国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200713

【财经新闻】

- 金融委 3 个月 4 次聚焦资本市场，要求对资本市场违法犯罪行为“零容忍”
- 银保监会：严查乱加杠杆和投机炒作行为
- 精选层首批 32 家企业月底挂牌

【行业动态与公司要闻】

- 比亚迪首推搭载刀片电池车型“汉” 华为紧贴造车圈
- B2B 出口试点全面启动——跨境电商走上新通道

【国都策略视点】

- 策略周报：降温举措放缓上行节奏，而非逆转市场趋势方向

【重点公司公告摘要】

- 芒果超媒：半年净利超 10 亿元 多款节目走俏助力市值“乘风破浪”
- 健康元：定增募资不超 21.73 亿元补充流动资金 引入战投高瓴资本

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3383.32	-1.95
沪深 300	4753.13	-1.81
深圳成指	13671.24	-0.61
中小板综指	12665.10	-0.57
恒生	25727.41	-1.84
国企	10541.26	-2.23
恒生 AH 溢价	132.99	-2.08
标普 500	3185.04	1.05
NASDAQ	10617.44	0.66
MSCI 新兴市场	1069.27	-0.96

全球大宗商品市场

商品		
纽约原油	40.59	2.53
纽约期金	1801.80	-0.33
伦敦期铜	6429.00	2.10
伦敦期铝	1689.00	2.43
波罗的海干散货	1810.00	-2.11

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：陆星挺
电 话： 010-84183211
Email： luxingting@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】

■ 金融委 3 个月 4 次聚焦资本市场，要求对资本市场违法犯罪行为“零容忍”

【中国政府网】7 月 11 日，金融委近日召开第三十六次会议，研究全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”工作要求，点名了欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为。会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持，金融委成员单位及相关单位有关负责同志参加会议。这是三个多月来，金融委第四次聚焦资本市场的造假行为，显示了高层对资本市场的关切。

会议认为，市场主体的诚信建设，事关资本市场长期健康发展。欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为是资本市场的“毒瘤”，损害广大投资者合法权益，危及市场秩序，制约资本市场功能的有效发挥，**必须坚决、果断、及时地加以纠正。**

一段时间以来，由于制度建设存在短板，资本市场违法犯罪成本较低，发生了多起恶性财务造假案件。新修订的证券法已大幅提高资本市场违法犯罪成本，监管规章制度正在不断完善，构建了立体处罚的有力框架，证监会和相关部门要进一步加强证券执法和司法工作，坚决打击、遏制资本市场违法犯罪活动，保护投资者特别是中小投资者权益，回应社会各方面期待。会议要求，要全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求，多措并举加强和改进证券执法工作，全力维护资本市场健康稳定和良好生态。一是严厉查处重大违法犯罪案件，加快调查、处罚、移送工作，依法从重从快从严惩处。

二是强化民事赔偿和刑事追责力度，要加快新修订的证券法实施细则落地，对典型重大、社会影响恶劣的个案，依法及时启动“集体诉讼”。

三是深化退市制度改革，进一步完善退市标准，简化退市程序，强化退市监管力度，严格执行退市制度，形成“有进有出、优胜劣汰”的市场化、常态化退出机制。

四是配合立法机关加快刑法修改等工作进度，进一步完善惩戒违法犯罪行为的法律制度，提高刑罚力度。

五是完善符合资本市场发展需要、有中国特色的证券执法体制机制，加强行政执法基础制度建设，统一执法标准，规范执法行为，提高执法效率，强化专门的执法力量。

六是由证监会会同相关部门建立“打击资本市场违法活动协调工作小组”，形成打击资本市场违法活动合力，共同维护资本市场健康稳定。

七是加强舆论引导，多渠道、多平台强化对重点案件的执法宣传，向市场传递“零容忍”的鲜明信号，充分发挥典型案件查处的警示、教育功能，推动形成崇法守信的良好市场生态和文化。

■ 银保监会：严查乱加杠杆和投机炒作行为

【中国证券报】银保监会新闻发言人日前表示，当前仍面临不良资产上升压力加大、部分中小金融机构问题较为严重、部分市场乱象有所反弹等突出风险，尤其是部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫。

对此，银保监会将严查乱加杠杆和投机炒作行为，督促银行保持利润合理增长，更大力度让利实体经济，加大重点行业、普惠小微企业的信贷支持，积极扩大最终消费需求。

强化资金流向监管

上述发言人表示，当前，部分市场乱象有所反弹。一些高风险影子银行死灰复燃，有的以新形式新面目企图卷土重来。企业、住户等部门杠杆率上升。部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫。此外，违法违规行为时有发生。

该发言人强调，银保监会将根据新的形势和新的情况，继续保持定力，优化监管措施，依法处置违法违规行为，切实提高防范化解金融风险能力水平，持续深化金融改革开放，促进提升服务实体经济质效，确保银行业保险业稳健运行，实现高质量发展。

下一步，银保监会将督促引导资金“脱虚向实”。深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。

督促银行做实利润

今年一季度，中国 GDP 同比增速为-6.8%，但银行利润实现 6%的正增长。

谈及背后原因，该发言人认为，最主要是由于现行财务会计和统计制度造成的时滞影响。按照权责发生制会计原理，潜在风险贷款利息收入仍在利润核算中全额计入，而实际风险尚未全面反映。其次，利润增长很大程度上是生息资产大幅增长的结果。为大力支持疫情防控和企业复工复产，银行业生息资产特别是信贷投放同比大幅增加。上半年，银行业金融

机构生息资产增长 17 万亿元，人民币贷款增加 12.09 万亿元。规模大幅增加带来账面利息和利润也相应增长。再次，一些机构拨备不达标，即便按照现阶段拨备覆盖率最低标准 100%测算，银行机构仍有缺口合计超过 3500 亿元。若均摊到全年补足拨备缺口，这些机构利润增速将大幅降低，有的甚至为负。

