国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201204

【财经新闻】

- 系统重要性银行评估办法落地 附加监管规定后续将公开征求意见
- 四个月内高层两度召开房地产座谈会：完善调控政策工具箱
- 国务院部署加快 RCEP 生效实施“任务清单”

【行业动态与公司要闻】

- 追逐千亿风口 互联网巨头纷纷布局社区团购
- 第三批国家组织集采药品已在全国落地 更多降价药品在路上

【国都策略视点】

- 策略观点：指数震荡缓升，板块轮动结构为主

【重点公司公告摘要】

- 比亚迪：11 月份新能源汽车销量同比增长 138%
- 芒果超媒：阿里创投拟受让控股股东所持公司 5.26%股份

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3442.14	-0.21
沪深 300	5057.06	-0.20
深圳成指	13970.68	0.07
中小板综指	12629.96	0.10
恒生	26728.50	0.74
国企	10586.37	0.12
恒生 AH 溢价	144.35	0.26
标普 500	3666.72	-0.06
NASDAQ	12377.18	0.23
MSCI 新兴市场	1239.46	0.88

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌
纽约原油	45.64	1.51
纽约期金	1844.80	0.57
伦敦期铜	7675.00	-0.32
伦敦期铝	2061.00	0.12
波罗的海干散货	1189.00	-1.00

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：陆星挺
电 话： 010-84183211
Email： luxingting@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】

■ 系统重要性银行评估办法落地 附加监管规定后续将公开征求意见

【上海证券报】12 月 3 日，人民银行、银保监会正式发布《系统重要性银行评估办法》，距离该办法公开征求意见稿发布刚刚过去一年时间。该办法的正式出台，标志着我国在建设现代中央银行制度和完善现代金融监管体系的道路上同时前进了一步。

日前，央行行长易纲在《建设现代中央银行制度》一文中，把加强对系统重要性金融机构的统筹监管作为完善我国宏观审慎管理体系的重要内容。银保监会主席郭树清在《完善现代金融监管体系》中也提出，“加快确定系统重要性金融机构名单，科学设定评估标准和程序，提出更高监管要求”。

据了解，本次发布评估办法只是完善我国系统重要性银行监管框架的基础。附加监管规定正在内部征求意见过程中，成熟后将对外公开征求意见，后续央行、银保监会还将发布系统重要性银行名单。

与国际接轨，加强系统重要性金融机构监管

办法制定体现了金融监管与国际接轨的原则。央行、银保监会有关部门负责人在答记者问中表示，国际金融危机后，强化对系统重要性金融机构的监管、防范“大而不能倒”问题成为全球范围内金融监管改革的重要内容。

记者了解到，今年 11 月份，金融稳定理事会（FSB）刚刚更新了全球系统重要性银行（G-SIBs）名单，我国四大行均名列其中。此外，我国的交行、招行、兴业、浦发、中信、光大、民生、平安、广发、华夏银行以及北京银行、上海银行等 12 家银行也进入了全球系统重要性银行的参评范围。

从国际做法来看，欧美国家在深刻反思国际金融危机的教训后，纷纷在监管改革中强化了央行对系统重要性金融机构和大型银行的监管。美国针对资产规模 1000 亿美元以上的银行控股公司实施更高的审慎监管标准，同时在美联储内部设立大型机构监管协调委员会（LISCC），对 11 家系统重要性银行实施监管。

欧洲的监管体制改革更为彻底，从 2014 年开始实施单一监管机制，将 19 个欧元区国家、约 117 家银行及金融控股公司的监管权上收到欧央行，约占欧元区银行业总资产的 81%。此外，2019 年，根据欧洲银行业管理局（EBA）统计，欧洲 31 个国家共认定了 187 家国内系统重要性银行，普遍要求增加 0.25%到 2%的核心一级资本要求。

