

相关研究

《立体投资策略周报-20210830》

2021.08.30

《以众乐乐实现收敛》2021.08.29

《立体投资策略周报-20210823》

2021.08.23

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:李影

Tel:(021)23154117

Email:ly11082@htsec.com

证书:S0850517090005

联系人:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@htsec.com

## 携手迈向新高度

### 投资要点:

- **核心结论:** ①7月以来市场几乎每日成交万亿以上,上证走平、行业涨跌分化明显,公募和外资均明显调仓。②宏观政策转向宽松,上市公司 ROE 望继续回升至 22Q1,微观资金持续流入,新一轮上涨渐渐展开。③市场从独乐乐走向众乐乐,兼顾硬科技和基建相关制造,并重视洼地的金融地产。
- **持续万亿成交,机构完成调仓。**自7月以来沪深两市每日成交额破万亿已成为常态,统计46个交易日中仅有3个交易日成交额不及万亿,但也非常接近万亿,分别为7月2日的9945亿元、7月3日的9969亿元、7月20日的9602亿元。成交额屡破万亿而主要宽基指数的表现却不温不火。我们分别计算二级行业指数、概念指数以及个股表现的离散度,可以发现沪深两市成交金额持续破万亿期间,市场分化程度在加剧。市场结构分化的背后是公募基金和外资逐步完成调仓。7月1日以来我们观察到市场结构分化更加明显,前期基金重仓的“茅指数”相关行业(大消费等)深度调整,而以“宁组合”相关行业(新能源产业链头部公司等)表现亮眼,同时煤炭、钢铁、化工、有色等周期股涨幅也较大,在这过程中公募基金和外资逐步调仓。
- **宏观利好,资金净流入。**宏观政策转向宽松,A股ROE高点在明年一季度。今年宏观政策与2010年较为类似,前半段整体偏紧,后半段偏松。历史上A股ROE上行周期平均持续6-7个季度,本轮ROE从20Q3开始回升,至今只持续了4个季度,宏观政策加码支撑企业盈利继续上行,预计ROE高点在明年一季度。微观资金面可以从流入流出两个方向进行分项汇总计算,进行汇总后,可以发现今年1-8月股市资金净流入已超1.4万亿元,我们预计今年全年有望达1.92万亿,而2020年全年股市资金净流入1.8万亿,2019年全年只有9000亿不到,因此今年股市微观流动性更为充裕。
- **携手迈向新高度。**历史上牛市高点时市场特征是众乐乐,即80%行业估值偏高,而目前仅有9%(17%)的申万二级行业PE(PB)超过了80%的历史分位,其他大部分行业估值仍处于历史偏低的水平,未来市场风格将更加均衡,其他低估行业有望补涨,市场从独乐乐走向众乐乐。一是硬科技维持涨势。目前硬科技的智能制造景气度高已经成为市场共识,主要的焦点是如何看待高估值。我们前期报告分析过,可以借鉴2010-11年的苹果手机产业链,我们的结论是今年高景气的硬科技会维持高估值,未来消化估值需看市场环境,关注明年。二是基建相关制造业,如工程机械、建材、建筑等,目前基建相关制造业的估值和盈利匹配度不错,这些行业前期表现疲软是因为上游原材料涨价和下游需求疲软,而这两点接下来都会改变。三是冷门行业中的金融地产。目前市场冷门行业有很多,结合市场面(涨跌幅、基金持仓、交易热度、估值)、基本面(ROE、净利润同比)和催化剂,我们认为最值得重视的是券商(市场成交量放大)和银行地产(政策宽松及年末效应)。
- **风险提示:** 通胀继续大幅上行,投资时钟提前进入滞胀期。

## 目 录

---

1. 市场策略：携手迈向新高度 .....	5
1.1 持续万亿成交，机构完成调仓 .....	5
1.2 宏观利好，资金净流入 .....	7
1.3 携手迈向新高度 .....	9
2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低 .....	11
3. 市场概览与外资流入 .....	12

## 图目录

图 1	7 月 1 日以来申万一级行业涨跌幅分化显著 .....	5
图 2	7 月以来行业、概念指数和个股涨跌幅离散度扩大 .....	5
图 3	今年 6 月底基金持仓侧重于茅指数 .....	6
图 4	今年 8 月底基金持仓侧重于宁组合 .....	6
图 5	中信周期行业成分股构成 .....	6
图 6	今年 8 月基金持仓更加均衡 .....	6
图 7	8 月债券净融资额快速上升 .....	8
图 8	国债和地方债发现规模及占两会目标的比例 .....	8
图 9	全部 A 股归母净利润累计同比增速今年预计向上 .....	8
图 10	全部 A 股 ROE 今年中枢预计抬升 .....	8
图 11	今年 1-8 月偏股型基金发行规模高达 1.7 亿份 .....	9
图 12	今年以来北上资金流入 2742 亿元 .....	9
图 13	智能制造利润增速更优 .....	10
图 14	苹果指数在 2011 年随市场调整 .....	10
图 15	券商盈利能力与股市成交额高度相关 .....	11
图 16	券商崛起与宽基指数向上突破同步 .....	11
图 17	银行板块岁末年初获得超额收益的概率更高 .....	11
图 18	地产板块岁末年初获得超额收益的概率更高 .....	11
图 19	行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210903) .....	12
图 20	行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210903) .....	12
图 21	行业 PE 历史分位水平 (截至 20210903) .....	12
图 22	行业 PB 历史分位水平 (截至 20210903) .....	12
图 23	主要市场指数涨跌幅表现 (% , 8/30-9/3) .....	13
图 24	主要行业指数涨跌幅表现 (% , 8/30-9/3) .....	13
图 25	陆港通北上资金周均净流入额 (亿元 9/3) .....	13
图 26	北上资金各行业净买入额 (亿元, 8/30-9/3) .....	13