该发言人强调，银保监会将督促银行保持利润合理增长，做实利润、用好利润。一要更大力度让利实体经济。千方百计降低企业，尤其是普惠型小微企业综合融资成本，推动金融系统全年让利实体经济 1.5 万亿元。二要及时填补拨备缺口，全面覆盖风险损失。拨备不达标的银行要制定计划，尽早达标。在当前特殊形势下，各银行要根据客户真实风险水平，按照预期信用损失法评估潜在风险，并据此计提拨备。三要切实补充资本。适当降低分红，不增加奖金，把有限的利润更多用于资本补充，提高风险抵御能力。

■ 精选层首批 32 家企业月底挂牌

【中国证券报】市场高度关注的精选层开板时间和首批企业数量情况，日前迎来全国股转公司方面“官宣”。32 家企业将在本月底集中挂牌。

“目前首批企业审查核准已完成，正在开展股票发行，精选层设层交易的相关准备工作已就绪。预计精选层将于本月底正式组建。”全国股转公司副总经理李永春 7 月 10 日表示。

对于精选层挂牌工作进度，他提到，目前精选层交易系统、监察系统以及公司监管工作均已准备就绪。系统测试达到预期，进行了扩容提速，并已通过极端情况压力测试。集体晋层仪式正在抓紧筹备。

设立精选层是此次新三板全面深改的枢纽性制度安排。围绕精选层，市场正在关注多个焦点问题：32 家的数量是如何确定的？7 月初精选层个股开启申购后一度出现“顶格打不中”的情况如何解决？股转对此一一回应。

“成熟一家算一家”

记者据股转官网梳理，精选层公开发行日历显示，艾融软件(830799.OC)、颖泰生物(833819.OC)、贝特瑞(835185.OC)、新安洁(831370.OC)等 32 家公司已确定申购日。这也意味着，32 家公司已晋级为精选层首批企业。

此前，科创板提供的先行经验是市场预判精选层改革情况的主要参照。较之科创板首批企业 25 家的数量，精选层首批企业数量达到 30 家以上。

首批 32 家的规模和具体名单，如何确定？

李永春说，受疫情影响，精选层受理工作的启动晚于预期，4 月 27 日股转启动精选层企业公开发行申请的受理工作。按照 7 月底统一挂牌的安排，留给监管审核的时间比较短。“企业准备材料、券商尽职调查，遇到很大的障碍，特别是春节以后这段时间，不能出差、不能去外地，延迟了一些。”

对于股转审核关注重点，他提到，主要关注企业对股转问询问题的反馈，如果反馈较及时、解释较清楚，就会通过审核。而有的企业准备不充分，未能及时反馈，则赶不上第一批挂牌。

“对数量我们没有预期多少家，成熟一家算一家。提交审议的企业有 34 家，其中 2 家暂缓审议，后续还有相关程序，所以首批确定是 32 家。对数量我们没有预期多少家，成熟一家算一家。”李永春说。

聚焦 32 家企业的整体情况：行业上，32 家企业分属 6 个行业，其中 25 家属战略新兴产业、现代服务业和先进制造业，占比 78%；地域上，32 家企业分属 17 个省、自治区、直辖市，其中北京 6 家、江苏 5 家，浙江、上海、安徽、广东、河北及湖北各 2 家；适用标准上，32 家企业中，29 家企业以标准一（侧重盈利性）申报，1 家企业以标准二（侧重成长性）申报，1 家企业以标准三（侧重研发成功产业化）申报，1 家企业以标准四（侧重研发能力）申报。

在首批挂牌企业的股票发行方面，32 家首批企业共发行 8.37 亿股，平均每家 2614.53 万股。截至 7 月 7 日，18 家已确定发行价的企业平均市盈率 30.69 倍；9 家完成申购，合计融资 35.53 亿元。

“总体而言，精选层企业以优质中小企业和同民生就业密切相关的实体企业为主，整体经营业绩突出，研发能力强，是新三板市场发展壮大的优质中小企业代表。但可能存在中小企业发展阶段的规律性问题。”李永春表示，在对精选层企业进行价值判断时，不应简单比较上市公司部分指标，应该从多元视角看待其成长空间及投资价值。

他举例说，有些精选层企业存在大客户依赖，主要原因是其处在细分领域，是下游知名企业的长期稳定供应商；有些企业从单个经营数据指标上看经营业绩并不突出，但公司主要客户稳定，且逐年加大研发投入，未来成长空间较大。

初期申购火爆，正在完善系统

挂牌时间表明确。在 7 月初至今的精选层打新盛宴中，新三板投资者一度遇到令其颇感意外的情况。作为首批登上精选层打新舞台的两只个股，颖泰生物、艾融软件的中签结果令多位投资者感到意外——顶格申购一签未中，只申购 100 股

却中签。

“在精选层新股申购制度设计之初，未预料到首批 2 家企业申购火爆，导致按申购时间配售的情况出现。”李永春说，投资者零点申购，但券商依然是上午 9 点 15 分报到股转系统，券商如果系统比较慢或某些其他原因，报进去的时间可能就会有先后。

他进一步表示，股转方面正在完善申购相关安排，预计在第一批精选层企业发行结束后，在未来的发行中申购系统会完善。“顶格打不中”也一定程度上反映了精选层个股被市场资金追捧的情况。目前，精选层新股申购仍在进行中。记者据股转官网梳理，下周（7 月 13 日～17 日）还将有 14 只精选层新股开启申购，涉及富士达、森萱医药、润农节水、微创光电等。至 7 月 14 日，首批 32 家企业全部申购完成，至 7 月 20 日，发行结果公告全部披露完成。

