调整延续，保持耐心

报告日期： 2020-08-24

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
邮箱：zhangdd@hazq.com
研究助理：方晨
执业证书号：S0010120040043
邮箱：fangchen@hazq.com
研究助理：夏怡
执业证书号：S0010120020018
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1.《保持耐心，择机布局》2020-07-24
2.《宽松基调不改，上行格局延续》2020-07-30
3.《噪音扩大加剧震荡，寻找结构性机会》2020-08-10
4.《调整在延续，后市犹可期》2020-08-17

主要观点：

调整延续，保持耐心

短期事件性冲击影响，复苏放缓尚待观察。上周市场周内冲高回落，短期事件性冲击是主要原因：一是**汛情再次冲击，局部生产建设受影响**。二是**中美下一阶段谈判的不确定性**。三是**美国对华为的禁令逐步升级，华为产业链受到冲击**。汛情与雨季影响了复苏节奏，季节性影响过后基建和地产有望进一步提速，三季度经济表现仍将维持向上趋势，经济复苏放缓仍有待观察。**提前预告超额续作，流动性精准传导。**央行通过公开市场操作净投放且罕见的通过提前预告 MLF 方案并超额续作对市场传达信号稳定预期，使得对货币政策全面收紧的担忧缓解。结合 1-7 月的社融数据来看，增速最高的时候已经过去，下半年社融将保持稳定增速，“宽信用”将更加强调精准导向、直达实体。**创业板注册制落地，创业板机遇大于风险。**一是**估值相对科创板要低**，二是**首日成交额吸血效应不明显**，三是**“价格笼子”机制保障市场不会剧烈波动**，四是**此批企业盈利能力较强**。关注机会的同时也不能忽视风险，**首日卖出或是较优选择**，**不排除此批个别个股存在破发可能性**，短期来看创业板注册制的来临已经于近期创业板指表现中逐渐发酵，市场风险偏好有望于注册制落地后回归常态化；长期来看注册制使得市场定价效率不断提高，有利于吸引中长期资金进入创业板配置。

积极配置券商、基建及地产后周期产业链、5G 科技链等行业性机会

业绩亮眼，政策加持，券商龙头机会仍好。7 月业绩亮眼，受益于本周创业板注册制落地下投行和经纪业务的双重提振，券商业绩有望大幅增厚。仍处于估值后三分之一位次的**券商板块**在业绩与政策催化下后市表现依然可期。**投资、开工加速，地产回暖助力产业链后周期。**房地产开发投资略有加速，房屋新开工面积回升。推荐关注地产后周期产业链中的**建材、家电和家具**。基建投资高增速已确定。雨季结束后，基建施工提速有望进一步上升，推荐关注**机械工程**行业机会。**基站建设目标上调，5G 科技链长期看好。**近期中美摩擦加剧，科技产业链市场表现受挫。放眼未来，“国内大循环”下科技促进产业升级仍是重点，三大运营商上调年度基站建设目标，5G 产业链的核心位置依旧贯穿全年，推荐关注 **5G 科技链及新能源**相关。

粮食安全概念继续发酵，关注种业长期机会

我国粮食总量无忧，但存在结构性风险。口粮（小麦和大米）的高自给率和高库存使得格局整体宽松；玉米的需求上行以及大豆的高对外依存度或是主要担忧来源。时间维度上，当前的高库销比表明粮食储备充足，短期不具备进一步大涨基础；但长线鉴于疫情和外部环境的双重不确定性，长期仍然看好种业。

