

保持耐心 左侧布局

—北交所2024年春季投资策略

证券分析师：刘靖 A0230512070005

研究支持：王雨晴A0230522010003/郑菁华 A0230123060001

2024.03.28



- **北证行情发展速度超预期，本报告旨在厘清迷雾，试图寻找24年市场发展脉络。**自23年11月15日我们发布《成长与‘破圈’——2024年北交所投资策略》以来，行情发生了较大的变化。2023年11月20日开始北证成交金额从30亿左右上升至百亿以上，北证50指数同时大幅上涨，而在元旦后至春节前，北证50指数又出现了较大回撤，本报告旨在寻找市场发展线索，厘清北证接下来发展的主要脉络。
- **估值大幅折价为基础，改革预期为催化，微盘因子带来短期增量资金，共同促成了23年底上涨行情。**
 - 1) **23年底北证行情与微盘风格息息相关。**a. 北证50指数在过去两年走势基本与创业板指趋同，这和它们的行业结构相似有关，但从11月下旬开始，北证50趋势脱离了主要A股指数，而与万得微盘股指数趋同；b. 本轮北证市场重估的主要是市值30亿以下的小票，与万得微盘股指数成份股的市值区间几乎一致；c. 11月底几大指数见到阶段性高点的顺序为创业板指、科创50、中证1000、国证2000和北证50，市值因子起到估值抬升作用；d. 回顾2021-2023年三年北证和全A指数收益的贡献率，23年估值上升贡献了北证的正收益，而业绩则为下滑状态；
 - 2) **估值折价和低流动性是原因，北证估值修复有内生需求。**通过23年底的上涨，北证相对创业板的估值折价从50%以上，修复至20%-30%的水平。至行情高位时，北证相对创业板PE中值修复至了折价10%左右；
 - 3) **政策落地预期为催化剂。**23年底，市场对于“直接IPO”、“转板”、“920代码更换”预期较高，对市场形成了催化。
- **估值折价大幅缩小，改革落地节奏慢于市场预期，量化资金等清理和微盘因子失效共同导致了北证回撤。**
 - 1) 相对创业板估值最高修复至10%左右；
 - 2) 市场预期年底推出的“转板”“直接IPO”等政策均未落地，通过直接IPO快速高质量扩容，从而吸引增量机构资金介入的逻辑被打破；
 - 3) 量化资金清理和微盘因子的失效，使得北证面临23年底流入的一定比例资金的退出。
 - 4) 涨跌同源，2024年北证弱于市场的原因和23年底北证独立走强的原因同根同源。我们对比了北证A股在元旦前后两段行情，发现呈现明显正相关。

- **短期还在出清，但预期过低就是机会，关注成交量、估值、市场量化指标的变化，自下而上重要性增加。** 1) 短期内政策风向仍是严监管，北证改革需要纳入通盘考虑，需要时间；2) 经过23年底以来的大涨大跌后，市场需要时间修复心态；3) 直接IPO吸引增量机构逻辑打破，清理量化等导致部分资金流失；4) 4月市场关注盈利因子，北证虽均已至少发布23年业绩快报，但市场对24Q1业绩仍有担心。因此，我们认为短期北证难以走出独立行情。但预期过低就是机会，可关注几个指标：**一是成交金额**。近期市场交易金额在缓慢下行，若降至与北证自由流通市值在全A中占比相匹配的成交量，则成交金额为35.7亿，还有一定下行空间；**二是估值指标**。按PE (ttm, 整体法) 计算，北证24/3/26收盘PE为28.03倍，相比创业板折价率为34.7%。而24年折价最高的点在40%左右。**三是量化指标**。我们采用60日平均的强势股占比观察，北证赚钱效应已经降到较低的极限水平。投资者可逐步关注绩优股估值降至性价比区间后的左侧机会。**长期看，发展北交所的目标不会改变，预期低才有超预期的可能性，可关注后续920代码更换，做市商扩容、ETF等创新产品推出等。** 4-5月是市场集中24业绩预期进行调整的时间段，自下而上重要性增加。
- **由于直接IPO政策推出节奏慢于预期，我们下调了北证24年新股发行数量。** 1) **IPO收紧，新股涨幅上升，打新热情持续较高。** 北证IPO撤否率持续上升，新股冻结资金规模在1500亿附近，中签率维持历史低位。2) 我们下调年内剩余新股发行数量预测。假设24年保持每周1-2家的上会节奏，年内按剩余39周算，并考虑一定的审核终止率，中性预计年内剩余70只新股发行，考虑发行数量60/70/80三种情况；中性预期新股首日涨幅50%，考虑40%/50%/60%三种情况；网上中签率中性预期考虑0.07%/0.12%/0.28%三种情况，最终**中性预计4-12月，1000万/2000万/6000万/1亿资金申购收益率分别为3.79%/2.42%/1.51%/1.32%，对新股全部顶格申购，中性预期收益为230.55万元。** 3) **关注“直联机制”后备军。** 根据Choice统计，截至2024/3/25，已经有50家企业通过直联机制申报新三板挂牌，其中4家正在北交所IPO上市审核程序，直联企业体量明显大于其他企业。

