国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201211

【财经新闻】

- 上海证券报：从科创板到创业板，注册制改革星火燎原
- 经济参考报：金融数据释放经济持续复苏信号
- 经济参考报：地方“十四五”产业布局路线图密集浮现

【行业动态与公司要闻】

- 上海证券报：商务部将出台新措施 着力扩大汽车等重点商品消费

【国都策略视点】

- 策略晨报：恢复中后期，看好后周期与服务消费回补机会

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3373.28	0.04
沪深 300	4940.52	-0.04
深圳成指	13731.34	0.11
中小板综指	12443.09	-0.20
恒生	26410.59	-0.35
国企	10415.72	-0.69
恒生 AH 溢价	144.46	-0.04
标普 500	3668.10	-0.13
NASDAQ	12405.81	0.54
MSCI 新兴市场	1255.03	-0.07

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	钢铁	1845.94	2.69
2	休闲服务	153.84	1.64
3	电气设备	3312.90	1.38
4	医药生物	2429.25	1.03
5	家用电器	938.01	0.62

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	46.97	2.76
纽约期金	1840.10	-0.15
伦敦期铜	7873.00	2.36
伦敦期铝	2047.00	0.54

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】

- **上海证券报：从科创板到创业板，注册制改革星火燎原**

【上海证券报】上海证券报头版刊文称，星星之火，可以燎原。两年前的 11 月 5 日，试点注册制改革的号令从黄浦江畔发出，掀开资本市场新的改革华章。

经过两年的探索，注册制从增量到存量稳步推进，成果令人瞩目：截至 2020 年 12 月 9 日，科创板上市公司达 200 家，一批硬科技企业脱颖而出；创业板试点注册制企业已上市 54 家，另有超过 400 家等待临门一脚。中国经济进入新发展阶段，资本市场在全面贯彻新发展理念、着力构建新发展格局上肩负新的使命，注册制由星星之火到星火燎原的全市场推行，已势不可挡。

星光闪耀：“试验田”闯出光明之路

科创板用 260 天将注册制从理念变成现实，创业板用 119 天完成了注册制从增量到存量的突破，改革“加速度”背后，是市场各参与主体日夜兼程的勇敢探路。

2018 年 11 月 5 日，设立科创板并试点注册制的号角从上海发出；2019 年 7 月 22 日，首批 25 家科创板公司鸣锣上市，资本市场迎来科创板时间。

如今，科创板“试验田”已成为硬科技公司的聚集地，星光闪耀。焕然一新的规则体系，构成了保障改革落地的完整制度安排；多元包容的发行上市条件，为未盈利企业、红筹企业、特殊股权结构企业敞开 A 股上市之门；以信息披露为核心的发行上市审核制度，有效助力科创板上市公司把好质量“入口关”；市场化的发行承销机制、试行保荐跟投制度，加速形成利益约束和声誉约束，促进了合理定价；创新的交易机制和投资者适当性制度，保障了市场的活跃度和流动性；弹性的股权激励、高效的并购重组、简化退市流程等，不断优化上市公司持续监管……

回望来时路，上海证券交易所副总经理阙波告诉上证报记者，科创板关键制度创新经受住了市场检验，市场化、法治化的理念在科创板先行先试，科创板也初步形成了可复制、可推广的经验，推动改革向纵深迈进。

齐头并进：创业板探出改革新路

2020 年 4 月 27 日，有着 800 多家存量上市公司和超过 4500 万存量投资者的创业板，接棒注册制改革，进行全面的制度升级。

自 6 月 15 日接受申报以来，截至 12 月 9 日，申报创业板 IPO 的公司达 464 家，其中从证监会平移过来的在审企业 176 家，新增申报 288 家。

8 月 24 日，创业板试点注册制首批 18 家企业顺利上市。截至 12 月 9 日，54 家企业完成发行上市，平均市盈率 34.75 倍，发行定价市场化水平提升明显，首批新股上市首日，平均涨幅 250.51%。

创业板存量上市公司也有实实在在的获得感。截至 12 月 9 日，创业板已受理 252 家再融资、14 家重大资产重组申请，其中，113 家再融资、4 家重大资产重组已注册生效。

近期，上证报记者随同深交所调研组走进上市公司，不少创业板公司点赞再融资注册制改革。审核加速、效率提升，有力地支撑了进一步提高上市公司质量。在存量改革的实践中，注册制“试”出了新内涵。

在存量注册制试点中，创业板探出了新路：新老划断。一方面，承接证监会前期审核成果接续审核，保障在审企业上市进程；另一方面，对于优化后的发行上市条件，允许存量企业有豁免权，比如，创业板明确存量在审企业不适用负面清单等。

星火燎原：全市场推行备受期待

“经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。”中国证监会主席易会满在向全国人民代表大会常务委员会报告股票发行注册制改革有关工作情况时表示。