精选层个股月底将集中挂牌，30 余家的数量规模是否能够一定程度上避免资金集中炒作个股？

张可亮认为，此前科创板开市时也曾出现热门个股被市场资金拉高炒作的情况，但精选层相对与 A 股市场的特殊制度安排体现在，对控股股东、实际控制人和 10%以上的股东持有老股限售，其他股份（含新股**和**前述范围以外的老股）均可流通。这一制度安排会相对制约炒新资金对新股的炒作。

“精选层 10%以下老股不限售，这会明显制约炒新资金的过度炒作。但也要做具体分析，限售股多，筹码相对集中的股票可能会被拉高炒作，限售股比例较少，筹码相对分散的，可能游资会有所顾忌，不敢肆意炒作。”他提到。

对于精选层开板之后的表现，张可亮认为仍有待观察，这将涉及新老股东对公司股票价值以及股票价格的判断问题。

“老股东相对于新股东来说，应该更加了解公司的价值和未来发展前景，所以对公司股价的判断相对更加理性。如果股票价格上涨超过了他们的心里价位，必然会选择减持、抛售，但是如果股票涨幅不及预计，仍然会选择继续持有。”他说。

明确定位：不是沪深交易所的“预备板”

值得关注的是，对于新三板的定位，李永春此番明确表示，转板上市机制畅通了多层次资本市场有机联系，但新三板并不是沪深市场的“预备板”。

对于市场定位，今年 3 月 1 日正式实施的新《证券法》将新三板全面纳入，其中提到，新三板作为“国务院批准的其他全国性证券交易场所”，与证券交易所具有实质相同的功能和法律地位。新三板是场内市场、公开市场和集中市场。另一方面，新三板是资本市场服务创新型、创业型、成长型中小企业和民营经济的主要平台，是独立市场，与沪深交易所是错位发展的关系。

此外，对于新三板改革目前的落地进展情况，李永春称，目前，除市场退出制度外，新三板全面深化改革方案中涉及的优化发行融资制度、完善市场分层、改进交易制度、调整投资者适当性并引入公募基金等长期资金、建立转板上市机制、构建差异化监管体系等措施的业务规则已全部出齐。各项改革措施稳步落地实施，市场功能指标回升，积极效应逐步显现。

【行业动态与公司要闻】

■ 比亚迪首推搭载刀片电池车型“汉” 华为紧贴造车圈

上海证券报讯 预热良久的比亚迪“汉”，终于在 7 月 12 日晚 7 点线上发布。比亚迪董事长兼总裁王传福认为，新能源汽车正从上半场的电动化走向下半场的智能化，而此次发布的比亚迪“汉”恰逢其时。

据介绍，比亚迪“汉”首次搭载了刀片电池和华为的 5G 技术，因此比亚迪将该系列车型视为全球超安全智能新能源旗舰轿车、新能源汽车从电动化走向智能化的重要标志。

而此前明确表示不造整车的华为，在此次发布会上继续赋能造车领域。“5G 和 AI 时代到来，华为和比亚迪联合打造‘汉’。”华为常务董事、消费者业务 CEO 余承东表示，华为的 HiCar 解决方案，将为车载终端带来更多的应用。

刀片电池首款应用车型亮相

“致力于把‘汉’打造成集‘安全、性能、豪华’三大标杆于一体的新能源旗舰轿车。”王传福在会上明确了比亚迪对“汉”的定位。

尤其是安全，被比亚迪多次提及。此次比亚迪推出“汉”系列的车型，包含三款“汉”EV 和一款“汉”DM。其中，“汉”EV 是全球首款搭载刀片电池的轿车。比亚迪认为，此举将重新定义新能源汽车的安全标准。

王传福此前在刀片电池的发布会上表示：“刀片电池体现了比亚迪彻底终结新能源汽车安全痛点的决心，将重新定义新能源汽车的安全标准，倒逼整个新能源汽车行业作出改变。”

比亚迪介绍，相较于传统电池包，“刀片电池”的体积利用率提升了 50%以上，也就是说续航里程可提升 50%以上，达到高

能量密度三元锂电池的同等水平。

搭载了刀片电池的“汉”EV，在性能上也体现出优越性。“汉”EV 超长续航版的 NEDC 综合工况纯电续驶里程可达 605 公里，并凭借多项节能降耗措施，创造出满足消费者真实使用场景的长续航。

可以看到，刀片电池在“汉”EV 上的表现，将影响比亚迪未来是否扩大刀片电池的应用范围。比亚迪此前在互动平台上表示：“刀片电池已经在上半年投产，首次搭载在‘汉’车型上，未来会在更多的车型上搭载。”

华为赋能造车领域

此次线上发布会的一大亮点是，余承东亮相并作主题演讲称，未来华为智慧生活+341 个传感器/66 项控制等于无限可能。

对应余承东演讲的内容，华为此前多次回应，公司没有造整车的计划，只是为造车领域“赋予生命”。

华为与比亚迪的合作，体现了其赋能之举。比亚迪此前表示，华为手机 NFC 车钥匙、Hicar 手机投屏方案等产品，将应用于比亚迪“汉”。而此次发布会上，“汉”将是全球首款搭载华为 5G 技术的量产车型，5G 赋能 DiPilot 打造“网联版”智能驾驶辅助系统。

比亚迪介绍，DiPilot 基于行业领先的自动驾驶辅助功能，融入比亚迪的算法优势，具有自学习、自进化特点的智能驾驶辅助系统。这套被称为 DiPilot 的智能驾驶辅助系统，将与全新开发的 DiLink3.0 软硬件系统融合，形成新的人车交互方式，让自动驾驶辅助不仅仅是“功能”，更是一种人性化的“陪伴”。

当前，华为在造车领域的动作不断。天眼查显示，华为技术有限公司新增数条专利信息，其中包含“一种自动驾驶方法以及装置”的专利，公布日为 7 月 10 日。

华为创始人任正非此前表示，华为将长期聚焦 5G 和信息与通信技术，正在成为面向智能网联汽车的增量部件供应商，在智能网联、智能驾驶、智能座舱、智能电动和云服务等多个领域向主机厂提供产品和服务。