风险提示

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向。

正文目录

1. 调整延续，保持耐心 4

1.1 短期事件性冲击影响，复苏放缓尚待观察 4
1.2 提前预告超额续作，流动性精准传导 5
1.3 创业板注册制落地，创业板机遇大于风险 5

2. 积极配置券商、基建及地产后周期产业链、5G 科技链等行业性机会 6

2.1 业绩亮眼，政策加持，券商龙头机会仍好 6
2.2 投资、开工加速，地产回暖助力产业链后周期 6
2.3 基站建设目标上调，5G 科技链长期看好 7

3. 粮食安全概念继续发酵，关注种业长期机会 7

风险提示： 9

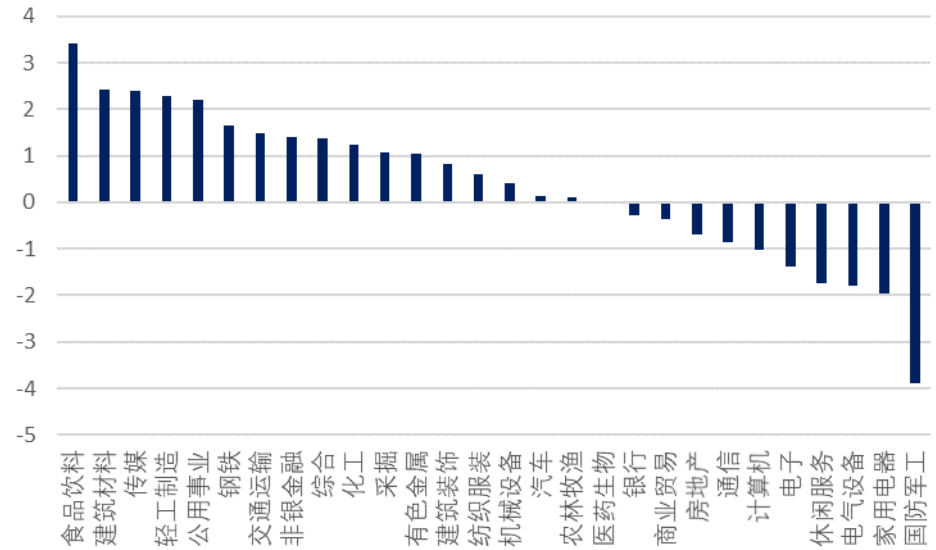
图表目录

图表 1 食品饮料、建筑材料和传媒涨幅较好，电气设备、家用电器及国防军工表现较差 4
图表 2 三峡水库历史高位 4
图表 3 7 月主要工业品产量持续回升 4
图表 4 公开市场操作两周共净投放 6500 亿元 5
图表 5 MLF 提前预告超额续作 7000 亿元 5
图表 6 注册制与首批科创板市盈率及发行价对比 6
图表 7 首批创业板注册制上市企业盈利能力优秀 6
图表 8 全球主要粮食 19/20 和 20/21：产量、消费量及库销比 7
图表 9 我国主要粮食 19/20 和 20/21：产量、消费量及库销比 8
图表 10 我国小麦自给率持续处于高位 9
图表 11 我国大豆对外依存度持续走高 9
图表 12 农产品板块标的推荐 9

1. 调整延续，保持耐心

我们在之前的报告中指出市场仍会延续调整震荡上行，上周 A 股市场冲高回落收获周线四连阳，风格轮换加速，前期涨跌幅较大的行业皆存在估值修复的迹象。上周上证指数上涨 0.61%，创业板指在连续三周下跌后上涨 1.72%。分行业来看，食品饮料、建筑材料和传媒涨幅最好分别达 3.40%、2.42%、2.41%；而电气设备、家用电器及国防军工表现较差分别为-1.79%、-1.95%、-3.89%。

