

## 相关研究

《立体投资策略周报-20210922》

2021.09.22

《有哪些政策值得期待?》2021.09.21

《立体投资策略周报-20210913》

2021.09.13

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

## 今年的第三股风

## 投资要点:

- **核心结论:** ①今年市场已刮过两股风,3月底-7月的新能源产业链,源于新能源车销量超预期,7月底至今的资源股,源于产品价格快速上涨。②第三股风已来临,稳增长政策推进、中美关系出现积极信号,大金融和基建相关制造业有望受益。③借鉴历史,牛市高点特征是众乐乐,均衡以待:硬科技、大金融、基建相关制造。
- **回顾:今年前两股风。** 第一股风:3月底-7月底新能源产业链,期间新能源汽车指数上涨44.1%,其中上游新能源汽车相关原材料涨幅更惊人,锂矿指数上涨115.4%,氟化工上涨75.7%,钴矿指数上涨59.5%,磷化工指数上涨48.1%,而同期创业板指上涨24.7%,沪深300跌-3.4%。新能源车相关公司表现强势的根本原因在于新能源车销量持续超预期。第二股风:7月底至今资源股。7月市场再次调整,上证指数再次探底,盘中最低达3312.7点,创今年以来新低,市场在经历调整后主线开始从新能源车产业链向资源股切换。具体而言,7月底至今磷化工指数上涨65.9%,锂矿指数上涨64.3%,煤炭上涨40.3%,氟化工上涨35.3%,钢铁上涨24.0%,钴矿指数上涨17.8%,镍矿指数上涨17.0%,而沪深300上涨1.9%,创业板指下跌-2.3%。资源股表现靓丽主要是因为相关原材料价格上涨。
- **第三股风正在来临。** 8月宏观经济增长下行压力加大,拉动经济的“三驾马车”中消费、投资均偏弱。9月22日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,会议指出要保持宏观政策连续性稳定性、增强有效性,做好预调微调和跨周期调节,加强财政、金融、就业政策联动,稳定市场预期。稳增长政策逐步落地,后续有望进一步加码。我们认为财政和货币政策将延续730政治局会议的宽松基调。投资方面,新、旧基建投资均是对冲经济下行的重要抓手,项目开工和资金到位情况持续好转,预计总体态势将延续回稳向好,5G建设将推向全面深度覆盖新阶段。消费方面,9月16日商务部发布《进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》,9月24日北京市发布《北京培育建设国际消费中心城市实施方案(2021—2025年)》。
- **应对策略:均衡以待。** 新一轮上涨蓄势待发中,稳增长政策有望进一步加码以对冲经济下行的压力,这也将支撑微观企业盈利继续上行;非基本面因素中,中美两国领导人的沟通为中美贸易关系缓和提供了契机。可能有投资者担心基建和大金融上涨可能导致其他板块下跌,但历史上牛市见顶时多数行业估值处于偏高位置,因此基建和大金融涨并不意味着其他行业跌。我们认为接下来市场风格机会更加均衡,看好三个方向:一是硬科技维持涨势。硬科技行业基本面较好,股价表现强劲,基本已经得到市场认可;二是低估的大金融。我们认为大金融中最值得重视的是券商,如果地产政策出现积极变化,低估的地产行业有望出现修复机会,并带动银行板块;三是基建相关的制造业,未来稳增长政策进一步加码有望带动基建投资的增长,工程机械、建筑材料估值和盈利匹配度不错。
- **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：今年的第三股风 .....	6
1.1 回顾：今年前两股风 .....	6
1.2 第三股风正在来临 .....	7
1.3 应对策略：均衡以待 .....	11
2. 估值跟踪：银行、建筑、房地产等估值较低 .....	13
3. 市场概览与外资流出 .....	14

## 图目录

图 1	今年 3 月底-7 月底新能源汽车表现较好 .....	7
图 2	今年 7 月底至今周期股表现较好 .....	7
图 3	新能源汽车销量持续超市场预期 .....	7
图 4	今年以来焦煤和动力煤期货价格大幅上涨 .....	7
图 5	今年以来磷化工和氟化工相关原材料持续涨价 .....	7
图 6	今年以来氢氧化锂和钴金属价格涨幅较大 .....	7
图 7	8 月社会消费品零售总额两年平均增速回落 .....	8
图 8	8 月固定资产投资增速略有回升 .....	8
图 9	近两周央行公开市场操作的投放量较大 .....	8
图 10	8、9 月国债和地方债月净发行额已经提速 .....	8
图 11	目前大金融和基建板块 PE 估值偏低 .....	10
图 12	目前大金融和基建板块 PB 估值偏低 .....	10
图 13	今年以来大金融和基建板块涨幅不大 .....	10
图 14	目前公募基金均低配大金融和基建板块 .....	11
图 15	全部 A 股净利润累计同比增速今年预计向上 .....	11
图 16	全部 A 股 ROE 高点预计在明年一季度 .....	11
图 17	A 股风险溢价 .....	12
图 18	A 股股债收益比 .....	12
图 19	当前多数行业 PE 历史分位还不高 .....	12
图 20	当前多数行业 PB 历史分位还不高 .....	12
图 21	券商盈利能力与股市成交额高度相关 .....	13
图 22	券商崛起与宽基指数向上突破同步 .....	13
图 23	银行、地产行业估值处于低位 .....	13
图 24	公募基金低配银行、地产行业 .....	13
图 25	行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210924) .....	14
图 26	行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210924) .....	14
图 27	行业 PE 历史分位水平 (截至 20210924) .....	14
图 28	行业 PB 历史分位水平 (截至 20210924) .....	14
图 29	主要市场指数涨跌幅表现 (% , 09/20-09/24) .....	14
图 30	主要行业指数涨跌幅表现 (% , 09/20-09/24) .....	14

---

图 31 陆港通北上资金周均净流入额（亿元 09/24） .....	15
图 32 北上资金各行业净买入额（亿元，09/20-09/24） .....	15

## 表目录

---

表 1 《商务部关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》 .....	9
--	---

今年前9个月即将过去，期间行情有两次明显的变化。春节前市场保持去年龙头行情的惯性，春节后至3月底市场调整，行情主线发生变化，3月底至7月新能源汽车板块涨幅居前，7月市场再次调整，7月底至今资源股涨幅领先，这是今年的前两股风。展望未来，我们认为年内第三股风正来临，市场风格将更加均衡。

