

相关研究

《立体投资策略周报-20211011》

2021.10.11

《立体投资策略周报-20210927》

2021.09.27

《今年的第三股风》2021.09.26

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@htsec.com

证书:S0850521070001

联系人:杨锦

Tel:(021)23154504

Email:yj13712@htsec.com

情况已现积极变化

投资要点:

- **核心结论:** ①今年市场的背景是政策面压制基本面和情绪面,近期成交量快速缩量,投资者观望情绪浓厚。②我们认为政策面正发生积极变化,宽信用推进、“双控双限”政策调整有助未来基本面,外部环境改善将抬升风险偏好。③市场仍孕育机会,均衡以待:大金融和新老基建较优,消费跟涨。
- **当前市场矛盾和焦点。**今年政策整体偏紧,市场矛盾集中于政策面、基本面和情绪面。政策面压制基本面。近一个月在“双碳”背景下,各地为了达成能耗“双控”指标纷纷“拉闸限电”。这种“一刀切”的方式难以顾及经济全局,可能拖累经济增长。从数据来看,8月工业增加值同比进一步下滑,9月PMI跌破枯荣线,GDP预测值也下修。政策面偏紧或对股市基本面形成压制,投资者开始担忧ROE回升的趋势可能提前终止。政策面压制情绪面。近年地产政策较紧,房地产销售面积和地产投资增速下降。恒大债务事件引发投资者了对信用风险等问题的担忧,压制了市场情绪,当前各情绪指标距离高点仍有距离。在市场矛盾的背景下,投资者观望情绪浓厚。全部A股10月成交量下降幅度大,成交额跌破万亿,市场整体交易热度较前期下降明显,政策面能否出现积极变化是后续市场关注的重点。
- **情况有积极变化。**国内政策已向积极,宽信用正推进。央行、银保监会已指导主要银行保持房地产信贷平稳有序投放,维护房地产市场平稳健康发展,预计接下来房地产开发贷以及个人住房按揭贷款有望好转。同时,9月各地组织发行新增地方政府专项债券创出年内月度新高,专项债发行速度也已加快。“双控双限”政策正在调整。近期国务院常务会议和国家发改委均表示要求推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能,国家矿山安监局也表示煤矿紧急扩能有序有度。这说明“双控双限”相关政策已在调整,生产端情况将改善。外部环境逐渐改善,风险偏好提升。近期刘鹤与戴琪举行视频通话,杨洁篪同沙利文在瑞士苏黎世举行会晤,均表示中美关系正在积极改善中,这将有助于市场风险偏好提升。同时,10月12日美国众议院通过短期提高联邦政府债务上限的法案,避免了政府立即违约,未来如果美国政府上调法定债务上限,全球股票市场的风险偏好均会修复。
- **应对策略:均衡以待。**牛市仍在途,市场将迎来众乐乐。今年处在基本面和情绪面驱动的牛市最后阶段,牛市后期的特点是众乐乐。从当前已披露业绩预告/快报的上市公司利润数据来看,A股业绩依然保持高增长。随着政策面好转,我们预计在基本面支撑下未来3-6个月市场仍有机会。大金融行业有望迎来修复。年初至今大金融板块涨幅、估值、基金持仓均处在低位。我们认为大金融中最值得重视的是券商。借鉴历史本轮牛市5浪中未来单日成交额最高有望达2万亿,或将成为券商行情的催化剂。稳增长政策发力有望直接带动新老基建投资的增长。新基建主要指的是硬科技行业,这些行业基本面较好,新能源车产业链有望维持高景气。而老基建随着稳增长政策进一步加码有望实现投资增长。消费跟随式反弹。从历史规律看,食品饮料、家用电器、医药生物在四季度录得正收益的概率更大。随着中秋、国庆假期消费数据落地以及消费类基金风格漂移后回归,大消费可能会迎来估值修复。
- **风险提示:** 通胀大幅上行,国内外宏观政策收紧。

目 录

1. 市场策略：情况已现积极变化.....	5
1.1 当前市场矛盾和焦点.....	5
1.2 情况有积极变化.....	7
1.3 应对策略：均衡以待.....	8
2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低.....	10
3. 市场概览与外资流入.....	11

图目录

图 1	全部 A 股 ROE 高点预计在明年一季度.....	5
图 2	8 月生产进一步下滑.....	5
图 3	9 月官方 PMI 跌破荣枯线.....	6
图 4	地产投资增速已接近 0%.....	6
图 5	A 股风险溢价率.....	6
图 6	股债收益率比价.....	6
图 7	10 月以来全 A 成交额下降明显.....	6
图 8	10 月以来各行业成交量较 9 月变化幅度.....	6
图 9	政策转向积极，房地产贷款同比有望好转.....	7
图 10	9 月新增地方政府专项债规模创年内月度新高.....	7
图 11	上证综指历年 Q4 收益率和胜率较高.....	9
图 12	沪深 300 历年 Q4 季度胜率和收益率最高.....	9
图 13	当前多数行业 PE 历史分位还不高.....	9
图 14	当前多数行业 PB 历史分位还不高.....	9
图 15	券商盈利能力与股市成交额高度相关.....	10
图 16	券商崛起与宽基指数向上突破同步.....	10
图 17	银行、地产行业估值处于低位.....	10
图 18	公募基金低配银行、地产行业.....	10
图 19	智能制造利润增速更优.....	10
图 20	苹果指数在 2011 年随市场调整.....	10
图 21	各行业 PE 最新值 (TTM).....	11
图 22	各行业 PB 最新值 (LF).....	11
图 23	各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来).....	11
图 24	各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来).....	11
图 25	主要市场指数涨跌幅表现 (%，10/11-10/15).....	12
图 26	主要行业指数涨跌幅表现 (%，10/11-10/15).....	12
图 27	陆港通北上资金周均净流入额 (亿元人民币，10/15).....	12
图 28	上周北上资金各行业净买入额 (亿元，10/11-10/15).....	12

