股有限公司因“二选一”等涉嫌垄断行为，被市场监管总局依法立案调查。此举受到全社会广泛关注，也引发了人们对于平台经济发展的思考。

近年来，平台经济在更好满足消费者需求、促进新旧动能转换、推动经济高质量发展等方面做出了积极贡献。然而，随着平台经济迅速崛起，滥用市场优势地位的行为日渐增多，出现了限制竞争、价格歧视、损害消费者权益等一系列问题，破坏了市场竞争秩序，阻碍了行业创新。整治影响公平竞争的违法行为，有利于促进平台经济更好更健康发展。

平台经济的发展固然离不开规模效应和网络效应，但绝不意味着平台企业可以走向垄断。垄断不是平台企业的基因和特权。回顾我国互联网行业发展历程不难发现，优秀的平台企业，都是在公平竞争中拼杀出来的，今天的大企业、大平台，也都是从当年的小公司、小网站起家的。正是在激烈的市场竞争推动下，平台经济才展现出蓬勃生机、无限潜力，才能不断推进技术、商业模式持续创新。因此，各方面都很期待今天的大企业、大平台也能为后进入的小公司、小网站留有良性竞争的机会。大型互联网平台企业应该带头强化行业自律，进一步增强社会责任感，维护良好的互联网经济生态体系。

竞争是市场经济的基石，垄断是市场经济的大敌。无论什么阶段、什么业态，公平竞争都是一个行业持续发展的动力源泉。加强反垄断监管，维护平台经济领域公平有序竞争，有利于充分发挥平台经济高效匹配供需、降低交易成本、发展潜在市场的作用，推动资源配置优化、技术进步、效率提升。更为重要的是，反垄断可以有效降低市场进入壁垒，形成开放包容的发展环境，让更多市场主体共享数字经济发展红利，有效激发全社会创新创造活力，构筑经济社会发展新优势和新动能。因此，加强反垄断监管与做强做大平台经济并不矛盾，更不会扼杀互联网行业的创新基因，相反，正是对平台经济发展环境的有力保护。

事实上，互联网行业从来不是、也不应该成为反垄断的法外之地。作为新生事物，互联网经济的治理规则，是世界各国共同面对的新课题。出于呵护新产业、新业态的考虑，我国对平台企业监管一直十分审慎。但互联网企业也需要遵规守法。2008 年开始实施的《反垄断法》，对内资和外资、国有企业和民营企业、大企业和中小企业、互联网企业和传统企业一视同仁、平等对待，保障各类市场主体平等参与市场竞争。平台经济领域竞争虽然呈现多边市场、动态竞争、跨界竞争、网络效应等新特点，但反垄断法律法规的精神实质与要义仍然适用，需要与时俱进更新完善法律法规，为平台经济发展创造透明的、可预期的法律制度环境。当前，世界各国正在不约而同完善规制，加强互联网领域反垄断监管，就是为了保证行业竞争的有效性，有力维护消费者权益。

对于平台经济来说，加强反垄断监管，带来的绝不是行业的“冬天”，恰恰是更好更健康发展的新起点。纵观互联网经济发展史，反垄断为行业健康发展扫除了很多障碍。从一定意义上说，正是欧美国家通过反垄断制约了微软、IBM 等科技巨头，才促使谷歌、苹果、脸书、亚马逊等互联网新锐诞生和成长，并为行业带来强劲活力。当前，我国加强反垄断监管，有利于更好激发市场活力，厚植平台企业不断涌现、蓬勃生长的良好土壤。

一枝独秀不是春，百花齐放春满园。此次反垄断调查，是提升互联网企业公平竞争意识和反垄断合规意识的契机，也是开启平台经济创新发展、有序发展、健康发展的机遇。相信广大互联网企业能够正确认识行业监管与自身发展的关系，将监管要求内化到企业经营管理中，以改革和创新的姿态迎接发展新起点，更好走在规范健康发展的轨道上，提高我国数字经济的整体国际竞争力。

■ 财达证券 IPO 过会 或成第 41 家 A 股上市券商

【上海证券报】 12 月 24 日，财达证券首发申请获通过，A 股上市券商（仅统计直接上市）将增至 41 家。

财达证券 IPO 保荐机构为中信建投，本次拟发行不超过 5 亿股新股。财达证券称，本次发行募集资金扣除发行费用后，将全部用于补充公司的营运资金，以支持各项业务发展，包括进一步巩固传统经纪业务、扩大资本中介业务的资金配置规模、适当增加证券投资业务规模、加大对资产管理业务的投入、全面提升投资银行业务实力等。

公开资料显示，财达证券成立于 2002 年 4 月，注册资本 27.45 亿元，总部位于河北省石家庄市。2019 年 12 月 11 日，证监会接收了财达证券的 IPO 材料。在 2020 年券商评级中，财达证券被评为 BBB 级。

截至 2019 年底，财达证券共有股东 26 家。其前五大股东持股比例合计超过 70%，其中唐山钢铁集团有限公司为财达证券的控股股东，持股占比 38.35%。

截至 2019 年末，财达证券设有 24 个总部部门，14 家分公司及 111 家证券营业部。今年上半年，财达证券实现营收 10.56 亿元，同比增 7.63%，净利润 2.09 亿元，同比降 46%。

目前，财达证券拥有证券经纪、证券自营、信用交易、资产管理、投资银行、期货经纪等业务。其中，经纪业务一直是财达证券主要的营业收入来源，对公司整体业绩具有重要影响。

【国都策略视点】

■ 策略观点：近中期市场风格展望

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、中期而言，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。

4、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