## 1. 市场策略：今年的第三股风

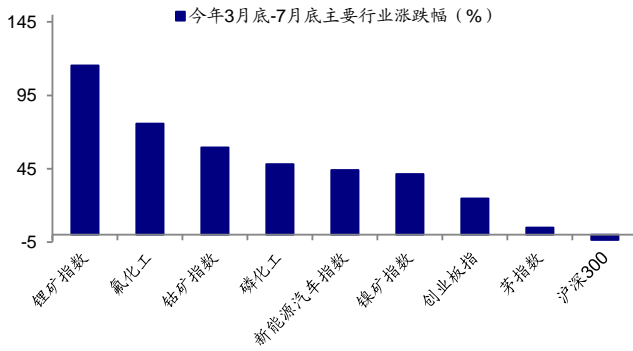
### 1.1 回顾：今年前两股风

**第一股风：3月底-7月底新能源产业链。**回顾今年以来市场表现，春节前市场保持去年龙头行情的惯性，今年春节前茅指数涨幅到20.0%，而创业板指为15.1%，沪深300为11.4%。但是，春节后市场开始调整，一直持续到3月底，此后市场节奏也开始发生变化，主线开始从茅指数切换到新能源产业链。3月底-7月底期间新能源汽车指数上涨44.1%，其中上游新能源汽车相关原材料涨幅更惊人，锂矿指数上涨115.4%，氟化工上涨75.7%，钴矿指数上涨59.5%，磷化工指数上涨48.1%，而同期创业板指上涨24.7%，沪深300跌-3.4%。新能源车相关公司表现强势的根本原因在于新能源车销量持续超预期。去年底市场对2021年新能车的销量预期保持在180-200万辆之间，此后随着每月新能源车销量持续超预期，市场对全年新能源车销量预期也逐步抬升。根据汽车工业协会数据，今年1-8月新能源汽车销量达149万辆，同比增长220%，市场预计今年新能源车销量将达到280万辆。

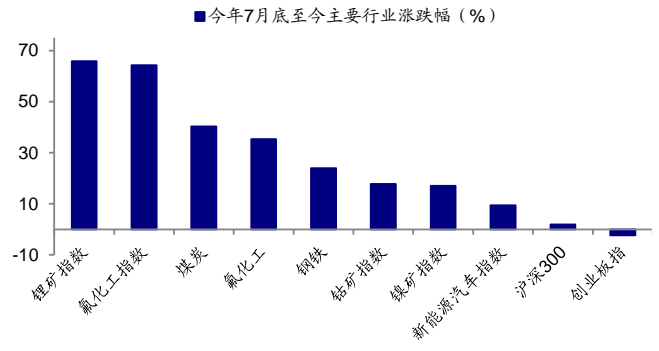
**第二股风：7月底至今资源股。**7月市场再次调整，上证指数再次探底，盘中最低达3312.7点，创今年以来新低，市场在经历调整后主线开始从新能源车产业链向资源股切换。具体而言，7月底至今磷化工指数上涨65.9%，锂矿指数上涨64.3%，煤炭上涨40.3%，氟化工上涨35.3%，钢铁上涨24.0%，钴矿指数上涨17.8%，镍矿指数上涨17.0%，而沪深300上涨1.9%，创业板指下跌-2.3%。资源股表现靓丽主要是因为相关原材料价格上涨，具体而言：

第一类是供给受限导致价格上涨。虽然7月底政治局会议中提及“做好大宗商品保供稳价工作”，但是大宗商品价格依旧持续上涨，这是源于双碳政策下，煤炭、钢铁等行业迎来限产。8月份发改委发布了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，对一级预警的省区提出新要求：对能耗强度不降反升的地区（地级市、州、盟），2021年暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外）。在这样背景下，今年以来焦煤期货价格上涨75%，动力煤上涨78%，其中7月底以来焦煤期货价格上涨29%，动力煤上涨31%，价格开始加速上涨驱动资源股股价攀升。

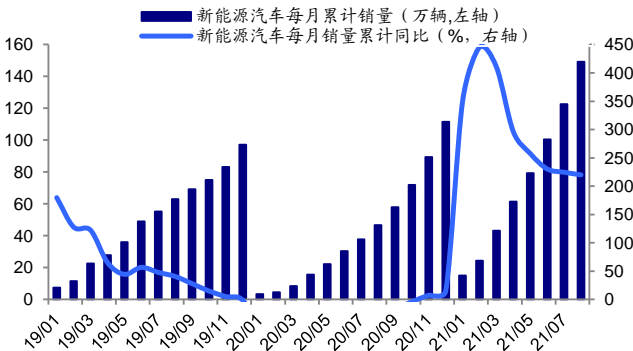
第二类需求大幅扩张导致价格上涨，主要包磷化工、锂矿、氟化工、钴矿等与新能源有关的上游原材料。在《借鉴智能手机看新能源车产业演变-20210906》中，提到产业渗透率突破15%后进入加速渗透初期，这时投资机会主要集中在上游原材料。前文我们提到今年新能源汽车销量持续超预期，这直接刺激了对上游原材料的需求，今年以来黄磷上涨了311%，无水氢氟酸上涨了15%，氢氧化锂上涨了264%，LME3个月钴期货价格上涨了66%，其中7月底以来黄磷上涨了170%，氢氧化锂上涨了73%，价格开始加速上涨驱动资源股股价攀升。

**图1 今年3月底-7月底新能源汽车表现较好**


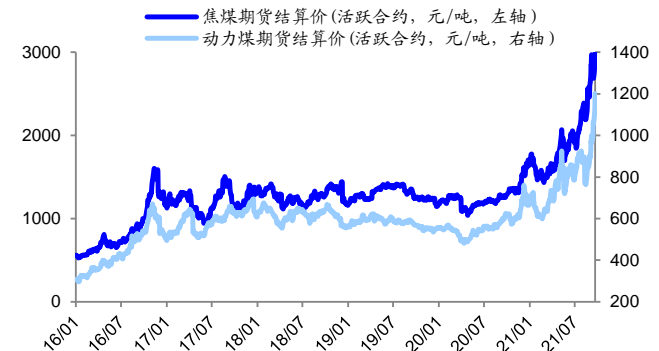
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 今年7月底至今周期股表现较好**


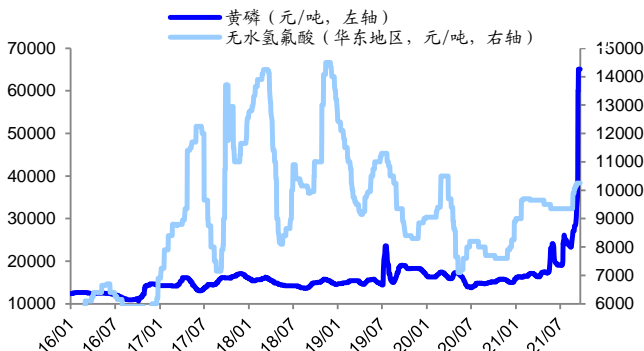
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截止 2021/9/24

