

A 股市场 2021 年度策略

循环牛，大周期

商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。

- **循环大周期，风险资产乘势。**随着中美经常项目逆差的快速修复，2008 年金融危机前的全球共生模式正在重启。1）贸易层面，新冠疫情是全球共生模式修复、经济再平衡的重要催化因素。考虑到疫情后各国生产消费复苏的不同步性以及中国在全球产业链中制造核心国的地位，明年中国将进一步承担海外增量需求。2）资本流动层面，中美利差走阔，人民币升值的趋势力量，逐利资本流入或将带来虚拟经济繁荣和资产膨胀。周期定位角度，补库周期开启，国内领先海外，制造业及出口改善将成为明年国内经济的亮点。人民币汇率升值压力下，国内货币政策收紧或为渐进式调整。总体来看，中国双循环体系下，全球需求的强力复苏将会使得本轮短周期经济上行的强度及韧性超过市场预期，或强于 2017 年。基于明年扩张后期的周期定位，风险资产商品、股票为配置首选，权益资产将受益扩张后期的盈利弹性。
- **A 股循环牛，风格大周期。**我们认为 2021 年 A 股将受益双循环体系下虚拟经济繁荣，短周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。结合历史上扩张后期 A 股表现，考虑到本轮盈利大幅增长及海外资本流入对估值的正向贡献，我们认为盈利因子对指数贡献会提升，估值因子的影响会弱于历史同期，市场整体收益率仍然非常可观。风格方面，循环牛带来人民币资产重估效应，低估值金融周期崛起，龙头溢价明显。大周期行情将成为 2021 年市场最居吸引力的板块。
- **行业配置建议：拥抱“周期”。**本轮短周期演绎，行业轮动较为经典。今年传统金融周期明显滞涨，2021 年扩张后期的周期定位将带来周期和金融板块显著的比价优势。2021 年周期股的需求弹性有海外地产和消费的支撑，而供给端较为刚性，行业价格有望进一步上涨。中国双循环体系下，中国生产对海外替代的强度和时间有望超出市场预期。中游扩产在即，是 2021 年国内周期行业需求端的一大增量。建议超配传统周期中的有色、化工、钢铁、煤炭和石油石化，以及大金融的保险、银行及券商；标配食品饮料、家电、汽车、电新、电子；低配通讯、计算机、传媒。
- **主题策略：建议关注国企改革及新能源汽车。**1）新能源汽车领域：预计 2021 年全球销量高增长，带动产业链需求增长。建议关注上市公司中游材料企业加速导入全球供应链的历史机遇。2）国企改革有望迎来二次加速。推荐竞争性领域的国企混改和有兼并重组预期的垄断企业。
- **风险提示：疫情持续时间超预期，流动性环境超预期紧缩。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S130051906003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：王永健
(8610)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

循环大周期，风险资产乘势 5

全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣 5
中国双循环强化库存周期上行韧性，货币政策收紧或低于预期 8
加强版扩张后期，风险资产优势显著 10

A 股循环牛，风格大周期 12

中国双循环带来周期牛市 12
传统企业大型化，低估值龙头崛起 14

行业配置建议：拥抱“周期” 15

从扩张前期到后期，周期行业有比价优势 15
周期行业的需求弹性和供给刚性 17
全球共生模式：中国制造业的替代与扩产 21

主题策略 24

新能源汽车：未来已来 24
国企改革：二次加速 27

风险提示 30

图表目录

图表 1. 全球共生模式与中国双循环框架 5
图表 2. 中美经常项目差额占比快速修复 5
图表 3. 美、欧刺激方案时间线 6
图表 4. 全球铜矿产能及增速 7
图表 5. 美国生产修复进程落后于中国 7
图表 6. 中国供给侧结构改革产能去化时间线（不完全统计） 7
图表 7. 美联储扩表规模及速度史无前例 8
图表 8. 美国财政赤字规模逐级抬升 8
图表 9. 美国贸易赤字重新恶化 8
图表 10. OECD 领先指标 9
图表 11. 70-80 年代日本经验教训图解 9
图表 12. 经济周期定位（粉色底色为扩张后期） 10
图表 13. 不同周期下大类资产表现 11
图表 14. 扩张后期 A 股盈利正贡献显著 12
图表 15. 2021 年全 A 盈利预期趋势预判 12
图表 16. 2009 年以来市场风险偏好水平 13
图表 17. 5 月以来市场资金利率中枢上行 13
图表 18. 2021 年 A 股市场资金供需预判 13
图表 19. 不同周期下市场风格表现 14
图表 20. 近 3 年市场风格因子收益矩阵 14
图表 21. 扩张前期周期金融占优 15
图表 22. 扩张后期周期和可选消费表现突出 15
图表 23. 衰退前期必需消费一枝独秀 15
图表 24. 衰退后期金融和成长占优 15
图表 25. 今年以来的行业轮动过程 16
图表 26. 今年央行的政策重心不在流动性而在信贷 16
图表 27. 货币和信用宽松几乎是同步的 16
图表 28. 2016 年起，全 A 估值与广义社融高度相关 17
图表 29. 横纵向对比，传统周期的估值普遍较低 17
图表 30. 美国房地产高景气核心原因是低利率 18
图表 31. 本轮地产周期美国居民杠杆率没有明显上升 18
图表 32. 地产后周期和汽车消费较强，出行和服装偏弱 18
图表 33. 美国消费的景气源自收入增速的扩张 19

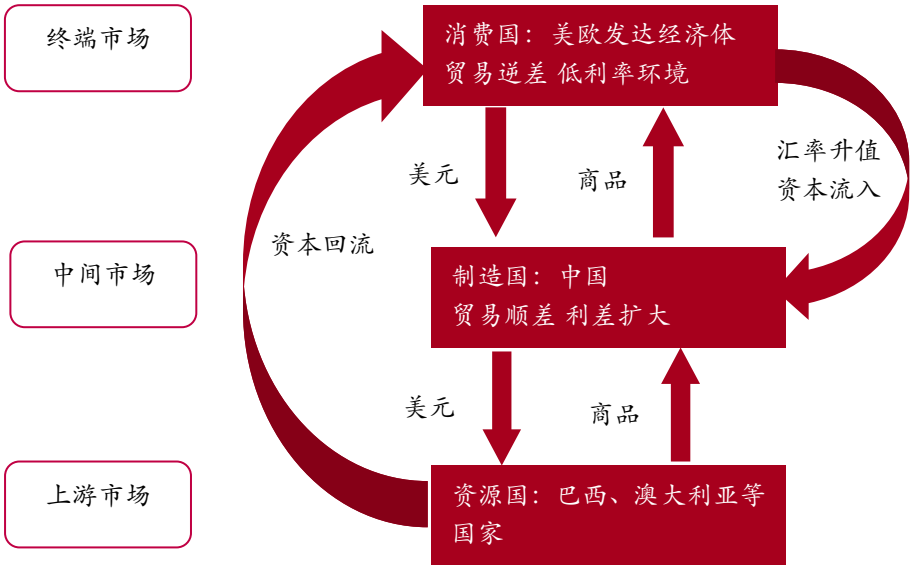
图表 34. 本轮铜矿的资本开支幅度不及上一轮的一半 19
图表 35. 锌的资本开支也显得较为克制 19
图表 36. 铜的行业集中度较为稳定 20
图表 37. 锌的行业集中度有所下降，但整体还是比较稳定 20
图表 38. 铜的库存处于历史较低水平 20
图表 39. 锌的库存略有增加，但依然处于绝对低位 20
图表 40. 中国对发达国家的出口份额替代 21
图表 41. 美国制造业产能利用率修复的分化 21
图表 42. 产能利用率领先制造业投资一年 22
图表 43. 库存增速领先制造业投资一年 22
图表 44. 工业企业利润领先制造业投资增速一年 22
图表 45. PPI 大约领先工业企业利润一个季度 22
图表 46. 行业配置建议 23
图表 47. 周期行业景气度观察（当前所处 2016 年以来分位数） 23
图表 48. 政策护航，新能源汽车行业发展规划明确 24
图表 49. 近年来海外新能源汽车支持政策汇总 25
图表 50. 2019-2021 年全球新能源汽车销量及动力电池装机量预测 26
图表 51. 新能源车发展相关产业链环节 26
图表 52. 进入全球主流供应链的国内中游材料企业（不完全统计） 27
图表 53. 当前国企改革重点工作的作用机制 27
图表 54. 重点省份/城市国企改革最新进展 28

循环大周期，风险资产乘势

全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣

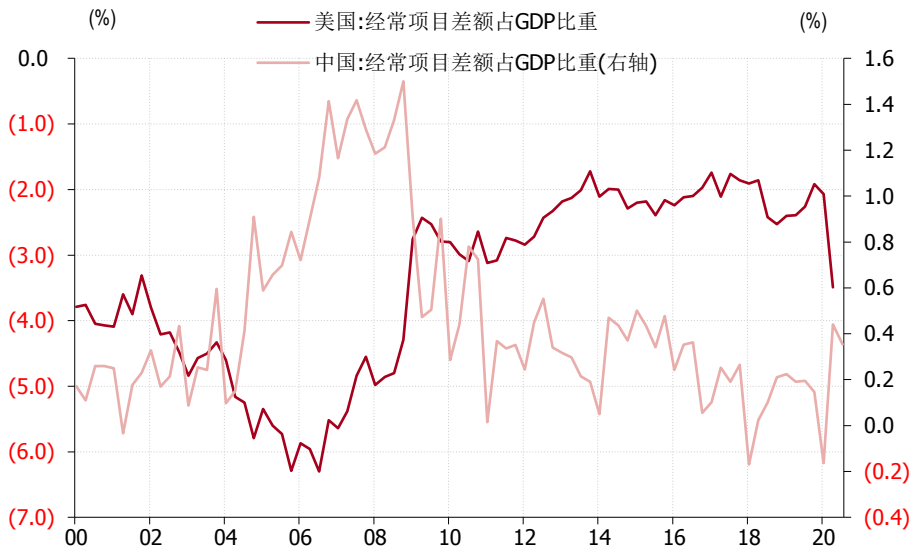
中国双循环，全球共生模式重启。随着中美经常项目差额的快速修复，2008 年金融危机前的全球共生模式正在重启。由核心消费国（美国等）需求刺激带动的核心制造国（中国等）产能扩张，进而引发核心资源国（澳大利亚等）大宗商品价格上涨的全球再平衡模式正在上演。我们认为，新冠疫情的爆发和美国总统的易主将对过去一段时间逆全球化进行纠偏。中国双循环战略把我国推到了上世纪八十年代“里根大循环”美国同样的核心地位。展望 2021 年，在国际产业链分工协作和全球资本流动的良性运转中，全球经济将迎来久违的共振复苏，中国虚拟经济也将迎来繁荣时段。

图表 1. 全球共生模式与中国双循环框架



资料来源：中银证券

图表 2. 中美经常项目差额占比快速修复



资料来源：万得资讯,中银证券

新冠疫情是全球共生模式修复，经济再平衡的重要催化因素。针对新冠疫情所采取的防控措施不同，刺激力度有别，各国生产和消费的复苏也出现了不同步性。消费国的需求恢复较快，但本国的生产难以跟进，这部分需求会转移到制造国的工业产出。考虑到中国在全球产业链中制造核心国的地位，2021 年将会进一步承担海外增量需求，大宗商品价格带来持续上涨压力。具体来看：

首先，2021 年海外需求复苏的强度或好于市场预期。当前新冠疫情影响较大的国家多为贸易逆差国，在国际产业链的分工上多占据着终端消费品市场，国内对于资源与部分中间品的需求更多来自进口，而随着新冠疫情影响的逐步消退，这些国家在强力政策刺激下受到疫情压制的需求逐步得到释放，消费国的经济复苏将带动制造国的产能扩张逻辑链条进一步加强。美国方面，财政、货币政策刺激双管齐下，应对力度、速度空前。除了联邦基金实施零利率，正在进行中的总额约 2.6 万亿美元财政刺激外，新一轮预计在 1-2 万亿美元救助刺激方案正在酝酿之中。欧洲方面，2020 年 7 月 7500 亿欧元复苏基金协议的达成，不仅标志着欧盟共同财政政策的开启，大规模财政支出计划也消减了部分国家主权债务危机风险。12 月，欧央行货币政策有望继续加码。可以预见，随着疫苗进程的逐步推进，需求的扩张速度仍会阶段性的超越供给，消费国的需求转移，制造国的产能扩张，全球共生模式仍会延续。

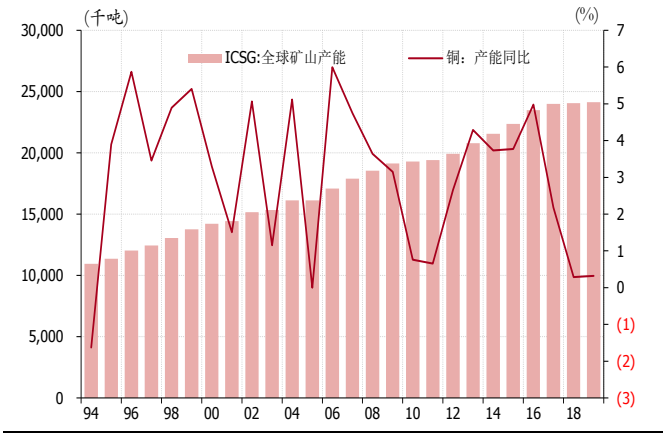
图表 3. 美、欧刺激方案时间线

	时间	日期	规模
美国	3 月 6 日	第一轮：H.R.6074 法案（冠状病毒准备和相应补充拨款法）	83 亿美元
	3 月 13 日	特朗普宣布国家紧急状态	500 亿美元
	3 月 18 日	第二轮：H.R.6201 法案，即家庭首次冠状病毒应对法	约 1000 亿美元
	3 月 27 日	第三轮：H.R.748 法案，即冠状病毒援助及经济安全法	2.2 万亿美元
	4 月 24 日	第四轮：H.R.266 法案，即薪资保护计划与医疗保健增强法案	4840 亿美元
	预计明年 Q1	第五轮：尚未达成一致	1-2 万亿美元
欧洲	3 月 18 日	紧急抗疫购债计划（PEPP）	7500 亿欧元
	4 月 9 日	欧元抗疫救助计划	5400 亿欧元
	7 月 21 日	复苏基金	7500 亿欧元
	预计今年 12 月	重新校准刺激计划	增加 PEPP 规模

