

研报精选

2020年12月14日 第3期

宏观专栏

如何看待明年制造业投资？

报告尝试用厂房建设和设备购置跟踪制造业投资的周期波动。报告预计2021年上半年制造业投资复苏可能较为强劲，全年增速或达到10%以上，设备投资增速上行确定性强，但仍需关注紧信用风险带来的边际抑制。

扭住供给侧，注重需求侧——12月11日政治局会议点评

会议强调经济逐步恢复常态，政策对冲力度下降。报告认为，在双循环背景下，政策对需求侧改革的关注度有所提升，要求形成供给侧和需求侧相互促进的更高水平动态平衡。建议后续关注中央经济工作会议。

专题聚焦

证券行业2021主题策略：中资国际一流投行的起点和远方

报告认为，虽然短期宏观流动性有边际收紧预期，但市场政策环境及股市流动性仍有所支撑；中期来看，外资/机构/居民等长线资金助力行业稳步向上；长期来看，报告看好头部券商的成长性及战略发展机遇。

传媒互联网2021年展望：内容为王，平台助力，技术创新驱动行业发展

展望明年，报告认为网络娱乐变现潜力有望释放，内容为王，头部公司工业化、IP化、强者恒强是长期趋势；而5G时代的应用逐步成熟，云游戏和互动视频等商业潜力待开发，为行业发展带来新机遇。

宏观专栏

如何看待明年制造业投资？

近期制造业投资出现回升迹象，有可能成为接下来支撑短期内经济复苏的主要动能。我们从设备购置与厂房建设两个角度拆解制造业投资周期，核心探讨三个问题：1）如何跟踪制造业投资；2）哪些指标领先制造业投资；3）明年制造业投资走势如何。

制造业固定资产投资是跟踪制造业投资的主要指标，但在跟踪周期波动方面似乎还有不足之处，比如制造业固定资产投资与其他宏观指标的波动不那么紧密。

我们尝试用其他官方指标多维度跟踪制造业投资的周期波动，包括：

1）中游制造装备的产量，逻辑是中游制造装备的生产可以在一定程度上反映制造业设备购置的情况。我们选择金属冶炼设备、工业锅炉、工业机器人、金属切削机床、水泥专用设备的产量增速的简单平均值，来代表中游制造装备的产量增速。虽然设备购置更好的衡量指标应该是制造装备的国内销售状况，但是生产数据的统计更为全面，而且在后面的分析中可以看出，中游制造装备生产增速已经可以较好地反映制造业投资的波动。

2）厂房竣工面积。除了设备购置之外，厂房的建设情况也可以侧面反映出制造业的投资状况。受数据限制，我们选择每季度公布的厂房竣工面积同比增速来代表制造业厂房的建设情况。

从数据质量以及与其他宏观指标的相关性来看，中游制造装备产量增速能比较紧密地反映制造业投资的周期波动。

社融增速领先于设备购置投资，约2-4个季度。一方面，社融增速企稳回升往往领先于名义增速与通胀的回升，而基本面企稳往往与工业企业利润增速企稳大体同步。另一方面，社融增速改善意味着融资条件的宽松，利于企业获得外部融资。

利润增速小幅领先设备购置投资。但无论是利润的增长还是社融增速的回升，都不是厂房投资回升的充分条件。2011年以来，厂房投资与利润和社融增速的相关性较弱，并且与设备投资脱钩，背后可能反映出中国存在较多的闲置厂房。

2021年上半年制造业投资复苏可能较为强劲，全年增速或达到10%以上。从最近公布的数据来看，制造业产能利用率为77.2%，已经超过2019年3季度水平，考虑到近期工业增加值同比增速仍在继续上升，未来产能利用率仍有走高可能，反映当前的供给已经有所紧张。

结构上看，设备投资增速的上行确定性更强。但仍需关注紧信用风险对制造业投资回升的边际抑制。永煤违约事件之后，信用利差走阔、信用债净发行受到影响，企业融资可能受到一定冲击。此外，银行对部分传统行业和国企的授信额度可能也会有所调整。虽然短期政策应对及时，信用债二级市场交易逐步恢复正常。但正如我们在年度展望中所分析的，考虑到偿债负担可能已经见底，债务问题导致的“紧信用”可能会逐步暴露，可能会在明年下半年拖累制造业投资的回升节奏。

以上观点来自：2020年12月9日中金公司研究部已发布的《如何看待明年制造业投资？》

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

扭住供给侧，注重需求侧

——12月11日政治局会议点评

中共中央政治局12月11日召开会议，分析研究2021年经济工作。我们点评如下：

经济逐步恢复常态，政策对冲力度下降。会议虽然认为新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，但是强调经济运行逐步恢复常态。对于2021年，“努力保持经济运行在合理区间”的目标重新回归。相对应地，应对疫情的特殊政策逐步退出，政策对冲力度预计将下降。对比2020年7月30日政治局会议对于2020年下半年经济工作的要求，由“扎实做好‘六稳’工作，全面落实‘六保’任务”变为“继续做好‘六稳’工作、落实‘六保’任务”；宏观政策由“确保落地见效”变为“科学精准实施”。