**图3 新能源汽车销量持续超预期**


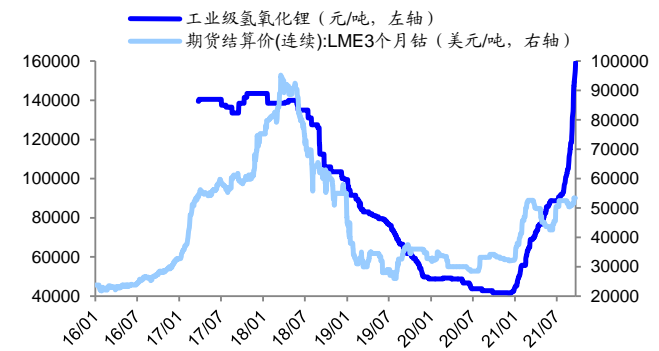
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图4 今年以来焦煤和动力煤期货价格大幅上涨**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图5 今年以来磷化工和氟化工相关原材料持续涨价**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图6 今年以来氢氧化锂和钴金属价格涨幅较大**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 1.2 第三股风正在来临

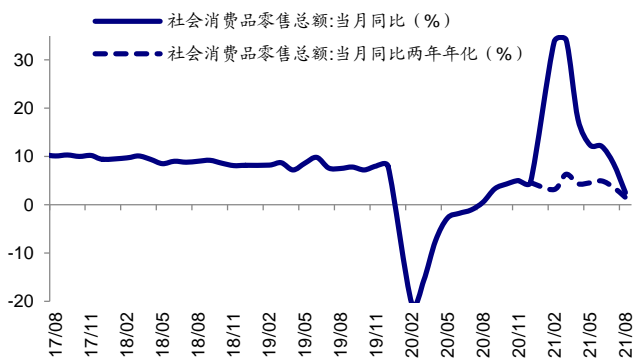
**风起于青萍之末: 稳增长政策有望进一步加码, 地产政策或有望改善。**8月宏观经济增长下行压力加大, 拉动经济的“三驾马车”中消费、投资均偏弱。8月社会消费品零售总额两年年化同比1.5%, 为2020年9月以来的最低值; 固定资产投资两年年化同比略回升至4.7%, 仍然处于低位, 其中房地产投资增速已经连续4个月回落。

9月22日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 会议指出要保持宏观政策连续性稳定性、增强有效性, 做好预调微调和跨周期调节, 加强财政、金融、就业政策联动, 稳定市场合理预期; 研究出台进一步促进消费的措施, 更好发挥社会投资作用扩大有效投资, 保持外贸外资稳定增长, 确保经济运行在合理区间。除了“老基建”, 国常会还针对“新基建”提出要求, 包括: (1) 加强信息基础设施建设。推动国家骨干网和城

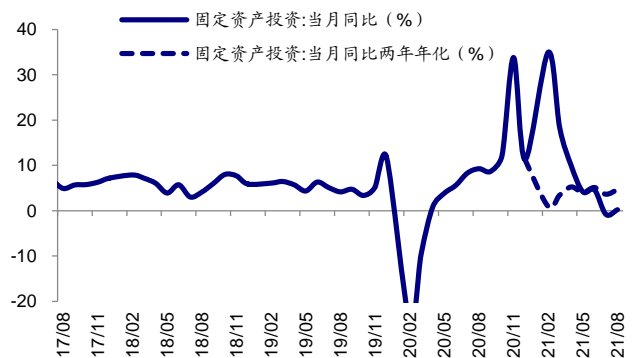
域网协同扩容，开展千兆光网提速改造。推进新一代移动通信网络商业化规模化应用。完善卫星通信、导航、遥感等空间信息基础设施。发展泛在协同的物联网；（2）稳步发展融合基础设施。打造多层次工业互联网平台，促进融通创新。结合推进新型城镇化，推动交通、物流、能源、市政等基础设施智慧化改造。提升农业数字化水平。建设远程医疗、在线教育等民生基础设施。

稳增长政策逐步落地，后续有望进一步加码。我们认为财政和货币政策将延续 730 政治局会议的宽松基调。货币政策方面，7 月 15 日央行已经全面降准，近两周央行加大公开市场操作的力度，合计净投放 4600 亿元，未来不排除进一步降准的可能性；财政政策方面，近两个月国债和地方债发行明显加速，接下来工作重心是在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。投资政策方面，9 月 16 日发改委在例行新闻发布会上表示要加快全年 3.65 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推进重大工程、基本民生项目尽快形成实物工作量；同时新基建也是对冲经济下行的重要抓手，8 月 31 日发改委副主任林念修称“十四五”的新型基础设施建设规划即将发布，将布局一系列重大工程，把 5G 建设推向全面深度覆盖新阶段。消费政策方面，9 月 16 日商务部发布《进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》，其中促进汽车消费、提振餐饮消费、发展新业态新模式新场景是亮点；9 月 24 日北京市发布《北京培育建设国际消费中心城市实施方案（2021—2025 年）》，覆盖数字、文旅、体育、教育医疗等多个领域。预计未来国家有望通过发放消费券和消费补贴等政策来进一步刺激大众消费。

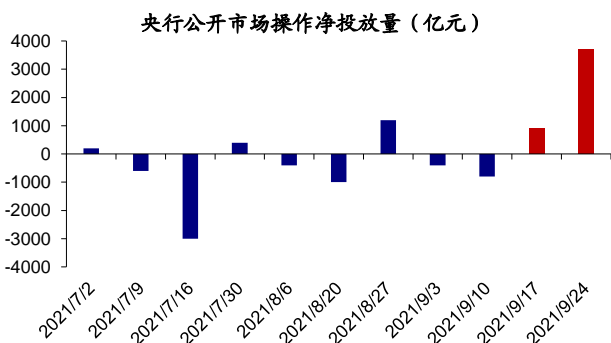
此外，近期部分房企债务风波引发市场担忧，我们观察发现地产政策或有改善。9 月 15 日中国人民银行发布《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》，一定程度补充市场流动性，对于蓝筹企业融资具备实际意义，有利于保障合规企业经营稳定，防范系统性风险。9 月 16 和 17 日中山和珠海下调二手房转让个人所得税、土地增值税的税率向社会征求意见；我们认为未来如果地产基本面加速恶化，政策维稳力度将进一步加强。