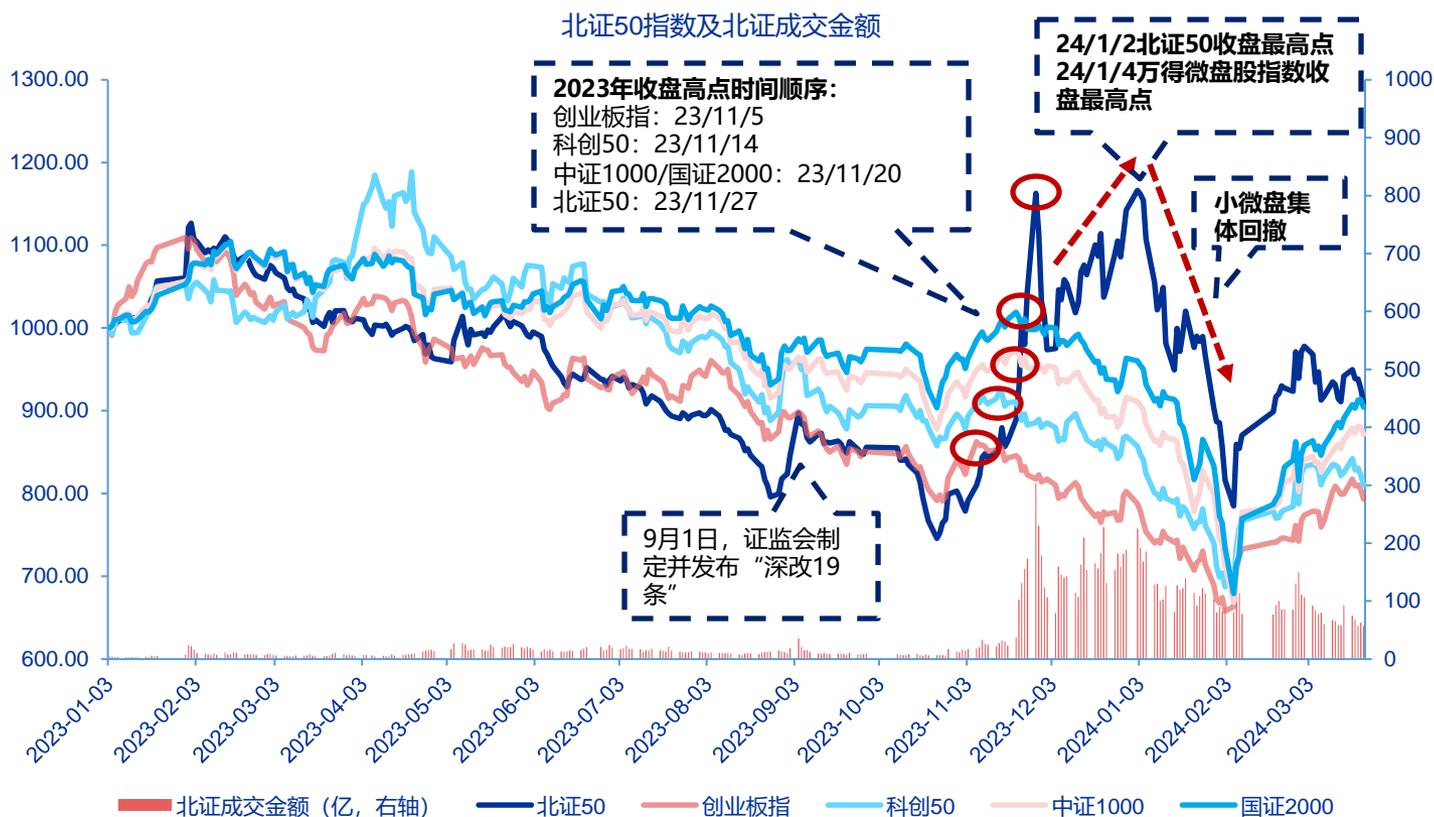
- **23年业绩结构好于总量，关注汽车链、出口链、消费电子/半导体、新质生产力相关板块等。** 1) 23年北证业绩预喜率48.8%，高于科创板的42.5%； 2) 从单季看，北证A股23Q4营收增速跌至-4.7%，23Q4净利润增速跌至-34.8%，营收与净利润同比下滑幅度均扩大。剔除贝特瑞后，23Q4营收增长2.5%，归母净利润增长-25.7%。 3) **新能源汽车快速增长，24年景气度仍相对强。** 北证汽车行业整体法下净利润增长19.3%，个股预喜率在77.3%。24年汽车行业增速仍相对较快，但边际预期难以大幅提升，可在低关注度时左侧布局。关注“出海占比高+客户优质”的组合：苏轴股份、骏创科技、奥迪威、三祥科技、易实精密等；关注有新产品预期的公司：丰光精密(谐波减速器)、万通液压(油气弹簧悬架系统)等； 4) **化工23年业绩普遍下滑，关注盈利边际改善的可能。** 继续关注城市矿山金属回收萃取剂公司**康普化学**、预期低而扩产后业绩弹性较大的**美邦科技**。 5) **电子/计算机受消费电子低迷影响，24年展望更积极。** 看好AIPC、华为链、国产替代等方向，关注凯德石英、华岭股、戈碧迦、威贸电子等。 6) **消费现分化，社交型消费好于居家型消费。** 一是关注业绩仍有望中高增长的景气细分行业代表，如锦波生物等；二是关注美联储加息结束后全球经济体缓慢修复对出口型消费企业的带动，观察美之高、龙竹科技、锦好医疗等下游需求改善的可能性；三是关注与数字消费、绿色消费、健康消费相关的新型消费，关注柏星龙、康比特。 7) **从历史来看，小企业成长的概率随着GDP增速的放缓在下降，新质生产力仍是小企业弯道超车的主要方向。** 长期关注AI、机器人、卫星、科学仪器、生物科技、低空经济、氢能等相关公司。
- 风险提示：政策落地速度不及预期的风险；宏观经济波动的风险；北交所流动性变差的风险

