

# 择优而仕

## ——行业比较框架

荀玉根（海通证券首席经济学家） SAC号码：S0850511040006

吴信坤（海通策略联席首席分析师） SAC号码：S0850521070001

郑子勋（海通策略联席首席分析师） SAC号码：S0850520080001

杨锦（海通策略高级分析师） SAC号码：S0850523030001

2023年8月24日

## 1. 中期视角下产业十年一变

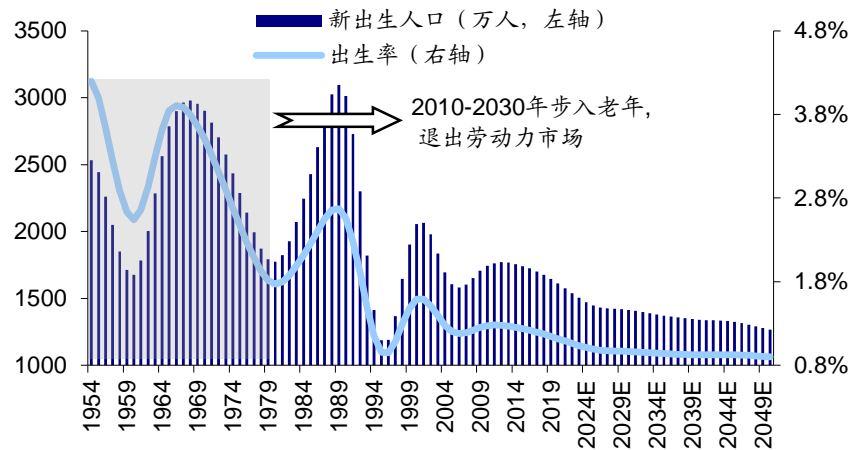
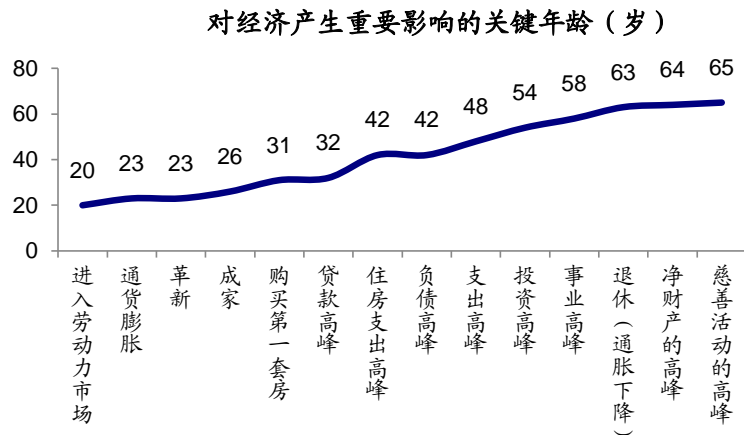
## 2. 行业景气与估值匹配分析

