国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201203

【财经新闻】

- 证券时报头版：泡泡玛特 IPO 引热捧，传统产业也有“新经济”
- 证券日报头版：科创 50ETF 受关注，投资者热盼分享企业红利
- 经参头版：提高农民财产性收入，释放农村消费潜力

【行业动态与公司要闻】

- 消息称监管层正在研究蚂蚁重组
- 疯狂的铁矿石：创 7 年新高，背后谁是推手

【国都策略视点】

- 策略观点：深挖后疫情时期的修复机会

研究员：王树宝
电　话：010- 84183369
Email：wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联　人：苏国印
电　话：010- 84183274
Email：suguoyin@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】

■ 证券时报头版：泡泡玛特 IPO 引热捧，传统产业也有“新经济”

证券时报头版刊文称，正在港交所 IPO 的泡泡玛特掀起持久热潮，上个月还有人质疑凭什么估值 40 亿美元，按照现在的认购热度，最终估值有望达到 70 亿美元。

这是一家快速成长的公司，期待构建覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。2017 年泡泡玛特在新三板挂牌，2019 年 4 月摘牌，摘牌的时候市值为 20 亿元。如今一年多过去，其估值和营收规模一样，大幅增长。以 70 亿美元估值计算，将超过国内很多运转多年的大型超市和连锁机构。

新旧产业并没有绝对的界限。尽管有不少投资者认为传统产业的投资机会匮乏，但是从中孵化出来的新经济，通过创新商业模式，还是在不断冒出头来，为股东、就业者、产业链创造出新机会，为社会创造出新财富。泡泡玛特就是最新一例。

颇为小众的盲盒和一个叫“Molly”的 IP 玩具，成就了泡泡玛特。盲盒这种销售方法很令人吃惊，一般消费者得反复比较才会下单，但是盲盒购买者在拆开盲盒前，不知道盲盒里到底是什么产品，刺激消费者不断地购买下去，搜集被追捧的商品。其实这种玩法并不新鲜，上世纪八九十年代小学门口的零食小卖部，在盒子里放三国演义、西游记等人物卡片，小学生们为了集齐人物形象，会不断地买入，或者置换重复的卡片；又像网游公司拆宝盒的游戏设置，在拆出道具的引诱下不断拆下去。

潮流玩具也是一个老产业。在美国、日本有很多动漫迷收藏漫画书或者模型，一方面出于喜爱，另一方面有升值空间。这个群体一直都在，在中国也有很多爱好者。泡泡玛特持续不断推出新产品，让消费者痴迷，在二手平台上受到追捧。其中，潘神圣诞隐藏款原价为 59 元，能卖到 2350 元；Molly 胡桃夹子王子隐藏款原价 59 元，可以卖到 1350 元。

眼下，泡泡玛特注册会员已发展到 320 万个，去年有近 20 万消费者在盲盒上花费超过 2 万元，有玩家甚至一年豪掷百万。2017 年～2019 年，该公司营收从 1.58 亿元增至 16.83 亿元，年复合增长率达 326%，净利也从 156.9 万元增至 4.51 亿元。

在许多看似较难再有机会的产业中，还会诞生出新企业，比如饮料行业的喜茶和元气森林。还有一家总部位于江苏南京的服装企业 SHEIN，开拓海外市场，悄无声息地做到了 150 亿美元估值。优秀的创业者不会止步于眼前，总能找到创新空间发现新机会，持续释放的新机会也在激励着创业者，这都将使得中国成为持续创新的沃土。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：科创 50ETF 受关注，投资者热盼分享企业红利

证券日报头版刊文称，科创板正式开启指数化投资新时代。本周一，首批 4 只科创 50ETF 产品上市。据统计，4 只科创 50ETF 上市首日，整体成交额超过 45 亿元。

科创 50ETF 之所以能够引起市场广泛关注，并吸引较多资金参与，笔者认为可以从供给端和需求端两方面来理解。

首先，从供给端来看，科创板支持的是“硬科技”企业，从运行一年多来的情况看，科创板上市公司科创属性和成长属性尤为突出，在集成电路、生物医药、高端装备制造等领域发挥着集聚效应和示范效应。