表目录

表 1 8月以来中美沟通相关事件.....	8
-----------------------	---

进入 10 月份以来，市场成交量快速萎缩，全 A 成交量萎缩至 9 月底高点的 60% 左右，投资者对于政策变化的观望氛围浓厚。当前情况其实已经出现积极变化，“双控双限”政策正在调整、地产行业出现积极信号、稳增长政策正发力，外部国际环境也在改善中。我们认为，四季度仍然充满机会。

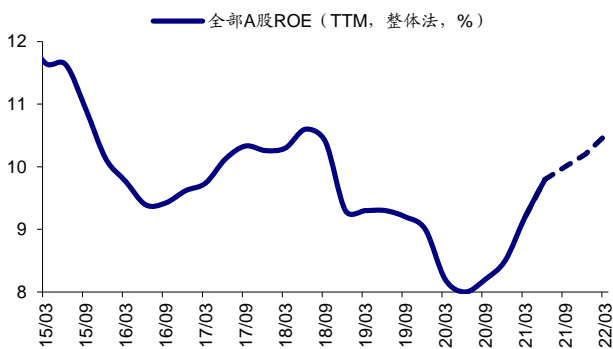
1. 市场策略：情况已现积极变化

1.1 当前市场矛盾和焦点

市场矛盾：政策面压制基本面和情绪面。今年政策整体偏紧，近一个月在“双碳”背景下，各地为了达成年初制定的能耗“双控”指标纷纷“拉闸限电”对企业实行“双限”。在《双限双控的影响与展望-20210929》一文中我们分析过，部分地方为了应对考核而采取“一刀切”双限政策，虽然执行起来较为简单直接，但难以顾及经济全局，可能拖累经济增长。8 月经济数据已经进一步下滑，工业增加值当月同比从 7 月的 6.4% 下降到 8 月的 5.3%。9 月 30 日公布的 9 月 PMI 下滑至 49.6%，跌破荣枯线。从 Wind 一致预期看，21Q3GDP 当季同比增速在 6-8 月的预测值范围在 5.8-7.9%，平均为 6.5%，而进入 9 月之后，下修至 4.5-6.1%，平均为 5.4%，全年 GDP 预测值也从之前的 8.7% 下修至 8.5%。政策面偏紧或对股市基本面形成压制，历史数据显示 A 股 ROE (TTM) 上行期持续 7 个季度，本轮 A 股 ROE 上行的起点是 20Q3，我们预计回升趋势将持续至 22Q1。但政策面偏紧背景下，近期投资者开始担忧 ROE 回升的趋势可能提前终止。

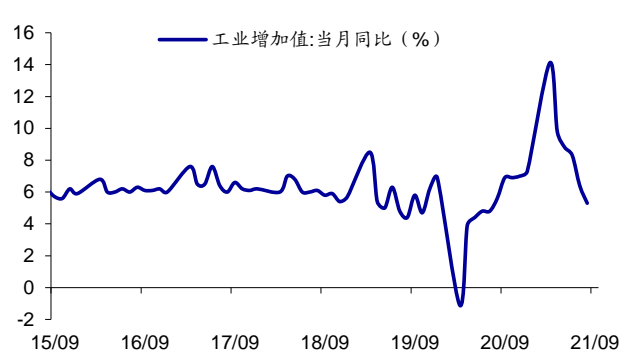
此外，情绪面也受到影响。恒大债务事件的背后是近年地产政策较紧，房地产销售面积当月同比增速从 7 月的 -9% 进一步下滑至 8 月的 -16%，而地产投资 8 月当月增速已经为 0%。房地产是我国经济主要支柱之一，且与上下游及金融业关系密切，房企债务风波因此引发投资者了对信用风险等问题的担忧，压制了市场情绪，目前(截至 21/10/15, 下同)市场温度只有 60 度左右(历史牛市高点 100 度)，全部 A 股 PE (TTM)、PB (LF) 当前分别为 19.2、2.0 倍，分别处于 13 年 6 月以来从低到高 51.9%、60.6% 分位，平均 56.3%；从股债收益比看，目前沪深 300 股息率/十年期国债收益率为 0.71，处在 13 年 6 月以来由高到低 53.7% 的分位，从风险溢价率看，目前全部 A 股 PE 倒数与十年期国债收益率之差为 2.25%，对应 13 年 6 月以来由高到低 45.7% 分位，各项情绪指标距离高点均有一定距离。

图1 全部 A 股 ROE 高点预计在明年一季度



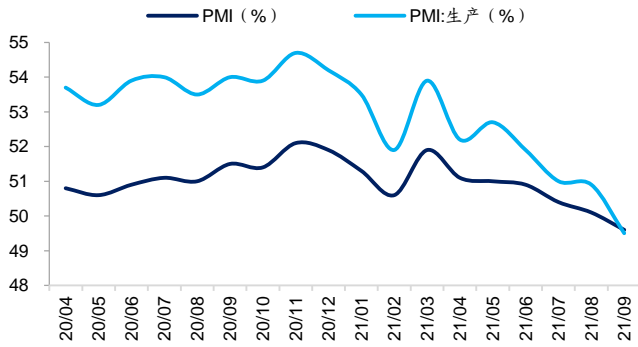
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 8 月生产进一步下滑



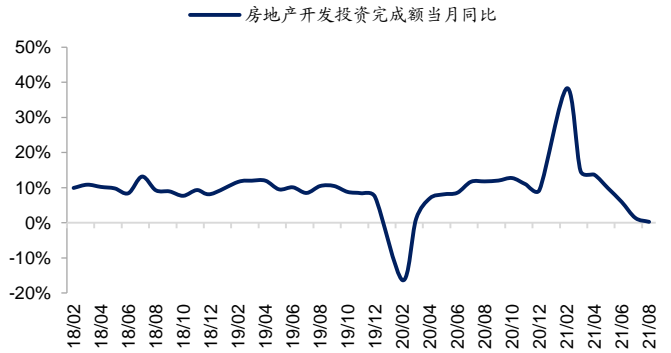
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 9月官方PMI跌破荣枯线