## 3. 基金配置与超额收益分析

# 中期产业趋势：逃不开的人口周期

✓ 中老年人口占比快速上升，90后新兴消费群体崛起。

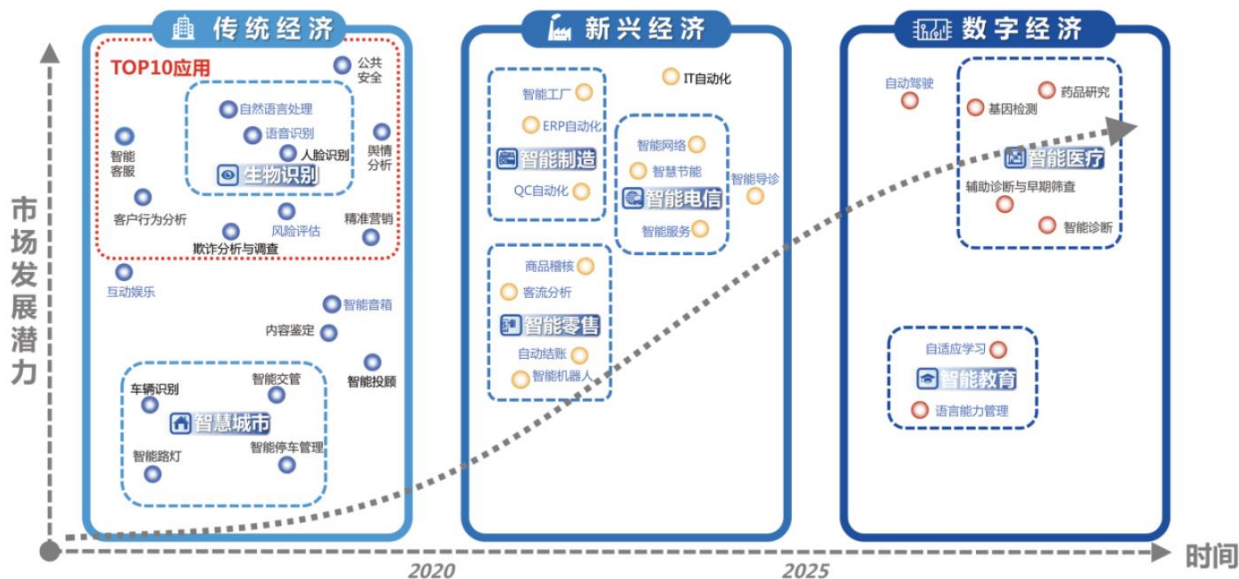
《如何应对加速的老龄化？-20200527》



资料来源：《下一个大泡泡（哈里·S·登特）》，Wind，海通证券研究所，注：左图纵轴为平均年龄

# 中期产业趋势：挡不住的技术渗透

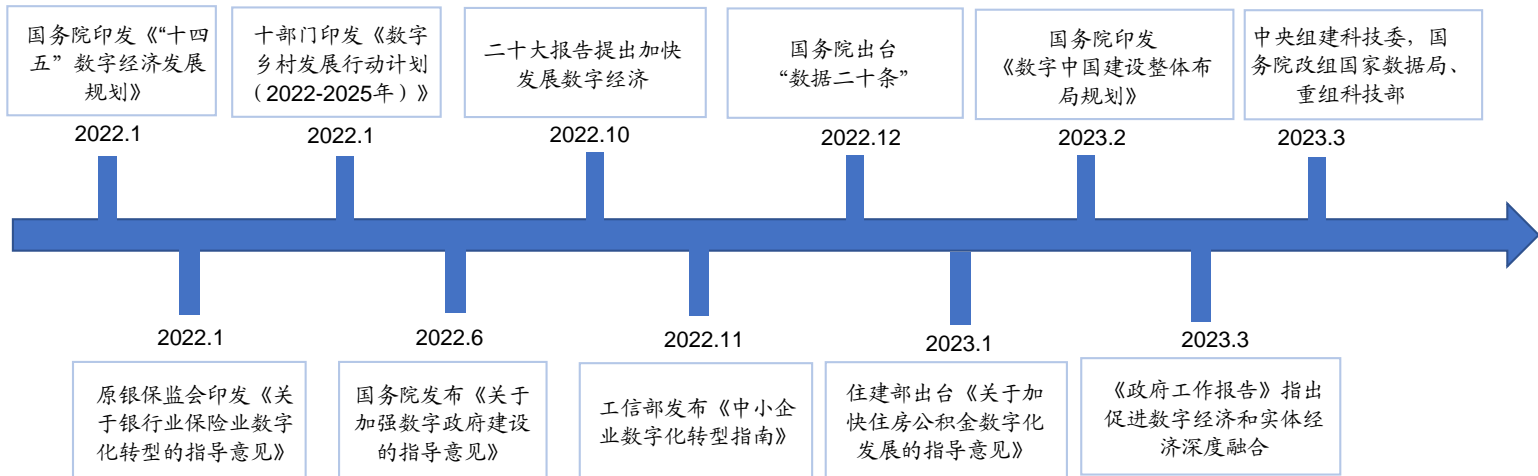
- ✓ 科技改变生活，5G革命性的意义在于与工业设施、医疗仪器、交通工具等的融合，最终实现万物互联。