随着新能源汽车逐步走向智能化，比亚迪与华为在未来的合作或将继续深入，华为也将进一步赋能造车领域。

■ B2B 出口试点全面启动——跨境电商走上新通道

经济日报讯， 海关总署日前发布公告，自今年 7 月 1 日起，北京、天津、南京、杭州等 10 个直属海关启动“跨境电商 B2B 出口”试点，这是继今年初跨境电商出口退货监管制度出台后，海关总署针对跨境电商新业态推出的又一项重要改革举措。

“跨境电商 B2B 出口”是跨境电商企业对企业出口的简称，它是指境内企业通过跨境物流将货物运送至境外企业或海外仓，并通过跨境电商平台完成交易的贸易形式。

“此次改革是海关将近年来跨境电商 B2C（零售）领域创新监管经验运用到 B2B（企业对企业）领域的一次尝试。”对外经济贸易大学公共管理学院院长于海纯告诉经济日报记者，从短期看，改革将助力跨境电商企业有效应对疫情冲击；从长远看，它将促进跨境电商新业态健康可持续发展，为稳住外贸基本盘、保就业及市场主体提供支撑。

试点首日争相尝鲜

7 月 1 日是“跨境电商 B2B 出口”试点第一天，0 时 0 分 21 秒，宝时得科技（中国）有限公司 300 台价值 1.62 万欧元的吸尘器在南京海关所属苏州工业园区海关申报成功，成为全国首票采用“跨境电商 B2B 出口”方式的货物；0 时 2 分整，来自天津津贸通供应链管理服务有限公司的家具在天津顺利通关，这是天津海关放行的首票“跨境电商 B2B 出口”货物；0 时 6 分 48 秒，广州黄埔海关成功放行辖区内某跨境电商 B2B 企业申报的货物，这批货值 2 万余元的塑料制品将启程运往新加坡。

“试点首日，北京海关共验放‘跨境电商 B2B 出口’报关单、申报清单 21 票，货值 27.7 万元，主要商品为纤维布、拉力带、服装、智能手表、蓝牙耳机、滑板车等。”北京海关行邮处副处长杨燕冬介绍说。

来自杭州海关的统计显示，7 月 1 日全天，其所属钱江海关、萧山机场海关、义乌海关等均成功验放“跨境电商 B2B 出口”申报清单，累计 19 票，货值 6.68 万元，跨境电商出口新模式实现了关区全覆盖。

作为首家“尝鲜”跨境电商出口海外仓模式的企业，宝时得科技（中国）有限公司当天共申报了 2 票跨境电商 B2B 出口货物。公司副总裁杨文基表示，通过跨境电商 B2B 出口改革，企业可享受到无纸通关、简化申报、优先查验等通关便利，物流成本降低了，通关效率提高了。更重要的是，借助跨境电商出口海外仓新模式，产品拓宽了市场销路，增强了高端制造企业的抗风险韧性。

人海淘（C2C）1.0 时代，到商业零售（B2C）2.0 时代，再到‘跨境电商 B2B 出口’开启，标志着跨境电商新业态迈入了企业对企业（B2B）3.0 时代。”南昌海关办公室主任阳振荣说，南昌海关虽不是首批跨境电商 B2B 出口试点单位，但已接到很多跨境电商企业的咨询，企业对这项创新举措普遍看好。

新增代码方便通关

近年来，我国对跨境电商支持措施主要集中在零售进出口领域，但占据市场份额近 80%的“B2B 出口”，却无法享受到相应的通关、税收等支持。

“今年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延，大量传统贸易订单转为线上成交，支持‘跨境电商 B2B 出口’政策的出台正当其时。”北京海关副关长高瑞峰介绍说，此次试点相关改革举措为线上 B2B 出口贸易增设了专门的监管方式代码和通关路径。

据介绍，“跨境电商 B2B 出口”试点新增设的监管方式代码为 9710、9810。其中，代码 9710 适用于境内企业通过跨境电商平台与境外企业达成交易后，通过跨境物流将货物直接出口至境外企业；代码 9810 适用于境内企业先将出口货物通过跨境物流送至海外仓，通过跨境电商平台线上成交后再从海外仓送至境外购买者。

杭州全瓒电子商务有限公司是一家依托海外仓从事跨境贸易的电商企业。试点首日，该公司即以代码 9810 方式申报了一批家居用品至美国亚马逊海外仓。“原先我们是通过一般贸易方式出口，无法享受优惠政策。”杭州全瓒电子商务有限公司总经理谢何铭坦言，此次海关将出口海外仓模式纳入跨境电商监管，并为企业在申报、通关、物流等方面提供了一系列便利化措施。

在黄埔海关口岸监管处副处长成应强看来，新增“跨境电商 B2B 出口”两种代码模式后，跨境电商企业至少可享受到三方面利好：一是把大批量出口货物企业对企业模式归入跨境电商监管范畴，有利于跨境电商企业进一步扩大业务；二是将海外仓模式纳入跨境电商管理，以往企业遇到的清关、运输、退税等方面问题可迎刃而解；三是在新政加持下将有更多企业可以从容地应对疫情之下的出口危机。

以点带面逐步推广

经济日报记者调查发现，从政策设计框架来看，此次改革充分考虑了新业态信息化程度高、平台交易数据留痕等特点，采用一次登记、一点对接、简化申报、优先查验、允许转关等针对性的监管便利措施。

“比如，企业申报单证全程无纸化，系统自动审核实时验放，为中小微企业提供清单申报等更为便捷的通关通道，一体化通关与转关并行以满足企业物流多元化选择等，使通关更加高效便捷，让企业享受更多政策红利。”南京海关副关长张亚平说。