据了解，此次发布的《系统重要性银行评估办法》，是对我国国内系统重要性银行（D-SIBs）的认定规则，从规模、关联度、可替代性、复杂性 4 个维度进行综合评估，与国际惯例保持一致，比单纯采用规模评价银行的系统重要性更为全面。另外，评估办法聚焦于银行本身的重要性，衡量的是机构一旦出风险可能对金融体系产生的影响，与风险高低的评价是不同的维度。

结合我国实际，附加监管规定后续将公开征求意见

记者注意到，央行在此次办法公开征求意见的反馈中指出，我国金融体系以间接融资为主，国内银行规模体量大、跨区域、跨行业的情况比较多，因此将系统重要性银行的阈值从 300 分下调到 100 分，入选的系统重要性银行数量将会扩大。

根据评估办法，纳入参评范围的银行有 30 家。2019 年末，30 家银行资产规模合计超过 200 万亿元，占银行业总资产的比例超过 70%。系统重要性银行的稳定直接关系到我国金融体系的稳定和服务实体经济。因此，做好国内系统重要性银行的评估与监管工作尤为重要。

近年来，人民银行、银保监会围绕我国系统重要性金融机构评估与监管做了大量扎实的工作。2018 年 11 月，一行两会联合发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》。2019 年 2 月对外发布的人民银行新“三定”方案明确，将系统重要性金融机构基本规则制定、监测分析和并表监管作为央行的职责之一。前不久公开征求意见的《中国人民银行法（修订草案）》，将评估和识别系统重要性金融机构、组织制定实施恢复与处置计划、实施监测分析和并表监管列为一条专门的监督管理职责。

据了解，本次发布评估办法只是完善我国系统重要性银行监管框架的基础。附加监管规定正在内部征求意见过程中，成熟后将对外公开征求意见，后续央行、银保监会还将发布系统重要性银行名单。

业内专家向记者表示，系统重要性银行应当严格评估识别，数量既不能太多，也不能太少，太多了容易导致对系统重要性银行概念的误读，太少了达不到相应的政策效果。强化系统重要性银行的监管，一个重点是避免产生道德风险，不能形成进入“保险箱”和“荣誉榜”的错觉。

在后续附加监管中，将更加注重采取事前的监管措施，要求系统重要性银行制定恢复与处置计划，在日常经营过程中建立健全自救机制，提高自救能力，落实自救资源，而不是等到发生重大风险后倒逼公共资源进行救助。鼓励银行降低复

杂性、提高透明度，降低系统性风险。

此外，央行表示，将注重采取早期纠正措施，对业务扩展过快、信贷集中度过高、复杂性过高等行为进行风险预警，避免系统重要性银行承担不必要的风险，避免被动地依赖资本吸收损失。

系统重要性银行是我国金融体系的压舱石和风向标，是服务实体经济的主力军。业内人士普遍认为，通过系统重要性银行评估与后续的监管，宏观审慎与微观审慎相结合，加上我国实施正常的货币政策，我国的系统重要性银行将会行稳致远。

■ 四个月内高层两度召开房地产座谈会：完善调控政策工具箱

【第一财经】12 月 3 日，中共中央政治局常委、国务院副总理韩正在住房城乡建设部召开座谈会。

韩正强调，要深入学习贯彻习近平总书记重要讲话和指示批示精神，贯彻落实党的十九届五中全会精神，坚定不移落实房地产长效机制，谋划好“十四五”时期住房工作，加强住房保障体系建设，有效扩大保障性租赁住房供给。

这是 7 月 24 日后，韩正今年主持召开的第二次房地产相关工作座谈会。这四个月来，国内楼市总体上销售持续回暖，房地产投资保持较快增速，但也存在个别城市楼市显露投机炒作氛围的问题。

在 3 日的座谈会上，韩正表示，房地产长效机制实施以来，各地各部门认真贯彻党中央、国务院决策部署，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，坚持因城施策、一城一策，夯实城市主体责任，加强房地产金融调控，房地产工作取得了明显成效。

根据座谈会的内容，今后一段时间房地产工作的重点也逐渐明晰，楼市调控、“十四五”住房发展顶层设计、住房租赁市场监管这三大工作要重点推进。

首先，放在第一位的仍然是楼市调控。“要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦，从实际出发不断完善政策工具箱，推动房地产市场平稳健康发展。”

