国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201012

【财经新闻】

- 从三方面着力打造更有韧性资本市场
- 合力构建“退得下”“退得稳”市场新生态
- 建立事前风险防范机制，杜绝芯片“大跃进”
- 70 城房价涨幅回落背后：调控高发期与房企“平衡术”

【国都策略视点】

- 反弹驱动力仍在释放

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3328.10	0.47
沪深300	4793.47	0.80
深证成指	13603.88	1.36
中小板综	12696.82	1.09
恒生指数	24569.54	0.11
恒生中国企业指数	9988.33	0.10
恒生沪深港通AH股溢价	146.62	-0.02
标普500	3443.12	0.47
纳斯达克指数	11516.49	0.33
MSCI新兴市场	1133.94	0.59

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	汽车	2442.41	3.51
2	食品饮料	690.84	2.68
3	电气设备	3568.16	2.41
4	传媒	2459.58	1.47
5	电子	4224.39	1.43

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.24	0.76
纽约期金	1909.40	0.13
伦敦期铜	6905.50	2.03
伦敦期铝	1839.50	-0.33
波罗的海干散货	1350.00	-4.19

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】

■ 从三方面着力打造更有韧性资本市场

【证券日报】国务院领导、一行两会和外汇管理局有关负责人将发言，对资本市场新阶段发展方略进行阐释。笔者认为，当前继续深化金融改革、进一步扩大金融市场开放，是中国为全球经济注入强大复苏力量的重要途径。从支持经济恢复增长和提升资本市场功能的角度考虑，可以从三个方面加强部署。

首先，继续加强资本市场基础制度建设。

从 2019 年科创板创立之日起，管理层以注册制改革为龙头，统筹推进交易、退市、再融资和并购重组等关键制度创新，把市场基础制度作为一个完整生态系统、完整价值链系统来谋划和架构，把该管的管住、该放的放开，释放市场主体活力，严格有效监管。今年 8 月份以来，创业板改革并试点注册制进入实施阶段，基础制度改革“扩面”“提速”；按照证监会主席易会满近日向全国人大常委会汇报时的建议，全市场实施注册制的时机越来越近，这也是完善基础制度的重要机遇。

刘鹤副总理提出的“建制度、不干预、零容忍”九字方针，是进一步深化资本市场改革的重要指引，让制度更加定型、监管更可预期、执法更加有力，市场主体的活力才能最大程度释放出来，才能在创新、竞争和守法之间找到最佳平衡。不干预要靠制度保障，零容忍也要靠制度支撑，所以，制度改革完善要驰而不息推进。要继续坚持整体设计、突出重点、问题导向，抓紧补齐制度短板，推进关键制度创新，回答市场关切，提升市场功能，增强市场参与者的获得感。

第二，着重抓好上市公司和投资银行两个关键环节。

资本市场参与主体众多，优化市场生态需要方方面面提高认识、提高运行质量，但从我国实际情况来看，上市公司和投资银行两大环节显得更为重要。这是因为，投资标的是根本、是基石，而对投资标的进行检验的首先是投资银行，投行本身还是引领投资风向的主体。

从提高上市公司质量来说，要把好“进口关”和“出口关”，优化标准、强化执行、提高效率。目前，发行注册制试点已取得阶段性成果，优化退市机制也取得积极成效；重组上市、分拆上市、小额快速融资、股权激励等创新举措相继落地。按照《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》要求，要进一步完善公司治理规则体系，盯住控股股东、实际控制人等“关键少数”，督促上市公司规范运作。

从增强我国投资银行的竞争力、打造国际一流投资银行来说，一要抓好制度落实，进一步压实投资银行作为中介机构的责任。将保荐人资格与新股发行信息披露质量挂钩管理，适当延长保荐机构持续督导期。落实好投资银行作为投资者适当性制度中介人的职责，把适当的投资产品推介给适当的投资者。二要强化投资银行特别是重点投资银行作为“理性投资、长期投资、责任投资的投资者”定位，发挥好重点投资银行引领市场投资风向的积极作用。要在减少不必要管制、创新资本和人才机制、丰富市场手段、完善公司治理等方面采取创新举措。

