

相关研究

《立体投资策略周报-20210906》

2021.09.06

《携手迈向新高度》2021.09.05

《立体投资策略周报-20210830》

2021.08.30

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@htsec.com

证书:S0850520080001

联系人:余培仪

Tel:(021)23219400

Email:ypy13768@htsec.com

市值下沉？实则行业景气

投资要点:

- **核心结论:** ①随着个股扩容，之前代表小盘的指数实际已经代表中大盘，全A市值最大1/3个股年初至今涨幅平均为18%，最小1/3为22%，市值因子不明显。②中证500跑赢沪深300的背后实则是行业景气分化，中证500成分股中资源品、制造业权重高，他们景气度比消费、金融更高。③宏观政策+微观资金助推市场迈向新高度，兼顾硬科技和基建相关制造，重视洼地的金融地产。
- **市值下沉是现象。** 各类市值风格指数显示今年“大盘”明显跑输“小盘”。然而“大”和“小”是相对概念，如今A股上市公司已经接近4500家，沪深300已然成为超大盘股，代表着市值top0-7%这一档，而中证500代表7-18%这一档，其实已经变成大盘的指数了。中证1000代表着18-45%这一档，算是中盘股指数。只有国证2000勉强可以算小盘股指数，它代表市值top22-67%这一档，类似14年中证1000的地位。年初A股市值最大的1/3的公司至今股价平均涨跌幅为18%，中间1/3为21%，末位1/3为22%，因此今年大盘股其实没跑输小盘股多少。行业层面看，市值因子也不明显，小盘风格仅略占优。我们将每个申万一级行业中的公司按照年初的总市值大小分为三组，发现申万28个一级行业中，1/3的行业今年以来是大市值或中市值组公司跑赢了小市值组，市值风格仅略偏向小盘。
- **行业景气是实质。** 如果仔细拆解各类市值风格指数的成分股，可以发现指数分化背后实质是行业的分化。我们计算各个指数中目前（截止2021/09/10，下同）大类行业的权重占比，可以发现上证50、沪深300等指数在行业构成上更加偏向大金融和大消费，而中证500、中证1000等指数在行业组成上更偏向能源材料、制造和TMT行业。回顾今年以来申万一级行业的表现，可以发现跌幅较大的行业均集中在大金融和大消费中，而能源材料和制造业涨幅较大。因此，与其说今年小盘股战胜了大盘股，不如说是周期制造业跑赢了消费和金融业。进一步将今年上半年不同行业归母净利润的两年年化增速与今年的行业涨跌幅进行匹配，可以发现两者之间的相关性较强，即今年行业间的股价表现之所以有分化，究其原因还是行业的景气度存在差异。
- **新一轮上涨正在展开。** 当前市场高成交额背后是机构逐步完成调仓，根据历史规律未来单日成交额有望更高。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%（24%）的申万二级行业PE（PB）超过了80%的历史分位，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：市值下沉？实则行业景气.....	5
1.1 市值下沉是现象.....	5
1.2 行业景气是实质.....	7
1.3 新一轮上涨正在展开.....	8
2. 估值跟踪：银行、保险 II、建筑等估值较低.....	11
3. 市场概览与外资流入.....	12

图目录

图 1	中证 100 和中证 1000 年初至今累计涨跌幅	5
图 2	沪深 300 和中证 500 年初至今累计涨跌幅	5
图 3	大盘、中盘和小盘价值指数年初至今累计涨跌幅	5
图 4	大盘、中盘和小盘成长指数年初至今累计涨跌幅	5
图 5	能源材料中个股年初至今涨跌幅中位数	6
图 6	制造业中个股年初至今涨跌幅中位数	6
图 7	大消费中个股年初至今涨跌幅中位数	7
图 8	TMT 和大金融中个股年初至今涨跌幅中位数	7
图 9	今年行业涨跌分化背后是基本面存在差异	8
图 10	今年 6 月底基金持仓侧重于茅指数	8
图 11	今年 8 月底基金持仓侧重于宁组合	8
图 12	智能制造利润增速更优	10
图 13	苹果指数在 2011 年随市场调整	10
图 14	券商盈利能力与股市成交额高度相关	10
图 15	券商崛起与宽基指数向上突破同步	10
图 16	银行板块岁末年初获得超额收益的概率更高	11
图 17	地产板块岁末年初获得超额收益的概率更高	11
图 18	行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210910)	11
图 19	行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210910)	11
图 20	行业 PE 历史分位水平 (截至 20210910)	12
图 21	行业 PB 历史分位水平 (截至 20210910)	12
图 22	主要市场指数涨跌幅表现 (% , 09/06-09/10)	12
图 23	主要行业指数涨跌幅表现 (% , 09/06-09/10)	12
图 24	陆港通北上资金周均净流入额 (亿元 09/10)	12
图 25	北上资金各行业净买入额 (亿元, 09/06-09/10)	12