扭住供给侧，注重需求侧。在双循环背景下，政策对需求侧改革的关注度有所提升，要求形成供给侧和需求侧相互促进的更高水平动态平衡，“提升国民经济体系整体效能”。对于科技创新，会议秉承五中全会提出的科技自立自强，继续强调“增强产业链供应链自主可控能力”，预计十四五期间促进科技自立自强的会是政策实施的重点方向。继续强调“促进房地产市场平稳健康发展”，但可能限于篇幅，未提及“房住不炒”，并不意味着房地产调控政策的放松。对于风险，会议强调了存量和增量两方面，拓展了风险的范畴。

强化反垄断和防止资本无序扩张。会议强调这一点，呼应了2020年11月10日国家市场监督管理总局发布的《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》。互联网平台经济本身具备赢者通吃的属性，具备一定的自然垄断属性，同时其拥有大量用户数据，也有一定的滥用风险。如果任由资本驱动、无序扩张的话，短期内似乎能加剧竞争，给消费者带来一定实惠，但是一旦其不受监管地完成垄断，进行垄断性定价，同时侵入更多传统经济领域，反而会对消费者福利造成损失。尤其是新冠疫情发生以来，传统接触型经济受到较大冲击，而以互联

网平台经济为代表的无接触经济反而受益于疫情冲击，使得两者的差距不断拉大。预计后续对互联网平台经济领域的监管和规制会有所加强，长期来看有助于其更为健康地发展。

后续关注中央经济工作会议。12月政治局会议定下了2021年经济工作的基调，可以说是中央经济工作会议的前奏，而后续中央经济工作会议时间更长、内容更为具体。根据往年规律，中央经济工作会议将在12月政治局会议后数天内召开。



以上观点来自：2020年12月11日中金公司研究部已发布的《扭住供给侧，注重需求侧——12月11日政治局会议点评》

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

证券行业2021主题策略：中资国际一流投行的起点和远方

短期而言，虽然宏观流动性有边际收紧预期、但市场政策环境及股市流动性仍有所支撑，券商板块短期或将维持一定的景气度；中期来看，政策持续利好、优质新经济公司陆续上市、外资/机构/居民等长线资金入市助力行业经营环境优化、盈利稳健增长；长期来看，我们更看好头部券商的成长性及战略发展机遇。关注三条投资主线：1) 龙头券商盈利高增长与估值溢价进一步提升的逻辑有望持续演绎；2) 兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展期重要主题；3) 受益于居民金融资产配置提升长期趋势的平台型零售财富管理机构。

理由：

中国经济转型发展、资本市场改革开放、居民资产配置拐点为中资国际投行的崛起提供土壤。资本市场的发展根植于实体经济，“十四五”时期我国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，将为深化资本市场改革、提高直接融资占比提供丰沃的土壤。于证券行业而言，资本市场改革带来的持续政策利好将促进短期交易活跃度提升、中长期券商业务扩容及模式升级、长期证券业系统重要性的重构。同时，居民家庭资产加速向金融资产配置、外资持续流入中国资本市场、专业资产管理机构的壮大推动中长期资金配置比例提升等，将为以直接融资为主导的资本市场高质量发展提供源头活水。我们认为，中国证券业正迎来历史性的战略发展期、中资国际一流投行亦将应运而生。

海外国际投行差异化的业务形态或为中资头部券商的发展提供借鉴。历史上投资者普遍认为，中资券商整体具有业务同质化高、模式相对初级、业绩和市场表现高度挂钩、资本回报水平及稳定性欠佳等特点；然而，近年来我们看到行业的集中度（尤其是创新业务）不断提升，头部券商的竞争优势、业务壁垒及创新布局持续加强。参照国际领先投行各具特色的差异化发展之路，我们试图为中资券商寻找成熟市场的发展对标：1) 高盛：变革创新投行业务模

式，依托强大的机构服务能力大力发展资产负债表业务；2) 摩根士丹利：坚定转型业务空间广阔、盈利性更为稳健的财富管理业务，持续加强产品/人才/科技赋能；3) 摩根大通：投行/商行业务协同发展、通过交叉销售实现优势互补；4) 嘉信理财：以经纪业务为获客手段、围绕客户需求打造多元化变现的一站式零售财富管理平台。

