

求真 细节 科技 无界

混沌天成研究院

宏观组

联系人：于洁

☎：13072107091

✉：yujie@chaosqh.com

从业资格号：F3046129

企业盈利悲观预期释放，创业板改革超预期
提振风险偏好

观点概述：

从目前的预期盈利增速来看，计算机和电子行业仍然有较高的增速，行业的景气度较高。台股三月份营收数据来看，电子行业也保持了较高的行业景气度，半导体行业仍然有较高的营收增速。一季报披露来看疫情对电子计算机行业产生影响，同时我们也看到一些积极的因素，一些公司虽然一季度利润受损，但是疫情推动了行业的发展，未来营收有望增加。

风险偏好持续改善，美元流动性危机缓解，波动率大幅回落。股市微观流动性持续好转，两融回升，北上资金重回净流入。A股估值处于低位，权益风险溢价和股指股息率显示股票的吸引力加大。在盈利的悲观预期集中落地、流动性极度宽松、风险偏好持续修复、后期两会的召开提振风险偏好的共振下，股指在底部有支撑。从科技股盈利预期和台科技股月报来看，科技行业景气度较高，保持对IC看好的观点不变。

策略建议：

在盈利的悲观预期集中落地、流动性极度宽松、风险偏好持续修复、后期两会的召开提振风险偏好的共振下，股指在底部有支撑。从科技股盈利预期和台科技股月报来看，科技行业景气度较高，保持对IC看好的观点不变。

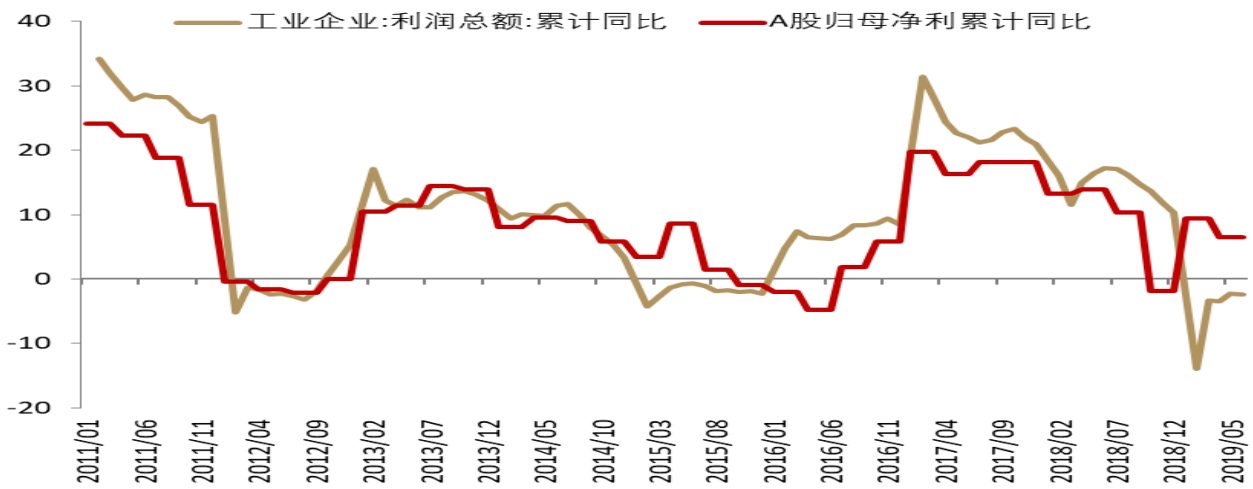
风险提示：

国内政策支持力度不及预期，疫情扩散超预期

一、企业盈利

当前全部A股上市公司中工业企业占比较大，工业企业利润的变动一定程度上能够反应总体上市公司利润的变动，两者变动趋势大体一致，相关性较高。国家统计局公布数据显示，1—3月份全国规模以上工业企业利润同比下降36.7%，较1—2月降幅收窄了2.4个百分点。海外疫情扩散增加全球经济的不确定性，并连带从需求、产业链等方面给国内经济带来较大不利影响，需要高度关注海外疫情的后续演变情况。

