晨会报告

国都证券研究所晨报 20200826

【财经新闻】

- 央行传递明确信号 货币政策以“三不变”应“变”
- 央行召开金融支持稳企业保就业工作推进会
- 财政政策依然存在发力空间

【行业动态与公司要闻】

- 多地出台新政蓄势打造万亿级先进制造业
- 第三次带量采购原研药价格坚挺

【国都策略视点】

- 策略观点：业绩基本面恢复，有望驱动下半场结构牛

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3373.58	-0.36
沪深 300	4761.95	0.13
深圳成指	13669.41	0.02
中小板综指	12937.05	-0.64
恒生	25486.22	-0.26
国企	10291.85	-0.44
恒生 AH 溢价	136.47	-0.20
标普 500	3443.62	0.36
NASDAQ	11466.47	0.76
MSCI 新兴市场	1114.72	0.59

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	食品饮料	1841.29	2.00
2	休闲服务	398.47	1.70
3	计算机	4528.67	0.63
4	机械设备	4158.58	0.58
5	纺织服装	714.03	0.52

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	43.40	2.38
纽约期金	1934.90	-0.06
伦敦期铜	6536.00	0.29
伦敦期铝	1779.00	0.51
波罗的海干散货	1518.00	1.81

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】

■ 央行传递明确信号 货币政策以“三不变”应“变”

【上海证券报】今年以来，面对疫情冲击，央行果断加大货币政策逆周期调节力度，创新货币政策工具。当前，我国经济已在全球实现了率先复苏，下一阶段，货币政策将如何发力，是否会出现转向，是否会有所谓的“退出”，是市场普遍关注的问题。

昨日国务院政策例行吹风会上传递出货币政策“三不变”的信号——稳健货币政策的取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。

货币政策

需要以更大确定性应对各种不确定性

数据显示，截至 7 月末，广义货币供应量与社会融资规模增速分别为 10.7%和 12.9%，较 2019 年末高 2 个和 2.2 个百分点。前 7 个月新增贷款 13.1 万亿元，同比多增 2.4 万亿元，企业贷款利率显著下行。央行副行长刘国强总结，政策措施成效显著，金融服务实体经济的质效持续提升。

刘国强表示，注重保持货币政策的节奏，是今年政策的一个重要特征，“我们不是一上来就把子弹打光，而是根据统筹疫情防控和经济发展的需要，根据阶段性的重点任务一步一步来，不手忙脚乱，把握好节奏。”

央行货币政策司司长孙国峰称，疫情带来的不确定性增加，金融市场情绪难免受一些影响，货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性。他提出“三不变”：稳健货币政策的取向不变；保持灵活适度的操作要求不变，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来；坚持正常货币政策的决心不变。

“我们没有采取零利率甚至负利率，以及量化宽松这样的非常规货币政策，因此也就不存在所谓的退出问题。”孙国峰强调。

对于下一阶段的货币政策，孙国峰表示，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。

结构上，有效发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，引导新增融资重点流向制造业、中小微企业等实体经济，支持经济高质量发展，促进提升潜在产出水平。价格上，继续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革的潜力，综合施策，推动降低综合融资成本，确保实现为市场主体减负 1.5 万亿元的预期目标。

继续深化 LPR 改革

企业贷款利率有望进一步下行

去年 8 月份，按照国务院的部署，央行改革完善 LPR 形成机制，LPR 改革至今已满一周年。

对于下一步改革，刘国强表示，央行将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨并一轨”。一方面，进一步优化 LPR 传导机制，督促金融机构更好地将 LPR 内嵌入银行内部资金转移定价曲线中，增强贷款内外部定价与 LPR 的联动性。同时，着力完善央行政策利率体系，健全以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，促进市场利率围绕作为中枢的央行政策利率波动。

LPR 已经连续四个月保持不变。对此，孙国峰回应，4 月份以来，MLF 利率和 LPR 虽然保持不变，但实际上每个月报价时都有几家报价行根据自身资金成本等因素调整报价，由于最后取的算术平均值尚未达到 0.05 个百分点的步长，所以最终发布的 LPR 没有变化。

