晨会报告

国都证券研究所晨报 20201209

【财经新闻】

- 防范系统性金融风险迈出重要一步
- 苹果推首款头戴式耳机 AirPods Max 国行版售价 4399 元
- 我国智能汽车产业迎来发展黄金期

【国都策略视点】

- 经济与政策回归常态下的结构性机会

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3410.18	-0.19
沪深300	5009.88	-0.25
深证成指	13973.89	0.00
中小板综	12687.70	-0.04
恒生指数	26304.56	-0.76
恒生中国企业指数	10409.59	-0.61
恒生沪深港通AH股溢价	145.94	0.58
标普500	3702.25	0.28
纳斯达克指数	12582.77	0.50
MSCI新兴市场	1254.23	0.07

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	食品饮料	1634.79	1.32
2	汽车	2915.91	1.20
3	电气设备	2985.02	0.92
4	化工	3611.42	0.26
5	有色金属	3553.83	0.17

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	45.60	-0.07
纽约期金	1874.90	0.46
伦敦期铜	7710.50	-0.12
伦敦期铝	1999.00	-0.70
波罗的海干散货	1121.00	-3.53

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】

■ 防范系统性金融风险迈出重要一步

【经济参考报】近期，中国人民银行、银保监会联合印发《系统重要性银行评估办法》。这是建立系统重要性银行评估与识别机制，完善我国系统重要性银行机构监管框架，有效落实“牢牢守住不发生系统性金融风险底线”的重要举措。

美国次贷危机的教训表明，一些系统重要性金融机构存在“大而不能倒”的潜在道德风险，一旦发生问题，可能传导至整个金融体系，进而对宏观经济运行带来灾难性冲击。自 2011 年起，金融稳定理事会每年发布全球系统重要性银行名单，从附加资本要求、杠杆率等方面对入选银行提出更高要求，强化风险监测和预警。参照上述标准和要求，不少国家根据自身实际建立了国内系统重要性银行监管政策框架。

我国在这方面起步较晚，但具备良好的基础。除工、农、中、建四家国有大型银行入选全球系统重要性银行名单外，2014 年原中国银监会发布《商业银行全球系统重要性评估指标披露指引》，要求表内外资产余额超过 1.6 万亿元的商业银行都要对标全球系统重要性评估指标进行披露。据此，交行、部分全国性股份制银行和一些头部城商行实际上都定期披露了相关信息。

我国银行业机构有三个特点：一是地位重要。我国金融体系以银行间接融资为主，直接融资占比不到 15%，银行在支持国家重大建设、实体经济和服务民生等方面发挥了关键作用。二是体量巨大。根据英国《银行家》杂志今年 7 月对全球 1000 家银行的最新排名，我国共有 143 家银行进入榜单，数量占比为 14.3%，资产总额占比高达 24.6%，税前利润占比为 28.5%；在全球前十大银行中，我国包揽了前四名。三是区域分布广。除了全国性银行，大量银行业机构都是地方法人银行，广泛分布于我国各个地区，其中不乏一些规模较大的城商行和农商行。

对比前期征求意见稿，此次印发的《系统重要性银行评估办法》最明显的一处改动，就是将系统重要性银行的准入门槛分值从 300 分下调至 100 分。结合该评估办法提出的“以杠杆率分母衡量的调整后表内外资产余额在所有银行中排名前 30”或“曾于上一年度被评为系统重要性银行”等条件判断，未来入选我国系统重要性银行的数量很可能为 30 家左右，除六大国有银行、三大开发性或政策性银行外，多数全国性股份制银行、部分规模较大的城商行和少数农商行可能被囊括进来。

在全球系统重要性银行、国内系统重要性银行监管框架陆续建立和完善之后，我国各地不妨也着手建立相应的地方重要性银行监管框架。

地方银行长期扎根地方，是支持地方重大重点建设、服务民企小微和三农的信贷主力军。其中一些规模相对较大的地方银行，尤其是省级法人银行，一旦出问题，有可能引发区域性重大金融风险。相较于国有大型银行，地方银行公司治理不完善、风控体系不健全等短板较为明显，未来发生风险的概率远超大型银行。

近年来，我国经济从高速增长阶段过渡到中高速增长阶段，叠加外部冲击和疫情影响，一些民企、小微经营困难加大，部分银行机构不良率明显抬头，尤其以城商行、农商行为代表的地方银行承压最重，在核销不良时很可能会产生一定损失。

将地方重要性银行纳入特别监管后，地方政府和地方金融监管部门不但要对相关银行进一步加强监管和风险监测预警，督促其不断提升内部治理，在政策允许的范围内，也可集中地方优势资源，按照贡献对等的原则，在推动境内外上市、加快资本补充等方面对地方重要性银行给予更大支持。

■ 苹果推首款头戴式耳机 AirPods Max 国行版售价 4399 元

【腾讯科技】北京时间 12 月 8 日晚，苹果在官网上线了全新的头戴式耳机 AirPods Max，这也是苹果首次发布头戴式耳机。

这款耳机与 iPad Air 4 相同采用了多彩配色，拥有天蓝色、绿色、玫瑰金、银色和深空灰配色。售价方面，AirPods Max 国行价格 4399 元（美版售价 549 美元），将于今天开始预订，12 月 15 日正式开卖。这款耳机配备了 H1 芯片，苹果采用定制声学设计，从穹网到耳垫都经过精心设计，耳机的框架采用不锈钢结构，拥有坚韧度、灵活度和舒适度。两个耳罩都能独立旋转，从而贴合头形轮廓，耳垫采用声学工程设计的记忆棉，密合度更高，另外耳罩上还加入了一个类似于 Apple Watch 的数码表冠，精准调节音量。在声学表现上，AirPods Max 采用苹果设计的 40mm 动圈式驱动单元，拥有 10 个音频核心，每秒能进行 90 亿次运算。这款耳机支持主动降噪功能，同时拥有与 AirPods Pro 相同的通透模式，在 iOS 14 的设备上同样支持空间音频以及多设备之间的无缝切换。续航方面，AirPods Max 开启主动降噪后，支持最高 20 小时续航播放，同时耳机配备了智能耳机套，能以超低功耗在非使用时节省电量。