**图7 8月社会消费品零售总额两年平均增速回落**


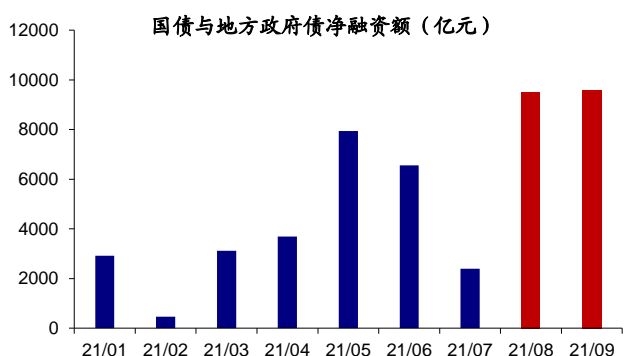
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图8 8月固定资产投资增速略有回升**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 近两周央行公开市场操作的投放量较大**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/24

**图108、9月国债和地方债月净发行额已经提速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/24



表 1 《商务部关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》

重点任务	细分领域	具体内容
加力稳住大宗消费重点消费	促进新车消费	加快推动汽车由购买管理向使用管理转变，破除制约汽车购买使用障碍，释放汽车消费潜力，会同相关部门深入开展新能源汽车下乡活动。
	扩大二手车消费	鼓励二手车经销企业品牌化、连锁化经营，推动流通模式创新；积极协调配合相关部门依法加强二手车市场监管，规范市场秩序。
	促进家电家具家装消费	加快健全废旧家电回收处理体系，健全回收网络，优化回收渠道，促进家电更新消费。
	提振餐饮消费	推动餐饮服务提质升级，鼓励品牌餐饮企业连锁化、标准化、集约化发展，加强对地方传统美食的宣传推广。
促进新型消费加快发展	发展新业态新模式新场景	支持传统商业企业加快数字化、智能化改造和跨界融合；支持鼓励传统商业场所改造，打造沉浸式、体验式、互动式消费场景。
	促进线上消费健康发展	实施生活服务数字化赋能行动，加快促进生活服务业上线上云。
	促进品牌品质消费	鼓励老字号传承和创新传统技艺，推出更多富含时尚元素、符合消费者需求的产品和服务，积极拓展线上销售渠道，不断提升市场竞争力；落实好海南离岛旅客免税购物政策。
	壮大绿色循环消费	鼓励有条件的地区对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车、淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。
优化提升消费平台载体	扩大进口消费	促进跨境电商进口健康持续创新发展；充分发挥中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会等重要展会平台作用，扩大优质消费品进口。
	加快推进国际消费中心城市培育建设	准确把握政府引导、市场运作，问题导向、突出特色，科学布局、循序渐进基本原则，围绕聚集优质消费资源、建设新型消费商圈、推动消费融合创新、打造消费时尚地标、加强消费环境建设、完善消费促进机制等重点任务，扎实推进培育建设工作。
	加快实施城市商业提升行动	鼓励各地打造一批人气旺、特色强、有文化底蕴的特色商圈、特色街区；加快建设一刻钟便民生活圈，推动便利店、菜市场、早餐店、维修点等便民商业设施进社区。
	深入实施县域商业建设行动	完善县城商业设施，推动建设改造一批乡镇商贸中心，改造提升农村传统商业网点；结合农村传统节日，组织开展乡村特色促消费活动，吸引城市居民下乡消费。
	组织开展好重点促消费活动	组织开展品牌商品产销对接活动，引导特色品牌进街区、进商超、进平台，促进品牌消费。
	开展常态化促消费活动	在做好疫情防控前提下，抓住中秋、国庆、元旦、春节等消费旺季，聚焦汽车、家电、家居、餐饮等重点领域，组织开展商旅文体融合、线上线下结合、城乡区域联动的各类促消费活动，以节聚势，以节兴市，以节兴商，进一步提升市场人气，释放消费潜力。

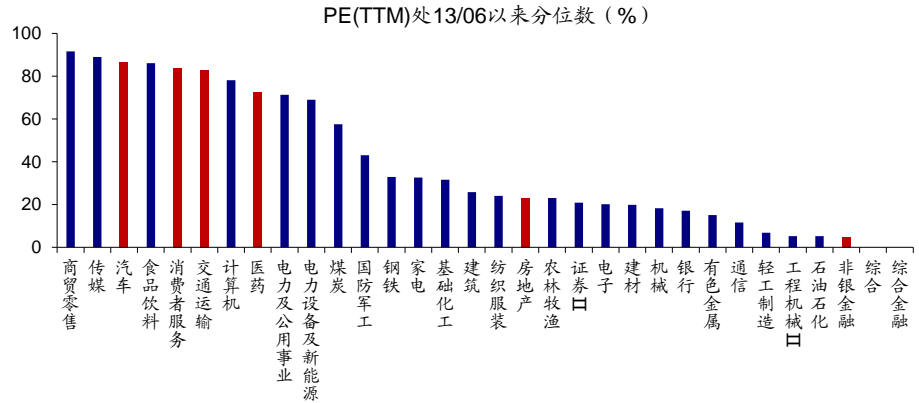
资料来源：商务部，海通证券研究所

**风正吹向低估的大金融和基建相关制造。**大金融和基建相关制造行业受益于上述政策，随着经济下行压力被对冲以及房地产债务风波有所缓和，大金融行业有望迎来修复，而稳增长政策发力将直接带动新旧基建投资的增长，从而相关制造行业的需求有望扩张。大金融和基建相关制造由于估值低、前期涨幅相对较小，性价比较好。具体而言：

从估值来看，大金融和基建板块整体偏低。从当前（2021/9/24，下同）PE（TTM，整体法）来看，银行为 5.5 倍（处 17.1%分位）、房地产为 10.1 倍（处 23.0%分位）、证券为 19.4 倍（处 20.9%分位）、建筑为 9.5 倍（处 13/06 以来从低到高 25.8%分位）、建材为 14.1 倍（处 19.8%分位）、工程机械为 12.6 倍（处 5.2%分位），而万得全 A 为 19.4 倍（处 55.1%分位）；从当前 PB（LF，整体法）来看，银行为 0.6 倍（处 0.05%分位）、房地产为 1.0 倍（处 2.2%分位）、证券为 1.7 倍（处 37.9%分位）、建筑为 1.1 倍（处 13/06 以来从低到高 27.6%分位）、建材为 2.4 倍（处 46.8%分位）、工程机械为 2.1 倍（处 78.5%分位），而万得全 A 为 2.0 倍（处 66.4%分位）。