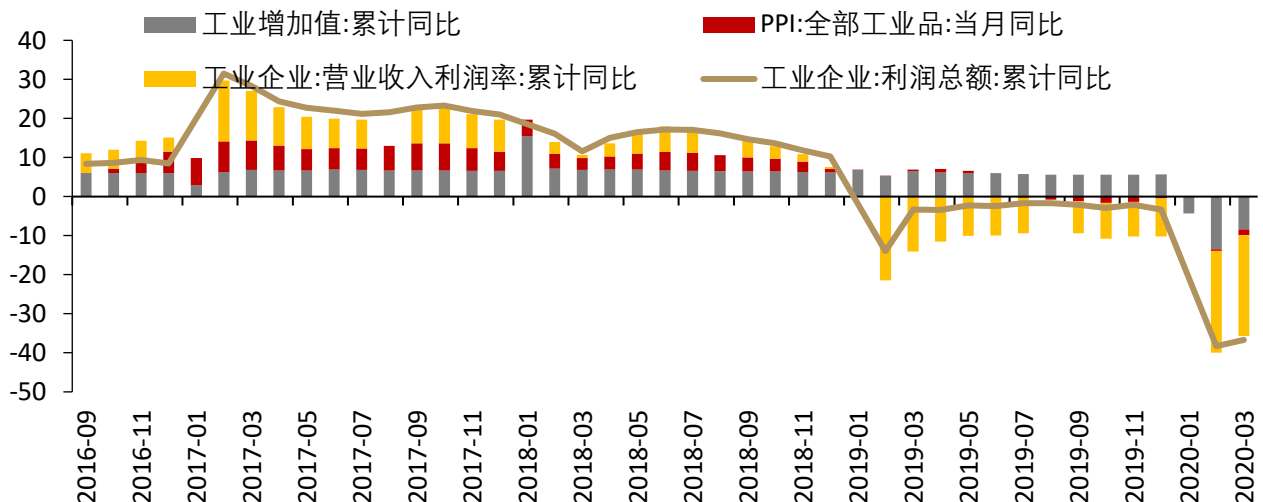
图表 1：工业企业利润和A股上市公司利润走势（%）



数据来源：wind，混沌天成研究院

新冠疫情全方位影响工业企业利润，量、价、利润率共同下跌：数量方面，工业企业复工复产被迫推迟且生产水平受到制约，工业生产和销售负增长；价格方面，复工复产推迟造成的需求不振叠加国际油价下行，工业品价格负增长；利润率方面，用工、折旧等刚性成本不变及防疫费用上升，造成工业企业利润率下降。