图表 1 食品饮料、建筑材料和传媒涨幅较好，电气设备、家用电器及国防军工表现较差

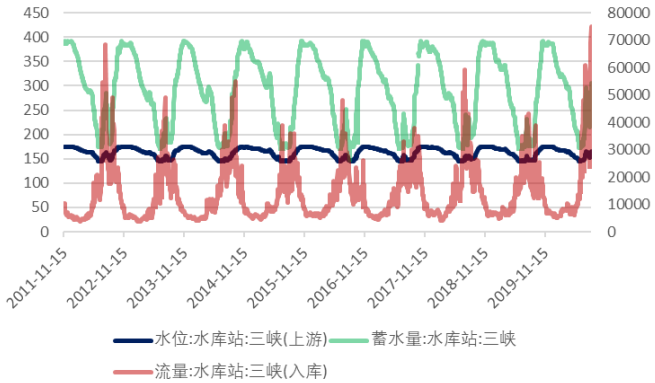


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.1 短期事件性冲击影响，复苏放缓尚待观察

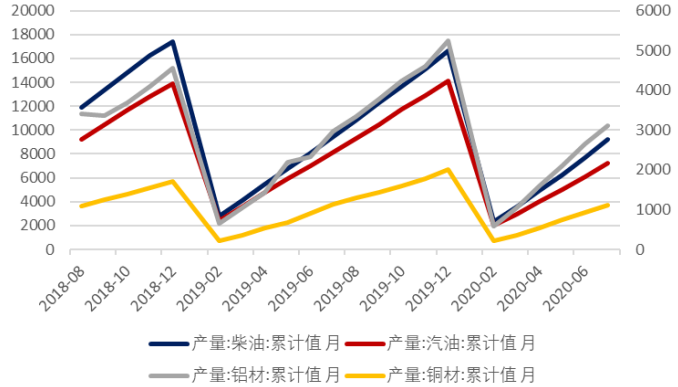
上周市场周内冲高回落，短期事件性冲击是主要原因：一是**汛情再次冲击，局部生产建设受影响**。受持续强降雨影响，三峡水库遇到建库以来最大洪水，“长江 2020 年第 5 号洪水”在长江上游形成，水利部将长江水旱灾害防御Ⅲ级应急响应提升至Ⅱ级。二是**中美下一阶段谈判的不确定性**，特朗普于周中在亚利桑那州尤马举办的竞选活动上表示推迟了与中国的经贸谈判。三是**美国对华为的禁令逐步升级，华为产业链受到冲击**。美国商务部工业和安全局（BIS）发布对华为的修订版禁令，进一步限制华为使用美国技术和软件生产的产品，并在实体列表中增加 38 个华为子公司。

图表 2 三峡水库历史高位



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 7 月主要工业品产量持续回升



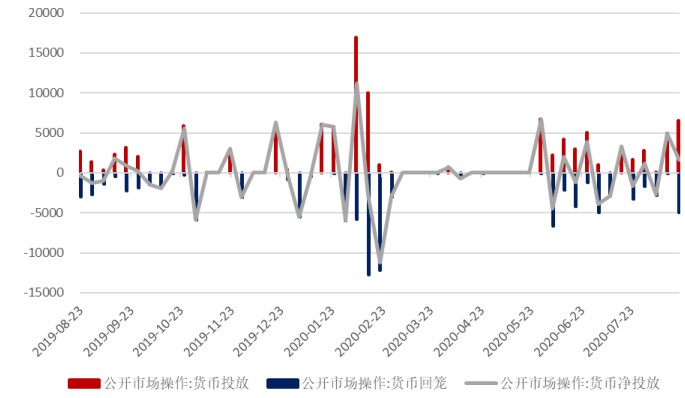
资料来源：Wind，华安证券研究所

我们在 8 月 17 日的报告《调整在延续，后市犹可期》中对于 7 月的经济数据进行了分析，指出**汛情与雨季影响了复苏节奏，季节性影响过后基建和地产有望进一步提速，三季度经济表现仍将维持向上趋势**。而中美双方也已商定于近日举行通话，美欧达成有限关税削减协议，市场情绪进一步修复。从上周公布的主要工业品产量来看，7 月各项数据均在延续回升，经济复苏放缓仍有待观察。

1.2 提前预告超额续作，流动性精准传导

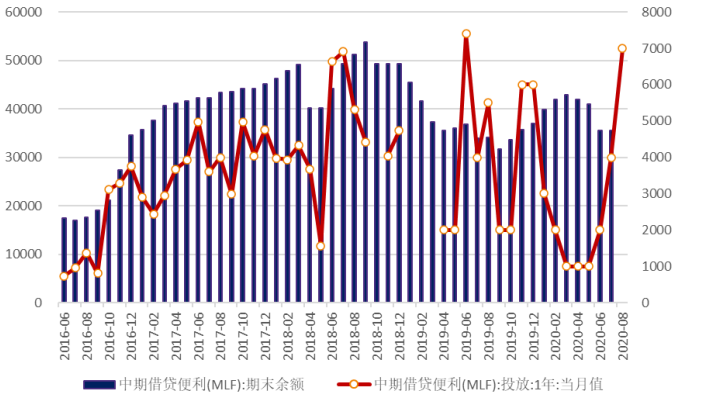
近期市场的波动很大一部分原因来自于对于流动性的担忧，社融增速的放缓以及货币市场利率的上行，加大了对货币政策收紧的预期。而央行通过公开市场操作两周共净投放 6500 亿元，且央行也罕见的通过提前预告 MLF 续作方案并超额续作 7000 亿元对市场传达信号稳定预期，使得对货币政策全面收紧的担忧缓解。社融增速放缓一定程度上是为 7 月专项债与特别国债的集中发放预留空间减少供给压力，企业中长期贷款稳步提升反映了融资结构得到改善。结合 1-7 月的社融数据来看，增速最高的时候已经过去，“宽信用”将更加强调精准导向、直达实体，下半年社融将保持稳定增速。