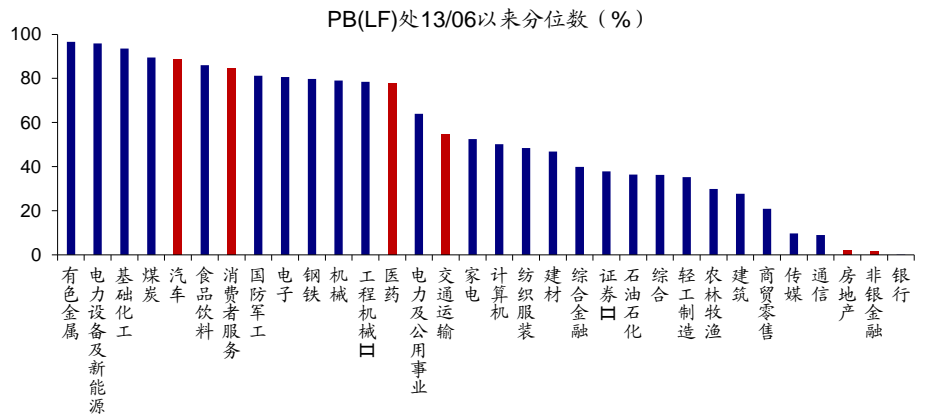
今年以来大金融和基建相关制造涨幅落后，同时公募基金均处于低配状态。从股价涨幅来看，今年以来（截至 2021/9/24）银行涨跌幅为-0.5%、房地产为-9.6%、证券为-7.9%、建筑为 23.6%（8 月以来上涨 17.2%）、建材为 6.0%、工程机械为-16.4%，大部分行业涨幅低于万得全 A 的 6.1%。从基金仓位来看，21Q2 公募基金对银行的超配比例（持仓市值占比-沪深 300 自由流通市值占比）为-9.5 个百分点、房地产为-1.3 个百分点、证券为-5.5 个百分点、建筑为-0.7 个百分点、建材为-0.1 个百分点、工程机械为-0.7 个百分点，均处于低配状态。

图11 目前大金融和基建板块 PE 估值偏低



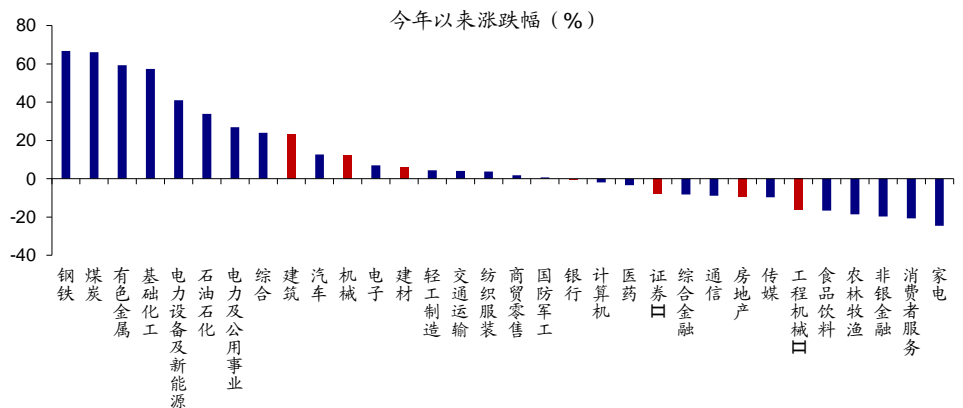
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/24

图12 目前大金融和基建板块 PB 估值偏低



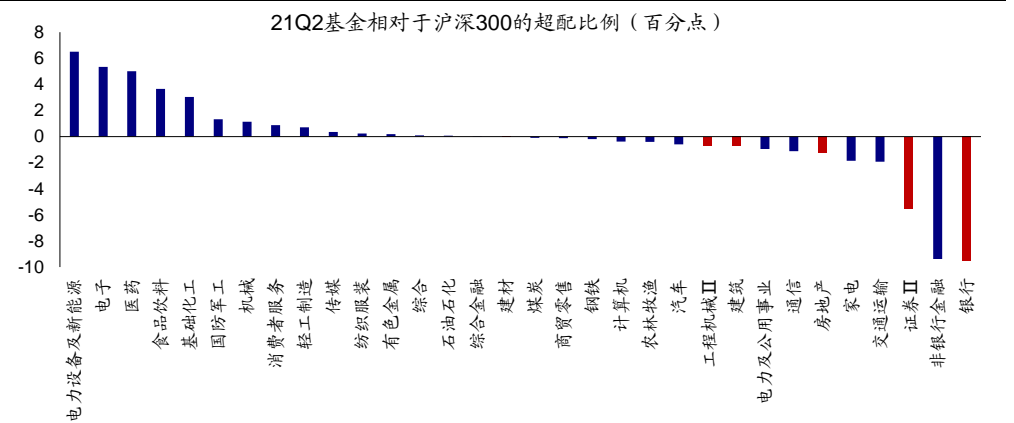
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/24

图13 今年以来大金融和基建板块涨幅不大



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2021/9/24

图14 目前公募基金均低配大金融和基建板块

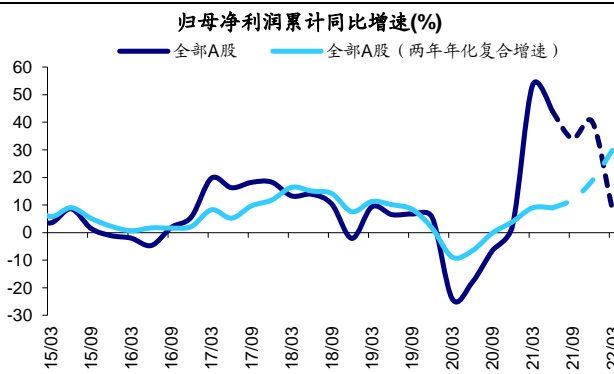


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.3 应对策略: 均衡以待

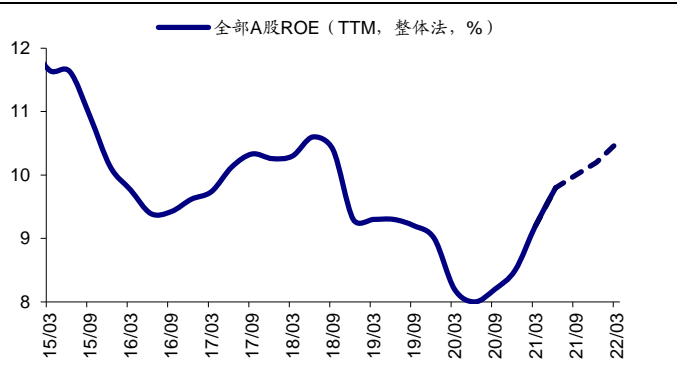
**新一轮上涨蓄势待发中。**在《牛市有三个阶段-20190303》中我们提出牛市有三个阶段，第一是孕育期，资金面驱动，第二是爆发期，资金面和基本面双轮驱动，第三是泡沫期，基本面和情绪面驱动。现在正在处于牛市的第三阶段，创业板指 21/3 见底上涨已经创新高，新一轮上涨的背景是宏观政策宽松，驱动力是基本面+情绪面。如上文所述，稳增长政策有望进一步加码以对冲经济下行的压力，这也将支撑微观企业盈利继续上行。根据历史规律，牛市的高点对应 ROE 高点和市场情绪高点。以史为鉴，A 股 ROE 上行周期持续 7 个季度，未来宏观政策宽松有望支撑企业盈利继续回升，预计 21Q1 达高点。情绪指标显示，PE/PB、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)。此外，非基本面因素同样值得关注，9 月 10 日中美两国领导人通电话，就中美关系和双方关心的有关问题进行了深入沟通，当前美国国内通胀水平仍高。据《华尔街日报》9 月 24 日报道，美国商务部长吉娜·雷蒙多在接受该报采访时表示，她将寻求改善美国与中国的商贸关系，称这对于双方都有利。此外据新华社报道，9 月 25 日孟晚舟女士已经乘坐中国政府包机回到祖国。在此背景下中美经贸领域或将迎来积极进展，10 月末的 G20 高峰会议可能实现拜登上任后的首次中美元首会晤，中美贸易关系有望边际改善，这将提升市场风险偏好。