在孙国峰看来，未来 LPR 的走势取决于宏观经济趋势、通货膨胀形势以及贷款市场供求等因素，具体要看报价行的市场化报价。LPR 和贷款利率不是简单的对应关系，2020 年 7 月企业贷款利率同比下降 0.64 个百分点，降幅明显超过同期一年期 LPR 的降幅，体现了 LPR 改革疏通利率传导机制的效果。随着 LPR 改革推动贷款利率下降的潜力进一步释放，预计后续企业贷款利率还会进一步下行。

■ 央行召开金融支持稳企业保就业工作推进会

【中国人民银行】8 月 25 日，人民银行在北京召开金融支持稳企业保就业工作推进会。人民银行党委委员、副行长潘功胜主持会议并讲话。

会议认真学习领会习近平总书记 7 月 21 日在企业家座谈会上重要讲话和一系列重要指示精神，要求人民银行系统坚决

落实党中央、国务院决策部署，进一步提高政治站位，强化责任担当，推动用好中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持等金融政策工具，继续加大对各类市场主体金融支持，增强中小微企业的获得感，确保完成金融支持稳企业保就业各项目标任务。

会议认为，面对经济下行叠加突如其来的疫情冲击，人民银行出台实施了多项金融支持政策，特别是中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持政策出台后，人民银行完善工作机制，狠抓政策落实，强化政策解读和宣传，及时总结交流典型做法，政策推进落实有力，社会各界反响积极，政策红利持续释放。

会议要求，人民银行各分支机构要坚持结果导向，切实抓好中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持两项政策工具落实。进一步把握好两个政策工具要点，定期监测通报工作进展，督促指导辖内银行业金融机构执行好政策要求，确保普惠小微贷款“应延尽延”，切实提高普惠小微信用贷款发放比例。同时，要加强政策宣传，督促金融机构通过多种渠道、多种形式帮助市场主体了解政策，加强对基层行和一线工作人员的业务培训，抓好政策传导的“最后一公里”。要认真总结推广典型经验，强化政银企对接，加大对重点企业的走访对接力度，为企业提供差异化、精准性的金融服务。

会议强调，要推动商业银行持续提升中小微企业金融服务能力，督促改进内部资源配置和政策安排，确保实现“增量、降价、提质、扩面”。要配合地方政府完善融资担保、风险分担、征信体系建设等融资配套机制，营造良好的政策环境。要加大制造业特别是高技术制造业中长期融资支持力度，创新金融产品和服务。要加大对受疫情和洪涝灾害影响较大地区的金融支持力度。继续加大对“三区三州”深度贫困地区和 52 个未摘帽县的金融支持力度，努力实现“两个高于”目标。要继续完善打赢精准脱贫攻坚战后的金融支持政策，进一步强化对扶贫小额信贷的跟踪监测，做好与乡村振兴金融服务的有效衔接。

推进会上，人民银行长沙、南宁、杭州、贵阳中心支行介绍了当地金融支持稳企业保就业的经验做法。人民银行有关司局负责同志在主会场参加会议，人民银行相关分支机构负责同志在分会场参加会议。

■ 财政政策依然存在发力空间

【中国证券报】日前公布的财政数据显示，7 月财政支出同比增速由负转正，体现了财政政策积极取向。当前经济形势下，财政政策进一步发力的空间依然存在，且需进一步加强与货币政策的协调配合，更加积极有为、注重实效，巩固经济复苏势头。

新冠肺炎疫情暴发以来，稳增长政策力度明显加大，助力经济实现超预期恢复。数据显示，规模以上工业增加值自 4 月起恢复同比正增长，8 月全国日发电量快速攀升。但需求端恢复相对较慢，比如，7 月社会消费品零售总额同比依然为负增长，前 7 个月制造业投资、基础设施投资累计同比增速也依然为负。

在此背景下，为防止因资金面宽松出现市场乱象，强调灵活适度、精准导向的货币政策更有利于平衡稳增长与防风险的关系。但这并不意味着稳增长政策力度将放松，而是更需加强货币、财政政策的配合，进一步提升财政政策积极有为的力度，更好地发挥出提振需求端、缓解就业压力的结构性优势。