## 表目录

---

表 1 北上资金持仓结构（按持仓市值占比） .....	7
表 2 历年股市资金净流入规模测算（亿元，截至 2021/08/31） .....	9

最近 A 股已经连续 33 个交易日成交额破万亿元，最近一周成交额均值达到 1.5 万亿元，而前 28 个交易日均值为 1.3 万亿元，可见近期市场成交额开始放大。我们认为这是市场向上突破的特征之一，即从独乐乐走向众乐乐，携手迈向新高度。

## 1. 市场策略：携手迈向新高度

### 1.1 持续万亿成交，机构完成调仓

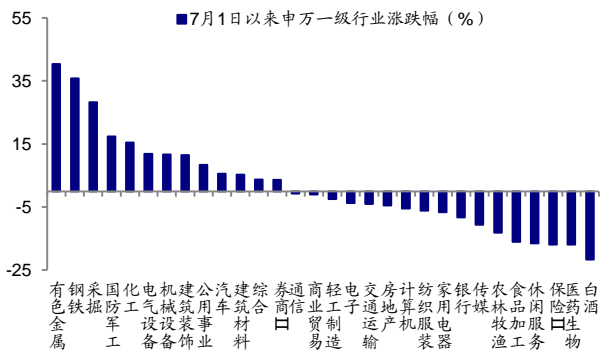
**7月以来A股持续万亿成交，市场结构分化严重。**自7月以来沪深两市每日成交额破万亿已成为常态，统计46个交易日中仅有3个交易日成交额不及万亿，但也非常接近万亿，分别为7月2日的9945亿元、7月3日的9969亿元、7月20日的9602亿元。虽然近期A股成交额持续破万亿，但是主要宽基指数的表现却不温不火。具体来看，7月以来几乎每个交易日的成交额均突破万亿，7月至今（截至2021/9/3，下同）上证指数跌幅-0.3%，沪深300跌幅-7.3%，创业板指跌幅-10.8%，中证500涨幅为6.9%，中证1000涨幅为7.7%。这一现象的背后其实是市场分化程度较大。

从行业指数表现来看，7月1日以来共有14个行业上涨，涨幅居前的五个行业为有色金属（37.7%）、钢铁（35.9%）、采掘（30.2%）、国防军工（17.5%）、化工（16.1%）；16个行业下跌，跌幅居前的五个行业为白酒（-21.4%）、医药生物（-18.2%）、食品加工（-16.6%）、保险Ⅱ（-16.5%）、休闲服务（-15.9%）。

从概念指数表现来看，7月1日以来，Wind概念指数中有425个行业概念指数上涨，涨幅居前的五个行业为锂矿（130.6%）、盐湖提锂（110.4%）、磷化工（86.3%）、稀土（76.2%）、有机硅（63.6%）；214个行业概念指数下跌，跌幅居前的五个行业为医美（-25.1%）、医疗服务（-23.8%）、医疗器械（-22.1%）、啤酒（-21.8%）、眼科医疗（-21.6%）。

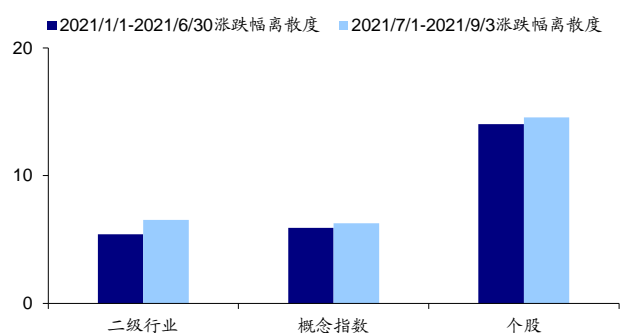
此外，我们分别计算行业指数、概念指数以及个股表现的离散度，可以发现沪深两市成交额持续破万亿期间，市场分化程度在加剧。我们以“区间涨跌幅前、后10%行业或概念指数的平均涨跌幅差值/全部行业或概念指数的平均涨跌幅”来衡量各自的离散度，以“区间涨跌幅前、后20%个股的平均涨跌幅差值/全部个股的平均涨跌幅”来衡量个股的离散度。7月1日以来行业的离散度为6.5，而年初至6月30日离散度数值为5.4，个股和概念指数的离散度也呈现扩大趋势，概念指数为6.3/5.9，个股为14.6/14.0。

图1 7月1日以来申万一级行业涨跌幅分化显著



资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3

图2 7月以来行业、概念指数和个股涨跌幅离散度扩大



资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3

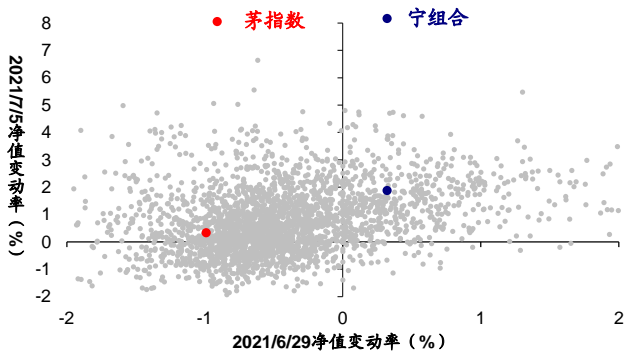
**市场结构分化的背后是公募基金和外资逐步完成调仓。**7月1日以来我们观察到市场结构分化更加明显，前期基金重仓的“茅指数”相关行业（大消费等）深度调整，而以“宁组合”相关行业（新能源产业链头部公司等）表现亮眼，同时煤炭、钢铁、化工、有色等周期股涨幅也较大，在这过程中公募基金和外资逐步调仓。

公募基金调仓可以通过基金净值变化与主要板块表现相关性来印证。我们选取主动偏股型基金（普通股股票+偏股混合型+灵活配置型）作为分析对象，同时为了使样本更具代表性，我们选取股票配置比例在 60% 以上的基金。公募基金的调仓行为可以从两个维度进行判断：