这一表述基本延续了 7 月 24 日座谈会的内容，显示“房住不炒”的定位不可动摇。此外，此次会议提出“从实际出发不断完善政策工具箱”，这也可以视为督促相关部门及时研究对策，应对已经出现的楼市新情况。

深圳楼市近期备受外界关注，“众筹打新”、“代持炒房”等戏码接连出现。

11 月 30 日，深圳市住房和建设局局长张学凡表示，对媒体反映的代持炒房等情况，正在调查处理中，一旦发现存在违规行为，将依法依规严肃处理。“政府部门正在研究综合调控政策，坚决打击市场投机炒作行为。”

除了楼市调控，“十四五”住房发展的顶层设计成为第二项重要工作。在 3 日的座谈会上，韩正表示，要加强“十四五”时期住房发展顶层设计，研究好住房市场和住房保障两个体系，更好发挥规划的导向作用。

上世纪 90 年代中国开始推行房改后，在较长的一段时间内，国内住房发展一直存在重市场轻保障的问题，住房保障的“短腿”加剧了低收入群体的住房困难。

近几年来，中央开始大力推进住房保障工作，廉租房、经济适用房、公租房、棚户区改造、老旧小区改造等次第登场。住建部部长王蒙徽近日表示，要加快构建以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，结合城镇棚户区改造和老旧小区改造，有效增加保障性住房供应。以解决新市民住房困难为出发点，大力发展租赁住房，完善长租房政策，扩大小户型、低租金的保障性租赁住房供给，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房。

在购租并举的政策号召下，国内住房租赁市场的发展较为迅速，但近期也出现了一些长租公寓企业跑路的问题，引发舆论关注。

在 3 日的座谈会上，韩正要求完善相关法规和政策，加强日常监管，促进住房租赁市场健康发展。

■ 国务院部署加快 RCEP 生效实施“任务清单”

【央视新闻】12 月 1 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快做好区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）生效实施有关工作，维护自由贸易，拓展合作共赢新空间。

会议指出，近日在东亚合作领导人系列会议上正式签署的区域全面经济伙伴关系协定，对于成员国共同应对国际环境不确定性、进一步推动区域内自由贸易、稳定产业链供应链、增进相关国家人民福祉，对于促进我国高水平开放，具有重要意义。作为协定成员国，我国要以自身行动积极推动协定落地生效，这方面有大量紧迫的工作要做。

商务部研究院区域经济合作研究中心主任张建平接受《每日经济新闻》记者采访时表示，RCEP 是构建“双循环”新发展格局非常关键的机制性合作平台，在此框架下，中国可更高效配置资源和要素，推动经济高质量发展和转型升级。

“RCEP 签署以后，要尽快推动协议的落地生效，仍然有大量工作需要对接和沟通。因此，协议签署只是完成了第一步，落地生效才是关键。”张建平说。

推进货物贸易、服贸等领域开放

本次国务院常务会议要求，有关部门要按照党中央、国务院部署，压实责任，对照协定明确任务分工和时限，尽早完成协定生效实施的国内相关工作。

一是加强部门间协同配合，加快完成国内核准程序，推进货物贸易、服务贸易、投资、自然人移动等领域开放，推进在贸易投资自由化便利化、知识产权保护、贸易救济、电子商务、政府采购、中小企业和经济技术合作等方面实行更高标准规则。

其次，**针对协定实施后区域内货物贸易零关税产品数量整体上将达 90%等，要在关税减让、海关程序简化、原产地规则技术准备、产品标准统一和互认等方面，抓紧拿出实施协定的措施，**对快运、易腐等货物争取实现 6 小时内放行。

对于协定中服务贸易总体开放承诺显著高于成员国间现有自贸协定水平，会议要求，要按照我国对研发、管理咨询、制造业相关服务、养老服务、专业设计、建筑等诸多服务部门作出的新开放承诺，逐一落实开放措施。