主要内容

1. 23年底“修复行情”之后?
2. 下调新股数量预期，关注“直联机制”
3. 结构好于总量，关注汽车、消费电子、出口链、新质生产力等

1.1 23年底行情源于风格，可视为北证估值的一次集中修正

- 2023/11/21起，北证交易金额从20亿左右攀升至百亿以上，北证50指数从842.82点(2023/11/20收盘)，上升至收盘价最高1105.21点(2024/1/2收盘)，开启了一轮集中快速的估值修复。其间，创业板指、科创50、中证1000、国证2000依次见到阶段性高点。
 - 北证A股日均成交金额：23/1/1-23/11/20:12.2亿；23/11/21-24/1/5:164.2亿；24/1/8-24/3/22:94.3亿；



1.2 北证50修复行情与小微风格相关

- 23年11月行情中，北证50行情与万得微盘指数（取沪深市值最低400只股票）相关性较强，与其他指数背离。

北证50指数在11月底走势开始与万得微盘指数趋同

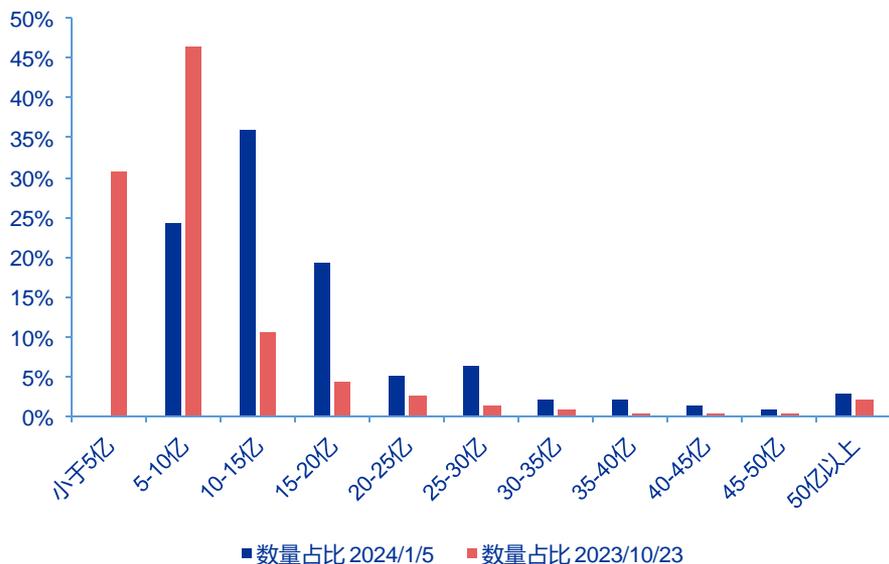


资料来源: wind, 申万宏源研究

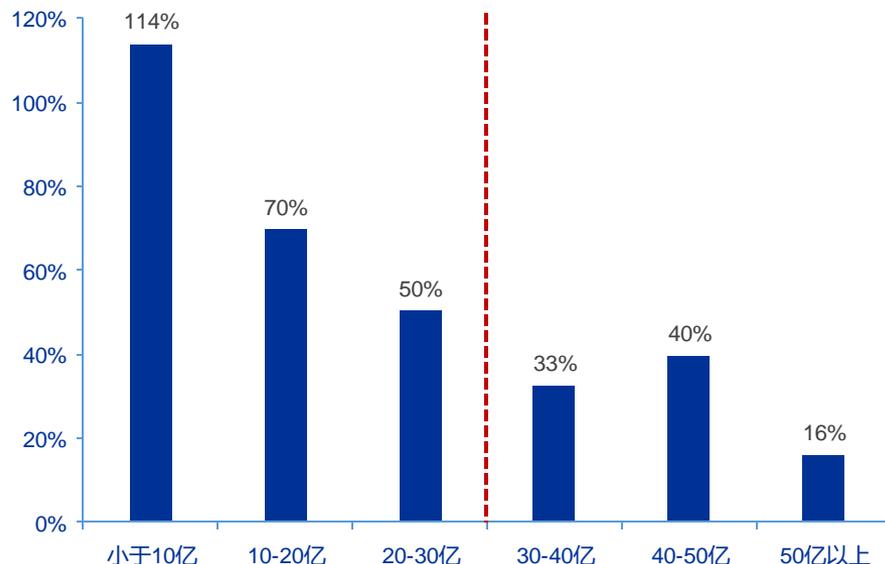
1.3 23年底北证行情重点重估的是30亿市值以下公司

- 对比年底北证大涨行情前后北证市值分布情况，可以发现，本次大涨以10亿市值以下公司的“填坑”为主，10亿市值以下公司的市值占比从77.0%减少至24.3%，10-20亿市值公司占比从14.9%大幅上升至55.2%
- 对比北证A股不同市值组别的平均涨幅（市值分布采用23/10/23收盘总市值），30亿似乎是最重要的市值分水岭；截至2024/1/5，90.8%的北证公司仍在30亿市值以下
- 而万得微盘股指数成份股，2023年11月20日最大市值公司为30.53亿，且当时仅此一家大于30亿。

