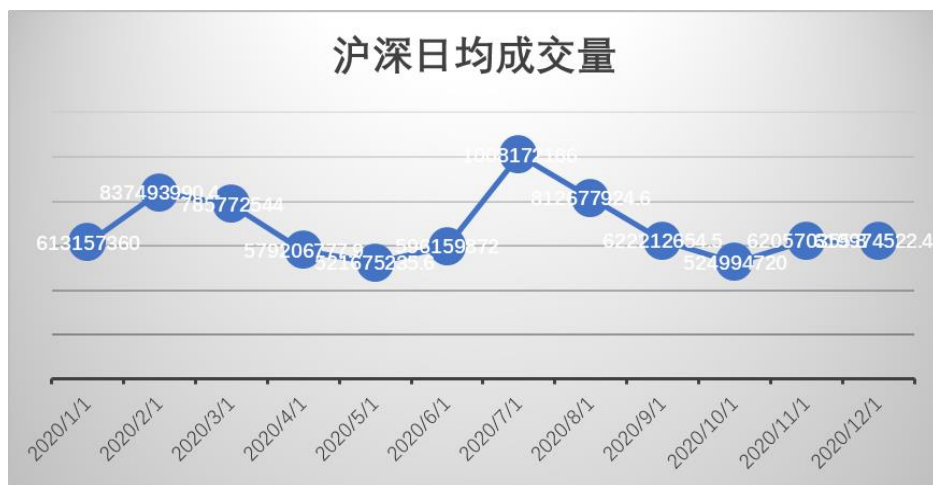


## 开局 2021 稳扎稳打

12 月 A 股收官战，借助主题和逻辑炒作，机构积极抱团消费和新能源板块，**强者恒强和龙头趋势强化是主要特征**。但从交投来看，投资者情绪仍比较克制。以几组数据为例：1) 从换手率来看，相对活跃的创业板，其 12 月 30 日、31 日连续两日创出阶段高点，但换手率仅分别为 8.57% 和 8.86%，并未显著放大；2) 融资余额虽有攀升，但融资占成交额比重仍保持在 2020 年以来的低位；3) 再以研究机构的统计数据来看，12 月 25 日股票风险溢价 ERP 持续回落至 3.08%，低于年初水平；4) 从沪深日均成交量来看，11 月和 12 月整体保持平稳，但仍处于 9 月水平。因此，从各组数据整体来看，当下市场的热度相比指数略显偏淡。或因此，趋势交易资金较多，逆势配置资金较少，一定程度上加深了“抱团”。

图 1：今年以来沪深日均成交量曲线



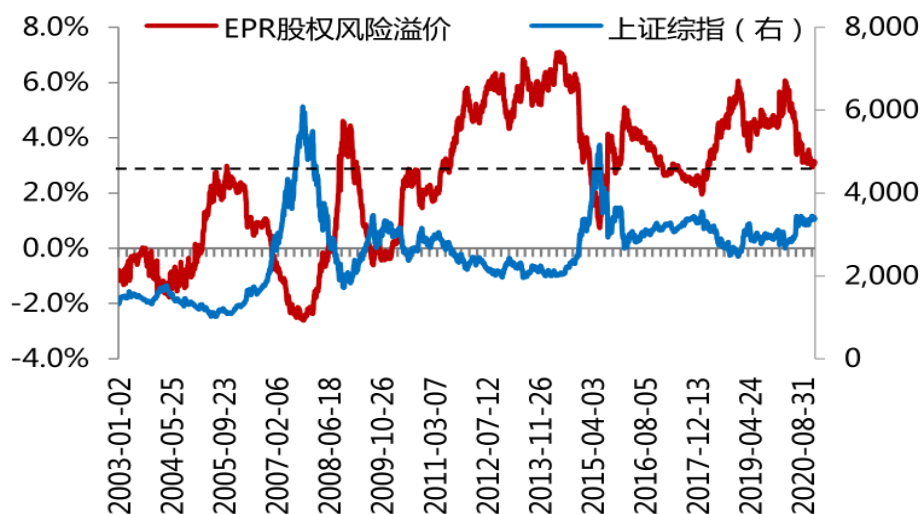
(资料来源：大智慧)