资料来源：美联储，欧央行，中银证券

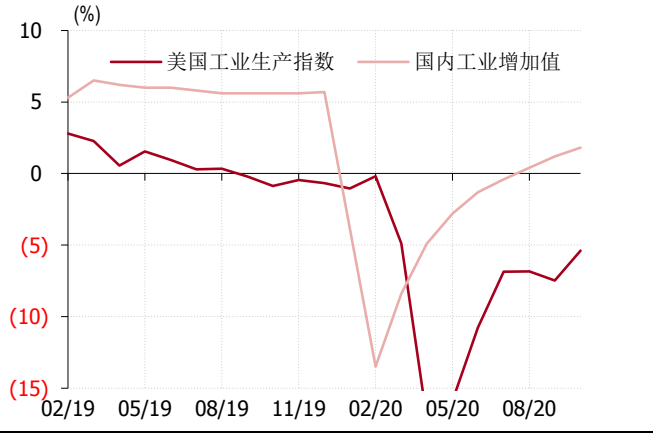
其次，全球生产资料产能增速的持续收缩加大了供不应求的局面。2016 年以来的经济短周期上行，全球产能却并未同步扩张。一方面，过去两轮库存周期需求弹性较弱，工业企业盈利改善程度有限，使得国内资本开支更多用于产能置换而非新增；海外上市公司盈利则更多用于回购，而非增加投资。另一方面，国内生产资料的产能扩张继续受到供给侧结构改革的刚性约束，海外则受到疫情反复冲击影响，复工复产进度受限。两方面结合起来，疫情时期需求的爆发将会给供给端带来不小压力。以有色行业为例，2017 年以来行业新增产能快速下滑，企业扩产意愿不足，行业产能接近负增长。从当前产能利用率的修复情况来看，国内生产已经基本修复至疫情冲击前水平，而疫情反复等因素下海外工业生产的修复节奏相对较慢，明年需求的爆发势必会带来制造核心国中国的产能稳步扩张。

图表 4. 全球铜矿产能及增速



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 5. 美国生产修复进程落后于中国



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 6. 中国供给侧结构改革产能去化时间线（不完全统计）

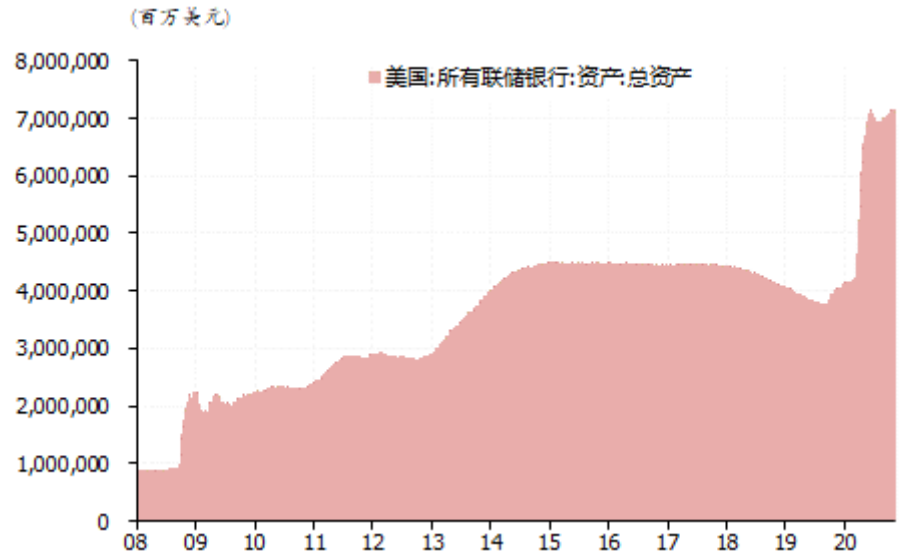
钢铁	2016 年	淘汰粗钢产能计划 4500 万吨，实际完成 6500 万吨以上。
	2017 年	淘汰粗钢产能计划 5000 万吨，实际完成 5000 万吨左右。
	2017 年	全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能，淘汰“地条钢”14000 万吨。
煤炭	2017 年	全国实现产能去化 1.495 万吨，去产能目标完成率约为 100%。
	2018 年	全国实现产能去化 1.5 亿吨，淘汰落后产能 832 处，目标完成率 100%。
	2019 年	山西省淘汰 3750 万吨 4.3 米以下的产能；山东省 2019 年压缩 1031 万吨。
电解铝	2018 年	工信部发布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，指出 2011 年至 2017 年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换，逾期将不得用于置换。

资料来源：工信部，能源局，中银证券

最后，在全球共生模式修复，中国双循环的动力作用下，大宗商品价格向上弹性将得到进一步强化。当前无论 CRB 指数，还是南华商品指数都恢复到新冠疫情前的水平，未来全球经济共振复苏以及供不应求的局面必将带来大宗商品价格持续上涨的压力。制造国中国在产能满负荷的状态下，为承接海外需求而新增的产能有望进一步扩大上游资源品的需求。因此，我们认为，当前大宗商品价格的超跌反弹不是终点，2021 年大宗商品价格或将全面超越 2017 年的高点。（截止成稿前，LME 铜价已经突破过去七年的高点。）

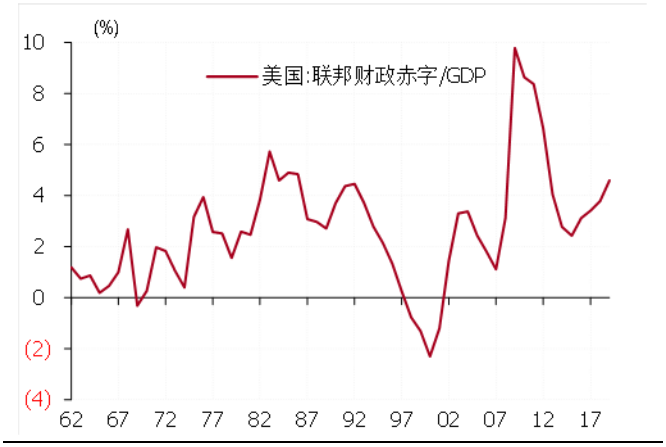
中国双循环与“里根大循环”：虚拟经济繁荣与资产膨胀。发端于上世纪八十年代美国的“里根大循环”对理解当下中国双循环带来的虚拟经济繁荣和资产膨胀有一定的借鉴意义。“里根大循环”是在高利率，高汇率，高资产价格之间的相互反馈过程。在双循环的背景下，中国同样面临中美利差走阔，人民币升值的趋势力量，海外资本流入或带来中国虚拟经济繁荣和资产膨胀（特别需要说明的是美元贬值趋势是由当前美国的低利率、高赤字、高逆差决定的，具备可持续性）。比“里根大循环”更进一步是与彼时美国贸易逆差相比，中国贸易顺差优势会强化上述的循环过程。当然中国双循环也同样存在内在不稳定机制，比如人民币汇率持续升值带来的出口压力，全球再通胀导致中美高利差不持续，海外资本流入与国内资产价格泡沫正反馈过程中的脆弱性上升。当然这些都是远景需要考虑的问题，不影响明年中国作为核心国资本流入与资产膨胀正反馈机制的发展。

图表 7. 美联储扩表规模及速度史无前例



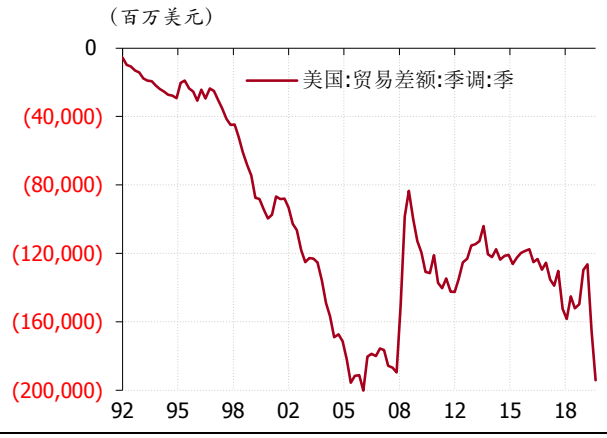
资料来源：万得资讯,中银证券

图表 8. 美国财政赤字规模逐级抬升



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 9. 美国贸易赤字重新恶化



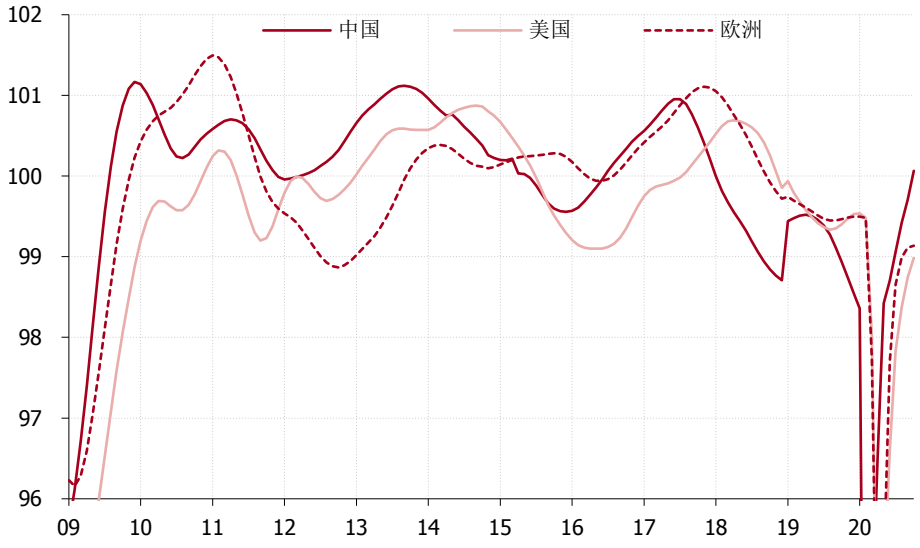
资料来源：万得资讯，中银证券

中国双循环强化库存周期上行韧性，货币政策收紧或低于预期

补库周期开启，国内领先海外。始于 2019 年末的本轮库存周期上行阶段目前已经进入下半场，从历史经验来看，库存周期的上行持续时间大约为 6 个季度，而新冠疫情的冲击使得本轮短周期上行中断了将近 2 个季度，从持续时间上推断，本轮国内短周期景气高点大约出现在 2021 年中左右。但需要指出的是，本轮短周期上行节奏海外滞后于国内。OECD 领先指标对于库存周期的趋势具有一定指导意义，从触底时间来看，全球增长滞后国内 1 个季度左右，这意味着即使到了 2021 年下半年，由于外需的助力国内经济依然有可能维持景气状态。

制造业及出口改善将成为明年国内经济的亮点。为应对新冠疫情的冲击，国内采取扩张性财政政策：财政赤字率 3.6%，专项债 3.75 万亿，特别国债 1 万亿在下半年较为集中投放，这种组合在明年难以复制。2021 年宏观政策回归常态化，明年上半年基建环比势必弱于今年下半年，基建及地产投资韧性延续但难有超预期表现。反观今年相对疲弱的制造业投资与出口分项，随着内外需环境的逐步改善，企业盈利预期修复，在内生驱动和基数效应下，明年制造业投资与出口将实现快速增长，成为支撑经济增长的新的动力。