表目录

表 1 各指数成分股市值情况	6
表 2 风格指数中各大类行业权重占比	7
表 3 北上资金持仓结构（按持仓市值占比）	9

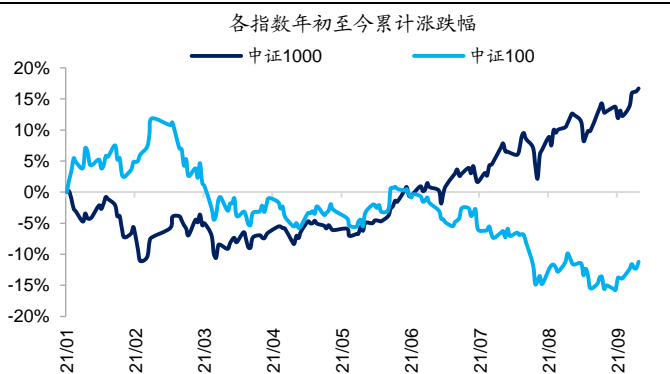
8月以来沪深300上涨，本周以大盘股为代表的上证综指更是突破了3700点，有投资者开始思考今年2月以来小市值风格占优的行情是否会反转，大盘股的春天是不是又要来了。我们认为，今年大小市值风格的轮动只是一种表象，沪深300今年弱于中证500的背后，实质是今年大消费大金融持续跑输资源股和中游制造股。往后看，投资者的关注点应该是行业景气和估值的演变，而非公司市值的大小。

1. 市场策略：市值下沉？实则行业景气

1.1 市值下沉是现象

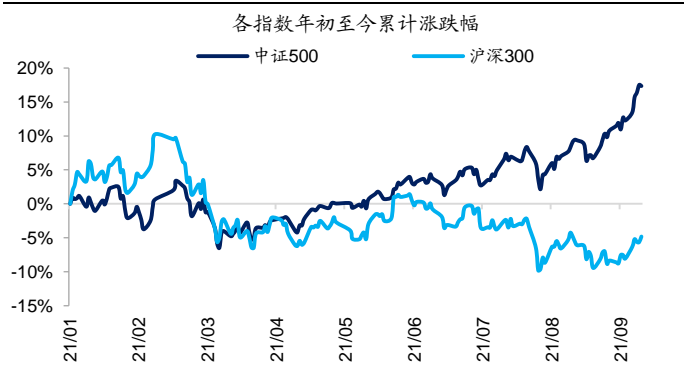
各类市值风格指数显示今年“大盘”明显跑输“小盘”。今年以来投资者对市值风格探讨较多，从各类市值指数看，年初至今（截止至2021/9/10，下同）上证50/中证100/沪深300指数这些传统上被视作“大盘股”的指数涨跌幅分别为-12%/-12%/+1%，而中证500/中证1000/国证2000等“小盘股”指数的涨跌幅分别为+13%/+14%/+19%，指数走势出现明显分化意味着今年市值风格出现了明显的分化。如果用划分相对更加细致的巨潮指数来衡量，年初至今巨潮大盘价值/中盘价值/小盘价值涨跌幅分别为-7%/+13%/+24%，大盘成长/中盘成长/小盘成长涨跌幅分别为-7%/+9%/+20%，大盘类指数明显跑输中小盘类。时间看的更短一些，7月后大小盘风格的差距进一步拉大，以价值股为例，7月至今大盘价值/中盘价值/小盘价值涨跌幅分别为-3%/+11%/+18%。

图1 中证100和中证1000年初至今累计涨跌幅



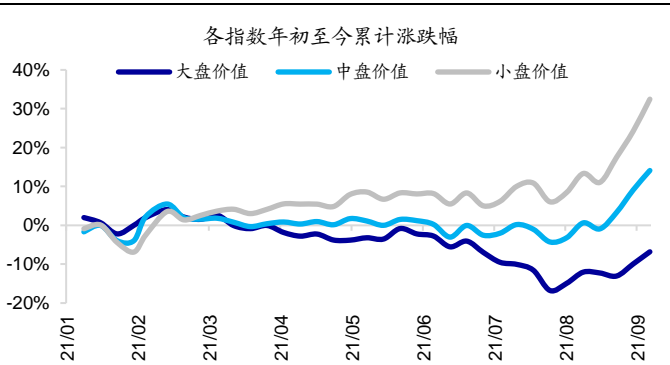
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/9/10

图2 沪深300和中证500年初至今累计涨跌幅



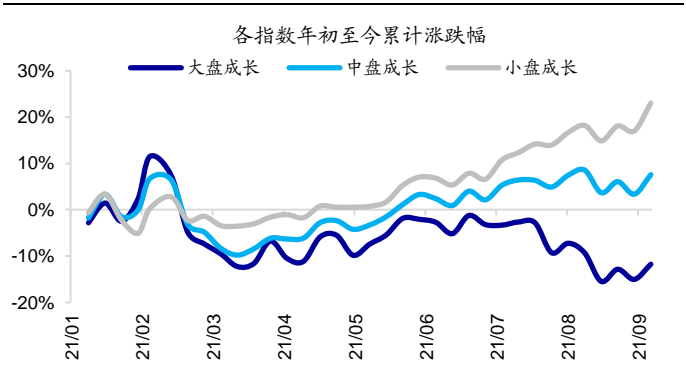
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/9/10

