国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200911

【财经新闻】

- 国务院办公厅印发通知，深化商事制度改革进一步为企业松绑减负
- “敢”“愿”“会”“能”四字，这样融入贷款投放

【行业动态与公司要闻】

- 工信部：支持各地创建车电分离模式发展试点
- 三大航旗下物流业务先后混改，货运航空成产业新动能

【国都策略视点】

- 策略晨报：炒小炒差快速退潮，回血效应下绩优白马料止跌趋稳

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3234.82	-0.61
沪深 300	4581.98	-0.06
深证成指	12742.85	-0.92
中小板综	11966.70	-1.36
恒生指数	24313.54	-0.64
恒生中国企业指数	9683.75	-0.46
恒生沪深港通 AH 股溢价	143.07	0.53
标普 500	3339.19	-1.76
纳斯达克指数	10919.59	-1.99
MSCI 新兴市场	1085.31	-0.04

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	休闲服务	428.02	2.02
2	食品饮料	1082.58	0.99
3	房地产	2947.84	0.24
4	家用电器	1344.04	0.05
5	银行	1862.98	-0.23

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	37.00	-2.06
纽约期金	1954.70	-0.01
伦敦期铜	6633.00	-1.86
伦敦期铝	1778.00	-0.31
波罗的海干散货	1269.00	-2.08

近期研究报告

研究员:韩保倩
电 话： 010-87413610
Email： hanbaoqian@guodu.com
执业证书编号： S0940519040002
联系人：王鑫景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingjing@gyzq.com.cn

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】

■ 国务院办公厅印发通知，深化商事制度改革进一步为企业松绑减负

【新华社】国务院办公厅日前印发《关于深化商事制度改革进一步为企业松绑减负激发企业活力的通知》（以下简称《通知》）。

党中央、国务院高度重视商事制度改革。近年来，商事制度改革取得显著成效，市场准入更加便捷，市场监管机制不断完善，市场主体繁荣发展，营商环境大幅改善。但从全国范围看，“准入不准营”现象依然存在，宽进严管、协同共治能力仍需强化。在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展的形势下，需要进一步深化商事制度改革，加快打造市场化、法治化、国际化营商环境，充分释放社会创业创新潜力、激发企业活力。

《通知》明确提出四个方面12项改革举措。一是推进企业开办全程网上办理。全面推广企业开办“一网通办”，进一步压减企业开办时间至4个工作日内或更少，持续提升企业开办服务能力。二是推进注册登记制度改革取得新突破。加大住所与经营场所登记制度改革力度，支持各省级人民政府统筹开展住所与经营场所分离登记试点。提升企业名称自主申报系统核名智能化水平，加强知名企业名称字号保护，建立名称争议处理机制。三是简化相关涉企生产经营和审批条件。将建筑用钢筋等5类产品审批下放至省级市场监管部门，推动化肥产品由目前的后置现场审查调整为告知承诺。完善强制性产品认证制度，简化出口转内销产品认证程序。将疫情防控期间远程评审等应急措施长效化，全面推行检验检测机构资质认定网上审批。推动第三方评价机构发布一批企业标准排行榜，形成2020年度企业标准“领跑者”名单。四是加强事中事后监管。加强企业信息公示，健全失信惩戒机制，推进实施智慧监管，进一步完善以“双随机、一公开”监管为基本手段、以重点监管为补充、以信用监管为基础的新型监管机制。健全完善缺陷产品召回制度。规范平台经济监管行为，引导平台经济有序竞争，依法查处电子商务违法行为，维护公平有序的市场秩序。

《通知》要求，各地区、各部门要认真贯彻落实本通知提出的各项任务和要求，聚焦企业生产经营的堵点痛点，加强政策统筹协调，切实落实工作责任，认真组织实施，形成工作合力。市场监管总局要会同有关部门加强工作指导，及时总结推广深化商事制度改革典型经验做法，协调解决实施中存在的问题，确保各项改革措施落地见效。

■ “敢”“愿”“会”“能”四字，这样融入贷款投放

【上海证券报】曾几何时，不敢贷、不愿贷、不会贷、不能贷，是基层金融机构面对中小微企业的融资需求时，普遍存在的问题。

9月10日，中国人民银行召开的“金融支持保市场主体系列新闻发布会（第二场）”传递的信息显示，今年以来，面对疫情对实体经济带来的冲击，为了稳企业、保就业，在金融管理部门的指挥棒下，“敢贷、愿贷、会贷、能贷”的机制正在逐步完善，资金传导渠道得到疏浚。截至7月末，5家大型银行普惠型小微企业贷款增速达到37.1%，全年有望超额实现政府工作报告提出的40%增速目标。