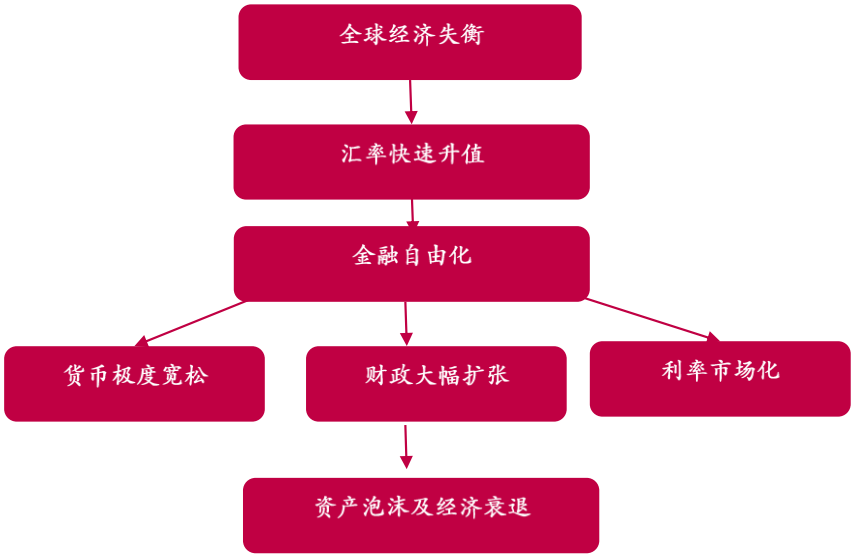
图表 10. OECD 领先指标



资料来源：万得资讯,中银证券

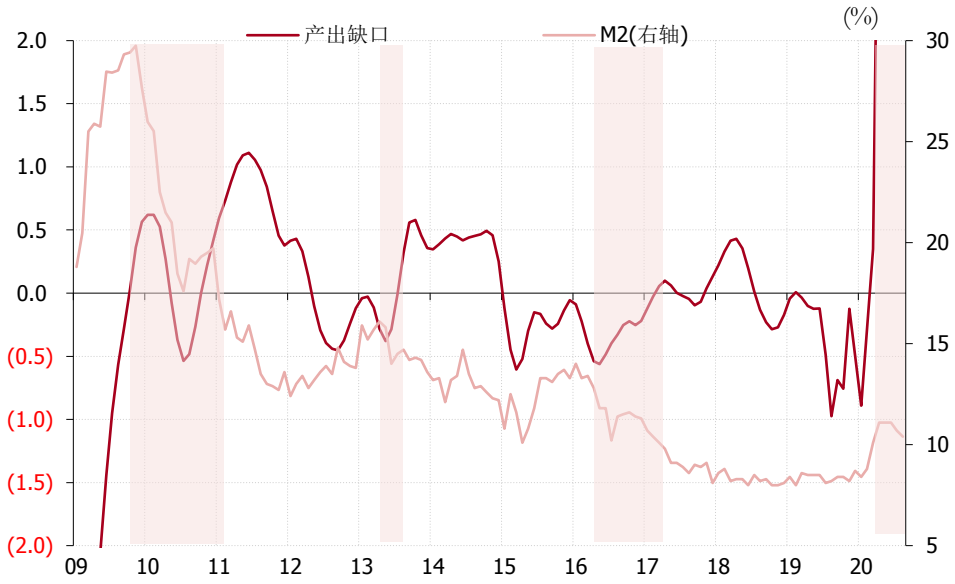
吸取日本经验教训，本币升值压力下，国内货币政策收紧或为渐进式调整。广场协议后，日元快速升值导致出口压力激增，为避免经济衰退，日央行采取宽松的货币政策进一步催生了国内资产价格泡沫。当前国内货币政策也面临着人民币升值压力和疫情期间政策退出问题，内外平衡矛盾突出。近期人民银行表态“既不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’”一定程度上代表了货币当局的政策意图，考虑到日本提供的经验教训，我们认为争取汇率的渐进式升值以及国内流动性的平稳状态将会是政策的首选，国内货币政策回归常态，不宜过松或过紧，渐进式调整或为追求内外部均衡最好的状态。

图表 11. 70-80 年代日本经验教训图解



资料来源：中银证券

图表 12. 经济周期定位（粉色底色为扩张后期）



资料来源：万得资讯,中银证券

总体来看，2021 年国内经济增长表观为增速前高后缓，全球共振复苏将会使得本轮国内短周期上行的强度及韧性超出市场预期。中国双循环体系下，库存周期仍处于加速上升阶段，中游制造的资本开支在出口的带动下也有望阶段上行。相比于 2016-2017 年上一轮短周期上行，新冠疫情冲击后，全球需求刺激，共生模式带动本轮短周期修复动力更强。从周期定位的角度上，盈利加速上行，M2 为代表的流动性趋于平稳。明年国内多数时间处于扩张后期阶段。对比同属于扩张后期的 2013 及 2017 年，明年需求弹性或更为强劲，新一轮补库力度及韧性强于 2017 年。

加强版扩张后期，风险资产优势显著

基于 2021 年扩张后期的定位，大类资产商品、股票为配置首选。结合历史大类资产在不同周期定位下表现的回溯，我们可以清晰的看到扩张后期，商品、股票等风险资产优势明显。具体来看，今年以来大宗商品中能化产品的表现远低于历史平均，新冠疫情导致的防疫管制措施使得交通运输活动强度锐减，相比于其他大宗商品，油价远未修复至疫情冲击前水平。明年开始，随着疫情影响逐步减弱，需求加速恢复将会带来一轮能源品价格补涨行情。今年海外权益资产更多体现为流动性宽松驱动带来的估值修复-扩张行情，预计明年全球主要国家盈利预期将会步入上行，权益资产将体现为扩张后期的盈利牛市。

图表 13. 不同周期下大类资产表现

			南华工业品	南华农产品	南华能化	伦敦金现	美元指数	中债企业债	中债总指	MSCI 发达市场	MSCI 新兴市场
扩张前期	2005.	2006.7	108.18	(6.31)	83.79	40.46	5.30			12.88	37.88
	2009.1	2009.11	69.52	15.81	55.27	18.52	(5.89)	(4.72)	(2.01)	20.21	61.23
	2012.5	2013.6	(14.36)	(10.01)	(11.42)	(16.63)	5.73	3.55	4.58	13.75	(1.67)
	2015.12	2016.7	29.81	20.96	31.21	26.20	(4.56)	(2.73)	3.29	(2.01)	3.06
	2020.3	2020.11	13.57	16.88	(2.66)	14.02	(6.23)	(2.65)	(0.54)	20.97	22.28
扩张后期	2006.7	2008.3	1.69	21.40	(13.09)	58.18	(13.40)	(10.16)	2.62	10.28	56.18
	2009.11	2011.7	11.57	25.87	5.32	42.32	(2.74)	0.97	3.83	21.48	26.52
	2013.6	2013.11	1.20	1.59	2.62	(5.17)	(3.06)	(2.69)	(2.88)	8.55	1.88
	2016.7	2017.5	30.48	(4.34)	30.63	(4.95)	3.33	(10.22)	(1.16)	13.87	17.46
衰退前期	2008.3	2008.11	(39.71)	(29.69)	(31.24)	(25.62)	16.05	9.35	8.66	(34.24)	(51.13)
	2013.11	2014.10	(22.95)	(11.10)	(27.17)	(8.34)	7.07	3.00	6.11	4.76	(3.63)
	2017.5	2018.5	8.06	0.51	1.25	2.85	(6.63)	(3.64)	3.49	10.94	18.87
衰退后期	2008.11	2009.1	(8.58)	(3.98)	(7.47)	21.38	(5.16)	1.53	3.28	(3.87)	(0.41)
	2011.7	2012.5	(9.61)	(3.41)	(6.33)	10.80	5.91	1.69	5.12	(2.57)	(10.53)
	2014.10	2015.4	(5.55)	(1.10)	(3.73)	(0.38)	14.28	(0.18)	3.78	2.34	(2.23)
	2018.5	2020.2	13.84	(9.65)	1.66	20.78	6.01	3.12	11.37	12.26	(8.77)

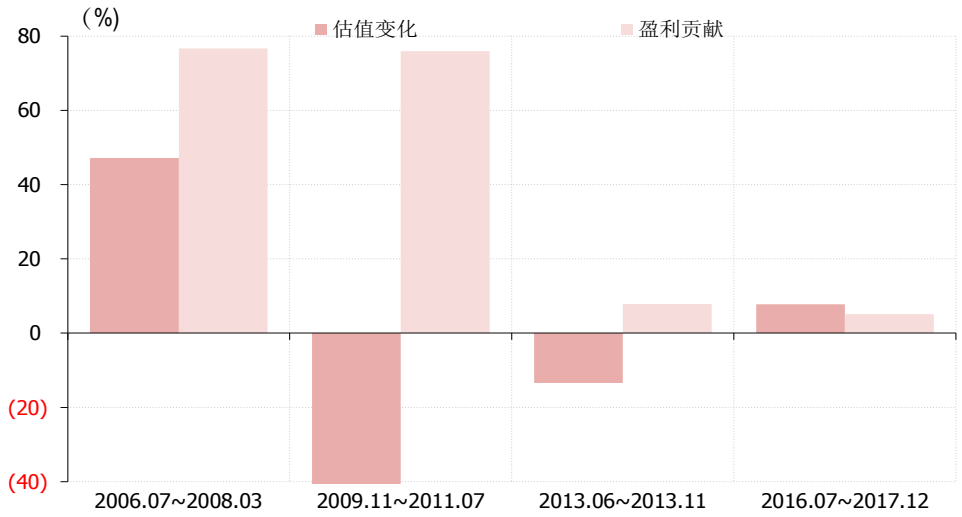
资料来源：万得资讯,中银证券

A 股循环牛，风格大周期

中国双循环带来周期牛市

我们认为 2021 年 A 股将受益于双循环下虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。结合历史上扩张后期 A 股表现，我们发现多数情况下这一阶段的市场行情由盈利主导，盈利因子对指数形成较大程度的正贡献，估值因子贡献幅度减弱或呈现小幅负贡献，考虑到明年盈利大幅增长，中国双循环下海外资本流入对估值的贡献，估值因子的影响会弱于历史同期，市场整体收益率仍然非常可观。

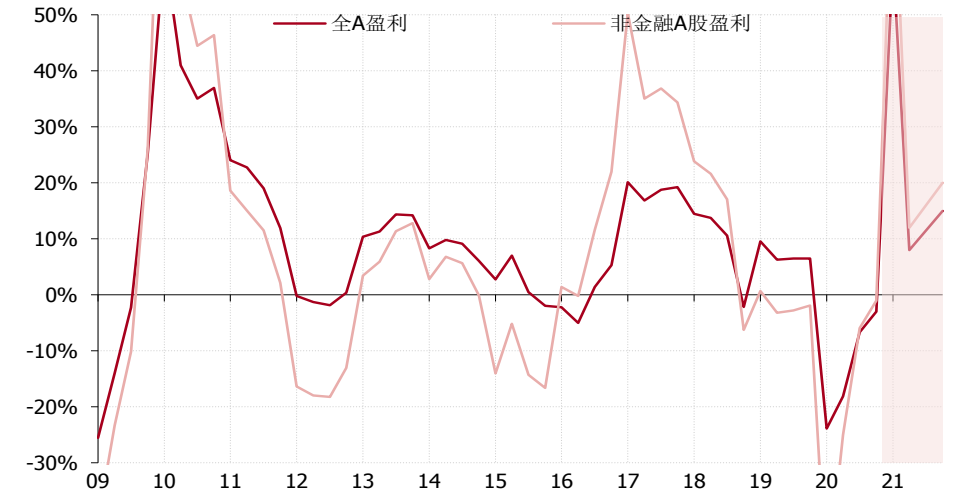
图表 14. 扩张后期 A 股盈利正贡献显著



资料来源：万得资讯,中银证券

补库周期开启，A 股盈利进入实质性上行阶段。结合前文预判，明年内外需接力带来需求的强劲上行，工业需求的回暖及基数效应驱动下工业品价格中枢也有望得到抬升。结合国内库存周期节奏和工业企业利润幅度预判，我们预计全 A 盈利有望迎来加速修复并在 2021Q3 前后达到高点，整体维持高位震荡。类比同处扩张后期的 2013 年及 2017 年，全 A 盈利增速有望达到 10-15%。

图表 15. 2021 年全 A 盈利预期趋势预判



资料来源：万得资讯,中银证券

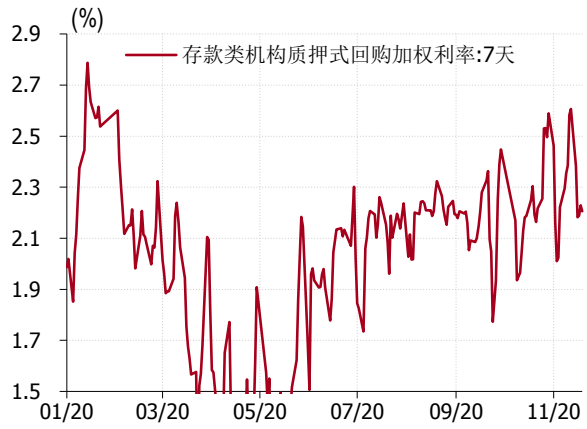
宏观流动性渐进缓和，盈利中枢上行趋势下估值难以形成拖累。明年来看，虽然国内信用周期拐点确立，但考虑到内、外均衡，弱美元环境下，宏观政策更多会相机调整而非快速收缩。从风险偏好角度来看，当前股债风险溢价 3.28%，处于 2009 年后 40%分位水平，相比前几轮周期高点（2017 年 1.96%，2015 年 0.73%），市场风险偏好仍存在上行空间。叠加海外资本流入因素，我们预计明年 A 股估值的拖累将弱于历史同期，甚至不排除正贡献的可能性。

图表 16. 2009 年以来市场风险偏好水平



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 17. 5 月以来市场资金利率中枢上行



资料来源：万得资讯，中银证券

资金供需角度，预计 2021 年 A 股市场资金供大于需。预计新增长线资金供给预计将达 20000—21200 亿元，结构上看：1）公募基金新增 7000—7500 亿元，主要来自新发公募基金可配置股票部分；2）保险资金新增 2000—2300 亿元，监管层正不断提高保险资金权益投资比例上限，这将有利于进一步引导保险资金入市；3）社会保险资金新增 300 到 500 亿元，最大的变数主要来自于养老金方的划转。预计 2021 年社保资金拨入资金为 1000 到 1500 亿元之间，对应到权益投资上假定 30%的仓位，新增可投资资金为 300 到 500 亿元；4）海外资金预计新增约 2000—2200 亿元，截至 11 月 20 日，北上资金今年累计净流入近 1,299.04 亿元，其中得益于富时罗素指数、MSCI 以及标普道琼斯对 A 股的扩容与升权，年内带来了被动增量资金约 1200 亿元。当前 A 股对全球配置盘有较强的吸引力，海外资金 2021 年可能会额外加大主动配置力度，估计 2021 年海外资金新增 2000 到 2200 亿元。5）个人资金方面预计新增 8700 亿元。采用中性预测法，以上一轮 A 股牛熊周期 2012-2016 的年均银证转账变动金额作为我们的个人资金变动预测，故预计 2021 年个人资金新增入市 8700 亿元。股市资金需求方面，我们预计 2020 年市场的整体需求将达到 17500-18600 亿元。结构上：1）首发融资方面，预计 2021 首发融资需求变化平稳。首发融资方面，截止 2020 年 11 月 15 日，共募集资金 4155.03 亿元，较去年全年增长 1622.55 亿，增量主要来源于科创板。值得注意的是，2020 年 IPO 上会通过率为 95%，伴随着未来注册制的全面铺开，预计 2021 年首发融资规模将在 4000-5000 亿左右。2）再融资层面，2020 年以来随着再融资新规落地，定增市场明显回暖。预计 2021 年再融资规模变化平稳，总体规模在 1 万亿元。3）产业资本减持方面，当前时点价格计算的 2021 年限售股解禁规模为 50307.21 亿，依据解禁减持比例 6%推算，我们预计明年产业资本减持需求为 3500 到 3600 亿元。