近日，商务部国际司负责同志就《区域全面经济伙伴关系协定》进行解读时表示，在服务贸易方面，日本、韩国、澳大利亚、新加坡、文莱、马来西亚、印尼等 7 个成员采用负面清单方式承诺，中国等其余 8 个成员采用正面清单承诺，并将于协定生效后 6 年内转化为负面清单。

在开放水平方面，商务部指出，15 方均作出了高于各自“10+1”自贸协定水平的开放承诺。中方服务贸易开放承诺达到了已有自贸协定的最高水平，承诺服务部门数量在中国入世承诺约 100 个部门的基础上，新增了研发、管理咨询、制造业相关服务、空运等 22 个部门，并提高了金融、法律、建筑、海运等 37 个部门的承诺水平。

落实投资负面清单承诺

会议指出，要落实投资负面清单承诺，清单之外不得新增外商投资限制。兑现首次在自贸协定中作出的知识产权全面保护承诺，将著作权、商标、地理标志、专利、遗传资源等全部纳入保护范围。落实电子认证和签名、在线个人信息保护、网络安全、跨境电子方式信息传输等条款。

梳理商务部国际司对《区域全面经济伙伴关系协定》解读内容后发现，在投资方面，15 方均采用负面清单方式对制造业、农业、林业、渔业、采矿业 5 个非服务业领域投资作出较高水平开放承诺。

中方投资负面清单反映了国内改革最新进展，这也是我国首次在自贸协定项下以负面清单形式对投资领域进行承诺，对完善国内准入前国民待遇加负面清单外商投资管理制度，锁定国内压缩外商投资负面清单改革成果，实现扩大外商投资市场准入具有重要意义。

联合国贸发会议投资和企业司司长詹晓宁表示，RCEP 可进一步推动区域内部各成员间的外国直接投资流动。目前，RCEP 成员国所吸引的外国直接投资中，只有 30%来自区域内部，仍有很大增长空间。就与投资有关的内容看，RCEP 关于投资的条款将长期提升该地区投资机遇。

此次国务院常务会议还指出，要抓紧梳理完善与协定实施相关的规章制度，确保协定规定的约束性义务执行到位，确保国内行政措施和程序合规。

此外，面向地方、商协会和企业加强协定实施宣介培训，使各方面尤其是广大企业熟悉和掌握协定规则，全面认识更大范围、更高标准开放与竞争带来的机遇和挑战，努力在市场竞争中拓展合作发展空间。

【行业动态与公司要闻】

■ 追逐千亿风口 互联网巨头纷纷布局社区团购

经济参考报讯 **新一轮“烧钱大战”或将开启 警惕二级市场概念炒作**

社区团购近来愈发火爆，几乎所有的互联网巨头都在该领域加码布局。机构和业内人士认为，社区团购领域，业态龙头获得融资、新兴线上巨头积极布局，短期内市场竞争或将快速加剧，新一轮“烧钱大战”或将开启。但与此同时，也应警惕二级市场概念炒作。

互联网巨头纷纷布局社区团购

天眼查信息显示，近日成立的众买秀（海南）科技有限公司，经营范围包含食用农产品零售、新鲜水果零售、新鲜蔬菜零售等。值得注意的是，国美控股集团有限公司持有该公司 100%股权。有业内人士认为，这是国美控股布局社区团购的前奏。此外，

近日拼多多隶属公司上海寻梦信息技术有限公司新增“多多拼菜”“多多鸡”“多多果园”等商标信息，目前商标状态为“商标申请中”。

作为一种以熟人和社交关系为纽带在社区群体范围的消费行为，社区团购正成为“香饽饽”，几乎所有互联网巨头都已在该领域布局。

去年，苏宁率先推出了社区团购业务“苏小团”；今年 6 月，滴滴打造的社区团购品牌“橙心优选”上线；7 月 7 日，美团宣布成立“优选事业部”，进军社区团购赛道；8 月，拼多多旗下社区团购项目“多多买菜”上线，小程序“多多买菜”也已上线；9 月，阿里宣布成立盒马优选事业部，布局社区团购。有消息称，京东也正在筹划社区团购项目“京东优选”。在投资方面，阿里参与投资了社区团购平台十荟团，腾讯参与投资了兴盛优选和食享会。