图15 全部 A 股净利润累计同比增速今年预计向上



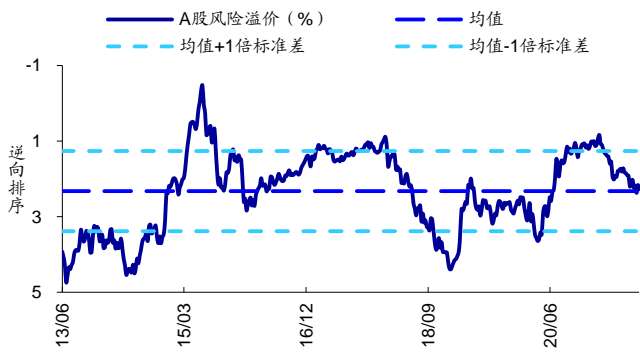
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 全部 A 股 ROE 高点预计在明年一季度



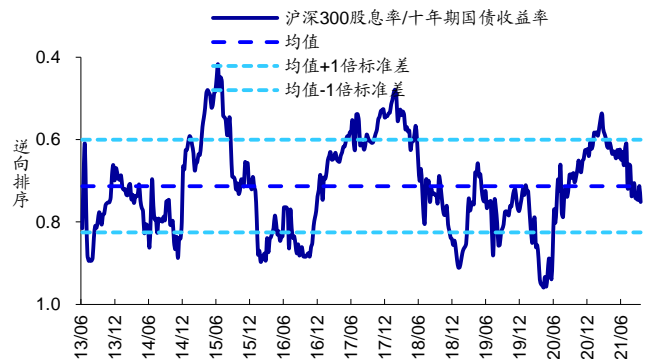
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 A股风险溢价



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/9/24

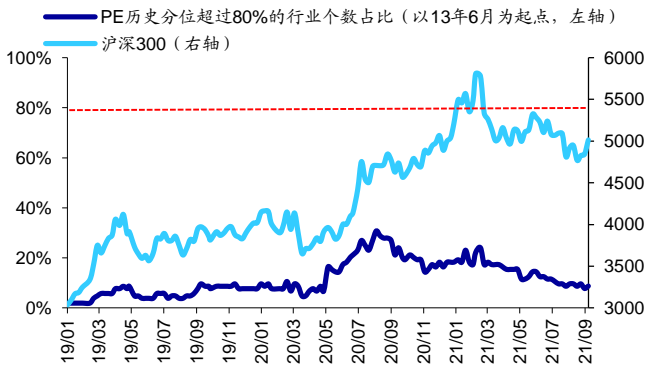
图18 A股股债收益比



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/9/24

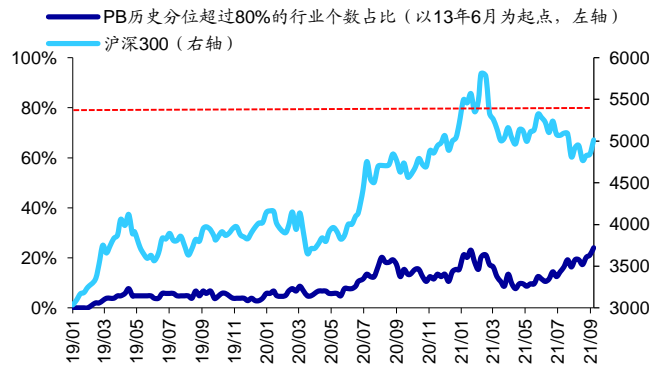
**牛市高点特征是众乐乐。**可能有投资者担心基建和大金融上涨可能导致其他板块下跌，但是我们在《以史为鉴：牛市高点特征是众乐乐-20210824》中分析过，历史上牛市基本呈现“先分化，后均衡”的特征，且指数达到顶点时行业离散度均为阶段性低点。牛市见顶时多数行业估值处于偏高位置，以 05-07 年牛市为例，从 07/03 开始，随着指数开始最后一阶段的冲顶，行业估值过热从局部开始扩散，到了 07/10 时 PE 和 PB (TTM, 整体法) 自 02 年 1 月以来分位数超过 80% 的行业个数占比分别为 90% 和 70%。以 12-15 年牛市为例，随着 15 年上半年牛市来到最后一轮的泡沫阶段，市场热度在半年不到的时间内迅速扩散，直至 15/06 PE 和 PB (TTM, 整体法) 自 08 年 10 月以来历史分位达到 80% 以上的行业占比均接近 90%，即大盘指数开始见顶回落时，几乎所有行业的估值都处于当时的历史高位。目前各行业还没有出现这种现象，以前一轮牛熊周期的低点（13 年 6 月）为起点，当前仅有 9%（18%）的申万二级行业 PE (PB) (TTM, 整体法) 超过了 80% 的历史分位，因此基建和大金融涨并不意味着其他行业跌。

图19 当前多数行业 PE 历史分位还不高



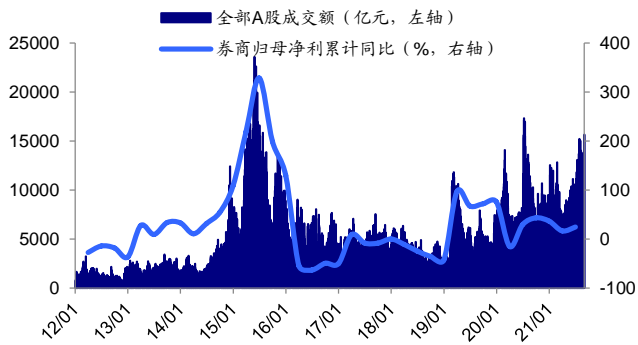
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 当前多数行业 PB 历史分位还不高