图 2：今年以来融资买入额占成交额比



(资料来源：大智慧)

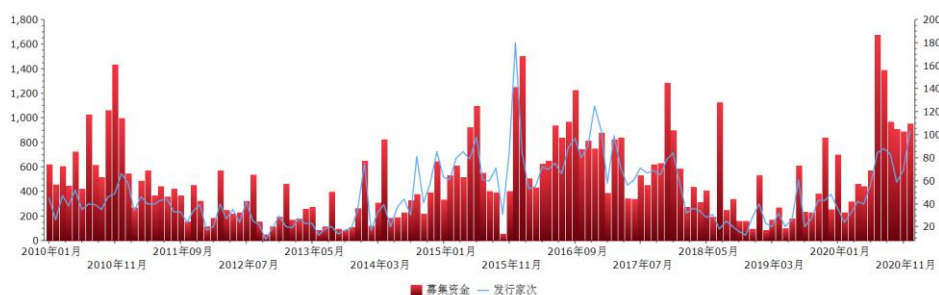
图 3：股票相对债券投资的预期回报



(资料来源：机构研究)

回顾 2020 年，**高分化和高波动两个重要的关键词**。2020 年 A 股指数领涨全球主要股指，从媒体统计的数据来看，2020 年 A 股全年成交 206 万亿元，较 2019 年的 127 万亿元增加逾 62%，也是 2015 年后成交再次突破 200 万亿元。一方面股票型和混合型公募基金以及私募证券基金规模大增，为市场带来大量增量资金，另一方面注册制下 IPO 明显提速，增加了股市的供给，A 股呈现了供需两旺的繁荣景象。（注：据媒体数据统计，2020 年共 396 家公司 IPO，首发募资 4700 亿元，分别较 2019 年增长 95%和 86%）

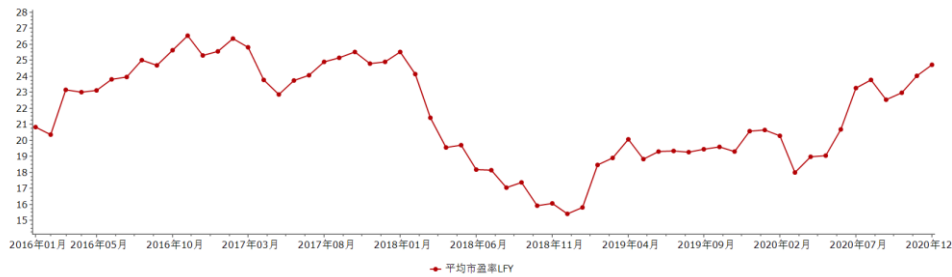
图 4：2020 年全部 AB 股股票发行规模按月统计



(数据来源：大智慧)

概念板块方面则呈现**强势板块在一段时间内成为阶段主线且持续性较强的特征**。例如，年初的科技、医药生物，年中的免税、军工，以及年尾的白酒、新能源产业等。但随之带来的是 A 股估值已不再便宜，需要用业绩提升来消化估值抬升。

图 5：近 5 年沪深两市市盈率变化



(数据来源: 大智慧)

展望 2021 年开局首个交易月，每年初历来都有对“春季躁动”的讨论，今年也不例外。驱动“春季躁动”的三大因素分别为：风险偏好阶段性抬升、盈利预期上修博弈，以及流动性。需要指出的是，虽然流动性也是影响“春季躁动”的因素之一，但绝非唯一核心，尤其是当市场预期出现大幅波动。而春季躁动中领涨的主线能否贯穿全年，关键在于业绩的兑现情况，即内生景气向上的行业。例如，2012 年的地产、2013 年的苹果产业链、2015 年的互联网+、2016 年的白酒、2017 年的大消费、2018 年的银行地产，2019 年的国产替代，以及 2020 年的半导体、新能源车和医疗器械等。换言之，未来景气度或比估值将更重要，短期的高估值可以通过企业盈利增长来消化。需要注意的是，在高分化或继续延续、机构化趋势（酒及新能源）有望加速等环境因素影响下，部分没有成长潜力的微小市值公司和此前脱离基本面的纯市场投机炒作的公司或将面临估值下修的压力。