■ 我国智能汽车产业迎来发展黄金期

【上海证券报】中国正向世界第一大智能汽车市场迈进。目前，北京、上海、广州、福建、湖北等地及百度等公司都在积

极推进智能汽车项目。对此，有行业人士表示，未来几年是车企的战略机遇期，智能网联汽车则是其中关键。

昨日，广汽集团与百度签署战略合作框架协议，双方将合作打造新一代智能汽车，探索自动驾驶与移动出行、智能网联和智慧交通领域解决方案。12 月 7 日，北京市自动驾驶测试管理联席工作小组向百度颁发首批 5 张无人化路测（第一阶段）通知书。这是北京市首次允许测试主体在公开道路进行无人化自动驾驶测试，预示着智能汽车商业落地再提速。

上海汽车集团股份有限公司副总裁、总工程师祖似杰认为，智能网联汽车正进入发展关键期，5G 应用、软件定义等都需要大量资金投入，给车企带来挑战和机遇。长安汽车也于近日透露，将与华为、宁德时代共建高端智能汽车品牌。未来 5 年将推出 105 款车型，其中包含 23 款新能源产品。“新能源客车开启新智能化驾驶新时代。”扬子江汽车集团高级工程师雷洪钧表示，新能源客车为智能驾驶技术推广应用奠定良好基础，在该基础上还可实现智能充电技术的应用。雷洪钧介绍，目前从上到下都在积极推动智能汽车项目，前景可期。例如，广州市透露将重点打造智能汽车产业生态体系，建设基于 5G、车联网的广州新能源智能汽车产业。

今年以来，国家层面对于智能汽车发展的支持力度较大。2 月，国家发展改革委会同 11 个部门发布《智能汽车创新发展战略》，明确了 2025 年实现有条件智能汽车规模化生产的目标。9 月，国家发展改革委、工信部、科技部、财政部联合发布的《关于扩大战略性新兴产业投资 培育壮大新增长点增长极的指导意见》提出，加快智能及新能源汽车产业基础支撑能力建设，加快新能源汽车充/换电站建设，实施智能网联汽车道路测试和示范应用等。11 月，国务院办公厅正式印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出推动电动化与网联化、智能化技术互融协同发展。

近日，国家发展改革委国际合作司副司长高健透露，我国智能汽车行业正迎来发展的黄金期：车联网方面，预计 2025 年全球联网汽车数量将接近 7400 万台，其中中国联网汽车数量将达 2800 万辆，未来将成为世界第一大智能汽车市场；自动驾驶方面，截至今年 6 月，全国 17 个城市累计发放约 282 张自动驾驶路测牌照。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：寻找顺周期板块补涨品种

1、本轮结构性牛市前瞻：预计可延续至 21Q1 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 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，今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%。

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、近期顺周期板块仍占优。近中期经济恢复趋势明确，同比增速呈现加速上升阶段，货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，顺周期板块阶段占优。

1）低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块有望接力领涨，其中银行、保险行业基本面正好转，“三条红

线”政策高压有望加速地产企业的供给侧改革，龙头券商有望持续受益于资本市场制度改革红利；（2）前期已有一定涨幅的化工、机械、电气设备、建材等中游制造板块，在供需偏紧及补库存双驱动力下的行业量价仍看涨，板块短期适度回调后有望重拾上涨动力。

4、近中期深挖后疫情下的耐用品与服务消费深度修复机会，中长期逢低布局消费白马股。近中期而言，各行业在疫情暴发、防控的不同阶段的冲击、恢复程度各异且时序不一，其中受线下场景或密闭环境制约的可选及服务消费，普遍为冲击严重但恢复靠后，随着国内疫情防控成果巩固、明年全球疫苗有望大规模分发与接种，后疫情下的耐用品与服务消费，包括汽车、家装家具家电、交运机场、餐饮酒店、广告影院、教育医疗等板块，有望迎来深度修复机会。

中长期来看，我国已确立国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，且具备超大规模市场优势和内需潜力，消费占国民经济结构比重趋势上升；同时，随着我国由 2020 年的全面小康社会步入 2025 年的全面现代化、2035 年的中等发达国家的中远期目标的推进，居民收入水平有望显著提升、社会教育医疗养老等社会保障制度完善，居民支出意愿与能力提升，可选品质消费及现代化服务消费有望进入黄金发展期，智能家电家居、数字科技、智能电动汽车、度假旅游、医美健康、文化教育等消费有望重点受益。

5、中长期逢低配置业绩景气超预期上行的科技股。在国内大循环为主体、以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性、竞争力和现代化，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、工业互联网、人工智能、数字经济、新能源汽车与智能驾驶、军工装备、创新医药为首的科技龙头，业绩景气有望超预期上行，近四个半月趋势回调后，估值基本合理安全的科技股，具备逢低配置价值。

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