资料来源：浪潮集团官方账号（百度号），海通证券研究所

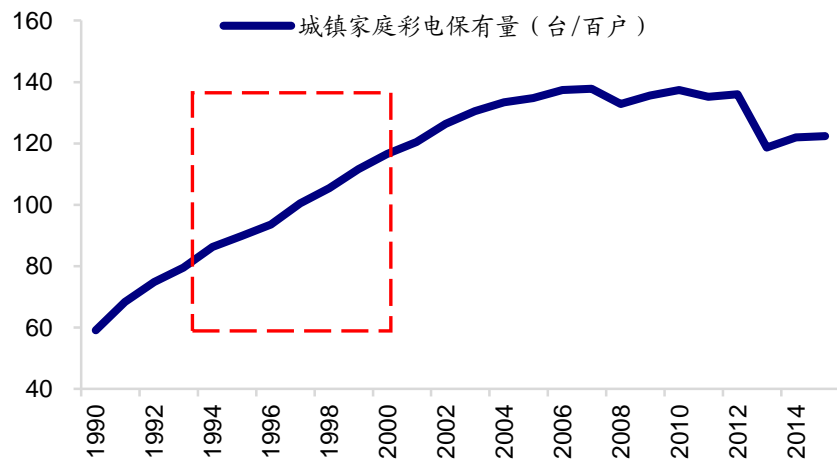
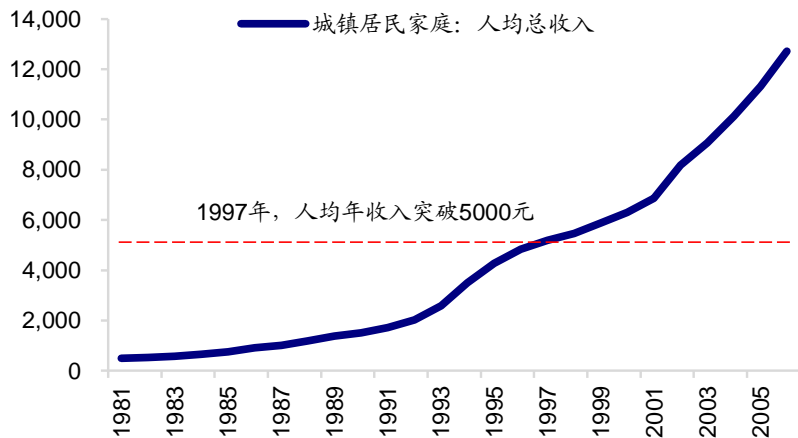
# 中期产业趋势：少不了的产业政策

✓ 借鉴美国1980年代经验，扩大直接融资，政策支持产业转型，科技土壤肥沃。 《十年一变——中美产业变迁对比-20190822》



# 1990-2000年：消费制造时代

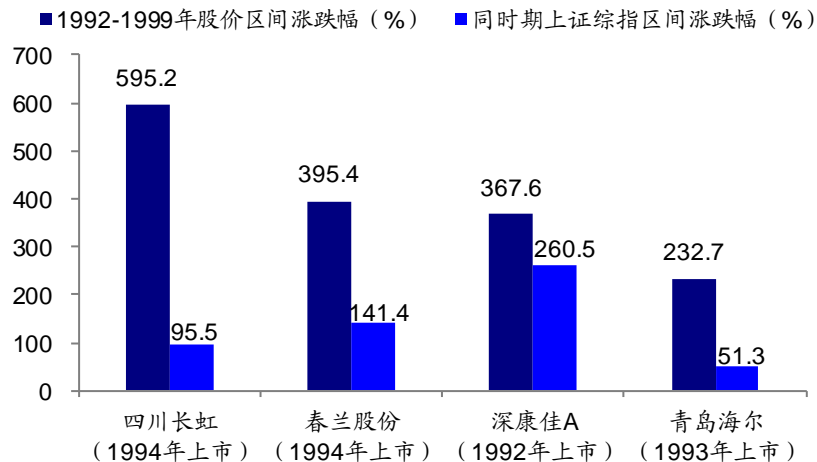
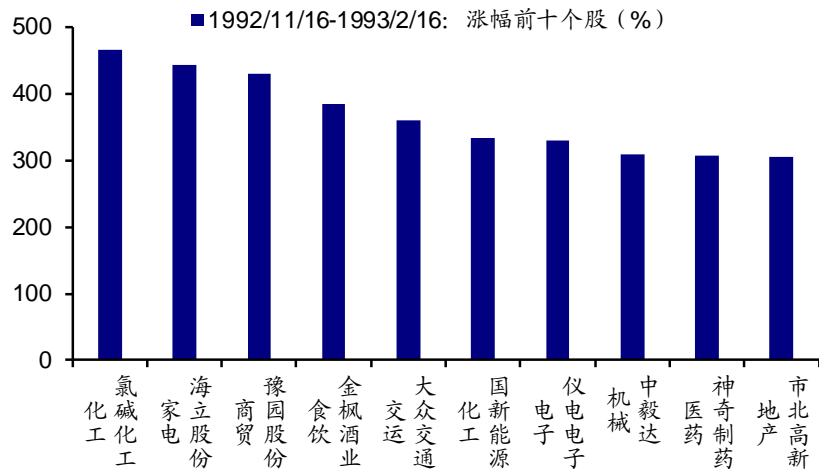
- ✓ 1990年初建立市场经济体制，日用消费品需求旺盛，90年中收入提升推动城乡居民消费升级，家电普及。