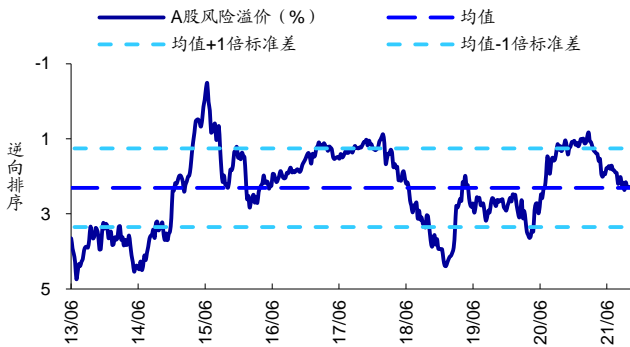
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 地产投资增速已接近0%



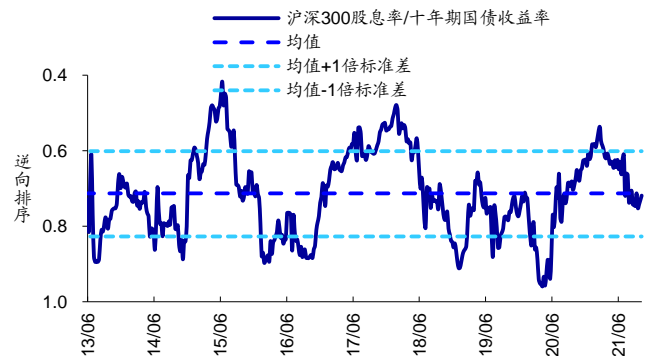
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 A股风险溢价率



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 21/10/15

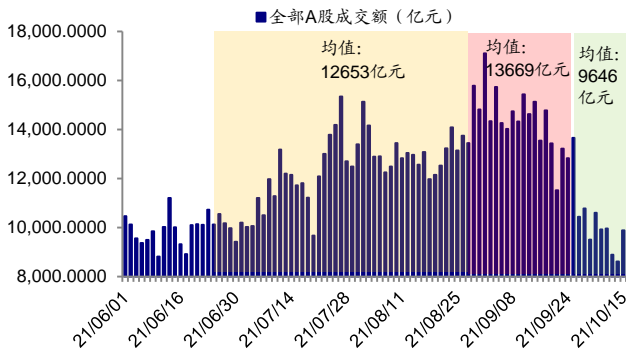
图6 股债收益率比价



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 21/10/15

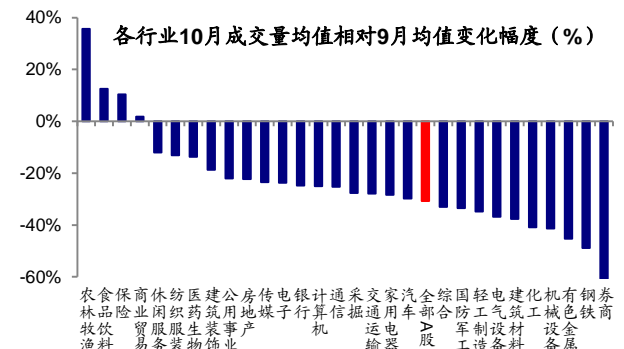
市场焦点: 投资者观望情绪浓厚。当前政策面对基本面和情绪面形成压制, 投资者观望情绪浓厚, 这一点在市场交易热度上也有所体现: 从成交量看, 全部A股9月日均成交量达1054亿股, 市场交易热度较高; 而09/28后成交量均低于1000亿股, 10月以来(截至21/10/15)成交量均值下降至730亿股, 较9月成交量均值下降幅度为30.8%, 也明显低于7月(均值为805亿股)、8月(891亿股)的均值水平。从成交额看, 全部A股9月日均成交额达13669亿元, 而09/28成交额跌破万亿, 结束了连续49个交易日成交额破万亿的记录, 10月以来(截至21/10/15)成交额均值下降至9646亿元, 较9月成交额均值下降幅度为29.4%。其中, 券商、钢铁、有色金属等成交量萎缩幅度较大, 具体来看: 券商10月以来成交量均值较9月均值下降59.9%(成交额均值下降58.6%), 钢铁下降48.9%(52.4%), 有色金属下降45.3%(47.7%)。总体而言投资者观望情绪浓厚, 市场整体交易热度较前期下降明显, 政策面能否出现积极变化是后续市场关注的重点。

图7 10月以来全A成交额下降明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 21/10/15

图8 10月以来各行业成交量较9月变化幅度



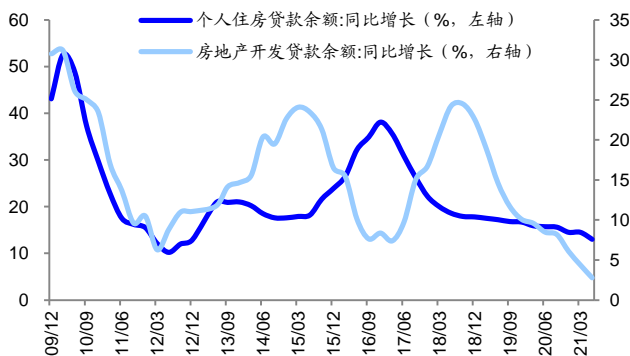
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 21/10/15