张亚平表示，此次改革新增两种监管方式，为地方政府引导本地跨境电商产业发展提供了帮助，也为商务、财政、税务、外汇等部门出台配套支持措施提供了明确的支点，有助于准确统计跨境电商出口数据，为地方乃至国家层面的决策参考提供数据支撑。

“跨境电商 B2B 出口试点改革启动，对我们来说是一场及时雨。”广东东莞市联兴电子商务有限公司负责人陈子任说，试点拓展了公司业务种类，预计下半年出口业务量较上半年可以翻番。

据统计，2019 年我国跨境电商交易规模已达到 10.8 万亿元，今年预计有望超过 12 万亿元。其中，跨境电商综合试验区发挥了重要示范引领作用。截至目前，国务院已先后 5 次批复了 105 个城市和地区设立跨境电商综合试验区，遍布全国 4 个直辖市和 26 个省份。

“下一步，海关总署将在试点基础上，广泛听取意见建议，进一步完善海关监管方案和信息化系统功能，争取早日在全国复制推广跨境电商 B2B 出口监管创新措施。”海关总署相关负责人说。

【国都策略视点】

■ 策略周报：降温举措放缓上行节奏，而非逆转市场趋势方向

一、近中期研判：降温举措放缓上行节奏，而非逆转市场趋势方向

1、**市场呈现资金加速入场的亢奋苗头。**3 月底至 6 月末，A 股随全球市场连续温和反弹三个月，期间创业板指以 33%的涨幅领涨，上证指数则以 12%的涨幅垫底；而进入 7 月以来，全球主要股指普遍高位横盘震荡，但 A 股在低估值大金融板块集体大涨带动下，市场进入放量急涨阶段，短短八个交易日内主要指数普遍大涨 13%附近，两市成交额连续五日稳定在近五年高位 1.5 万亿元上方，同时两融余额日均大增近 300 亿元。指数的快速涨幅、资金活跃度急剧提升，均表明七月以来市场逐渐进入增量资金加速入场驱动的非理性行情阶段。

2、**法治化市场化降温的组合举措及时出台，有望减缓市场震荡上行节奏但非逆转市场方向。**15 年上半年杠杆资金加速入场、而后强力去杠杆导致股指大起大落，前车之鉴决不可忘；面对近期市场日渐亢奋的苗头与迹象，监管层及时采取法治化、市场化等系列组合措施，向市场释放降温信号，预计在明确的监管政策降温信号下，市场在急涨过后，近期或进入震荡休整期。

由于降温举措与政策信号及时，且非行政化手段打压或干预市场，可以预计此次降温举措仅是放缓市场上涨斜率或节奏，而不会类似 15 年中期的行政化强力去杠杆导致的市场方向性逆转。近中期来看，下半年经济趋势复苏、公司业绩趋势回升，中期国内经济结构升级、产业创新、制度改革红利可期，将驱动市场指数震荡缓升、结构轮动的行情。

具体来看，近日监管层及时采取的法治化、市场化降温举措包括：

一法治化震慑方面：证监会宣布要严查场外配资，集中曝光了 258 家非法场外配资平台机构名单，近期还将曝光另外 100 多家非法平台名单；同时银保监会近日表示，当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济。此外，近日金融委会议部署建立“打击资本市场违法活动协调工作小组”，证监会会同相关部门形成打击资本市场违法活动合力，共同维护资本市场健康稳定。

二市场化降温方面：社保基金、国家集成电路大基金等公布个股减持计划，证监会加快股票供给周五核发 7 家企业 IPO 批文；

三七月解禁流通峰值下减持压力上升：7 月为年内 A 股解禁高峰近六千亿元（其中科创板 7 月 22 日解禁约粮千亿元），目前两市已有 158 家公司合计 271 名重要股东发布减持计划；同时，市场快速反弹部分个股估值已至高位，大小非减持压力上升，上周沪深两市共有 407 家上市公司遭产业资本减持，减持规模创年内新高至 354 亿元。

3、**金融政策与监管日趋成熟，利于资本市场行稳致远。**正如近期刘鹤副总理陆家嘴论坛上提出：**风险应对要走在市场曲线前面，**即在经济下行压力和各种不确定条件下，要增强预判性，理解市场心态，把握保增长与防风险的有效平衡，提高金融监管与金融机构治理机制的有效性。**该提法是总结了前几年国内金融统筹协调应对市场动荡的成功经验，表明我国金融政策与监管思路趋于成熟，并预计监管部委的前瞻预判、预期管理、统筹平衡的能力与操作更为娴熟，或有助于金融市场的稳健运行。**

同时，刘鹤副总理总结我国资本市场发展的思路为，**坚持“建制度、不干预、零容忍”；具体要义包括：一**坚持市场化、法治化原则，完善信息披露、发行、退市等基本制度；二着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度，健全鼓励中长期资金开展价值投资的制度体系；三强化对市场中介机构的监管，大幅提高对财务造假等违法违规行为的打击力度，加快推动证券代表人诉讼机制落地，更好保护投资者利益。

中长期我国资本市场发展以构建制度生态、市场生态、市场环境为三大抓手，以打造规范、透明、开放、有活力、有韧性资本市场为总目标，有望提升资本市场的投融资配置效率、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。

4、**即将进入三大验证与预期调整的窗口期，风格轮动结构至上。**值得注意的是，7 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期：

一是宏观经济与公司财报等基本面验证与调整，从已公布的 6 月 PMI 超预期回升、6 月 PPI 降幅明显收窄、社融信贷新增规模超预期及中观行业量价数据回暖等综合判断，预计工业、投资、消费等增速有望连续第四个月改善；同时，**结合已发布 20H1 业绩预告的分布情况来看，较 20Q1 同比例预告进度的状况有所改善，预喜占比提升而预警占比明显收窄。**

