晨会报告

国都证券研究所晨报 20201113

【财经新闻】

- 证券时报头版：民营企业效益改善传递积极信号
- 证券日报头版：中国经济高质量发展动力足，已成全球经济增长“引擎”
- 经参头版：10 月金融数据显示货币政策收效良好

【行业动态与公司要闻】

- 新疆：棉企收购放缓，预约入库正常
- 天津市工商联与中国工商银行天津分行等签约，民营经济再添新亮点

【国都策略视点】

- 策略观点：年末估值切换可期

研究员：王树宝
电　话：010- 84183369
Email：wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联　人：苏国印
电　话：010- 84183274
Email：suguoyin@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】

■ 证券时报头版：民营企业效益改善传递积极信号

证券时报头版刊文称，近日，中国中小企业协会的一项调查显示，由于供需同步改善，加之惠企纾困政策持续落地显效，中小企业效益状况略有改善。10 月中小企业发展指数（SMEDI）连续 4 个月持平或上升，目前已升至今年 2 月以来最高点。除此之外，多项经营指标也显示企业经营有改善的态势。中小企业中绝大部分是民营企业，这类市场主体活力正在增强，保市场主体的政策效果显现。

企业经营改善的态势在外贸领域格外突出。10 月小型企业新出口订单指数录得 52.8，为 2013 年 1 月有数据记录以来新高。在我国进出口总值连续 5 个月正增长的背景下，前 10 月，民营企业进出口货值不仅实现了两位数增长，占外贸总值的比例也较去年同期提升了 3.9 个百分点。其他指标方面，从更长周期来看，三季度规模以上小型企业利润同比增长 15.8%，比二季度加快 1.7 个百分点。随着市场持续回暖，民企投资意愿有所回升，三季度民间投资下降 1.5%，降幅比上半年收窄 5.8 个百分点。

民营企业经营向好，与国内全面推进复工复产密不可分。中国中小企业协会的调查结果显示，96.75%的受访企业已复工，复工情况最好的交通运输邮政仓储业，复工率为 99%，最弱的住宿餐饮业复工率也达到 94.21%。全面复工复产形成了稳定的供给能力，这是企业能够有效对接国内外需求的基础。

民营企业经营向好，也与广大企业不等不靠，努力找出路密不可分。民营企业抓住电子商务、远程教育、远程医疗、卫生防护、洗涤和消毒用品需求急速增加的情况，快速复产转产。

民营企业经营向好，还与一揽子宏观政策落地显效密不可分。疫情发生以来，为帮助中小企业复工复产、渡过难关，政府从财税、社保、金融等 8 个方面陆续出台了 90 多项政策措施。今年前 8 个月，全国累计实现减税降费超过 1.8 万亿元。截至 9 月末，普惠小微贷款余额也达到了 14.6 万亿元，同比大幅增长了 29.6%。一系列优化营商环境、减轻企业负担的政策措施取得了积极成效，企业发展环境进一步改善，企业普遍反映社保和医保费减免缓征政策“含金量”尤为高。

多方面共同努力下，民营企业经营状况得到改善。但必须看到，企业发展仍然面临压力与挑战，还有一些企业反映部分政策落实存在堵点。在当前经济形势仍然复杂严峻的情况下，企业对降成本的政策诉求仍较为强烈，企业信心恢复的基础也有待巩固。所以接下来还要继续落实落地已经出台的政策措施，打通政策堵点，进一步改善营商环境，简政放权，更好地让政府各个部门服务企业，进一步激发民营企业的活力。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：中国经济高质量发展动力足，已成全球经济增长“引擎”

证券日报头版刊文称，“2019 年中国经济总量占世界的比重达到 16.3%，今年国内生产总值将突破 100 万亿元。”——11 月 11 日，国家发展和改革委员会副主任唐登杰在中国发展高层论坛 2020 年会上透露了一个重要数据。他表示，在世界经济增速大幅下滑、主要经济体普遍低迷的情况下，中国经济成为全球经济增长的主要动力源。

笔者认为，“中国经济成为全球经济增长的主要动力源”实至名归，特别是在今年新冠肺炎疫情的影响下，我国经济稳步回升并领跑全球主要经济体，展现出强大的韧劲和潜力，中国经济正成为世界经济发展动力最足的“引擎”。