资料来源：Wind，国家统计局，海通证券研究所，左图单位为：元人民币

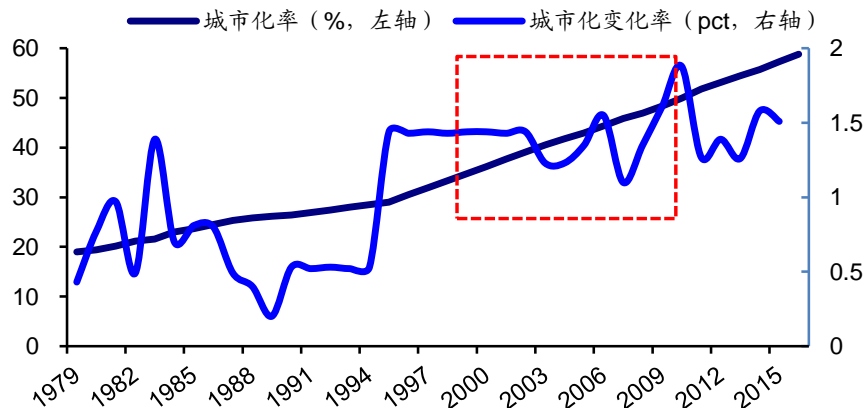
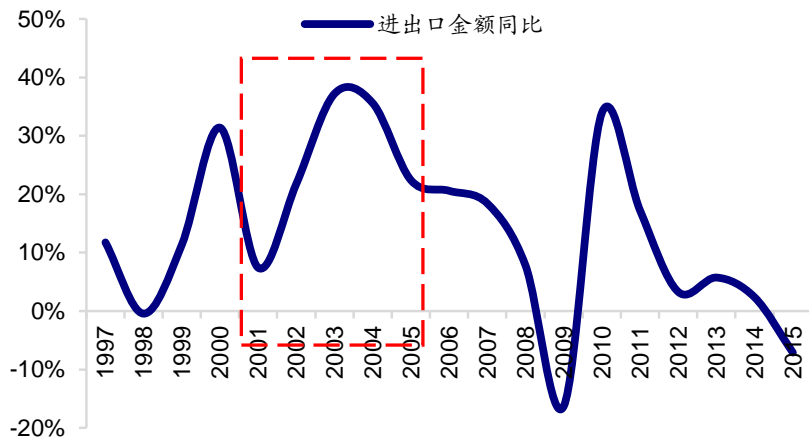
# 前半段百货，后半段家电