从增量市场到存量市场，伴随注册制改革的不断深入，各领域各环节改革有序展开，我国资本市场正在发生深刻的结构性变化：要素资源向科技创新领域集聚，科技、资本和实体经济的高水平循环进一步畅通；发行人、中介机构责任进一步压实，信息披露质量初步得到市场验证；市场生态逐渐改善，改革共识不断凝聚，市场参与各方的获得感不断提升；A 股市场的活力、韧性不断增强……

全市场推进注册制改革，即将迎来星火燎原。国务院金融稳定发展委员会提出，增强资本市场枢纽功能，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。党的十九届五中全会进一步明确，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。

闻令而动。交易所层面已着手启动准备工作，深交所理事长王建军在 2020 年深交所会员大会上表示，将深入总结创业板改革并试点注册制经验，做好全面实行股票发行注册制的各项准备。

各方对注册制改革全面推进充满期待。中山证券首席经济学家李湛表示，中国经济发展转型需要注册制，国内有大量有活力、有发展潜力的中小企业需要融资，这是未来注册制在全市场推广的强大基础。未来，在注册制加速推进的背景下，应进一步提高信息披露质量，有效保护投资者，进一步优化退市指标，简化退市流程，推动我国资本市场更加市场化。

- **经济参考报：金融数据释放经济持续复苏信号**

【经济参考报】经济参考报头版刊文称，从中国人民银行公布的 11 月金融统计数据来看，当前经济基本面呈现三方面特点：一是社会融资增速出现拐点；二是融资结构继续改善；三是经济复苏动力仍然强劲。

从总量来看，11 月新增人民币 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元，略高于 10 月；11 月末贷款余额同比增长 12.8%，比 10 月末低 0.1 个百分点，较 6 月的年内高点已回落 0.4 个百分点。11 月新增社会融资规模 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元，同比增量为 3 月以来最低水平；社融存量同比增长 13.6%，比 10 月末低 0.1 个百分点，年内首次出现回落。社融增速回落，表明 4 月以来货币政策的边际收紧已由货币端传导至信用端。

从结构来看，11 月新增人民币贷款中，居民部门新增中长期贷款 5049 亿元，同比多增 360 亿元，增幅下滑至 6 月以来的最低水平，表明房地产市场进一步降温；企业部门新增中长期贷款 5887 亿元，同比多增 1681 亿元，增幅较 10 月小幅回落，表明实体经济复苏环境下企业贷款需求仍然强劲。

新增社融中，贷款和政府债券仍然是主要支撑因素，但表外融资和企业债券融资均同比少增。11 月三项表外融资合计减少 2044 亿元，同比多减 981 亿元，在经济内生性动力逐渐增强之后，监管对于非标融资的监管仍在收紧。企业债券净融资 862 亿元，创 2018 年 10 月以来最低水平，同比少增 2468 亿元，为 2017 年 12 月以来的最低值。11 月信用债违约事件冲击之下，市场风险偏好明显下降，成为企业债融资大幅回落的主因。

从货币供应量来看，11 月末 M2 同比增长 10.7%，较 10 月末高 0.2 个百分点，财政支出速度加快和结构性存款压降临近尾声，共同推升了 M2 增速。M1 同比增长 10%，较 10 月末高 0.9 个百分点，创 2018 年 2 月以来最高水平。存款活化程度继续提高，表明企业购买原材料、加大补库存以及扩大资本开支的意愿上升，预示着经济复苏动力仍然充沛。

这一点可以从其他数据得到佐证。据海关总署统计，11 月出口同比增长 14.9%，远超市场预期，达到年内最高水平。由于其他经济体仍然受困于疫情，生产尚未完全修复，只能加大从中国的进口力度，一定程度上回归了全球金融海啸之前“中国生产，世界消费”的状态。而出口发动机加速之后，一方面将拉动制造业投资增速反弹，另一方面也将通过扩大就业进而拉动消费和服务，整个经济的内生增长动力将进一步增强并至少延续至明年上半年。

尽管 11 月 CPI 出现了近年来的首次负增长，但主要受到食品尤其是猪肉价格的扰动。剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长 0.5%，保持稳健，PPI 则在加速回归正增长区间，因此，物价并不存在持续通缩基础，不会成为货币政策的掣肘。在这种情况下，货币政策将会进一步回归正常化。在近期的一系列表态中，央行已经传达出政策将转向中性的信号。《三季度货币政策执行报告》对“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率基本稳定”的强调，预示着明年的整体信用增长将会边际收敛。

因此，笔者预计 11 月社融增速见顶之后，后续将会继续回落。特别是在明年政府债券发行回归常态和高基数的联合作用下，明年上半年社融增速将会加速下滑，全年增速预计为 10%左右，与名义国内生产总值增速基本吻合。在稳健货币政策的引导下，经济增速将逐渐向潜在产出增速回归。