图表 18. 2021 年 A 股市场资金供需预判

资金供给	20,000-21,200 亿元	公募基金	7,000-7,500 亿元
		保险资金	2,000-2,300 亿元
		社保资金	300-500 亿元
		海外资金	2,000-2,200 亿元
		个人资金	8,700 亿元
资金需求	24,300-25,800 亿元	首发融资	4,000-5,000 亿元
		再融资	10,000 亿元
		产业资本减持	3,500-3,600 亿元

资料来源：万得资讯,中银证券

传统企业大型化，低估值龙头崛起

循环牛带来资产重估，低估值周期龙头崛起。结合不同周期定位下市场风格表现情况来看，扩张周期下市值因子会一定程度从衰退周期的大盘全面占优向中小盘倾斜，这也反映出盈利上行周期市场风险偏好提升带来的扩散效应，这一点也从今年以来的市场风格表现之中得以验证。而从估值角度来看，扩张周期下高市盈率特性的成长股不再具有相对优势，顺周期的低估值板块将成为这一阶段配置首选。展望 2021 年，在中国双循环的带动下，人民币升值资产重估效应将进一步加强。在扩张后期定位下，低估值金融周期板块将成为 2021 年市场最居吸引力的板块。从市值因子角度，市场会趋于更加均衡。在投资率下滑，供给侧结构改革导致行业龙头规模优势加强的趋势下，结合全市场注册制的推进，我们认为本轮扩张后期大市值行业龙头占优格局难以实质性打破，但不排除一些处于产业链核心地方的中坚企业脱颖而出。风格配置上顺周期低估值板块龙头有望跑赢市场。大类指数层面，主板盈利优势逆转，并加速上行，与创业板的盈利增速裂口将会收敛，以上证 50，沪深 300 为代表的价值风格指数或将取得更大超额收益。

图表 19. 不同周期下市场风格表现

			大盘指数	中盘指数	小盘指数(	高市盈率	中市盈率	低市盈率
扩张前期	2005.1	2006.7	(2.26)	12.19	7.61	(21.69)	(7.56)	21.54
	2009.1	2009.11	10.15	32.49	27.00	15.12	9.28	22.32
	2012.5	2013.6	4.14	9.66	9.96	7.78	13.23	3.14
	2015.4	2016.7	(1.32)	0.62	14.00	1.16	9.98	11.40
本轮周期	2020.3	2020.10	5.98	3.15	1.12	4.53	20.49	(10.48)
扩张后期	2006.7	2008.3	71.42	78.70	13.13	14.74	82.27	130.45
	2009.11	2011.7	(2.04)	28.26	56.31	17.12	20.00	1.65
	2013.6	2013.11	(1.78)	3.16	4.86	(1.44)	1.38	(2.08)
	2016.7	2017.5	2.34	(6.61)	(16.41)	(28.79)	(16.43)	6.86
衰退前期	2008.3	2008.11	(2.13)	(9.36)	(4.79)	(6.69)	(5.79)	(7.31)
	2013.11	2014.10	(9.97)	12.37	28.37	33.11	14.37	(5.04)
	2017.5	2018.5	13.54	(0.46)	(11.12)	(13.02)	(11.67)	13.19
衰退后期	2008.11	2009.1	4.09	19.56	30.98	9.69	10.67	3.70
	2011.7	2012.5	0.73	(8.17)	(6.85)	(12.24)	(2.21)	1.01
	2014.10	2015.4	8.02	(4.79)	(12.23)	(10.78)	(7.53)	8.76
	2018.5	2020.2	13.22	1.16	(8.59)	(2.69)	9.84	2.31

资料来源：万得资讯,中银证券

图表 20. 近 3 年市场风格因子收益矩阵

	2018年收益矩阵图			2019年以来收益矩阵图			2020年以来收益矩阵图		
	市值<100亿	100亿-500亿	市值>500亿	市值<100亿	100亿-500亿	市值>500亿	市值<100亿	100亿-500亿	市值>500亿
价值	(31.80)	(23.29)	(9.21)	6.72	14.17	9.57	0.39	(1.71)	(9.64)
GARP	(33.19)	(23.22)	(19.49)	13.74	19.03	35.61	55.72	29.70	26.86
成长	(18.23)	(9.67)	9.48	52.20	74.96	115.06	44.28	53.53	67.83

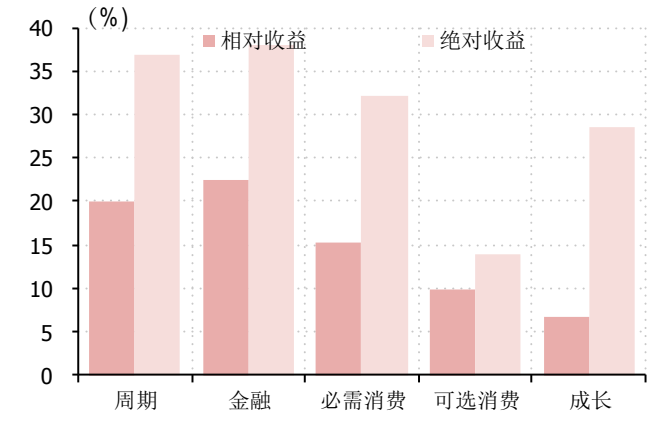
资料来源：万得资讯,中银证券

行业配置建议：拥抱“周期”

从扩张前期到后期，周期行业有比价优势

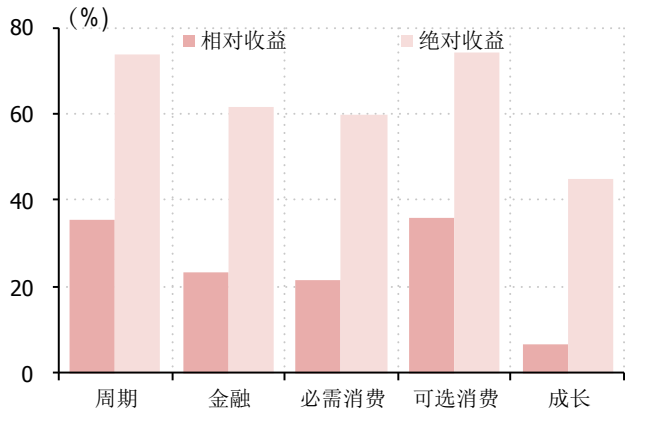
不同周期形态下的行业轮动框架。我们用经济增长和流动性两个维度的指标体系来划分经济周期四个阶段的不同形态，经济上行和流动性宽松的组合对应扩张前期；当流动性开始收缩时，经济从扩张前期向后期过渡；而当经济也开始下行时，周期形态转变为衰退前期；等到流动性重回宽松，则进入衰退后期。四个周期形态下的行业表现有明显的区别，比如在衰退后期和扩张前期，大金融的历史表现都比较突出（流动性宽松）；扩张前期和后期是周期板块集中表现的时候（经济上行）；而在衰退前期，只有必需消费相对稳定。

图表 21. 扩张前期周期金融占优



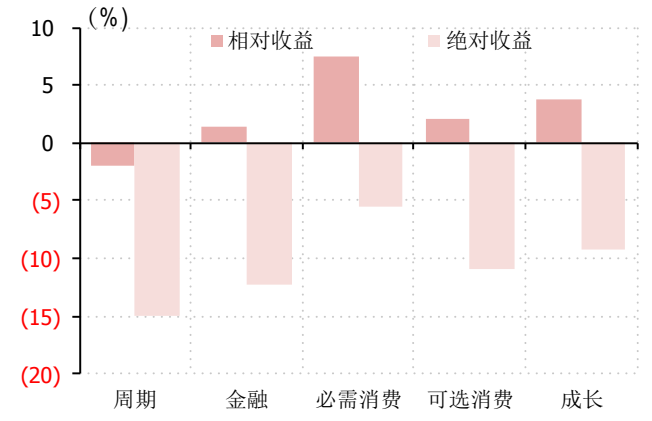
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 22. 扩张后期周期和可选消费表现突出



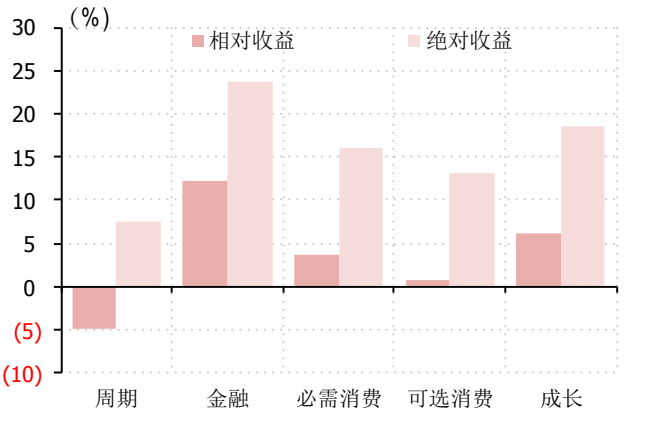
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 23. 衰退前期必需消费一枝独秀



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 24. 衰退后期金融和成长占优



资料来源：万得资讯，中银证券

今年由于疫情的影响，市场经历了三个周期形态，行业轮动也比较经典。年初新冠疫情中断了去年四季度以来扩张前期的周期形态，国内一季度经济几乎处于停滞状态，但同时政策快速响应，货币和财政政策双宽，组成了典型的衰退后期形态；随着国内供需两端的修复，经济触底回升，而此时信贷依然保持着持续宽松的状态，扩张前期得以恢复。两个周期形态下的行业轮动也十分经典，成长完成了估值修复到估值扩张的过程；进入 3 季度可选消费，早周期行业也开始演绎基本面趋势行情；进入 4 季度金融周期板块逐渐占优，市场在向扩张后期过渡。

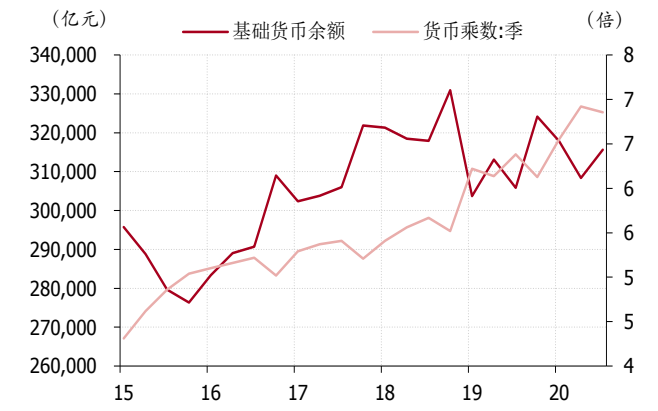
图表 25. 今年以来的行业轮动过程

大类板块	一级行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
必需消费	农林牧渔	-4.0	8.2	11.3	-0.3	-4.4	6.1	16.2	5.0	-17.3	-4.6	3.3
	食品饮料	-5.9	-2.4	4.3	8.7	9.1	8.6	17.3	12.0	-9.2	4.2	4.8
	医药生物	4.7	2.3	1.2	5.4	5.0	16.9	15.6	-2.8	-8.4	2.3	-4.5
科技	传媒	2.6	1.8	-10.8	5.6	2.4	16.6	7.4	3.0	-8.1	-2.9	-0.9
	电气设备	5.4	1.7	-8.1	10.0	-0.7	10.7	21.2	1.8	2.2	6.5	0.3
	电子	13.5	5.4	-20.4	11.4	-1.5	19.2	10.8	-1.3	-6.1	1.4	4.6
	国防军工	3.2	0.9	-8.4	7.4	0.4	3.0	27.8	7.0	-4.8	-4.2	4.9
	计算机	7.7	10.6	-12.8	7.6	-2.3	11.5	6.4	-0.3	-8.8	-3.0	0.1
	通信	1.5	11.1	-7.9	1.9	-5.9	7.8	3.3	-0.8	-10.3	-2.6	3.9
可选消费	纺织服装	-1.9	2.3	-4.0	-5.2	-0.5	3.5	5.8	2.3	-5.6	2.2	2.1
	家用电器	-2.6	-3.2	-10.9	7.7	6.1	2.4	10.8	0.6	-1.8	7.3	15.1
	汽车	2.0	1.7	-10.1	1.2	-0.2	6.5	14.2	5.0	1.1	11.6	6.4
	轻工制造	-0.4	-2.1	-5.3	0.7	6.2	3.5	15.3	4.8	-8.4	2.2	5.6
	商业贸易	-3.2	-3.7	5.4	0.5	7.2	9.1	10.9	-5.2	-8.2	-1.9	0.3
	休闲服务	-8.7	-3.1	-9.7	21.7	6.7	25.4	41.4	-8.8	3.1	-9.2	-0.8
周期	采掘	-4.9	-7.0	-6.4	-0.8	-0.7	-0.1	12.3	1.0	-5.0	-0.9	9.6
	钢铁	-6.1	-4.5	-1.9	2.8	-1.7	1.2	5.7	2.0	-3.5	1.7	13.5
	化工	-0.1	-0.2	-8.5	4.7	1.1	6.5	18.2	4.1	-6.0	2.8	9.9
	机械设备	-1.2	1.2	-6.7	4.9	1.1	6.2	12.6	4.9	-4.1	1.6	4.2
	建筑材料	-5.9	7.2	0.6	8.6	-1.6	-1.1	23.9	1.9	-9.3	-2.1	8.3
	建筑装饰	-2.7	-1.7	0.6	0.5	-3.7	-0.8	10.8	3.6	-7.4	-0.7	2.8
	交通运输	-6.6	-6.0	-3.1	3.9	0.2	1.4	8.3	5.3	-5.8	-2.0	7.6
	有色金属	-0.8	-2.4	-10.6	2.0	4.1	4.7	20.3	-1.0	-9.7	1.9	14.3
金融地产	房地产	-6.6	-1.9	-6.2	4.2	-3.1	4.6	7.5	1.6	-4.6	-4.4	6.6
	非银金融	-4.1	-4.5	-8.1	4.2	-4.6	5.5	15.8	1.8	-2.8	-2.2	5.2
	银行	-4.4	-6.0	-5.2	4.2	-2.2	-0.9	1.0	4.8	-3.9	4.4	6.2