用业绩说话。在 190 家交出 2020 年三季报的科创板上市公司中，有 136 家前三季度营收实现同比增长，占比超过七成；121 家归母净利润实现同比增长或减亏，占比约 64%。其中，有 5 家公司前三季度净利润是去年同期数据的 10 倍以上。

从今年第三季度的情况看，科创板营业收入同比增 33.65%，归母净利润同比增 89%，增速高于主板、中小板和创业板。

可以说，科创板上市公司漂亮的三季报数据呈现的是其整体较高的成长性和强劲的发展势头。

与科创板上市公司高成长性相伴的是高研发投入，这也是科创板的一个“特色指标”。据统计，超过八成科创板公司前三季度研发费用超过去年同期；35 家科创板公司研发费用同比增幅超过 50%。

再来看科创 50 指数成份股，虽然只占科创板个股数量的 25.5%，却贡献了科创板 52%的净利润。这也从一个侧面反映出其作为科创板核心资产代表的盈利能力。

需要说明的一点是，根据上交所介绍，上证科创板 50 成份指数由上海证券交易所科创板中市值大、流动性好的 50 只证券组成，反映最具市场代表性的一批科创企业的整体表现。

所以，从供给端来看，科创 50ETF 受到市场追捧、得到投资者认同，也就不足为奇了。

其次，从需求端来看，鉴于科创板的良好表现，优秀的科创板企业越来越多，投资者有分享其高成长的需求。

这从首批 4 只科创 50ETF 持有人结构中可见一斑——均以个人持有为主。其中，华夏上证科创板 50 成份 ETF 个人投资者占比高达 94.99%，持有人将近 70 万户；就算是 4 只产品中个人投资者占比最小的华泰柏瑞上证科创板 50 成份 ETF，其个人投资者持有基金份额占比也达到了 87.99%。

出现这种情况，笔者认为主要还是因为目前直接参与科创板股票交易有严格的条件限制，比如 50 万元的资金门槛、2 年以上（含 2 年）的证券市场交易经验等，将很多中小投资者挡在门外。设置“门槛”，是因为科创板上市公司多偏向于“硬科技”，行业技术门槛高，不易被大多数普通投资者所了解，直接通过个股参与科创板风险较高。而科创 50ETF 的投资门槛就没那么高了。

同时，科创 50ETF 所跟踪的科创板 50 成份指数是“优中选优”，聚焦的是科创板中的优质标的，长期投资价值备受期待。投资者借道科创 50ETF 这一工具型产品，可以分享科创板上市公司整体发展的红利，更好地把握我国科技创新发展带来的投资机遇。

总之，笔者认为，首批 4 只科创 50ETF 之所以受到投资者的追捧，离不开两点：一是优秀的科创板上市公司数量越来越多，二是投资者对优秀的科创企业越来越认同，有分享其成长所带来的红利的需求。

（来源：证券日报）

■ 经参头版：提高农民财产性收入，释放农村消费潜力

经济参考报头版刊文称，消费是生产的最终目的和直接动力，是构建新发展格局的重要环节。在我国走向高质量发展的新阶段，适应中国消费升级的大趋势，加快释放 14 亿人的消费潜力的重要基础，并已成为“十四五”时期的重大任务。受疫情冲击，今年的城乡居民消费受到一定的影响，但从中长期看，我国消费增长的趋势不变，消费结构升级的趋势不变。关键在于尽快通过政策调整与体制改革，在消除短期影响的同时加快形成释放消费潜力的大环境。近期相关部门加快制定和推出相关政策的动作，顺应了这个大趋势。

前几天召开的关于释放消费的国务院政策例行吹风会，明确提出加快形成城乡消费融合发展新格局。应当说，在我国超大规模的内需市场中，农村市场是一个重要的洼地，有待进一步开发。初步测算表明，2019 年，我国城乡居民消费水平分别为 35716 元和 15023 元，这意味着一个城镇居民消费水平相当于 2.4 个农村居民消费水平。如果 5.5 亿农村居民消费水平能够达到全国平均水平 27563 元，静态估算意味着我国一年将新增 8 万亿元的消费规模。

