粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略大势研判】红筹回归叠加估值回测，助力沪指上攻三千点区域

2020 年 06 月 07 日

分析师：康崇利
执业编号：S0300518060001
电话：010-66235635
邮箱：kangchongli@ykzq.com

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略大势研判】六月史上两大板块确定性最高》2020-05-31

《【粤开策略解盘】六月喜迎开门红，有望剑指三千点区域-0601》2020-06-01

《【粤开策略解盘】解析当下典型的盘面特征-0602》2020-06-02

《【粤开策略解盘】如何看近期外资的大幅回流（附富时罗素增量资金测算）-0603》2020-06-03

《【粤开策略解盘】如何看待现阶段市场的运行节奏-0605》2020-06-05

投资要点

大势研判：沪指向上突破 3000 点区域可期

A 股估值修复仍有空间，叠加目前正处于两会过后的政策落地阶段，有望助推新热点的形成，进而活跃市场情绪，吸引增量资金注入，沪指向上突破 3000 点区域可期。指数上攻过程中，还需关注两大变量：其一是国内需求的修复程度。下周即将公布 CPI、PPI 数据，可作为我们评判经济运行情况的重要依据。**其二是外部市场环境。**美股自三月以来持续收复年内失地，周五纳指盘中还创下年内新高，如果能够持续强势，联动效应下将会助力 A 股上攻；另外中美航班问题现缓和迹象，有助于市场风险偏好提升。但考虑到美股周五强势的原因主要在于超出市场预期的失业率数据，而这个失业率是相对低估的，基本面并没有出现明显改善；另外连续上涨后美股上方空间收窄，反弹的持续性仍需观察。

政策集中释放利好，个股的结构性机会显现，即使指数震荡整固，也可将注重个股机会作为当前操作的主要策略。配置上，可重点关注以下主线：

（一）以券商、金融科技为代表的金融板块。改革预期强烈是以券商为代表的金融板块短期的重要看点，金融委 11 条涉及中小银行改革方案、创业板改革并试点注册制、新三板转板等多项内容，目前红筹企业回归 A 股的渠道进一步打通，新三板转板制度业已落地，上交所表示研究引入单次 T+0 交易，预计后续相关改革政策将持续推进，**对传统券商及金融科技品种均形成利好。从估值角度来看，金融板块估值偏低，存在估值修复空间。另外目前市场还是存在一些不确定性，从稳定大盘的角度来看，金融板块有望获得资金关注。**

（二）提前布局中报业绩确定性较强的板块。农林牧渔、电力、医药、食品饮料等板块在一季度的业绩表现相对稳健，中报大概率仍将维持较好成绩，有望持续获得超额受益。在一系列逆周期政策提振，以及居民生产生活的有序恢复下，重点关注需求修复确定性较强的板块，**比如消费电子、5G 为代表的新基建、新能源车、家电等。**另外随着整个产业链的进一步打通，上、中游企业的供需格局有望改善，**重点关注能源、地产竣工链等。**

（三）线上、线下消费节齐发力，电商、直播平台、零售板块将受益。“618”促销活动已开启，淘宝、京东等线上电商平台通过满减、发放消费券等形式，带动销售增长。据京东数据显示，6 月 1 日开场 1 小时，京品家电成交额同比增长 5 倍，服饰成交额同比增长 500%。抖音、淘宝等直播平台上，直播带货如火如荼，消费者在享受优惠的同时，提升了购物体验。线上促销的同时，线下购物节也全力吹响号角，上海继“五五购物节”之后，开启了“六六夜生活节”，北京也于 6 月 6 日启动消费季，发放百亿消费券。**在促销活动刺激下，线上平台及线下实体商超都有望迎来新一波销售高潮。**

明确红筹回归事项，改革预期有望点燃市场热情

政策导向对近期市场的影响凸显，利好政策刺激下市场热点明显丰富，海南自贸区、地摊经济等热门概念股受到了资金的持续关注，市场情绪趋于活跃。

除了着眼于经济刺激之外，金融领域的改革也成为市场的一大亮点。6 月 5 日，上交所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，**对红筹企业申报科创板涉及的对赌协议处理、股本总额计算、营业收入快速增长认定、退市指标适用等事项，做出了针对性安排，具体看点如下：**

第一，明确优先股转换条件，包容对赌协议。明确如承诺申报和发行过程中不行使相关权利，可以将优先股保留至上市前转换为普通股，且对转换后的股份不按突击入股对待，**为对赌协议留出了充分的包容空间。**

