国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201126

【财经新闻】

- 紧平衡”几成常态，货币政策正常化信号明显
- 深交所理事会发行规范委发布倡议，共同维护新股发行秩序，卖方审慎合理定价，买方独立客观报价

【行业动态与公司要闻】

- 智能制造向纵深发展进入关键时期
- 可再生能源发电项目再迎政策利好，合规光伏风电项目都可纳入补贴清单

【国都策略视点】

- 策略晨报：指数震荡蓄势，周期板块轮动为主

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3362.33	-1.19
沪深 300	4910.70	-1.28
深证成指	13656.09	-1.77
中小板综	12444.60	-1.69
恒生指数	26669.75	0.31
恒生中国企业指数	10557.83	-0.52
恒生沪深港通 AH 股溢价	142.74	-0.20
标普 500	3629.65	-0.16
纳斯达克指数	12094.40	0.48
MSCI 新兴市场	1218.29	-0.63

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	非银金融	3075.45	0.17
2	通信	1527.90	-0.25
3	汽车	4597.55	-0.41
4	房地产	1927.37	-0.55
5	公用事业	2400.02	-0.76

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	45.86	2.34
纽约期金	1806.10	0.03
伦敦期铜	7326.00	0.23
伦敦期铝	1968.50	-0.86
波罗的海干散货	1197.00	1.61

近期研究报告

研究员:韩保倩
电 话： 010-87413610
Email： hanbaoqian@guodu.com
执业证书编号： S0940519040002
联系人：王晶景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingjing@gyzq.com.cn

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】

■ “紧平衡”几成常态，货币政策正常化信号明显

【中国证券报】在酝酿得早、铺垫充分的货币政策领域，正常化事实上已经在途，近期市场上更出现了对“加息”的讨论。在分析人士看来，随着经济不断恢复向好，未来政策工具“退”或是较确定的方向，但短期内“加息”的条件不充分，且流动性环境及市场利率已提前有所体现，年内继续趋紧的风险反而可控，年底前货币市场利率甚至可能会有所回落。近期，央行流动性操作已释放出积极信号。

“宽货币”逐步退出

在我国经济持续复苏大背景下，宏观政策正常化已处在进行时。有经济学家表示，经济回升与政策后撤的角力，将成为未来一段时间影响资本市场的重要宏观变量。

尽管财政政策正常化大概率也将提上日程，但在政策回归常态的过程中，货币政策无疑酝酿得更充分一些，行动得也更早一些。

今年6月，央行行长易纲在陆家嘴论坛上首次明确提及“考虑政策工具的适时退出”。7月，央行货币政策司官员在新闻发布会上称，利率并非越低越好。8月，央行在二季度货币政策执行报告中强调，利率过低会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。近来，监管部门人士谈及政策正常化的频率更高了。10月下旬，易纲在金融街论坛上重提“把好货币供应总闸门”“适当平滑宏观杠杆率波动”。11月上旬，央行副行长刘国强在国务院政策吹风会上表示，“特殊时期的政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的。”

在预期引导不断推进的同时，货币政策正常化在市场上已有所体现。5月以来，货币市场流动性有所收敛，市场利率中枢抬升。目前，流动性“紧平衡”几成常态，不复年初宽松。截至11月25日，市场上7天期回购利率DR007的月平均值为2.28%，较4月的1.46%提高82基点；10年期国债收益率为3.29%，亦较4月低点上行80基点左右，均已高于疫情暴发初期水平。“宽货币”实际上已经在逐步退出。

价格调整或不是短期重点

10月以来，DR007开始连续高于2.2%的7天期央行逆回购利率，市场上出现了对“加息”的讨论。

不少分析人士认为，随着经济不断恢复向好，未来宏观政策“退”或是较确定的方向。参考前几轮宽松政策退出的经验，“紧货币”与“紧信用”不可避免，政策利率上调也是正常现象。不过，今后一段时间内，应该还看不到货币当局主动上调政策利率。

“政策要退，但哪些退，哪些延续，退出的节奏是快还是慢，都值得商榷。”华创证券首席固收分析师周冠南认为，政策退出将着眼于特殊政策的调整，延期还本付息、两项直达工具等较符合“特殊政策”的定义，或是未来退出的重点方向，流动性已回归常态，继续大幅收紧空间不大，而政策利率或处于相对稳定状态。