企查查数据显示，截至目前，国内处于存续状态的社区团购相关企业总计约达 149 家，其中个体工商户 46 家，企业 103 家。另外，今年国内社区团购累计完成 12 次投融资，公开融资金额逾 114 亿元。

艾媒咨询报告显示，受疫情影响，2020 年社区团购市场发展迅猛，市场规模预计将达 720 亿元。到 2022 年，中国社区团购市场规模或将达 1020 亿元。生鲜类社区团购潜力巨大，根据前瞻产业研究院数据显示，中国生鲜零售交易规模在 2019 年达 5.1 万亿元，整体市场增速将保持在 3%左右，而生鲜零售线上化率不足 6%，随着线上化率的持续提升，未来增长潜力巨大。安信证券估算，全国社区团购市场空间在中性假设下达 4608 亿元，乐观预期下市场空间达 14965 亿元。

社区团购是电商行业的又一次历史级机遇，以“预售+自提”为主要特征的社区团购为电商行业带来的最大影响在于，再一次打开了电商行业用户规模的天花板，“预售+自提”必将成为未来电商主流履约形态。

新一轮“烧钱大战”或将开启

社区团购概念其实并不陌生，平安证券表示，社区团购的第一波投资热潮为 2018 年，行业半年内融资金额高达 40 亿、新玩家不断进场。然而过快扩张和无序竞争导致大批企业资金链断裂，行业陷入低潮。但此次疫情大幅加快了消费者培育的步伐，社区团购业态的价值被重估，业态龙头获得融资、新兴线上巨头积极布局。展望未来，原有龙头企业已磨炼自身两年有余，而新入场者则拥有充足的资金，短期内市场竞争或将快速加剧，新一轮“烧钱大战”或将开启。

12 月 3 日，社区团购概念股继续走强，Choice 社区团购指数报收 1026.85 点，涨 0.76%，近 5 日涨幅 2.68%。个股方面，中水渔业封 5 连板，宏辉果蔬、供销大集、国联水产等纷纷跟涨。生鲜领域，国联水产、宏辉果蔬等在过去一周股价都有不俗的表现。截至 12 月 3 日收盘，国联水产 5 日涨幅 40.41%，宏辉果蔬 5 日涨幅 30.51%。

Choice 概念板块中，目前涉及社区团购的概念 17 家，各家上市公司纷纷试水。国联水产、宏辉果蔬等均已试水社区团购。一些超市概念股和零食概念股如家家悦、苏宁、永辉超市、煌上煌和甘源食品也搭上了社区团购概念的“顺风车”。

但对于未来的发展前景，机构间也存在争议。安信证券表示，看好社区团购商业模式的长期前景，在社区团购中布局，有望进一步在产业变革中打开成长空间的标的。中泰证券则认为，社区团购也存在一定隐忧。该模式很类似于早前资本退烧后就走向沉寂的社区 O2O。对于后 O2O 时代的社区团购来说，如何用性价比覆盖履约成本的增加、线下消费体验的缺失，如何将社区流量有更好的留存和转化以及如何将城市间分散的消费群进行标准化的运作，都是需要长期探索的难点。

有市场人士提醒称，当前社区团购竞争格局仍不确定，盈利表现也不确定。社区团购对市场的影响目前还很难估算，对二级资本市场上市公司的影响有限，短期很难对公司的业绩有大幅提升，对于相关概念股的题材炒作投资者也需要保持谨慎态度。

■ 第三批国家组织集采药品已在全国落地 更多降价药品在路上

中国证券报讯，12 月 3 日电 随着广东、广西、云南 3 省区启动实施第三批国家组织药品集中采购中选结果，第三批国家组织集采的 55 个品种药品已在全国公立医院落地。按约定采购量计算，每年相关费用将从集采前的 232 亿元下降至 37 亿元，节省了 195 亿元。