第三，进一步出台创新举措，不断夯实资本市场服务实体经济的能力。

把资源配置到最需要的市场主体那里去，让资产以公允的价格进行交易流动，给市场主体以稳定、积极的预期，这是资本市场服务实体经济能力的基本体现。根据我国实际情况，要进一步构建实体经济向资本市场释放需求、资本市场向实体经济反馈信号的机制。

去年以来，通过实施一系列改革举措，资本市场显著增强了适应性、包容性，一些亟须市场化融资且有较好市场前景的企业，得以在科创板、创业板上市；一些亟须重组重整的上市公司，得以市场化重组或出清。也有少数严重破坏市场秩序的上市公司、中介机构得到依法处理。这些举措是基于我国经济“基础市场空间”和“长期向好趋势”实施的，有助于增强市场主体的信心。

我们要继续紧扣经济发展大势，服务供给侧结构性改革的需要，创新支持高质量发展的体制机制。既要谋划技术层面的市场管理措施，更要多谋划关系经济发展大计的根本性改革措施。

■ 合力构建“退得下”“退得稳”市场新生态

【中国证券报】进一步深化退市制度改革已成业内共识，这不仅是提高上市公司质量的有力举措，更是加速完善市场生态、实现优胜劣汰的重要路径。完善退市标准、简化退市流程，着力解决僵尸企业、空壳公司长期滞留资本市场问题，完善投资者保护机制，凝聚监管部门与地方政府工作合力，将是未来一段时间深化退市制度改革的重点。

退市制度是资本市场的一项基础性制度，对构建有进有出、良性循环的市场生态起着至关重要的作用。健全退市机制，有利于出清低质量、高风险的问题公司，使优质公司获得更多要素资源，也有利于提高市场定价效率和完善市场估值体系，更有利于形成资本市场优胜劣汰、自我净化的市场生态。从 1999 年证券法初步确立退市制度框架以来，监管部门先后进行四次退市制度改革，目前基本形成了涵盖财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市指标体系和主动退

市机制安排。2019 年以来，46 家上市公司通过各种渠道退市。其中，强制退市 24 家，是此前 6 年强制退市家数总和的 2 倍。与国际成熟资本市场的现状和我国资本市场基础性制度改革的要求相比，退市难问题仍较突出，有待进一步深化改革，坚决落实退市制度安排。

首先，在全市场进一步完善退市标准，简化退市程序。国务院近日印发的《关于进一步提高上市公司质量的意见》明确要求，完善退市标准，简化退市程序，加大退市监管力度。监管部门已在科创板、创业板实行新的退市制度安排，对强制退市标准进行优化完善，对退市流程进行简化。比如，在财务指标类方面，取消单一的连续亏损退市指标，制定净利润与营业收入相结合的财务指标，侧重于考量上市公司持续经营能力，推动无主业、靠卖资产或财政补贴保壳的企业及时出清。再如，在退市流程中取消暂停上市和恢复上市环节。对此，有必要在总结经验的基础上，适时在全市场全面推开。

其次，着力推动僵尸企业、空壳公司有序退出。一方面，在完善标准简化程序的基础上，严厉打击通过财务造假、利益输送、操纵市场等方式恶意规避退市的行为。另一方面，完善并购重组和破产重整等制度，优化流程、提高效率，畅通主动退市、并购重组、破产重整等多元化退出渠道。目前，监管部门正进一步推进并购重组市场化改革，加快实施并购重组注册制，支持通过吸收合并、重组上市等方式有效盘活存量，鼓励优质资产注入上市公司。

第三，优化投保机制，畅通央地合作，减轻退市阻力，凝聚退市监管合力。退市难的一大原因是上市公司退市或影响地方财税收入和就业。对此，在退市制度落地过程中，一是要进一步加强对投资者合法权益的保护，特别是要拓宽投资者赔偿资金来源，更快更好地推进先行赔付、责令回购、集体诉讼制度的实施。二是强化央地合作，完善退市通报、沟通机制，加强与地方政府等有关方面的信息共享和监管合作。同时，强化退市相关的法治保障，研究完善已退市公司的监管和风险处置制度安排。