✓ 91-93年的牛市中，百货商品得到了广泛青睐。96-01年牛市中，家电相关产业是龙头。



# 2000-2010年：工业制造时代

✓ 2001年12月加入WTO，融入全球分工，工业制造大发展，城镇化加速，房地产需求爆发。

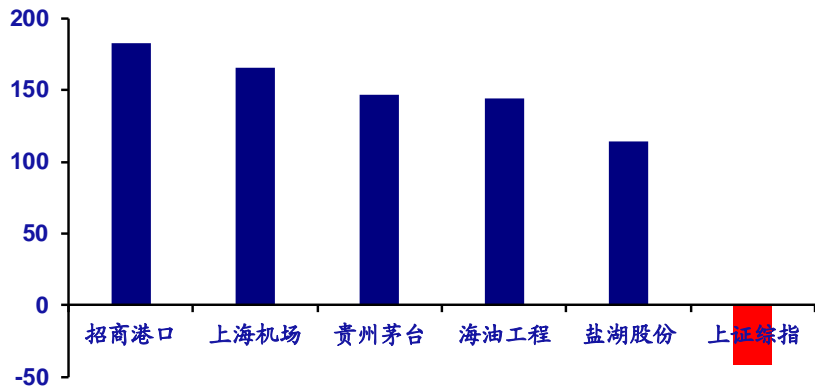




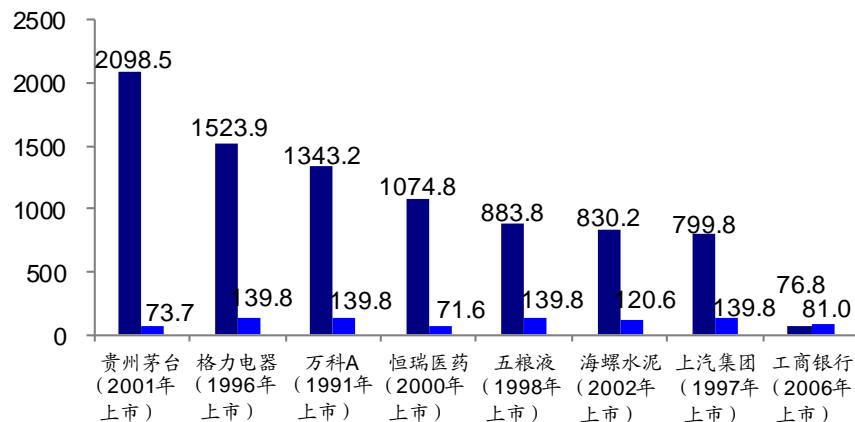
# 前半段出口链，后半段地产链

✓ 入世带动进出口企业受益，如上海机场等。05-07年、08年底-09年牛市，地产产业链全面发酵。

2001年12月-2005年6月涨幅前5个股 (%)

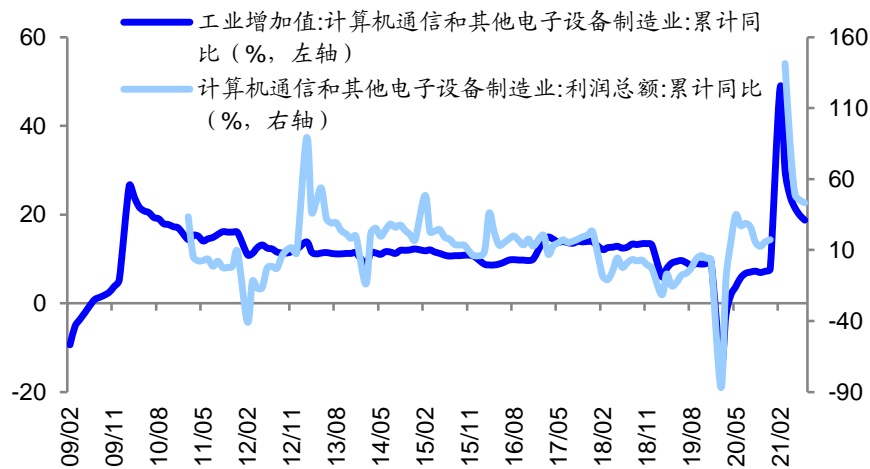
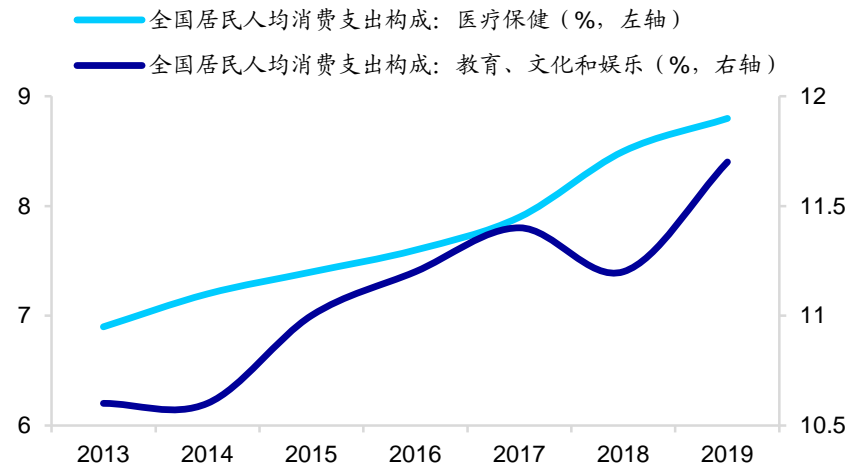