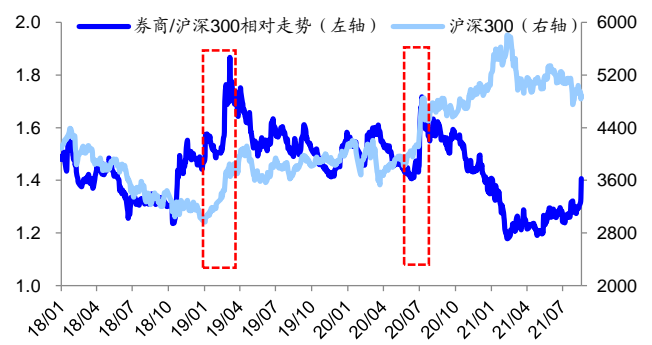


资料来源：Wind，海通证券研究所

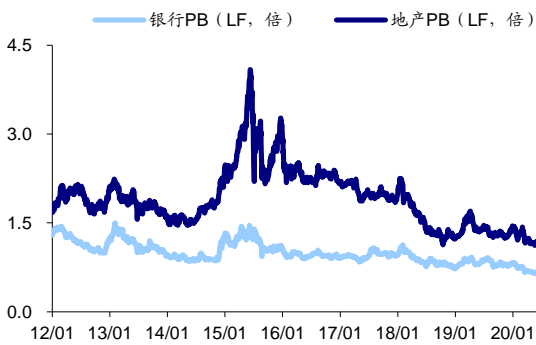
**均衡配置硬科技、大金融、基建相关制造。**我们认为接下来市场风格机会更加均衡，看好三个方向：一是高景气的硬科技。今年 3 月下旬开始我们撰写了《中国智造系列报告 1-5》，一直坚定看好科技赋能的智能制造，也就是硬科技行业。目前硬科技的智能制造景气度高已经成为市场共识，新基建相关政策发力也对硬科技有催化作用，主要的焦点是如何看待高估值。而在《借鉴智能手机看新能源车产业演变-20210906》中我们指出，今年新能源车产业链类似 2010 年苹果手机产业链，高景气支撑高估值，后半场市场齐涨时继续上涨。二是低估的大金融。我们认为大金融中最值得重视的是券商，今年上半年券商净利润累计同比为 27%，在当前市场活跃度提升、成交量持续放大背景下券商有望迎来上涨。此外，密切关注地产政策面的变化，关注房企债务风波能否妥善解决，如政策面出现积极变化，低估的地产行业望出现修复机会，并带动银行板块。历史上，四季度银行地产出现修复的概率较大。三是基建相关的制造业。正如上文分析未来稳增长政策进一步加码有望带动基建投资的增长，工程机械、建筑建材估值和盈利匹配度不错，截至 21/09/24 工程机械 PE (TTM, 整体法, 下同) 为 12.6 倍、21Q2 归母净利润累计同比为 25.6%、对应 PEG 为 0.49，建筑为 9.5 倍、32.5%、0.29，建材为 14.1 倍、31.3%、0.45。

**图21 券商盈利能力与股市成交额高度相关**


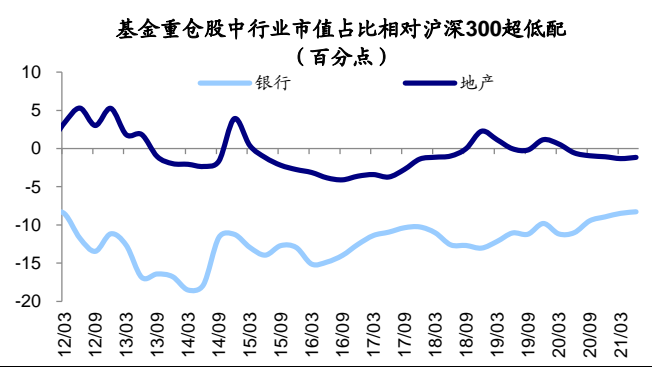
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图22 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23 银行、地产行业估值处于低位**


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2021/9/24

**图24 公募基金低配银行、地产行业**


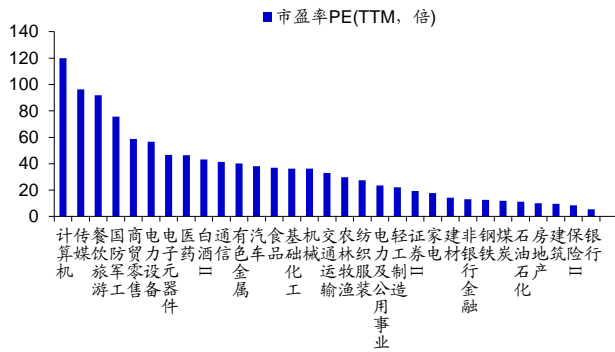
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 估值跟踪：银行、建筑、房地产等估值较低

从行业估值绝对值来看，截至2021年9月24日（下同），PE（TTM，下同）历史分位水平处于05年以来10%以下的行业有轻工制造、石油石化、非银行金融；处于10%-20%的行业有农林牧渔、房地产、建材、通信、银行；处于20%-40%的行业有纺织服装、传媒、机械、基础化工、钢铁、电子、有色金属、建筑；处于40%以上的行业有综合金融、商贸零售、汽车、酒类、消费者服务、交通运输、食品饮料、计算机、医药、电力设备及新能源、电力及公用事业、国防军工、煤炭、家电。PE（TTM）绝对值最低的行业是银行（5.5倍）、保险（8.4倍）、建筑（9.5倍），最高的行业是计算机（119.9倍）、传媒（96.2倍）、餐饮旅游（91.8倍）。

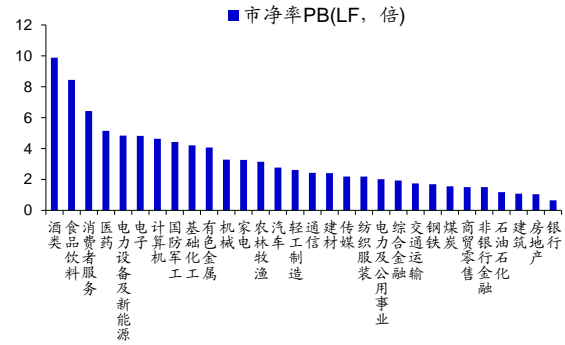
依据PB（LF，下同）衡量，PB历史分位水平处于05年以来10%以下的行业有传媒、综合金融、房地产、非银行金融、银行；处于10%-20%的行业有商贸零售；处于20%-40%的行业有农林牧渔、石油石化、建筑、通信；处于40%以上的行业有电力设备及新能源、基础化工、有色金属、食品饮料、消费者服务、酒类、电子、汽车、钢铁、医药、国防军工、机械、煤炭、电力及公用事业、计算机、家电、交通运输、建材、轻工制造、纺织服装。PB绝对值最低的行业是银行（0.6倍）、房地产（1.0倍）、建筑（1.1倍），最高的行业是酒类（9.9倍）、食品饮料（8.4倍）、消费者服务（6.4倍）。