加快形成城乡消费融合发展新格局，不能仅就农村谈农村，而是放在城乡融合发展的大格局下，发挥中国完整产业体系的优势，通过提升农民消费能力、降低农村消费成本，改善农村消费环境，把 5.5 亿农民的巨大消费潜力释放出来。

深化农村改革提升农民消费能力。这是释放农村消费的关键。城乡消费融合的前提是城乡收入的趋同。2019 年，农民人均收入为城镇居民的 37.82%，比 2014 年提升了 1.5 个百分点，但城乡收入差距的绝对值仍在不断扩大。提升农民消费能力，既要进一步提升工资性收入和经营净收入等，更要把重点放在提升农民财产性收入方面。这是提升农民收入最大的空间。为此，需要加快破题以宅基地为重点的农村土地制度，使农民沉睡的资产能够资本化。中央在这方面已经有明确部署，关键是加快推进和落地。

提升农村流通效率降低农民消费成本。这是释放农村消费的前提。造成城乡消费差距的重要原因之一在于消费成本。这几年农村消费增速超过城镇，重要的原因就是依托电商等新业态，降低了农村消费的成本。数据显示，2020 年，我国淘宝村覆盖 28 个省域，数量达到 5425 个，约占全国行政村总数 1%；淘宝镇覆盖 27 个省域，数量达到 1756 个，约占全国乡镇总数的 5.8%。淘宝村和淘宝镇网店年交易额超过 1 万亿元，活跃网店 296 万个，创造了 828 万个就业机会。但与城镇相比，农村商品与服务的送达成本还相对较高，配送难度还相对较大。释放农村消费，下一步需要加快推进农商互联，完善农产品供应链，提高农产品流通效率，进一步加强县域乡镇商贸设施建设，推动建设农村消费服务综合体，加强到村的物流站点建设。

优化农村市场监管改善农村消费环境。这是释放农村消费的保障。农村市场不能成为劣质品、低质品的销售市场。随着农民收入的逐步提升，农村消费也呈现比较明显的升级趋势，对消费的要求不断提升。这就需要通过农村市场监管的转型与优化，为农村营造一个良好的环境。比如，适应农村服务型消费的增长，需要强化农村服务市场监管。一是适应农村消费分散的特点，加大流动监管等，消除农村监管盲区；二是创新监管方式，更多地充分利用“互联网+”等技术新手段，构建智能化的农村市场监管体系；三是推动城乡监管融合，加快推动城镇监管力量下沉，形成城乡一体化、联动化的监管长效机制。

可以预期，如果广大农民的消费能够有效释放出来，城乡消费融合发展新格局能够尽快形成，我国超大规模的市场优势将得到进一步增强，由此形成推进国内大循环的重要基础，也形成国内国际双循环相互促进的重要动力。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 消息称监管层正在研究蚂蚁重组

当公司再次遭遇政策环境的变化，马云采取了此前一贯的战略——先创新再说。

但这一次，解题思路失效了，不同于线上零售业务，金融的外部效应极其显著，因此监管格外谨慎。

1 个月前，或许数百万参与“蚂蚁基金”的投资者都未曾想到过，马云在一场论坛上炮轰银行业“当铺思维”的言论，竟然成为了一颗投向万亿财富的核弹。

定价前一个月内估值从 2250 亿美元猛增至 3000 亿美元之上、要求互联网分析师跟踪覆盖、向五家一线公募基金定向“募资”六百亿、甚至杭州大平层的房东们已经做好了“量价齐升”的准备。

各方铺陈好的造富故事迎来了仓促反转，挂牌前一夜，蚂蚁紧急“主动暂停”了科创板的 IPO 申请。

一切猝不及防，一切又似乎暗中注定。

放下杠杆

表面上，蚂蚁虽然暂时失去了 350 亿美元的公开市场融资，但并不会对业务产生任何实质性影响，此刻无论是现金流还是净利润，都极度充沛，即便是补充资本金也有其他途径可寻。