今年以来，在疫情的影响下，我国经济增长的曲线图也出现了先抑后扬：一季度 GDP 同比下降 6.8%，投资、消费等主要指标一度出现两位数下降；二季度 GDP 增速跃升至 3.2%；三季度 GDP 增速加快至 4.9%，多个指标实现年度首次转正。

根据目前发布的经济数据来看，在主要经济体中，我国的经济是恢复最快、发展最好的。今年 10 月份，国际货币基金组织（IMF）发布报告称，预计 2020 年全球经济将萎缩 4.4%，而中国经济将增长 1.9%，是全球唯一实现正增长的主要经济体。世界银行等多个国际机构也都纷纷上调对我国经济增长预期。

笔者认为，这份特殊时期的经济成绩单，彰显了中国经济在困难中育新机、在变局中开新局的强大韧性，这份韧性主要来自于三个方面。

首先，强大的消费动能成为经济增长的主要拉动力，有效增强中国经济的韧性。

“十三五”以来，我国的消费对经济增长的贡献率平均在 60%以上，14 亿多人口，人均 GDP 超过 1 万美元，人均可支配收入超过 3 万元，中国的内需和消费日益成为中国经济增长的坚实保障。

同时，消费升级发展态势明显，随着中等收入群体规模扩大和人民生活水平不断提高，享受型消费快速增长，旅游、文化、健康、养老等新兴消费的快速发展，正成为中国经济增长的新动力。中国潜在的巨大市场也为世界经济发展带来新机遇。

刚刚过去的“双 11”再次向世界展示了中国强大的消费动能：数据显示，11 月 1 日 0 时至 11 月 11 日 23：59，2020 天猫

“双 11”成交额达到 4982 亿元，京东“双 11”累计下单金额超过 2715 亿元，均再次创下销售规模新纪录。

其次，外贸外资逆势增长，超预期表现充分展现了中国经济的强大韧性与活力。

在全球经济感受阵阵“寒意”，全球贸易显著放缓之时，中国外贸进出口数据的超预期表现让复苏乏力的世界经济为之一振：三季度我国进出口 8.88 万亿元，同比增长 7.5%，其中出口 5 万亿元，增长 10.2%，进口 3.88 万亿元，增长 4.3%，进出口总值、出口总值、进口总值这三项关键指标创下了季度历史新高。

第三，新产业新业态发展向好，新兴领域动能增强，进一步激发经济活力。

今年以来，在疫情影响下，产业转型发展的动力明显加快，以互联网经济为代表的新动能逆势成长，在助力疫情防控、保障居民生活、促进经济增长方面都发挥了非常积极的作用。

数据显示，前三季度，规模以上高技术制造业增加值增长 5.9%，装备制造业增加值增长 4.7%，增速都比上半年加快。高技术产业投资增长 9.1%，加快 2.8 个百分点。网上购物、直播带货这些新业态、新模式持续火热，在线办公、远程问诊、在线教育等新兴需求非常旺盛。5G 建设、轨道交通这些新基建、新消费的带动作用也在增强。可以看出，新经济对整体经济的带动作用非常显著，新动能的支撑作用凸显，市场主体激发新活力也带动了经济的新发展活力。

笔者认为，当前，我国正在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，这不仅是我国经济高质量发展的内在需要和新动力，也是全球经济复苏增长的动力源。

（来源：证券日报）

■ 经参头版：10 月金融数据显示货币政策收效良好

经济参考报头版刊文称，今年以来，面对疫情带来的巨大冲击，货币政策维持总量政策适度、融资成本下降、支持实体经济三大确定性方向，以制度和政策的确定性应对不确定性。目前来看，这些政策正在收到良好效果，从最新公布的 10 月金融数据即可看出端倪。

据央行统计，10 月新增人民币贷款 6898 亿元，同比多增 285 亿元，低于市场预期，但结构继续优化，突出表现为居民部门的中长期贷款增速回落和企业部门中长期贷款高增。