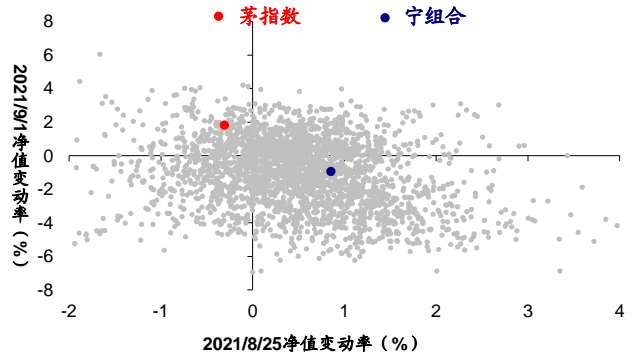
(1) 我们分别在6月底-7月初、8月底-9月初选取“茅指数”和“宁组合”涨幅和跌幅较大的邻近交易日，绘制主动偏股型基金的净值涨跌幅散点图，可以发现6月底基金涨跌幅的散点分布在“茅指数”附近，而8月则向“宁组合”附近迁移，即公募基金净值涨跌幅与“宁组合”涨跌幅趋势相对更加一致；

(2) 我们计算了主动偏股型基金6-8月的平均日度净值涨跌幅与“茅指数”、“宁组合”和中信周期风格指数的日度涨跌幅的相关系数，可以发现相较于6月，8月基金净值表现与“茅指数”和“宁组合”的相关性均有所下降，与周期指数的相关性上升。而周期指数成分股中，化工和有色行业的权重合计超过30%，这些行业为新能源车产业链上游但没有被包括在“宁组合”中，比如氟化工、磷化工、锂矿等，所以相关系数角度也可以看出当前基金重点调仓至新能源车链和周期板块。

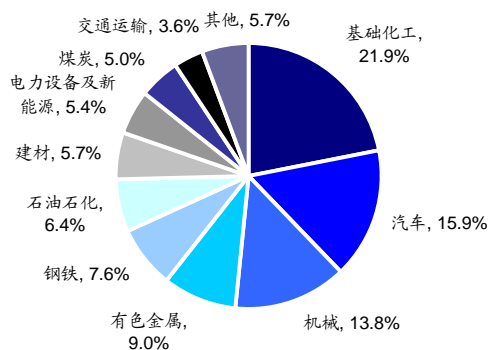
外资调仓可以跟踪北上最近持仓变化，发现外资也在从“茅指数”调仓至“宁组合”。从持仓市值来看，今年以来食品饮料、家电等在外资持仓中占比持续下降，其中食品饮料从2021/01的17.6%下降至目前（截至2021/9/3，下同）的12.5%；家电从2021/01的8.2%下降至目前的6.9%。而新能源车相关行业占比上升，电力设备及新能源从2021/01的7.5%上升至目前的12.0%，8月底一度超过食品饮料行业；基础化工从2021/01的3.3%上升至目前的4.9%；有色金属从2021/01的1.4%上升至目前的2.6%。

**图3 今年6月底基金持仓侧重于茅指数**


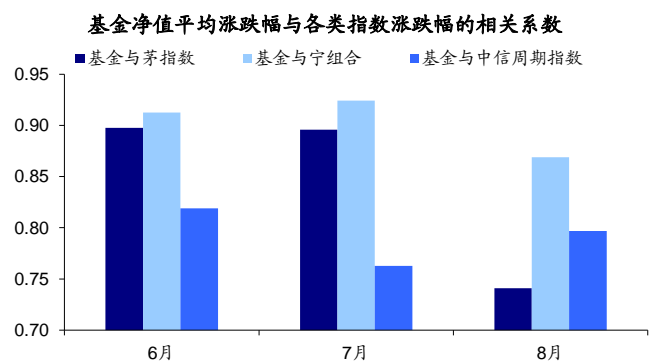
资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3

**图4 今年8月底基金持仓侧重于宁组合**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3

**图5 中信周期行业成分股构成**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3

**图6 今年8月基金持仓更加均衡**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2021/9/3



表 1 北上资金持仓结构（按持仓市值占比）

中信一级行业	21/01	21/02	21/03	21/04	21/05	21/06	21/07	21/08	21/09
食品饮料	17.6	16.7	16.3	15.9	16.9	15.5	13.7	12.0	12.5
电力设备及新能源	7.5	7.7	7.8	8.5	8.7	10.1	11.7	12.3	12.0
医药	12.2	11.8	11.8	12.4	12.2	12.1	11.4	10.3	10.3
银行	7.2	7.3	8.2	8.0	8.4	7.9	7.0	7.3	7.5
家电	8.2	8.2	8.0	7.7	7.3	6.8	6.7	6.8	6.9
电子	6.1	5.7	5.4	5.9	5.5	6.6	7.2	6.9	6.7
机械	4.7	4.7	4.7	4.6	4.3	4.5	4.9	5.2	5.1
基础化工	3.3	3.4	3.5	3.9	4.1	4.5	4.9	5.2	4.9
非银行金融	5.3	5.6	5.5	5.0	5.0	4.6	4.3	4.2	4.4
计算机	3.5	3.3	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1	4.0	3.9
汽车	3.5	3.2	3.0	2.7	2.5	2.8	2.8	3.0	2.9
建材	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	2.4	2.4	2.6	2.7
有色金属	1.4	1.7	1.4	1.6	1.7	1.6	2.4	2.8	2.6
交通运输	2.6	2.4	2.5	2.1	2.1	2.2	2.1	2.3	2.3
消费者服务	2.9	3.0	3.1	2.9	2.9	2.6	2.2	2.1	2.2
钢铁	0.9	1.0	1.2	1.4	1.2	1.2	1.6	1.9	1.8
电力及公用事业	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8
房地产	1.7	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3	1.3	1.4
传媒	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
石油石化	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
通信	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
轻工制造	1.0	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
建筑	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
煤炭	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8
农林牧渔	0.9	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8
国防军工	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7
商贸零售	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
纺织服装	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
综合	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
综合金融	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