资料来源：万得资讯，中银证券

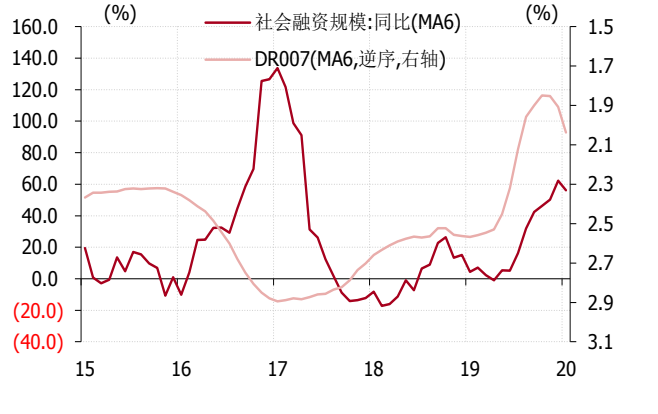
本轮扩张前期，周期和金融板块出现明显滞涨。无需避讳的是，本轮周期中的行业轮动与历史一般情况比还是出现了明显的区别，本该在扩张前期表现突出的周期和金融板块出现了明显的滞涨，而科技和必需消费反而较为突出。我们认为原因主要有两点：一是新冠疫情后，相对于海外，国内的宏观刺激政策比较克制，尤其是基建、地产政策力度一般，周期比过去明显更弱缺少了投资端的强刺激，市场甚至不愿意去博弈金融周期的短期弹性，行业估值始终在底部徘徊。**二是今年的市场一直以来都在规避不确定性。**这种不确定性来自于疫情影响下全球宏观经济在复苏力度、节奏和结构上的多重分化，市场规避顺周期的金融、传统周期和可选消费方向，资金向着必需消费与科技股抱团，力求穿越周期，这种抱团的力量驱动行业和代表性个股的估值突破历史新高。

图表 26. 今年央行的政策重心不在流动性而在信贷



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 27. 货币和信用宽松几乎是同步的



资料来源：万得资讯，中银证券

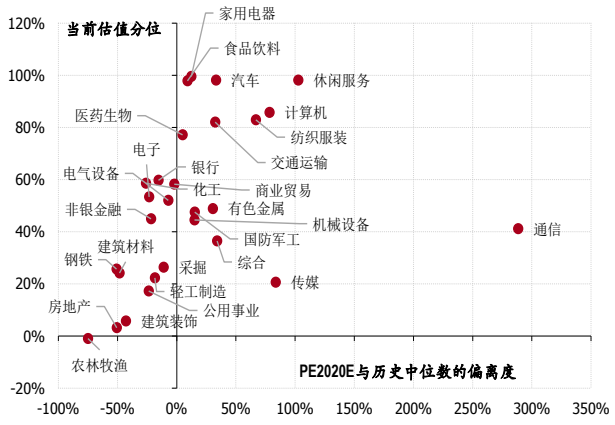
2021 年扩张后期，金融周期补涨需求强烈。首先，欧美等消费国继续加大刺激政策，海外强需求带来全球共振复苏，本轮扩张周期上行更具韧性，金融周期业绩复苏具备可持续性；其次，全球共生模式修复，中国双循环处于核心地位，海外资本流入，人民币升值有利于低估值资产重估；再次，国内宏观弱刺激虽然从需求端不会带来整个周期行业的快速井喷，但也在供给侧限制了产能的快速扩张，从而有利于行业集中度提升。最后，政策层面已经发出了明年会“平滑”杠杆率的信号，因此社融增长回落是可以预期的。信用见顶会压制市场估值，一些高估值板块首当其冲，低估值金融周期行业具有估值比价优势。

图表 28. 2016 年起，全 A 估值与广义社融高度相关



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 29. 横纵向对比，传统周期的估值普遍较低



资料来源：万得资讯，中银证券

需要明确的是，并不是所有板块的估值都会承压。我们判断明年信用的收缩是比较温和的，一是居民中长期贷款有粘性，二是经济还在恢复阶段，政策倾向于“稳杠杆”（社融与经济增长相匹配）而非“去杠杆”。因此高估值板块中业绩稳定向好，景气度向上的行业估值有望继续提升，比如食品饮料、新能源汽车；而其中业绩不确定性较大，行业景气度已经开始拐头向下的行业可能会遭遇双杀，比如 TMT。

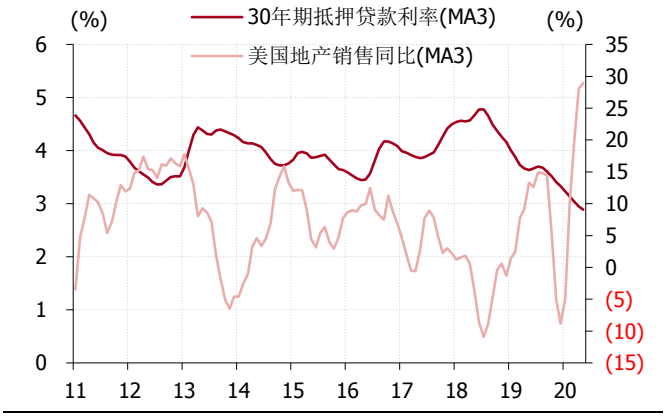
周期行业的需求弹性和供给刚性

前述认为，今年周期股滞涨的原因有两个，其中最关键的是缺少了国内的地产大周期后，周期股的需求端不够强劲。但我们认为 2021 年会有两个超预期的点，支撑传统周期行情的幅度和时间，一是周期行业需求弹性与供给刚性的矛盾，二是中国在全球共生体系修复中的制造业优势。先从供需角度来说：

需求弹性

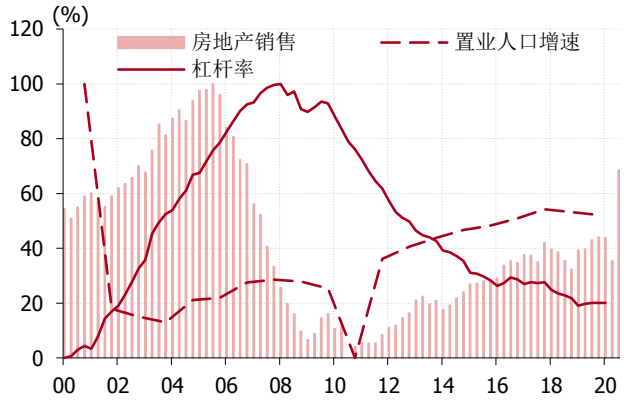
明年海外的三个关键变量有望带动全球需求超预期：首先是美国房地产的高景气。今年海外房地产景气度颇高，原因主要有两点：一是低利率环境，比如美国地产销售与利率之间强负相关。二是疫情带来了线下交易成本增加，对于房地产而言，买好过租。向后看，本轮海外房地产，尤其是美国房地产的景气度会维持比较长的时间：一是持续的低利率环境。根据点阵图，美联储最早也会在 2023 年之后开始加息，长期的低利率环境会支撑购房需求。二是本轮周期更加健康。2008 年之前那一轮地产景气周期伴随着置业人口增速上行和居民杠杆率的快速提升，本轮美国地产周期是在居民杠杆率下降和人口结构进一步改善的过程中完成的，反映的是“刚需”而非“投机”性购房需求。

图表 30. 美国房地产高景气核心原因是低利率



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 31. 本轮地产周期美国居民杠杆率没有明显上升



资料来源：万得资讯，中银证券

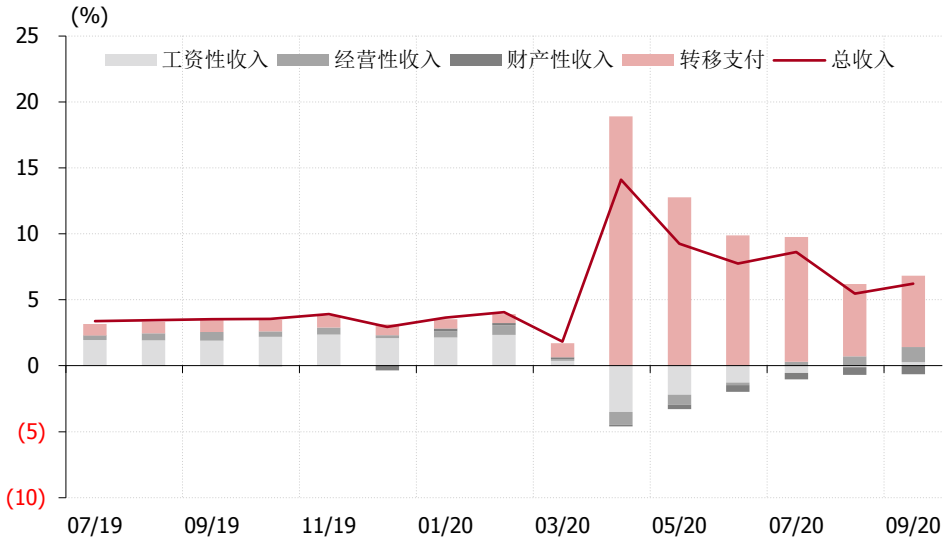
其次是消费需求的进一步释放。首先，总体上看，美国消费韧性较强，核心原因是居民收入增速在疫情期间不降反升。其中转移支付（财政政策补贴）对居民收入增长的贡献最大。从趋势上看，转移支付的拉动力下降，但随着经济复苏，工资性和经营性收入对总收入的贡献由负转正。向后看，居民收入增速有望继续扩张：一是迟迟未出台的财政刺激计划预计在明年上半年落地；二是工资性和经营性收入的继续修复。其次，从结构上看，地产后周期和汽车的消费增速亮眼。美国汽车、家具、建材的消费较为火爆，相比之下与外出相关（加油站、服装）消费较低，依然受到疫情的制约。结合前述地产周期延续景气和低利率环境的判断，美国地产后周期和汽车消费的景气度有望延续，而随着疫苗的应用，类似出行和服装的消费需求也将回暖，美国消费有望进一步复苏。

图表 32. 地产后周期和汽车消费较强，出行和服装偏弱

消费分项	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01
总计	6	8	1	4	4	-7	-19	-7	8	5
零售:总计	9	11	4	7	7	-3	-15	-3	8	5
汽车及零部件	11	14	2	7	10	-3	-32	-25	10	7
汽车经销商	12	14	2	7	10	-3	-34	-26	11	7
家具和家装	6	8	2	4	2	-29	-59	-20	9	7
电子和家电	-3	-6	-6	-5	-19	-43	-53	-18	3	1
建材物料	17	23	13	17	25	13	5	7	9	1
食品和饮料店	12	12	8	13	11	14	13	27	8	2
保健和个人护理店	3	8	2	4	3	-10	-10	7	3	1
加油站	-14	-13	-16	-16	-19	-32	-39	-18	5	10
服装和配饰	-11	-9	-24	-22	-25	-62	-86	-51	5	3
运动物品	14	22	7	19	23	-5	-45	-18	7	3
日用品商场	5	4	1	5	2	2	-5	7	7	3
杂货店	2	6	-1	4	1	-21	-31	-5	15	13
无店铺商贩	26	30	26	25	30	24	22	16	10	7
食品服务和饮吧	-12	-14	-17	-18	-23	-37	-53	-28	9	7

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 33. 美国消费的景气源自收入增速的扩张



资料来源：万得资讯，中银证券

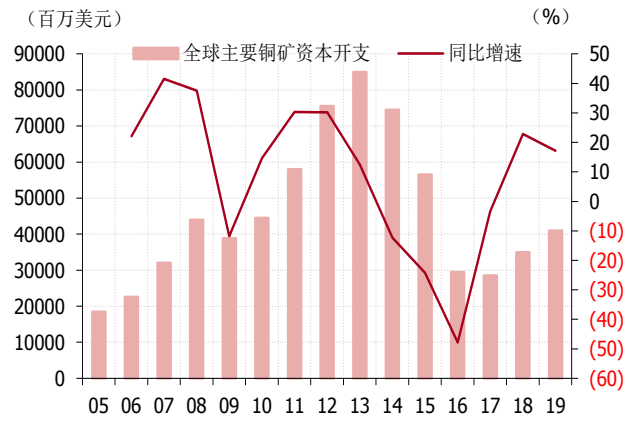
第三是欧盟达成史上最大规模的财政支出计划。欧洲作为一个共同体，一直缺乏有效的一体化财政政策来解决内部经济不均衡的问题，2020 年 7 月 21 日，欧盟峰会通过 7500 亿欧元的下一代欧盟（NextGenerationEU,NGEU）工具，以首次落实援助计划。7500 亿欧元的欧盟恢复基金约占 19 年欧盟名义 GDP 的 5.4%，是欧盟有史以来规模最大的财政支出计划，其中 3900 亿欧元为无偿赠款，3600 亿欧元为低息贷款。这次总计 7 万亿人民币的经济计划，在刺激经济的同时也做了一些转移支付，应该能进一步帮助欧盟实现一体化复苏。

