晨会报告

2020 年 12 月 01 日

国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201201

【财经新闻】

- 易会满撰文阐述“十四五”提高直接融资比重六大任务
- 11 月制造业非制造业 PMI 均创新高 经济恢复态势进一步明确
- 央行额外操作 MLF 呵护资金面 银行负债成本压力有望缓解

【行业动态与公司要闻】

- 新一轮政策组合拳力挺网络安全产业
- 需求旺盛 HDI 板爆单 多公司加紧扩产

【国都策略视点】

- 策略观点：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3391.76	-0.49
沪深 300	4960.25	-0.41
深圳成指	13670.11	-0.15
中小板综指	12440.60	-0.21
恒生	26341.49	-2.06
国企	10546.47	-2.26
恒生 AH 溢价	144.08	1.29
标普 500	3621.63	-0.46
NASDAQ	12198.74	-0.06
MSCI 新兴市场	1205.07	-2.08

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	传媒	2471.37	1.28
2	有色金属	6335.25	1.20
3	电子	5681.78	0.61
4	计算机	2263.28	0.40
5	非银金融	7227.44	0.27

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	45.06	-1.01
纽约期金	1780.00	-0.25
伦敦期铜	7566.00	0.81
伦敦期铝	2040.00	2.13
波罗的海干散货	1227.00	-0.24

研究员 :王树宝

电 话： 010-84183369

Email： wangshubao@guodu.com

执业证书编号：S0940511080001

联系人 :傅达理

电 话： 010-87413172

Email： fudali@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】

■ 易会满撰文阐述“十四五”提高直接融资比重六大任务

【上海证券报】证监会主席易会满日前撰文指出，“十四五”时期，提高直接融资比重，要贯彻新发展理念，围绕打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，强化资本市场功能发挥畅通直接融资渠道，促进投融资协同发展，努力提高直接融资的包容度和覆盖面。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》辅导读本近期出版，书中刊发易会满题为《提高直接融资比重》的署名文章。易会满在这篇文章中作出了上述表示。

易会满在文中指出，党的十九届五中全会提出，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。这是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务。提高直接融资比重是服务创新驱动发展战略的迫切要求，是完善要素市场化配置的关键举措，是深化金融供给侧结构性改革的应有之义，是建设更高水平开放型经济新体制的重要途径。

文章表示，直接融资的发展根植于实体经济。“十四五”时期我国将加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，这为提高直接融资比重提供了宝贵的战略机遇。 “十四五”时期，提高直接融资比重，要贯彻新发展理念，围绕打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，强化资本市场功能发挥畅通直接融资渠道，促进投融资协同发展，努力提高直接融资的包容度和覆盖面。

易会满在文章中提出了提高直接融资比重的六大重点任务。包括：

全面实行股票发行注册制，拓宽直接融资入口。坚持尊重注册制的基本内涵，借鉴国际最佳实践，体现中国特色和发展阶段特征，及时总结科创板、创业板试点注册制的经验，稳步在全市场推行以信息披露为核心的注册制。同时，全面带动发行、上市、交易持续监管等基础制度改革，督促各方归位尽责，使市场定价机制更加有效，真正把选择权交给市场，支持更多优质企业在资本市场融资发展。

健全中国特色多层次资本市场体系，增强直接融资包容性。科学把握各层次资本市场定位，完善差异化的制度安排，畅通转板机制，形成错位发展、功能互补、有机联系的市场体系。切实办好科创板，持续推进关键制度创新；突出创业板特色，更好服务成长型创新创业企业发展；推进主板（中小板）改革；深化新三板改革，提升服务中小企业能力；稳步开展区域性股权市场制度和业务创新试点，规范发展场外市场；积极稳妥发展金融衍生品市场，健全风险管理机制，拓展市场深度、增强发展韧性。

推动上市公司提高质量，夯实直接融资发展基石。持续优化再融资、并购重组、股权激励等机制安排，支持上市公司加快转型升级、做优做强；进一步健全退市制度，畅通多元退出渠道，建立常态化退市机制，强化优胜劣汰；推动上市公司改革完善公司治理，提高信息披露透明度，更好发挥创新领跑者和产业排头兵的示范作用，引领更多企业利用直接融资实现高质量发展。

深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具。完善债券发行注册制，深化交易所与银行间债券市场基础设施的互联互通，进一步支持银行参与交易所债券市场；加大资产证券化产品创新力度，扩大基础设施领域公募不动产投资信托基金试点范围，尽快形成示范效应；扩大知识产权证券化覆盖面，促进科技成果加速转化。