二是中央经济工作会议对下半年宏观形势与政策的研判与部署，对下半年市场环境、投资逻辑与主线的指引清晰；随着后疫情国内经济逐步回暖，下半年货币政策边际收敛是否存在超预期可能？

三是本月底资本市场系列改革进入密集落地期，上证指数编制方案修订、科创板 50 发布、创业板注册制发行等，或为年内资本市场制度红利兑现高峰期，届时市场风格的经历阶段性快速轮动后或逐步明朗风格偏好。

以上基本面、政策及市场三大窗口期明朗下，随着 7 月中旬上半年宏观经济公布及本月底中央经济工作会议的宏观政策定调、上市公司财报窗口期的开启、货币政策边际变化验证期的临近，本月以来市场热络过后，7 月中下旬市场大概率回归至指数震荡缓升、风格轮动结构至上的行情。

二、市场焦点简析：杠杆资金仍未过热

1、**从资金交易行为来看，目前市场正迅速进入过热状态：**一是两市成交额已连升五日，且最近七日保持在万亿元上方加速放量至 1.5-1.7 万亿元，两市换手率（成交额与总市值比例）从 5 月底的年内低点 0.75%攀升至 2.0%附近，各创近五年、四年半新高；从近十年换手率波动区间 0.4%-3.5%来看，当前 2.0%的换手率位于历史区间 55%分位数，但较历史均值 0.9%高出一倍有余。

2、**但从杠杆资金来看，当前处于激进亢奋初期阶段。**两融余额自 4 月底的阶段低点累计回升 16%至当前的 1.3 万亿元，期间回升幅度远低于全 A 指数 26%的涨幅；同时，两融交易占比自 5 月底的阶段低点 8.2%附近趋势回升至当前的 12%附近，均创近四年半新高，但各较 15 年中两融历史峰值 2.3 万亿元、年初两融交易占比峰值 30%，远未进入杠杆红色区域；但从近日两融余额的环比快速上升来看及部分场外非法配资加杠杆行为来看，当前市场处于激进亢奋初期阶段。

3、**近期信用账户数、户均融资余额的上升仍较为缓和。**从近七年信用账户数、户均融资的完整历史曲线的变化斜率来看，大致可划分为三阶段：

（1）14 年 7 月至 15 年 6 月约一年的双双加速上升期，分别约从 200 万户、户均 20 万元显著攀升 1、2 倍至 400 万户、60

万元；

（2）15 年 6 月下旬至 19 年 2 月，信用户数缓慢上升，户均余额持续下降 75%至 15 万元；

（3）19 年 2 月中旬起至今转为恢复上升，但斜率较为缓和，当前各缓和上升至 533 万户、户均 24 万元，表明场内杠杆资金未呈现 15H1 时期的激进过热状态。

1、“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，指数震荡上行。3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-5 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善；制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升（6 月中采制造业、服务业 PMI 环比各回升 0.3、1.1 个百分点至 50.9、53.4），并普遍连续四个月保持在 50 荣枯线上方。但受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢、同时欧美二季度疫情高峰期外需疲弱，使得经济整体呈现弱恢复态势。而经济弱恢复下，逆周期政策有望保持，政策退出或延后，宽货币宽信用扩财政政策有望延续。

同时，美国疫情反弹但影响减弱、中美摩擦压力阶段见顶趋缓，两大外部扰动风险趋弱；内部环境方面，“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，为前期 A 股指数震荡缓升的主要逻辑动力。**近期在国内外经济数据恢复普遍好于预期、且主要经济体逆周期宽松政策中期内预期持续，提升全球市场风险偏好，A 股在低估值蓝筹发力下，指数进入加速上涨阶段。**中期展望，以上外部环境变化之前，以及经济弱恢复政策仍宽松宏观政策组合调整之前，A 股指数震荡缓升格局仍有望维持。

三、市场风格展望：近期风格轮动，中期业绩相对景气下科技成长趋势占优。

1、中周期市场风格决定因素？主要取决于业绩相对景气，且一般持续约三年左右。首先确认一个周期规律，即绩优蓝筹与科技成长各领风骚三年。回顾近十年 A 股走势，绩优蓝筹与科技成长风格基本各领风骚三年左右，背后的主要驱动力或逻辑，为业绩周期的相对景气，而这主要受宏观经济、货币政策、产业景气、金融监管取向、资本市场制度改革等变量因素影响。

1）12 年底至 15 年中，创业板指为代表的科技中小盘股持续大幅领涨，中小盘成长股显著绩优蓝筹股，创业板指、中证 500 指数较沪深 300 指数的相对收益率高达+310%、+140%（期间累计涨幅分别为 418%、246%、107%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 13Q1 至 16Q1 期间，创业板业绩进入一轮上行期，期间单季度净利润同比增速由 12Q4 的-16%逐步回升至 16Q1 的高点+63%；而沪深 300 单季度业绩同比增速基本保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对优势显著。

以上蓝筹与成长股景气分化**背后驱动逻辑主要包括：中国宏观经济增速显著放缓，4G 为首的新一代通信技术、移动互联网+应用等产业创新应用，14 年三季度起的开启降准降息窗口的流动性宽松环境，以及鼓励科技股并购重组的市场监管取向宽松等因素。**

2）16 年初至 19 年 4 月中旬，绩优蓝筹风格回归并占据上风，中国核心资产代表的绩优蓝筹股显著跑赢科技成长股，沪深 300 指数较中证 500 指数的相对收益率高达+33%（分别+10%、-23%）；驱动风格长时间分化的主要逻辑在于 16Q2 至 19Q2 期间，创业板业绩转为一轮下行期，期间单季度净利润同比增速由 16Q2 的+42%趋势下降至 19Q2 的-28%，且 17Q4、18Q4 四季度受商誉减值拖累同比锐降-72%、-546%；而代表大盘蓝筹沪深 300 受益于期间供给侧改革，单季度业绩同比增速仍保持平稳在+10%附近，创业板代表的科技成长股业绩景气相对劣势显著。