宏观方面，2020 年 1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1-10 月份提高 1.7 个百分点；前 11 个月，全国国有及国有控股企业营业总收入达 556124.8 亿元，同比增速达 0.8%，较前 10 个月提高 0.6 个百分点；11 月份，国有企业营业总收入同比增长 6%，总成本同比增长 3.8%，利润总额同比增长 38.9%。11 月份数据显示，工业企业盈利加速改善，有利于市场估值继续抬升。

政策方面，宏观上总体基调保持了相对宽松和对经济的支持表态。中观上，去年 12 月份召开的中央经济工作会议中不仅提到了科技创新，还将粮食安全、碳中和工作等纳入重点任务。其中突出强调了要牢牢守住粮食安全主动权，并提出了具体措施，同时强调了要坚持农业科技自立自强，加快推进农业关键核心技术攻关，并首次提及种业。种子行业是农业生产产业链里重要的上游，目前全球种业已经形成育种、制种、销售三大环节为主的较为成熟的产业链。其中，育种是农业生产活动产业链中上游的关键环节。

“五是解决好种子和耕地问题。保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设。要尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。要开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。要牢牢守住 18 亿亩耕地红线，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，规范耕地占补平衡。要建设国家粮食安全产业带，加强高标准农田建设，加强农田水利建设，实施国家黑土地保护工程。要提高粮食和重要农副产品供给保障能力。要加强农业面源污染治理。”（摘自新华社《中央经济工作会议明确明年八项重点任务》）

整体而言，政策基调保持积极有为，“不急转弯”的表态有助于稳定市场信心。在基本面、政策面、流动性以及趋势预期等多个影响因素下，市场逻辑主线仍落在企业盈利上。结构性行情除了当前较热的“抱团”外，还包括前期相对滞涨但同时具备长期战略空间且存在景气

度修复的细分领域，又或者前期表现较差但业绩增速较快的行业（悲观预期消化、估值与业绩的匹配度）。

风险提示：宏观经济超预期波动、行业景气度下滑；

## 测试进程提速 数字化转型需求强烈

数字人民币（DCEP，Digital Currency Electronic Payment）是一种加密电子货币，与各类流行的电子支付不同，数字人民币本身就是货币，在货币定义中等同现金（M0），具有离线支付、可控匿名、法偿性及安全性高等特点。去年来看，**数字人民币测试进程明显提速。**

2020年4月，中国农业银行推出的内测版数字人民币还开发了“碰一碰”功能，交易双方不用联网，就能面对面转账。

2020年8月14日，商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，提出在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部等具备条件的地区开展数字人民币试点。责任分工为由人民银行制订政策保障措施；先由深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情况扩大到其他地区。

2020年8月29日，中国建设银行的数字人民币钱包上线测试。

2020年10月8日，在结合当地促消费政策之下，深圳市联合央行推出了“礼享罗湖数字人民币红包”活动，即面向5万名在深中签人员发放了共计1000万元的数字人民币红包。

2020年12月5日晚间，央行数字人民币红包试点工作在苏州正式启动预约。

2020年12月7日，近日，中国人民银行数字货币研究所(简称“数研所”)与银联商务股份有限公司(简称“银联商务”)签署战略合作协议，共同研究数字人民币试点测试中线上线下支付场景等领域的创新应用。

2020年12月12日晚，京东数科发布数字人民币12.12电商平台消费战报，数据显示，从12月11日20时-12月12日20时的24小时，在京东场景有近20000笔订单通过数字人民币支付，其中最大单笔线上支付金额超过1万元。

2020年12月15日，一位消费者在众安保险APP用数字人民币购买了尊享e生2020版保险，这意味着全国第一张使用数字人民币支付的保单成功出单。

2020年12月29日，丽泽桥西的金唐大厦，一家名为漫猫咖啡的咖啡店内启动了数字人民币应用场景测试，获得授权的消费者已经可以用数字人民币钱包支付购买各类商品。

此外，2020年各国央行也在竞速数字货币研发与测试。当地时间10月9日，日本央行表示，该行将在2021财年（自2021年4月始）对数字货币开展可行性研究；欧洲中央银行10月

