晨会报告

2020 年 08 月 12 日

国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200812

【财经新闻】

- 国务院批复同意服务贸易创新发展试点扩容至 28 个
- 7 月新增信贷社融不及预期 下半年信用扩张或放缓

【行业动态与公司要闻】

- 今年已有 9 家券商完成再融资 资金投向扩大至创新业务
- 1 年内最多投资 190 亿元 宁德时代开启锂电产业链合纵连横

【国都策略视点】

- 策略观点：中期内业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3340.29	-1.15
沪深300	4681.78	-0.91
深圳成指	13466.27	-1.40
中小板综指	12767.50	-1.41
恒生	24890.68	2.11
国企	10153.40	1.63
恒生AH溢	135.35	-1.55
标普500	3333.69	-0.80
NASDAQ	10782.82	-1.69
MSCI新兴市场	1091.23	0.44

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	食品饮料	1412.12	0.58
2	农林牧渔	3125.68	0.31
3	银行	3581.30	0.29
4	休闲服务	546.31	-0.21
5	国防军工	3360.35	-0.36

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	41.61	-0.90
纽约期金	1921.80	-5.67
伦敦期铜	6405.00	0.06
伦敦期铝	1786.00	0.17
波罗的海干散货	1510.00	0.27

近期研究报告

研究员：朱天辉
电 话： 010- 84183386
Email： zhutianhui@guodu.com
执业证书编号： S0940518110001
联系人：王景
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@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】

■ 国务院批复同意服务贸易创新发展试点扩容至 28 个

【上海证券报】不少中西部地区城市入围 3.0 版本的服务贸易创新发展试点方案即将出台

国务院日前批复同意在北京、天津、上海、重庆、海南、大连、河北雄安新区等 28 个省、市（区域）全面深化服务贸易创新发展试点，试点期限为 3 年。

服务贸易创新发展试点最早在 2016 年启动，第一批试点城市为北京、天津等 15 个。2018 年 6 月，试点进入深化阶段，范围扩大到 17 个省、市（区域）。此次获批复的试点范围进一步扩大至 28 个省、市（区域），大连、合肥、乌鲁木齐、贵阳、昆明、西安等 11 个城市新晋入围，其中包括不少中西部地区城市。

商务部研究院国际服务贸易研究所所长李俊在接受上海证券报记者采访时表示：“新增的中西部城市大多是区域中心城市，具备服务产业基础和一定的开放条件。此外，这些城市的入围也是配合国家区域发展战略的实施，有助于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。”

记者了解到，商务部即将出台新的《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，这将是第三个版本的服务贸易创新发展试点方案。“相比于前两版注重服务贸易本身的发展，3.0 版本的亮点是国内服务业管理制度的改革，涉及面很广，开放措施也很多，值得期待。”李俊说。

关于服务业的开放新举措，此前的国务院常务会议明确，要发展跨境商业医疗保险、推进中外合作办学、扩大技术进出口经营者资格范围、加强旅游和体育国际合作等，促进更高水平对外开放。

“这次疫情给跨境电商、信息技术等数字服务带来了走出去的新机遇。目前海外数字化市场的需求越来越大，我国相关领域的发展也具备一定的优势，未来相关领域的服务贸易潜力很大。”李俊表示。

■ 7 月新增信贷社融不及预期 下半年信用扩张或放缓

【证券时报网】随着前期货币政策总量宽松的逐步退出，信用扩张步伐也较上半年出现放缓迹象。8 月 11 日，央行发布的 7 月金融数据和社会融资统计数据显示，当月新增信贷社融规模均低于市场预期。7 月人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元，环比降 45%；社会融资规模增量为 1.69 万亿元，比上年同期多 4068 亿元，环比大降五成。

7 月新增贷款环比降 45%，有观点认为这体现出融资需求的趋冷。对此，光大证券首席固定收益分析师张旭对证券时报记者表示，受到银行内部考核等因素的影响，信贷增长具有较为明显的季节性特征。6 月和 7 月分别是贷款发放的“大月”和“小月”，因此常会体现为 7 月增量的回落。例如，在过去的 4 年中，7 月的信贷增量平均较 6 月下降了 43%。今年 7 月下降的幅度与往年相仿，实际上是正常的季节性现象。

尽管新增信贷社融不及预期，但结构进一步优化。浙商证券首席经济学家李超表示，7 月中长期贷款提供更强支撑；受结构性存款压缩的影响，表内外票据融资均有回落，但并未对社融构成大的冲击，在政府债券、企业债券和股票融资的支撑下，社融新增维持高位，增速较前值继续上行 0.1 个百分点至 12.9%。

张旭也表示，7 月无论是贷款数据的结构，还是社融规模各组成部分之间的比例，都得到了进一步的优化。具体来看，贷款中的企业中长期占比提高，社融中的直接融资占比提高，且非标融资占比降低。

