晨会报告

国都证券研究所晨报 20200825

【财经新闻】

- 把好入口出口关，坚守创业板注册制改革初衷
- 创业板注册制落地首日运行平稳
- 刘鹤与美贸易代表莱特希泽、财长姆努钦通话
- 中汽协：8 月上旬乘用车产销分别完成 93.4 万辆和 82.5 万辆

【国都策略视点】

- 靴子落地信心渐升

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3385.64	0.15
沪深300	4755.85	0.78
深证成指	13666.69	1.40
中小板综	13020.12	1.09
恒生指数	25551.58	1.74
恒生中国企业指数	10336.95	1.22
恒生沪深港通AH股溢价	136.74	-0.54
标普500	3431.28	1.00
纳斯达克指数	11379.72	0.60
MSCI新兴市场	1108.23	1.50

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	电气设备	3903.58	2.83
2	电子	7517.32	2.63
3	农林牧渔	2801.20	2.47
4	计算机	3562.68	1.63
5	休闲服务	378.36	1.62

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	42.39	0.33
纽约期金	1936.10	-0.58
伦敦期铜	6517.00	0.42
伦敦期铝	1770.00	0.11
波罗的海干散货	1491.00	0.68

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】

■ 把好入口出口关，坚守创业板注册制改革初衷

【证券日报】“坚持从严监管，把好入口和出口两道关，促进优胜劣汰。”8 月 24 日，在创业板改革并试点注册制首批企业上市仪式上，证监会主席易会满如是说。

市场人士表示，把好入口和出口两道关，促进优胜劣汰的市场机制形成，是提高上市公司质量的重要保障，有助于充分发挥资本市场价值发现功能和资源配置功能，服务好科创企业以及经济转型升级，实现创业板注册制改革的初衷。

创业板注册制改革优化发行条件，提升了包容度和覆盖面。但是，市场人士认为，包容性提升后，更需坚守创新性，坚持创业板定位，服务成长型、创新创业企业。

■ 创业板注册制落地首日运行平稳

【中国证券报】8 月 24 日，创业板注册制首批 18 家企业在深交所挂牌上市交易，标志着创业板改革并试点注册制这一重大改革任务正式落地。从盘面表现看，全新交易机制下创业板运行整体平稳。市场人士分析，创业板注册制落地首日交易情况整体符合预期，不过部分新股大幅上涨导致回调预期加强，个人投资者须警惕市场博弈风险，理性投资。

■ 刘鹤与美贸易代表莱特希泽、财长姆努钦通话

【Wind】8 月 25 日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。双方同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。

■ 中汽协：8 月上旬乘用车产销分别完成 93.4 万辆和 82.5 万辆

【证券时报】中汽协发布数据显示，8 月上旬乘用车产销分别完成 93.4 万辆和 82.5 万辆，与 7 月上中旬相比，产量下降 16.1%，销量增长 0.1%，产量同比增长 39.9%，销量同比下降 7.9%；商用车产销分别完成了 17.7 万辆和 11.4 万辆，与 7 月上中旬相比分别下降 14.2%和 2.7%，同比分别增长 88.2%和 36.3%。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：靴子落地信心渐升

1、扰动压力缓释殆尽一：货币政策与流动性边际收敛，但流动性合理充裕仍可期。5 月中旬起货币政策由此前疫情严重期的总量宽松转为精准滴灌，货币投放转为量缩价稳、MLF 与 LPR 报价连续四个月按兵不动，资金利率自底部明显反弹，无风险利率十年期国债利率已上行至疫情前水平 3.0%附近，且 7 月宽信用力度减弱、社融总量与 M2 增速均低于预期。然而，经济弱恢复下宽松政策缓慢退出，预计货币政策难以拐点性收紧，降准降息仍有可能（具体兑现时点主要取决于国内经济下行压力），流动性合理充裕仍可期，对权益类资产提供较好的流动性支撑。当前无风险利率水平或易降难升，市场整体估值合理位置下继续下修空间非常有限；当然，考虑到流动性充裕不及上半年，估值提升动力也将偏弱，市场上涨将主要由经济基本面恢复上行、公司业绩增速逐季好转驱动为主。

2、扰动压力缓释殆尽二：外部扰动压力频发，但高峰期后影响弱化。随着 11 月初的美国大选临近，过去一个多月的美国总统候选双方进入造势拉票白热化窗口期，美国当局再次针对我国数家科技巨头升级出台禁令，同时在贸易、政治、金融等方面混淆视听，成为前期华为产业链为首的科技股调整的主要导火索。然而，过去三年市场多次适应该外部扰动压力并持续较为充分预期后，该外部压力的影响逐步钝化。此外，以上外部压力阶段性持续升级释放后，高峰过后边际有望缓和。

以上内外压力扰动因素释放殆尽，且随着后续边际改善或缓和，预计在“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合下，近期市场行情有望以股指震荡缓升、结构轮动为主。

3、靴子落地信心渐升。压制近期市场参与反弹信心两大因素，主要为创业板注册制改革落地后首演将如何？及中报业绩收官与业绩预期如何？一注册制改革推广落地方面，参考注册制发行的首批科创板上市交易的首演及过去一年多的稳定表现，预计创业板注册制发行的首批 18 家公司资金分流十分有限、创业板股票涨跌幅倍增后的交易大概率平稳过渡适应。未来随着注册制全面推广实行，及新证券法下退市常态化实施，资本市场的优胜劣汰的投融资生态与资源配置制度逐步形成，有望逐步改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等，促进我国资本市场行稳致远。

二业绩预期方面，根据已发布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，未来一周上市公司中报密集收官后，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。

4、中期市场展望：结构性牛市换挡，基本面上行有望接力

1）中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。以上两大逻辑驱动下，近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。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近一月在“经济恢复放缓、流动性收敛”内部压力、及美国当局为捞取政治利益而时不时发难于中国的外部扰动因素，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转，即此前的高估值、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

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