实际上，这是一次监管对互联网借贷业务的及时自纠，放贷需要被纳入金融监管视线内，杠杆率不允许被层层嵌套放大。

面对蚂蚁这家放贷平台，资金出借方——银行无法做到“KYC(know your customer 了解你的用户)”，当他们想要管理信用风险，发现眼前是数据黑箱。

监管层正试图改变这一局面，也将对蚂蚁的估值逻辑带来根本改变。

首先，杠杆如果无法放大的话，ROE 将受到极大限制，利润天花板迅速下移；其次，如果将蚂蚁纳入银行的各种监管口径，那么就等同于把蚂蚁的业务划归至估值个位数的赛道。

无论哪一种，都不符合蚂蚁股东和公司利益最大化的意愿。

在暂停上市前夕，一位头部公募基金的投委会主席曾对《潜望》表示，会让跟踪科技行业的研究员来覆盖和追踪，在他看来，蚂蚁利用科技手段改造了传统的借贷业务。

“还是用互联网科技公司的估值来看。”

言下之意是，蚂蚁的估值理应比银行业要高不少。

即便是顶级投资机构的大佬，也无法预料到蚂蚁受监管调控之迅速，甚至比 A 股的板块轮动还要快一些。

“放贷业务一定是持牌业务，并且杠杆率也会受到严格控制。”一位接近央行的人士透露，但不会和银行业完全一样。

一位知情人士透露，监管层正在研究蚂蚁重组，不过仍没有具体办法。

为了符合未来的监管框架要求，蚂蚁集团正考虑调整业务架构和重组业务单元以应对，其中，将需要持牌经营的金融业务从蚂蚁集团中独立出来，也成为了可能性之一。

“支付宝作为蚂蚁的子公司，其商业模式可供对标的就是 VISA，二者都没有信贷损失的风险，如果将其单独 IPO，不会有什么监管阻碍。”一位熟悉蚂蚁集团的机构投资人如是评价。

华金证券做过一组测算，单独对蚂蚁支付板块的盈利进行预测，他们认为蚂蚁支付板块收入和利润未来 5 年有望实现 10-20% 的持续增长，业绩增速与 PayPal 上市以来的业绩表现大致相当，优于 Visa 10%左右的稳健增长。

基于 Visa 和 PayPal 的 PE 平均值为 41.59x，取整给予蚂蚁支付业务 40x 的市盈率倍数，再基于 2021-23 年盈利预测，推导得出蚂蚁支付板块的估值为 6492-9889 亿元。

如果未来拆分支付宝等支付板块以单独上市的话，实现近万亿元的估值并非难事。

华金证券以不同业务的估值加总，推导得出蚂蚁集团估值合理区间 1.74-2.29 万亿元。其中，微贷业务促成贷款余额 2.15 万亿，与平安银行相近，估值区间在 5679-6749 亿元。

粗略的计算，如果未来蚂蚁剥离微贷保留其他业务以实现上市，那么新的蚂蚁估值区间将是 1.18-1.6 万亿元。

取 1.6 万亿元的上限，对比此前 IPO 定价的两万亿，市值打了八折。

不过，如果拿掉了一家公司增速最快的业务单元，整体估值能否保持，依然需要交给市场投票。

监管变局

“监管的立场并不是打压蚂蚁，而是为了防住风险，促使健康发展。”上述接近央行的人士说道。

央行党委书记、中国银保监会主席郭树清在最近的一篇文章中称，对金融科技巨头，在把握包容审慎原则的基础上，采取特

殊的创新监管办法，在促发展中防风险、防垄断。

监管的落子首先是“发展”，其次才是“风险”和“垄断”。

如何平衡促发展、防风险和防垄断的三者关系，难度系数显然不小。

不过，针对蚂蚁的借贷业务，“如果完全照搬商业银行的资本充足率考核指标，得到的势必是另外一家银行，这并不是监管所希望看到的结果。”他说道。

11 月 26 日傍晚，央行发布了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》，提及对非金融企业投资控股形成的金融控股公司依法准入并实施监管，规范金融控股公司的经营行为。