增强退市监管合力的政策信号已经明晰，“退得下”“退得稳”的新局面即将开启。可以预期，退市制度改革将步入新阶段，A 股市场将实现退市常态化，并推动优胜劣汰的良性市场生态加速形成。

■ 建立事前风险防范机制，杜绝芯片“大跃进”

【证券时报】近年来，各类资本大量涌入半导体行业，在带动行业高速增长的同时，也出现了一些“大跃进”的迹象，风险因素有所上升。一些动机不纯的社会资本拼凑编造项目，套取政府补贴、金融机构贷款或谋取土地等间接收益；一些地方政府对半导体行业的发展规律认识不足，重复建设项目过多，埋下风险隐患。

应该说，这种一哄而上投资热门产业而后出现大量损失和浪费的现象，人们并不陌生。但是，芯片行业有其特殊性，相对传统行业和一般的高科技产业来说，芯片投资项目耗资更大，动辄几十亿、几百亿甚至过千亿。一旦因不科学、不审慎或动机不良等原因造成项目失败，可能会影响到地方的后续经济发展。

针对已显现的风险，发改委表示，将按照“谁支持、谁负责”原则，对造成重大损失或引发重大风险的，予以通报问责，并从加强规划布局、完善政策、建立防范机制和压实责任等方面引导行业健康发展。这意味着，芯片行业高速发展中的一些不良苗头已受到重视，以“问责”作切入口也抓住了关键。但我们还要看到，芯片大项目的成败对地方经济和行业健康发展都有巨大影响，事后问责虽可惩罚责任人，但损失并不一定能因此挽回。要促进行业健康发展，更重要的还是得建立起一套科学的事前风险防范机制。

建立风险防范机制，除了加强行业规划和指导等纵向内容，还应包括民主化开放化决策体系、社会化监督体系（如举报、媒体监督）等横向内容。半导体处于当今科技前沿，技术变化更新快，产业竞争格局变化快，地方政府准确识别项目的质量，甚至判断资本动机的善恶，不是容易事。常识告诉我们，在大多数人掌握的信息都不充分的领域，民主化、开放化决策非常重要。

过往经验表明，许多出现问题的项目，追溯起来都与当初决策不透明不民主、未最大程度汇集信息有关。所以，不论是防范项目正常的商业风险，还是防止被居心不良的人行骗，都离不开上述横向机制。只有纵向和横向机制共同作用，芯片行业才能在繁荣和风险之间保持平衡，避免重蹈历史上一些行业发展大起大落的覆辙！

■ 70 城房价涨幅回落背后：调控高发期与房企“平衡术”

【21 世纪经济报道】今年三季度以来的密集楼市调控，终于对房价走势产生影响。

10 月 20 日，国家统计局发布数据显示，今年 9 月，70 个大中城市的新房和二手房价格涨幅均出现回落，并且回落幅度明显。在 8 月出现加速上涨的苗头后，70 城房价再度回归到温和上涨的区间。

虽然不同城市之间的房价走势差异依然明显，但一二三线城市房价涨幅均出现收窄，仍然反映出价格降温的现实，这也被认为是调控动作频繁出现的结果。

三季度是今年楼市调控最为密集的时段。7 月和 8 月，监管层连续召开会议，不仅提出以“三条红线”为主的房地产金融审

慎管理制度，还对部分房价上涨过快的城市进行“定向指导”，这种密集的动作在以往颇为少见。

这些政策措施不仅平抑了 9 月的房价，也将会对后续的市场产生重要影响。

统计局的数据显示，今年 9 月，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比 8 月回落 0.2 个百分点；31 个二线城市新房价格环比上涨 0.3%，回落 0.3 百分点；35 个三线城市新房价格环比上涨 0.5%，回落 0.5 个百分点。

二手房方面，一线城市和二线城市的涨幅也均有回落，三线城市持平。

房价上涨城市的数量变化，也体现出降温的势头。70 个大中城市中，9 月有 55 个城市的新房价格出现下降，比 8 月减少 4 个。这也是近 5 个月以来的最低值。