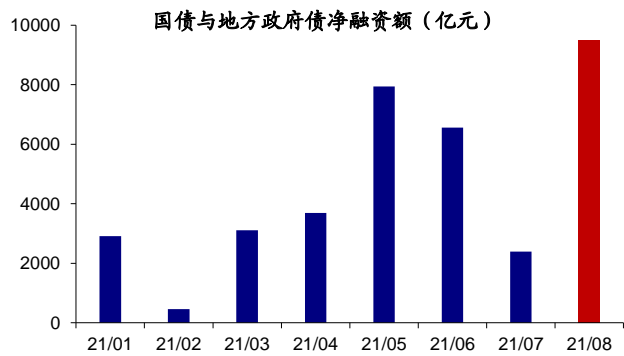
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/9/3

## 1.2 宏观微观利好，资金净流入

宏观政策转向宽松，A 股 ROE 高点在明年一季度。今年宏观政策与 2010 年较为类似，前半段整体偏紧，后半段偏松。货币政策方面，今年宏观流动性比 2010 年还松一些，7 月 15 日央行全面降准，8 月 23 日央行行长易纲在金融机构货币信贷形势分析座谈会上表示要增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。8 月 26 日央行在“金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴电视电话会议”再提存款准备金率工具，会议强调“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持”。同时，考虑到今年 9-12 月有 3.05 万亿 MLF 集中到期，预计未来几个月央行可能再次降准以置换 MLF，货币政策将进一步宽松。

财政政策方面，7 月 30 日的政治局会议指出要“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。8 月国债和地方债发行开始加速，单月净融资额达 9515 亿元，是今年 7 月的四倍，创年内新高。由于上半年财政政策力度较弱，目前新增专项债、新增一般债和国债发行规模占两会目标的比例仅为 50%、77%、21%，完成率低于 2019 和 2020 年同期，根据 7 月 30 日政治局会议的要求，未来发行速度有望进一步加快。

在宽松的货币政策和积极的财政政策的支撑下，A 股 ROE 有望继续回升。我们在《资源品与科技盈利继续高增——21 年中报点评-20210831》中分析过，A 股中报维持高景气，21Q2、Q1 全部 A 股归母净利润累计同比为 43%、53%，两年年化增速为 8.4%、7.9%，预计 21 年全部 A 股归母净利润同比 35-40%，两年年化增速为 16-20%。21Q2、Q1 全部 A 股 ROE (TTM) 为 9.8%、9.2%，预计今年全部 A 股 ROE (TTM) 为 10.2%。历史上 A 股 ROE 上行周期平均持续 6-7 个季度，本轮 ROE 从 20Q3 开始回升，至今只持续了 4 个季度，宏观政策加码支撑企业盈利继续上行，预计 ROE 高点在明年一季度。

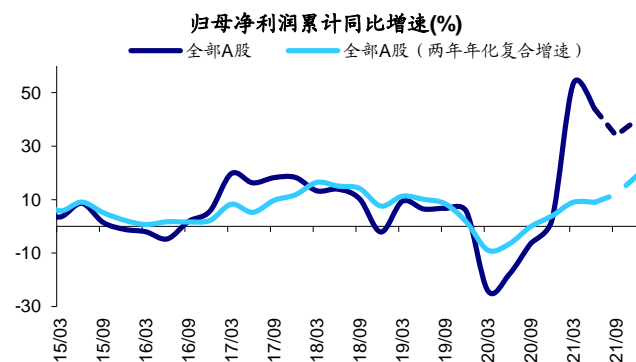
**图7 8月债券净融资额快速上升**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

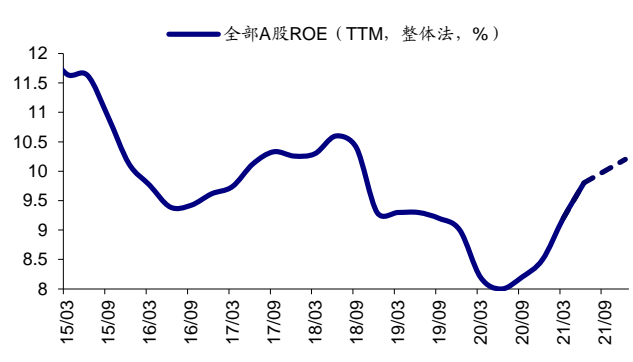
**图8 国债和地方债发行规模及占两会目标的比例**

年份	新增专项债发行规模	占两会目标比例	新增一般债发行规模	占两会目标比例	国债净发行规模	占两会目标比例
	亿元	%	亿元	%	亿元	%
19年1-8月	20059	93%	8896	96%	8836	48%
20年1-8月	28969	77%	8530	87%	20193	73%
21年1-8月	18431	50%	6333	77%	8471	31%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 全部A股归母净利润累计同比增速今年预计向上**


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**图10 全部A股ROE今年中枢预计抬升**


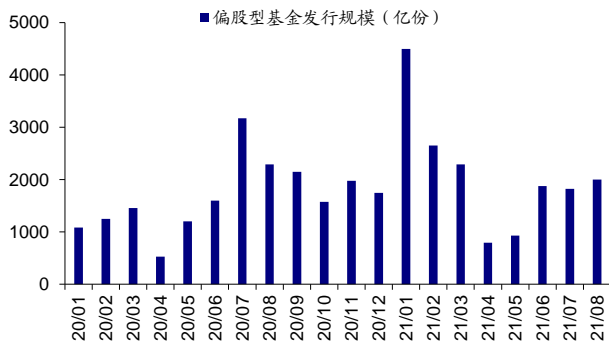
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**微观流动性角度，预计今年全年股市资金净流入达 1.92 万亿。**在《增量资金望超两万亿——2021 资金入市测算-20201204》中我们分析过，微观资金面可以从流入流出两个方向进行分项汇总计算：（1）流入股市的资金主要有 4 个来源：散户资金（用客户交易结算资金余额来测算）、杠杆资金（仅统计场内的融资余额）、国内机构资金（包括基金、保险、社保等）、海外资金（包括 R/QFII 与陆港通）。（2）流出股市的资金主要有 3 个去向：IPO 融资、产业资本净减持、交易费用（融资费用、印花税和交易费用）。