图3 大盘、中盘和小盘价值指数年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/9/10

图4 大盘、中盘和小盘成长指数年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/9/10

“大”和“小”是相对概念，今年市值TOP1/3个股仅略跑输后1/3个股。十年前，大家用沪深300来代表大盘股以及用中证500来代表小盘股具备一定的合理性，因为2010年A股上市公司一共有约1600家，沪深300大致代表着市值最大的前20%个股，中证500代表市值在中间30%的个股，中证500的市值相对沪深300的确小一些，那时中证1000尚未诞生，因此中证500的确可以被称作小盘股。2014年中证1000出现，14年时全部A股共约2500只个股，中证1000代表全A剔除中证800之后剩下个股中市值最大的1000只个股，按市值由高到低分位数来计算，中证1000代表着市值top30-70%这一档。

时过境迁，今天A股上市公司已经接近4500家，沪深300已然成为超大盘股，代表着市值top0-7%这一档，而中证500代表7-18%这一档，其实已经变成大盘的指数了。中证1000代表着18-45%这一档，算是中盘股指数。只有国证2000勉强可以算小盘股指数，它代表市值top22-67%这一档，类似14年中证1000的地位。我们将目前全部A股按照总市值从大到小排序，位于33%分位数的公司总市值为110亿，位于67%分位数的公司总市值45亿，而中证500成分股平均市值270亿，中证1000成分股130亿，国证2000则为71亿。年初A股市值最大的1/3的公司至今股价平均涨跌幅为18%，中间1/3为21%，末位1/3为22%，因此今年大盘股其实没跑输小盘股多少。

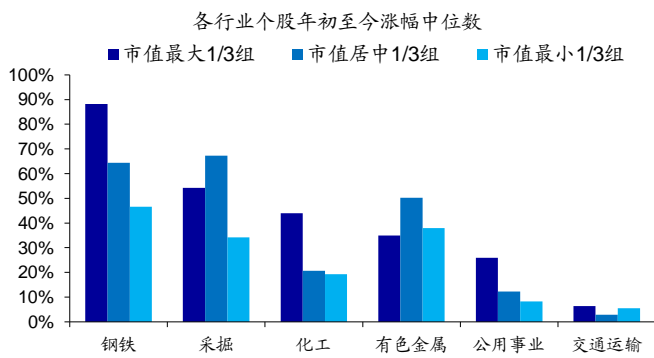
表 1 各指数成分股市值情况

指数名称	指数成分股总市值均值 (亿元)	指数成分股总市值中位数 (亿元)
上证 50	3890	2523
中证 100	3226	2395
沪深 300	1657	956
中证 500	274	232
中证 1000	128	93
国证 2000	71	53
全部 A 股	217	61

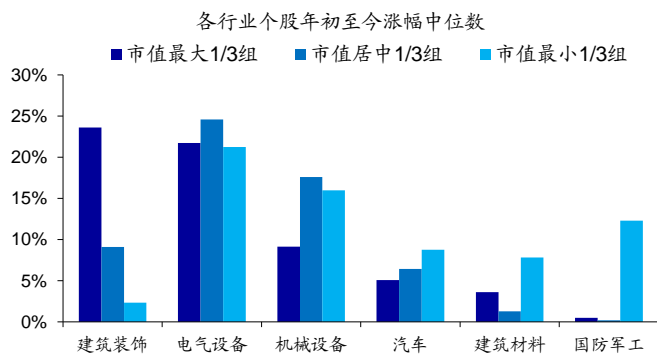
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 21/09/10

行业层面看，市值因子也不明显，小盘风格仅略占优。我们将每个申万一级行业中的公司按照年初的总市值大小分为三组，市值较大的 1/3 算大市值组，中间 1/3 算中市值组，最小的 1/3 算小市值组，然后再计算三组中个股年初至今涨跌幅的中位数，最终观察每个行业中是大市值组涨的多还是小市值组涨的多。我们发现申万 28 个一级行业中，1/3 的行业今年以来是大市值或中市值组公司跑赢了小市值组，市值风格仅略偏向小盘。而且大类行业间的差异极大：

- ① 能源材料整体偏大市值风格，6 个子行业均是市值大占优。
- ② 制造业整体偏中小市值风格，6 个子行业中建筑装饰大市值占优，电气设备、机械设备中市值占优，汽车、建材和军工则是小市值占优。
- ③ 大消费整体偏小市值风格，8 个子行业中仅纺织服装大市值占优。
- ④ TMT 整体偏中小市值风格，4 个子行业中电子、计算机、传媒小市值占优，通信中市值占优。
- ⑤ 大金融中其中银行业大市值占优，非银金融和地产小市值占优。