政策调控趋严，被认为是房价降温的主因。

随着新冠疫情逐渐得到控制，以及信贷环境的宽松，今年二季度以来，房地产市场迅速升温。到 7 月和 8 月，部分区域市场成交过热，房价也出现非理性提升。于是，中央监管层和地方政府开始密集作出政策表态，并强化楼市调控。三季度也由此成为今年调控政策出台最频繁、力度最大的时段。

根据中原地产的统计，今年 7 月、8 月和 9 月，中央和各地推出调控政策的频次分别为 32 次、32 次和 35 次。

这其中不乏一些重磅会议。比如，7 月 24 日，监管层召开房地产工作座谈会。8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会。8 月 26 日，住建部召开部分城市房地产工作会商会。这些会议的规格之高、表态之频繁，都是近年来所少见。

贝壳研究院统计显示，今年 7 月以来，（70 大中城市范围内）共有银川、唐山、徐州、无锡、成都、沈阳、长春、深圳、宁波、杭州、南京等 11 个城市出台调控政策。其中，除徐州政策出台时间较晚外，其余十城的房价均出现止涨或增速回落的现象。

此外，参加部分城市房地产工作会商会的 6 个城市中，除常州外，纳入 70 大中城市统计的沈阳、长春、成都、银川、唐山 5 城，9 月房价涨幅也均有所收窄。

市场层面，房企涨价的动力也在减弱。随着以“三条红线”为主的房地产融资管理新政开始试点，房企在减少对外投资的同时，也在加大推盘，通过回笼资金来改善财务表现。

为此，进入 9 月，以恒大为代表的一批房企启动降价促销，使得部分房企在 9 月的销售均价出现下滑。

公告显示，今年 9 月，融创、旭辉、雅居乐的销售均价均有所下降。国泰君安的分析指出，按照“三条红线”的监管要求，融创共有两项指标“踩线”，实施降价促销的恒大，三项指标全部“踩线”。

事实上，在财务压力带来推盘潮下，9 月的商品房销售规模大增。根据统计局 19 日发布的数据，今年 9 月单月，全国商品房销售面积为 1.86 亿平方米，同比上涨 7.25%；销售额为 1.87 万亿元，同比上涨 16%。两项指标均创下历史同期新高。

诸葛找房数据研究中心分析师陈霄表示，十月仍是传统营销旺季，再考虑到房企的年度任务完成情况不佳，预计四季度的销售规模仍将维持在高位。但价格方面，由于对业绩和现金流的需求强烈，多数房企不敢贸然涨价。

但与此同时，指望房企大幅让利也不现实。

9 月 17 日，河南省房地产业商会会长闭门会在郑州召开，会上，两家本地房企代表——建业集团董事长胡葆森和正商集团董事长张敬国都表示，不带头降价。

按照 30 多位河南房企掌门人和一线房企在豫当家人的观点，降价促销可能带来的后果有四：“第一，会使得已购房者的资产缩水，可能导致部分人出现过激的维权行为，不利于社会稳定。第二，房价大起大落，对金融业、建筑业、建材业、服务业等相关行业都将造成巨大影响，一损俱损。第三，可能会造成一大批房企倒闭，缺少资金、土地储备的中小型房企很难活下来，一旦倒闭，会导致烂尾楼不断增加；资金链断裂可能致使债务危机爆发。第四，消费者普遍存在买涨不买跌心理，即使降价，房企也难达到预期目标。”

无论这一“价格联盟”能否形成，房企的矛盾心态已然凸显。上海易居房地产研究院智库中心总监严跃进对此评论称，企业面临的外部环境更加复杂多变，对价格的调整也会更为慎重。

严跃进表示，短期内，多数房企仍将面临规模与利润的平衡，其价格策略也趋于稳健。预计在今年四季度，70 城房价走势仍将保持平稳。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：反弹驱动力仍在释放