我们在前期报告《牛市有三个阶段——20190303》中将牛市分为孕育期、爆发期、泡沫期三个阶段，以此为基础，我们回顾了历次牛市中各个阶段资金面的特征，得出的结论是，场外的增量资金在牛市孕育期尚在观望，在爆发期后期才开始入场，在泡沫期加速涌入。对上述各项资金面数据进行汇总后，可以发现今年 1-8 月股市资金净流入已超 1.4 万亿元，我们预计今年全年有望达 1.92 万亿，而 2020 年全年股市资金净流入 1.8 万亿，2019 年全年只有 9000 亿不到，因此今年股市微观流动性更为充裕。

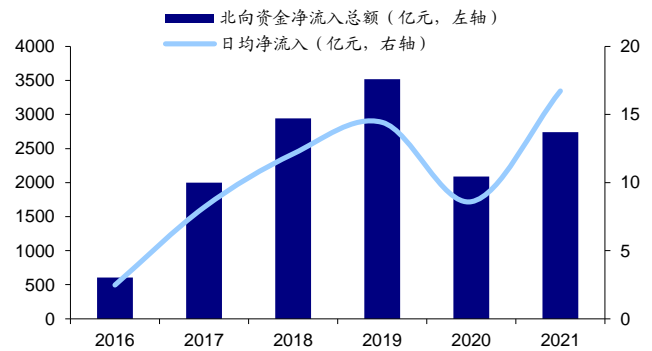


图11 今年1-8月偏股型基金发行规模高达1.7亿份



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 今年以来北上资金流入2742亿元



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2021/9/3

表2 历年股市资金净流入规模测算 (亿元, 截至2021/08/31)

	资金类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	21/01-21/08	2021E
资金流入	银行转账	2048	8046	26887	-129	-2330	-1221	3621	3600	1950*	2500
	融资余额变化	2578	6737	1540	-2356	860	-2726	2565	4765	2247	3000
	公募+ETF基金	-1443	-657	5097	974	-1760	1567	3454	17428	13402	20500
	私募证券投资基金			3754	4543	-1944	-164	961	1564	1500*	2500
	基金专户	1179	5572	6777	-910	1957	-4745	-2737	-1089	-600*	-900
	银行理财	544	621	1810	-106	2016	504	726	1675	400*	600
	券商资管	1561	444	764	-212	663	-2635	2037	222	600*	1000
	信托	938	3150	7455	-5342	3873	-5172	-511	446	1500*	2000
	保险类	968	1926	3066	3330	2399	2560	3317	3680	1000*	1500
	外资类	397	686	829	1020	2280	3360	3800	2089	2613	3000
	<b>累计</b>	<b>8770</b>	<b>26524</b>	<b>57981</b>	<b>814</b>	<b>8014</b>	<b>-8672</b>	<b>17232</b>	<b>34380</b>	<b>24612</b>	<b>35700</b>
资金流出	IPO		666	1576	1496	2301	1378	2532	4700	3453	5500
	产业资本减持	1073	1432	1949	466	223	831	2759	5959	2843	4000
	各项费税	1115	1898	6215	3277	3011	2552	3286	5142	4129	7000
	<b>累计</b>	<b>2187</b>	<b>3996</b>	<b>9741</b>	<b>5239</b>	<b>5535</b>	<b>4761</b>	<b>8578</b>	<b>15801</b>	<b>10425</b>	<b>16500</b>
	<b>资金净流入</b>	<b>6583</b>	<b>22528</b>	<b>48240</b>	<b>-4425</b>	<b>2479</b>	<b>-13433</b>	<b>8655</b>	<b>18580</b>	<b>14188</b>	<b>19200</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 21/01-21/08 列带\*的数据为预估值

### 1.3 携手迈向新高度

**新一轮上涨渐渐展开。**在《牛市有三阶段-20190303》中我们提出牛市有三个阶段，第一是孕育期，资金面驱动，第二是爆发期，资金面和基本面双轮驱动，第三是泡沫期，基本面和情绪面驱动。以沪深300为代表，这次牛市具体分为：第一阶段上涨是19/1-19/4，19/4-20/3 市场休整；第二阶段上涨是20/3-21/2，21/2-21/7 市场休整；现在正在进行牛市第三阶段上涨。这轮牛市的核心理念是科技创新，创业板指领先于沪深300：第一阶段创业板率先在18/10见底上涨，第二阶段创业板指与沪深300同步见底上升，但更早创新高，第三阶段创业板指21/3见底上涨已经创新高。新一轮的上涨，背景是宏观政策宽松，驱动力是基本面+情绪面，A股ROE仍处于上升中，预计21Q1达高点，PE/PB、风险溢价率和股债收益比等衡量的市场温度目前只有60度左右（历史牛市高点100度）。行业层面，《以史为鉴：牛市高点特征是众乐乐-20210824》中，提到历史上牛市高点时市场特征是众乐乐，即80%行业估值偏高，而目前仅有9%（17%）的申万二级行业PE（PB）超过了80%的历史分位，其他大部分行业估值仍处于历史偏低的水平，未来市场风格将更加均衡，其他低估行业有望补涨，市场从独乐乐走向众乐乐。