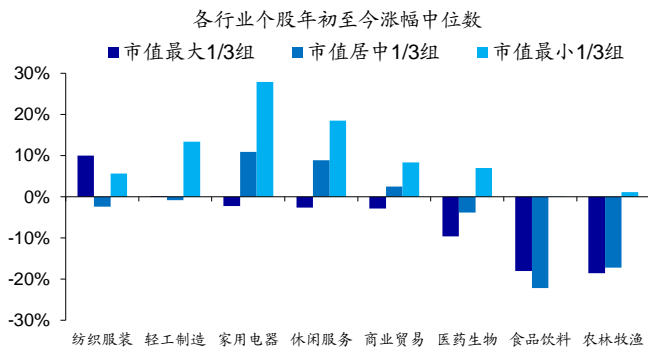
图5 能源材料中个股年初至今涨跌幅中位数


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2021/9/10

图6 制造业中个股年初至今涨跌幅中位数


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2021/9/10

图7 大消费中个股年初至今涨跌幅中位数



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至 2021/9/10

图8 TMT和大金融中个股年初至今涨跌幅中位数



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至 2021/9/10

1.2 行业景气是实质

指数分化的背后是行业的分化。如果我们仔细拆解各类市值风格指数的成份股,我们可以发现指数分化背后实质是行业的分化。我们计算各个指数中目前(截止2021/09/10,下同)大类行业的权重占比,可以发现上证50、沪深300等指数在行业构成上更加偏向大金融和大消费,而中证500、中证1000等指数在行业组成上更偏向能源材料、制造和TMT行业,比如沪深300指数中金融和消费的权重占比接近60%,能源材料和制造占比只有26%,而中证500中金融消费占比只有约30%,能源材料和制造的占比则接近50%;又比如,大盘成长指数中消费一个行业占比就超过了50%,而能源材料占比只有5%,小盘成长的占比则均衡一些,消费和能源材料占比均为25%左右。回顾今年以来申万一级行业的表现,可以发现至今跌幅较大的行业均集中在大金融和大消费中,年初至今食品饮料、家电、农林牧渔等行业跌幅约为20%,非银金融和地产下跌约10%,而同期能源材料中的钢铁、采掘、化工、有色等行业涨幅均超过了50%,制造业中的电气设备涨幅超过40%。因此,与其说今年小盘股战胜了大盘股,不如说是周期制造业跑赢了消费和金融业。

表2 风格指数中各大类行业权重占比

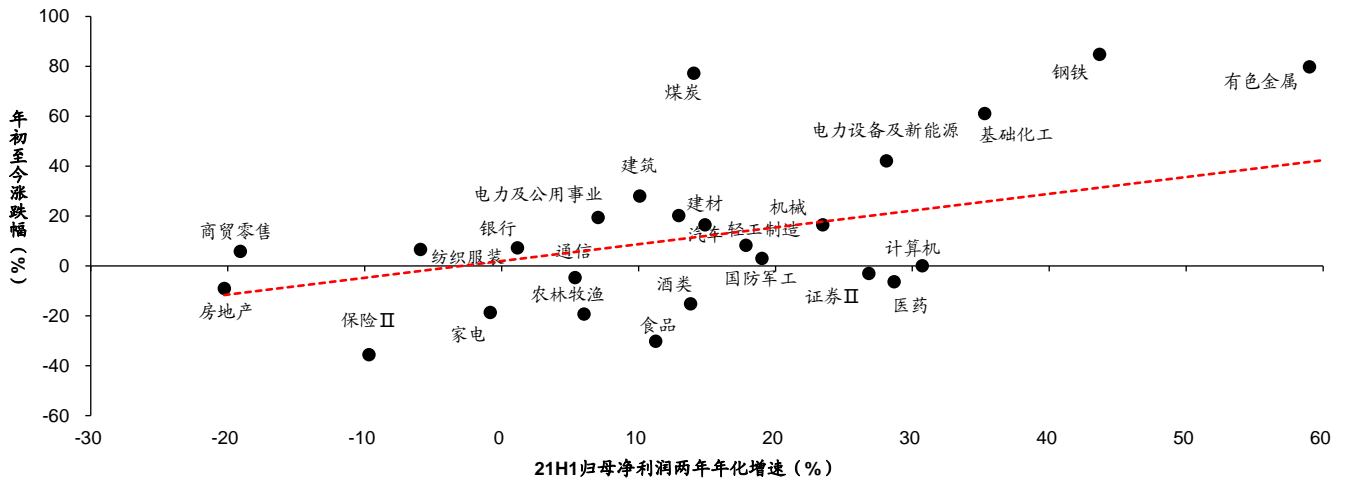
风格指数	大金融	消费	能源材料	制造	TMT
上证50	37%	36%	6%	12%	8%
中证100	32%	37%	9%	11%	11%
沪深300	26%	33%	12%	14%	15%
中证500	9%	22%	27%	20%	21%
中证1000	3%	25%	22%	23%	26%
国证2000	3%	22%	25%	28%	22%
大盘价值	64%	12%	14%	9%	1%
中盘价值	19%	18%	43%	16%	4%
小盘价值	14%	17%	48%	17%	3%
大盘成长	4%	50%	5%	20%	20%
中盘成长	4%	29%	21%	24%	20%
小盘成长	3%	25%	26%	23%	23%

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 截至 2021/09/10

景气度差异为推动行业表现分化的主因。我们在《资源品与科技盈利继续高增——21年中报点评-20210831》测算过今年上半年不同行业归母净利润的两年年化增速,将其与今年的行业涨跌幅进行匹配,可以发现两者之间的相关性较强,即今年行业间的股价表现之所以有分化,究其原因还是行业的景气度存在差异。以新能源车产业链为例,由于今年新能源车产销不断放量,高景气推动下产业链相关行业的业绩增速居于前列,因此行业指数的涨幅也很大,例如有色行业21H1归母净利润两年年化增速为59%,行业指数涨幅为80%、化工行业分别为35%和61%、电新行业为28%和42%。除有色和化工外其他能源材料板块业绩也较好,例如煤炭行业21H1归母净利润两年年化增速为14%,行业指数涨幅为77%,钢铁为44%和85%。相比之下消费板块21H1归母净利润两年年