在“敢贷”机制建设方面，人民银行南京分行行长郭新明介绍说，重在消除银行业金融机构对风险和追责的担忧，调动基层行和一线人员“敢贷”的积极性。1-8月，江苏省主要银行业金融机构累计进行责任认定人数2.57万人，其中免予追责2.1万人，占比达81.7%，有效落实了尽职免责制度。

要打消银行的顾虑，还需要解决银企信息不对称问题。人民银行成都分行行长严宝玉称，人民银行成都分行牵头建立了“天府信用通”平台，向银行、企业免费开放，共享工商、税务、电力等53类信用信息14亿条，注册企业达到6.9万户，银行累计查询量达到96.2万次。

要增强银行“愿贷”的主动性，则需要建立健全外部和内部的激励约束机制。据郭新明介绍，人民银行南京分行督促指导各银行完善中小微企业贷款内部转移定价，推动各商业银行将普惠金融内部绩效考核权重提升至10%以上。部分银行还推出具有自身特色的小微贷款奖励制度，比如，有的银行将发放普惠小微信用贷款的考核奖励提高50%，有的银行对客户经理推荐并审批成功的普惠小微信用贷款，按每笔100元进行奖励。

中国农业银行普惠金融事业部总经理许江称，该行对普惠和“三农”金融服务实施专项考核，两项考核在全行综合绩效考核中占比达26%。

“我理解，‘敢贷、愿贷’主要是机制问题，‘会贷、能贷’更多是能力问题。”银保监会普惠金融部一级巡视员毛红军一语道破“不会贷”和“不能贷”的痛点。

郭新明提到，要创新技术、产品和业务模式，提高银行机构“会贷”的专业性。截至7月末，江苏省内107家银行业金融机构依托230个线上金融产品，对10.5万户中小微企业发放贷款1012亿元。

“科技使得传统信贷尽职调查做不到、判断不了的经营问题变得可观察、可判断，贷款客户的普及率大大提高。科技也使得贷款风险的识别和计量准确了，势必会推动风险精准定价，惠及有经营需要的小微实体。”平安银行普惠金融事业部副总裁孙献

军称，大数据建模、智能风控、智能展业、智能贷户监测和预警、智能催收以及机器人对客户经理的随问随答支持，都是平安银行运用科技手段服务小微的成绩单。

至于如何提高银行“能贷”能力，郭新明和严宝玉均提及了资本补充问题。据介绍，今年上半年，江苏省城商行和农商行通过各种渠道补充资本 830 亿元。人民银行成都分行则运用人民银行评级和 MPA 评估，引导金融机构增资扩股，鼓励支持发行二级资本债、永续债等资本补充工具，上半年，辖内 1 家银行成功发行西部首单永续债 17 亿元，另外 2 家法人机构 80 亿元永续债也已经进入审批通道。

【行业动态与公司要闻】

■ 工信部：支持各地创建车电分离模式发展试点

【上海证券报】记者近日从工业和信息化部获悉，工信部将动员地方制定相关政策，创建试点促进产业发展，支持鼓励企业开展换电车型研发和生产。

工信部装备工业一司汽车发展处二级调研员白华近日在一个内部研讨会上表示，发展新能源汽车是党中央国务院重大战略决策，工信部作为节能与新能源汽车产业发展部级联席会议的牵头部门，将坚定不移推动新能源汽车的发展。

对于车电分离模式发展，白华表示，新能源汽车仍处于产业发展初期，工信部对于充电、换电各种技术路线保持开放态度，鼓励企业采取多种方式探索发展，积累经验，工信部将完善相关支撑政策。

白华还说，新能源汽车产业需要梳理车电分离模式存在的难点问题，共同努力协同推进，建议先以企业标准、团体标准的方式开展标准研究，工信部也会动员地方工信司局制定相关政策，创建试点促进产业发展，支持鼓励企业开展换电车型研发和生产。

平安证券分析师认为，虽然现阶段换电模式还存在很多待解决的问题，但已经具备适合应用的场景和适合应用的车辆。在政策的推动下，车电分离模式已进入一个可以发展壮大的成长通道。

■ 三大航旗下物流业务先后混改，货运航空成产业新动能

【上海证券报】9 月 10 日，南方航空旗下的南方航空货运物流（广州）有限公司（下称“南航物流”）增资项目如约出现在上海联交所网站。

至此，三大航旗下的航空物流公司——国航旗下的中国国际货运航空有限公司（下称“国货航”）、南航旗下的南航物流和和东航旗下的东方航空物流股份有限公司（下称“东航物流”）的混合所有制改革全面开展。