图表 4 公开市场操作两周共净投放 6500 亿元



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 MLF 提前预告超额续作 7000 亿元



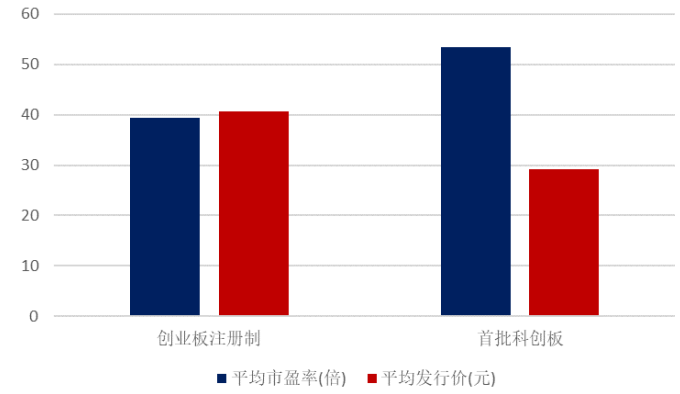
资料来源：Wind，华安证券研究所

截止到 7 月，金融部门为市场主体减负 8700 多亿元，符合全年 1.5 万亿元的序时进度，这也意味着接下来包括企业贷款利率下行在内的金融让利强度不会削弱。LPR 利率连续四个月维持不变，叠加“南京新政”对于房地产调控的加强，货币政策更注重于防风险与稳增长之间的风险平衡，谨防局部房地产市场过热的情况出现。

1.3 创业板注册制落地，创业板机遇大于风险

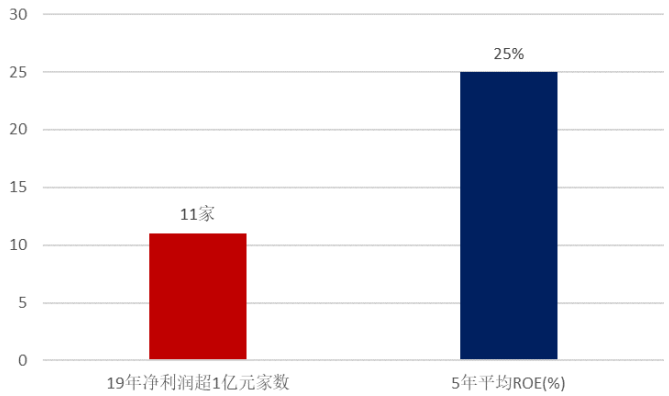
8 月 24 日创业板注册制首批（以下简称“此批”）18 只个股即将上市，综合来看此批**创业板机会多于风险**：一是**估值相对科创板要低**，此批市盈率均值为 39.3 倍小于科创板首批 53.4 倍；二是**首日成交额吸血效应不明显**，此批融资总额 200.66 亿元，参照科创板首批融资总额 370.18 亿元上市首日平均涨幅 140%来看，科创板首日成交额（含大宗交易）485.08 亿元，若此批首日平均涨幅能达到 140%的水平，预计此批首日成交额约 260~320 亿元之间，约占目前沪深两市日均交易量的 3~3.8%左右，对市场造成的流动性冲击不大；三是**“价格笼子”机制保障市场不会剧烈波动**，规定连续竞价阶段限价申报的买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%，卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%；四是**此批企业盈利能力较强**，18 家公司均采用了“最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元”这一上市标准，其中 11 家 2019 年净利润超 1 亿元且此批公司连续五年平均净资产收益率 ROE 超过 25%。