首先，财政政策后续发力空间充足。从一般公共预算看，上半年财政支出进度较慢，随着经济恢复、税收收入转好，支出进度有望加快。今年建立了特殊转移支付机制，将 2 万亿元财政资金直接送达基层，使地方层面支出增速明显反弹。另外，国债、地方债大量发行，今年共计发行 1 万亿元抗疫特别国债、3.75 万亿元地方政府新增专项债，有助于补充财政资金。

其次，财政政策可以实现精准施策。财政政策可以更有针对性地重点支持短板环节，发挥结构化政策优势。比如，加大对能够实现扩大就业的行业的财税支持力度，鼓励加大设备更新和技术改造投入。这些既有利于实现“六稳”“六保”的要求，也有助于补足产业短板，推动结构升级。

再次，财政政策可以快速提振需求。政府债券的撬动效应，既有利于直接提振投资，带动上下游需求，也有利于发挥杠杆效应，充分利用社会资金。今年发行了大量政府债券，包括抗疫特别国债、地方政府专项债等，这些债券带来的资金可以有力推动“两新一重”等重点领域建设。

总而言之，更加积极的财政政策大展身手适逢其时。短期看，稳市场主体、稳就业均需财政政策进一步加大支持力度。中长期看，经济结构转型更需要财政政策精准发力，在新基建、基本公共服务、保民生等领域加大政策支持力度。值得注意的是，在财政政策发力的同时，监管部门要注意防范风险，防止发生资金闲置、使用不规范、违规举债等问题，提高资金使用效率。

【行业动态与公司要闻】

■ 多地出台新政蓄势打造万亿级先进制造业

发展先进制造业支持举措正密集落地。据《经济参考报》记者不完全统计，近半月以来，已有河南、云南、西安等地出台相关政策方案，蓄势打造万亿级先进制造业，并重点面向新一代信息技术、高端装备、新能源汽车、航空制造等领域培育新兴产业集群。

支持先进制造业发展已成为多部门共识。日前召开的 2020 年全国工业和信息化主管部门负责同志电视电话会议提出，要精心谋划新发展格局和“十四五”规划。把振兴制造业特别是先进制造业作为构建新发展格局的重中之重和关键环节。银保监会主席郭树清日前表示，将大幅增加先进制造业、战略性新兴产业中长期资金支持。

地方也在密集出台政策，谋划万亿级先进制造业。8 月 16 日河南印发《推动制造业高质量发展实施方案》，明确努力建成全国先进制造业强省，到 2025 年，产业基础能力和产业链现代化水平达到国内一流，形成数个万亿级产业集群、一批千亿级新兴产业集群和百亿级企业。此前，云南印发《加快构建现代化产业体系的决定》，提出重点培育先进制造业等五大万亿级支柱产业，到 2025 年，主营业务收入达到 1.5 万亿元。

工信部赛迪智库规划所区域发展研究室副主任侯彦全对《经济参考报》记者表示，发展先进制造业是补齐产业基础能力短板、抢占未来产业制高点的重要途径，将进一步提升产业基础高级化、产业链现代化水平。

值得关注的是，培育产业集群正成为发展先进制造业的重要抓手。例如，云南提出到 2035 年，制造业装备水平达到全国先进水平，形成一批国家级先进制造业集群。河南提出提升集群产业链水平，编制重点集群培育方案，到 2022 年，形成 20 个左右千亿级产业集群；到 2025 年，形成 4 个万亿级、6 个 5000 亿级产业集群和 10 个千亿级新兴产业集群。

侯彦全建议，下一步需进一步丰富包含产业、财政、金融、区域和公共服务等政策在内的先进制造业集群政策工具箱，提升政策的普惠性、功能性。同时将原有更多的供给层面的政策转向集群创新、集群治理、集群开放等角度，包括通过提供财政补贴、优惠贷款、税收优惠，引导企业和科研机构之间联合开展基础研究和共性技术研究；构建公共服务体系，丰富社会保障服务、教育培训、信息咨询服务；加强市场监督，建立有序、平等的竞争环境等。

■ 第三次带量采购原研药价格坚挺

8 月 24 日，上海联采办发布第三批国家集中带量采购中选结果，除拉米夫定流标外，其余 55 个通用名品种成功中标，产生中选企业 125 家，中选药品品规 191 个，平均降价幅度超过 70%，最高降幅高达 98.7%。