报告强调：继续坚持金融业总体分业经营为主的原则，从制度上隔离实业板块与金融板块，有利于金融控股公司持续健康发展，防范风险交叉传染，进一步促进经济金融良性循环。

蚂蚁集团作为 5 家金控试点公司之一，又在报告之前因监管环境发生变化而暂停 IPO，央行的指向，不言自明。

“‘隔离实业板块与金融板块’，科技算不算实业板块？”一位证监会的发审委委员有着他自己的疑问。

显然，监管的颗粒度仍有待细化。

其实证监系统最早表明了自身的监管态度。

11 月中旬的一次论坛上，证监会副主席方星海谈及蚂蚁何时能恢复上市进程，他主动披露称，实际取决于政府如何重组监管框架，这也是监管系统的高层首次对蚂蚁暂缓上市作出了公开表态。

“重组监管框架，并非朝夕之功，需要金融稳定委员会来牵头各监管机构，甚至包括外管局，还要考虑到金融科技整个行业的监管需求。”一位接近证监会的人士透露道。

当初同意蚂蚁集团实行注册制上市的是上交所和证监会，这一次蚂蚁风波，会让他们对于类似公司的上市更加小心翼翼。

“证监系统实际上也是在扮演执行的角色，能够左右蚂蚁的政策并不取决于他们。”

目前，对于互联网巨头的反垄断措施也衔枚疾进，蚂蚁如何应对金融风险和反垄断的双重监管，极度考验管理层的战略智慧，也为金融科技行业树立示范效应。

（来源：Wind）

■ 疯狂的铁矿石：创 7 年新高，背后谁是推手

2020 年，铁矿石再度成为最受瞩目的大宗商品之一。

“涨得太快了，铁矿石在历史上很少有现在这样的接连快速上涨。”一位从事贸易的行业人士告诉 21 世纪经济报道记者。依据标普全球普氏，上周末 62%品位铁矿石价格报 131 美元/吨，本周则出现连续两天上调，最新报 133.05 美元/吨，创下该指数 6 年新高。

期货方面，12 月 2 日铁矿石主力期货合约收报 934 元/吨，涨幅 3.53%，年初至今已涨超 44%，并创下了 2013 年 12 月以来的新高。在铁矿石的带动下，黑色系大众商品主力合约均屡创新高。

12 月 2 日，国内焦煤期货主力合约收报 1536 元/吨，当日涨幅 4.14%，以收盘价来看，创下了该商品期货自 2016 年底以来的新高；焦炭方面，2 日收报 2578 元/吨，创下近 2 年的新高。

“无论是铁矿石、焦煤还是焦炭，都反映出了近一段时间钢铁行业的旺盛景象。”上述人士告诉记者，“但是，在这轮上涨过程中，也能明显看到一些炒作的身影，和基本面相比，铁矿石的涨价还是有些夸张了。”

基本面强势

铁矿石的接连上涨，归根结底还是全球钢铁市场的旺盛行情。

中国方面，今年“金九银十”的行情在 11 月份得以延续，本就不错的下游市场在房地产投资的刺激之下更加活跃。“其实在 11 月末钢材价格已经涨到 4000 元以上了，但是下游方面还是在很积极地购买。”一位钢厂人士告诉记者，“螺纹钢在整个建筑成本中的占比并不高，为了完成第三甚至第二季度投资的项目，即便是价格继续上行下游也可以接受。”

据中钢协测算，1-9 月份，粗钢表观消费量 7.69 亿吨，同比增长 8.94%，增幅比 1-8 月份扩大 1.7 个百分点。国家重大投资项目的启动和汽车、家电等下游行业的快速复苏，拉动了钢材需求。

需求的旺盛让钢材利润保持了较高水平。标普全球普氏分析师王杨雯告诉记者，目前国内板材企业的利润达到了 450 元/吨左右。“放到全年来看，这都是一个非常好的利润水平。”她说。

而在较高利润的刺激之下，今年 1-9 月份，我国粗钢产量 78159 万吨，同比增长 4.5%；生铁产量 66548 万吨，同比增长 3.8%；

钢材产量 96424 万吨，同比增长 5.6%。

“从粗钢日产水平来看，去年还没有超过 300 万吨的水平，而今年已经多次超过 300 万吨，预计今年粗钢产量达到 10.5 亿吨，比去年上涨 5%左右。”中钢协副会长兼秘书长屈秀丽表示。