这是一份岁末送达百姓手中的改革“红利”。以第三批国家组织集采的“明星药”——盐酸二甲双胍为例，这种治疗 2 型糖尿病的一线降糖药物在 44 家药企的激烈竞争中，0.5g 规格的单片平均价仅为 6 分钱。记者从某三甲综合医院了解到，一些糖尿病患者用上此次集采的二甲双胍后，每月药费不超过 7 元左右，约为原来药费的 4%。

除了糖尿病之外，第三批集采的 55 个中选药品还覆盖高血压、抗感染、抗肿瘤等多个治疗领域，都是临床用量大、通过质量和疗效一致性评价的品规，平均降价达 53%。

目前，我国药品集中带量采购工作稳步推进、成绩显著。从 2019 年“4+7”试点的 25 个中选药品，到第二批国家组织集采的 32 个中选药品，共计三批国家组织药品集采不仅兑现“带量”承诺，按时落地，实际采购量还远高于约定采购量，群众用药负担应声而降。

记者了解到，三批国家组织药品集采共涉及 112 个药品，平均药价降幅为 54%。按约定采购量计算，每年采购费用从 659 亿元下降到 120 亿元，节省了 539 亿元。如果按报销比例 60%计算，可为患者节省 216 亿元，为医保基金节省 323 亿元。

复旦大学公共卫生学院教授胡善联认为，三次国家组织集采覆盖的品种达到上百种，对未来提高药企集中度，规范药品流通环节，建立医保药品的支付标准，改善医院用药目录，提高患者用药可及性，降低医疗费用起到了很大作用。

值得注意的是，国家组织集采中选药品降价会在更大范围内带动非中选药品降价，降价效应会扩展到药店和非公立医疗机构等渠道，节约费用将会更多。

“带量”是整个改革的核心。为了将更多品种纳入集采范围，国家医保局积极指导和推动各地按照国家组织集采的基本规则，探索非过评药品等其他品种的集中带量采购。目前，地方药品集采已成星火燎原之势，比如近日，渝黔滇湘桂五省区市采购联盟集采结果开标，涉及消化、泌尿、心血管、呼吸系统等多个领域药物，中选药品价格平均降幅为 54.2%。

记者注意到，第三批国家组织药品集采从采购、支付、预付回款到落地使用等，均已形成常态化机制。比如，医保基金将按不低于集采药品专项采购预算的 30%，提前预付给医疗机构或中选企业，并要求医疗机构按合同规定及时结算，降低企业财务成本。这意味着，采购各方“压账期”的问题得到解决，企业的资金压力和融资成本大大减轻，医院也能够及时回款。这些配套举措将有利于改革效应持续发酵、让百姓真正能用得上、用得好便宜药。

我国医保目录有 2600 多种药品，国家组织集采仅涉及 112 种。目前看来，只要符合集采条件的药品品种数或其金额达到一定水平，即触发国家组织集采。国家组织药品集采将进入常态化运行，预计每年开展两批。国家医保局正指导和推进地方探索对未过评药品及目前尚无一致性评价标准的药品，研究制定集中带量采购政策。

“深化药品集采是大势所趋。”胡善联认为，未来那些采购量大、金额高的药品，无论是口服还是注射剂，化药还是生物药、中成药，都可能在集采的范围内。节约下来的资金，可以让更多创新药物进入医保目录，长远看有利于百姓健康保障。

【国都策略视点】

■ 策略观点：指数震荡缓升，板块轮动结构为主

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。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近四个半月内外扰动压力下，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、钢铁等顺周期板块普遍逆势上涨 15-20%，低估值的大金融板块近期也接力领涨 10%附近，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：

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%。

4、配置建议：近期顺周期板块仍占优，中期布局科技冠军与消费白马。

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。

3）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。

3）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。

【重点公司公告摘要】

- **比亚迪：11 月份新能源汽车销量同比增长 138%**
- **芒果超媒：阿里创投拟受让控股股东所持公司 5.26%股份**

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