化增速仅为 12%，金融地产板块仅-0.3%，业绩增速明显不及周期和制造业，因此行业指数表现也偏弱。

图9 今年行业涨跌分化背后是基本面存在差异



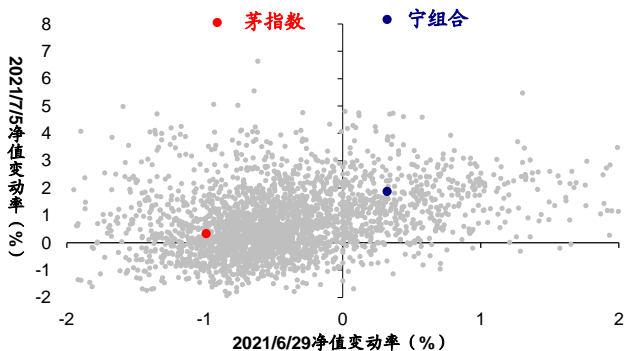
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/09/10

1.3 新一轮上涨正在展开

当前市场高成交额背后是机构逐步完成调仓，未来单日成交额有望更高。7月以来市场单日成交额破万亿已成常态，同时增量资金也在不断进场，我们测算得出今年 1-8 月起 1.4 万亿资金净流入股市，其中 7-8 月的净流入接近 3000 亿元。然而在成交额放大、增量资金持续入场的背景下市场主要宽基指数却基本走平。我们在《携手迈向新高度-20210905》中分析过，这一现象的背后其实是公募基金和外资在逐步完成调仓，使得市场上行业间的分化程度较大。以公募基金为例，根据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。外资方面，从持仓占比来看，年初至今（截至 2021/09/10，下同）食品饮料、家电等在外资持仓中占比持续下降，而新能源车相关行业占比上升。其中食品饮料在外资持仓中的占比从 17.6%下降至目前的 12.5%，家电从 8.2%下降至 6.9%，电力设备及新能源从 7.5%上升至 12.0%，基础化工从 3.3%上升至 4.9%；有色金属从 1.4%上升至 2.6%。

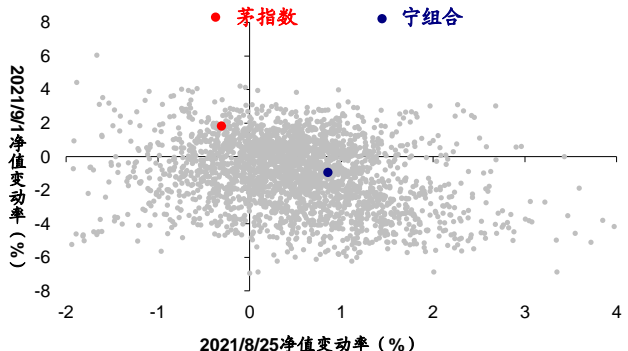
往后看，当前的高成交额后续将如何变化？根据历史规律，我们将一轮牛市划分为 5 浪，市场的成交额会在 1、3、5 上升浪中逐级放大。以 05-07、08-10、12-15 年牛市为样本，牛市 3 浪期间的成交额相较 1 浪期间放大 1.7-2.6 倍左右，而牛市 5 浪期间的日均成交额基本为 3 浪期间的 1.2-6.4 倍，本轮牛市 3 浪（20/03-21/02）期间的日均成交额约为 8600 亿元，今年 7 月至今的日均成交额则约为 1.3 万亿元，仅放大 1.5 倍，借鉴历史，未来单日成交额有望更高。

图10 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

图11 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

表 3 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 2021/09/10

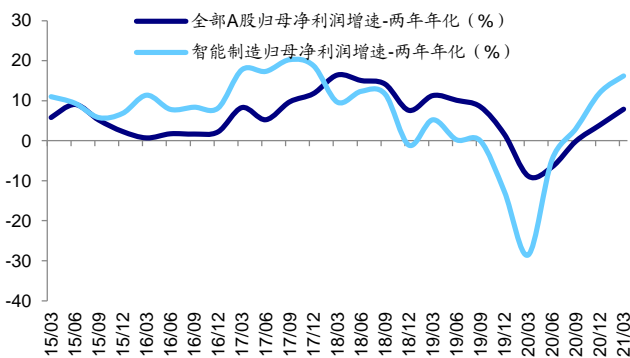
新一轮上涨正在展开。在《牛市有三个阶段-20190303》中我们提出牛市有三个阶段，第一是孕育期，资金面驱动，第二是爆发期，资金面和基本面双轮驱动，第三是泡沫期，基本面和情绪面驱动。以沪深 300 为代表，这次牛市具体分为：第一阶段上涨是 19/1-19/4，19/4-20/3 市场休整；第二阶段上涨是 20/3-21/2，21/2-21/7 市场休整；现在正在进行牛市第三阶段上涨。这轮牛市的核心理念是科技创新，创业板指领先于沪深 300：第一阶段创业板率先在 18/10 见底上涨，第二阶段创业板指与沪深 300 同步见底上升，但更早创新高，第三阶段创业板指 21/3 见底上涨已经创新高。新一轮的上涨，背景是宏观政策宽松，驱动力是基本面+情绪面，根据历史规律本轮 A 股 ROE 上行周期还未走完，未来宏观政策宽松有望支撑企业盈利继续回升，预计 21Q1 达高点，情绪上 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%（24%）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。如前所述，今年的把握风格的关键要看行业景气，未来风格将更加均衡，其他低估值行业有望补涨，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，1-8 月新能源汽车批发和零售销量累计同比分别为 225% 和 202%，21Q2 新能源车指数净利累计同比为 102%，今年以来涨幅为 35.4%。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。而在《借鉴智能手机看新能源车产业演变-20210906》中我们指出，今年新能源车产业链类似 2010 年苹果手机产业链，高景气、高估值，未来几年有望维持高景气，阶段性消化估值需要等市场环境改变。