借鉴东航经验 国航南航混改值得期待

从混改步伐最快的东航物流改革进程来看，国货航和南航物流的混改，无论是引入的投资者阵容，或是混改进展速度，都颇为值得期待。

作为民航领域混改的先行者，也是第一个完成混改试点的央企，东航物流 2017 年中旬引入了联想控股、普洛斯投资、德邦物流和绿地金融，并且搭建了核心员工持股平台。

混改后，东航集团、联想控股、普洛斯投资、德邦物流、绿地金融、东航物流持股平台分别持有东航物流 45%、25%、10%、5%、5%、10%的股份。

从东航物流选择投资者的标准来看，国货航和南航物流的增资方同样值得期待。

从释放股权比例来看，南航物流本次拟释放的股份比例不超 49.5%（含员工持股）、国货航拟释放比例不超 31%（含员工持股），东航物流此前释放的股份比例为 55%（含员工持股）。

从表面看，国货航拟释放的股权比例较低，不过在混改前，南航物流和东航物流均为独资企业，而国货航大股东混改前持股比例为 65.22%。混改后，国货航大股东股权比例最低或降至 34.22%。

另一个值得期待的是国货航和南航物流的上市预期。

混改完成 2 年后，东航物流披露了拟在上交所 IPO 的招股书。梳理东航物流从股权转让到 IPO 申报的全过程，公司 2017 年 4 月启动挂牌增资，3 个月后完成增资及股权转让的工商变更。2018 年底完成股份制改革的东航物流，在 2019 年 6 月报送了第一份招股说明书。

若进展顺利，先后于今年 8 月和 9 月份披露增资项目的国货航和南航物流，有望最早于两年后的 2022 年披露招股书。

此外，国货航和南航物流都是国资委国企改革“双百行动”中的公司。今年作为“双百行动”收官之年，这 2 家公司的混改结果必将在年底前揭晓。

三大航物流公司财务比拼

南航物流增资项目的披露，也意味着三大航旗下货运物流公司的财务情况全部公开。哪家航司的货运子公司“吸金”能力更强？谁的资产负债率更低？

首先看盈利能力。2019 年，南航物流、国货航和东航物流分别实现营业收入 94.96 亿元、123.07 亿元和 112.73 亿元，差距并不明显。但 3 家公司净利润指标相差较大，分别为 2.81 亿元、4.80 亿元和 7.89 亿元，东航物流优势明显。从这一点可以看出，混合所有制对企业经营及内部控制起到了促进作用。

从资产情况看，南航物流、国货航和东航物流截至 2019 年底的所有者权益分别为 9.94 亿元、68.57 亿元、34.73 亿元，国货航遥遥领先。

资产负债率方面，南航物流 2019 年末为 62.45%，东航物流为 45.75%，国货航为 54.84%，东航物流再次胜出。值得一提的是，南航物流通过 2020 年的一系列资本运作，在增资项目挂牌前（截至 2020 年 8 月 31 日）的负债率大幅降低至 35%。

无论是盈利能力还是风控能力，已完成混改并正冲刺 IPO 的东航物流都有很大优势，这恰好证明了混合所有制改革在航空央企中的意义所在。

南方航空公告表示，南航物流本次挂牌引资的意义在于进一步深化改革，提高资本配置和运行效率，打造具有国际竞争力的现代物流服务商。

货运航空“新动能”

随着我国国民经济和社会消费需求的快速增长，以及跨境电商、冷链物流等新兴产业的涌现，国内航空物流业的市场需求不断增加。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，全行业客机腹舱运力供给不足，使专业航空货运公司的货机运输周转量及运价水平大幅上升。

以南航物流为例，2020 年前 8 个月公司实现净利润 26.42 亿元，是 2019 年全年的近 10 倍；国货航今年前 7 个月 18.53 亿元的净利润也达到了 2019 年全年的 4 倍以上。但在前述公司业绩暴涨的背后，我国航空物流领域的短板和弱项也暴露出来。

国家发展改革委和民航局 9 月 4 日印发了《关于促进航空货运设施发展的意见》（下称“《意见》”）。《意见》要求从业者转变“重客轻货”观念，并确定了货运航空到 2025 年和 2035 年的发展目标。

根据《意见》提出的长期发展目标，到 2035 年，计划在全国范围内建成 1 至 2 个专业性货运枢纽机场的同时，培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业。

《意见》还提出，鼓励航空货运企业与快递物流企业打破所有制限制，加快培育具有国际竞争力的大型快递物流企业，以大型快递物流企业为主体，以其组建的货运航空公司为主基地航空公司。同时，还鼓励研究优化整合国内航空公司全货机机队资源和市场资源，培育航空货运超级承运人，以提升国际航空货运市场竞争力。这些都给市场留下了想象空间。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：炒小炒差快速退潮，回血效应下绩优白马料止跌趋稳