2000-2017年股价区间涨跌幅 (%) ■ 同时期上证综指区间涨跌幅 (%)



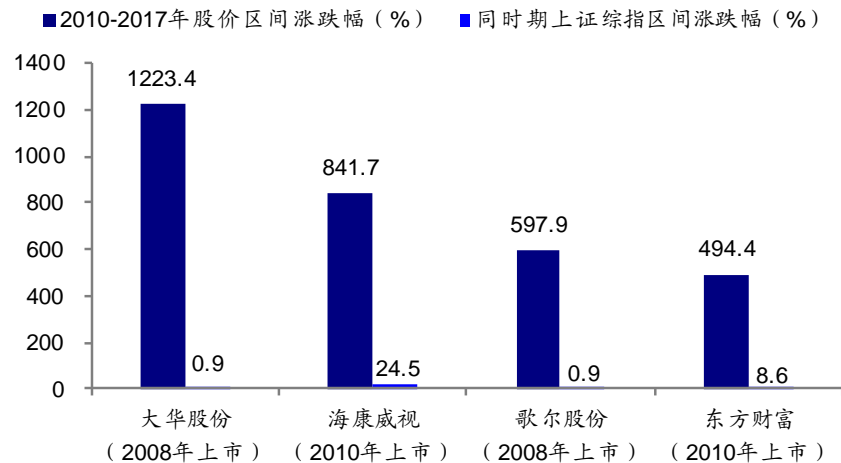
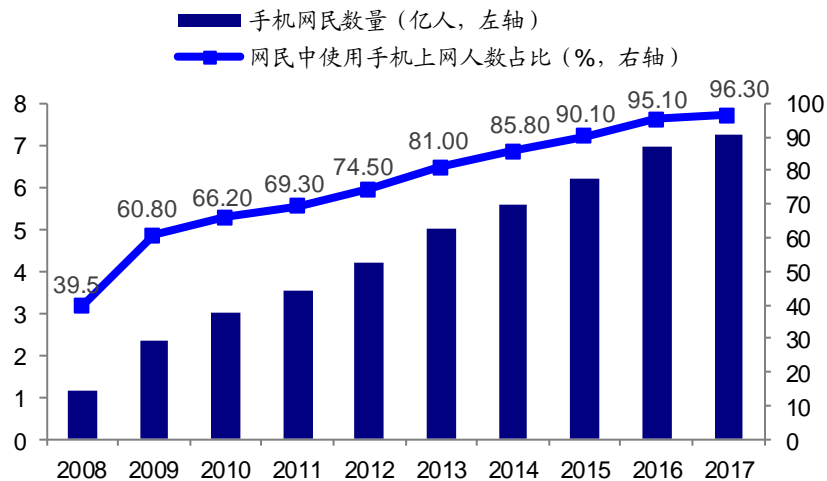
# 2010-2020年：先进制造时代