背后驱动逻辑主要包括：A 股市场在供给侧改革的市场集中度提升，4G 为首的移动互联网红利步入尾声等宏观经济环境，资本市场加大开放并陆续纳入国际指数体系的增量改革及金融严监管去杠杆（包括并购重组与再融资收紧）的监管环境。

2、本轮科技成长股风格逻辑动力清晰。19 年 6 月中旬起，**国内宏观经济底部趋缓、货币政策相对宽松重点引导资金价格下行，金融监管政策的优化调整（以科创板注册制试点改革的快速推进落实，对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整，创业板注册制即将落地实施、上证指数编制方案的调整优化及科创板 50 指数发布在即）及半导体芯片、5G 建设加速产业互联网、数字经济发展，及特斯拉电动汽车国产化的为代表的科技产业发展，以及创业板业绩增速触底回升；以上宏观环境、金融监管政策及基本面因素的转变，已驱动科技成长股风格的回归，**相对收益动力已然具备。

而 20 年初尤其是新冠肺炎疫情暴发以来，央行降准、加大逆回购等资金投放，并加快相继下调 OMO、MLF、LPR 资金价格，上半年央行“放量降价”的充裕流动性，加速推升科技成长板块上涨行情。

从决定风格的核心驱动力即业绩相对景气来看，创业板单季度业绩同比增速已自 19Q3 触底回升，19Q3、19Q4 已转正至+22%附近，而沪深 300 稳中趋缓，由此前的+10%略放缓至 19Q4 的+8%；20Q1 受新冠疫情冲击，创业板指单季度净利润同比转为-26%，但沪深 300 也同时显著转负至-18%，两者景气分化不明显。

19 年 6 月初至 20 年 6 月底，创业板指、中小板指、中证 500、沪深 300 指数分别累计上涨 64%、46%、19%、15%，中小创为代表的科技成长显著跑赢大盘蓝筹股。

3、市场风格极致分化后，存在阶段性切换或收敛，但随后重回中周期趋势风格

在以上三年左右的中长周期内的风格轮动中，期间存在阶段性风格切换或收敛；而**触发风格的阶段性切换，一般需要具备两**

大条件：一是市场风格已极致分化，即中小盘成长、大盘蓝筹估值比触及历史高位水平；二是宏观经济、政策环境发生拐点性变化，即经济触底回升、政策边际收紧，反之亦然。

回顾 12 年至 15 年中的成长占优的市场风格周期中，在 14 年 7 月中旬至 15 年 1 月中旬的近半年时间内，周期蓝筹显著跑赢科技成长，期间沪深 300、中证 100、创业板指、中小板指各+66%、+76%、+16%、+22%。触发当时市场风格阶段性显著切换的主要因素或逻辑包括：定向调控政策见效，经济企稳回升确认；地产限购限贷政策松绑，降息降准周期开启，政策进入宽货币宽信用阶段；同时，国企改革与沪港通正式启动在即；以上多重利好共同提振周期蓝筹风格复辟。

然而，在市场风格切换半年后，15 年 1 月下旬起，市场风格重新回归至成长股；触发风格重回至成长的核心逻辑在于：业绩相对景气未相应发生变化，创业板相对沪深 300 的业绩景气上行趋势未变，14Q4 至 15Q2 创业板相对沪深 300 的业绩增速优势显著。而触发风格回归的直接因素为 15 年初**经济下行压力重现**、监管层对融资杠杆资金发出降温信号。

7 月中下旬进入三大密集验证与预期调整的窗口期：一是宏观经济与公司财报等基本面验证与调整；二是中央经济工作会议对下半年宏观形势与政策的研判与部署，对下半年市场环境、投资逻辑与主线的指引清晰；三是本月底资本市场系列改革进入密集落地期，上证指数修订、科创板 50 发布、创业板注册制发行等，或为年内资本市场制度红利兑现期，届时市场风格的分化或进一步明朗。

以上基本面、政策及市场三大窗口期明朗下，本月以来市场热络过后，7 月底市场大概率回归至结构性机会，自下而上标的优选与推荐的价值凸显。

4、中期风格展望：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。

四、中期市场展望：趋势上行或待后疫情下“基本面弱恢复、政策缓退出、改革强落地”

1、“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，指数震荡上行。3 月中下旬随着疫情防控常态化部署，全国复工复产、复商复市有序推进，经济供需两端逐步改善，3-5 月工业、投资、消费等主要经济增速逐月改善；社融信贷月度新增规模连续四个月超预期；制造业、建筑业、服务业 PMI 指数自 2 月疫情暴发期的低谷趋势回升，并普遍连续四个月保持在 50 荣枯线上方。但受疫情防控常态化线下可选消费恢复较慢、同时欧美二季度疫情高峰期外需疲弱，使得经济整体呈现弱恢复态势。而经济弱恢复下，逆周期政策有望保持，政策退出或缓慢，宽货币转至稳货币，但宽信用扩财政政策有望延续；同时，资本市场改革加速推进、加码落地释放的制度红利，有望持续改善上市公司质量结构，提升中长线资金入市动力。

同时，美国疫情反弹但影响减弱、中美摩擦压力阶段见顶趋缓，两大外部扰动风险趋弱；内部环境方面，“经济弱恢复、政策缓退出、改革强落地”的宏观政策组合，为前期 A 股指数震荡缓升的主要逻辑动力。**近期在国内外经济数据恢复普遍好于预期、且主要经济体逆周期宽松政策中期内预期持续，提升全球市场风险偏好，A 股在低估值蓝筹发力下，指数进入加速上涨阶段。**中期展望，以上外部环境变化之前，以及经济弱恢复政策缓退出改革强落地的宏观政策组合调整之前，A 股指数震荡缓升格局仍有望维持。