1、炒小炒差快速退潮，回血效应下绩优白马有望止跌企稳

1）8/24 创业板每日涨跌幅倍增、分批二十余家创业板注册制发行上市交易初期，吸引游资、中小散户集中博弈炒作创业板内的绩差低价股，创业板对两市交易资金的吸血效应超预期，创业板交易额占比由均值线 17%附近显著攀升至历史新高 39%，前日成交额高达 4000 亿元，创业板吸血效应加剧了近期绩优白马股的杀估值压力；

2）预计随着炒小炒差监管降温、注册制发行、退市常态化，绩差低价股短期炒作过后正成为调整重灾区，投机博弈资金或将逐步退潮，创业板对主板、中小板、科创板的资金分流影响下降；

3）近期绩差低价股炒作降温退潮，或是近期杀估值后的绩优白马股的修复反弹条件；

4）中期内资金在主要板块间的交易占比或将重新回归合理均衡区间，参考五年均值、自由流通市值占比及资本市场制度改革导向，沪深 300、创业板、中小板、科创 50 的日交易额占比各在 30%、25%、25%、5%中枢位附近或较为合理。

2、近期市场研判：重拾升势或待催化剂

以上对 A 股市场的内外扰动压力因素，已在近两个月持续震荡盘整中释放殆尽，目前已进入阶段尾声。近期来看，市场重拾升势或待明确催化剂，近期预期可能的催化剂包括：一经济金融数据超预期，指向基本面预期乐观，如八月消费增速由负转正，汽车、家电家装等可选消费及影视文化、餐饮旅游等服务消费的回补超预期，社融规模与增速超预期等；二产业政策支持力度超预期，重点包括十四五规划对我国科技产业瓶颈的中长期支持政策；三行业重大利好事件，包括 9 月中旬美国对我国科技巨头禁令的新

动向是否见顶缓和，国内外科技龙头的新品发布等。

四上市公司业绩预期逐步向好，且近期三季报预告或超预期，将是市场重拾升势的主要催化剂。根据披露完毕的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。综合判断，在中报业绩超预期带动下，预计市场对业绩前景的预期有望上修（近期市场对沪深 300、剔除金融两油的万得全 A 的业绩一致预期正逐步小幅上调），基本面预期上修或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的主要驱动力。

3、陆股通资金流向规律一：与 AH 溢价指数呈负相关性，即溢价率低区间净流入高区间净流出

1）历史数据表明，陆股通资金流向与 AH 溢价指数一般呈现负相关性，即 AH 溢价指数低位区间时，陆股通显著持续净流入，反之溢价指数高位区间时，陆股通净流入显著缩减甚至转为持续净流出；

2）陆港通开通以来的六年内 AH 溢价指数均值 127%，在均值线上方区间或 AH 溢价 30%以上，包括 15 年 7 月至 16 年 6 月、17 年 10 月至 18 年月，期间陆股通阶段性净流出明显；

3）20 年 7 月中旬至今，随着 AH 溢价率显著攀升至历史高点 40%上方附近，陆股通转为持续净流出近 750 亿元；期间虽然人民币汇率显著升值，但受 AH 溢价率位于历史高位区间，陆股通净流出压力持续。

4、陆股通资金流向规律二：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贬值期净流出

1）历史数据表明，一般在人民币汇率阶段拐点性变化前中期，陆股通北上资金流向相应发生方向性调整；即一般在人民币止贬转升前中期，陆股通资金转为持续净流入；反之在汇率由升转贬期，陆股通资金转为净流出。

2）汇率升值阶段：17 年 2 月初至 9 月中旬，人民币汇率由贬转升自 6.90 持续升值至 6.50 附近，期间陆股通趋势净流入共约 1600 亿元；18 年 10 月底至 19 年 3 月中旬，人民币汇率由贬转升自 7.0 持续升值至 6.70 附近，期间陆股通趋势净流入近 2000 亿元；

3）汇率贬值阶段：15 年 11 月至 16 年 12 月期间人民币汇率持续自 6.4 附近贬值至 6.9 附近；18 年 4 月至 12 月人民币汇率自 6.3 附近持续贬值至 6.9 附近，19 年 3 月至 10 月人民币汇率自 6.7 贬值至 7.1 附近；以上人民币汇率贬值期，陆股通阶段性显著净流出，期间累计净流入锐降。

5、中期市场展望：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，过去一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，近期流动性驱动力边际收敛，中期甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复行情或渐入尾声。

根据近三十年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行为主的驱动逻辑下，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

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