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，往后看，成本端在730政治局会议提出纠正运动式“减碳”后压力有望缓解，需求端则随着下半年专项债国债发行加速、基建投资同比增速回升而有所修复。目前基建相关制造业的估值和盈利匹配度不错，截至21/09/10，建筑PE(TTM，整体法，下同)为9.7倍、21Q2归母净利润累计同比为32.5%，对应PEG为0.30，工程机械为13.2倍、25.6%、0.52，建材为15.0倍、31.3%、0.48。

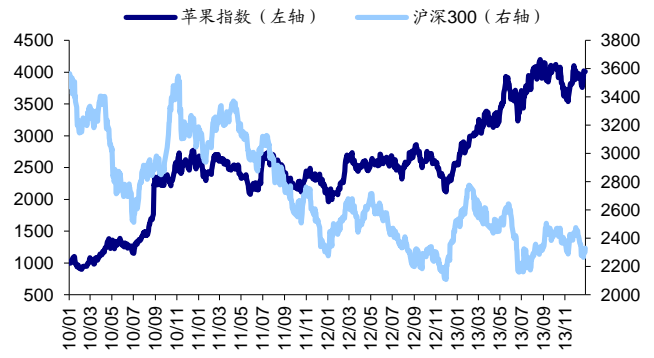
三是冷门行业中的金融地产。在《冷门行业里淘金-20210901》中，提到目前市场冷门行业有很多，结合市场面(涨跌幅、基金持仓、交易热度、估值)、基本面(ROE、净利润同比)和催化剂，我们认为最值得重视的是券商(市场成交量放大)和银行地产(政策宽松及年末效应)。券商行业贝塔属性明显，行业崛起往往与市场情绪走高同步，带动宽基指数向上突破。2019、2020年券商净利润同比分别为75%、36%，对应券商指数全年最大涨幅为56%、55%，而今年上半年券商净利润累计同比为27%，指数年初至今仅上涨1%，所以我们认为在当前成交量持续放大背景下券商有望迎来上涨。地产正处于政策筑底中，一方面地产债务问题正在平稳过渡，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。此外，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12 智能制造利润增速更优



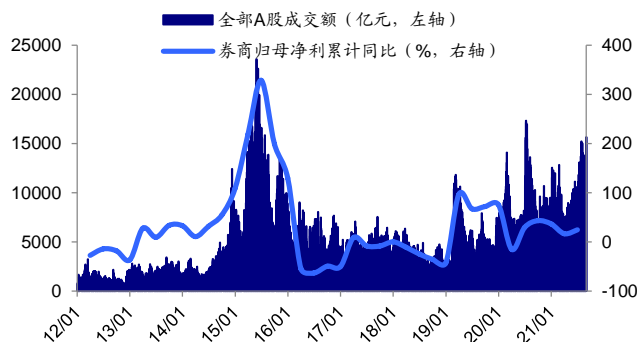
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 苹果指数在2011年随市场调整



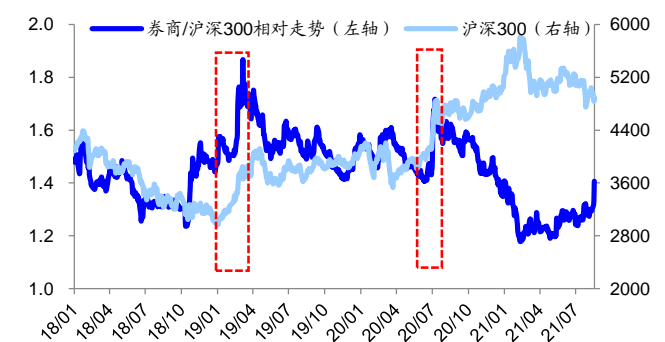
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 券商盈利能力与股市成交额高度相关

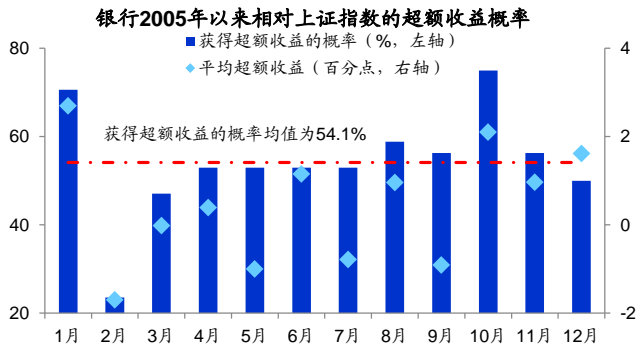


资料来源: Wind, 海通证券研究所

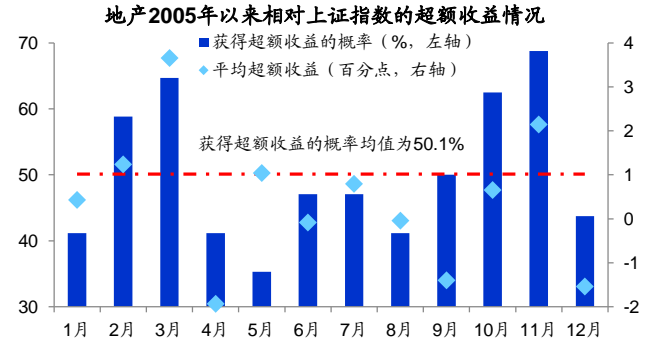
图15 券商崛起与宽基指数向上突破同步



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 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