1.2 情况有积极变化

国内政策整体呈现积极，宽信用正推进。政策层面已经出现不少积极的变化，虽然市场期待的再次降准还未落地，但实际上央行已通过 MLF 等工具保持流动性合理充裕，当前关键点聚焦在宽信用上，其中房地产和专项债项目是两大抓手：地产政策已经迎来积极信号，10月15日央行金融市场司司长表示，部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，一定程度上造成了一些企业资金链紧绷，央行、银保监会已指导主要银行保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。我们认为，接下来房地产开发贷以及个人住房按揭贷款有望好转。此外，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。9月24日，央行在三季度例会上关于房地产行业提出“两个维护”，维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。专项债发行速度也已加快，根据21世纪经济报道援引财政部政府债务研究与评估中心的数据，9月各地组织发行新增地方政府专项债券5231亿元，创出年内月度新高。值得注意的是，根据21世纪经济报道的新闻，近期监管部门要求，各地剩余新增专项债券额度需于11月底前发行完毕，不再为12月预留专项债额度。按照这一要求，10-11月专项债月均发行规模约6000亿，截至10月13日，10月地方债已发行794亿元，已披露未发行规模6817亿元。

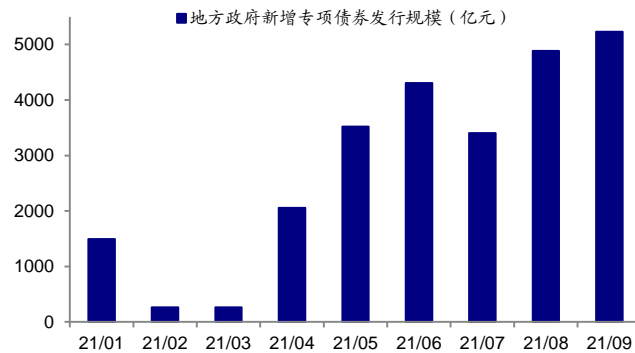
“双控双限”政策正在调整。10月8日国务院常务会议要求推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能，加快已核准且基本建成的露天煤矿投产达产，将市场交易电价上下浮动范围均调整为不超过20%，对高耗能行业不受上浮20%限制，同时主要产煤省和重点煤企要按要求落实增产增供任务，中央发电企业火电机组要应发尽发。10月12日国家发改委强调要依法依规加快释放煤炭先进产能，加快非计划停运煤电机组并网运行，同时坚决纠正一些地方不适当行政措施。10月13日国家矿山安监局表示煤矿紧急扩能有序有度，已经审核976处煤矿，其中有153处煤矿符合安全保供条件，大约增加产能2.2亿吨/年，预计四季度可增加煤炭产量5500万吨，平均日增产达到60万吨。这说明在经济增长下行压力背景下，“双控双限”相关政策已在调整，从生产端来看情况将改善。

图9 政策转向积极，房地产贷款同比有望好转



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 9月新增地方政府专项债规模创年内月度新高



资料来源: 财政部政府债务研究与评估中心, 21世纪经济报道, 海通证券研究所

外部环境逐渐改善，风险偏好提升。10月9日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话，双方同意本着平等和相互尊重的态度继续沟通，为两国经贸关系健康发展和世界经济复苏创造良好条件。10月6日，中共中央政治局委员、中央外事工作办公室主任杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤，双方同意共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。近期中美元首通话等一系列事件均表示中美关系正在积极改善中。未来需进一步关注中美关系进展，比如即将在10月底举办的G20峰会以及11月初举办的联合国气候大会。参考18年3月底与19年5月，中美贸易摩擦升级后股市风险偏好均大幅下降，如果未来中美关系改善将有助于市场风险偏好提升。除此之外，美国联邦政府债务危机近期也引发了投资者担忧，当地时间10月12日美国众议院通过短期提高联邦政府债务上限的法案，暂时提高债务上限约4800亿美元，避免了政府立即违约，借鉴美国2011、2013年两次上调联邦政府债务上限事件，未来如果美

国政府上调法定债务上限，全球股票市场的风险偏好均会修复。

表 1 8 月以来中美沟通相关事件

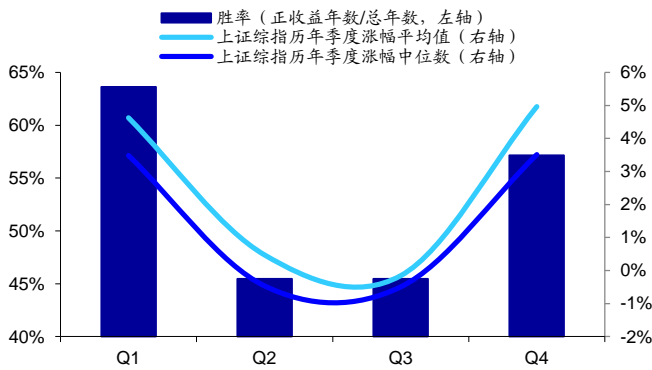
日期	相关事件
07/26	外交部副部长谢锋在天津与来华访问的美国常务副国务卿舍曼举行会谈。会后，分析人士认为，鉴于美方对华态度尚未见根本性变化，两国关系暂时难有实质性“回暖”，重回正轨仍需双方持续努力。
08/16	国务委员兼外长王毅应约同美国国务卿布林肯通电话，重点就阿富汗局势及中美关系交换了意见。布林肯说，美中对重大国际地区问题保持沟通非常重要。同意美中实现和平共处是共同目标，希望双方寻求和开展合作。当然美中也存在明显分歧，今后可通过建设性方式逐步加以解决。
08/29	国务委员兼外长王毅应约同美国国务卿布林肯通电话，就阿富汗局势及中美关系等交换意见。布林肯表示，美方无意就病毒溯源问题指责任何国家。作为大国，美中都有责任提供一切必要信息，彻底调查病毒源头，避免大流行再次发生，美方愿就此同中方保持接触。
09/01	国务委员兼外长王毅应约视频会见正在天津进行中中美气候变化磋商的美国总统气候问题特使克里。克里表示，美中合作对应对当前紧迫的气变挑战至关重要。美方愿同中方相互尊重，加强沟通对话，共同提高雄心，体现双方的领导力，为推动落实《巴黎协定》目标树立典范，也为解决美中关系面临的难题创造机遇。
09/10	中国国家主席习近平应约同美国总统拜登通电话，这是中美元首自今年 2 月 11 日首次通话后，时隔 7 个月的再度直接沟通，这对稳定中美关系、推动两国关系重回正轨具有重大积极意义。拜登总统表示，两国没有理由由于竞争而陷入冲突，美方从无意改变一个中国政策；美方愿同中方开展更多坦诚交流和建设性对话，确定双方可以开展合作的重点和优先领域，避免误解误判和意外冲突，推动中美关系重回正轨。
09/24	美国商务部长雷蒙多(Gina Raimondo)在接受《华尔街日报》采访时表示，鉴于中国市场的规模，美国必须与中国展开贸易，她将寻求改善美国与中国的商业联系；在中美两国在国家和人权问题上紧张关系日益加剧之际，她认为两国可以互利互惠。
10/04	美国贸易代表戴琪表示，美计划与中方就中美第一阶段经贸协议落实情况、产业政策等问题展开坦率对话。戴琪说，美国政府以前处理对华经贸问题的手段未能解决美方根本关切，拜登政府将寻求以“全新、全面和务实”的方式处理对华经贸关系。戴琪表示，美方将启动针对性的关税豁免程序，允许美国企业申请豁免某些中国输美商品的加征关税。
10/06	中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤，双方同意采取行动，落实 9 月 10 日两国元首通话精神，加强战略沟通，妥善管控分歧，避免冲突对抗，寻求互利共赢，共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。
10/09	中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话，中方就取消加征关税和制裁进行了交涉，就中国经济发展模式、产业政策等问题阐明了立场。双方同意本着平等和相互尊重的态度继续沟通，为两国经贸关系健康发展和世界经济复苏创造良好条件。