但值得注意的是，此轮带量采购报价中，多个外资原研药企业不是弃选就是报价远超最高有效申报价，最终仅 3 个品种中选，为历次国采最少。对此，有业内人士表示，此轮大部分原研药企业报价坚挺，基本没有降价中标意愿，有“陪标”“看热闹”之嫌，针对这种现象，国采将如何应对或是未来考虑重点。

多个产品降价超 90%

第三批带量采购中选结果显示，本次成功集采 55 个品种，191 个品规中标，189 家药企参与报价，125 家中选。

申万宏源分析师赵金厚表示，集采已进入常态化，本轮降幅略超预期，中标品种参考最高申报价平均降价 72%，降价幅度超“4+7”和第二批集采。此外，此次采购品类中，阿哌沙班、 奥氮平、非那雄胺（5mg）、卡托普利、美金刚、孟鲁司特、塞来昔布、托法替布价格平均降幅均超过 90%。

其中，采购较大品种中，天津红日、海南爱科中标盐酸莫西沙星氯化钠注射液，平均降价 84%；天方药业等 8 家药企中标二甲双胍缓释片，平均降价 71%；重庆科瑞等 8 家企业中标二甲双胍常释剂型，平均降价 84%；5mg 非那雄胺由康恩贝、天方药业等 6 家企业中标，平均降幅高达 94%；上海汇伦、南京正大天晴等 6 家企业中标替格瑞洛片，平均降价 83%；卫材、江西青峰中标甲钴胺，平均降价 75%；诚意药业、海正药业等 4 家中标氨基葡萄糖口服长释剂型，平均降价 69%。

从治疗领域看，降幅较大的品种集中在慢病及常见病用药。具体来看，两个慢性病用药二甲双胍片、卡托普利报出低于 1.5 分的价格，齐鲁制药刚刚获批上市的西地那非，以 2.08 元/片的价格独家中标，此外，奥氮平口崩片中，齐鲁制药从去年最低中标价的 10 元/片，一路降至 0.45 元/片，降幅达 95.5%；非那雄胺片康恩贝从 2018 年最低中标价 1.88 元/片，降至 0.17 元/片，降幅达 90.76%。

高价药方面，注射用阿扎胞苷由四川汇宇制药和正大天晴中标，中标价较 2019 年 996 的中标价相比，分别下降 73.9%

和 65.26%，降至 260 元和 346 元；左乙拉西坦口服溶液中标企业重庆圣华曦中标价 38 元，较 2019 年最低中标价 235.8 元下降 83.88%；左乙拉西坦注射用浓溶液中标企业，原研药优时比从此前 340 元/支，降至 85 元，降幅 75%；利奈唑胺片中标企业江苏豪森从 2017 年的 249.33 元/片最低中标价，降至 46.83 元/片，降幅达 81.22%。原研药辉瑞更是从此前 319.52 元/片，降至 31.25 元/片，降幅达 90.22%；盐酸莫西沙星氯化钠注射液中标企业天津红日和海南爱科，分别从 2017 年最低中标价 180.19 元和 2019 年最低中标价 245 元，降至 32.8 元和 35.27 元。

中国医药商业协会副会长、百洋医药集团董事长付钢表示，带量采购将会是常态化的趋势。前两批一共集采了 81 个产品，第三批集采 56 个，较此前采购品种已明显增加，到第四批、第五批，最终会扩大到 500 个左右的产品。

兴业证券分析师黄瀚漾表示，整体来看，此轮集采较第二批集采变化不大，市场预期相对充分，其影响正逐渐脱敏。展望未来，仿制药品种中选集采，较大幅降价后以价换量，转为低毛利率品种为企业贡献少量利润将逐步成为常态，除少数壁垒较高、竞争格局较好的品种外，大部分仿制药可能都将经历这个过程，我国仿制药市场逐步和海外趋同。

多个外资原研药主动“陪跑”