图表 2：工业企业利润分拆（%）



数据来源：wind，混沌天成研究院

高炉开工率和六大发电集团煤耗量逐渐提高，工业生产处于积极修复，企业盈利修复可期。

图表 3：高炉开工率

图表 4：六大发电集团煤耗



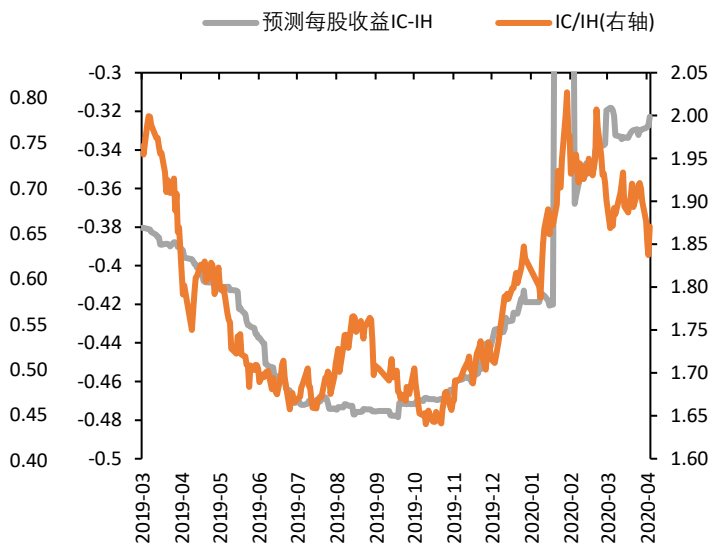
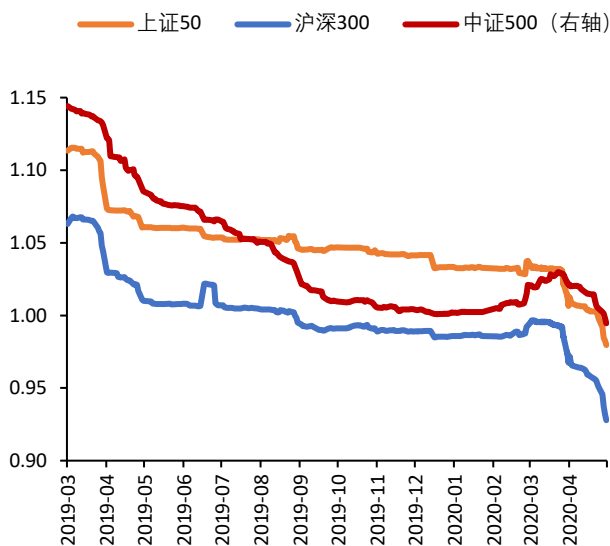
数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

从预测每股收益的下调来看，三大指数的 EPS 持续下调，IH、IF 的下调幅度大于 IC。从一致预期盈利指标来看，IC-IH EPS 增速差值和 IC/IH 走势较为一致。

图表 5：2020 年预测 EPS

图表 6：IC-IH 盈利预测和 IC/IH 走势

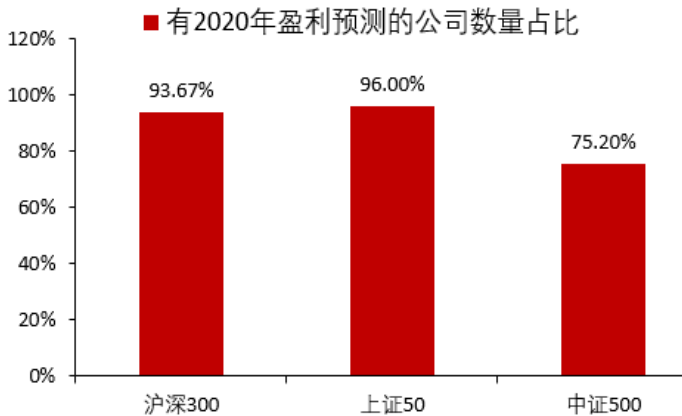


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

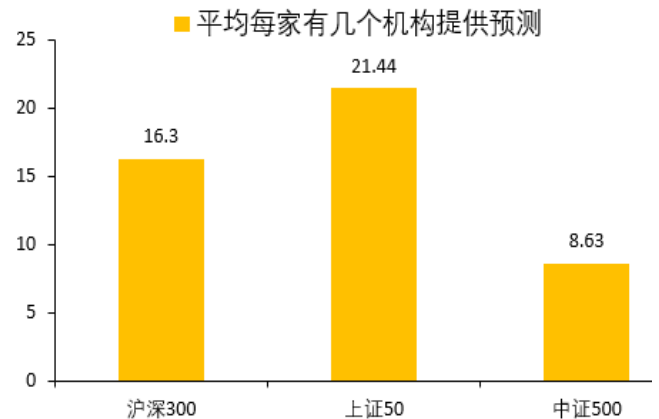
IC 下调盈利预期不明显，可能跟中证 500 当中券商覆盖的少，未能提供 EPS 的预测有关。沪深 300 有 2020 年盈利预测的公司数量占比为 94%，上证 50 为 96%，中证 500 为 75.2%。从预测机构家数平均值来看，沪深 300 有盈利预测的公司平均有 16.3 家机构预测，上证 50 为 21.4。中证 500 为 8.6，通常认为预测机构家数越多，给出的盈利预测越公允。