对比本轮北证行情前后的市值分布



北证不同市值组别的平均涨幅(23/10/23-24/1/5)



1.4 政策预期是催化剂，“深改19条”落地重要改革预期高

- 23年底，市场对于“直接IPO”、“转板”、“920代码更换”预期较高，对市场形成了催化。

图：北交所“深改19条”主要内容和影响

(截至目前：红色：已落地；绿色：23年底预期较高但尚未落地，紫色：正在推进中)

吸引优质企业
北交所上市

优化上市路径

- 新增“直接IPO”路径
- 优化新三板挂牌12个月认定标准
- 取消进创新层1000万融资要求
- 取消底价/放宽战投家数和比例限制

建立中介约束和激励机制

- 券商分类评级北交所专项

提上市公司质量，
完善市场功能

提升上市公司质量

- 制定提升上市公司质量专项行动方案
- 支持优质公司再融资、并购重组
- 健全持续监管制度

健全和完善市场功能

- 丰富产品体系，推进信用债、可转债
- 扩大指数化投资，推出ETF等品种
- 稳妥有序推进北交所上市公司转板

增强流动性

扩大投资者数量

- 投资者认定与科创板打通
- 允许PEVC投资
- 引导公募/社保/保险/QFII等投资

完善交易机制

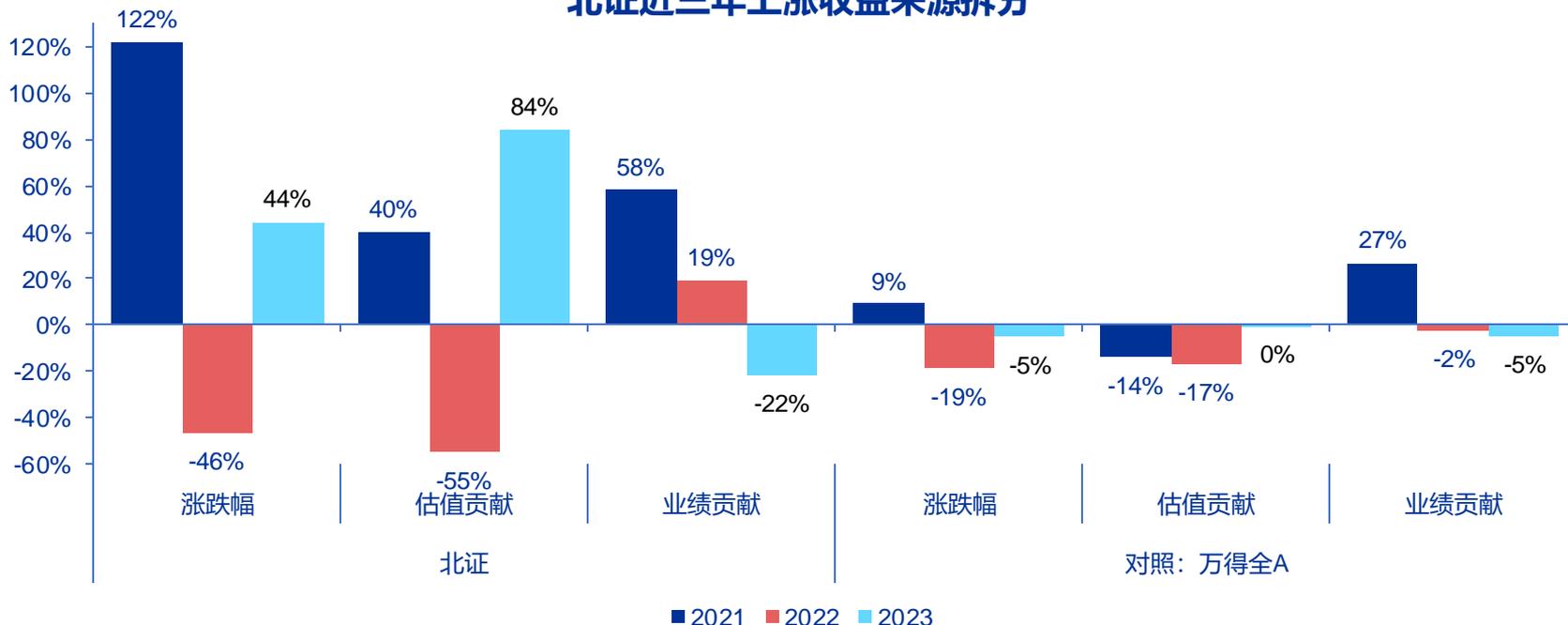
- 扩大做市商队伍，完善做市配套制度
- 推出转融通和做市借券制度
- 920代码更换

资料来源：申万宏源研究

1.5 估值修复是23年北证收益的主要来源，是对22年的纠偏

- 2023年，北证50指数上涨14.92%，取得正收益。回顾北证（包含精选层时期）近三年上涨收益来源：2023年北证50收益由估值贡献主导，业绩贡献为负。2022年北证50业绩上涨，但估值大幅下修，是负收益的主要来源，2021年的上涨则由估值和业绩共同作用；
- 对照万得全A，2021年上涨主要靠业绩贡献，2022年下跌主要因估值下修，2023年主要因业绩下修。