供给刚性

过去 5 年，很多周期品的供给侧出现了一些积极的变化，主要是产能集中度逐步提升或维持稳定，资本开支增速持续下行，对于周期品来说，这意味着未来的供给刚性。我们以工业金属来举例。

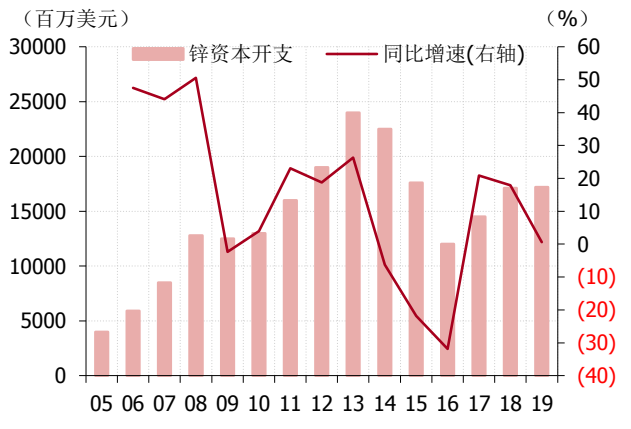
工业金属的资本开支在过去 5 年有明显放缓，这会制约未来的产量释放空间。铜的资本开支在 2013 年达到高点，此后伴随铜价下跌，资本开支水平也出现缩减，近年来资本开支状况伴随铜价回暖有所回升，但是总体水平依旧较低。锌的整体资本开支在 2013 年达到高点，此后由于锌价维持低位，资本开支水平也出现缩减。电解铝的资本开支回升较明显，但相对于前一轮周期仍比较克制。资本开支是矿产增量的先导指标，领先矿山投产 3-5 年，无论矿山如何排产，资本开支对后续供给的限制都是刚性的。本轮工业金属的资本开支幅度明显低于上一轮，这会限制后期的产量扩张幅度。

图表 34. 本轮铜矿的资本开支幅度不及上一轮的一半



资料来源：万得资讯，中银证券

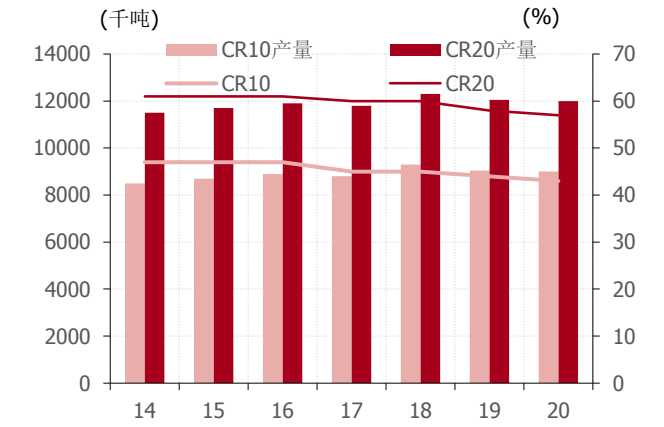
图表 35. 锌的资本开支也显得较为克制



资料来源：万得资讯，中银证券

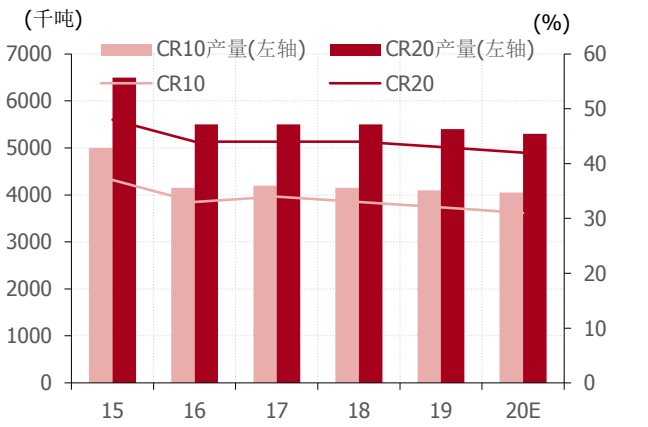
行业集中度较为稳定，这会保证价格向上的弹性。全球矿产铜、铝和锌的行业集中度略有下滑，但整体上看都比较平稳。较高的、维持稳定的集中度意味着行业的竞争格局较为优秀，一是不易受到新进入者带来的供给冲击，二是不易受到行业内其它竞争者的低价策略冲击，这会保证产品价格向上的弹性。

图表 36. 铜的行业集中度较为稳定



资料来源：万得资讯，中银证券

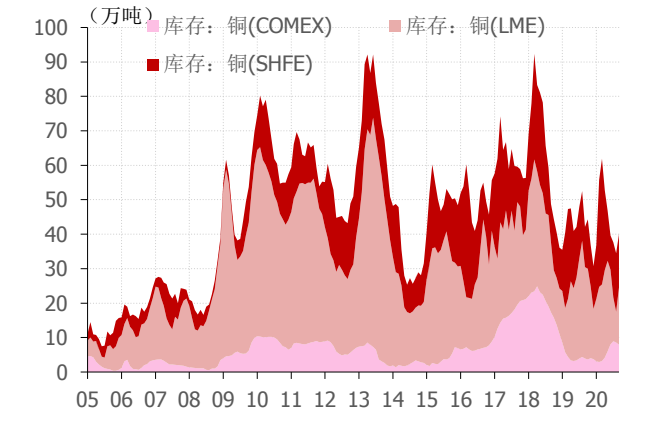
图表 37. 锌的行业集中度有所下降，但整体还是比较稳定



资料来源：万得资讯，中银证券

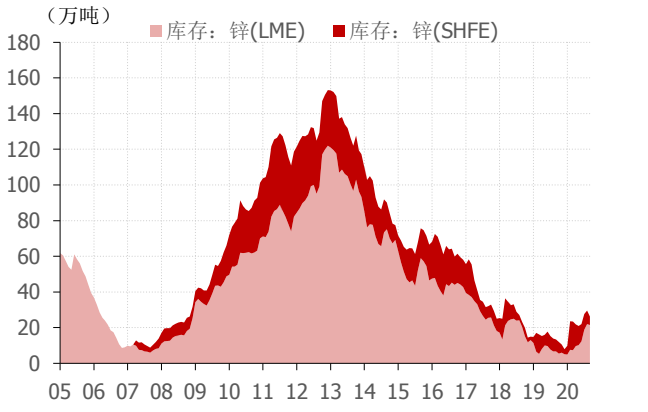
库存处于历史相对低位。我们将 SHFE+COMEX+LME 等全球三大期货交易所加总以进行统一观测统计，截止 2020 年 9 月 11 日，全球目前铜显性库存仅为 32.7 万吨，处于历史相对低位。全球目前锌显性库存仅为 27.8 万吨（SHFE+LME），处于 2007 年以来的相对低位水平。全球目前铝显性库存仅为 228.4 万吨（国内社会库存+LME），处于历史中低位水平。

图表 38. 铜的库存处于历史较低水平



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 39. 锌的库存略有增加，但依然处于绝对低位



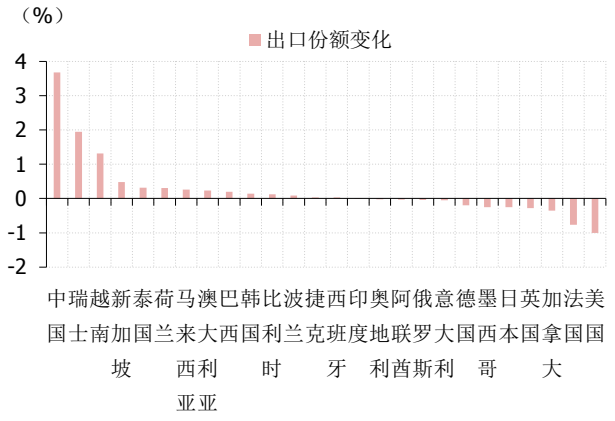
资料来源：万得资讯，中银证券

综合来看，就大宗商品下游需求来看，明年会在美国房地产、消费和欧洲财政刺激计划下进一步释放弹性；就供给端来看，资本开支增速持续下行和行业集中度稳定会限制产量的快速释放，形成供给刚性。结合供需端的变化，大宗商品价格有向上的弹性。除了供需模型之外，我们认为市场忽视了明年大宗商品的中游需求增量，来自于国内制造业的扩产需求。

全球共生模式：中国制造业的替代与扩产

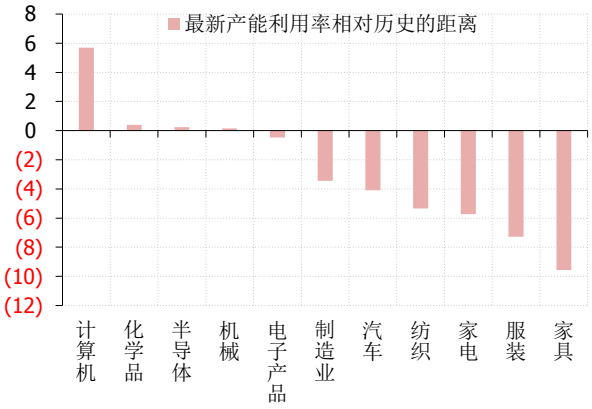
中国供给对海外的替代与补充。今年中国出口增速持续超预期，中国对疫情严重的国家有明显的替代效应，这同样也反映在中外制造业产能利用率恢复的区别上。这种替代无外乎两点原因：一是海外的生产环境还受到疫情困扰，而中国疫情控制的比较好，生产恢复的更快；二是中国制造，尤其是中低端制造业相对于海外有比较优势，体现在供应链的完备性和快速响应等方面。市场对第一点的预期较为一致，但忽视了第二点的作用。我们可以比较美国制造行业产能利用率恢复的差异，其中已经完全恢复或超出过去均值水平的主要是计算机、机械设备、化工、电子产品和半导体，都属于附加值较高的中高端制造业；而家具家电、汽车零部件较疫情前还有较大的距离。前述已提及，今年美国的汽车和地产后周期消费非常旺盛，但这些行业的生产恢复却比较慢，我们当然可以从疫情对不同要素禀赋产业生产冲击的区别上来理解(对技术密集型冲击较小,对劳动密集型冲击较大)，也可以从自动化率的区别上去解释,但不可忽视的是中国在这些行业的供给优势对美国的替代作用，这从中国对美出口相关行业的增速上可以明显看出来。

图表 40. 中国对发达国家的出口份额替代



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 41. 美国制造业产能利用率修复的分化

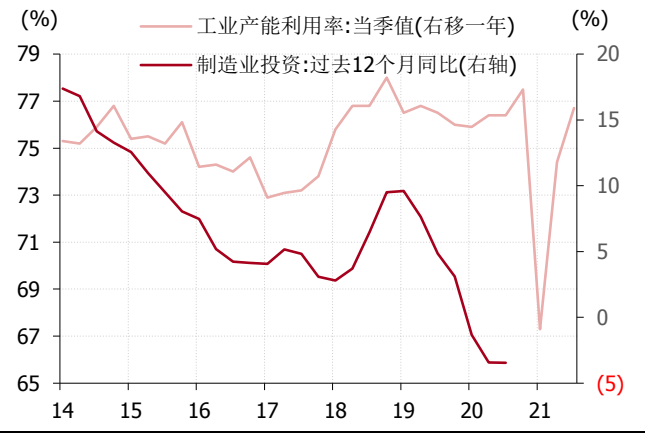


资料来源：万得资讯，中银证券

这种替代效应的持续性可能会超出市场预期。市场对于这种替代效应的疑虑主要在持续性上，即明年疫苗上市后，这种替代效应会边际减弱。我们认为这种情景会发生，但过程是非平滑的。首先，基准预期下，明年欧美的财政刺激计划在一季度落地，疫苗在二季度全面铺开，意味着明年海外需求的扩张是先于海外供给修复的，中国制造业会继续承接这部分需求。其次，疫苗铺开后，更多的消费场景打开，需求进一步释放，同时海外生产场景也开始修复，产能利用率提升。但由于海外已经经历了一年多的中国供给替代，因此在制造业回流的过程中势必会受到这种比较优势的冲击，这意味着海外的制造业回流是非平滑和非即时的，中国制造业的替代效应和持续性有望超预期。