- **经济参考报：地方“十四五”产业布局路线图密集浮现**

【经济参考报】地方“十四五”产业布局路线图正密集浮现。据《经济参考报》记者不完全统计，目前已有浙江、湖北、海南、江西、四川、吉林等逾 10 个省份相继出炉地方“十四五”规划建议。记者采访发现，围绕加快发展现代产业体系，各地纷纷圈定发力重点领域，其中，先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业成三大主线，包括汽车及零部件产业、生物医药产业等在内的一批万亿级产业集群有望加速崛起。

在专家看来，“十四五”时期是我国经济高质量发展的关键期，要起好步开好局。加快发展现代产业体系对推动地方经济发展具有巨大引领带动作用，将成为“十四五”时期地方经济增长的新动力。

党的十九届五中全会提出，加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。这为未来一个时期我国推动产业高质量发展指明了方向。

“四川要在现代化建设进程中赢得主动、赢得优势、赢得未来，产业是核心支撑，创新是关键动力。”“产业升级和发展规律表明，塑强现代产业优势，很重要的就是培育优良产业生态。”“加快在集成电路、生物医药、人工智能等领域打造世界级产业集群。”

四川、山东、上海等地方政府相关负责人在做“十四五”规划建议说明时，“产业”无一例外成为关键词。以改革创新为根本动力，加快发展现代产业体系，地方正加快绘制未来五年的产业布局路线图。

值得注意的是，在地方开启的产业发展新赛道上，先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业成为地方布局的三大主线。

比如，上海明确提出，深入推进以现代服务业为主体、战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑的现代产业体系建设；湖北提出，加快形成战略性新兴产业引领、先进制造业主导、现代服务业驱动的现代产业体系。

基于地方特色和产业优势，一批万亿级产业集群也将蓄势崛起。

制造业是国民经济的主体，是立国之本、兴国之器、强国之基。不少地方在“十四五”规划建议中明确提出“制造业立市”“制造强省”。围绕发展先进制造业，浙江提出，实施产业集群培育升级行动，打造数字安防、汽车及零部件、绿色化工、现代纺织服装等万亿级世界先进制造业集群；湖北提出，发挥汽车整车产能和零部件配套优势，打造万亿级汽车产业集群；黑龙江也提出，健全振兴先进制造业政策体系，加快培育先进制造业万亿级产业集群。

战略性新兴产业引领新一轮科技革命和产业变革方向，是培育发展新动能的重要发力点。

基于此，湖北提出，集中力量建设集成电路、新型显示器件、下一代信息网络、生物医药等四大国家战略性新兴产业集群，打造“光芯屏端网”、大健康等具有国际竞争力的万亿产业集群；江西将推动移动智能终端、半导体照明、数字视听等优势领域取得新突破，打造万亿级京九（江西）电子信息产业带。

现代服务业在不少地方占 GDP 比重过半，在未来仍具有较大成长空间。湖北指出培育现代服务业万千亿产业集群，大力发展现代金融、现代物流、高端商务、人力资源等知识密集型生产性服务业；海南则强调形成互联网、消费（含免税购物）、大健康和教育、旅游文化体育等一批万亿级产业。

中国国际经济交流中心经济研究部副部长刘向东对《经济参考报》记者表示，各地“十四五”规划建议纷纷把科技创新和建设现代化产业体系摆在突出位置，体现出“十四五”期间高质量发展的重点仍是培育经济发展新动能，只有优化供给体系，才能提升发展的质量和效益。

“相关布局将助推地方在新发展格局下，培育壮大新的增长点增长极，以扩大供给来满足国内国际双循环相互促进的新需求，用新动能推进产业结构升级、加快经济发展方式转变、提高经济质量效益和核心竞争力，实现高质量发展。”中国电子信息产业发展研究院规划所副所长周游对《经济参考报》记者指出。

值得注意的是，业内专家也指出，各地在谋划未来产业发展“施工图”时，也要注意因地制宜做好统筹布局，更好实现区域协同发展。

周游表示，各地既要充分利用自身产业基础和区位优势，选择性发展未来产业和主导产业，也要综合考虑和周边城市、区域内城市产业配套发展，避免一拥而上造成资源浪费和新的过剩产能。各地政府要注重在产业梯度转移中发展壮大产业，在更大的区域内实现产业链的完整布局，从而更好地推动区域协调平衡发展。此外，各地还要在人才、营商环境等“软环境”上持续发力。

在刘向东看来，对地方来说，加快发展现代产业体系既要锻长板还要补短板，锻长板就要抓住优势提升发展竞争力，补短板就要抓住薄弱环节，特别是破解共性短板问题。政府应主要发挥规划引导和政策支持作用，要更多发挥企业主体的重要作用，促使供需适配。