第二，调整股本限制，放宽红筹股准入标准。明确在适用科创板上市条件中“股本总额”相关规定时，按照发行后的股份总数或者存托凭证总数计算。

第三，多维度、差异化明确营收判断标准。对“营业收入快速增长”这一原则性要求进行明确；同时明确规定优先支持硬科技企业。**差异化的准入标准，有助于打通不同类型红筹企业的回归渠道。**

第四，根据红筹企业特点调整退市规则，利好企业长期发展。明确“面值退市”按照“连续 20 个交易日股票收盘价均低于 1 元人民币”的标准执行；发行存托凭证不适用“股东人数”退市指标。**退市规则的调整有助于红筹企业更好的适应科创板的市场环境，利好企业在 A 股的长期健康发展。**

此次对于科创板制度的调整，进一步打通了红筹企业回归 A 股的渠道，根据红筹企业特点调整相应的准入规则，有望吸引更多中概股回归 A 股，从而促进我国资本市场生态建设的日益完善。

金融委办公室 5 月 27 日发布 11 条金融改革措施，涉及中小银行改革方案、创业板改革并试点注册制、新三板转板、加强金融违法行为行政处罚等内容，6 月 3 日新三板转板指导意见即正式落地。**政策定调之下，预计后续相关改革政策也将持续推进。我国资本市场改革预期强烈，将有望点燃市场热情，提升投资者情绪，带动整个市场的成交活跃度，为行情进一步突破助力。**

A 股估值洼地优势明显，吸引增量资金流入

尽管 A 股自三月下旬以来经历了一轮反弹，尤其是创业板指，即将收复年内失地，但从整体估值水平来看，A 股仍然处于偏低估水平，对资金具备较强的吸引力。

我们回顾了近 15 年以来的重要股指的估值情况，截止 6 月 5 日，沪指目前的估值水平为 13.19 倍，历史分位点为 32.74%；沪深 300 估值水平为 12.33 倍，历史分位点为 36.66%。近期表现强势的创业板指估值为 61.19 倍，历史分位点相对 A 股其他股指略高，为 80.31%，但对标美股的纳斯达克指数，创业板指估值依旧具有相对优势，纳斯达克指数的当前估值水平为 37.60 倍，历史分位点为 81.19%。

在低估值的吸引下，外资有望持续流入 A 股。从近期北上资金的流入情况也可以充分体现出外资对于 A 股的偏爱，本周北上资金净流入规模达 241 亿，自 4 月以来，北上资金累计流入规模已超千亿。另外富时罗素将于 6 月下旬扩容，届时 A 股在富士罗素全球股票指数系列中的纳入因子将从 17.5%升至 25%，预计将带来增量资金约 250 亿元。

风险提示：投资有风险，入市需谨慎

目 录

一、明确红筹回归事项，改革预期有望点燃市场热情 4
二、A 股估值洼地优势明显，吸引增量资金流入 5
三、大势研判：沪指向上突破 3000 点区域可期 6
（一）以券商、金融科技为代表的金融板块 7
（二）提前布局中报业绩确定性较强的板块 7
（三）线上、线下消费节齐发力，电商、零售板块将受益 7

图表目录

图表 1： 股本限制规则调整对比 4
图表 2： 红筹企业“营收快速增长”判断标准 5
图表 3： 退市规则调整对比 5
图表 4： A 股估值洼地优势明显 6
图表 5： 金融板块估值偏低 7

核心观点：A 股估值修复仍有空间，叠加目前正处于两会过后的政策落地阶段，有望助推新热点的形成，进而活跃市场情绪，吸引增量资金注入，沪指向上突破 3000 点区域可期。指数上攻过程中，还需关注两大变量：其一是国内需求的修复程度。下周即将公布 CPI、PPI 数据，可作为我们评判经济运行情况的重要依据。**其二是外部市场环境。**美股自三月以来持续收复年内失地，周五纳指盘中还创下年内新高，如果能够持续强势，联动效应下将会助力 A 股上攻；另外中美航班问题现缓和迹象，有助于市场风险偏好提升。但考虑到美股周五强势的原因主要在于超出市场预期的失业率数据，而这个失业率是相对低估的，基本面并没有出现明显改善；另外连续上涨后美股上方空间收窄，反弹的持续性仍需观察。

政策集中释放利好，个股的结构性机会显现，即使指数震荡整固，也可将注重个股机会作为当前操作的主要策略。配置上，可重点关注以下主线：（1）以券商、金融科技为代表的金融板块；（2）提前布局中报业绩确定性较强的板块，如医药、食品饮料、消费电子、以 5G 为代表的新基建、新能源车、地产竣工链等；（3）线上、线下消费节齐发力，电商、直播平台、零售板块将受益。