北证近三年上涨收益来源拆分



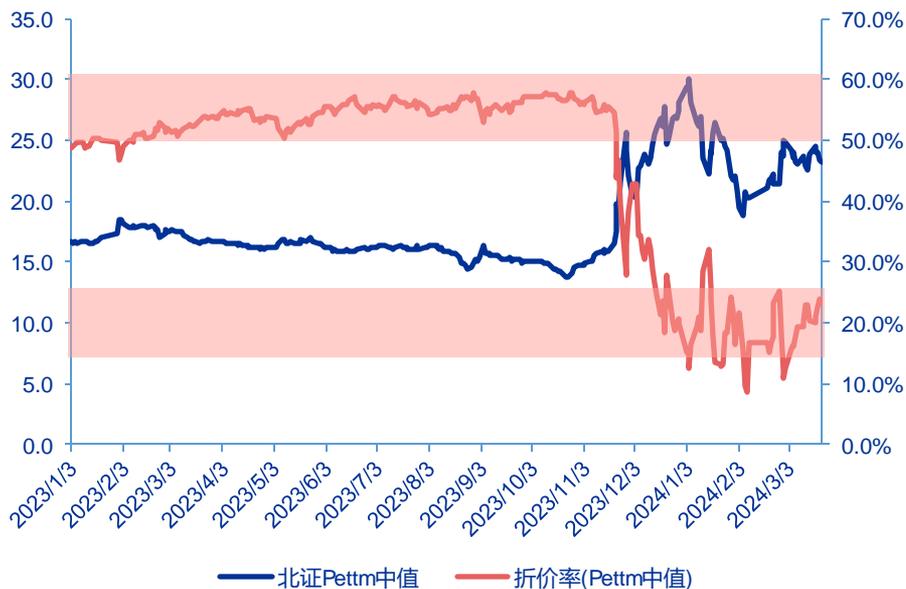
备注：北证涨跌幅采用日度市值加权涨跌幅计算年收益率，估值贡献采用整体法计算每年年末相比去年年末的PEttm增速，业绩贡献采用涨跌幅剔除估值贡献计算；万得全A涨跌幅和估值贡献采用指数点位和指数PEttm计算

1.6 与创业板的估值折价高是基础，年底迅速修复到新的水平

- 50%以上的高折价是本轮估值修复的重要基础。
- 通过23年底的上涨，北证相对创业板的估值折价从50%以上，修复至20%-30%的水平。至行情高位时，北证相对创业板PE中值修复至了折价10%左右。估值向上修复的动力由此衰减。

