国都证券研究所晨报 20200922

【财经新闻】

- 央行：进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场
- 大象级头部企业叩门科创板带来三大考验
- 苹果或 10 月 6 日发布 iPhone 12：富士康已开始小范围生产中
- 欧盟拟投 80 亿欧元发展下一代超级计算技术，含量子计算机

【国都策略视点】

- 外围市场震荡影响有限，阶段反弹动能蓄势待发

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3316.94	-0.63
沪深300	4691.43	-0.96
深证成指	13149.50	-0.72
中小板综	12378.77	-0.42
恒生指数	23950.69	-2.06
恒生中国企业指数	9640.42	-1.66
恒生沪深港通AH股溢价	147.69	0.34
标普500	3281.06	-1.16
纳斯达克指数	10778.80	-0.13
MSCI新兴市场	1108.53	0.15

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	国防军工	1877.81	3.13
2	纺织服装	692.38	1.14
3	通信	1045.16	0.24
4	家用电器	907.18	0.17
5	商业贸易	1094.33	0.16

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	39.83	-2.78
纽约期金	1917.50	-2.02
伦敦期铜	6683.50	-2.43
伦敦期铝	1782.00	-0.75
波罗的海干散货	1314.00	1.39

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】

■ 央行：进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场

【香港万得通讯社】中国人民银行、国家外汇管理局 9 月 21 日发布关于《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》公开征求意见的通知称，将进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场；取消境外机构投资者通过结算代理人办理即期结售汇的限制，允许境内具有结售汇业务资格的其他金融机构为境外机构投资者办理即期结售汇。

通知提出，在本外币基本匹配的原则下，取消单币种（人民币或外币）投资的汇出比例限制；对境外机构投资者以“人民币+外币”投资的，仅对外币汇出施以一定匹配要求，并将汇出比例由 110%放宽至 120%，有效满足境外机构投资者资金汇出需求。

■ 大象级头部企业叩门科创板带来三大考验

【证券日报】虽然名为“蚂蚁”，但经营业绩、募资规模、市场影响力实为“大象”。同时，京东数科、吉利汽车等各大头部企业纷纷申报 IPO。头部企业甚至是“独角兽”企业频频“叩门”，科创板的容量和质量将稳步提升。

首先，行业头部企业、“独角兽”往往是市场细分领域的最创新者，审核、注册环节的信息披露不仅专业门槛高，而且需要把握最佳尺度，进行“智慧问答”。

与科创企业研发工作的争分夺秒相似，科创板审核环节也在不断提质。去年 3 月份，科创板审核工作启动初期探索和把握尺度，市场各方在“大同小异”中逐步达成共识；去年底以来，科创板审核升级至“2.0 版”，进一步突出审核问询的重大性和针对性。同时，强化风险揭示，进一步增强招股说明书的风险导向性。

如今，科创板审核环节的新任务是既让市场更深刻的理解“大象”，也要保持远观、不打扰。此类科创企业是其所在领域的领军者，技术迭代、市场份额、发展战略、资金投向每项披露的背后，可能都暗含“独门武功”，披露的尺度、方式不仅关系到企业未来与竞争对手过招，也可能关系到产业链上下游的“江湖排名”。因此，如何做到“恰到好处”是科创板问答环节需要仔细思考的问题。

其次，头部企业、“独角兽”属于稀缺资源，二级市场对其的热情可以预期，因此发行环节将考验机构的专业能力。

对于科创板市场发行环节而言，“给大象称重”主要是指对其估值的判断。科创板已运行 14 个月，“独角兽”依旧属于稀缺资源，由于“参照系”不足，因此对其“称重”的第一个难点在于价值判断如何尽量准确。对于有理想的“参照物”企业，市场对于发行市盈率比较容易达成区间共识；但是如果没有可比公司，报价机构则更需要参考企业的近期业绩、发展阶段、市场预期等要素，在静态业绩基础上给出合理的成长溢价。

定价的第二个难点则在于如何保持申购定力。由于“独角兽”企业的强稀缺性，申购机构在报价时能否保持理性客观将受到考验，而且，由于科创板发行最高报价的剔除规则，非理性报价并不一定能实现获配规模的最大化。

第三，未来更多“大象级”头部企业登陆科创板市场，将考验市场流动性以及对增量资金的吸引力。

经过了发行环节的火爆争抢，“大象级”科创企业一旦进入二级市场，对市场流动性以及流动性的结构都将提出考验。一方面，头部企业、“独角兽”作为大市值公司自身必然需要较多的流动性支撑其交投，尤其是在限售股逐渐解禁后，资金的需求会进一步上升；另一方面，此类企业大概率会吸引资金主动涌入，市场中存量资金的结构自然发生变化，其余科创板公司的流动性存在潜在的降低风险。

要解决这一问题，引入增量资金无疑是最好的办法。

■ 苹果或 10 月 6 日发布 iPhone 12：富士康已开始小范围生产中

【腾讯】供应链消息人士透露，今年苹果要发布 4 款 iPhone 12，都支持 5G 网络，会分成两批上市，最早的是 10 月中旬，而另外一批是 10 月底或 11 月初，富士康依然是最大的代工商，要承担至少 80%以上的订单。

产业链给出的消息显示，苹果已经完成了 iPhone 12 的设计工作，而新机已经开始小范围生产中，由于包含了 4 款机型，所以苹果在生产中采用了分批分量的形式，而富士康依然是 iPhone 12 主力代工厂。