1、反弹催化剂之一：国内经济基本面深度恢复。经济逐季恢复，逐步靠近疫情前正常增速。今年我国经济呈现低开高

走之势，一季度受疫情暴发与防控密集影响，生产、消费显著走弱，二季度起随着我国疫情防控见效、复工复产、复商复市有序推进，经济逐月回暖，生产与投资先行逐步正常化，三季度经济步入深度恢复期，可选消费、服务消费连续明显修复，复苏链条已从中下游传导至中上游行业，出口增速连续超预期。

具体从经济增速来看，我国 GDP 同比增速逐季走高，前三季度实际、名义 GDP 累计同比双双由负转正。20Q1、Q2、Q3 的单季度实际 GDP 各同比-6.8%、+3.2%、+4.9%，前三季度累计同比由 20H1 的-1.6%转正至+0.7%；与公司业绩更为密切相关、包含量价的名义 GDP 增速来看，20Q1、Q2、Q3 的单季度名义 GDP 各同比-5.3%、+3.1%、+5.5%，前三季度累计同比由 20H1 的-0.9%转正至+1.4%。从三季度实际、名义 GDP 增速来看，已逐步靠近疫情前 19Q4 的+6.0%、+7.4%增速，差值收窄至 1-2 个百分点了

中秋国庆长假的旅游、消费数据好于预期，提升了市场对于国内经济深度恢复信心。此前国内后疫情前中期内，旅游、电影、餐饮等线下服务消费恢复力度持续偏弱，五一、端午假期的零售额仅恢复至同期的三四成附近；但今年中秋国庆假期出游人数及消费金额可比恢复七至八成、电影票房收入创历史第二高，较上半年黄金假期回暖显著，同时长假期间零售与餐饮收入日均同比恢复正增长 4.9%；表明国内疫情防控见效后线下实体或体验式消费趋于正常化，国内经济正进入深度恢复期间。

同时，9 月货币社融数据也均超预期，信贷社融数据连续超预期，也预示经济平稳恢复态势有望延续。新发布的 9 月信贷社融数据超预期，M2 增速自近四年高点连降两月后再度反弹至高点 10.9%，社融存量累计同比增速已连升七个月至 13.5%，信贷增速四连稳后略降至 13.2%；四季度随着政府债券融资量的下降，预计 M2、社融增速逐步见顶缓降。

其中，9 月信贷月度同比增量连降五个月后企稳略升，企业债融资量连续第三个月显著缩量逾千亿元，地方政府债+股票融资放量为近两月社融大增主因；企业中长期信贷同比近一年持续多增近六个月月均增 2900 亿元，预示投资稳定回升态势有望延续；居民户端房贷近三个月同比增逾千亿元但九月环比锐减四成，居民消费短贷同比稳定连升三个月，表明消费稳定回暖。

2、反弹催化剂之二：政策红利进入密集释放期，催化红十月行情。此前我们提示指出，十月底即将召开的五中全会、中央政治局经济工作会议、深圳特区建立四十周年、上交所成立三十周年等重要事件，预示十月起国内产业政策、市场改革开放红利进入密集释放期，有望提升国内市场风险偏好，活跃相关受益主题板块。

近日密集出台了关于金融、产业、区域等多方面的政策文件，包括关于进一步提高上市公司质量意见的资本市场政策、新能源汽车产业发展规划的产业政策、深圳先行示范区综合改革试点实施方案的区域政策、成渝地区双城经济圈建设规划纲要，以及中央集体学习量子科技研究和应用前景等。五年规划承前启后的重要窗口期，预计各领域各行业新的高质量发展规划正酝酿出台，为中长期挖掘产业链结构性机会提供题材。

3、反弹催化剂之三：上市公司业绩预期逐步向好。十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。截至 10/16 日 1346 家上市公司发布 20Q3 业绩预告，对比截至 7/15 相同预告进度及数量的 20H1 的业绩预告类型：

Q3 预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较 H1 明显提升 7.9 个百分点至 47.3%，而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比较 H1 下降 4.3 个百分点至 46.5%；其中预减、首亏的占比各环比下降 2.2、3.2 个百分点，上市公司业绩预喜占比连续两个季度改善，与国内后疫情经济逐季恢复一致。

结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自 4 月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近 20%的高增长），同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

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