从新增信贷的结构看，整体上以中长期融资需求为主。7 月房地产销售延续前期好转态势，居民中长期贷款增长依旧稳定，当月新增贷款 6067 亿元；而企业中长期贷款增加 5968 亿元，表现同样稳定。中信证券固收团队认为，企业中长期贷款需求主要来源于低成本的信贷供给、财政融资高增长带来的基建融资需求等。同时，7 月狭义货币（M1）增速上涨，使得“M2-M1”剪刀差减少或表明实体经济投资需求的增强。

除了新增信贷社融不及预期外，当月新增存款少增较多，使得 M2 增速也有所放缓。7 月新增人民币存款仅有 803 亿元，比上月和去年同期分别少增 28197 亿元和 5617 亿元。M2 同比增速比上月末低 0.4 个百分点。

对于为何 7 月新增人民币存款少增较多，股市火热分流存款是一个重要原因。民生银行首席研究员温彬表示，7 月新增人民币存款不足千亿，主要是因为在新一季度的初月，居民和企业存款通常转为表外理财，再叠加股市回暖、基金发行规模加大，对居民和企业存款进行了分流。

此外，中信证券研究所副所长明明表示，随着疫情影响的消退，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。社融增速与名义 GDP 增速相匹配才是既保证金融有效支持实体经济，又不会创造资产价格泡沫、扩大金融风险的两全选择，预计下半年宏观杠杆率的扩张将迅速放缓，同比增幅可能走平或小幅回落，宽信用步伐也将放缓。温彬也表示，下阶段，货币政

策的重心将从总量宽松转向结构优化，降准、降息的概率降低，更大程度发挥结构性货币政策工具的作用。

【行业动态与公司要闻】

■ 今年已有 9 家券商完成再融资 资金投向扩大至创新业务

【上海证券报】 今年以来，上市券商再融资热情高涨，已有 9 家完成定向增发或配股，合计募资规模超过 800 亿元。

具体资金投向上，资本中介类业务和自有资金投资业务，依旧是券商加大投入的重点业务。此外，本轮融资的使用范围更加广泛，包括金融 IT 投入、直投与跟投以及衍生品等创新业务的资金投入也明显增加。

Wind 数据显示，今年以来，已有海通证券、中原证券、西南证券、第一创业、中信证券 5 家券商完成定增，合计募资额超 500 亿元。其中，海通证券定增规模最大，达到 200 亿元。南京证券、西部证券、浙商证券、中信建投、国信证券等多家券商的定向增发还未实施。

此外，山西证券、东吴证券、天风证券、招商证券 4 家券商完成配股募资，募资规模合计超过 300 亿元。华安证券、红塔证券、国元证券等 3 家券商的配股方案还未实施。

此次增资大潮背后，反映出市场各方对证券行业前景的乐观预期。与以往不同的是，在券商定增名单中，不乏多家中外券商同行身影。比如，海通证券定增获瑞银集团和摩根大通认购；中原证券定增获中金公司、中信证券等五大头部券商认购；第一创业的定增同样集结了多家头部券商。

券商为何忙于补充资本金？开源证券非银金融首席分析师高超表示，资本市场深化改革和居民资产向权益市场加速迁移背景下，证券行业迎来历史机遇期。在顺周期下，加大股权融资有利于券商积累资本，为后续业务增长和排名提升奠定基础。

从募集资金投向上来看，资本中介、自营等业务的投入比例通常较高。比如浙商证券公布的 100 亿元募资投向，投入到投资与交易业务、资本中介业务的资金将分别不超过 45 亿元、不超过 40 亿元，合计占募资比重高达 85%。

某中型券商非银分析师认为，以自营业务和信用业务为代表的重资本业务在券商营收中的占比呈上升趋势，加大资金投入成为必然趋势。

除加大自营、信用等主营业务投入力度外，本轮融资的投向范围更加广泛，包括金融 IT 投入、直投与跟投以及衍生品等创新业务的资金投向明显增加。例如，海通证券拟投入 15 亿元用于 IT 系统建设；中信建投将 10 亿元增资用于信息系统建设；安信证券拟以 15 亿元增资另类投资子公司。

■ 1 年内最多投资 190 亿元 宁德时代开启锂电产业链合纵连横

【上海证券报】全球锂电池龙头——宁德时代将开启锂电产业整合时代。锂电池产业链的供应商，或将面临幸福的烦恼，如何站队？

8 月 11 日晚，宁德时代发布公告称，公司拟围绕主业，以证券投资方式对境内外产业链上下游优质上市企业进行投资，投资总额不超过 2019 年末经审计净资产的 50%，即不超过 190.67 亿元（不含本数）人民币或等值币种，其中境外投资总额不超过 25 亿美元。有效期限自本次董事会审议通过之日起 12 个月内有效。

这则简单的公告可谓字少含金量高。从金额到时间，从标的范围到投资方式，寥寥数句宣告清楚。其核心为 3 个关键词：股权投资、产业链上下游、境内外上市公司。

对于此次大手笔的投资计划，宁德时代表示，新能源汽车及储能行业近年来发展迅速，但产业链仍存在配套设施不完善、关键资源供应不足等短板，可能制约行业长期发展。公司作为新能源行业领先企业，出于长期战略发展考虑，拟围绕主业，通过对产业链上下游优质上市公司进行投资，进一步加强产业链合作及协同，提高资源利用效率，提升公司市场竞争力。