一、明确红筹回归事项，改革预期有望点燃市场热情

从近期的市场表现来看，政策导向对市场的影响凸显，在一系列利好政策刺激之下，市场热点明显丰富，诸如海南自贸区、地摊经济等热门概念股受到了资金的持续关注，市场情绪趋于活跃。

除了着眼于经济刺激之外，政策面对于金融领域的改革也成为市场的一大亮点。6 月 5 日，上交所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，对红筹企业申报科创板发行上市中，**涉及的对赌协议处理、股本总额计算、营业收入快速增长认定、退市指标适用等事项，做出了针对性安排，具体看点如下：**

第一，明确优先股转换条件，包容对赌协议。针对红筹企业上市之前对赌协议中普遍采用向投资人发行带有特殊权利的优先股等对赌方式，明确如承诺申报和发行过程中不行使相关权利，可以将优先股保留至上市前转换为普通股，且对转换后的股份不按突击入股对待，**为对赌协议留出了充分的包容空间。**

第二，调整股本限制，放宽红筹股准入标准。明确在适用科创板上市条件中“股本总额”相关规定时，按照发行后的股份总数或者存托凭证总数计算，不再按照总金额计算。

图表1：股本限制规则调整对比

	科创板一般上市规则	红筹企业发行股票规定	红筹企业发行存托凭证
规则调整一	发行后**股本总额**不低于人民币 **3000 万元**	发行后的**股份总数**不低于 **3000 万股**	发行后的**存托凭证总份数**不低于 **3000 万份**
规则调整二	公开发行的**股份**达到公司股份总数的 **25%**以上；公司**股本总额**超过人民币 **4 亿元**的，公开发行**股份**的比例为 **10%**以上	公开发行的**股份**达到公司股份总数的 **25%**以上；公司**股份总数**超过 **4 亿股**的，公开发行**股份**的比例为 **10%**以上	公开发行的**存托凭证对应基础股份**达到公司股份总数的 **25%**以上；**发行后的存托凭证总份数**超过 **4 亿份**的，公开发行**存托凭证对应基础股份**达到公司股份总数的 **10%**以上

资料来源：上交所、粤开证券研究院

第三，多维度、差异化明确营收判断标准。对“营业收入快速增长”这一原则性要求，从营业收入、复合增长率、同行业比较等维度，明确三项具体判断标准，三项具备一项即可；同时明确规定优先支持硬科技企业。**差异化的准入标准，有助于打通不同类型红**

筹企业的回归渠道。

图表2：红筹企业“营收快速增长”判断标准

标准	详细内容
标准（一）	最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元的，最近 3 年营业收入复合增长率 10%以上
标准（二）	最近一年营业收入低于人民币 5 亿元的，最近 3 年营业收入复合增长率 20%以上
标准（三）	受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，发行人最近 3 年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平
补充标准	处于研发阶段的红筹企业和对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营业收入快速增长”上述要求。

资料来源：上交所、粤开证券研究院

第四，根据红筹企业特点调整退市规则，利好企业长期发展。针对红筹企业以美元、港币等外币标明面值等情况，明确“面值退市”按照“连续 20 个交易日股票收盘价均低于 1 元人民币”的标准执行；发行存托凭证不适用“股东人数”退市指标。**退市规则的调整有助于红筹企业更好的适应科创板的市场环境，利好企业在 A 股的长期健康发展。**

图表3：退市规则调整对比

	科创板一般退市规则	股票的退市规则	存托凭证的退市规则
规则调整一	连续 120 个交易日实现的累计**股票**成交量低于 **200 万股**	无调整	连续 120 个交易日实现的累计**存托凭证**成交量低于 **200 万份**
规则调整二	连续 20 个交易日**股票收盘价**均低于**股票面值**	连续 20 个交易日**股票收盘价**均低于 **1 元人民币**	连续 20 个交易日**存托凭证收盘价乘以存托凭证与基础股票转换比例后的数值均低于 1 元人民币**
规则调整三	连续 20 个交易日**股票**市值均低于 3 亿元	无调整	连续 20 个交易日**存托凭证**市值均低于 3 亿元
规则调整四	连续 20 个交易日股东数量均低于 400 人	无调整	**不适用**

资料来源：上交所、粤开证券研究院

此次对于科创板制度的调整，进一步打通了红筹企业回归 A 股的渠道，根据红筹企业特点调整相应的准入规则，有望吸引更多中概股回归 A 股，从而促进我国资本市场生态建设的日益完善。