发布的一份报告说，该行计划于 2021 年年中就是否启动数字欧元项目作出决定；澳大利亚央行 11 月宣布，将与联邦银行、澳大利亚国民银行等合作，利用分布式账本技术（DLT）探索大规模发行中央银行数字货币的可能用途和影响。

从数字人民币产业链来看，

首先，其安全性需要加密技术来保障。安全加密厂商主要包括：商用密码销售、电子认证服务等信息安全服务的提供商，其业务涵盖提供网银数字证书、合同电子签名、密码算法、用户实名认证等领域。

其次是银行侧的解决方案，例如大数据处理方案可以应对数字货币推行后银行数据量、业务量剧增的问题。渠道整合的方案也有利于新增数字人民币支付渠道的接入，实现统一的对账、监控和资金头寸管理；

最后是数字货币流通端的支付终端厂商，除了传统线下支付设备外，现阶段该类厂商也不断发展线上的移动互联支付，为数字人民币在线上与线下的流通提供保障。

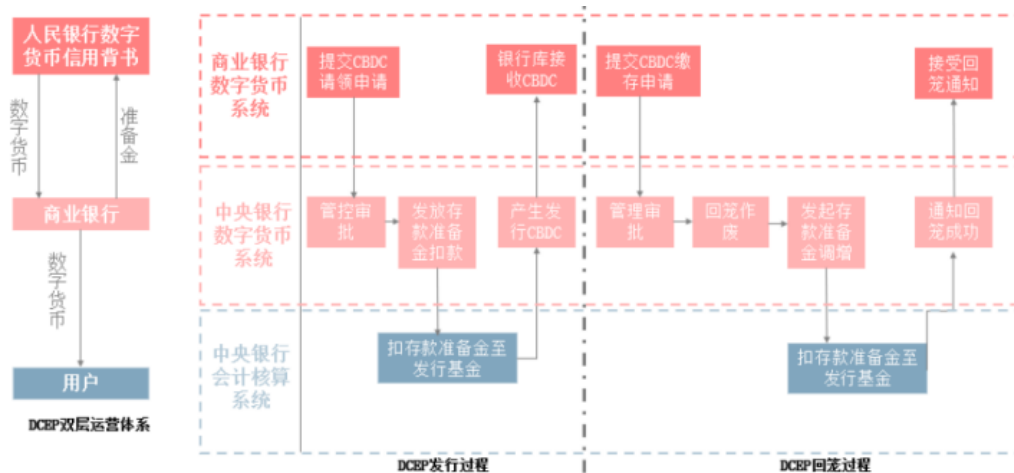
图 6：DC/EP 产业链



（资料来源：公开资料）

因此，数字货币将加快银行数字化改革，尤其当居民金融服务获得更好的数字化体验后，传统的业务模式将受到冲击，数字化改革将给整个银行 IT 行业带来更大的增量。不仅如此，产业链上的参与方还有第三方支付平台/公司、C 端用户、商户端和产业服务商，它们将分别催生银行 IT 系统升级、账户管理需求，以及来自推广应用流量优势企业的配合。

图 7：我国央行数字货币运行机制



(资料来源：央行数字货币研究所，研究机构)

上市公司中，**神州信息**参与了某国有大行 DCEP 测试以及相关推广工作，涉及加密数字货币的电子支付场景测试。公司目前已完成数字钱包系统的研发，包括手机 APP 和数字钱包的后台管理系统；

**长亮科技**是业内率先提出并率先落地实施商业银行互联网转型解决方案的企业，公司产品覆盖近百家客户国有大行及股份制银行、城市商业银行、农村商业银行、海外金融机构以及泛金融机构等；

**御银股份**为银行类金融机构提供 ATM 运营服务，公司负责提供 ATM 设备、网点选址、设备维护、技术支持等服务；

**拉卡拉**已经与央行签订了战略合作协议，在央行指导下开展数字货币的试点工作；

风险提示：政策不确定性、区块链技术发展不及预期；

## 新能源车产业链里的重要配套设施

随着电动汽车业迅猛发展，产业链上的配套环节也越来越受重视。其中，充电桩是新能源车的重要前提和保障。而不匹配的充电桩数量造成了新能源车主的充电焦虑，成为制约产业发展的因素之一。此前，充电桩被纳入新基建，其有望与通信、云计算、智能电网、车联网等技术融合。