加快发展私募股权基金，突出创新资本战略作用。进一步加大支持力度，积极拓宽资金来源，畅通募、投、管、退等各环节，鼓励私募股权基金投小、投早、投科技；出台私募投资基金管理暂行条例，引导其不断提升专业化运作水平和合规经营意识；加快构建部际联动、央地协作的私募风险处置机制，切实解决“伪私募、类私募、乱私募”突出问题，促进行业规范健康发展。

大力推动长期资金入市，充沛直接融资源头活水。加快构建长期资金“愿意来、留得住”的市场环境，壮大专业资产管理机构力量，大力发展权益类基金产品，持续推动各类中长期资金积极配置资本市场；加大政策倾斜和引导力度，稳步增加长期业绩导向的机构投资者，回归价值投资的重要理念；鼓励优秀外资证券基金机构来华展业，促进行业良性竞争。

此外，文章还表示，提高直接融资比重是一项系统工程，必须从经济金融全局的高度加强统筹谋划，有效发挥市场主体、监管机构、宏观管理部门、新闻媒体等各方合力。

■ 11 月制造业非制造业 PMI 均创新高 经济恢复态势进一步明确

【上海证券报】11 月制造业采购经理指数（PMI）和非制造业 PMI 双双攀升，分别创下逾 3 年和逾 8 年新高，表明经

济呈现持续稳定恢复态势，经济增长动能增强，四季度经济有望加快复苏。

中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心昨日公布数据显示，11 月制造业 PMI 为 52.1%，比 10 月上升 0.7 个百分点，连续 9 个月处于扩张区间。

“11 月制造业 PMI 指数回升，且各分项指数普遍回升，表明制造业全面恢复态势更为明确。从 9 至 11 月趋势看，制造业 PMI 指数平稳提高，表明经济呈现持续稳定恢复的特点。”国务院发展研究中心研究员张立群说。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河在解读数据时表示，在调查的 21 个行业中，PMI 位于扩张区间的增加至 19 个，制造业景气面有所扩大。“制造业市场活力进一步增强，恢复性增长明显加快。”

从具体行业看，医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业的生产指数和新订单指数均高于 56%。

在中信证券首席经济学家诸建芳看来，高端制造业加快增长，对整体制造业的引领、带动作用进一步增强。

在行业复苏基本面扩大的同时，不同规模企业景气度均有所回升。11 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 53%、52%和 50.1%，高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上。

“调查结果显示，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，是今年以来的低点，表明前期出台的助企纾困及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。”赵庆河说。

几大分项指数纷纷回升也释放积极信号。数据显示，11 月制造业新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，分别高于 10 月 0.5 和 0.1 个百分点，均为年内高点，且连续 3 个月处于扩张区间，保持逐月回升走势，说明我国进出口持续恢复向好。

“明年二季度前，出口有望维持在高景气区间。”诸建芳分析称，今年以来中国出口的逆势扩张有效扩展了相关产业的市场份额，相较于其他国家的产品更具比较优势。

与制造业 PMI 走势一致，非制造业 PMI 也持续改善。11 月非制造业 PMI 环比加快 0.2 个百分点至 56.4%，创下近 8 年半以来高点。其中，服务业 PMI 升至 55.7%。

交行首席研究员唐建伟表示，三季度以来，消费逐渐恢复，服务业步入快速复苏阶段，铁路和航空运输、信息服务、金融服务等服务业景气度都高于 60%。在供需两端共同改善的带动下，预计制造业和非制造业 PMI 均有望继续保持扩张。

作为经济先行指标，PMI 持续攀升传递出经济向好的明确信号。在此背景下，不少机构开始上调四季度经济增长预期。浙商证券首席经济学家李超表示，经济动能指标屡创新高，提示经济复苏力度超预期，预计四季度 GDP 增速或达 6.6%。

■ 央行额外操作 MLF 呵护资金面 银行负债成本压力有望缓解

【上海证券报】继 11 月 15 日开展 8000 亿元中期借贷便利（MLF）操作后，央行当月再次投放 2000 亿元 MLF。央行昨日公告称，为维护月末流动性平稳，当日开展 2000 亿元 MLF 操作和 1500 亿元逆回购操作。MLF 期限为 1 年，中标利率 2.95%；逆回购期限为 7 天，中标利率 2.2%。