北证Pettm中值从折价50%-60%降至15%-25%区间

北证A股Pettm中值及相比创业板折价率



北证Pettm整体法从折价55%-65%降至25%-35%区间

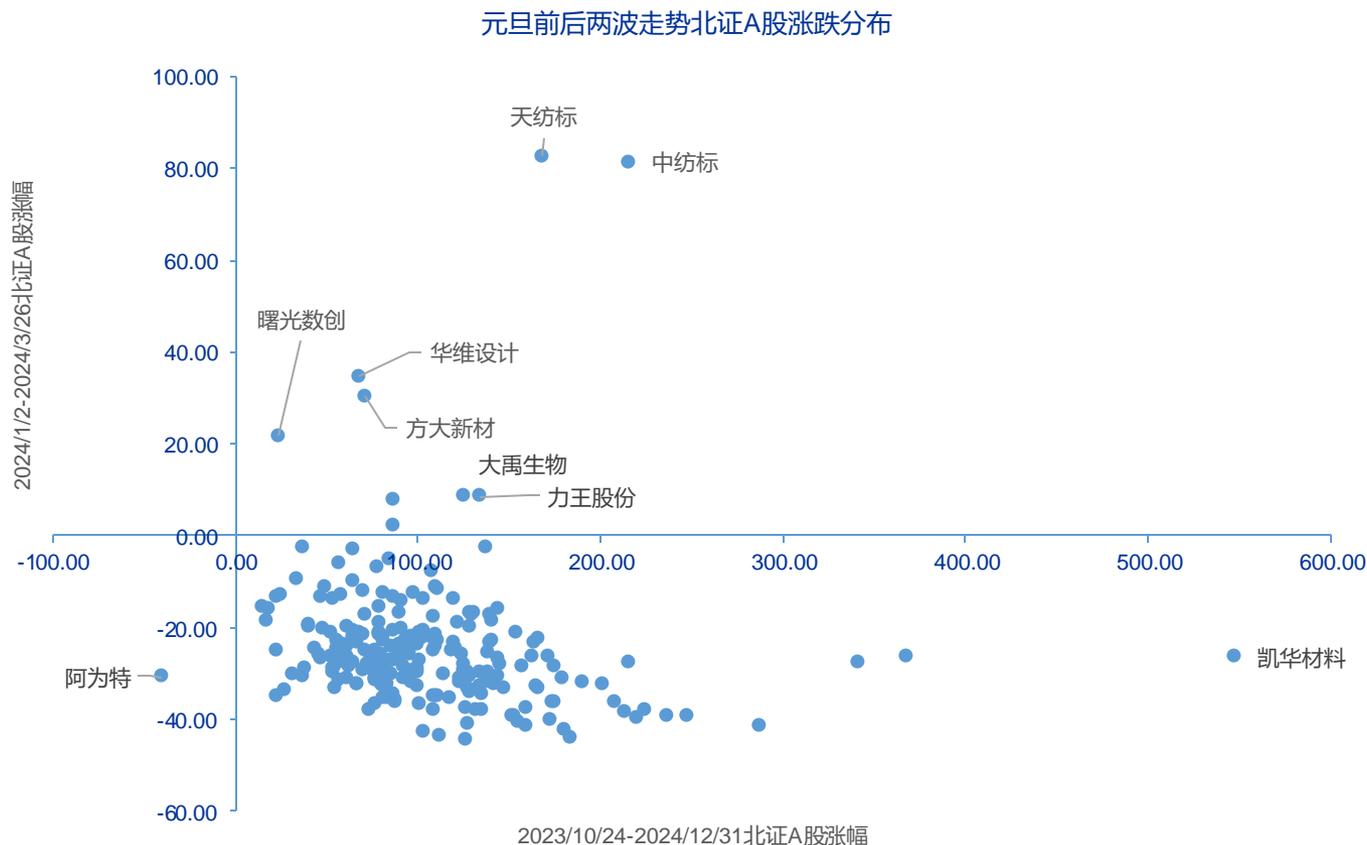
北证A股Pettm整体法及相比创业板折价率



资料来源：wind，申万宏源研究

1.7 微盘因子失效，是24Q1北证走弱的重要原因

- 涨跌同源。从走势来看，元旦前后两波行情[2023.10.24-2023.12.31]与[2024.1.1-2024.3.26]具较强相关性。微盘因子的走弱，使得北证走势整体回调，且成交量逐步地缩小。



资料来源：wind，申万宏源研究

1.8 北证改革节奏慢于市场预期，增量市逻辑短期难以成立

- **量化清理**：近期，对量化交易的监管趋严，未来或继续迎来更加系统性、针对性的监管举措，这有利于保护个人投资者，但是短期可能会阻碍增量资金入市。
- **“直接IPO政策”推进不及预期**：IPO监管趋严背景下直接IPO政策推进具有不确定性，“快速引入优质企业-吸引更多机构入场-赚钱效应上升-进一步吸引资金关注”的路径受阻。

表：量化监管相关事件

日期	重点事件
2023年9月1日	沪深北交易所发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》和《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，建立起针对量化交易的专门报告制度和相应监管安排，并于10月9日正式实施
2024年1月28日	证监会经充分论证评估，进一步优化了融券机制：一是全面暂停限售股出借，自1月29日起实施；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，自3月18日起实施。
2024年2月20日	沪深交易所分别发布了《量化交易报告制度平稳落地》公告，存量投资者已按要求如期完成报告工作，增量投资者落实“先报告、后交易”的规定，各方报告的质量总体符合要求，为进一步加强和改进量化交易监管打下了基础
2024年2月20日	上交所、深交所各发布公告，根据深交所《限制交易实施细则》《自律监管措施和纪律处分实施办法》等相关规定，对宁波灵均量化管理人进行暂停/限制交易并启动公开谴责程序
2024年2月28日	证监会发言人答记者问表示，DMA业务平稳降杠杆，有助于市场风险防控，有利于市场的平稳健康运行。下一步，证监会将对DMA等场外衍生品业务继续强化监管、完善制度，指导行业控制好业务规模和杠杆，严厉打击违法违规行为，维护市场平稳运行。

资料来源：沪深交易所官网、证监会官网、申万宏源研究

1.8.1 期待24H2 ETF等产品落地带来增量资金

- 我们以科创50ETF和创业板ETF的规模为基准，通过自由流通市值和成交额测算北证50ETF的规模容量，得出北证50ETF的容量上限大约在108.8亿元：
 - 基于科创50，我们测算北证50ETF容量为 $1453 \times 663 / 10769 = 89.4$ 亿元，或者 $1453 \times 15 / 205 = 108.8$ 亿元；
 - 基于创业板指，我们测算北证50ETF容量为 $592 \times 663 / 28878 = 13.6$ 亿元，或者 $592 \times 15 / 588 = 15.5$ 亿元。

表：北证50ETF市场容量测算

单位：亿元	ETF规模	自由流通市值 截至2024/3/18	日均成交额 2023/1/1-2024/3/18
科创50	1,453	10769	205
创业板指	592	28878	588
北证50	-	663	15
		ETF规模/自由流通市值	ETF规模/日均成交额
科创50		0.1349	7.0729
创业板指		0.0205	1.0069
北证50	按ETF规模/自由流通市值，对应 13.6-89.4亿元 按ETF规模/日均成交额，对应 15.5-108.8亿元	0.0205-0.1349	1.0069-7.0729

资料来源：Choice，申万宏源研究

1.8.2 920代码预期近期落地，但实际影响预期不宜过高

- 北交所920XXX新代码号段启用预期近期落地。新号段的上线标志着北交所进一步落实深改19条的举措，有利于提升市场短期风险偏好；
- 但是，我们认为920代码对市场的实际影响效果仍取决于当时的市场情绪，预期不宜过高。

表：北交所920号段测试进度

日期	重点事件
2023年9月1日	证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，明确提出要启用北交所独立代码号段，提高股票辨识度
2023年11月17日	为落实“深改19条”意见，北交所启动为上市公司股票使用920代码号段的相关准备工作
2024年2月19日至3月1日	北交所启用920XXX新代码的技术系统第一轮测试工作
2024年3月4日至3月15日	北交所启用920XXX新代码的技术系统第二轮测试工作
2024年3月23日	开展北交所股票启用新证券代码号段第一次 全网测试 ，参测机构包括北交所、全国股转公司、中国结算、深证通、证券公司、基金公司、信息商等
2024年4月	全网测试+通关测试？.....