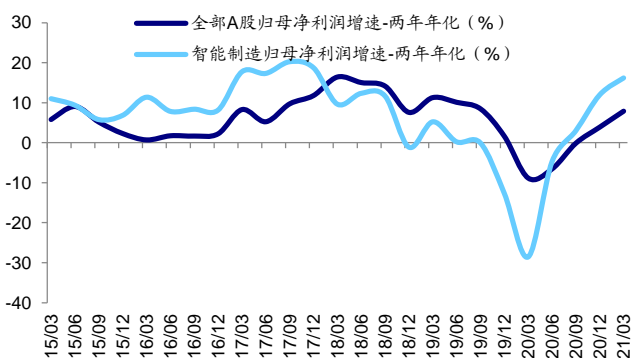
**一是硬科技维持涨势。**今年3月下旬开始到5月下旬我们撰写了《中国智造系列报告1-5》，一直坚定看好科技赋能的智能制造，也就是硬科技行业，这些行业基本面较好，股价表现强劲，基本已经得到市场认可。比如，1-7月新能源汽车销量累计同比为210%，

在“缺芯潮”下 DRAM 价格持续上涨，21Q2 新能源车指数净累计同比为 102%，今年以来涨幅为 35.4%，半导体为 156%、33.3%。目前硬科技的智能制造景气度高已经成为市场共识，主要的焦点是如何看待高估值。我们前期报告分析过，可以借鉴 2010-11 年的苹果手机产业链，当时 2010 年苹果手机产业链正处于渗透率加速初期，行业景气度较高，业绩保持较高增长，全年股价保持上涨态势。进入 2011 年后，市场开始走熊，沪深 300、创业板指分别下跌了 25%、36%，而苹果指数也跟随调整消化估值，全年下跌了 17%，PE (TTM, 整体法) 从年初的 56 倍降至年底的 29 倍。所以，我们的结论是今年高景气的硬科技会维持高估值，未来消化估值需看市场环境，关注明年。

**二是基建相关制造业。**从《骤雨不终日-20210801》开始，我们强调重视基建相关的制造业，如工程机械、建材、建筑等，这些行业前期表现疲软是因为上游原材料涨价和下游需求疲软，而这两点接下来都会改变：从成本端看，730 政治局会议提出纠正运动式“减碳”、做好大宗商品保供稳价工作，目前以铜为代表的原材料价格已经下跌，但煤炭、钢铁等涨价较快，这引起了监管层重视。9 月 1 日证监会副主席方海星在中国国际期货论坛上发言，提出“提高我国大宗商品定价影响力...防止过渡投机，严防价格操纵”。在这些政策基调下，我们认为大宗商品价格将稳中有降，后续成本端压力更小。相应地，PPI 同比虽然在 7 月仍保持 9.0% 的高位，但是未来有望从高点逐步回落。从需求端看，前文提到宏观政策将发力，随着下半年专项债和国债发行加速，基建投资同比增速有望回升。目前基建相关制造业的估值和盈利匹配度不错，截至 21/09/03，建筑 PE (TTM, 整体法, 下同) 为 9.0 倍、21Q2 归母净利润累计同比为 32.5%，对应 PEG 为 0.28，工程机械为 12.4 倍、25.6%、0.48，建材为 14.1 倍、31.3%、0.45。

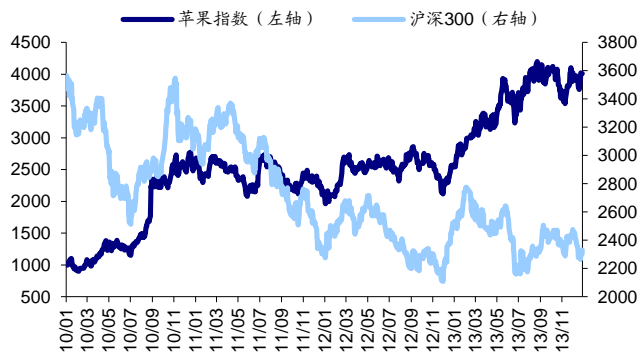
**三是冷门行业中的金融地产。**在《冷门行业里淘宝-20210901》中，提到目前市场冷门行业有很多，结合市场面（涨跌幅、基金持仓、交易热度、估值）、基本面（ROE、净利润同比）和催化剂，我们认为最值得重视的是券商（市场成交量放大）和银行地产（政策宽松及年末效应）。券商行业贝塔属性明显，行业崛起往往与市场情绪走高同步，带动宽基指数向上突破。回顾 2019 年、2020 年，券商净利润同比分别为 75.2%、36.3%，对应全年最大涨幅为 56.4%、54.9%，21Q2/21Q1 券商净利润累计同比为 27.1%/28.5%，业绩保持高增长，但是股价表现差，年初至今下跌 7.5%，所以我们认为在当前成交量持续放大背景下券商有望迎来上涨。地产正处于政策筑底中，一方面地产债务问题正在平稳过渡，另一方面地产土地出让政策限制溢价率，有望稳定开发商利润，地产估值有望修复。另外，目前银行估值较低，宏观政策基调转向提振市场对未来经济基本面的信心，缓解对银行坏账的担忧，银行板块将获得估值修复的动力。并且岁末年初异动概率大，前期涨跌幅靠后的地产和银行板块或将受到更多关注。

图13 智能制造利润增速更优



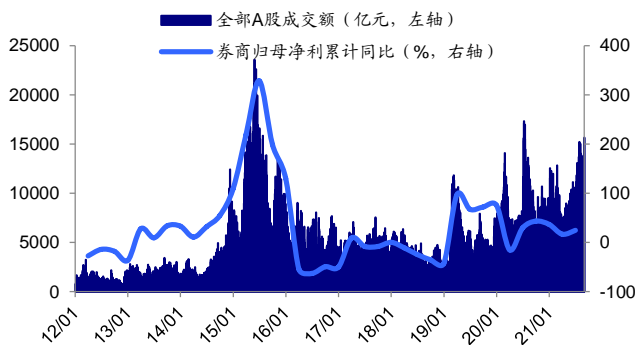
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 苹果指数在 2011 年随市场调整