10 月居民部门中长期贷款新增 4059 亿元，降至 3 月以来的最低水平，同比仅新增 472 亿元，是 6 月以来的最低水平，这显示“三道红线”下房地产调控效果正在显现。与此同时，企业中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 1897 亿元，表明企业的投融资需求仍然比较旺盛。

更能反映实体经济需求的社融数据同样不弱。10 月末社融存量增速回升至 13.7%，达到 2018 年初以来的最高水平，远高于去年同期的 10.6%。10 月新增社融 1.42 万亿元，同比多增 5520 亿元。

其中，人民币贷款同比多增 1193 亿元，政府债券同比多增 3060 亿元，这两项是主要贡献。此外，委托贷款同比多增 492 亿元，企业债券融资同比多增 490 亿元，均好于过去两个月水平，说明整个实体经济的融资需求仍在扩大。

在引导资金支持实体经济的同时，央行还加大打击结构性存款套利行为力度，要求在 2020 年 9 月 30 日之前将结构性存款规模压降至年初规模，在 2020 年 12 月 31 日之前压降至年初规模的三分之二，这意味着四季度还需压降结构性存款超过 2 万亿元。

受此影响，10 月存款规模减少 3971 亿元，同比多减 6343 亿元。其中，住户存款减少 9569 亿元，非金融企业存款减少 8642 亿元，但财政性存款增加 9050 亿元。居民和企业存款减少，与央行要求压降结构性存款有关。而财政存款增加且大幅超出季节性，应与政府债券发行接近尾声但还没使用出去有关。

由于存款同比少增，10 月末 M2 增速由 10.9%回落至 10.5%。与此同时，M1 增速由 8.1%大幅上升至 9.1%，显示出企业存款结构正从定期转向活期，这通常预示着企业购买原材料、加大补库存以及扩大资本开支的意愿在上升，也意味着四季度的经济复苏仍可预期。

从 10 月数据可以看出，货币政策为实体经济复苏提供了适宜的环境，金融运行正在向着央行期待的方向发展。考虑到经济将会沿着复苏通道继续回升，特别是明年上半年经济增速可能会明显加快，货币政策如何调整已成为市场关注的焦点。

在月初举行的政策吹风会上，央行表示，下一阶段稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点。一方面，特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面，对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度，此外，还要避免出现“政策悬崖”，防止政策突然中断带来的意外冲击。

综合来看，预计明年货币政策大概率会延续今年下半年的中性状态，既无需通过下调政策利率为经济复苏额外助力，也无需下调存款准备金率为银行体系提供多余流动性，而是通过 OMO 和 MLF 等常规工具保持流动性合理充裕，实现货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，并引导金融机构加大对实体经济的支持力度。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 新疆：棉企收购放缓，预约入库正常

近期，北疆地区棉花收购已经结束，企业主要以生产加工、入库为主；南疆地区除喀什地区受疫情影响收购较慢外，其他地区采摘进度达 70%左右。

截至目前，新疆库尔勒尉犁县收购已近尾声，因尾花衣分等指标不好，当地轧花厂日收购量较少，部分企业已停收。新疆库车地区籽棉收购价有所下调在 6-6.3 元/公斤左右。因目前是机采棉大量上市阶段，各轧花厂加工慢于收购，厂区小的企业籽棉容量较高，收购量有所放缓，对籽棉价格也起到了一定的影响。目前南疆企业随着收购价的下调，成本逐步走低，与北疆企业差距拉近，销售压力也有所缓解。据了解，目前当地企业预约入库正常。

（来源：Wind）

■ 天津市工商联与中国工商银行天津分行等签约，民营经济再添新亮点

2020 融洽会暨民洽会以“线上”+“线下”的创新形式举行。昨天，市工商联与金融机构签署全面战略合作协议，天津海河产业基金与 4 家科技创新企业线上云签约，为推动天津民营经济发展又增添了浓墨重彩的一笔。大会通过举办项目签约、路演等一系列活动，促进企业、金融机构对接交流，帮助民营企业特别是中小微企业缓解了融资难、融资贵的问题，促进了民营经济和资本市场的深度结合。