值得一提的是，这也是中国粗钢产量历史上首次突破 10 亿吨。往年冬天，制约中国钢材企业增产的一大因素——环保限产要求，在今年似乎并没有达到往年的力度。

11 月 3 日，唐山市人民政府办公室印发《唐山市 2020-2021 年度秋冬季空气质量强化保障方案》（以下简称《方案》）。按照该《方案》，2020 年 11 月 1 日 0 时至 2021 年 3 月 31 日 24 时，除了绩效评级为 A 级的首钢迁钢、首钢京唐公司采取自主减排外，其他唐山钢企均要不同程度实施停限产。

“首先是钢企在目前利润扩张的情况下，自主减产的意愿是偏弱的。”我的钢铁网分析师甘勇告诉记者，“其次，在多年对于环保设施的投入之后，不符合要求必须停止的产能已经是少数，目前的限产措施更可能是一个常态化的限产，随着企业环保设施升级改造，这样的限制会逐步宽松，最终让这部分符合要求的企业获利，以继续对环保进行投入。”

“钢材需求的旺盛是刺激铁矿石价格非常的主要原因。”王杨雯说，“第二波疫情对经济的打击远远没有此前市场预期的严重，除了中国之外，美国、印度和欧洲的铁矿石需求恢复也非常好，带动全球铁矿石价格保持上升。”

价格暴动的推手

在铁矿石的快速上升中，或多或少都能看到市场情绪推动的影子。“中国粗钢产量在今年增长 10%，全球铁矿石的供给在今年也没出什么问题，但是铁矿石的价格上涨快接近 50%了。”上述钢厂人士表示。

他告诉记者，即便是美国、欧洲和日韩等市场恢复速度高于预期，但也没有达到去年水平。“特别是美国和欧洲，主要都用废钢而非铁矿石。目前铁矿石的价格还是太过夸张，也有市场交易人员的情绪高涨带来的拿货热情推动。”

而多位受访者均向记者表示，目前的情绪中，有一部分是对明年一季度供给情况的担忧，提前体现在现在的价格上。

依据统计，今年澳大利亚巴西铁矿发运总量 2444.6 万吨，环比增加 73.6 万吨;澳大利亚发货总量 1677.1 万吨，环比增加 9.5 万吨；巴西发货总量 767.5 万吨，环比增加 64.1 万吨。

“从目前来看，第四季度的供应肯定会延续第二、三季度的情况，澳大利亚的供应与此前保持持平，巴西方面贡献更多的增量。”王杨雯说，“今年冬季国产铁精粉的供应量较往年也更为充足。”

往年来看，因巴西、澳大利亚均属南半球，冬季易受气候影响，澳大利亚容易受到飓风袭击，而巴西则易受雨季影响，从而降低铁矿石的发运量。这种情况在进入 12 月末 1 月初之后会比较明显，同时巴西的雨季很有可能提前来临，将会进一步压低对明年一季度的供应预期。

而从港口库存数据来看，去年进入冬季后，铁矿石进入了冬季累库阶段，港口库存数据大致在 1.4 亿至 1.5 亿吨。但在今年，铁矿石累库的情况并没有出现，在库存累积到 1.25 亿吨之后就开始逐步下降。

结合钢材库存的数据来看，后续一段时间铁矿石的价格仍有很大可能保持强势。依据我的钢铁网统计，11 月 5 大品种社会库存和钢厂库存一共下降了 441.26 万吨，其中螺纹库存降了 297.63 万吨，总库存同比仅高出 303.5 万吨，而其中的螺纹库存同比只高出 209.8 万吨，大幅超过市场人士预期。

“预计 12 月钢材总库存降幅在 200 万吨左右，届时库存水平或与去年同期比较接近，库存的拐点或在 12 月中下旬出现。”我的钢铁网首席分析师汪建华表示，“预计 12 月建筑钢材需求仍有望保持不低于 10%的同比增长，制造业用钢需求仍有望保持不低于 15%的增长。”

在需求持续增长的刺激之下，钢铁企业的利润或也将继续保持高位，这也刺激了铁矿石市场后续的情绪。“今年的利润比去年多出一倍左右。”上述钢厂人士表示，“如果后续市场情况好的话，利润水平还会继续保持。”

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：深挖后疫情时期的修复机会

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。

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