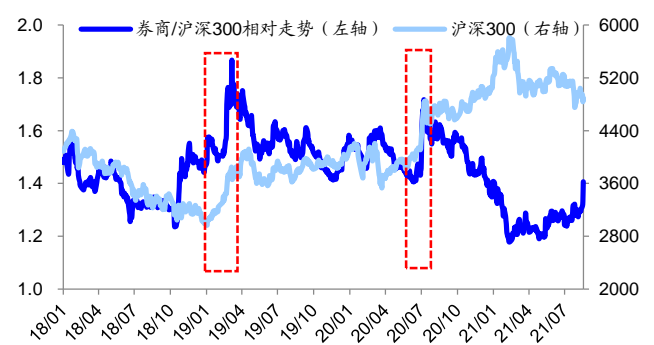
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 券商盈利能力与股市成交额高度相关



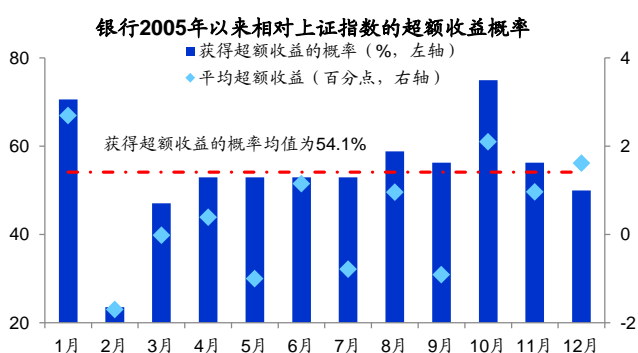
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 券商崛起与宽基指数向上突破同步



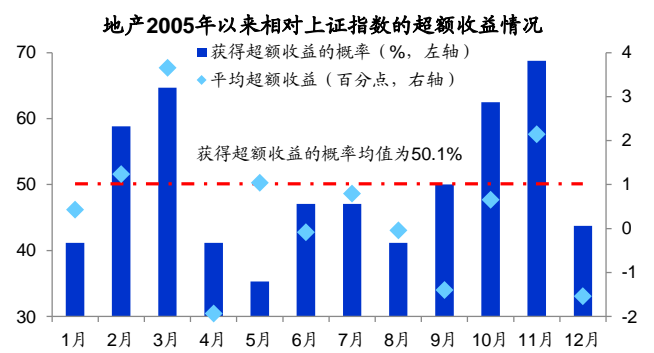
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 银行板块岁末年初获得超额收益的概率更高



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据区间为2005/1-2021/8

图18 地产板块岁末年初获得超额收益的概率更高

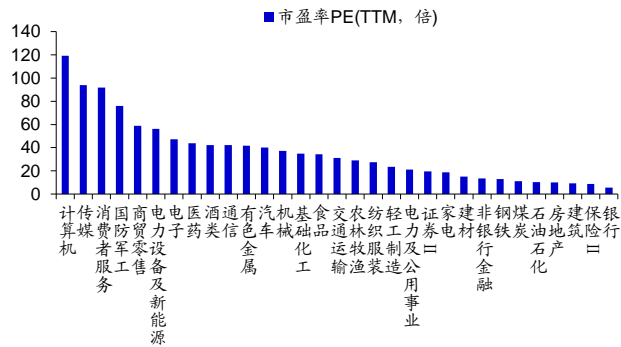


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据区间为2005/1-2021/8

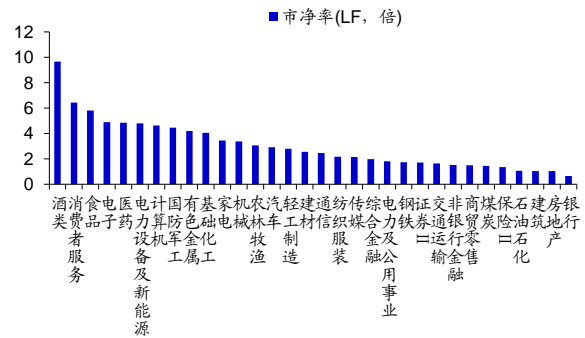
## 2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低

从行业估值绝对值来看，截至2021年9月3日，PE（TTM）历史分位水平处于08年10月以来10%以下的行业有轻工制造、非银行金融、石油石化；处于10%-20%的行业有建材、农林牧渔、房地产、银行、建筑；处于20%-40%的行业有家电、纺织服装、电力及公用事业、煤炭、基础化工、钢铁、通信、有色金属、电子；处于40%以上的行业有综合金融、商贸零售、酒类、消费者服务、计算机、汽车、交通运输、传媒、电力设备及新能源、食品饮料、医药、国防军工、机械。PE（TTM）绝对值最低的行业是银行（5.6倍）、保险Ⅱ（8.8倍）、建筑（9.2倍），最高的行业是计算机（119.3倍）、传媒（94.0倍）、消费者服务（91.8倍）。

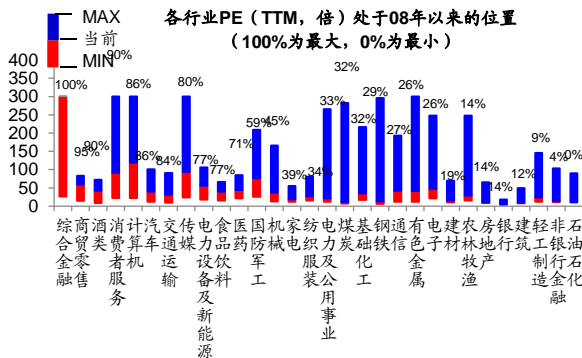
依据PB（LF，下同）衡量，PB历史分位水平处于08年10月以来10%以下的行业有综合金融、传媒、非银行金融、房地产、银行；处于10%-20%的行业有建筑、石油石化、商贸零售；处于20%-40%的行业有纺织服装、电力及公用事业、农林牧渔、通信；处于40%以上的行业有消费者服务、电子、食品饮料、酒类、基础化工、电力设备及新能源、钢铁、有色金属、汽车、国防军工、机械、医药、家电、计算机、轻工制造、煤炭、建材、交通运输。PB绝对值最低的行业是银行（0.7倍）、房地产（1.0倍）、建筑（1.1倍），最高的行业是酒类（9.7倍）、消费者服务（6.4倍）、食品（5.8倍）。