资料来源：外交部，WSJ，中国网，新华社，海通证券研究所整理

1.3 应对策略：均衡以待

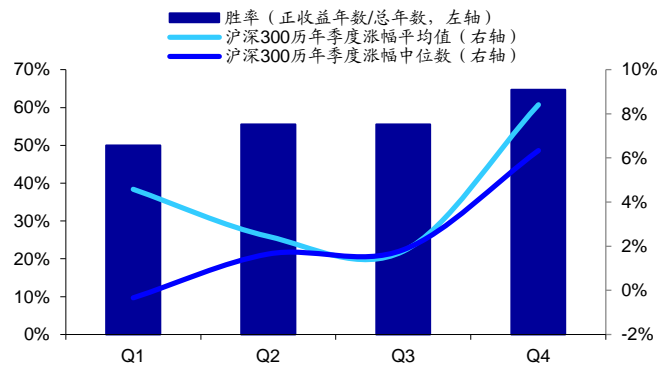
牛市仍在途，市场将迎来众乐乐。我们在前期多篇报告指出，19 年 1 月 4 日上证综指 2440 点为本轮牛市起点，本轮牛市有望持续三年，当前牛市还在途中，今年处在基本面和情绪面驱动的牛市最后阶段，全部 A 股的 ROE 仍在上升趋势中，情绪还有上升的空间，往后看未来 3-6 个月市场整体趋势较好。部分投资者担忧“牛不过三”，但从基本面的角度看，我们测算 21 年全部 A 股归母净利润预计增速为 35%-40%，两年年化增速为 16-20%，即估值不出现大幅压缩的情况下，今年 A 股年线收阳的概率较大。且从日历效应看，Q4 市场的胜率往往较高：以沪深 300 指数刻画，2005 年至今历年 Q4 胜率（取得正收益的概率）为 65%，高于前三个季度。从历史统计看，牛市后期特点是众乐乐。我们在《以史为鉴：牛市高点特征是众乐乐-20210824》中分析过，历史上牛市指数达到顶点时多数行业估值处于偏高位置，而行业离散度均为阶段性低点。以 05-07 年以及 12-15 年牛市为例，07/10 市场见顶时 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%，15/06 市场见顶时 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%。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%）的中万二级行业 PE (PB) (TTM, 整体法) 超过了 80% 的历史分位。另外，从当前已披露业绩预告/快报的上市公司利润数据来看，可比口径下全部 A 股 21Q3/21Q2 归母净利润累计同比增速为 79%/133%（两年年化为 35%/39%），A 股业绩依然保持高增长，ROE 上行有望延续到明年一季度，详见《三季报或仍高增长（可比口径）——21 年三季报业绩预告及快报点评-20211016》。随着政策面好转，我们预计在基本面支撑下未来 3-6 个月市场仍有机会，行业的特征便是众乐乐，因此后续各行业的机会均值得关注。

图11 上证综指历年 Q4 收益率和胜率较高



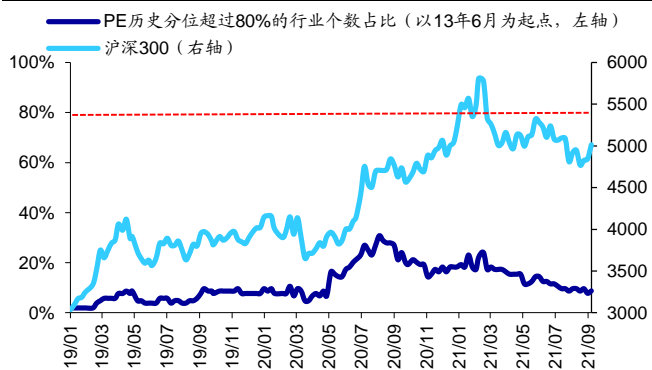
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 样本区间为 2001/01-2021/09