市工商联与金融机构签约

为民营企业提供个性化金融服务

为引导民营企业与金融机构对接，协助金融机构向民营企业提供更多个性化金融服务。昨天，天津市工商联分别与中国工商银行天津分行、中国建设银行天津分行、中国出口信用保险公司天津分公司签署全面战略合作协议。

今年 9 月，全国工商联与中国工商银行共同发布了支持民营经济发展“八融”新措施，从“融资、融智、融商、融信、融链、融创、融惠、融新”等 8 个方面，进一步加强对民营企业的全面赋能。“未来我们将根据天津民营企业发展的新特点、新需求，建设全方位、立体化的金融服务‘生态圈’，服务天津的实体经济，服务天津的民营经济。”中国工商银行天津分行党委书记、行长蒋伟表示：“此次签约后，我们将进一步发挥好服务民营经济‘主力军’‘稳定器’作用，将自身发展与民营经济深度融合，推动天津民营经济高质量发展。”

全国工商联与中国建设银行今年 10 月签署全面战略合作协议，共同发布了支持民营经济发展的企业综合服务系统，打造全面赋能民营经济高质量发展的“八大平台”。“我们将‘稳企业、保就业’和发展普惠金融，服务小微企业结合起来，纾解企业经营痛点，全力以赴支持实体经济。”中国建设银行天津分行党委书记、行长张敏表示，“建行实施流程再造，对于信用贷款发放实现自动化审批，在客户信息完整的情况下，真正做到秒申、秒批、秒贷，助力小微企业发展。”

今年 9 月，全国工商联与中国出口信用保险公司签署了《全面战略合作协议》，携手为民营企业提供全方位信用风险管理和国内外贸易保障服务，支持民营企业更好地“走出去”。“我们把信用保险的政策资源普惠、精准地提供给民营企业，特别是在疫情防控和复工复产过程中压力较大的中小微民营企业。前 10 个月，分公司累计服务民营出口企业 2830 家，支持出口近 40 亿美元。”中国出口信用保险公司天津分公司党委书记、总经理韦少敏表示：“下一步，中国信保天津分公司将与天津工商联一道，开展民营企业国际合作专项行动，上门送政策、送信息、送产品、送服务，积极支持民营企业开拓海外市场，防范和化解海外风险，不断培育有实力、有信誉的民营企业。”

助力科技创新

海河产业基金与 4 企业云签约

在昨天的融洽会上，天津海河产业基金与 4 家科技创新企业线上云签约，项目签约总金额 9755 万元。精准的投放，再次彰显了天津政府引导基金引导我市新兴产业发展、推动经济体系优化升级的初心。

昨天签约的 4 个项目中，达因建材获得了 5000 万元投放。这是一家从事全屋装配式装修的国家级高新技术企业，是首批国家装配式建筑产业基地。公司目前已形成装配式装修领域的全产业链布局，产能每年可达 10 万套装配式装修材料，产值最高可达 30 亿元。“这是一个智能制造项目。公司的产能和技术位居全国同业首位。”海河产业基金相关人士告诉记者。

又一签约项目天津一瑞生物科技股份有限公司，业务聚焦于侵袭性真菌快速检测，拥有配套的全自动检测仪器与检测试剂。

“其对真菌感染源能进行高效精准的检测，填补了国内该领域的空白，目前正积极筹备上市。”海河产业基金人士解读。这家公司已加入国家火炬计划，承担国家资源部“十三五”期间海洋经济创新发展示范项目。此次签约金额为 2100 万元。

另两个签约项目分别是天津星魅生物科技有限公司和天津美腾科技股份有限公司的优质项目。前者是一家专注于小分子的溶脂针等医美领域的创新药公司，后者隶属于大地工程开发集团，是集机械设备研发、硬件集成、软件开发为一体的科技公司。目前，两项目均已注册落户天津。

截至今年 10 月末，海河产业基金共有 41 支母基金完成工商登记注册，37 支母基金签署合伙协议，协议认缴规模 1272 亿元。36 支母基金首期出资实缴到位，累计实缴金额 312 亿元。通过投资带动 129 个项目返投天津，计划在津投资 2040 亿元，已到位 1077 亿元。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：年末估值切换可期