**图19 行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210903)**


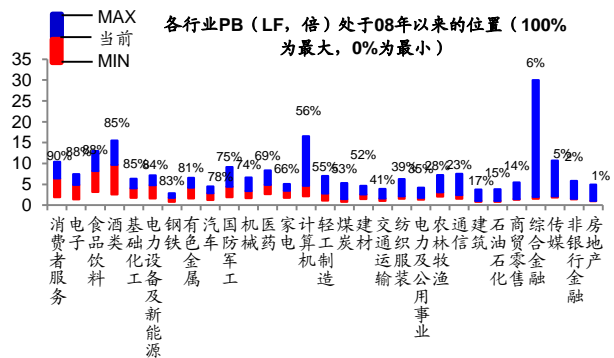
资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图20 行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210903)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图21 行业 PE 历史分位水平 (截至 20210903)**


资料来源: WIND, 海通证券研究所

**图22 行业 PB 历史分位水平 (截至 20210903)**


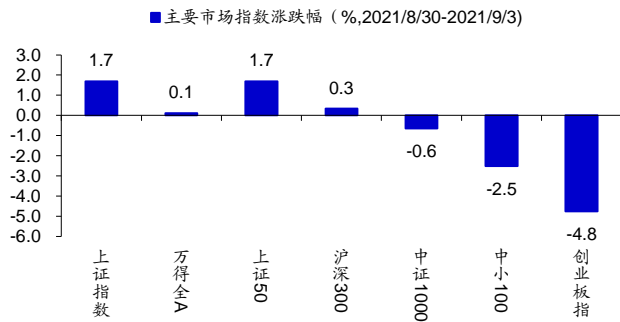
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3. 市场概览与外资流入

市场指数大部分上涨, 煤炭、建筑和电力及公用事业涨幅最大。2021/8/30-2021/9/3 (下同), 上证综指涨幅为 1.7%, 万得全 A 涨幅为 0.1%, 上证 50 涨幅为 1.7%, 沪深 300 涨幅为 0.3%, 中证 1000 跌幅为 0.6%, 中小板指跌幅为 2.5%, 创业板指跌幅为 4.8%。行业中涨幅最大的为煤炭 (8.4%)、建筑 (7.4%) 和电力及公用事业 (5.7%), 跌幅最大的为电子 (-4.7%)、国防军工 (-4.2%) 和综合 (-2.9%)。

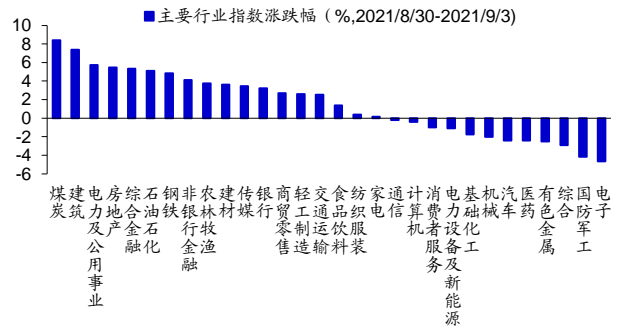
北上资金净流入, 食品饮料、电力设备及新能源和医药流出居前。2021/8/30-2021/9/3 陆港通北上资金合计净流入 279.3 亿元, 过去 4 周周均净流入 91.8 亿元, 16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 54.1 亿元。分行业来看, 北上资金净流出前三的行业为钢铁、计算机和非银行金融。

图23 主要市场指数涨跌幅表现（%，8/30-9/3）



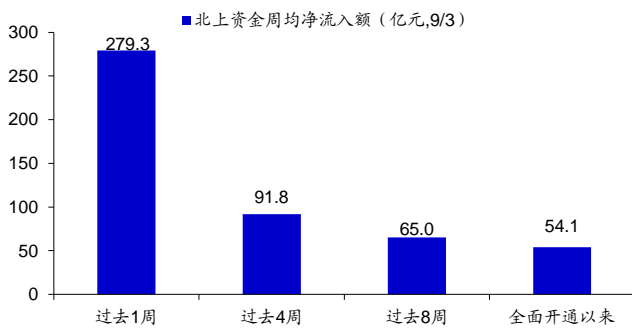
资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 主要行业指数涨跌幅表现（%，8/30-9/3）



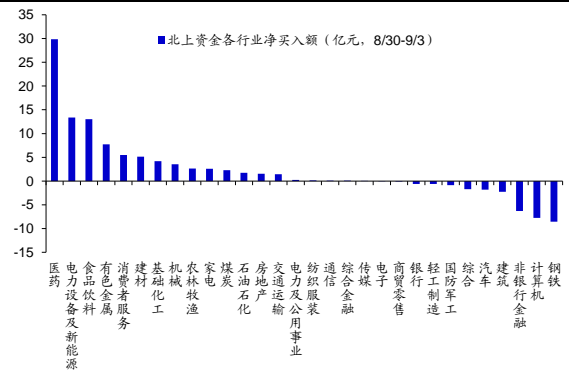
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 陆港通北上资金周均净流入额（亿元 9/3）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 北上资金各行业净买入额（亿元，8/30-9/3）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示：** 通胀继续大幅上行，投资时钟提前进入滞胀期。



# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
李影 策略研究团队

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。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
联系人  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com  
周雨昕(021)23219472 zyx13962@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
联系人  
孟陆(86 10 56760096) ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com  
联系人  
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
余政翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com  
余金花 sjh13785@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒暄 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧 阳 梦 楚 (0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com

### 北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 郭金焱(010)58067851 gj12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高 瑞 gr13547@htsec.com  
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com