图12 沪深 300 历年 Q4 季度胜率和收益率最高



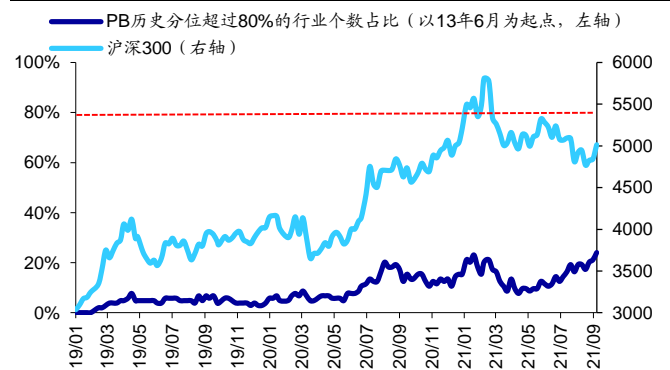
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 样本区间为 2005/01-2021/09

图13 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14 当前多数行业 PB 历史分位还不高



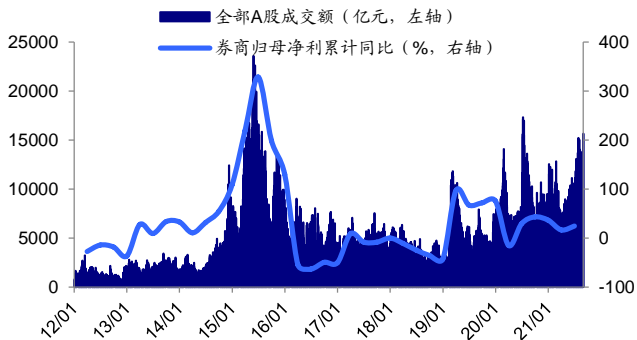
资料来源: Wind, 海通证券研究所

首选低估的大金融，其次是新老基建。随着经济下行压力被对冲以及房地产债务担忧消退，大金融行业有望迎来修复。年初至今大金融板块涨幅、估值、基金持仓均处在低位。我们认为大金融中最值得重视的是券商。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%，申万券商指数年初至今（截至 21/10/15）还下跌了 8.6%。9 月 17 日北交所公布了个人投资者准入的资金门槛为 50 万元，新三板创新层准入门槛也降低至 100 万元，市场活跃度和流动性有望提升。根据历史规律，牛市 5 浪日均成交额相较 3 浪放大 1.2-6.4 倍，借鉴历史本轮牛市 5 浪中未来单日成交额最高有望达 2 万亿，或将成为券商行情的催化剂。此外，随着前述稳增长政策发力以及地产政策面的变化，信用风险担忧有望下降，后续需继续关注房企债务风波能否妥善解决，如政策面出现更加积极的变化，低估的地产行业有望出现修复机会，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。

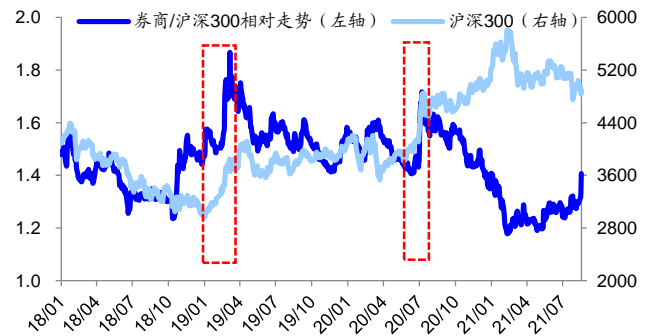
基础设施建设是稳增长的重要抓手，稳增长政策发力有望直接带动新老基建投资的增长。新基建主要指的是硬科技行业，我们在《中国智造系列报告 1-5》中一直坚定看好硬科技行业，这些行业基本面较好，股价表现强劲，基本已经得到市场认可。在《借鉴智能手机看新能源车产业演变-20210906》中指出，今年新能源车产业链类似 2010 年苹果手机产业链，高景气、高估值，未来几年有望维持高景气，阶段性消化估值需要等市场环境改变。老基建方面，随着稳增长政策进一步加码，财政发力有望带动基建投资的增长，8 月基建投资当月同比为 -6.6%，两年平均为 -0.02%，较 7 月数据已经企稳回升。目前工程机械、建筑建材估值和盈利匹配度不错，截至 21/10/15 工程机械 PE (TTM, 整体法, 下同) 为 11.5 倍、21Q2 归母净利润累计同比为 25.6%、对应 PEG 为 0.45，建筑为 8.8 倍、32.5%、0.27，建材为 13.7 倍、31.3%、0.42。

消费跟随式反弹。今年以来大消费行业跌幅较大，从 2 月高点计算，至今（截至 21/10/15，下同）申万白酒指数下跌超过 23%，家电行业下跌超过 27%，医药生物下跌 17%。目前白酒行业 PE (TTM) 为 48.1 倍，已经回到 20 年 7 月以及 18 年初的水平，处在 13 年 6 月以来从低到高 89.8% 的分位；家电行业 PE (TTM) 为 16.3 倍，处在 13

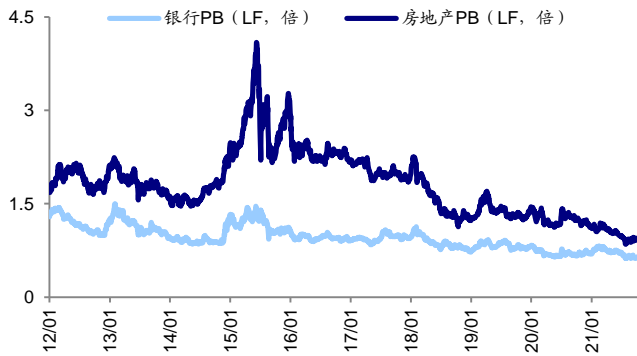
年6月以来从低到高44.5%的分位；医药生物PE(TTM)为34.4倍，处在13年6月以来从低到高15.1%的分位。从过去20年的历史统计规律来看，食品饮料、家用电器、医药生物在Q4录得正收益的概率更大。随着中秋、国庆假期消费数据的落地以及消费类基金风格漂移后的回归，Q4大消费可能会迎来估值修复。