有业内人士表示，虽然部分跨国原研药企业参与较为积极，例如优时比、卫材、日本帝人、新基等，但可以看到，更多的跨国药企的报价毫无诚意。

的确，多款进口原研药不仅报价直接就是高于联采办给出的最高申报价，甚至直接退出集采。

具体来看，此次仅卫材的甲钴胺片、优时比的左乙拉西坦注射液、辉瑞的利奈唑胺片 3 个原研品种中标。而阿斯利康的阿那曲唑、默沙东的地氯雷他定、罗氏的卡培他滨、礼来的奥氮平口崩片、GSK（葛兰素史克）的拉米夫定、诺华的来曲唑、辉瑞的舍曲林等品种，均报出了远超最高有效申报价的价格。同时，百时美施贵宝的阿哌沙班片、卡托普利片，勃林格殷格翰的盐酸氨溴索片，拜耳的盐酸环丙沙星片，安斯泰来的头孢地尼胶囊，礼来的头孢克洛胶囊这 6 个品种更是直接放弃了投标机会。

以市场份额 87.13%的阿斯利康的阿那曲唑（1mg）为例，每片报价 29.929 元，高出最高限价 8.8571 元两倍还多；市场份额占比 88.25%的礼来的奥氮平口崩片报价 18.559 元，高出申报价一倍；市场份额 40.01%的雅培的克拉霉素更是报价 6.909 元/片，较最高申报价高 1163.7%。默克二甲双胍缓释剂报价 1.4 元/片，较限价的 0.34 元高出 300%以上，是中选的同品规最高报价 0.17 元/片的近 10 倍。

“此轮集采品种数量更多，外资中选数量则相对降低。”黄瀚漾表示，较前两批集采来看，此次外资企业的参与度明显降低。在首轮 4+7 集采时，虽然仅有阿斯利康（吉非替尼）和 BMS（福辛普利）两个外企中标，但 4+7 扩围时，外资中选品种 7 个，第二批集采外资中选品种也达 5 个。

究其原因，业内人士指出，此前出现未中标产品在院外市场大幅增长，大幅降价反而难以获利。根据拜耳今年的半年报，拜唐苹全球销售额下降 73.8%，因为在今年 1 月第二轮国家集中带量采购中，拜耳报出了每片 0.18 元的阿卡波糖超低价，导致拜唐苹的销售额大幅下滑。

同时，辉瑞的 2020 年半年报显示，尽管在 2018 年底第一次 4+7 带量采购和 2019 年 9 月的 4+7 扩围中，辉瑞的立普妥和络活喜均未中标，但是这两款药物的销售情况却逆势上涨。

付钢表示，集采背景下，部分药品价格下降幅度 70%以上，这种行为会导致一批原研药退出医院市场。

除院外市场外，据赛柏蓝报道显示，已有外资药企做出了一定的策略方案。虽然国家集采规定了一定的采购量，比如整体采购额的 50%-70%，但是总还有剩余的一部分。例如，辉瑞在集采落标后，就已经做了相关战略的重新分析，做了一个“一品双规三剂型”的策略，帮助医院建立合理用药目录，建议其保留一个国家集采品种，再保留一个原研药品种。一方面保证医疗机构能完成国家集采的任务，另一方面，在国家集采的药品供应不上，或者高端患者有原研药的需求时，自己的品种可以补上患者需求。

此外，该报道还显示，外资企业针对每一个产品，帮医院进行患者分析，将患者分类，哪一些患者适合用国家集采药品，哪一些患者适合用原研药产品，满足不同患者的需求；与此同时，他们还在做大面积的互联网和换药工作，提高患者的认知度，从而带来医院和互联网等其他份额的提升。

集采仍待长效机制

一面是以分计算“厮杀”的仿制药药价，一面是加大商务沟通另辟蹊径的原研药；一面是中标却难以跟上的供给，一面是弃标却大幅度开拓市场。有业内人士表示，我国国家集中带量采购规则仍有待完善，如何使降药价真正落到实处，仍是需要完成的课题。

有业内人士表示，院外市场加入集采或是下一阶段重点。的确，国家集采从扩面到扩品种，采购范围也有扩围迹象，

延伸到了公立医院之外，第二批集采结果已有一些省份的药店跟进，第三批集采广东省报量包含零售药店与民营医院的量。

日前，广东省药品交易中心发布《关于发布广东省第三批国家组织药品集中采购预采购量和药品购销三方合同的公告》，首次披露广东参与第三批国家组织药品集中采购预采购量的情况表。