资料来源：北交所，申万宏源研究

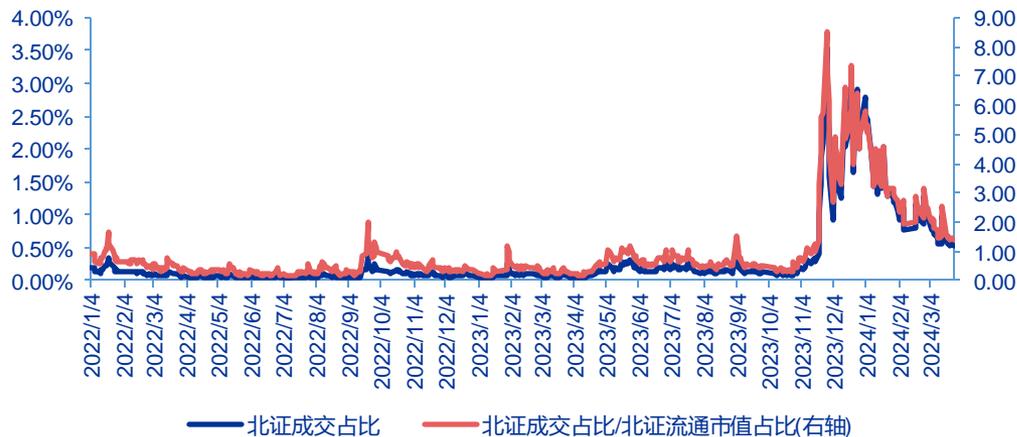
1.9 保持耐心，等待预期见底后的反弹机会

■ **政策预期下调、微盘因子失效等因素，导致北证短期的增量市难以构建，市场重心下移。4月市场业绩验证期，风格难以支持小微盘成长，是低位布局的时机。**

■ **可供观察的指标：**

- **1.成交额。**从资金行为来看，需要成交占比进入一个新的稳态。由于北证经过去年年底的一波“出圈”，关注度已经有所上升，我们认为成交占比不会回到2023年低点水平。若北证成交占比回到1左右，则成交金额在35.7亿。
- **2.估值。**按PE (ttm, 整体法) 计算，北证24/3/26收盘PE为28.03倍，相比创业板折价率为34.7%。而24年折价最高的点在40%左右，出现在1月中旬。

北证成交占全A比重(2022-1-1至2024-3-26)