图表 7: 三大指数盈利预测(%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 8: 平均每家有几个机构提供预测

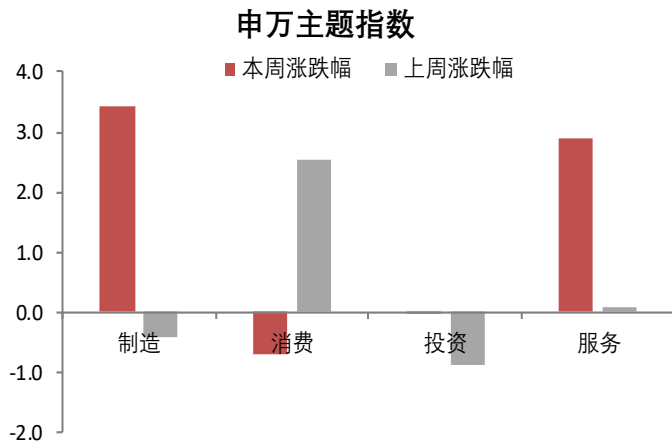


数据来源: wind, 混沌天成研究院

二、风格表现

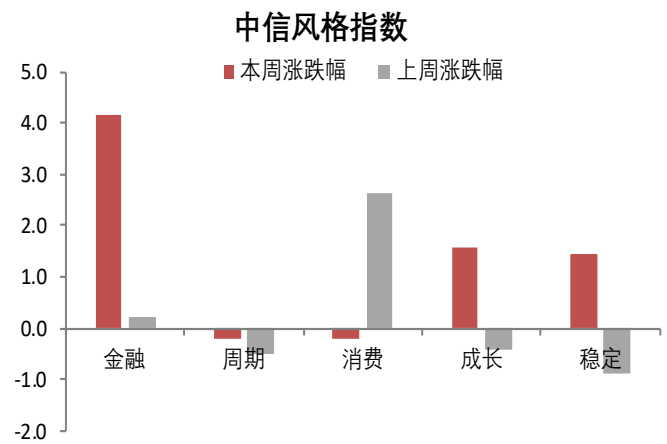
本周消费板块回调, 制造、金融板块领涨。证监会明确创业板改革并试点注册制过渡期安排, 推进速度快于市场预期。短期利好券商、创投板块, 长期科技板块将享受制度红利。