对于充电桩产业链上的公司而言，**收取充电电费和服务费是充电桩运营商最基本的盈利来源**。但是，目前行业存在前期投入成本高、投资回收周期长、充电桩使用率低等问题，成为困扰充电桩运营商的盈利难题。因此，提高充电桩的使用率、降低单位功耗投资成本、优化充电桩位置布局、平滑电网负荷曲线、合理安排充电时间等措施将有利于企业提升盈利能力并提高社会效益。

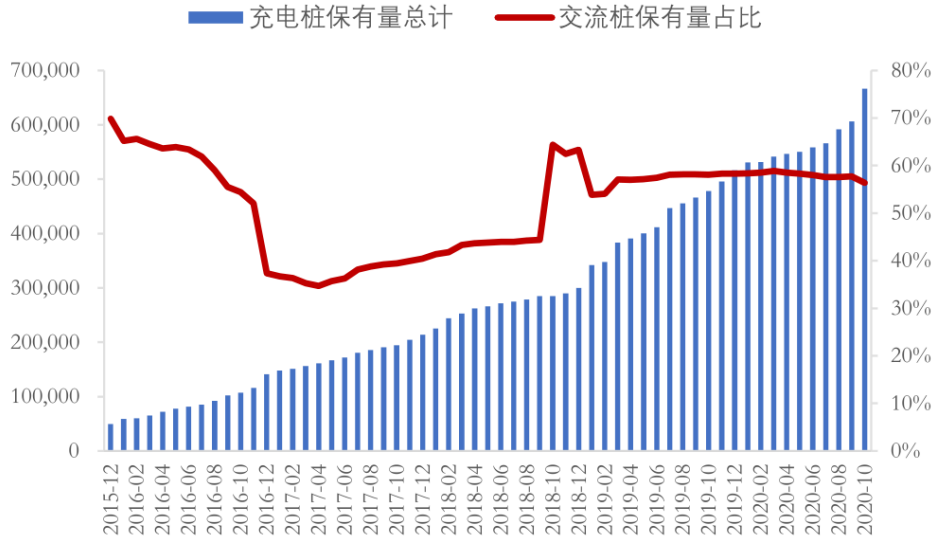
从产业链来看，充电桩产业链包括：

- 1、上游，元器件和设备生产商（技术门槛低，产品差异化程度低，竞争激烈），主要负责提供各种充电桩元器件和充电设备；
- 2、中游是充电站建设和运营商（核心环节），负责充电站的搭建和运营，提供充电服务。目前充电桩运营商的盈利主要来源于服务费、电力差价、补贴、增值服务。其中，收取充电电费和电费是大部分运营商最基本的盈利方式；
- 3、下游，新能源汽车用户，在充电桩上进行消费（B端客户对充电的需求和C端用户不同，对充电桩的使用率和设备提出了更高的要求）；