信达证券李一爽团队称，当前经济增长尚未恢复到潜在水平之上，通胀压力有限，人民币汇率恢复升值，资金“脱实向虚”势头得到遏制，债市杠杆率持续下降，提升公开市场操作利率的必要性不强。

中金公司首席固收研究员陈健恒认为，未来“更关键的可能不是利率的退出，而是量的退出”，因为市场利率已高于疫情前水平。陈健恒认为，从今年到明年，应该不会看到央行主动上调政策利率；未来将退出的主要是宽松信贷政策和财政政策。

值得一提的是，刘国强在表达特殊时期政策要退出的看法时，同时强调不能出现“政策悬崖”，“政策突然中断可能让很多方面适应不了，因此调整政策要评估考虑多方因素。”

年底前市场利率可能回落

短期看，政策退出继续，但“加息”尚不足为虑，一些分析人士反而认为，年底前货币市场利率会有所回落。

陈健恒指出，当前银行超储规模偏低，在资金配置上已捉襟见肘，相应地，银行负债端成本，尤其是同业存单利率不断上行，已明显偏离了公开市场操作利率。在这种背景下，如果是按照央行提出的，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率波动，投放流动性更符合常理。事实上，央行近几个月均对到期中期借贷便利进行了超额续做。

“短期信用事件可能促使央行呵护市场流动性，使得年底前货币市场利率有所回落。”陈健恒称，从历史上看，在历次信用事件对流动性造成冲击后，央行均在短期内采取了措施局部放松流动性。日前召开的金融委会议亦强调，保持流动性合理充裕。11月25日，央行开展1200亿元逆回购操作，净投放200亿元，连续第3日实施净投放。而从以往来看，年底阶段，为避免货币市场大幅波动，央行一般会保持比较积极的流动性操作。

同时，年底前万亿级财政资金投放可期，有望较明显增加流动性供应。有财政专家表示，按照每年惯例及今年新实施的《预算法实施条例》，未来的一个多月，将有大量财政资金陆续下达地方政府，缓解持续紧张的地方财政，也将给货币市场提供“活

水”。

■ 深交所理事会发行规范委发布倡议，共同维护新股发行秩序，卖方审慎合理定价，买方独立客观报价

【上海证券报】11 月 24 日，深交所理事会创业板股票发行规范委员会（以下简称发行规范委）召开 2020 年第三次工作会议，通报近期创业板股票发行情况，明确行业自律监管要求，经合议一致同意并发出行业倡议，倡导共同维护发行秩序，提高新股定价市场化水平，从源头提升上市公司质量。

深交所总经理沙雁出席会议并讲话，发行规范委全体委员及中国证监会发行部、中国证券业协会相关代表参加。

会议认为，市场主体间有效制衡是渐进的过程，应理性客观看待注册制发行改革中出现的新情况。改革局面来之不易，良好的发行秩序和投融资生态是新股发行市场健康稳定发展的重要基石，需要买卖双方强化行业自律，依规尽责，共同守护。

发行规范委提出以下倡议：

各卖方机构（保荐承销机构）要认真履职尽责，提高执业质量和专业能力，审慎合理定价。一是坚决履行“看门人”职责，坚持质量为先，申报前把好上市公司质量“入口关”；二是提高投价报告质量，规范、客观、审慎撰写投价报告，反映上市公司真实质量水平；三是提升专业能力和市场化水平，合规灵活制定发行方案，鼓励增加分析师路演环节、适当延长路演时间，加强与机构投资者沟通交流；四是完善内控制度建设，强化风险防控，确保安全运行。

各买方机构（网下投资者）要专业诚信合规，独立客观报价。一是询价结束前切实防止报价信息泄漏，不打听其他机构报价信息；二是原则上不改报价，确需改价的，如实详细填报改价原因；三是由专业团队或人员覆盖新股研究，关注发行人基本面，结合上市公司质量水平客观理性报价；四是建立完善新股报价内部控制制度和业务流程，合规、有序参与新股发行。