2、疫情冲击下的三阶段市场情景分析。此前我们做出过疫情冲击下的市场情景分析，根据疫情发展与防控曲线变化的而划分市场三阶段走势：参考每日海外新增确诊数变化曲线，并大致可根据疫情防控曲线的三阶段，即加速暴露上升—确认见顶并趋势回落—底部归零后经济社会逐步恢复正常，而相应划分为三阶段；第一阶段：疫情加速暴露上升期，资产遭遇抛售而快速回调，该阶段时长约 2-4 周；第二阶段：日新增确诊数确认见顶并趋势回落，疫情隔离防控见效，该阶段时长约 6-8 周，市场有望底部企稳并在趋势回落前半程迎来技术性修复反弹；第三阶段：底部归零后经济社会逐步恢复正常，市场中期进入消化疫情对经济、

企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。

当前 A 股正进入第三阶段，展望中期，市场**将进入消化疫情对经济、企业盈利等基本面的负面滞后影响，以及疫情暴发后的对冲性宏观政策效果观察与验证期。该阶段时长预计长达 1-2 季度。**该阶段市场风险偏好或保持平稳，但受疫情的负面滞后影响，经济数据、企业盈利显著下滑，基本面冲击显现；同时，疫情后复工复产、供应链修复、消费回补等经济社会活动的正常化恢复过程较为缓慢，货币财政等对冲性政策见效延后。以上疫情对基本面滞后影响显现、经济恢复及政策见效延后，使得指数或保持阶段底部震荡，**市场或围绕疫情对不同行业的冲击、修复、重构的不同影响，而呈现结构分化行情。**

3、业绩展望：二季度“两头在外”型行业业绩压力凸显，但业绩继续下修空间有限，预示业绩预期负向差的概率较小且影响弱化。展望二季度，随着 3 月初欧美疫情的加速暴发，外需及外部供应链的中断冲击或逐步体现，**“两头在外”型行业，即**对上游关键材料与配件依赖进口、下游销售市场出口占比较高的行业业绩影响或凸显；同时，随着国内疫情常态化防控下全面推进复工复产、服务消费逐步复苏或回补，预计一季度疫情冲击较大的部分行业（密闭环境人口集中的消费场所的除外，如影院）有望改善。

截止 7/8，已发布 20H1 业绩预告的 698 家上市公司中，预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占 33.1%、预警（首亏、续亏、预减、略减）占 43.0%，不确定的占 23.9%；整体来看，较 20Q1 同比例预告进度的状况有所改善，其中预警占比大幅收窄 26 个百分点，而预喜占比小幅提升 3 个百分点。

乐观预计三季度有望触底反弹，后疫情下的行业恢复程度或各异。三季度起，若欧美疫情防控基本结束，经济活动已全面重启，则全球主要经济体的逆周期货币、财政政策发力见效，经济与贸易链有望逐步恢复，乐观预计经济增速有望显著反弹，上市公司业绩也随之触底显著回升。

后续重点在于各行业的业绩恢复程度的差异，市场机会或集中于估值已下修至底部，而后续业绩有望逐季恢复，且边际恢复弹性大。由于内外疫情进度差异下的内外需两个市场影响-恢复进度不一、行业景气自身趋势不同、叠加逆周期政策受益程度不等，预计后疫情下公司业绩的恢复进度、力度及空间，将依行业属性不同而呈现较大分化。初步判断或集中于绿色智能型的耐用消费品（电动汽车、智能家电、5G 手机等）、可选服务消费（休闲旅游、影视传媒、营销广告等）。

全年来看，一致业绩预期显著下调后，继续下修空间有限。疫情冲击下，市场对沪深 300 的 2020 年业绩增速一致预期增速，已从 1 月底的 11.2%一度下调至-2.9%，调降幅度达 14.1 个百分点；而最近月度经济数据超预期后，再次上调转正+0.6%。但考虑到海外疫情防控周期偏长、年内全球经济衰退，外需二季度承压下半年回复偏弱，预计后续业绩预期仍有下调空间，但继续下修空间有限，预示后续业绩基本面预期负向差概率较小，且对股价或市场的影响已明显弱化。若 20 年我国名义 GDP 增速中性预测值由之前的 3-5%上调，预计 20 年非金融全 A 的净利润增速有望从此前的-10%预测值上调至 0%附近，当前市场一致预期值+5%下修空间有限。

五、配置建议：以内需确定性板块为主，中期重点把握可选消费及新基建机会。

随着全球主要经济体疫情防控成果的趋势向好，经济社会工作重心已转变至常态化防控、经济重启恢复阶段；近中期投资主线重点聚焦后疫情下经济恢复趋势中的可选消费回补机会、近中长期兼顾稳经济调结构的新基建投资发力机会，有望在指数震荡缓升中引领结构性行情：

一是以疫情过后消费回补机会，政府消费补贴或财税金融激励政策下，耐用品消费、可选消费有望逐步回暖，尤其是疫情加速培育的新业态新消费趋势性机会，重点包括（新能源）汽车、绿色智能家电、智能设备（5G 手机为主）等大宗耐用品消费，及餐饮酒店、旅游、航空、影院等服务消费板块，以及在线教育、高清视频、云游戏、云办公、生鲜冷链等疫情加速培育的新业态新消费的趋势性机会。

二是结合年内稳投资稳就业、中长期创新升级经济转型的战略目标，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建；具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建，及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

三，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情。

风险提示：全球疫情峰值反复，宏观对冲政策效果低于预期，海外市场继续探底等。

【重点公司公告摘要】

- **芒果超媒：半年净利超 10 亿元 多款节目走俏助力市值“乘风破浪”**
- **健康元：定增募资不超 21.73 亿元补充流动资金 引入战投高瓴资本**

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