■ 欧盟拟投 80 亿欧元发展下一代超级计算技术，含量子计算机

【科技日报】据欧盟委员会官网，欧盟委员会对“欧洲高性能计算共同计划”进行了升级，拟投资 80 亿欧元，发展下一代超级计算技术——主要是百亿亿次超级计算机以及量子计算机的研制工作，以加强欧洲数字主权，维持欧洲在超级计算以及量子计算领域的主导地位，让欧洲多领域受益，从而促进欧洲经济的恢复和发展。

新计划将在两方面推动欧洲在下一个超级计算领域保持领先地位：建造每秒能执行百亿亿次（10 的 18 次方）浮点运算的超级计算机；研制出高性能的量子计算机以及结合了量子计算和经典计算的混合计算机，从而执行当前超级计算机无法执行

的操作。“地平线欧洲”计划、“数字欧洲”计划和“连接欧洲设施”计划都将为其提供支持。

新方案已获欧盟理事会通过，于 2021 年开始，准备工作正在进行中，欧盟已挑选出 20 个项目来开发创新的高性能计算应用和服务。

欧盟委员会称，超级计算目前已被确定为欧洲的战略投资重点，它将支撑从大数据分析、人工智能到云技术和网络安全在内的整个数字战略的构建和发展。此外，在同时通过的一项建议书中，欧盟委员会呼吁会员国加快建立超高速网络连接，并携手推进 5G 技术。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：外围市场震荡影响有限，阶段反弹动能蓄势待发

1、外围市场虽有震荡压力，但对 A 股的影响持续性与幅度有限。

9 月初以来，美股、欧股先后引发了两轮快速下跌行情，触发震荡下跌的主要原因分别为科技巨头持续上涨后的高估值压力、近期欧洲多国新冠疫情的再次反弹。近期来看，一美国大选进入连续四场的密集候选人辩论，或使得市场对于最终结局预期反复波动；二美国两党对于第四轮的财政救助方案始终未能达成共识，或使得美国消费、经济恢复动能衰减；三秋冬季欧洲疫情呈现快速反弹之势，若进一步蔓延恶化，或拖累全球经济修复态势。

以上欧美政治、经济、疫情不确定走势下，短期或使得欧美市场震荡压力反复释放，但对 A 股的影响持续性与幅度有限，若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局中期结构性牛市的入场契机。以上判断的逻辑依据主要在于：

1）中国与欧美疫情发展与防控进度、经济重启与恢复节奏不一致，宏观政策刺激力度各异，使得市场走势节奏明显错位。整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得 A 股的方向性走势也基本领先美股 1-2 个月，预计 A 股有望率先走出此次外围市场调整压力圈，受欧美市场震荡的影响时间非常有限。

2）年内上述中美两国的疫情发展与防控、经济基本面、宏观政策节奏错位，两大市场的相关性已大幅减弱，近三个月内 A 股主要指数与标普 500 的相关系数已降至 0.1-0.4 区间，显著低于近三年的 0.4-0.5 区间。A 股与美股的相关性明显降低后，也预示 A 股受美股调整的压力有限。

2、反弹催化剂释放在即，有望驱动市场阶段反弹。

此前我们多次分析指出，内外扰动压力释放殆尽，重拾升势或待催化剂。近期释放的利好催化剂包括：

一经济基本面改善预期：8 月经济、社融数据超预期， 8 月消费增速年内首次由负转正，房地产投资韧性足且销量、资金到位改善下，后续房地产投资增速回落缓慢；当月制造业与民间投资显著回暖转正；同时，基建投资虽然短暂回落，但后续随着财政资金到位，预计基建投资增速稳中有升；此外，社融规模与增速超预期，表征货币活化的 M1 增速已连升七个月至两年半高，表明企业资产负债表逐步修复等，均预示经济内生恢复动能仍可持续。

二上市公司业绩预期逐步向好：近期三季报预告以及十月三季报披露超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。根据 20 年中报业绩的数据来看，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及可选消费回暖，以及工业企业单月利润连续三月正增长且显著反弹，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩超预期带动下，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。

三产业政策支持力度超预期：十月即将召开十九届五中全会，重点议题为十四五规划；考虑到高层已确立的国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的发展战略布局，预计届时对我国内需、科技、金融等内循环作出系统性优化部署，尤其对自主可控科技供应链的瓶颈突破的支持政策可期。此外，更好发挥发挥资本市场枢纽功能，落实我国创新驱动和科技强国战略下，预计我国资本市场的深化改革与扩大开放将稳步推进落实，制度红利有望继续释放。

四陆股通资金阶段性净流出压力高峰已过，绩优消费与科技白马有望重新加仓。

作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7 月中旬起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出。我们认为，过去两月陆股通持续净流出，主要系前期 A 股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；而随着近期绩优消费与科技白马股估值的快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置。预计陆股通资金阶段性净流出压力高峰已过。

结合历史数据分析，陆股通资金流向呈现两大规律：一与 AH 溢价指数呈负相关性，即溢价率低区间净流入而高区间净流出；当前 AH 溢价率仍在历史高位 40%上方，预计相对估值压力下，短期陆股通难以转为趋势净流入；二与人民币汇率

走势一般呈负相关性，即人民币升值期净流入而贬值期净流出，近期在人民币汇率升值期但陆股通净流出，后续随着绩优白马股估值吸引力上升，陆股通资金或将加速回流。

风险提示：全球疫情秋季超预期复发，中美关系加剧紧张，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