值得注意的是，广东率先实行医院与药店同步报量。从报量来看，广东共有 28000 家药店门店参与本轮带量采购十分积极，报量占到广东省总采购量的 45.84%，远高于社会办医疗机构近 0.11%的占比。在此背景下，广东以 26 亿元总金额成为第三批国采报量金额报量最多的省份。

据悉，今年 6 月，广东省医保局下发通知，所有民营医疗机构及零售药店可自愿参加第三批国家药品集中采购，药店与非公医疗机构登录广东省药品交易平台进行集中报量。广东三医药械电子交易管理有限公司作为采购联合体，组织宣传并帮助零售药店与非公医疗机构共同研究报量政策。

从数据层面来看，广东药店报量大的品种以慢病用药居多。其中报量金额最大的是枸橼酸西地那非片，其次是非那雄胺片、盐酸达泊西汀片，这三个品种药店的报量明显都高于医院。在药店报量中，西地那非是医院的 1522 倍，盐酸达泊西汀是医院的 38 倍，非那雄胺片是医院的 1.55 倍。

值得一提的是，作为男性治疗用药的西地那非，零售市场远大于医院市场。据米内网数据显示，2019 年西地那非的全国零售市场规模为 23.7 亿元，而全国医院市场规模只有 1.2 亿元。

也正因为此，院外市场成为部分原研药的主攻对象。有研究报告就指出，一致性评价与集采组合拳就有利于打破原研企业在中国市场的过高定价，同时加速国产替代是大势所趋。外企无论选择低价中标还是院外销售都将出让大部分市场。但是考虑到其全球药品价格维护、销售队伍建设、部分患者的品牌偏好等因素，院外销售或者是其选择。

“对于原研的品牌药来讲，他们如果跟国产的价格其实是跟不起的，因为一般会降到 70%、80%，即使中了之后数量可能比较多，但是也没什么利润。”付钢表示，由于用药习惯及消费水平的差异，不少老百姓对原研药的需求仍在，其零售的品牌溢价也有。那么，这些企业便将渠道转向院外市场，甚至是互联网端口。

与此同时，付钢强调，集采并不是一蹴而就的，第三批集采带来政策的变化，让大家意识到仿制药的好日子到头了，这个比原来所有人的预期还要快，那么未来的变化更值得期待。但从另一方面，也需认识到，企业要想生存就得不断地研发、创新、走在前列，或许未来中国也会出现一批体量足够大，创新能力强的国际一流制药企业。

【国都策略视点】

■ **策略观点：业绩基本面恢复，有望驱动下半场结构牛**

1、靴子落地信心渐升。压制近期市场参与反弹信心两大因素，主要为创业板注册制改革落地后首演将如何？及中报业绩收官与业绩预期如何？一注册制改革推广落地方面，参考注册制发行的首批科创板上市交易的首演及过去一年多的稳定表现，预计创业板注册制发行的首批 18 家公司资金分流十分有限、创业板股票涨跌幅倍增后的交易大概率平稳过渡适应。未来随着注册制全面推广实行，及新证券法下退市常态化实施，资本市场的优胜劣汰的投融资生态与资源配置制度逐步形成，有望逐步改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等，促进我国资本市场行稳致远。

二业绩预期方面，根据已发布中报业绩的数据来看，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。综合判断，未来一周上市公司中报密集收官后，预计市场对业绩前景的预期有望上修（近期市场对沪深 300、剔除金融两油的万得全 A 的业绩一致预期正逐步小幅上调），基本面预期上修或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的主要驱动力。

2、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：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，正改善 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。以上两大逻辑驱动下，近一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来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，近期流动性驱动力边际收敛，中期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行情或渐入尾声。

根据近三十年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行为主的驱动逻辑

下，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近一月在“经济恢复放缓、流动性收敛”内部压力、及美国当局为捞取政治利益而时不时发难于中国的外部扰动因素，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、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

3、中期市场展望二：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、二季度有望进一步回升至 10%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。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

4、配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，中期深挖科技+券商龙头。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板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和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

风险提示：全球疫情秋季超预期复发，中美关系加剧紧张，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