会议要求，发行规范委全体委员应认真履职尽责，带头遵守行业倡议，更好发挥发行规范委作用，持续提升执业质量和专业水平，共同维护市场秩序，促进形成良好市场生态。一是重质量，严把关。坚持质量为先原则，从源头上把好市场“入口关”，围绕发行承销业务增强核心竞争力，真实反映上市公司质量水平；二是重信誉，守规范。健全完善内控制度和业务流程，强化风险防控，审慎合理定价，独立客观报价，牢牢守住合规底线；三是重实效，促改革。深入剖析发行定价机制机理，提升市场化水平，提高执业质量和专业能力，共同为创业板注册制改革多出实招实策。

深交所负责人表示，深交所将充分尊重和支持发行规范委作出的倡议，提高新股发行市场化水平，促进形成公平合理有效的发行定价机制，履行好一线监管职责，对违法违规行为坚决采取自律监管措施，切实维护新股发行秩序。

【行业动态与公司要闻】

■ 智能制造向纵深发展进入关键时期

【上海证券报】2020 世界智能制造大会将于今日在南京开幕。大会将全面展示智能制造领域的最新技术和顶尖产品，为数字技术与制造业深度融合提供标杆。信息产业+制造业的融合发展，正在推动着智能制造的崛起，未来 15 年将是智能制造向纵深发展的关键时期。

当前，龙头企业推进智能制造的积极性不断提升，应用范围向生产制造核心环节不断延伸，覆盖行业和领域日趋广泛。

三一重工智能制造研究院副院长董明楷介绍说，三一重工从 2018 年开始数字化转型，目前所有园区的所有产线和设备通过工业视觉识别去识别人员、设备、物料。

中兴通讯在滨江基地用机器视觉、5G 传输、云化调度等先进技术对数据进行采集、传输和处理，滨江基地实现了厂区内生产环节实时工业控制，建设了无人化、智能化、柔性化的生产线。中兴通讯董事长李自学近日表示，将 5G 和工业互联网结合后，滨江基地的生产效率得到大幅提升。其中装配质量漏检率降低 80%，关键工序不良率降低 37%，操作人员减少 27%，周转效率提升 20%。

很多中小企业也从转型中尝到甜头。北京创思工贸有限公司就是其中之一。

2017 年，在北京市高精尖产业发展基金支持下，该公司开始建设高端装备核心部件数字化车间。“经过改造，车间管理系统智能化达到 90%以上，直接增加营收 20%至 30%。”公司创始人郑小军说。

得益于智能生产线的保障，公司在疫情防控期间抢抓了一批核酸检测仪器核心光学部件的市场订单。因此，“在二季度海外订单减少 30%的情况下，上半年完成预计营收的 108%，同比增长 30%。”郑小军对上半年业绩非常满意。

记者了解到，工信部下一步将强化产业支撑，集中力量补短板基础，推动 5G、人工智能、数字孪生等新技术的集成应用；深化应用水平，以推进重点区域制造业转型升级为目标，分区域、分行业、有重点的形成差异化的推广路径，构建龙头企业带动中小企业协同发展的智能制造生态体系。

另外，工信部将推动健全智能体系，持续完善智能制造标准体系，加强人才培养，形成一支懂制造、懂信息技术、懂管理的专业化人才队伍。

中国工程院院士周济认为，今后 15 年是智能制造等新一轮工业革命技术发展的关键时期，中国制造工业完全可以抓住这一历史机遇实现更大发展。

■ 可再生能源发电项目再迎政策利好，合规光伏风电项目都可纳入补贴清单

【上海证券报】可再生能源发电项目又迎来利好政策。财政部近日下发的《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》（下称《通知》）要求，抓紧审核存量项目信息，分批纳入补贴清单。其中，2006 年及以后年度按规定完成核准（备案）手续并且完成全容量并网的所有项目均可申报进入补贴清单。

今年 3 月，财政部办公厅印发《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》，启动了前七批目录之外的存量可再生能源项目的申报工作。按照要求，风电项目需于 2019 年 12 月底前全部机组完成并网，光伏发电项目需于 2017 年 7 月底前全部机组完成并网（光伏“领跑者”基地项目和 2019 年光伏竞价项目并网时间可延长至 2019 年 12 月底），生物质发电项目需于 2018 年 1 月底前全部机组完成并网。