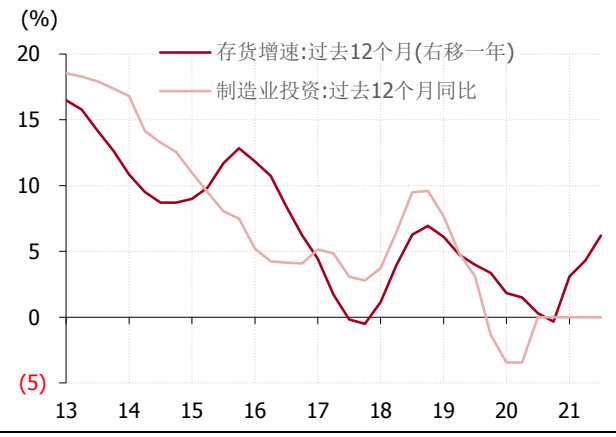
产能、资金和库存都指向中游制造业扩产在即。首先，从产能的角度看，历史上产能利用率领先制造业投资增速一年左右。其次，从库存的角度看，作为调节有效供给的蓄水池，与制造业投资之间也有一年左右的时滞。第三，从资金的角度看，制造业利润领先制造业投资 1 年，PPI 领先利润大约 1 个季度。目前国内制造业产能接近历史顶部，库存增速明显回升，PPI 降幅收窄，企业盈利也显著回暖，这些都指向制造业投资扩产在即。

图表 42. 产能利用率领先制造业投资一年



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 43. 库存增速领先制造业投资一年



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 44. 工业企业利润领先制造业投资增速一年



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 45. PPI 大约领先工业企业利润一个季度



资料来源：万得资讯，中银证券

总结来说：

首先，2021 年宏观环境将围绕复苏与信用收缩展开，周期形态过渡到对传统周期行业最有利的扩张后期。信用的温和边际收缩会压制市场整体估值提升的空间，从行业比价的角度看，低估值的传统周期板块无疑最占优，而一些高估值、业绩不确定性较大，或行业景气度向下的板块会首当其冲，但高估值、业绩稳定向好，景气度较高的行业仍有望继续抬升估值水平。

其次，从供需框架看，周期股明年在需求端有美国房地产、消费和欧洲财政刺激计划的拉动，供给端在过去 5 年也经历了资本开支放缓、行业集中度趋稳和去库存的积极变化，明年会继续迎来供需错配的景气行情。

第三，明年的制造业投资对国内周期品需求的拉动作用可能会超出市场预期。我们判断国内制造业生产对海外的替代作用会在疫苗全面铺开之前进一步扩张；而疫苗之后，海外的制造业回流也会受到中国供给优势的影响，因此这种回流是非平滑和非即时的，意味着替代的时间长度会超预期。目前国内企业利润、产能利用率和库存都指向明年制造业投资扩张，是大循环体系下不应忽视的需求增量。

最后，我们结合周期行业最新产能利用率、库存水平和价格所处的历史分位数（2016 年以来），来观察其当前的景气度情况，景气度最高的是有色，体现在高产能利用率、低库存和高产品价格上；其次是钢铁，同样是高产能利用率和高价格，但贸易商库存较高，体现对后期需求的乐观预期；化工高产能利用率低库存，整体上行业价格不高，但其中有钛白粉等细分产品价格在今年也不断走高；煤炭和非金属建材处于景气度中段；原油景气度较低，表现为低产能利用率、高库存和低价格。

图表 46. 行业配置建议

配置建议	板块	行业
超配	传统周期、大金融	有色、化工、钢铁、建材、煤炭、石油、保险、银行、券商
标配	必需消费、可选消费、先进制造	食品饮料、家电、新能源和新能源汽车
低配	TMT	计算机、通信

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 47. 周期行业景气度观察（当前所处 2016 年以来分位数）

行业	产能利用率(%)	库存(%)	价格
石油	57	94	30%(布油)/25%(WTI)
煤炭	76	13	78%(焦煤)/97%(焦炭)/84%(动力煤)
钢铁	**100**	**79**	**96%(铁矿石)/91%(钢材)**
有色	**100**	**15**	**100%(铜)/75%(铝)/70%(锌)**
化工	**86**	**10**	**45%(CCPI)**
非金属	93	77	87%(万得)

资料来源：万得资讯，中银证券

主题策略

新能源汽车：未来已来

政策导向明晰，新能源汽车市场大爆发在即。2020 年 11 月 2 日，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》发布。规划提出到 2025 年，国内新能源汽车市场竞争力明显增强，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。2021-2035 年发展规划的落地显示了国内支持新能源汽车产业发展的政策导向，有望引领行业长期健康发展。需求端补贴政策延续，提振国内需求，工信部将新能源汽车补贴政策延长两年至 2022 年底，并放缓补贴退坡力度和节奏，短期有望对冲疫情影响、促进新能源汽车消费、提振国内市场需求；长期有望增强国内新能源汽车战略性新兴产业地位，提升行业长期发展质量，增强国际市场综合竞争力。

图表 48. 政策护航，新能源汽车行业发展规划明确

时间	政策名称	具体内容
2020 年 6 月 30 日	交通与发展政策研究所《中国城市 6.30 公共领域燃油汽车退出时间表与路径研究》	提出了分车型、分城市层级的公共领域燃油车退出时间表。该时间表预计，在全国 75 个重点城市中，公交车和出租车将最晚于 2028 年退出，而物流车和环卫车将最晚于 2032 年退出
2020 年 7 月 15 日	工信部《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》	积极推动农村车辆消费升级，活动时间 2020 年 7 月至 2020 年 12 月。具体将在青岛、海口、昆明、成都及太原 5 个城市重点开展专项活动及系列企业活动。参与车型包括北汽新能源、欧拉、上汽通用五菱、比亚迪等 10 家车企的 16 款新能源车型，定位均为售价低于 10 万元的 A00 级微车
2020 年 10 月 27 日	中国汽车工程学会《节能与新能源 汽车技术路线图 2.0》	按照技术路线图 2.0 中的计划，达到 2025 年占比 25%的目标需要销售 640 万辆，年均增速 39%。整体上看，新能源汽车有极大的增长空间，达到此目标需要政策的持续支持，同时车企需要提高产品对于燃油车的竞争力
2020 年 11 月 2 日	国务院办公厅《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	《规划》从顶层制度上为新能源汽车后续发展指明方向，到 2020 年新能源新车销售量达到新车总量 20%。内容涉及 5 项战略任务：一是提高技术创新能力；二是构建新型产业生态；三是推动产业融合发展；四是完善基础设施体系；五是深化开放合作。体现了行业的重要地位，新能源汽车仍将是后续发展的重点行业，利好新能源汽车产业链。新能源汽车的充电问题将进一步优化，下游需求将得到有效提振。“三纵三横”完整布局新能源汽车的研发方向。以纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车为“三纵”，布局整车技术创新链。以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”，构建关键零部件技术供给体系。整体目标为全面发展新能源各类车型，在技术方面全面掌握核心技术
2020 年 11 月 9 日	科技部公布对十三届全国人大三次会议第 6592 号建议的答复：继续加强氢能与燃料电池技术攻关	针对《关于加快推动燃料电池商用车发展的建议》，答复文件明确科技部将结合国家中长期科技发展规划研究和“十四五国家重点研发计划重点专项凝练等工作，继续加强氢能与燃料电池技术攻关，加快关键核心技术取得实质性突破，提升燃料电池技术成熟度，为燃料电池商用车技术进步和产业发展提供强有力技术支撑。不仅如此，目前，财政部正联合科技部等部门，通过“以奖代补”方式，重点在积极性高、经济条件和政策基础好、具备氢能和燃料电池汽车产业基础、有市场需求的地区进行燃料电池汽车示范推广

资料来源：国务院办公厅，中银证券

拜登清洁能源政策有望将深刻影响全球能源发展，提振新能源车需求。2017 年特朗普任美国总统后美国能源政策出现较大转变，2017 年宣布退出《巴黎协定》，在节能技术、温室气体排放等多方面开倒车。而新当选的拜登在其施政纲领中，鲜明提出投资于清洁能源革命，“确保美国实现 100%清洁能源经济并在 2050 之前达到净零排放”、“将在清洁能源研究和创新方面进行有史以来最大的投资”、“2035 实现无碳污染的电力部门”、“十年投资 5 万亿美元”，主张美国会重新加入《巴黎协定》，通过一项名为 ARPA-C 的 2 万亿美元的能源政策以实现 2035 年完全无碳发电。若以 2035 年完全无碳发电为目标:美国 2019 年发电构成中化石能源占比 61%，新能源仅占比 10%，替代空间巨大；若美国重返《巴黎协定》，新能源汽车销售有望将迎来爆发式增长。美国的这一转变，将深刻影响全球能源发展。

图表 49. 近年来海外新能源汽车支持政策汇总

国家/地区	时间	主要内容
德国	2019/11	德国政府计划将插混车补贴从每辆 3000 欧元提高至 4500 欧元，对于售价超过 4 万欧元的电池驱动车型补贴将提高至 5000 欧元，并补贴至 2025 年。
欧盟	2020/5	1）考虑提出采购计划，在全欧盟范围内采购符合欧盟碳排放标准的清洁能源汽车，预计在未来两年花费 200 亿欧元；2）成立一项 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金，加速投资零排放产业链；3）在 2025 年前，建立 200 万个公共充电站和替代燃料补给站；4）对零排放汽车免除增值税。
法国	2020/5	法国总统马克龙发布法国汽车产业 88 亿欧元援助计划，一是刺激需求，售价 4.5 万欧元以下的纯电动汽车和燃料车的购置补贴由 6,000 欧元上升为 7,000 欧元，插混汽车由 3,000 欧元上升为 5,000 欧元，时间为 6 月 1 日至 12 月 31 日；旧车换购的车型，换购排放更低的内燃机车补贴 3,000 欧元，纯电动汽车补贴 5,000 欧元，可以和购置补贴并行，即最高补贴 1.2 万欧元，时间从 6 月 1 日起，补贴上限 20 万辆；二是 10 亿欧元生产支持基金鼓励本地供应，政府目标是到 2025 年生产 100 万辆新能源车；三是加快基础设施建设，到今年年底安装 3.5-4 万个充电站，到 2021 年底建成 10 万个充电站。
德国	2020/6	德国经济部拟提出 56 亿欧元的购买者补贴计划以刺激汽车消费，提议向购买价格低于 77,350 欧元的电动车和传统动力汽车的消费者发放补贴，每辆汽车的基本补贴为 2,500 欧元，省油车的基本补贴将再增加 500 欧元。现有的购车激励计划中，电动汽车补贴增加 1,500 欧元，混合动力汽车补贴增加 750 欧元，该政策预计于年底到期。
法国	2020/9	法国财政部公布一项新能源汽车补贴预算方案，2020 年纯电动车购置补贴为 7,000 欧元，2021 年将减少至 6,000 欧元；2022 年将降到 5,000 欧元。同时 2021 年混合动力汽车购置补贴将下滑至 1,000 欧元。
德国	2020/11	德国政府通过一项总价值 20 亿欧元的扶持计划，以推动德国本土车企向新能源智能汽车升级。德国政府承诺，在车企升级更加环保的设备上，政府将承担大公司 60%的升级成本，承担中小型公司 80%的升级成本。
德国	2020/11	德国政府表示将提供 30 亿欧元用于支持气候友好型汽车的开发和生产，其中 10 亿欧元将购买电动汽车的退税计划延长至 2025 年，另外 10 亿欧元将用于旧卡车报废计划，并设立 10 亿欧元基金促进出口的创新和转型。

资料来源：路透社，Charged EVS，中银证券

未来五年中国新能源汽车的产销总规模可达到千万。中汽协数据显示，2019 年中国新能源汽车产量 124 万辆，其中纯电动汽车 102 万辆。中国已成为新能源汽车保有量最多的国家。2019 年，中国新能源汽车保有量为 359.7 万辆，占全球的 47.7%。其中，新能源乘用车保有量 334.5 万辆，占全球比重为 46.7%，新能源商用车保有量 24.7 万辆，占全球比重为 65.5%。此外，中国建成了世界上规模最大的充电设施，2019 年中国公共充电桩保有量 51.6 万个，其中快充 21.5 万个、慢充 30.1 万个。社科院发布的《新能源汽车产业蓝皮书 2020》中预估，“十四五”期间中国新能源汽车的产销总规模可达到千万辆。

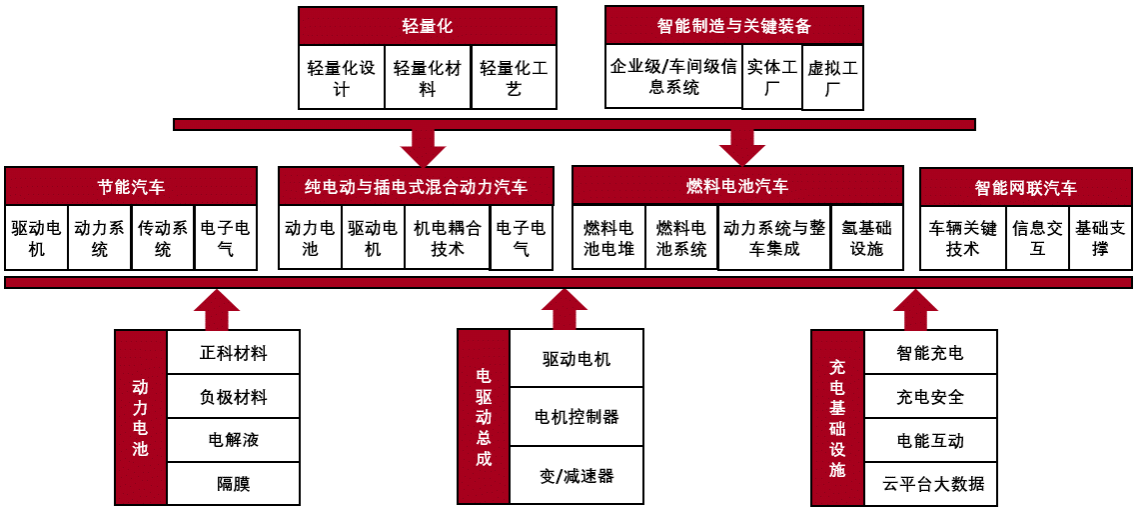
预计 2021 年全球销量高增长，带动产业链需求增长。根据中银电新组的预测，2020 年全球新能源汽车销量 274 万辆，同比增长 27.0%，其中海外市场销量 150 万辆，同比增长 56.90%，成为全球销量增长的主要动力。2020 年低基数叠加新车型密集推出，预计 2021 年全球销量 390 万辆，同比增长 42.30%，其中中国销量 175 万辆，同比增长 41.13%，海外销量 215 万辆，同比增长 43.33%，带动产业链需求高增长。