2021年分业务线趋势展望：1) 经纪业务小幅增长、机构表现或优于零售，受益于居民权益资产配置比例提升、海外资金持续关注人民币资产、潜在交易制度持续松绑等，市场机构化、国际化趋势下机构占比有望持续提升；2) 大投行业务乘势而上、马太效应凸显，大力提高直接融资占比、全面推行注册制助力股票融资额维持高位，同时大型新经济上市及回归进程之下头部券商参与度更高；3) 资管业务已在2020年迎来增长拐点、直接融资占比提升带来的投行红利进一步向资管业务传递；4) 资本业务方面，一方面融资业务的扩容和融券业务的突破共同推动两融余额稳步提升，另一方面投资业务进一步多元化、综合化、产品化，权益类资产或表现向上、债券资产表现则存在一定不确定性。

以上观点来自：2020年12月10日中金公司研究部已发布的《2021主题策略：中资国际一流投行的起点和远方》

姚泽宇 SAC 执业证书编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

蒲寒 SAC 执业证书编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

樊优 SAC 执业证书编号：S0080120080042

黄月涵 SAC 执业证书编号：S0080120070178

王瑶平 SAC 执业证书编号：S0080517120002 SFC CE Ref: ALE841

专题聚焦

传媒互联网2021年展望：内容为王，平台助力，技术创新驱动行业发展

展望明年，我们认为网络娱乐变现潜力有望释放，内容为王，头部公司工业化、IP化、强者恒强是长期趋势；在这个过程中产业链布局更深的平台型公司变现能力可能被进一步放大；而5G时代的应用逐步成熟，云游戏和互动视频等商业潜力待开发，为行业发展带来新机遇。

从细分板块来看，我们认为网络娱乐将持续成为传媒行业的重要赛道；但随着互联网人口红利基本消失，优质内容及变现模式挖掘将是核心重点。从产业链来看，行业玩家纵向整合业务布局加深，内容生产、渠道分发、用户变现之间的链条缩短，直观表现在网络游戏公司研运一体、买量发行及视频网站内容定制D2C模式；拥有内容与渠道优势的平台型公司有望通过内容和流量的聚集，放大变现能力，实现价值和效率的提升。从竞争格局来看，我们认为，头部公司得益于研发人才、资本实力、产品矩阵等多方位优势，市占率有望提升，并在5G技术创新中具备优势。

理由：

网络游戏：我们认为疫情带来的新增玩家和使用习惯有所沉淀，产品精品化程度提高，预计手游市场规模2021年在高基数背景下将录得14.4%增长，增速呈前低后高态势。此外，买量重要性获得进一步认可，增加曝光提升单款精品游戏流水天花板，我们认为，头部公司成为买量市场竞争主力军。在竞争格局上，我们看好头部公司随产品周期释放估值修复，品类多元化、出海市场布局成熟有望提升收入稳定性进而带来估值扩张。在产业链结构上，发行端渠道变革将提升优质研发商利润空间，及促进内容型游戏社区发展。在技术上，云游戏带来模式创新。

剧集视频：我们判断长视频平台竞合深化，D2C趋势下内容溢价愈发显现，提价与多元变现并行；伴随渠道内容投入加大，制作方与渠道方通过定制剧形

式逐渐形成更成熟合作关系，头部制作方取得风险与收益的平衡，市场份额有望提升。

电影院线：我们认为疫情缓解后电影票房增速或回归常态轨道，中性预估2021年较2019年增长5%至624亿元（不含服务费）；头部影投的市占率或进一步提升，以产业链一体化整合为目标的院线龙头以及票务大文娱平台有望持续受益。

营销广告：我们预计2021年广告业经营额增速有望回升至10%，市场将呈现三大趋势：1）需求集中化：需求将持续集中在核心互联网媒体和以梯媒为代表的高景气度线下媒体。2）模式创新化，直播带货等营销方式将继续保持较高热度，品牌广告与效果广告融合、线上与线下渠道并用的重要性获得更多认可。3）产业数字化：数据将更加深入指导广告营销过程，提升广告效率。

出版阅读：我们认为免费阅读模式继续外拓轻度阅读用户，对付费阅读形成补充，在线阅读综合平台或多元化探索创新模式；文学IP变现空间不断拓宽。一般图书市场企稳回升，教材教辅表现稳健，看好主业稳健股息收益率高的公司。