图表 6 注册制与首批科创板市盈率及发行价对比



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 首批创业板注册制上市企业盈利能力优秀



资料来源：Wind，华安证券研究所

关注机会的同时也不能忽视风险，**首日卖出或是较优选择**，从首批科创板上市表现来看，剔除首日表现余下 4 日首批平均涨幅仅 0.73%且行情波动较大；**不排除此批个别个股存在破发可能性**，从发行价格来看此批发行均价 40.61 元，而首批科创板均价为 29.20 元，此批上市均价较高，其中锋尚文化发行价 138.02 元刷新创业板新股发行最高价。短期来看创业板注册制的来临已经于近期创业板指表现中逐渐发酵，市场风险偏好有望于注册制落地后回归常态化；长期来看注册制使得市场定价效率不断提高，有利于吸引中长期资金进入创业板配置。

2. 积极配置券商、基建及地产后周期产业链、5G 科技链等行业性机会

2.1 业绩亮眼，政策加持，券商龙头机会仍好

从 7 月已经公布业绩来看，券商表现依旧亮眼。35 家上市券商的净利润环比增加 62%，同比增加 170%（剔除分红）。综合证券业协会披露的上半年 134 家券商业绩来看，2020 年上半年度实现净利润 831.47 亿元，124 家证券公司实现盈利。估值来看，仍处于估值后三分之一位次的券商板块在业绩与政策催化下后市表现依然可期。

8 月中旬，深圳交易所正式宣布计划于 8 月 24 日组织创业板注册制首批企业上市。届时，创业板股票日涨跌幅限制将从目前的 10%上调为 20%，且新股上市前五日将不设置涨跌幅限制。受益于注册制下上市条件的降低，采用多样化上市标准提高了符合上市条件企业数量，以及落地后存量的 800 余只创业板个股也将适用 20%涨跌幅，市场活跃度有望得到提高。在投行和经纪业务的双重提振下，注册制新规落地后将大幅增厚券商业绩。

在资本市场改革加速的趋势下，我们推荐关注政策红利加持下的龙头券商个股：**华泰证券、中信证券、国泰君安、海通证券**等。

2.2 投资、开工加速，地产回暖助力产业链后周期

从统计局发布的 7 月地产数据来看，房地产开发投资略有加速，房屋新开工面积回升。1-7 月份，房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比上半年加快 1.5 个百分点。其中，住宅投资增长 4.1%，增速加快 1.5 个百分点。房地产开发企业房屋新开工面积下降 4.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。

从地产竣工及销售面积来看，竣工面积略有下降，但主流房企销售持续反弹，印证市场需求仍存韧性，基本面改善有望带动当前仍处于板块估值修复。推荐关注地产

后周期产业链中的**建材、家电和家具：苏博特、海螺水泥、浙江美大、索菲亚、新宝股份、海尔智家、美的集团**等。从上半年已发行专项债来看，基建投资占比超 80%，新基建占比也从 6%提升至 10%左右，基建投资高增速已确定。雨季结束后，基建施工将提速未来有望进一步上升，基建链的相关行业值得关注，推荐关注**机械工程**行业机会：**三一重工、浙江鼎力、汇川技术、捷昌驱动**等。

2.3 基站建设目标上调，5G 科技链长期看好

近期，中美摩擦加剧，科技产业链市场表现受挫。但随着时间推移，中美摩擦导致的市场表现下行已逐渐钝化。放眼未来，“国内大循环”概念近三个月内在 4 次会议上被提及，我们之前提出国内循环两手抓，科技促进产业升级，扩大消费刺激内需。结合中报情况来看，制造业与创业板预赢占比最高幅度最大，分细项来看机械和电子同比增幅均超 100%，其中工程机械、半导体及消费电子净利润增速居前。7 月工业增加值中装备制造业和高技术制造业增长较快，同比分别增长 13.0%、9.8%

此外，结合三大运营商中报来看，三大运营商上半年投入 5G 网络建设的资本开支达 880 亿元，若按年初公布的资本开支计划，下半年仍有 973 亿元可用于 5G 建设，投资资金充裕。随着上半年基站建设超预期完成，运营商上调年度 5G 基站建设目标，也为 5G 产业链投资带来新机遇：中国移动将本年度 5G 新建基站目标由 25 万站提高至 30 万站；中国联通表示将加强与电信的合作共建，将年度建设目标由 26 万调至 37 万站。

我们之前一直强调 5G 产业链是贯穿全年的核心逻辑，结合月初国务院出台《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》和三大运营商提高年度建设 5G 基站目标，更加强化了 5G 产业链的核心位置。结合新政，推荐关注 **5G 科技链及新能源**相关个股：**中芯国际、兆易创新、北方华创、华润微、沪硅产业、长电科技、隆基股份、阳光电源**等。