这是央行今年以来首次月内两度开展 MLF 操作，打破了此前每月仅在 15 日操作的惯例。两者相加，央行 11 月共开展 1 万亿元的 MLF 操作。

昨日这一额外操作并不意味着 12 月的 MLF 操作受到影响。公告同时预告，将于 12 月 15 日开展 MLF 操作（含对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的一次性续做），具体操作金额将根据市场需求等情况确定。

江海证券首席经济学家屈庆表示，此次额外操作 MLF 是由于目前市场整体中长期利率水平有所上行，银行同业存单发行利率仍处在高位。此外，在银行负债成本上升的背景下，三季度货币政策执行报告显示，9 月贷款利率较去年末下行，但环比 6 月末有小幅上行。

近期，同业存单发行利率创下今年以来新高。Wind 数据显示，11 月 25 日和 30 日同业存单票面利率的加权值分别为 3.3%和 3.4%，仅次于去年 12 月 30 日的水平。

国泰君安固收首席分析师覃汉认为，10 月以来同业存单“量价齐升”的核心原因仍在于银行负债端面临压力，次要原因是对资金面的预期。目前，存单利率在 MLF 利率上方已持续近 3 个月，存单利率与 MLF 利率之差接近 2016 年同期。

伴随同业存单利率持续走高，市场人士普遍认为，MLF 操作释放了中长期流动性，银行负债端成本上行压力有望缓解。

“央行自 8 月以来连续超额续做 MLF，本次新做 MLF 补充银行中期流动性也是注重缓解银行近期持续的负债端压力。”中信证券研究所副所长明明表示，从三季度贷款加权平均利率情况看，银行负债端压力已传导至贷款利率。

明明认为，在继续压降结构性存款、维持同业存单和 MLF 利差处于合理稳定区间、维持贷款利率相对稳定的三重矛盾下，央行通过操作 MLF 的方式来缓解银行负债压力，引导存单利率向 MLF 利率回归，预计 1 年期 AAA 同业存单发行利率

将触及顶部区间。

尽管同业存单利率走高，短端资金面并未大幅趋紧。光大证券固定收益首席分析师张旭表示，从资金面看，前期 R001 已处于非常低的位置，例如上周五是 0.89%。央行昨日开展 2000 亿元 MLF 操作，向市场投放资金，或主要是为平抑中期（如 1 年期）利率。

临近年末，考虑到债券违约事件等因素对市场情绪的影响，央行 24 日以来保持逆回购小额净投放态势，Wind 数据显示，央行 24 日以来共实现净投放 4000 亿元。此外，月中 8000 亿元年内最大规模 MLF 操作，也让市场明显感受到暖意。

多名分析人士认为，央行近期连续投放中长期的流动性，与稳定债市情绪不无关系。“无论是从理论还是实证看，中期利率对于信用债利率的传导能力都强于 1 天期限。”张旭表示，这也可能是央行多次进行 MLF 操作的原因。

展望年末整体流动性情况，张旭认为，从操作时间看，若于 12 月 15 日一次性大量操作，既无法覆盖 11 月初的逆回购叠加 MLF 到期，也容易和 12 月中下旬的财政集中投放冲突。因此，11 月 30 日先操作一次非常有必要。

【行业动态与公司要闻】

■ 新一轮政策组合拳力挺网络安全产业

从 11 月 30 日召开的 2020 年中国网络安全产业高峰论坛上获悉，我国网络安全产业呈高速增长态势，2020 年产业规模预计将超过 1700 亿元。下一步我国将着力谋划“十四五”时期网络安全产业发展，加快制定促进网络安全产业高质量发展的意见，深入实施工业互联网创新发展等一批重大工程。探索推动成立产业投资基金，引导社会资本参与网络安全产业发展。同时加快京津冀、珠三角、成渝等产业基础较好地区产业园区布局，打造一批面向“新基建”重点领域和“高精尖”技术方向的网络安全创新应用先进示范区。

网络安全产业高速增长

当前我国网络安全产业规模高速增长。记者从峰会上获悉，2020 年网络安全产业规模预计将超过 1700 亿元，较 2015 年翻了一番，平均增速远超国际平均水平。

网络安全投融资市场持续壮大。据统计，2019 年我国网络安全行业投融资活动超 40 余起，涉及金额超过 90 亿元，终端安全、物联网安全、大数据安全、区块链安全和安全服务等成为热点投资领域。上市网络安全企业达 20 余家，上市企业总市值从 2010 年的不足百亿元发展到超 5000 亿元。