按功能技术来分，充电桩的充电分为交流充电和直流充电。分别来看：

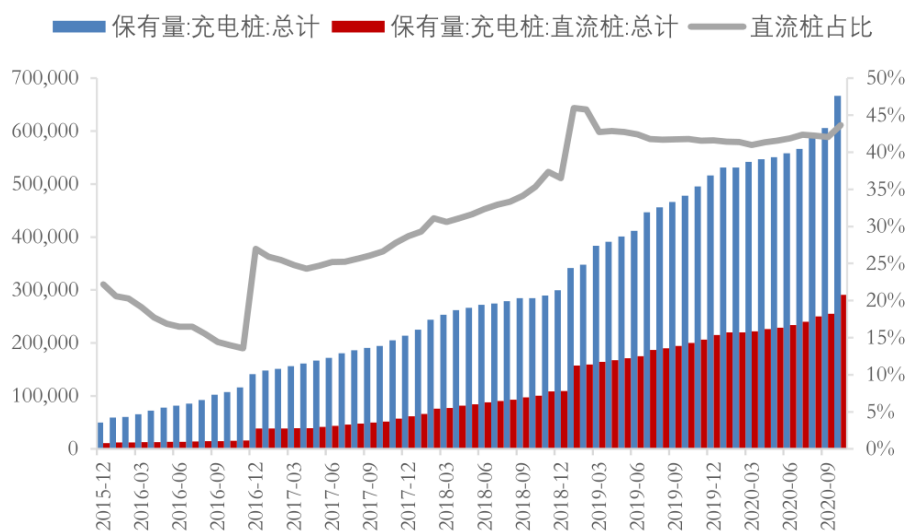
- 1、交流充电桩（慢充）是通过车载电机为电动车电池充电，交流充电桩只提供电力输出，没有充电功能。交流充电桩大多安装在居民小区的停车场内，交流充电桩的技术和结构都较简单，安装成本也较低；
- 2、直流充电桩（快充），是先将交流电转化为直流电，再通过充电插口直接给电池充电。直流充电桩的技术和设备都比交流充电桩复杂，不仅需要大体积变压器、交直流转换模块，还需要配备谐波抑制装置等。复杂的技术和设备导致直流充电桩的造价成本较高，使用率低使得投资回报周期变长，再加上前期投入成本大。

图 8：交流充电桩市场保有量



（数据来源：机构研究）

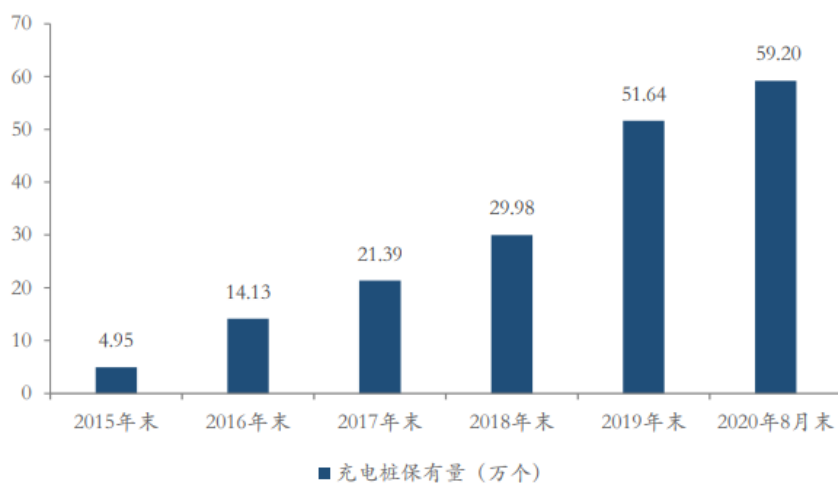
图 9：直流充电桩市场保有量



(数据来源: 机构研究)

根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟的统计数据，截至 2019 年底，全国公共类充电桩共 51.64 万个，其中交流充电桩 30.10 万个，直流充电桩 21.50 万个，交直流一体充电桩 488 个。2019 年月均新增公共类充电桩 1.5 万个，2019 年 12 月同比增加 55.90%。