公告显示，此次投资范围具体包括境内外产业链上下游相关上市公司的股票、可转换债券以及其他权益类投资品种；投资方式包括但不限于新股申购、二级市场证券买入、集合竞价、协议转让、大宗交易、参与定向增发等法律法规允许的方式。

值得注意的是，就在 8 月 4 日，宁德时代非公开发行新增股份在深交所上市，根据此前发布的上市公告书，此次非公开发行新增股份 1.2236 亿股，发行价格为 161 元/股，募集资金约 197 亿元，募投项目包括投建湖西锂电池扩建 16GWh、江苏时代动力三期 24GWh 和四川时代动力一期 12GWh 等。

针对此次投资境内外上下游优质上市企业，宁德时代表示，投资资金来源为公司自有或自筹资金，不涉及公司首发及 2020 年非公开发行股票的募集资金。显而易见的是，此前的成功募资极大充实了公司的资金实力，可以运用自有资金进行更为从容的对外投资。

众所周知，互联网江湖里，腾讯系与阿里系是两大对垒阵营，被两大阵营分别投资的产业链公司，必须站队。宁德时代此举

是否也上演江湖派系的戏码？一位锂电池产业链公司高管认为，宁德时代此举将加速产业链分野，短期内，国内锂电产业链可能逐步形成两大阵营，获得宁德时代投资的供应商，订单或就此无忧，但也可能失去其他供应链机会。

8 月 11 日晚，宁德时代还发布一则投建动力电池宜宾项目的公告。公司控股子公司时代吉利拟在四川省宜宾市临港经济技术开发区投资建设动力电池项目，项目投资总额不超过 80 亿元。该项目建设期为自开工建设起不超过 26 个月，项目总占地面积约 500 亩。公司表示，该项目的实施有利于促进公司长期发展和战略布局，进一步拓展公司业务规模，从而提升公司的持续盈利能力、核心竞争力。

【国都策略视点】

■ 策略观点：中期内业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

1、中期风格展望：业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

1）风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是市场监管政策取向的降温信号，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

2、市场风格分化与趋同的历史规律与本轮推演

（1）累计收益方面：消费>金融>成长>周期，自 2005 年至今的 15 年半时间，消费（医药生物/食品饮料/农林牧渔/商贸/休闲服务/家电）、金融、成长、周期四大风格指数各累计上涨 13.0、7.8、7.4、3.8 倍，年化收益率分别为 18.0%、13.8%、14.2%、9.0%；

（2）历次顶峰对比：消费已创新高、成长与周期仍大幅折价。跟踪风格指数有完整历史数据的 15 年半内，市场指数分别在 08 年 1 月、15 年 6 月构成顶峰，且间隔七年半内，消费、金融、成长、周期指数的后一次较前一次的顶峰值高 150%、24%、46%、229%；距最近一次市场顶峰 5 年 2 个月，目前消费、金融、成长、周期指数较 15 年 6 月的上轮牛市顶峰值，各累计+9.0%、-12.2%、-35.7%、-45.7%，可见仅消费板块已历史创新高、而成长、周期板块较上轮牛市峰值仍大幅折价四成左右。

（3）估值折价率及业绩预期：周期与金融折价率高，综合考虑未来三年业绩预期与静态估值水平比值，非金融板块的整体估值较高。当前估值较 15 年 6 月峰值的折价率方面，周期>金融>消费>成长，依次折价 52.1%、30.9%、22.2%、12.8%；而 2020-22 年未来三年的归母净利润业绩增速预期方面，成长>消费>周期>金融，CAGR 依次为 40.9%、18.6%、13.9%、8.0%，基于未来三年业绩复合增速与 PE(19)比值 PEG，分别为 2.35、2.36、1.73、1.06；

（4）风格轮动/分化节奏：有完整历史数据起，2004-12 年底的八年时间内，四种风格指数的走势与趋向基本同步，仅是涨跌波动的弹性大小差异，期间弹性排序为：金融>周期>消费>成长；而自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。

A）第一波分化至趋同的演绎：12 年底至 14 年 6 月底，期间消费、成长上行，而金融、周期仍震荡下跌，而后在 14 年 7 月至 16 年 1 月的一轮快速上涨、急剧下跌的全面牛熊转换波峰期，市场风格指数进入同步涨跌；分化、同步持续时长均为 18 个月左右即 1.5 年时长附近；

B）第二波分化至趋同的演绎：16 年 2 月至 18 年 1 月底，期间消费、金融上涨，而周期、成长震荡下跌，随后自 18 年 2 月至 19 年 8 月进入四种风格同步震荡下跌期；期间分化、同步持续时长各为 24、18 个月左右即 1.5-2 年时长左右；

C）第三波分化与趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨

按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段；

按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。

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