图表 9: 三大主题指数盈利预测(%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

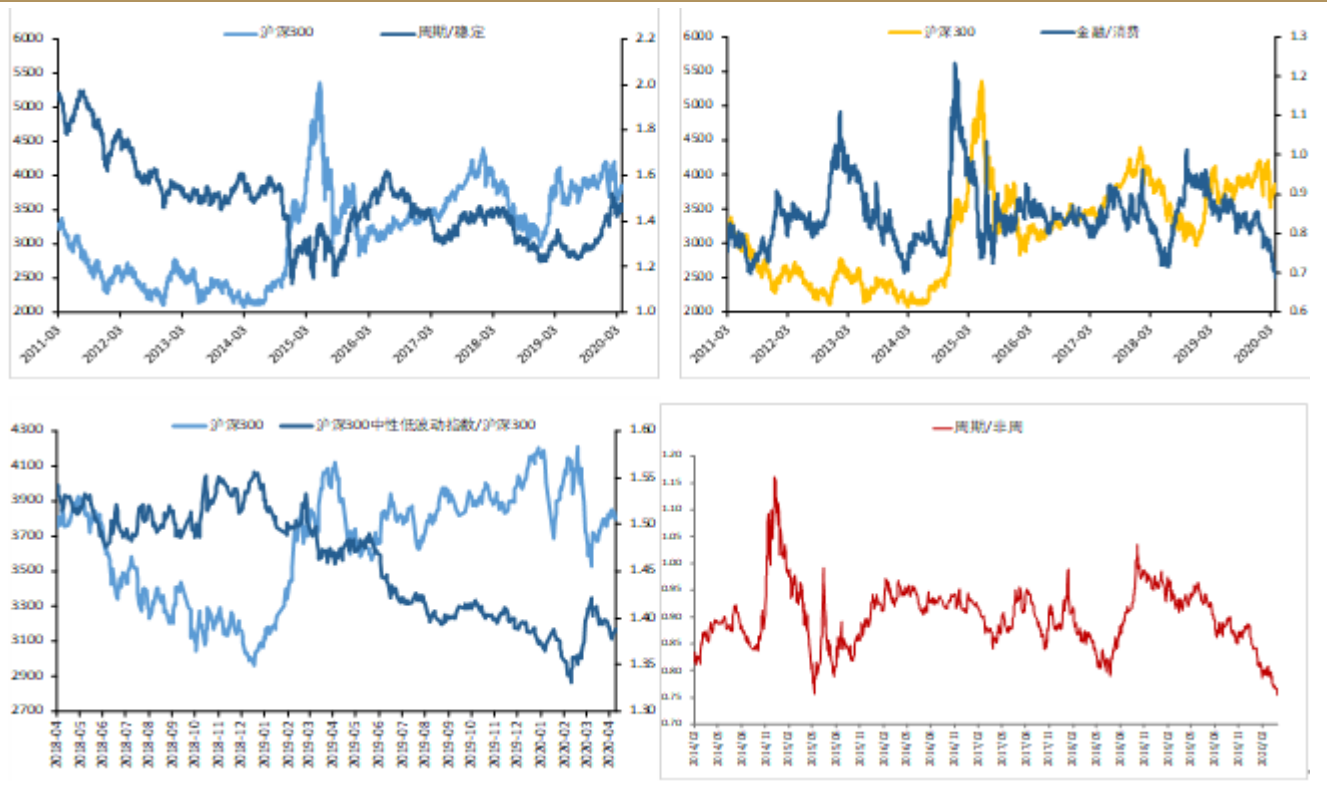
图表 10: 平均每家有几个机构提供预测



数据来源: wind, 混沌天成研究院

从指数风格来看, 近期周期/稳定比值小幅回升, 金融/消费震荡走低, 触及历史低位。周期板块与经济变化相关性较高, 小幅反弹表明市场对于经济好转预期增加。低波指数相对沪深300走弱, 说明投资者对低波动率的股票偏好降低, 风险偏好提升。

图表 11：指数风格表现

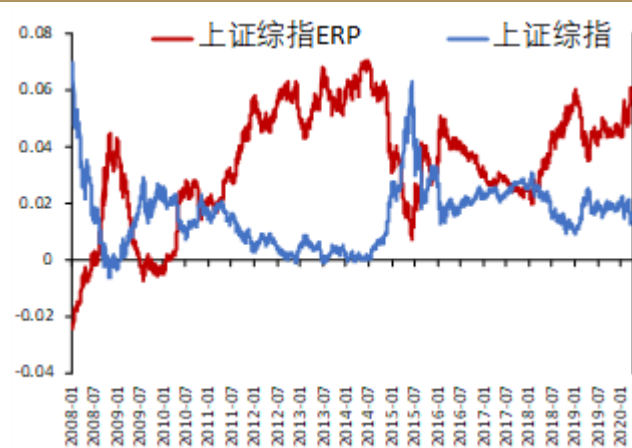


数据来源：wind，混沌天成研究院

三、估值

权益风险溢价（ERP）是指股票收益超出无风险利率的部分，可以衡量风险资产相对于无风险资产的吸引力。目前上证综指 ERP 位于近 6 年的高位，沪深 300、上证 50 均位于 2016 年以来的高位，中证 500 高于近几年的中位数。