此次《通知》明确，纳入补贴清单的可再生能源发电项目为符合我国可再生能源发展相关规划的陆上风电、海上风电、集中式光伏电站、非自然人分布式光伏发电、光热发电、地热发电、生物质发电等项目。所有项目应于 2006 年及以后年度按规定完成核准（备案）手续，并已全部容量完成并网。这也就意味着，所有合规光伏风电项目都可进补贴清单。

随着补贴申报推进，南方电网、国家电网陆续公布了辖区内进入补贴清单的项目目录。但是，如何证明全容量并网时间也成为许多项目申报过程中普遍遇到的问题。

为此，此次同步下发的《可再生能源发电项目全容量并网时间认定办法》（下称《办法》）提出，项目执行全容量并网时间的上网电价——由地方能监部门与电网公司认定，分批次并网的应按每批次全容量并网的实际时间分别确认上网电价。地方能监部门与电网公司无法认定的，暂按《办法》进行认定。

根据该办法，可再生能源补贴项目申请补贴清单时，应提交全容量并网时间承诺，并提交相关核验资料。承诺内容包括：全容量建成完工的并网时间，办理电力业务许可证时是否完成全容量并网，办理并网调度协议时是否完成全容量并网，同时提交承诺书、电力业务许可证以及并网调度协议等资料。

根据《办法》，在认定办法中，如果上述三个时间不一致可分为两种情况处理，一是不影响享受电价政策的，按企业承诺全容量并网时间享受对应补贴电价；二是影响电价政策的，按照三个并网时间中最后时点确认全容量并网时间享受补贴。

国家发展改革委能源研究所可再生能源发展中心副主任陶冶解读称，此次政策出台既明确了补贴清单申报中“全容量并网”认定方式，也杜绝了风光项目恶意长期拖延建设工期行为，同时明确了 2006 年及以后合规及完成全容量并网的所有项目均可申报确权。

日前财政部还下发 2021 年可再生能源电价附加补助资金预算通知。根据预算汇总表，可再生能源电价附加补助资金总计 59.5419 亿元，其中光伏预算资金 33.8437 亿元，风电 23.1121 亿元，生物质 0.5978 亿元，公共可再生能源独立系统 1.9883 亿元。

随着政策的持续推进，可再生能源正迎来发展的大好时机。专家预计“十四五”规划出台之后，可再生能源的发展或超预期。

水电水利规划设计总院新能源部主任赵太平表示，要加快能源转型，实现 2030 年达峰，实现在 2035 年能源消费总量进入平台期，“十四五”非化石能源就必须加速发展。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：指数震荡蓄势，周期板块轮动为主

1、中期市场展望：基本面上行有望接力。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：一是经济正进入恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步各回升至 18%、9%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。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%、+30%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

2、年底低估值顺周期板块阶段占优。当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两三成，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。

三季报收官之后，岁末年初存在较大的业绩预期修正可能，因此业绩预期差是阶段性配置性价比的主要考量因素。

结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+正向预期差或预期修正压力小的行业，或是年底进可攻退可守的安全板块，当前主要集中于后周期板块，包括银行、非银金融、交运、建筑建材、采掘、化工、家电等。

3、政策展望：货币政策回归稳健，流动性边际收敛

随着我国疫情防控成效稳定巩固、经济逐步恢复并趋于正常化，上半年疫情暴发及冲击期出台的非常规宽松的货币政策已逐步收缩甚至退出，已成为近三个月市场指数反复震荡盘整、结构驱动力由提估值转为挖业绩，市场特征总体体现为高估值成长风格回调、兼具估值与业绩优势的顺周期上涨。

稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，央行将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制。

近期易行长近日结合最新宏观形势阐述了年内货币政策逻辑及其变化，基本反应了下半年以来我国货币政策及流动性的边际收敛这一变化；而在稳健、灵活适度、精准导向原则下，保持货币供应与名义 GDP 增速基本匹配要求下，预计未来两个季度随着我国名义 GDP 增速的逐季上行，货币供应 M2 仍有望稳定在 10%以上附近水平；值得注意的是，重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等（今年上半年我国实体经济部门杠杆率环比显著上升 21.0 个百分点至 20H1 的 266.4%，其中非金融企业、政府、居民部门的杠杆率各上升 13.1、4.0、3.9 个百分点），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，但阶段紧平衡压力或持续，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。

4、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已呈现轮番调整态势，而汽车、家电、上游资源品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。

风险提示：中美关系加剧紧张，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