- ✓ 2010年来居民服务类消费需求爆发，自主品牌崛起推动消费升级；中国经济步入由大变强阶段，先进制造业是大国强盛的利器。



# 智能手机引爆移动互联浪潮

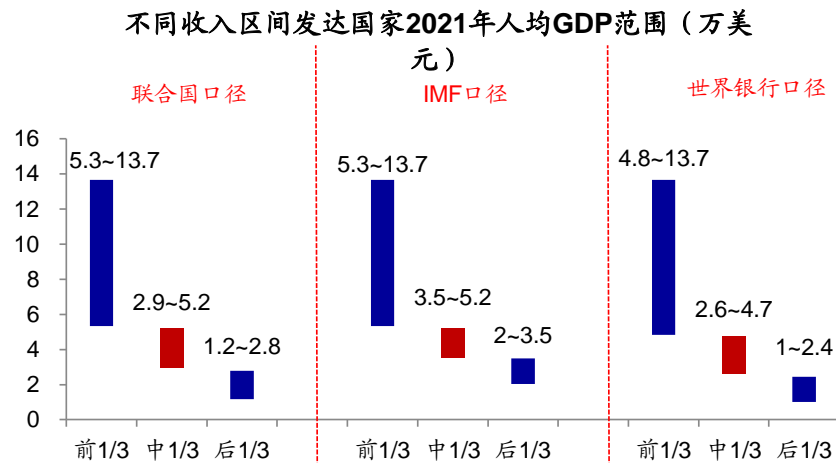
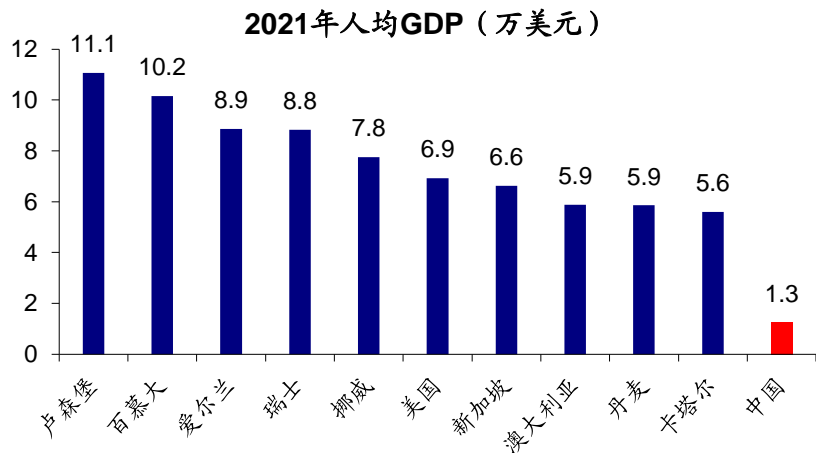
✓ 智能手机普及带动了TMT走牛：10-12年硬件设备、13年游戏内容、14-15年互联网。