北证A股PE(整体法,TTM)及相对创业板折价比例



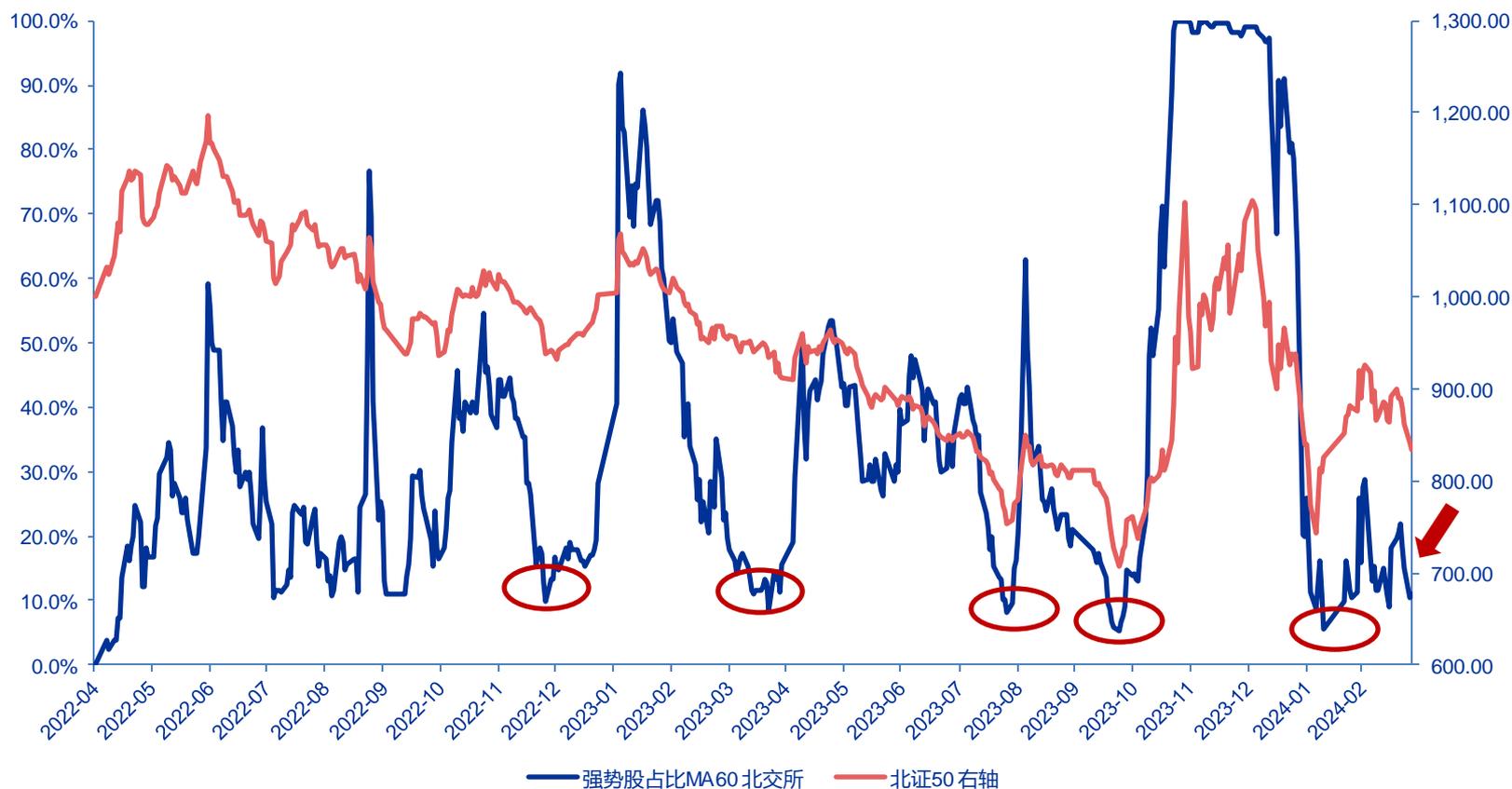
资料来源：wind，申万宏源研究

资料来源：wind，申万宏源研究

1.9.1 保持耐心，等待预期见底后的反弹机会(续)

■ 量化指标看，北证正接近预期低位。

北证赚钱效应位于历史较低水平



资料来源：wind，申万宏源研究

1.10 发展北证的长期目标不变，政策预期低为超预期作准备

- 北交所作为“服务创新型中小企业主阵地”的定位没有发生变化。政策落地节奏慢于预期，导致当前市场预期非常低，“转板”、“直接IPO”等今年落地的预期几乎消失，也为下半年超预期提供了基础。

表:证监会《关于高质量建设北交所的意见》19条主要内容

主要内容	相关政策	主要具体措施
一、总体要求	(1)指导思想：以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神；坚守定位、发挥特色、错位发展。	
	(2)工作原则：坚持服务大局、系统思维、问题导向、综合施策、远近结合；	
	(3) 3到5年目标 ：北交所市场规模、效率、功能、活跃度、稳定性等均有显著提升； 5到10年目标 ：将北交所打造成以成熟投资者为主体、基础制度完备、品种体系丰富、服务功能充分发挥、市场监管透明高效、具有品牌吸引力和市场影响力的交易所	
二、加快高质量上市公司供给	(4)改善新增上市公司结构；	常态化推进北交所市场高质量扩容
	(5)提升上市公司质量；	支持再融资、并购等
	(6)优化发行上市制度安排	允许符合条件的优质中小企业北交所IPO 优化连续挂牌满12个月的执行标准等
	(7)扩大投资者队伍	允许PE在北交所二级增持其上市前投资的公司 加大长期资金引入等
三、稳步推进市场改革创新	(8)持续丰富产品体系	开展ETF、LOF、REITs等研究，支持北交所债券市场建设
	(9)改进和完善交易机制	做市商扩容、融资融券扩围、研究进一步降费 启用独立代码号段等
	(10)改革发行承销制度	改革发行底价制度，优化战略安排等
	(11)加强多层次市场互联互通	取消进入创新层前置融资要求，开展新三板与四板对接等
四、全面优化市场发展基础和环境	(12)更好发挥中介机构作用	激励券商参与
	(13)持续提升监管效能	
	(14)完善市场风险监测预警和评估处置机制	把北交所纳入资本市场风险监测监控的重要范畴 加强跨行业、跨市场风险监管
	(15)推进制度型对外开放	支持QFII、RQFII等参与
	(16)发挥好改革试验田作用	持续构建契合中小企业特点的基础制度体系
五、强化组织保障	(17)加强组织领导	设立证监会推进资本市场服务创新型中小企业“主阵地”建设工作领导小组
	(18)强化全链条监督制衡	
	(19)做好新闻舆论引导	

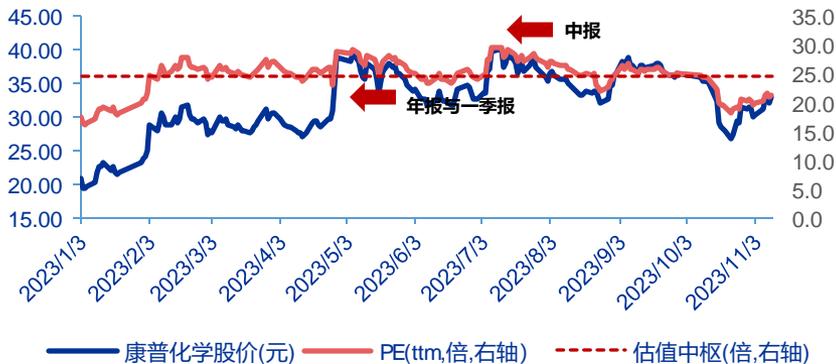
1.11 自下而上更重要，4月-5月是业绩预期构建重要时期

- 业绩因子影响力暂时上升，关注4-5月一季报前后的全年业绩重构期，寻找一季报可能超预期的公司。
- 受业绩驱动的公司，股价调整往往在财报季进行。

利通科技股价与估值表现



康普化学股价与估值表现



苏轴股份股价与估值表现



主要内容

1. 23年底“修复行情”之后?
2. 下调新股数量预期，关注“直联机制”
3. 结构好于总量，关注汽车、消费电子、出口链、新质生产力等

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/287200126031006060>