1、内外不确定性压力因素，已在反复震荡行情中较为充分消化。7 月中旬至 10 月底的近四个月的反复震荡行情，主要系国内货币政策回归稳健中性、流动性边际收敛大环境下，下修估值压力释放所致，及美国当局政府为赢得大选连任而升级对我国科技公司禁令；而十月份受部分高预期白马股业绩低于预期、美国大选结局的不确定性的临近，以绩优白马股轮番显著调整为标志，预示本轮震荡调整渐入尾声。

主要判断依据包括：一资金交易情绪的见底信号，此前近四个月的震荡调整期，主要指数下跌幅度普遍在 5-19%不等，从换手率、两融交易占比、陆股通等资金交易情绪的大幅萎缩见底，两市成交额最低缩量至前期峰值时的三成附近、持续萎缩至远离历史均值下方 8%附近、陆股通持续净流出近九百亿元；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性盘整基本见底。

二近期以绩优高价股调整为主，也预示调整进入尾期：近四个月的调整主线以流动性边际收敛驱动的杀估值为主，结合本轮三波震荡调整的板块差异走势、主要压力消化、市场驱动力变化的分析来看，依次经历“系统性杀跌高估值微利股领跌—估值与股价高低与表现负相关且风格差异拉大—绩优高价股继续杀估值而低估值顺周期股企稳上涨”行情；近期三季报窗口期，部分业绩低于预期的绩优高价股调整明显。

过去两年大涨的部分机构抱团白马股，近期呈现轮番高位杀跌风险，且广泛分布于消费、科技、周期等行业，诱发因素不限于业绩不及预期。机构抱团白马股的轮番下跌，短期或系年底机构锁定收益守住排名的行为所致，但中期或已反应市场驱动力或逻辑的切换，即在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，结构性动力由流动性切换至业绩基本面，高估值高价位个股波动压力上升。但从本轮调整板块顺序及近期绩优高价股调整为主判断，预计本轮震荡调整进入尾声。

近两波的绩优高价股轮番调整，估值溢价压力已释放过半，目前主要指数滚动市盈率较十年均值溢价率普遍在 20%附近；随着 20Q2 起公司业绩增速恢复上升，岁末年初估值切换至 21 年后则普遍合理，预计估值继续下修空间已不大。

3、近期展望：内外预期趋于确定性，年底估值切换行情可期。

1）A 股上市公司整体盈利预期回暖。三季报已收官，A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 16-8Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

2）中长期预期确立。五中全会公报给定了未来中长期预期，且未来随着十四五规划的制定与落实，相关产业政策与发展预期有望逐步兑现。近日公布的十四五规划及 2035 远景目标的建议，确立了我国中长期发展的指导方针、主要目标、重点任务、重大举措，

明确提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点；未来经济增长预期保持平稳较快增长（未来 15 年 GDP 年均增速 4.7%），强化科技创新与扩大内循环的产业政策预期较为确定。

3）外部最大不确定性事件基本落地。内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵；而近期压制 A 股的海外两大尾部风险，即欧美疫情反弹、美国大选。随着数个关键摇摆州的翻蓝，最新拜登获得选举人票 290 张，大幅领先特朗普的 214 张，美国主流媒体已纷纷正式报道拜登当选美国下任总统。美国大选日虽然延长为选举周，而拜登获得选举人票的显著领先优势，基本宣告特朗普后续即使采取诉讼也难翻盘，意味着近期外部最大不确定性事件基本落地。近期全球市场已进入“拜登交易”模式，资产价格普遍迎来反弹行情。

10 月中旬以来，美股、欧股基本进入单边下跌行情，普遍累计下跌 8-12%；尤其是近日波动加剧，表征市场恐慌指数的 CBOE VIX 飙升逾 20%至近六个月高点 40 附近。触发近期欧美股指快速下跌的原因，主要系秋冬交替之际欧美疫情显著反扑并创单日确诊新高、欧洲主要大国再度被迫采取封城与社交隔离等牺牲经济的举措、美国大选结局的较大不确定性、美国两党对新一轮的财政救助方案短期难以破局出台等。

主要风险：全球冬季疫情显著反弹、经贸逆全球化继续恶化、国内逆周期政策退出偏早

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