3. 粮食安全概念继续发酵，关注种业长期机会

上周粮食安全概念的进一步发酵，以大豆指数为代表的粮食概念延续强势，大豆指数涨幅位列前列，一周上涨 6.86%。进入 7 月以来，粮食相关概念一直表现活跃，大豆指数自 7 月以来上涨 27.6%，8 月以来上涨 13.1%，显示市场对于粮食安全的持续关注。

全球粮食供需格局基本稳定，四大主粮库销比平稳。从 2019/20 和 2020/21 年度全球粮食供需来看，四大主粮中的小麦、大米、玉米和大豆的产量与消费量基本均衡。尤其是小麦、玉米的产量略高于消费量。按照库销比来看，小麦和大米的库销比也小幅上升，小麦从 19/20 年的 31.8%上升到 20/21 年的 33.5%，大米从 19/20 年的 37.1%小幅上升至 20/21 年的 37.3%。

图表 8 全球主要粮食 19/20 和 20/21：产量、消费量及库销比

证券名称	产量		消费量		库销比	
	19/20	20/21	19/20	20/21	19/20	20/21
小麦	7.65亿吨	7.69亿吨	7.47亿吨	7.51亿吨	31.80%	33.50%
大米	4.95亿吨	5.02亿吨	4.9亿吨	4.98亿吨	37.10%	37.30%
玉米	11.1亿吨	11.6亿吨	11.2亿吨	11.6亿吨	27.80%	27.20%
大豆	3.37亿吨	3.63亿吨	3.48亿吨	3.64亿吨	19.60%	18.10%

资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 7 月数据测算

我国粮食库销比处于高位，远超全球水平，供需短期无忧。从我国四大主粮在19/20年和20/21年度的产量、销量及库销比来看，相对全球更为稳定。

小麦方面，除产量稳步增长之外，销量总体平稳。同时，小麦库销比逐年增长且远高于国际水平，20/21年度的库销比达到123.8%，还面临一定的去库压力。

大米方面，我国虽然是大米的主要消费国，但相对于19/20年度1.45亿吨消费量来看，仅2.4百万吨的进口量表明大米自给率较高。同时，从库销比来看，同样远超全球水平，19/20年度达到80.4%。

玉米方面，虽然随着生猪养殖端的恢复，将提升上游饲料需求，但从当前19/20年度玉米库销比为74.5%远高于全球水平来看，并不需过渡担忧。同时，叠加国家临时存储玉米拍卖的政策引导，市场上供给量也将增多。

大豆方面，中国是大豆产量大国的同时，也是大豆消费和进口的大国。不过，从19/20年25.6%和20/21年24%的库销比来看，仍高于全球水平。

图表9　我国主要粮食19/20和20/21：产量、消费量及库销比

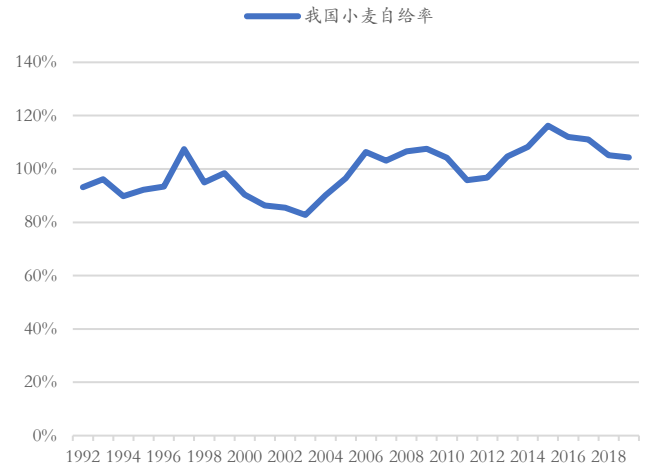
证券名称	产量		消费量		库销比	
	19/20	20/21	19/20	20/21	19/20	20/21
小麦	1.33亿吨	1.36亿吨	1.26亿吨	1.30亿吨	119.00%	123.80%
大米	1.46亿吨	1.49亿吨	1.44亿吨	1.47亿吨	80.40%	79.90%
玉米	2.60亿吨	2.60亿吨	2.74亿吨	2.77亿吨	74.50%	70.10%
大豆	0.18亿吨	0.17亿吨	1.06亿吨	1.13亿吨	25.60%	24.00%