图表 12：上证综指 ERP 和价格走势



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11：沪深 300ERP 和价格走势



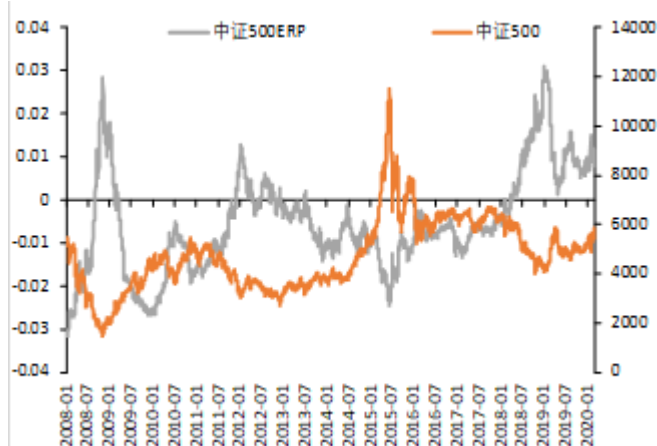
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 14: 上证 50ERP 和价格走势



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 12: 中证 500ERP 和价格走势

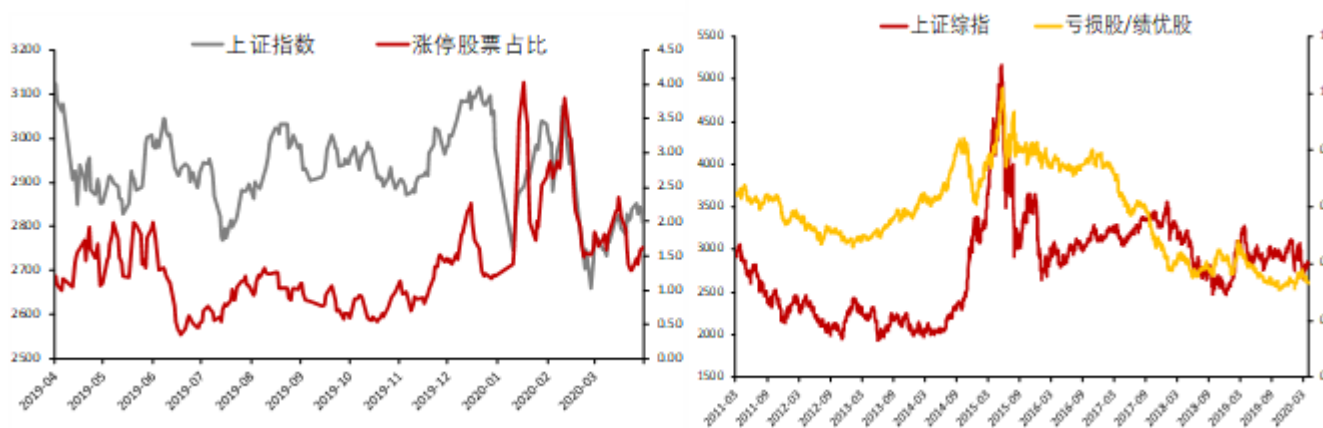


数据来源: wind, 混沌天成研究院

四、市场情绪

本周市场升温，涨停股票占比小幅增加。从亏损股/绩优股比值来看，当前市场情绪处于历史较低水平，并没有情绪过热。

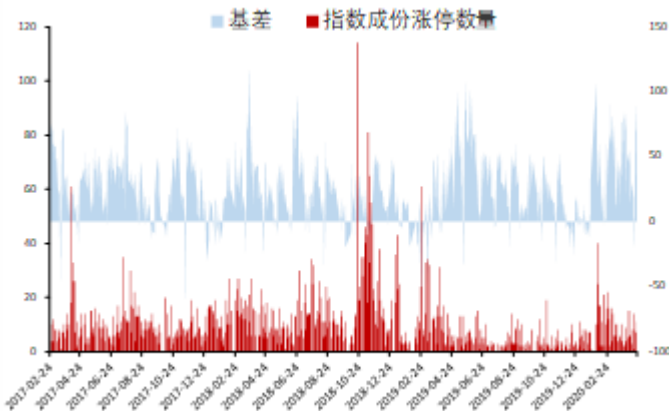
图表 16: 涨停家数占比和亏损股/绩优股



数据来源: wind, 混沌天成研究院

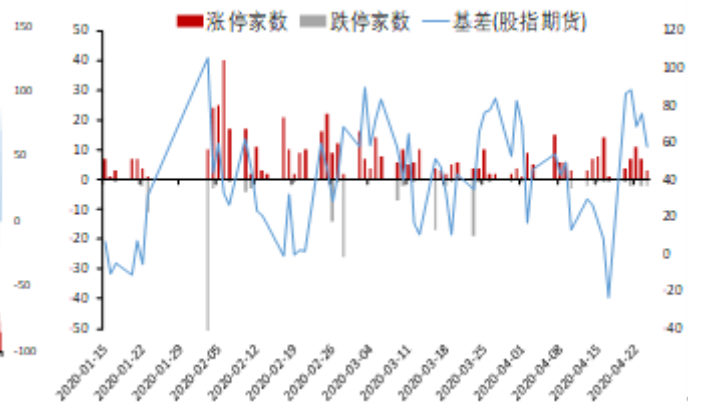
从中证 500 涨停家数和股指期货基差来看，近期市场情绪小幅升温。

图表 17: 中证 500 涨停数量和基差



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 中证 500 涨跌停数量和基差



数据来源: wind, 混沌天成研究院

目前沪港 AH 溢价指数处于中位线水平, 从三月初的高点逐步回落, 近期小幅走高。沪港 AH 溢价指数处于历史低位时, 往往对应着沪深 300 指数的底部。恒生 AH 股溢价指数跟踪的 74 只个股主要是在金融、周期性和防御性行业中的央企和地方国企, 成长空间不高, 当 AH 溢价在高位时表明市场情绪可能过热。

图表 19: AH 溢价和沪深 300 表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: AH 溢价和沪深 300 表现