图15 券商盈利能力与股市成交额高度相关


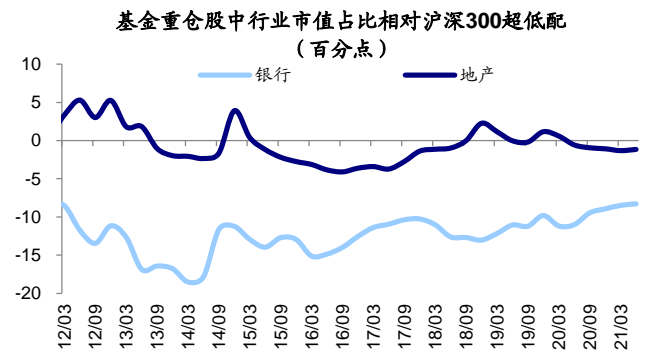
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 券商崛起与宽基指数向上突破同步


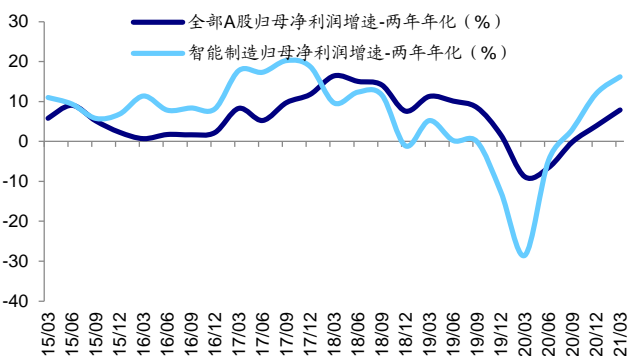
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 银行、地产行业估值处于低位


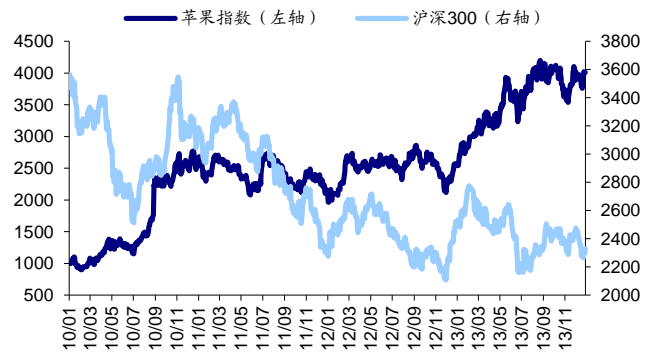
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至21/10/15

图18 公募基金低配银行、地产行业


资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 智能制造利润增速更优


资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 苹果指数在2011年随市场调整


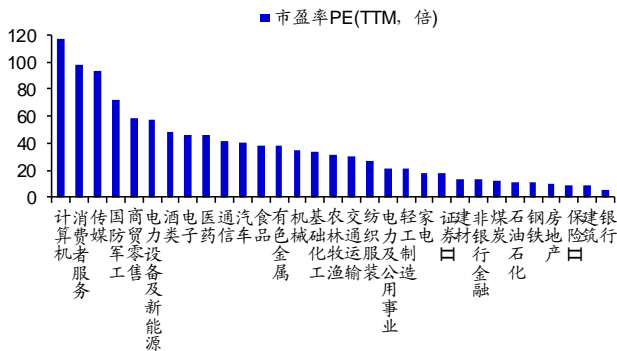
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低

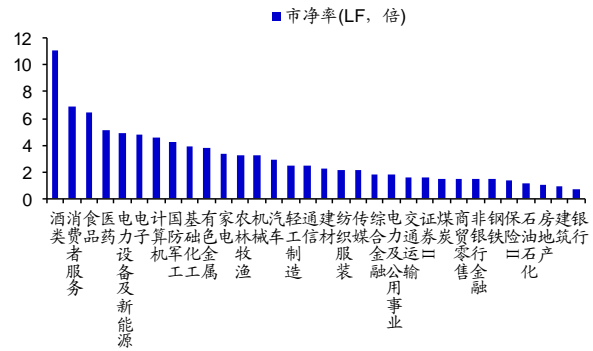
行业估值绝对值来看，截至2021年10月15日（下同），PE(TTM, 下同)历史分位水平处于05年以来10%以下的行业有房地产、轻工制造、建筑、保险、石油石化、综合金融；处于10%-20%的行业有证券、农林牧渔、银行、建材；处于20%-40%的行业有机械、电力及公用事业、家电、煤炭、有色金属、纺织服装、电子、基础化工、通信、

钢铁；处于 40%以上的行业有商贸零售、传媒、消费者服务、酒类、计算机、汽车、电力设备及新能源、交通运输、医药、国防军工、食品。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行 (5.7 倍)、建筑 (8.4 倍)、保险 (8.8 倍)，最高的行业是计算机 (117.7 倍)、消费者服务 (98.2 倍)、传媒 (93 倍)。

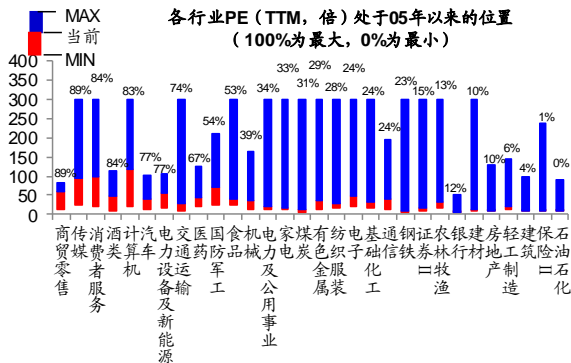
依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 05 年以来 10%以下的行业有房地产、轻工制造、建材、建筑、银行、保险、综合金融；处于 10%-20%的行业有家电、农林牧渔、石油石化；处于 20%-40%的行业有基础化工、钢铁、煤炭、电力及公用事业、有色金属、纺织服装、通信、证券、电子；处于 40%以上的行业有酒类、商贸零售、传媒、汽车、消费者服务、计算机、交通运输、电力设备及新能源、医药、国防军工、机械、食品。PB 绝对值最低的行业是银行 (0.7 倍)、建筑 (1.0 倍)、房地产 (1.0 倍)，最高的行业是酒类 (11.1 倍)、消费者服务 (6.9 倍)、食品 (6.5 倍)。