图25 行业 PE 最新值 (TTM, 截至 20210924)



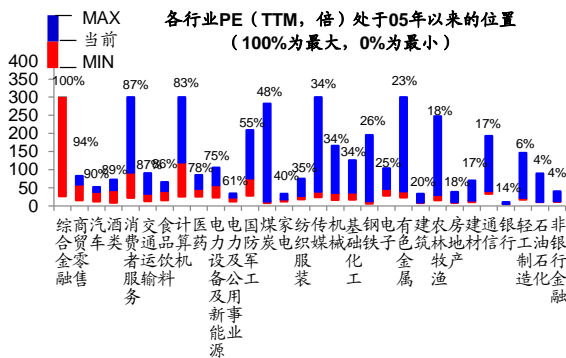
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图26 行业 PB 最新值 (LF, 截至 20210924)



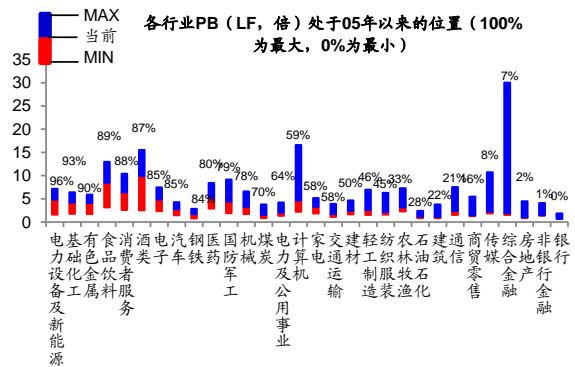
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图27 行业 PE 历史分位水平 (截至 20210924)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图28 行业 PB 历史分位水平 (截至 20210924)



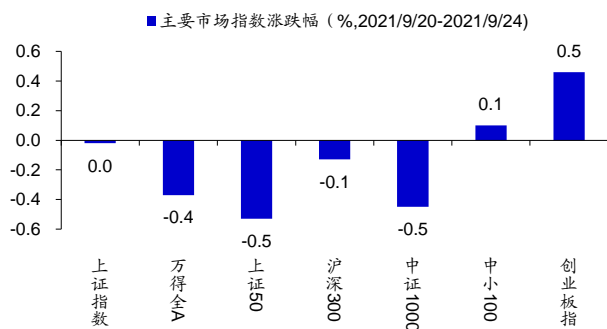
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3. 市场概览与外资流出

市场指数基本持平, 主要行业指数涨跌参半。上周(2021/09/20-2021/09/24, 下同)创业板指涨幅为0.5%, 中小100涨幅为0.1%, 上证指数跌幅为0.0%, 沪深300跌幅为-0.1%, 万得全A跌幅为-0.4%, 中证1000跌幅为-0.5%, 上证50跌幅为-0.5%。行业中涨幅较大的有电力及公用事业(5.0%), 房地产(3.6%), 国防军工(3.0%), 跌幅较大的有基础化工(-4.9%), 建材(-4.0%), 有色金属(-3.9%)。

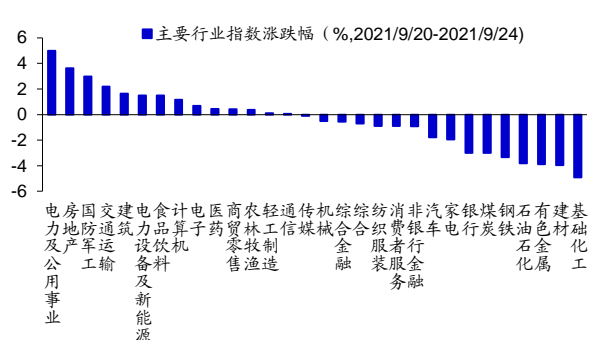
北上资金上周净流出, 银行、非银行金融、有色金属净流出居前。上周陆港通北上资金合计净流出-65.8亿元人民币, 过去4周周均净流入119.4亿元人民币, 16年底陆港通全面开通以来周均净流入53.6亿元人民币。分行业来看, 上周北上资金净流入的行业有食品饮料、电力设备及新能源、房地产、电力及公用事业、煤炭等; 上周北上资金净流出的行业有银行、非银行金融、有色金属、医药、通信等。

图29 主要市场指数涨跌幅表现 (% , 09/20-09/24)



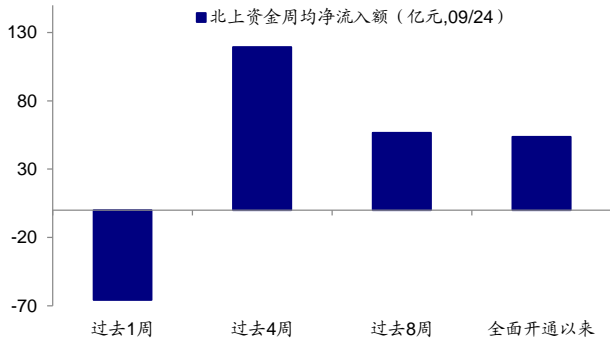
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 主要行业指数涨跌幅表现 (% , 09/20-09/24)



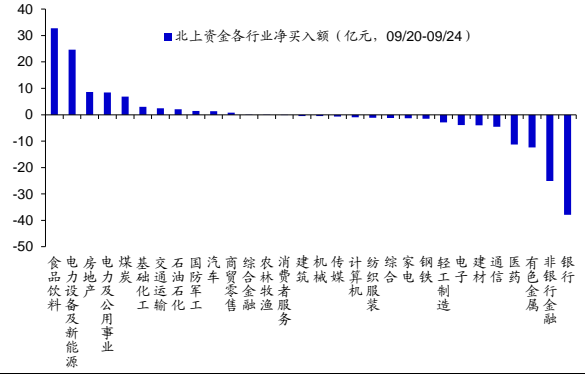
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 陆港通北上资金周均净流入额（亿元 09/24）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 北上资金各行业净买入额（亿元，09/20-09/24）



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；	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。
<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。	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  
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
 联系人  
 侯欢(021)23154658 hh13288@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  
 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)23154387 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 02123154123 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 02163411361 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

**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 02123154384 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 华晋书 hjs14155@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 zzzq11650@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 lyj12399@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 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(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 zhl11756@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  
 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  
 郭金焱(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