数据来源: wind, 混沌天成研究院

五、后续展望

证监会明确创业板改革并试点注册制过渡期安排，推进速度快于市场预期。短期利好券商、创投板块，长期科技板块将享受制度红利。

图表 21：资本市场改革逐步推进

时间	部门	会议/文件	内容
2020-04-27	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）	涉及了发行、上市、退市、信息披露、交易、投资者适当性等一系列基础制度，增强科创板上市条件包容性，退市机制加严，放宽涨跌幅限制比例，增设投资者准入条件。
2019-12-28	十三届全国人大常委会第十五次会议	《证券法》	《证券法》修订正式落地，将于2020年3月1日起正式实施。新证券法进一步完善了证券市场基础制度、为全面深化资本市场改革提供法治保障。
2019-12-13	证监会	《上市公司分拆所属于公司境内上市试点若干规定》	为深化金融供给侧结构性改革，进一步完善并购重组功能，明确上市公司分拆子公司在境内上市的规则。
2019-12-12	中共中央、国务院	中央经济工作会议	要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和科创板改革。
2019-12-07	深圳市	《深圳市建设中国特色社会主义先行示范区的行动方案（2019-2025年）》	将“创造条件推动注册制改革”列为“事关全局和长远发展的重大政策、重大改革、重大任务”之一
2019-12-07	国务院金融委	国务院金融稳定发展委员会第七次会议	深化金融改革提供机制保障，进一步深化资本市场改革，坚持市场化、法治化、国际化方向。以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为更多长期资金入市创造条件，增强资本市场活力、韧性和服务能力。
2019-09-05	国务院金融委	全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持，落实好各项开放举措，以开放促进改革创新，促进高质量发展
2019-09-10	证监会	全面深化资本市场改革工作座谈会	全面深化资本市场改革12条

