日期：2020 年 09 月 22 日

换仓进行时　难破区间桎梏

分析师：　蔡钧毅
Tel：　021-53686166
E-mail：　caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

成长板块依次调整到位，价值阵营轮流活跃

继上周五 A 股基于富时罗素指数纳 A 进行时，北向资金单日大幅流入，展开反弹，但本周即后继乏力，在欧美外盘大跌影响下，重归调整路径，大概率前期下档支撑仍将阶段性有效，所以中期趋势看，市场仍难冲破区间波动的桎梏。市场结构呈现两个特征，一方面成长阵营的板块依次调整到位后展开有限度反弹，如上周的科技和本周的医药。另一方面，价值阵营正进一步遭遇换仓配置，如前期的航空、汽车、家居、军工、券商、保险等轮流活跃。导致市场此消彼长，空头能量释放大部，而多头能量尚难即可聚集。两市成交当量被压缩到 7、8 千亿的水位，市场风险偏好大幅回落至中低位。

股市违法行为整治进行时

来自市场的重要现象是，周二创业板三只短期大牛股天山生物、豫金刚石、长方集团完成停牌核查，9 月 22 日起复牌交易，开盘集体跌停。此前，天山生物等异动交易已被证监会立案调查。天山生物等股票价格短期异常波动，12 个交易日暴涨 495%，引起了市场的高度关注。近日，证监会已对有关异常交易立案调查。证监会表示，下一步将在全面调查的基础上依法处理，切实维护市场健康稳定发展。

结合上周五证监会的表态，证监会已部署派出机构，启动为期 3 个月的专项整治行动，以“零容忍”的态度严厉打击股市“黑嘴”、非法荐股、场外配资，及相关“黑群”、“黑 APP”等违法违规行为。证监会对资本市场乱象重拳出击，打击资本市场违法犯罪行为的政策信号频频出现。这既体现了监管部门净化市场环境让注册制行稳致远的决心，也是资本市场有效发挥服务实体经济功能的有效保障。落实到市场看，试图通过各种非法手段进行浑水摸鱼的非法行为将难有施展余地，市场的过度投机行为将得到有效遏制，投资者在把握结构性机会时需要掌握适可而止，防控风险。

“两国”合并赋予资本市场新希望

上周末，国联证券、国金证券同日公告称，国联证券拟受让长沙涌金持有的国金证券约 7.82%股份，同时国联证券向国金证券全体股东发

行A股股票的方式换股吸收合并国金证券，目前两家券商合并市值930亿，与光大证券现市值接近，距离第一梯队券商不远，两者的合并也提供了一个方便的方式，那就是收购+吸收合并的方式。从民企金融控股的退出角度考虑，规模较大型的非金融企业形成的金控公司大约不足百家，而在风险化解、自然淘汰、金融控股准入决定出台之后，未来或将剩下二三十家。此外，今天资本的深度和广度已不可同日而语（4000 家上市公司和 75 万亿的总市值规模），需要有中国的“高盛、摩根士丹利”去承载中国资本市场的核心功能，这两者合并是目前资本市场券商合并第一例，后续将有更多做大做强的券商合并案例的出现，中国资本市场的长远发展非常值得期待。

科创 50ETF 火爆发行，“蚂蚁”即将登陆

另一重要现象则是，周二启动发行的科创板 ETF 发售情况较为可喜，部分 ETF 已经大幅超过上限，将启动比例配售，今年以来，公募基金发售情况超历史记录，投资者在机构化、专业化的资本市场发展背景下，借道基金入市的投资行为越发明显。基于科创板和科技股为本轮调整中的首轮结构板块，跌幅较大，首先跌至相对安全区域，同时部分资金基于科创基金发行已经介入布局打提前量，所以科技品种基本跌幅到位，当然快速大涨时机仍不充分，其中的硬科技公司将得到资金关注和布局。

同时四季度高度关注蚂蚁金服、益海嘉里（金龙鱼母公司）等 IPO 进展。其中蚂蚁集团，按照 13400 亿元总市值 10%计算，最低融资是 1340 亿元，目前不能判断 A 股融资额，但 A 股估值会比港股高，从利益最大化出发，A 股融资额可能会高于港股，即使按照 50%计算，融资也会在 670 亿元左右，对于市场是一个严峻的考验。而目前 175 家科创板公司总市值不足 3 万亿，可见蚂蚁对于科创板之权重比例和影响力，所以，蚂蚁登陆或将是阶段观测市场的一个重要事件窗口。

外部扰动有否边际改善？

从近期的外部扰动看，美国将禁止下载 TikTok 禁令推迟至 9 月 27 日，外媒报道美国商务部当地时间周六宣布，将于周日(20 日)生效的禁止在美国下载美国短视频分享应用程序 TikTok 的禁令至少推迟到 9 月 27 日。报道称，根据一份新闻稿，美国商务部这一决定是“考虑到最近的积极进展”而做出的。那么如果属实，是何积极因素呢？我们看到，近期人民币进一步升值，而美元指数并未进一步走弱，短期外部扰动是否有边际略改善情况值得拭目以待。

长假前多空将逐步进入按兵不动状态

总体来看，在前期市场活跃度不断提升下，出现了不少崭新的违法违规现象，近期监管部门的监管力度也在同步跟进，市场当下必然会呈现一定的风险偏好回落的态势，当然这些措施本意在于维护资本市场的稳健发展，这不影响市场长期慢牛的基础。从科创 50ETF 的启动发售和券商的第一起合并案例来看，资本市场长期发展的内涵非常丰富，扶持实体经济，推动科技创新必然需要依托强大健康的资本市场，从这些因素的结合看，市场信号利大于弊是明显的。

短期来看市场，进入 9 月下旬，国庆长假近在咫尺，市场经历大涨后的调整还在持续中，多空在此央缝时间段再度展开猛烈交锋概率下降，剩余的 5、6 个交易日市场将持续有限度的拉锯格局，为四季度进行铺垫和准备，同时也可绕过国庆长假的非常时段。国庆前后值得重点关注的点：1、风险方面，需关注长假期间美股下跌的风险，海外疫情二次爆发风险，以及地缘政治风险也同样值得关注；2、从机会来看，近期 TikTok 事件多赢方案出炉以及券商整合事件都可能带来市场情绪进一步回暖；3、当前正处于从流动性驱动到经济基本面驱动阶段，三季报业绩预告将对估值合理且业绩改善的领域形成重要催化，因此需关注节后三季报业绩预告的密集披露。

配置方面重点关注以下主线：一、关注盈利增长驱动、估值修复的周期性板块，如受益于经济复苏和消费回暖的可选消费品种，包括汽车、家电、家居、装修、品牌服饰、院线；二、低估品种具备估值修复潜力，如已经相对充分消化利空因素的保险和银行板块。三、基建产业链（建材、机械、化工、轻工制造）。

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。