以上观点来自：2020年12月6日中金公司研究部已发布的《2021年展望：内容为王，平台助力，技术创新驱动行业发展》

张雪晴 CFA SAC 执业证书编号：S0080517090001 SFC CE Ref: BNC281

温晗静 SAC 执业证书编号：S0080119080029

焦杉 SAC 执业证书编号：S0080120060075

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2020.12.7 图说中国宏观周报：上市公司资产负债表改善,但结构性债务压力仍然存在 | 2020年11月30日-12月4日
- 2020.12.7 中国宏观简评：火爆出口背后的冷思考 | 11月进出口数据点评
- 2020.12.9 中国宏观专题报告：如何看待明年制造业投资？
- 2020.12.9 中国宏观简评：多因素推动PPI较快修复 | 2020年11月通胀数据点评
- 2020.12.9 中国宏观热点速评：社融增速或已见顶 | 2020年11月金融数据点评
- 2020.12.10 中国宏观专题报告：复苏加速可能也有赶工因素
- 2020.12.11 海外央行观察：欧央行12月议息：宽松如期加码
- 2020.12.11 中国宏观简评：扭住供给侧,注重需求侧 | 12月11日政治局会议点评
- 2020.12.13 海外宏观周报：美联储12月议息预览：更新QE指引

策略及大宗商品

- 2020.12.7 海外中资股策略周报：外部扰动不改港股资金流入
- 2020.12.11 全球资金流向监测：外资第15周流入中资股；美股流入加快
- 2020.12.13 A股策略周报：年底市场风险偏好可能偏弱
- 2020.12.13 量化策略周报：量化策略周报（223）：市场可能延续震荡走势
- 2020.12.13 海外市场观察：疫情、疫苗与政策刺激的赛跑 | 2020年12月7日~12月13日

固定收益

- 2020.12.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.12.7 简评：出口超预期,关注持续性 | ——2020年11月贸易数据点评
- 2020.12.7 简评：新发回暖,高收益表现优于投资级 | ——中资美元债周报
- 2020.12.7 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2020.12.9 简评：猪肉开始跌价,工业品处于上涨中后期 | ——2020年11月通胀数据点评
- 2020.12.9 固定收益资产配置策略周报：广义开始紧,则狭义可能开始松 | 债券相对价值体系跟踪第三十八期
- 2020.12.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.12.9 简评：社融见顶后,债券也逐步进入右侧 | ——11月金融数据点评
- 2020.12.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.12.11 中国可转债策略周报：关于转债正股的“体检”
- 2020.12.11 简评：11月房地产债券月报
- 2020.12.11 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第16期
- 2020.12.12 中国利率策略周报：如何看待人民币汇率升势的持续性？

行业

- 2020.12.7 半导体：硅片：环球晶圆收购德国Siltronic，行业加速整合
- 2020.12.7 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：海外补库驱动顺周期逻辑，内需关注后周期竣工复苏
- 2020.12.7 银行：监管成效显著，关注未来监管框架——《中国影子银行报告》点评
- 2020.12.8 机械：“顺周期”逻辑继续演绎，工业自动化、工程机械表现俱佳
- 2020.12.8 电信服务：2021年展望：乘新基建大势，把握产业数字化红利
- 2020.12.8 房地产：中金房地产周报#222：12月首周新房销售、宅地成交延续稳健增长
- 2020.12.9 汽车及零部件：批零环比走势平稳 新能源及出口强劲
- 2020.12.10 银行：社融增速如期环比微降，信贷维持同比多增—11月社融点评
- 2020.12.10 电力电气设备：六氟磷酸锂供需紧平衡，纵向一体电解液龙头加速成长
- 2020.12.10 证券及其他：2021年主题策略：中资国际一流投行的起点和远方
- 2020.12.10 日常消费：阿里线上数据月报：双十一收官，多数行业维持增势
- 2020.12.10 石油天然气：沙特1月亚洲OSP大幅上调，看好油价上升趋势中炼企盈利改善
- 2020.12.10 香港金融：如何打造国际领先的亚洲时区交易所——基于全球交易所比较视角
- 2020.12.11 科技：“芯片缺货”到底缺什么？
- 2020.12.11 建材：中金看海外·比较 | 宣伟的建涂王者之路,如何指引民族涂料崛起？
- 2020.12.11 银行：银行理财市场月报#1：净值化进程加速
- 2020.12.13 教育：高教板块FY20回顾：基本面韧性凸显，估值回归合理区间
- 2020.12.13 传媒互联网：周报：发布2021年行业展望，聚焦质优龙头、布局网络娱乐
- 2020.12.13 煤炭：供应偏紧，需求向好，短期煤价或维持强势
- 2020.12.13 科技：科技硬件周报（12/12）：“芯片缺货”问题广受关注
- 2020.12.13 电力电气设备：光伏行业年度大会召开，行业景气度提升进一步形成共识
- 2020.12.13 研究报告：碳达峰路径逐步清晰，优异回报有望驱动风光装机持续超出规划
- 2020.12.13 电力电气设备：欧盟政策落地，预期上调进一步确定，加速迈向碳中和
- 2020.12.13 机械：中金挖机利用指数：11月同比增长6.5%，下游景气无虞

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn