晨会报告

国都证券研究所晨报 20210205

【财经新闻】

- 评估试点优化制度，稳步推进注册制改革
- 人民币升值对实体经济影响有限
- 解决大城市住房问题须补租赁短板

【国都策略视点】

- 结构性牛市下头尾部企业分化趋势不变

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3501.86	-0.44
沪深300	5473.95	-0.21
深证成指	15105.94	-0.84
中小板综	12975.58	-1.27
恒生指数	29113.50	-0.66
恒生中国企业指数	11563.50	-0.76
恒生沪深港通AH股溢价	135.65	0.31
标普500	3871.74	1.09
纳斯达克指数	13777.74	1.23
MSCI新兴市场	1387.61	-0.36

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	食品饮料	1218.26	1.99
2	银行	3085.77	0.39
3	采掘	1869.90	-0.02
4	非银金融	3018.37	-0.15
5	电气设备	3764.66	-0.25

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	56.46	0.91
纽约期金	1794.10	-2.22
伦敦期铜	7814.50	-0.43
伦敦期铝	1994.50	0.91
波罗的海干散货	1327.00	-3.84

近期研究报告

研究员：王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：黄翱
电 话： 010- 87413656
Email： huangao@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】

■ 评估试点优化制度，稳步推进注册制改革

【上海证券报】上海证券报头版刊文称，股票发行注册制改革是“十四五”时期资本市场改革发展的“牛鼻子”工程。证监会系统年度工作会议在部署今年工作重点时提出，要做好注册制试点总结评估和改进优化，加快推进配套制度规则完善、强化中介机构责任等工作，为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件。

权威专家表示，股票发行注册制改革已经在科创板、创业板落地实施，目前看实施效果良好，受到市场认可，这意味着注册制改革有了良好开端，但其各项制度安排尚未经历完整市场周期和监管闭环的检验，有些制度还需不断磨合和优化。

统计显示，科创板设立迄今，已有上市公司 225 家，IPO 融资额约 3000 亿元，总市值超过 3.5 万亿元。其行业高度集中在高新技术产业和战略新兴产业，集成电路、人工智能等新一代信息技术行业和生物医药行业领域合计占比约 55%。创业板启动注册制改革以来，注册制下新上市的公司已有 76 家，IPO 融资额约 725 亿元。

从科创板增量试点到创业板增存量并举的注册制改革，正在不断夯实全市场推行注册制的基础。中国人民大学中国资本市场研究院院长吴晓求认为，中国资本市场未来改革的核心内容，主要体现在以注册制改革为先导的整个资本市场系列制度变革。注册制改革是现阶段资本市场最重要、最市场化的改革，实施注册制改革，意味着中国资本市场市场化时代的来临。在他看来，“十四五”时期，资本市场将继续朝着市场化改革的方向前行。科创板注册制落地已有一年多时间，创业板试点注册制也已运行近半年，未来条件成熟的时候，注册制应当在中小板和主板市场稳步推行。

近期，中办、国办印发《建设高标准市场体系行动方案》，明确提出稳步推进股票发行注册制改革，坚守科创板定位，突出“硬科技”特色，评估完善注册制试点安排，深化以信息披露为核心的股票发行注册制改革。

近日，证监会发布了《首发企业现场检查规定》，明确 IPO 现场检查覆盖所有沪深市场板块，加强首发企业信息披露监管，严把 IPO 入口关，压实中介机构尽职，督促切实展现真实的公司，从源头上提升上市公司质量。

据悉，下一步，监管部门将坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，稳步推进注册制改革。

据了解，未来科创板将继续坚守板块定位，支持和鼓励更多“硬科技”企业上市，更好发挥科技创新策源功能，在推动科技、资本和实体经济高水平循环方面展现更大担当作为。同时，继续种好资本市场深化改革的“试验田”。以注册制改革试点为引领，大力推动“有效市场”发挥决定性作用，及时启动“有为监管”弥补市场失灵。

全国股转公司也将“持续推进新三板市场改革，进一步夯实市场发展基础，积极做好在新三板实施注册制准备”列为下一阶段的工作重点，将研究完善发行承销、信息披露、持续监管等市场基础制度，推进智慧监管体系建设、数据治理等基础工作。

权威专家指出，建立扎实的制度基础，营造良好的市场生态，注册制改革的全面实施才能水到渠成。真正为全市场推行注册制打牢基础，是今年资本市场改革的核心任务。同时，实施注册制改革不能仅从发行端入手，而是要统筹考虑、系统性规划，其中提高上市公司质量和坚决实施退市改革是重中之重。

吴晓求也指出，“十四五”时期资本市场要全面完成的市场化改革，必须在各个领域、各个层面齐头并进，包括在信息披露、并购重组、交易制度、退市机制以及监管体制等方面，都要作出改革完善。

■ 人民币升值对实体经济影响有限

【经济日报】2 月 4 日人民币对美元汇率中间价报 6.4605，较前一交易日上涨 64 个基点。截至目前，人民币升值行情已持续 8 个月，这给我国外贸企业尤其是出口型企业带来较大成本压力。

专家认为，尽管部分出口型企业在人民币升值期间出现了一定的汇兑损失，但整体来看，人民币升值对实体经济的影响不大。企业要树立汇率风险中性的理念，做好汇率风险管理，从而实现稳健经营。

多重因素推升人民币汇率。禧天龙科技有限公司外贸总监卢永升告诉记者，人民币持续升值，对出口企业的影响，首先是直接产生的汇兑损益，即净利润损失；其次是由于订单价格上涨，老客户返单量减少或是取消返单；新客户产生观望等待情绪，意向订单延缓成交。而订单成交时间不确定对工厂的生产排产等都会产生影响。“人民币汇率升值幅度超出市场预期。”中国民生银行首席研究员温彬认为，这是多种因素共同作用的结果：一是中国经济基本面持续向好的有力支撑；二是中国国际收支双顺差的不断推动；三是美联储重新开启量化宽松货币政策导致美元贬值，使包括人民币在内的非美元货币出现被动升值。

国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英近日表示，2020 年下半年以来，人民币对美元升值，主要是内外部环境变化的市场反应。从国内看，我国经济逐步恢复，外贸、投资、消费等指标都稳中向好，货币政策保持正常化。同时，金融部门

对外开放不断推进，人民币资产对外资吸引力增强。从国际上看，发达国家疫情还在蔓延，经济表现疲弱，美元指数快速回落，非美元货币对美元总体普遍升值。

对于今年人民币汇率的走势，温彬认为，上半年出口形势总体预期比较乐观，加上国际资本继续流入内地资本市场，人民币还有升值压力；从中长期看，外汇管理部门将继续采取措施鼓励跨境资金双向均衡流动，有助于人民币汇率水平总体稳定，预计人民币对美元汇率将在合理均衡水平上保持双向波动。

对当前出口影响不大。人民币汇率屡创新高对我国经济会产生怎样的影响？植信投资首席经济学家兼研究院院长连平表示，从宏观层面来看，人民币升值有利于进口，不利于出口。而这种升值带来的不利影响存在时滞效应，一般是两个季度左右。因此，人民币升值的时滞效应可能会在 2021 年开始发生作用。“然而疫情冲击下，全球的商品供应严重不足，主要经济体中，只有中国由于有效防控疫情，具备了较强的出口能力。我国出口大幅增长还将持续一段时间，从而可能在一定程度抵消升值对出口的抑制作用。”连平说，从短期来看，贸易企业仍有较好的业务拓展空间。中银证券总裁助理兼首席经济学家徐高认为，目前来看，人民币升值对中国经济包括出口的影响都是比较小的。一方面是因为人民币升值仍然较为“温和”；另一方面，近期人民币对美元升值，部分原因是出口表现强劲，出口结汇较多，这是正常的市场反应，并不会对出口形成明显打压。“人民币对美元汇率近期升值比较多，这背后更多是因为美元贬值幅度较大。如果看人民币对其他货币，比如说人民币对欧元，就看不到太强的升值走势。”徐高说。

数据显示，从 2020 年全年来看，人民币对美元的汇率中间价平均值是 6.8974，与 2019 年平均值基本持平。从汇率弹性来看，2020 年人民币对美元的一年期历史波动率是 4.2%，同期欧元和日元的历史波动率是 8%，英镑是 11%。与其他主要货币相比，人民币汇率保持基本稳定。

企业应做好汇率风险管理。对出口型企业来说，随着未来人民币汇率弹性进一步增强，做好汇率风险管理应当成为企业稳健经营的“必修课”。“要树立汇率‘风险中性’的理念，做好汇率风险管理。”温彬建议，企业可以利用人民币远期、期权、掉期等衍生工具锁定汇率风险，从而确保企业稳健经营。

所谓“风险中性”，是指企业既不追求人民币升值、也不期待人民币贬值，无论汇率是升是降，都能正常看待。数据显示，2020 年企业套保比率为 17.1%，较 2019 年上升 2.7 个百分点，显示市场主体“风险中性”意识有所增强。

王春英表示，人民币汇率以市场供求为基础，双向波动是非常自然的特征。企业的经营决策人员，要认清人民币汇率市场化改革的大方向，把汇率波动纳入日常财务决策中考虑。

连平认为，外贸企业一方面应该考虑多使用人民币作为结算货币，努力规避汇率风险。当前的国际贸易环境是中国商品供不应求，这给了外贸企业在选择结算币种上更多话语权。另一方面，外贸企业可以安排以欧元和日元等货币进行结算，适度抵消美元贬值带来的损失；还可以采用“锁汇工具”，通过远期等工具将远期汇率锁定，以降低汇率风险。同时，要注意到在全球供给能力复苏之后，人民币升值抑制出口的作用放大，外贸企业也可能面临订单下降的风险，建议外贸企业合理调配采购和销售节奏，使得购销两端适配。

■ 解决大城市住房问题须补租赁短板

【证券时报】深圳、北京、上海相继出台房屋租赁市场监管新规，从完善长租公寓监管制度和加大住房租赁支持力度入手，引导住房租赁市场健康发展。

去年以来，各地长租公寓频频爆雷，租客和业主都成为受害者群体，政策出台旨在堵住此前长租公寓企业的各类资金漏洞，“高进低出”、“长收短付”等经营模式被遏制，长租公寓市场必将迎来大洗牌。

除此之外，深圳提出要落实被强调许久的“租售同权”。大力推进公共服务均等化，结合深圳户籍迁入的相关政策，逐步推进租赁住房在积分入户政策中与购买住房享受同等待遇。在加大学前教育和义务教育学位供给的同时，优化租赁住房积分入学政策。

租售不同权是租赁市场发展的重要阻碍，逐步推进租赁住房在积分入户与购买住房享受同等待遇，有利于像深圳这样的大城市吸引和留住更多人才。而在“租售同权”中，最受普通市民关注的莫过于教育问题，最近，“天价学区房”引发热议，学区房高价现象在许多城市普遍存在。目前，深圳义务教育阶段学位供给依旧紧张，优质学区房和普通学区房也许只是相隔一条街，但价格却可以相差几倍。在优质学区房稀缺的情况下，很难实现“同权”。即便实现同权，学区房的租金会不会由此大幅上涨？这些细节问题仍有待解决。

受多种因素影响，国内房地产市场近期出现分化，北上广深等一线城市房价在原本已高企的基础上再度出现“躁动”。必须认识到，让这些大城市房价回到普通人能够承担的水平，短期内并不现实，要真正解决大城市的住房问题，还得从租赁入手。然而，长期以来国内房地产发展“重购轻租”，房价大幅上涨，住房租赁市场却长期不规范。因此，解决大城市住

房突出问题，进一步引导和培育公众住房租赁消费观念，健全和完善租赁市场政策，补齐租赁市场短板刻不容缓。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：结构性牛市下头尾部企业分化趋势不变

1、个股表现、估值与市值大小呈现较强的正相关性。

1 月全 A 个股表现按市值分布统计表明：

1）个股表现与总市值大小呈现较强的正相关性：市值越大，个股表现越强，反之亦然；1 月总市值 1000 亿元、500-1000 亿元以上的公司各平均上涨 5.8%、5.0%　而总市值在 100-200、50-100、20-50、低于 20 亿元的公司平均跌幅依次高达-2.7%、6.9%、9.9%、12.4%；

2）估值与总市值也呈现较强的正相关性：不同等级总市值区间的个股滚动 PE 中位数，与市值大小呈现较强正相关性，即总市值越大估值中位数越高，亿元总市值 1000 亿元以上、500-1000 亿元区间的个股滚动 PE 中位数分别为 46.4、43.5 倍，而总市值在 20-200 亿元区间的个股滚动 PE 中位数在 26-30 倍。

3）市值分布显著呈现倒金字塔型：总市值 1000 亿元的个股仅 13 家，数量占比仅 3.3，但总市值占比高达 50.2%；而总市值 100 亿元以下的个股共　2852 家占比 71.0%，但总市值合计占比仅 13.9%。

2、头部与尾部企业表现分化能否持续？—近十年大小盘风格指数走势对比及其逻辑简析

以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十年两者走势经历了同步-分化-同步-加剧分化的四个阶段，具体走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

1）16 年以前，大小盘走势基本同步，且小盘较大盘指数相对收益 50-100%；指数走势同步且小盘风格强于大盘风格指数，驱动逻辑主要为 4G 为首提振的移动互联网科技成长领涨、中小投资者直接入市炒小炒题材氛围较浓；

2)16 年 1 月底至 18 年 1 月底，大盘指数涨而小盘指数震荡下跌，风格持续分化两年，大盘较小盘指数相对收益 30-65%；指数分化驱动逻辑主要为供给侧改革、资本市场开放红利引入境外资金；

3）18 年 1 月末至 20 年 7 月中旬，大小盘风格回归同步，期间大盘较小盘指数相对收益 10%以内；指数基本同步的驱动逻辑主要为中美贸易摩擦、宏观去杠杆等系统性压力；

4）20 年 7 月中旬至今，大盘趋势走强而小盘震荡下跌，两者明显分化，且 10 月中旬以来加剧分裂，5 个月内大盘较小盘指数相对收益高达 30-45%；指数加剧分裂的驱动逻辑主要为注册制常态化发行扩容至创业板（近日媒体报道或于今年两会后全市场推广注册制发行）、退市新规下尾部企业壳资源价值丧失、居民入市方式改以积极认购基金为主，定价权转移至机构，从而强化行业龙头或蓝筹白马马太效应。

综合判断，以上注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。

3、部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段。2020 年 12 月 25 日至 21 年 1 月下旬跨年行情如期启动，但表征头部、尾部上市公司的指数表现强弱分化显著。在欧美疫情仍未防控见效前，预计全球宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股的第二阶段业绩增长预期提前反应较为充分，正步入三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金重仓的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）达 35 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间；因此可以判断，当下头部-尾部企业的加剧分化的跨年行情，正推升白马龙头股进入泡沫化初期阶段。

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