【行业动态与公司要闻】

- **上海证券报：商务部将出台新措施 着力扩大汽车等重点商品消费**

【上海证券报】岁末年初，商务部将发布新一轮促消费的措施。包括开展新一轮汽车下乡和以旧换新，以及对居民购买智能家电、绿色家具进行补贴。在昨天举行的例行新闻发布会上，商务部新闻发言人高峰在回答上海证券报记者提问时表示，今年底明年初，商务部将会同有关部门和地方，从市场体系建设、开展消费促进活动、营造良好消费环境等方面，开展一系列促消费工作。

“我们将着力推动扩大重点商品的消费。”高峰说，要鼓励相关地区优化汽车限购措施，开展新一轮汽车下乡和以旧换新。

不久前召开的国务院常务会议明确指出，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车，给予补贴。

“新一轮汽车下乡的政策将有力拉动自主品牌、合资品牌汽车以及轻卡、微卡的销售。以旧换新方面，相关补贴及配套措施将有助于促进汽车消费政策的落地实施。”全国乘用车联合会秘书长崔东树对上海证券报记者表示。

商务部还表示，鼓励有条件的地方对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴；鼓励发展“互联网+废旧物资回收”新模式，促进家电家具等更新换代。

乘用车市场信息联席会发布最新数据显示，今年 11 月，国内乘用车零售销量为 208.1 万辆，同比增长 8%。自今年 7 月以来，国内乘用车销量一直保持着 8%左右的同比增速，市场稳步回暖。新能源汽车消费火热是汽车消费回暖的重要原因。今年 11 月，国内新能源乘用车零售销量为 16.9 万辆，同比增长 136.5%，环比增长 26.8%。

家电消费也在近期回暖，10 月限额以上家电音像类零售额同比增速由负转正，增长 2.7%。消费增长背后，企业产量也在增长。工信部数据显示，10 月当月，全国家用电冰箱产量同比增长 25.8%；房间空气调节器产量 1448.9 万台，同比上升 0.2%；家用洗衣机产量 840.6 万台，同比增长 10.2%。

【国都策略视点】

- **策略晨报：经济恢复中后期，看好后周期与服务消费回补机会**

顺周期板块，指与宏观经济周期相关性、同步性强的行业，即在经济复苏阶段行业景气上行，反之亦然，一般为能源、工业、原材料、金融等大类行业，具体包括有色、钢铁、化工、建筑建材、机械、汽车、家电、银行、地产等。

一般而言，在宏观经济企稳回暖阶段，顺周期行业景气度同步转入上行期，因而相应板块往往迎来上涨机会。但板块上涨趋势往往需要宏观经济、中观行业量价等数据的基本面确认，以及资金配置、市场风格、估值分化极致后的回归收敛动力的催化释放。

1、顺周期板块启动原因：经济复苏预期

受新冠疫情的持续蔓延与反复冲击，今年全球经济陷入深度衰退，主要经济体仅我国有望实现正增长；今年全球宏观经济衰退期，大宗商品普遍弱势震荡下跌，即使考虑近期的反弹涨幅，年初迄今国际原油跌幅仍高达 20-30%，国内南华商品、工业指数涨幅在 5%以内。

然而，近期新冠疫苗进展超预期，叠加基本确认当选美国下任总统的民主党建制派拜登上台后利于全球经贸关系缓和，共同推升市场对于 21 年全球经济复苏预期。IMF 十月中预测全球 GDP 增速有望从今年的-4.4%恢复至 21 年的+5.2%，其中美国、欧盟、中国的 20/21 年 GDP 同比增速各为-4.3%/+3.1%、-7.6%/+5.0%、+1.9%/+8.2%。

季度来看，由于我国疫情防控策略得当与落实有力，本轮我国经济恢复领先欧美 1 个季度以上，季度 GDP 同比增速于 20Q2 率先转正，且有望逐季加速至 21Q1 的 15-20%本轮复苏顶点；美国经济季度 GDP 环比折年率一、二季度加速下跌后，三季度大幅转正，四季度受疫情再度恶化或再度放缓，但 21Q1 起有望进入连续正增长。

全球经济恢复预期强化需求复苏，而疫情制约供给能力的恢复程度、工业库存低位下的补库存动力释放，共同促使近期国际原油、工业金属等大宗商品期价连续显著反弹。以上宏观经济预期、中观量价共振下，强化以有色金属、化工、采掘、钢铁等上游资源品为主的顺周期板块领涨行情。

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：低估顺周期板块及服务消费板块。当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两成附近，成为制约指数趋势上行的主要压制因素之一；而中期内上市公司业绩增速的快速上升，将为消化估值溢价的积极因素，有望为市场岁末年初的估值切换窗口期提供上行动力。

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。

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