图 10: 我国公共充电桩保有量统计



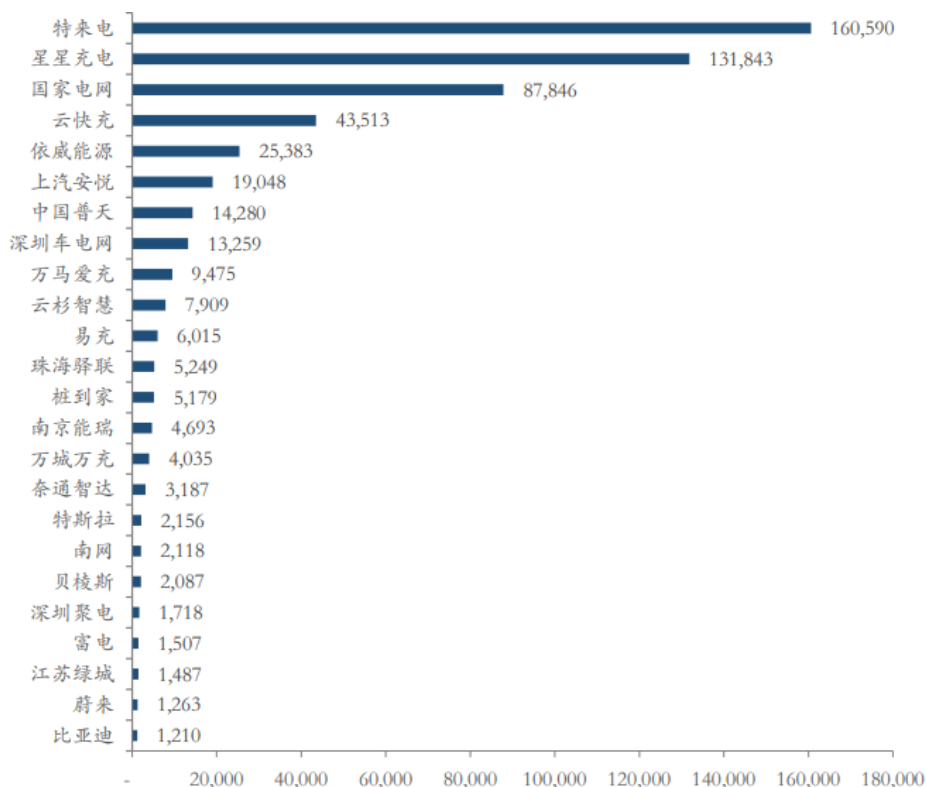
(数据来源: 《特锐德: 向特定对象发行股票之募集说明书(注册稿)》)

在提升企业盈利水平的途径里，提高充电桩的使用率最为直接有效。数据显示，我国的车桩比从 2015 年的 7.8:1 下降至 2019 年的 3.5:1，未来车桩比仍有下降空间。需求上(使用频率)，除了私家车外，公用桩的用电量需求是最大的。除了公交系统外，出租车电动化率提升以及近两年兴起的网约车(以 PHEV 为主)也有望贡献电量。在这其中，差异化的服务场景需要精细化的运营来提升充电桩企业利润。

近年来，充电桩在经历行业初期的野蛮成长到加速洗牌，行业集中度不断提升。从技术端来看，大功率直流充电桩适用于运营车辆的充电场景，IGBT 是直流桩电源模块中最核心的零部件。运营商方面，截至 2020 年 6 月底，全国充电桩保有量大于等于 100 台的规模化运营商合计 24 家，其中运营数量超过 10,000 台的仅有 8 家，头部企业已现。



图 11：截至 2020 年 6 月末规模化运营商公共类充电总数量（台）



（数据来源：《特锐德：向特定对象发行股票之募集说明书（注册稿）》）

上市公司中，**特锐德**已经形成了“自建+运营”的充电设施运营模式。2019 年，公司累计充电量已达到 21 亿度，占行业全部 51.65 亿度公共充电量的 41%。同时，截至 2020 年 6 月底，公司的公共类充电桩运营数量达到 16.06 万台，位居行业第一位；

**科士达**的充电桩产品包括充电桩模块、一体式直流快速充电桩、分体式直流快速充电桩、壁挂式交流充电桩、立柱式交流充电桩等。公司根据市场需求完善产品系列，推出的 240KW 直流一体式充电桩、360kW 八枪直流分体桩等产品得到规模使用；

**盛弘股份**加大与充电运营商及出行服务商的合作力度。其中，公司与滴滴出行旗下的小桔充电进行合作，成为其重要的合作伙伴；

**中恒电气**面向公共充电领域推出新一代 360KW 高功率直流充电桩，有效满足大功率快充需求。在运营服务方向，为公交公司、出租车公司等客户提供充电运营服务，平台充电量 2019 年同比增长 484%，客户增长 171%。在充电运维领域，推出智能运维平台及充电桩运维小程序，提供全时、全方位运维服务。

风险提示：充电桩建设进度、产业政策变动、新能源车销量不及预期；

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。