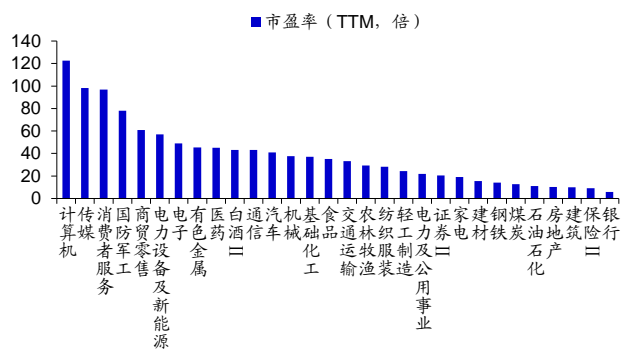
图17 地产板块岁末年初获得超额收益的概率更高


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据区间为 2005/1-2021/8

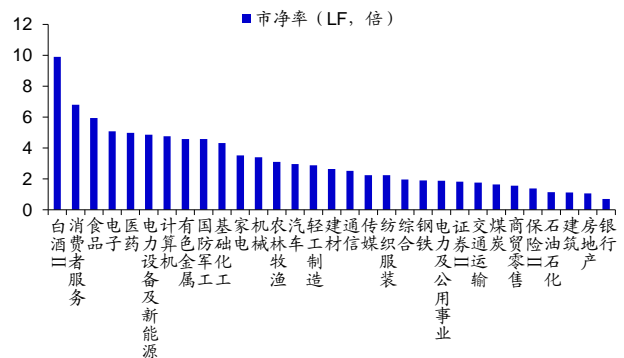
2. 估值跟踪: 银行、保险 II、建筑等估值较低

从行业估值绝对值来看, 截至 2021 年 9 月 10 日, PE (TTM) 历史分位水平处于 08 年 10 月以来 10% 以下的行业有石油石化、保险 II; 处于 10%-20% 的行业有轻工制造、农林牧渔、房地产、银行、建筑、建材; 处于 20%-40% 的行业有证券 II、通信、电子、钢铁、有色金属、电力及公用事业、纺织服装、基础化工、家电; 处于 40% 以上的行业有煤炭、食品、机械、国防军工、医药、电力设备及新能源、传媒、交通运输、汽车、白酒 II、消费者服务、计算机、商贸零售、综合。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行(5.8 倍)、保险 II (8.9 倍)、建筑(9.9 倍), 最高的行业是计算机(122.6 倍)、传媒(98.2 倍)、消费者服务(97.0 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% 以下的行业有保险 II、房地产; 处于 10%-20% 的行业有银行、传媒、商贸零售、石油石化、建筑; 处于 20%-40% 的行业有通信、综合、农林牧渔、证券 II、电力及公用事业、纺织服装; 处于 40% 以上的行业有交通运输、建材、煤炭、计算机、轻工制造、家电、医药、机械、食品、汽车、国防军工、电力设备及新能源、有色金属、白酒 II、基础化工、钢铁、消费者服务、电子。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), 最高的行业是白酒 II (9.9 倍)、消费者服务(6.8 倍)、食品(5.9 倍)。

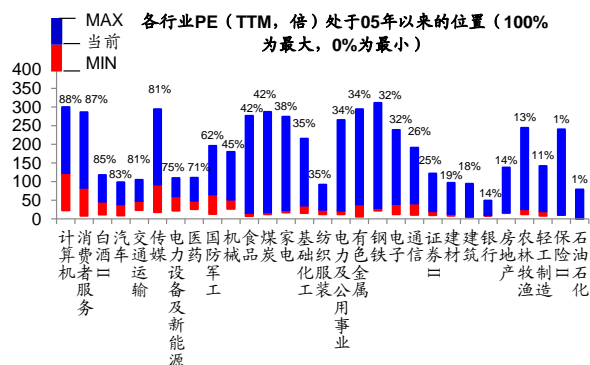
图18 行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210910)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图19 行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210910)


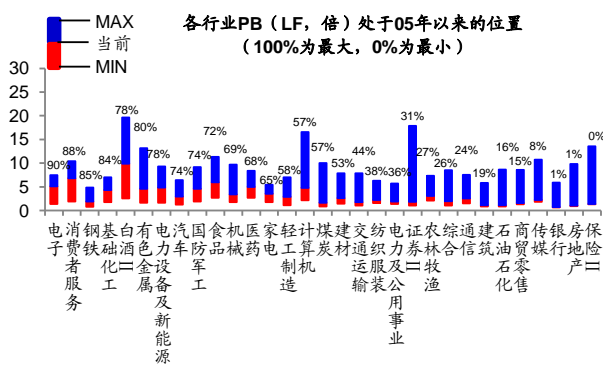
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图20 行业 PE 历史分位水平 (截至 20210910)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图21 行业 PB 历史分位水平 (截至 20210910)