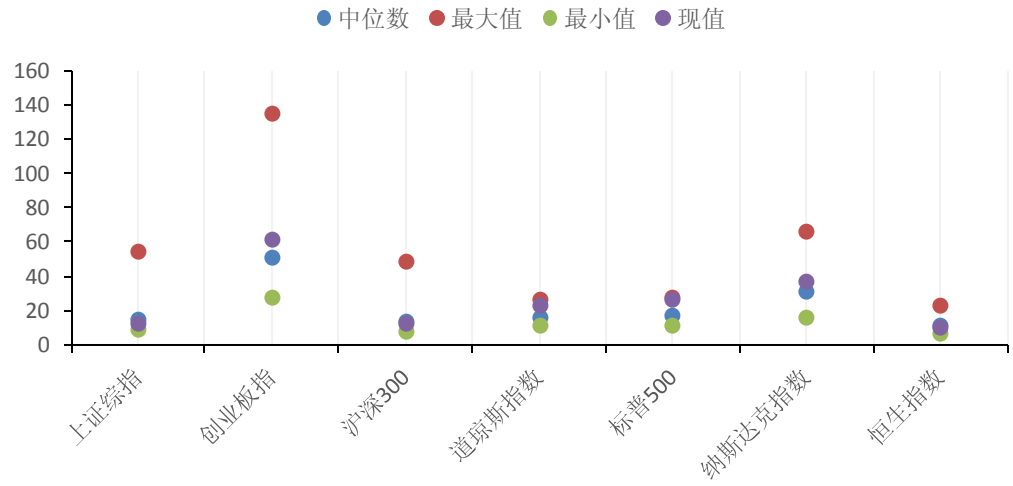
金融委办公室 5 月 27 日发布的 11 条金融改革措施，涉及中小银行改革方案、创业板改革并试点注册制、新三板转板、加强金融违法行为行政处罚等内容，6 月 3 日新三板转板指导意见即正式落地。**政策定调之下，预计后续相关改革政策也将持续推进。我国资本市场改革预期强烈，将有望点燃市场热情，提升投资者情绪，带动整个市场的成交活跃度，为行情进一步突破助力。**

二、A 股估值洼地优势明显，吸引增量资金流入

尽管 A 股自三月下旬以来经历了一轮反弹，尤其是创业板指，即将收复年内失地，但从整体估值水平来看，A 股仍然处于偏低估水平，对资金具备较强的吸引力。

我们回顾了近 15 年以来的重要股指的估值情况，截止 6 月 5 日，沪指目前的估值水平为 13.19 倍，历史分位点为 32.74%；沪深 300 估值水平为 12.33 倍，历史分位点为 36.66%。近期表现强势的创业板指估值为 61.19 倍，历史分位点相对 A 股其他股指略高，为 80.31%，但对标美股的纳斯达克指数，创业板指估值依旧具有相对优势，纳斯达克指数的当前估值水平为 37.60 倍，历史分位点为 81.19%。

图表4：A 股估值洼地优势明显



资料来源：wind、粤开证券研究院

在低估值的吸引下，外资有望持续流入 A 股。从近期北上资金的流入情况也可以充分体现出外资对于 A 股的偏爱，本周北上资金净流入规模达 241 亿，自 4 月以来，北上资金累计流入规模已超千亿。另外富时罗素将于 6 月下旬扩容，届时 A 股在富士罗素全球股票指数系列中的纳入因子将从 17.5%升至 25%，预计将带来增量资金约 250 亿元。

三、大势研判：沪指向上突破 3000 点区域可期

A 股估值修复仍有空间，叠加目前正处于两会过后的政策落地阶段，有望助推新热点的形成，进而活跃市场情绪，吸引增量资金注入，沪指向上突破 3000 点区域可期。指数上攻过程中，还需关注两大变量：