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部7月数据测算

在探讨粮食问题时，需要明确口粮消费VS饲料消费差异下的结构性问题。从我国四大主粮来看，可以发现主要作为口粮消费的小麦和大米供求格局更为稳健，而主要作为饲料消费的玉米和大豆，或才是当前市场主要认为可能面临的结构性粮食安全问题。

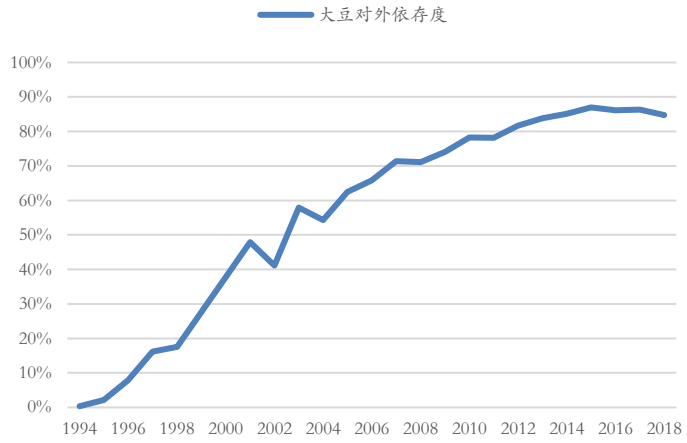
当前市场对于粮食安全问题的担忧，我们认为主要来自于以下四个方面：(1)全球来看，疫情可能增加粮食产量和供给的不确定性。一方面，疫情对劳动力的短期扰动或将影响种植，另一方面，疫情背景下部分临时贸易禁止措施或将影响国际粮食的出口。**(2)今年以来的蝗灾，带来市场对全球粮食供应担忧。**2020年以来，包括非洲和印度的蝗灾肆虐带来对粮食生产的担忧。不过，当前来看，蝗灾对我国的粮食供应影响暂时未有显现，同时从全球粮食供给来看，蝗灾重灾区的非洲也并非四大主粮的主产国和出口国。**(3)今夏以来国内洪灾带来一定担忧。**7月以来受洪水等影响，长江中下游水稻主产区产量或受到影响。**(4)外部环境不稳定，带来粮食安全担忧。**尤其是大豆方面，中国大豆的产量占全球的5%，但作为主要消费国，消费占比高达31%，因此考虑到近85%的高依存度，在国际形势摩擦加剧的情形下，将带来对供给的担忧。

图表 10 我国小麦自给率持续处于高位



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 我国大豆对外依存度持续走高



资料来源：Wind，华安证券研究所

总体来看，我们认为粮食总量无忧，但存在结构性风险；同时，时间维度上短期的高库销比使得暂时无忧。其中，结构性方面风险，口粮（小麦和大米）高自给率和高库存使得格局整体宽松；而玉米面临需求的上行，以及大豆的高对外依存度或是市场主要担忧的来源。

短期注意风险，长期仍然看好种业。需要注意的是短期来看，大豆、种业种植板块来看，上涨幅度已经很高；但业绩方面并没有足够的支撑；同时较高的库销比表明粮食储备充足，因此短期不具备进一步大涨的基础。但是从长期角度来看，鉴于疫情以及外部环境带来供给端的双重不确定性，长期仍然看好种业板块。

农产品尤其是生物育种概念中，标的关注大北农、隆平高科、登海种业。

大北农：上周涨幅 5.3%。国内规模最大的预混合饲料企业，也是国家高新技术企业、农业产业化重点企业。“金色农华”牌水稻为“中国名牌”产品。

隆平高科：上周涨幅 4.7%。国际化种业公司，种业概念股之一，覆盖“种业运营”和“农业服务”两大体系。

登海种业：上周涨幅 19.2%。玉米种子龙头企业，开展转基因、分子标记等高技术育种工作，并有突出成果。

图表 12 农产品板块标的推荐

	周涨幅	市值（亿元）	PE_TTM
大北农 002385.SZ	0.2%	495	48.6
隆平高科 000998. SZ	-8%	279	-68
登海种业 002041.SZ	7.9%	192	272

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

经济复苏不及预期；中美关系摩擦超预期；政策过早转向。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。