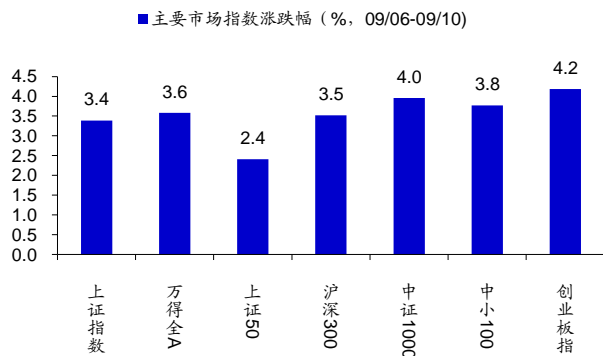
资料来源: WIND, 海通证券研究所

3. 市场概览与外资流入

市场指数多数上涨，煤炭、有色金属和钢铁居前。2021/09/06-2021/09/10 上证综指涨幅为 3.4%，万得全 A 涨幅为 3.6%，上证 50 涨幅为 2.4%，沪深 300 涨幅为 3.5%，中证 1000 涨幅为 4.0%，中小 100 涨幅为 3.8%，创业板指涨幅为 4.2%。行业中涨幅最大的为煤炭（13.1%）、有色金属（9.2%）和钢铁（7.5%），涨幅最小的为房地产（0.4%）、机械（0.7%）和农林牧渔（0.9%）。

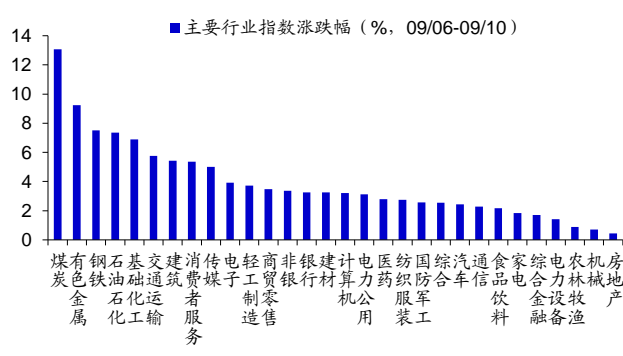
北上资金净流入，电力设备、医药和计算机流入居前。2021/09/06-2021/09/10 陆港通北上资金合计净流入 140.7 亿元，过去 4 周周均净流入 108.2 亿元，16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 60.8 亿元。分行业来看，2021/09/06-2021/09/10 北上资金净流入前三的行业为电力设备、医药和计算机。北上资金净流出前三的行业为非银金融、钢铁和电子。

图22 主要市场指数涨跌幅表现 (%，09/06-09/10)



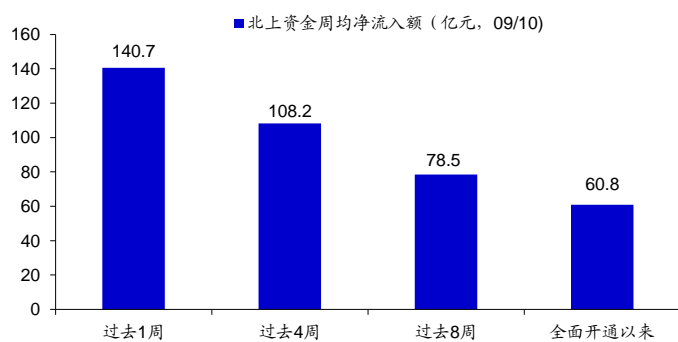
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 主要行业指数涨跌幅表现 (%，09/06-09/10)



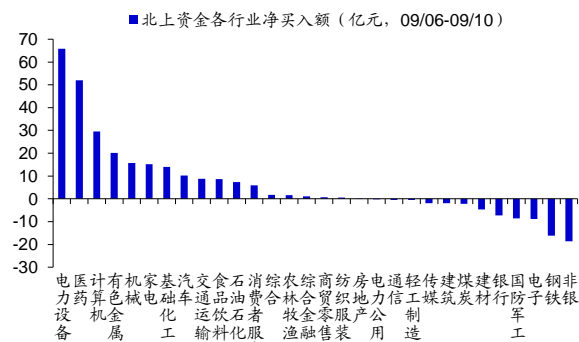
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 陆港通北上资金周均净流入额 (亿元 09/10)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 北上资金各行业净买入额 (亿元，09/06-09/10)



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
郑子勋 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
1. 投资评级的比较和评级标准: 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； 2. 市场基准指数的比较标准: 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)23214387 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(021)23219434 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(021)13796@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(021)23154113 zjy12711@htsec.com
 余金花(021)23154113 yjh13785@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

电子行业 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	煤炭行业 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	电力设备及新能源行业 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
基础化工行业 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	计算机行业 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	通信行业 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
非银行金融行业 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	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 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	机械行业 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	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 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	食品饮料行业 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
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 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	社会服务行业 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 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com
家电行业 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	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq113820@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 巩柏含 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 季唯佳(021)23219384 jiwj@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 杨祎昕(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 谭德康 tdk13548@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 郭金垚(010)58067851 gjy12727@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