其一是国内需求的修复程度。下周即将公布 CPI、PPI 数据，可作为我们评判经济运行情况的重要依据；

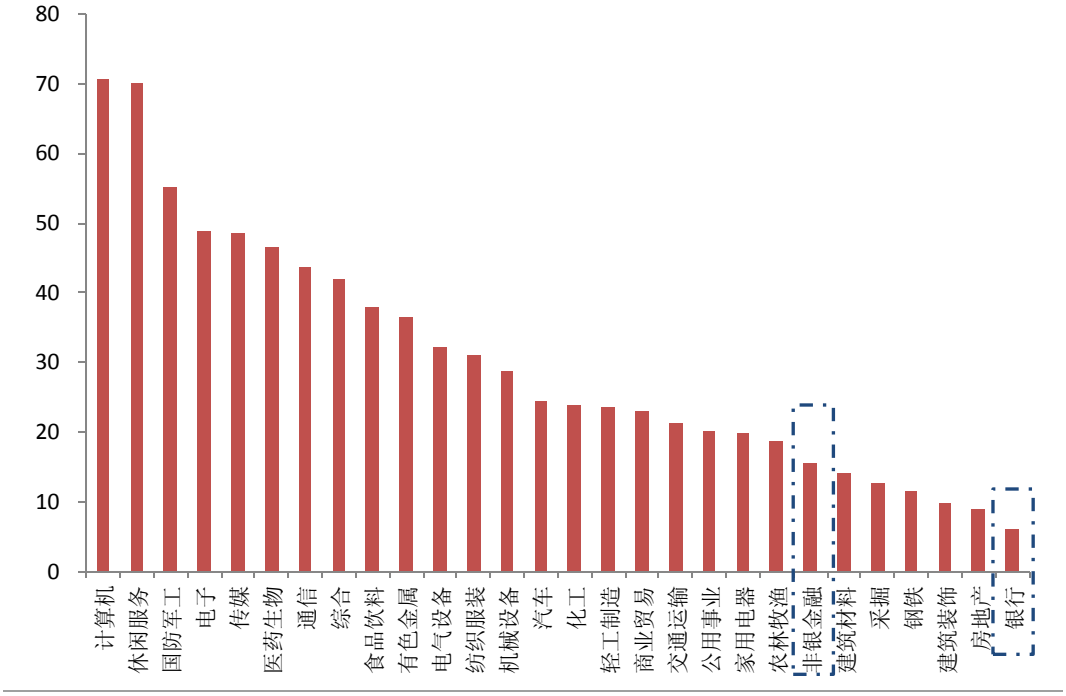
其二是外部市场环境。美股自三月以来持续收复年内失地，周五纳指盘中还创下年内新高，如果能够持续强势，联动效应下将会助力 A 股上攻；另外中美航班问题现缓和迹象，有助于市场风险偏好提升。但考虑到美股周五强势的原因主要在于超出市场预期的失业率数据，而这个失业率是相对低估的，基本面并没有出现明显改善；另外连续上涨后美股上方空间收窄，反弹的持续性仍需观察。

政策集中释放利好，个股的结构性机会显现，即使指数震荡整固，也可将注重个股机会作为当前操作的主要策略。配置上，可重点关注以下主线：

（一）以券商、金融科技为代表的金融板块

改革预期强烈是以券商为代表的金融板块短期的重要看点，金融委 11 条涉及中小银行改革方案、创业板改革并试点注册制、新三板转板等多项内容，目前红筹企业回归 A 股的渠道进一步打通，新三板转板制度业已落地，上交所表示研究引入单次 T+0 交易，预计后续相关改革政策将持续推进，**对传统券商及金融科技品种均形成利好。从估值角度来看，金融板块估值偏低，存在估值修复空间。另外目前市场还是存在一些不确定性，从稳定大盘的角度来看，金融板块有望获得资金关注。**

图表5：金融板块估值偏低



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）提前布局中报业绩确定性较强的板块

农林牧渔、电力、医药、食品饮料等板块在一季度的业绩表现相对稳健，中报大概率仍将维持较好成绩，有望持续获得超额受益。在一系列逆周期政策提振，以及居民生产生活的有序恢复下，重点关注需求修复确定性较强的板块，**比如消费电子、5G 为代表的新基建、新能源车、家电等**。另外随着整个产业链的进一步打通，上、中游企业的供需格局有望改善，**重点关注能源、地产竣工链等。**

（三）线上、线下消费节齐发力，电商、零售板块将受益

“618”促销活动已开启，淘宝、京东等线上电商平台展开大力促销活动，通过满减、发放消费券等形式，带动销售增长。根据京东数据显示，6 月 1 日开场 1 小时，京品家电成交额同比增长 5 倍，服饰成交额同比增长 500%。抖音、淘宝等直播平台上，直播带货如火如荼，消费者在享受优惠的同时，提升了购物体验。线上促销的同时，线下购物节也全力吹响号角，上海继“五五购物节”之后，开启了“六六夜生活节”，北京也于 6 月

6 日启动消费季，发放百亿消费券。在促销活动刺激下，**线上平台及线下实体商超都有望迎来新一波销售高潮。**

分析师简介

康崇利，北京工业大学本科，2014 年 1 月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。
殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任新三板研究负责人、策略分析师。证书编号：S0300517040001。

研究院销售团队

北京　王爽　010-66235719　18810181193　wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄浦区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com