图表 50. 2019-2021 年全球新能源汽车销量及动力电池装机量预测

	2019A	2020E	2021E
中国新能源汽车销量（万辆）	120.2	124.0	175.0
中国动力电池装机量（GWh）	63.4	63.4	87.9
海外新能源汽车销量（万辆）	95.6	150.0	215.0
海外动力电池装机量（GWh）	41.1	64.5	95.5
全球新能源汽车销量（万辆）	215.8	274.0	390.0
同比增长率(%)		27.0	42.3
全球动力电池需求量（GWh）	104.5	127.9	183.4
同比增长率(%)		22.3	43.4
其中：三元电池（GWh）	83.4	112.9	152.6
其中：磷酸铁锂电池（GWh）	21.1	15.0	30.8
正极材料（万吨）	19.7	23.6	32.4
其中：三元材料（万吨）	15.0	20.3	25.9
其中：磷酸铁锂材料（万吨）	4.7	3.3	6.5
负极材料（万吨）	10.5	12.8	16.5
电解液（万吨）	9.8	11.8	17.1
隔膜（亿平）	19.2	23.3	33.6

资料来源：中汽协，EVSales，真锂研究，中银证券

图表 51. 新能源车发展相关产业链环节



资料来源：SAE，中银证券

投资上，建议关注上市公司中游材料企业加速导入全球供应链的历史机遇。当前全球市场正在形成整车-电池-材料-上游资源的供应体系，龙头配龙头大势所趋，国内中游材料企业具备全球竞争力，正在加速导入全球电池龙头企业供应链。从细分领域来看，电解液、负极材料、湿法隔膜导入全球供应链的速度较快，正极材料相对较慢；从具体企业来看，新宙邦、恩捷股份、贝特瑞等都进入了 LG 化学、松下电器、三星 SDI、宁德时代四家电池龙头供应链，客户结构最为优质；璞泰来、格林美等也进入了全球三家主流电池企业供应链。结构件行业一超格局稳定，龙头科达利国内和全球市占率高，在主要客户宁德时代中的供货份额处于绝对优势地位，同时也进入了 LG 化学、松下电器等海外电池企业供应链，有望逐步放量。为了稳定供应和降低成本，预计海外电池龙头企业 LG 化学等将加速引入国内材料供应商，中游材料企业迎来全球供应的历史机遇。

图表 52. 进入全球主流供应链的国内中游材料企业（不完全统计）

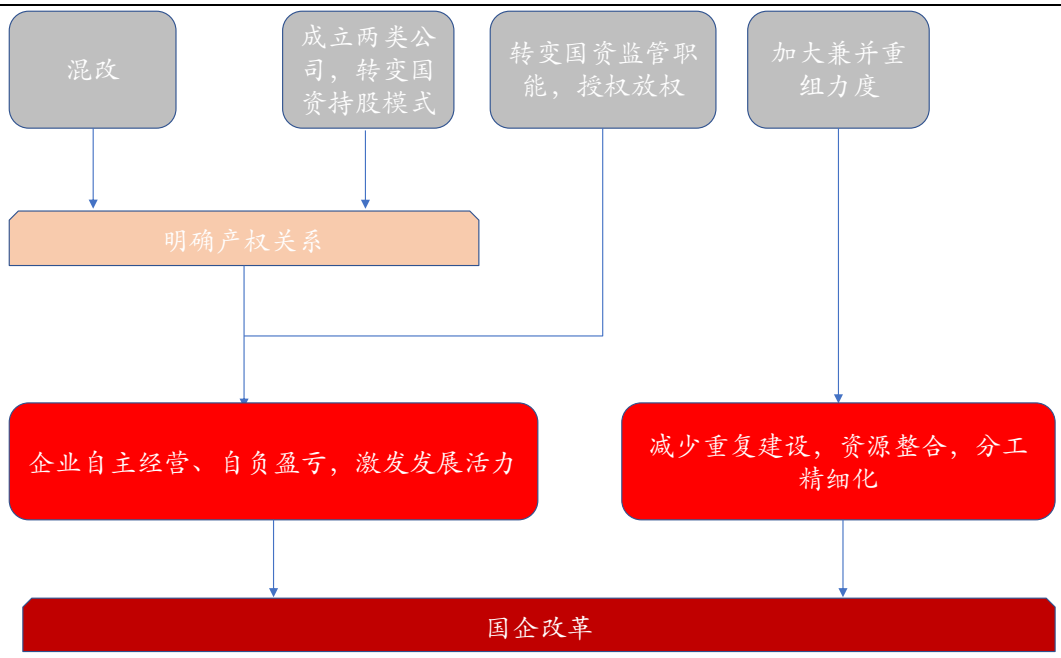
	宁德时代	LG 化学	松下电器	三星 SDI	SKI
华友钴业	三元材料	三元材料/前驱体			
当升科技		三元材料			三元材料
容百科技	三元材料				
德方纳米	磷酸铁锂				
贝特瑞	磷酸铁锂	负极材料	负极材料	负极材料	
璞泰来	负极材料/隔膜涂覆	负极材料		负极材料	
杉杉股份	负极材料	负极材料			
中科电气	负极材料				负极材料
翔丰华	负极材料	负极材料		负极材料	
天赐材料	电解液	电解液			
新宙邦	电解液	电解液	电解液	电解液	
江苏国泰	电解液	电解液	电解液	电解液	
恩捷股份	湿法隔膜	湿法隔膜	湿法隔膜	湿法隔膜	
星源材质	湿法隔膜	干法隔膜			
格林美	三元前驱体	三元前驱体		三元前驱体	
科达利	结构件	结构件	结构件		

资料来源：万得资讯，各公司公告，B3，中银证券

国企改革：二次加速

《国企改革三年行动方案》出台，国企改革二次加速。作为国改加速的指导性文件，《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》于 6 月 30 日中央深改委第十四次会议获得审议通过，方案的出台标志着国改再次吹响冲锋号。方案着眼于"完善中国特色现代企业制度、积极稳妥深化混合所有制改革、加快健全市场化经营机制、完善国有资产监管体制、充分释放和激发基层改革活力"五大重点领域，重点改革项目都会有时间表、路线图。权益投资视角下，宏微观层面国改板块都会迎来增量信息活跃期。

图表 53. 当前国企改革重点工作的作用机制



资料来源：国资委，中银证券

国改动态：央企层面重点关注“两类公司”改革、“双百行动”、央企兼并重组、以及上市公司股权激励。国有资产管理体制“政企不分”是央企改革在历史上一直存在的一个问题，给市场化机制的形成造成了困难，同时，以扩张为主要发展形式的央企还存在产能过剩的问题。在中央一直强调的“供给侧改革”中，央企改革是重要的一部分。今年的《政府工作报告》也提到了三次“供给侧改革”，具体而言，就是要从生产方面入手，清理僵尸企业，淘汰落后产能，将资源聚焦在创新领域，从而达到提升竞争力、促进经济发展的目的。在接下来的国企改革三年行动中，国资委针对央企将进一步开展提质增效行动，通过扩容升级“两类公司”试点行动、“双百行动”，以及进一步采取兼并重组、股权激励等策略来引导央企取得更好发展。

国改动态：地方国企层面，关注加速混合所有制改革、加强战略性新兴产业布局、推进上市企业增量提质及加大重复投资、同质化竞争问题突出领域的重组整合力度四个方面：

1）加速混合所有制改革。在接下来的国企改革三年行动中，混合所有制改革将加速向纵深推进，进入狠抓落实的攻坚阶段。接下来深化混合所有制改革要继续坚持分层分类推进，并将扩级增容，加大员工持股等激励政策的力度。未来也有“推出负面清单”、“混改+优先股”等政策落地的可能性。

2）升级转型，布局战略性新兴产业。未来的国有资本布局，要通过并购重组、投资进退，更多聚焦于战略性新兴产业，从而解决产能过剩、企业高负债率等问题。同时，强化战略新兴产业的布局可以帮助企业实现业务升级转型，提高自身的竞争力。

3）开展推进上市企业增量提质行动，提高资产证券化率。上市企业增量提质主要在于两个方面，一是加大 IPO 力度，二是通过并购的方式间接借壳上市。要实现这一点，离不开健全完善的监管制度，因此同时监管部门也需进一步完善市场机制，提高监管效率和精准度，优化市场环境，为上市企业增量提质行动提供良好的条件。

4）加大重复投资、同质化竞争问题突出的领域的重组整合力度。通过加强跨区域整合等方式，剥离非主业业务，提高产业集中度，解决产能过剩问题。

除此之外，接下来有望再选出几个地区作为综合改革试验区，在上海、沈阳、深圳的基础上，复制推广地区国企改革的经验。

图表 54. 重点省份/城市国企改革最新进展

重点地区	改革路线	具体内容和目标	阶段成果
上海	IPO、国资混改	功能保障类企业加快符合条件的竞争性业务上市发展，金融服务类企业不断提高综合竞争实力。到 2022 年要基本完成竞争类企业整体上市或核心业务资产上市	截至 19 年底，上海国有资产总规模已经超过 20 万亿规模
深圳	IPO、企业混改	到 2022 年，市属企业总资产超过 4.5 万亿元，资产负债率控制在 65%以下，总资产收益率、净资产收益率、成本费用利润率保持全国前列	2019 年完成星火绿创、育仁科技等 5 家企业混改。截至 2020 年 8 月底，面对疫情，市属企业总资产和净资产分别比年初增长 6.9%和 5%
沈阳	增资扩股、股权转让	以集团层面混改为突破口，推动完善市场化经营机制；以市场化运营、专业化管理为导向，充分发挥国有资本投资运营平台功能	105 户经营性事业单位全部转企，53 户市直部门所属企业全部脱钩；退休人员移交社会化管理工作方案制定完成，年底前启动实施
山西	产业融合	推动省内产业布局优化，产业结构升级转型	今年以来，省委省政府集中实施了 14 打板块的改革重组。省属企业数量从 28 家调整到了 21 家，煤炭企业从 7 家集团调整为 1 家煤企和 1 家能源集团，新兴企业大幅增加
天津	增资扩股、股权转让	绝大多数企业混改过程中，国资放弃了绝对控股权；混改项目资产质量较高	推动国企混改力度空前，2019-2020 年先后推出混改项目超 380 个，涉及房地产、制造、金融、服务等多领域
山东	聚焦主业、专业化战略重组	积极推动资源向主业集聚，实施非主业资产清理整合三年行动，目前已有 82 户企业清理退出非主业板块	目前山东省属企营收超千亿规模仅有山东能源集团、兖矿集团、山东重工集团、山东钢铁集团等
黑龙江	企业产权结构优化	组建 7 个省级产业投资集团，驻省央企和国资国企改革取得重要成果，为新一轮央地合作打下基础	省建投集团区域市场已经拓展到国内 31 个省份、国外 22 个国家和地区，2020 年截止到三季度末，建投集团新签合同订单突破 500 亿元，在手合同订单突破 800 亿元。

资料来源：各地国资委，中银证券

国企改革三年行动有望给国企板块带来估值抬升契机，在选股上可以从以下三个角度来考虑：

（1）行业维度上，我们推荐关注处于充分竞争领域和有兼并重组预期的垄断企业，战略新兴领域的企业也可适当考虑。充分竞争领域的国企改革力度大、政策全、成效好；有兼并重组预期的垄断企业边际改善大，业务整合后定价能力更强；战略新兴产业上国有资本也在加紧布局布局，有望出现更多央企通过兼并重组实现业务转型升级，再加上百户科技型企业试点行动的开启，未来医药、科技等将是投资关注重点，不过关于这一块的投资更多的还是在科技领域投资的范畴内。

（2）地区维度上，推荐关注深圳、山西、天津这些潜在变化较大区域。西藏、青海等西部和东北部地区财政压力较大，倒逼国企改革加速。除此之外，其他负债率高、财政支出压力大的地区，如天津、云南等，推进国企改革出实效的动力也很大，建议密切关注。国企重镇城市有望推进综合改革。北上广国企体量较大，聚集全国三成上市国企。地区综合改革试点上，去年选出的上海、沈阳和深圳三个综合改革试验区已进入改革的实质性阶段和大规模阶段，随着接下来三年国企改革的加速推进，将涌出更多投资良机，试验区以外的城市类似动作也将加速。

（3）试点维度上推荐关注新入选各类试点的公司。其中混改试点名单关注前两批次的企业。2019 年 5 月国务院国有企业改革领导小组审议了国有企业混合所有制改革第四批试点名单，混改试点企业共 160 家，其中央企 107 家、地方企业 53 家。“双百行动”是关注已公告进展企业。不论是混改名单，还是“两类公司”涉及企业，“双百行动”都是一份涉及企业、行业和地区最广的名单，约 53 家上市公司直接入选，32 家上市公司实控人入选，21 家上市公司子公司入选。“两类公司”关注新增试点。国有资本投资运营和投资管理公司试点自 2014 年开始，国资委先后确定了 10 家国有集团开展改革试点 。两类公司试点领域我们推荐关注新增企业旗下的上市公司。

风险提示

疫情持续时间超预期，流动性环境超预期紧缩

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371