网络安全产业园区正加快布局。其中，北京国家网络安全产业园区形成了海淀园、通州园和经开区信创园“三园协同、多点联动、先行带动”的总体布局，在财税金融上设立产业园区基金，支持重大项目落地；人才支撑上引入领军企业，给予优先保障。长沙国家网络安全产业园区于 2020 年 6 月正式揭牌，聚集企业近 200 家，产业集聚效应进一步放大。

工信部网络安全管理局局长赵志国表示，今年遴选河南郑州、北京顺义、安徽合肥、重庆合川、江西鹰潭、浙江杭州等地设立网络安全创新应用先进示范区，着力打造具有专业特色和较强辐射带动作用的区域增长极。

不过业内也指出，5G、人工智能等新一代信息技术与实体经济加速融合，新模式、新业态不断涌现，在带动经济社会全面创新发展的同时，网络安全风险挑战也随之而来，对网络安全产业发展提出更高要求。

赵志国表示，为推进我国网络安全产业发展，下一步应从多方面着手，包括优化产业供给结构，鼓励网络安全企业由提供网络安全产品向提供安全、服务和解决方案并重转变；加强网络安全管理，有效扩大内需，推动基础网络、智能制造、智慧城市等重点领域网络安全产品部署应用；围绕产业链短板和薄弱环节，持续加大研发投入，突破一批基础性、通用性、前沿性、颠覆性网络安全核心技术等，打造多方协同融合发展的良好产业生态。

新一轮政策组合拳加码布局

围绕促进网络安全产业现代化、高质量发展，更多支持举措将进一步加码。

工信部副部长刘烈宏当天表示，将加快制定促进网络安全产业高质量发展的意见，深入实施工业互联网创新发展等一批重大工程。同时将大力支持原始创新，持续优化创新模式，积极培育创新主体，打造若干领军企业、发展一批“高精尖”优势特色企业；加大网络安全投入，推动提升在新型基础设施建设中的占比。有效激发市场需求，丰富高端网络安全产品和服务供给，打造公共服务平台、卓越示范中心，强化试点示范，加速优秀解决方案应用推广。同时加速资源集聚，做精一批网络安全示范园区，深化产融结合，畅通产业链资金链等。

赵志国表示，将着力谋划“十四五”时期网络安全产业发展，用好相关政策形成支持合力，指导地方出台配套政策，

鼓励地方出台产业园区发展规划、行动计划等政策文件，建设产业发展基地、创新平台、技术实验室等载体，探索推动成立产业投资基金，强化产融对接。

在产业园区布局上，赵志国表示将推进北京、湖南长沙国家网络安全产业园区建设，加快京津冀、珠三角、成渝等产业基础较好地区产业园区布局，打造一批面向“新基建”重点领域和“高精尖”技术方向的网络安全创新应用先进示范区。同时大力培育优质安全企业，培育一批具有国际竞争力的龙头企业，打造一批创新水平高、成长性好、支撑作用强的创新型企业。

多路融资支持再加力

值得关注的是，当前资本市场对网络安全产业的投资意愿进一步增强，网络安全产融合作、良性互促的发展格局逐渐形成。不过业内也指出，当前网络安全行业投融资渠道有待进一步升级。

国家工业信息安全发展研究中心副主任何小龙指出，下一步需要进一步拓展网络安全行业建设融资渠道，丰富产融合作模式，鼓励企业与政府加强合作，推出覆盖网络安全产业上下游的投资基金，形成尊重市场规律和产业发展规律的有效投资。

记者获悉，下一步财政、金融、社会资本等多路资金将进一步支持网络安全产业。工信部网络安全管理局相关负责人表示，将进一步完善产融合作机制。加强优质项目储备，支持产业投资机构入驻国家网络安全产业园区发展，促进产业资源和金融资源汇聚。同时有效发挥政府财政资金带动作用，激发民间投资活力，引导各类投资基金向网络安全领域倾斜，支持优质企业上市融资。支持网络安全龙头企业设立创投基金，围绕产业链创新链部署资金链项目链，发挥金融资本赋能效应，促进网络产业基础高级化、产业链现代化。