数据来源：wind，混沌天成研究院

从整体来看，创业板改革并试点注册制，在充分借鉴科创板改革经验的基础上，又基于创业板的情况作出了部分针对性的安排。中长期来看，伴随着创业板注册制、科创板、再融资新规等新一轮政策放松周期及5G换代下新一轮科技创新周期，科技成长仍将是市场主线。

图表 22：创业板改革重点内容

明确服务定位	主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，更加强调推动传统产业的创新升级，并且保持与科创板差异化错位发展。
精简发行条件	<u>1) IPO 方面，综合考虑预计市值、收入、净利润等指标，制定多元化上市条件；</u> 取消了现行对申请上市发行人在盈利业绩、不存在未弥补亏损等方面的要求；完善盈利上市标准；支持已盈利且具有一定规模的特殊股权结构企业、红筹企业上市，标准与科创板相同；明确未盈利企业上市标准，但一年内暂不实施，一年后再做评估。 <u>2) 再融资方面，加强了对财务会计报告的披露要求；</u> 对于公开发行人，要求最近三年必须被出具无保留意见的审计报告；对于非公开发行人，审计报告披露合规要求从最近三年缩短为最近一年；淡化了现行规定中对于再融资企业需满足“最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红”的要求。
优化发行程序	<u>1) 注册审核方面：优化审核注册程序，压缩审核注册期限，支持企业便捷融资，增加审核标准、程序、内容、过程的透明度，同时显著提升财务造假等违法违规成本，压严压实发行人及中介机构等市场主体的责任等；</u> <u>2) 跟投制度方面：拟对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业实施保荐人相关子公司强制跟投的制度，其他发行人不强制跟投；</u> <u>3) 信息披露方面：更加注重对于自身科技创新、模式创新或业态创新情况，以及对新旧产业融合的促进作用的披露。</u>
优化交易制度	<u>1) 放宽涨跌幅比例：由 10%提高至 20%，且存量部分也将同步实施。</u> <u>2) 优化新股交易机制：新股上市前五日不设涨跌幅限制，并设置 30%、60%两档停牌指标以稳定价格防止过度波动；</u> <u>3) 引入盘后定价交易方式：允许投资者在竞价交易收盘后，按照收盘价买卖股票；</u> <u>4) 优化两融制度机制：上市股票自首个交易日起可作为两融标的，推出转融通市场化约定申报方式，允许战略投资者出借获配股份；</u> <u>5) 优化其他微观机制安排：设置单笔最高申报数量上限，对连续竞价期间限价申报设置上下 2%的有效竞价范围，调整交易公开信息披露指标，新增股票特殊标识等。</u>
完善减持安排	<u>1) 对未盈利上市企业实现盈利前控股股东减持比例、董监高所持股份锁定期等作出特别安排；</u> <u>2) 增加上市公司触及重大违法强制退市情形下，特定主体禁止减持的规定；</u> <u>3) 强化控股股东、实际控制人减持股份的披露要求；</u> <u>4) 明确股东可以通过非公开转让、配售方式转让首发前股份。</u>
健全退市机制	<u>1) 丰富完善退市指标：涵盖盈利、交易和规范多维度退市指标；</u> <u>2) 简化退市流程：取消暂停上市和恢复上市环节，交易类退市不再设置退市整理期；</u> <u>3) 强化风险警示：对财务类、规范类、重大违法类退市设置退市风险警示制度。</u>

数据来源：wind，混沌天成研究院

在盈利的悲观预期集中落地、流动性极度宽松、风险偏好持续修复、后期两会的召开提振风险偏好的共振下，股指在底部有支撑。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：4001 100 166

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层（5）办号

联系电话：027-85610809

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

上海营业部

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

北京营业部

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

昆明营业部

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100819

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区东方路899号1203室

联系电话：021-50800369

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼703室

联系电话：021-61833506

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200