图21 各行业 PE 最新值 (TTM)


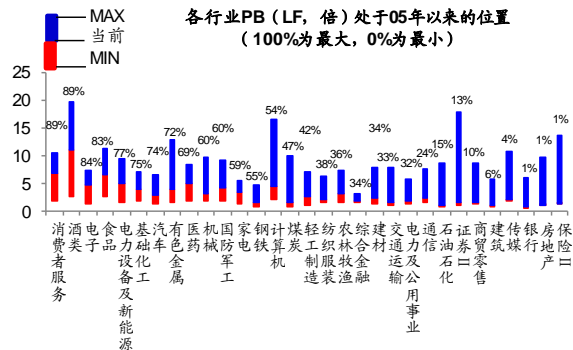
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2021/10/15

图22 各行业 PB 最新值 (LF)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2021/10/15

图23 各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2021/10/15

图24 各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来)


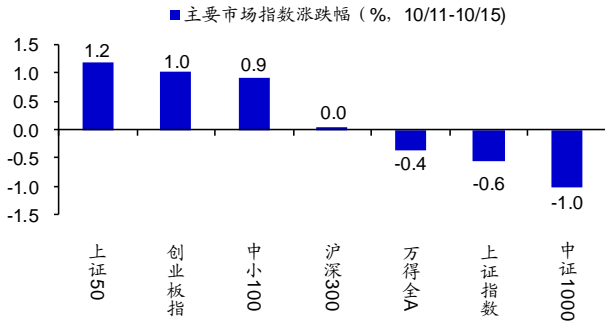
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2021/10/15

3. 市场概览与外资流入

市场指数有涨有跌, 主要行业指数互有涨跌。上周 (2021/10/11-2021/10/15, 下同) 上证 50 涨幅为 1.2%, 创业板指涨幅为 1.0%, 中小 100 涨幅为 0.9%, 沪深 300 指数涨幅为 0.0%, 万得全 A 跌幅为 0.4%, 上证指数跌幅为 0.6%, 中证 1000 跌幅为 1.0%。行业中涨幅较大的有汽车 (5.8%), 有色金属 (3.2%), 电力设备及新能源 (2.6%), 跌幅较大的有电力及公用事业 (-9.2%), 石油石化 (-5.5%), 建筑 (-5.0%)。

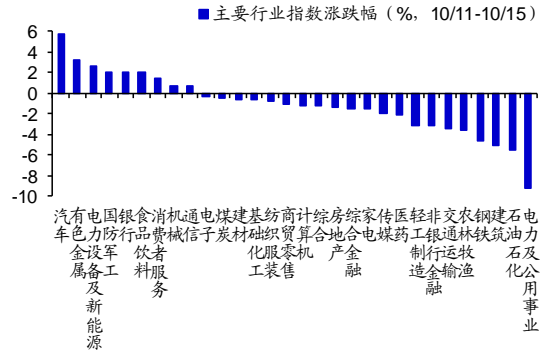
北上资金上周净流入, 食品饮料、银行、交通运输净流入居前。上周陆港通北上资金合计净流入 15.01 亿元人民币, 过去 4 周周均净流入 10.79 亿元人民币, 16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 54.11 亿元人民币。分行业来看, 上周北上资金净流入的行业有食品饮料、银行、交通运输、农林牧渔、医药、综合等; 上周北上资金净流出的行业有机械、计算机、有色金属、电子、非银行金融、汽车等。

图25 主要市场指数涨跌幅表现（%，10/11-10/15）



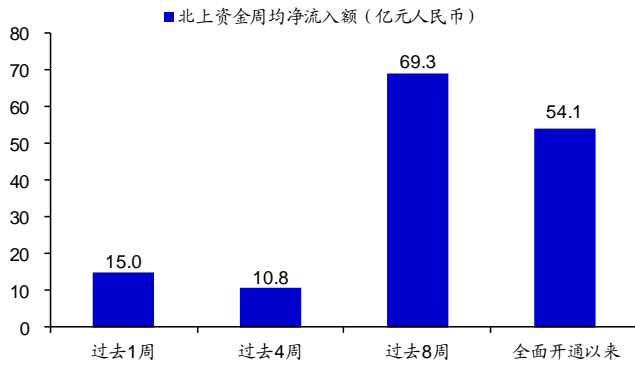
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 主要行业指数涨跌幅表现（%，10/11-10/15）



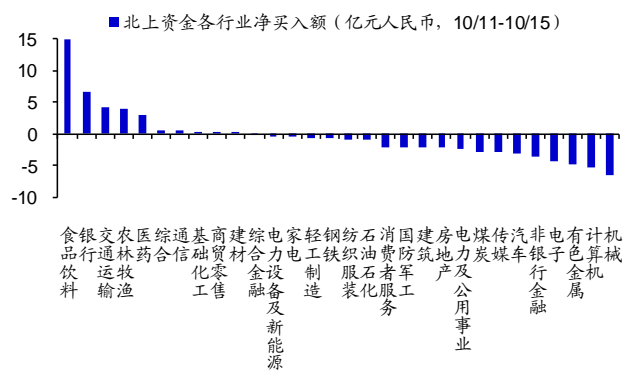
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 陆港通北上资金周均净流入额（亿元人民币，10/15）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 上周北上资金各行业净买入额（亿元，10/11-10/15）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 通胀大幅上行, 国内外宏观政策收紧。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
吴信坤 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
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

姜珮珊(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 wqj13735@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 py110297@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

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(021)23219671 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)23219671 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(021)23219671 zjy12711@htsec.com
余金花(021)23219671 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 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	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 张崢青(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 lj12399@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 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 lf112225@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 ddl13206@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 wj13985@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 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 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁 wyn14183@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