工信部财务司相关负责人也表示，将进一步发挥金融赋能效应，深化产融合作，推动网络产业链与资金链深度协同。具体包括，抓好产融合作的顶层设计，以国家网络安全产业园区为支持重点，加强产业政策与财税、金融、土地、人才等政策协同；基于 5G、工业互联网、人工智能、大数据中心建设的安全防护需求，推动创新资本向前瞻性网络安全技术研发领域倾斜；支持金融资本提前布局新兴领域网络安全技术研发，加快核心技术突破，解决行业痛点难点问题。

■ 需求旺盛 HDI 板爆单 多公司加紧扩产

“头部 HDI 板生产厂商的订单都排到了明年，部分厂商订单甚至排到了明年 6 月份。”对于近期市场关注的 PCB（印制电路板）行情，博敏电子董事长徐缓在接受上证报采访时表示，消费电子“轻薄短小”需求不断增加，5G 智能移动终端渗透率持续提升，智能手机销售市场回暖，都将进一步加大高阶 HDI（高密度互连，生产 PCB 的一种技术）板的产能缺口。

徐缓预计，HDI 板产能缺口将持续到明年 6 月份，甚至延续明年全年。记者注意到，博敏电子、超声电子、鹏鼎控股、科翔股份等公司纷纷扩大 HDI 板产能，抢抓产业红利。

部分订单排到明年年中

晶圆厂、封装厂产能紧张，现在，电子产业的高景气度又传导到 HDI 板了。

“HDI 板需求旺盛、产能有限，现有交货周期基本在 60 天以上。”对于 HDI 板的行情，一位上市公司高管在接受上证报记者采访时表示，现在下单要到明年 2 月份才能拿到产能。

“头部 HDI 板厂商的订单都排到了明年，部分厂商订单排到了明年 6 月份。”对于产能紧张程度，博敏电子董事长徐缓回答。

需要强调的是，目前在 PCB 领域，除了 HDI 板，其他品类“不温不火”。可为什么只有 HDI 板爆单了呢？

对此，徐缓告诉记者，从 HDI 板下游市场看，移动智能终端（以 5G 手机为代表）产品对 HDI 板产能消耗较大，手机是最主要应用领域，占 HDI 板产能比例约为 66%，也是 HDI 技术能力要求最高的领域。5G 智能移动终端渗透率不断提升，智能手机销售市场的回暖，都将进一步加大高阶 HDI 板的产能缺口。

徐缓表示，目前来看，HDI 板产能缺口约为 20%，由于 HDI 板产能释放需要至少提前一年的规划及投产，目前产能缺口基本将由国内厂商来填补。基于目前的产能储备及下游景气度情况，预计产能紧缺将持续到明年 6 月份，甚至延续明年全年。

多家公司忙扩产

徐缓介绍，博敏电子是国内首批布局 HDI 板的厂商之一，公司自 2005 年起就介入 HDI 板工艺研发，2011 年就投资建设了 HDI 板生产线。目前，公司的 HDI 板产能规模在国内居于领先地位，产值占比近 5 成。

除了博敏电子，科翔股份、东山精密、胜宏科技、方正科技、超声电子等上市公司也有 HDI 板业务。比如，超声电子

在 2019 年底披露，公司可批量生产一阶至四阶 HDI 板，小批量生产和技术储备为五阶至六阶。方正科技在互动易上披露，公司目前具有生产任意阶 HDI 板的能力。

看好 HDI 板的前景，多家公司发布了扩产公告，抢食 HDI 板市场。比如，博敏电子日前发布公告称，将投资 20 亿元建设江苏博敏二期项目，该项目主要生产 HDI 线路板、软板、软硬结合板、集成电路载板、类载板、封装等。项目建成后，预计年产 HDI 板 72 万平方米，软硬结合板 12 万平方米。

超声电子 2019 年 8 月披露，将发行可转换公司债券募集资金总额不超过 7 亿元，用于新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目。公司近期披露，该可转债项目可满足日益增长的高频高速印制线路板、高性能 HDI 板的市场需求。

科翔股份告诉记者，公司已具备高端 HDI Anylayer（任意层互连）量产能力，产品可覆盖蓝牙耳机、平板、手机、汽车等下游应用领域；公司上市募投项目建成将形成年产 80 万平方米高多层板、HDI 板和特殊板的产能，占 2019 年公司产能的 42%。鹏鼎控股近期披露，公司上市募投项目之一高阶 HDI 扩产项目，预计将于今年投资完毕。

光韵达在互动易披露，公司 HDI 激光钻孔业务属于高端 HDI 领域。

【国都策略视点】

■ 策略观点：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

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。

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