# 新征程：中国式现代化

✓ 二十大报告：2035年人均GDP达到中等发达国家水平。

✓ 21年中等发达国家人均GDP门槛3万美元，我国仅1.3万美元。



# 现代化产业体系：数字经济

✓ 中央层面组建中央科技委，国务院机构改革重组科学技术部、成立国家数据局，加速科技自主可控，发展数字经济。

## 组建中央科技委员会

### 重组科学技术部

#### 职责调整

组织拟订科技促进农业农村发展规划和政策、指导农村科技进步职责

划入 农业农村部

组织拟订科技促进社会发展规划和政策职责

划入 发改委、生态环境部、卫健委等

组织拟订高新技术发展及产业化规划和政策，指导国家自主创新示范区、国家高新技术产业开发区等科技园区建设，指导科技服务业、技术市场、科技中介组织发展等职责

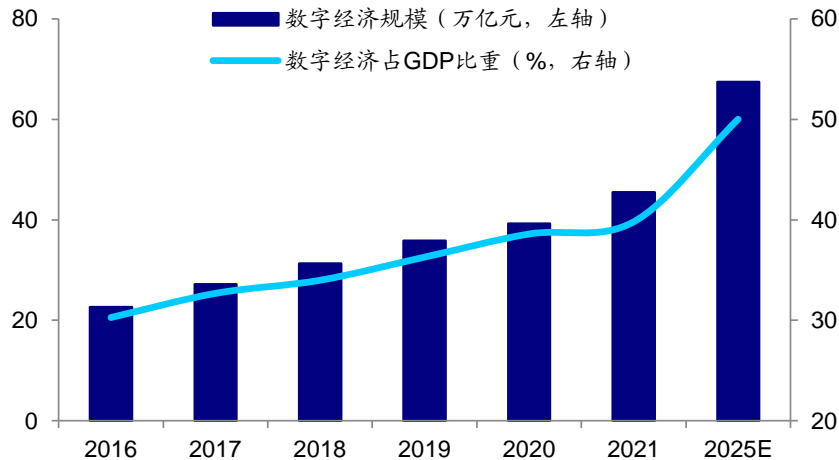
划入 工业和信息化部

转交负责引进国外智力工作职责，不再保留国家外国专家局牌子

划入 人力资源和社会保障部

#### 机构调整

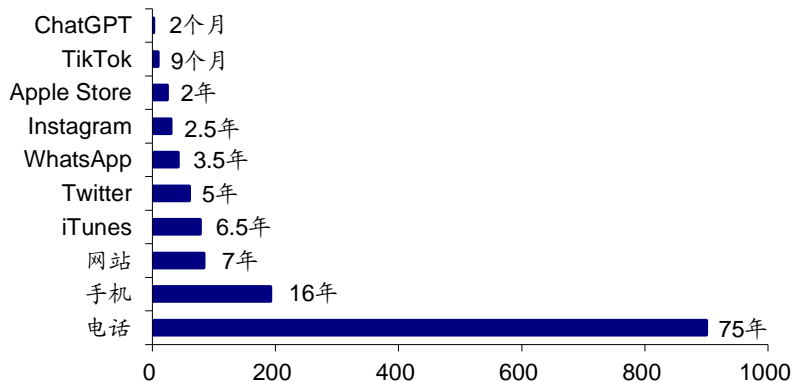
把科学技术部所属中国农村技术开发中心划入**农业农村部**，中国生物技术发展中心划入**国家卫生健康委员会**，中国21世纪议程管理中心、科学技术部高技术研究发展中心划入**国家自然科学基金委员会**，保留对国家自然科学基金委员会管理，**不再参与具体科研项目评审和管理**



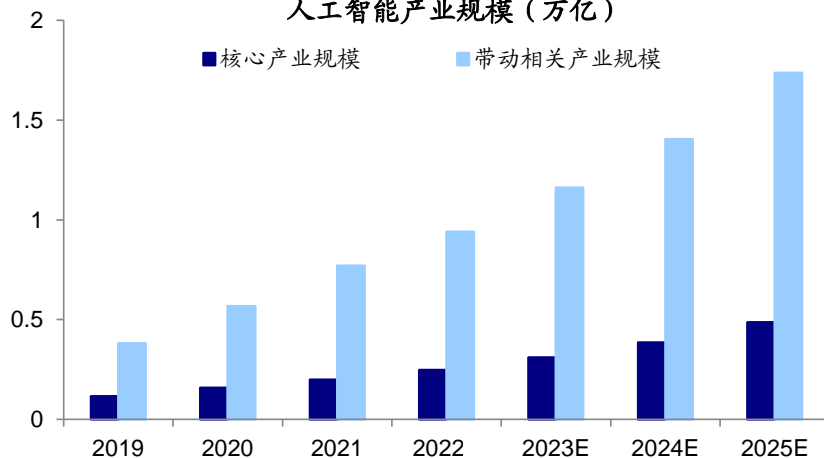
# AI或正引领新一轮产业变革

- ✓ ChatGPT在推出仅两个月后月活用户已经突破1亿，大模型或将推动AI在更多领域实现商业化落地。

主要科技产品及平台达到全球1亿用户所需时间

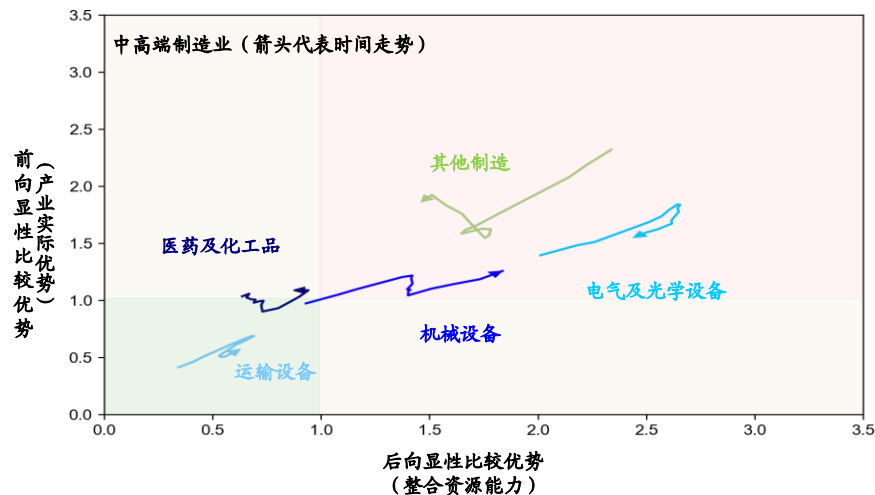
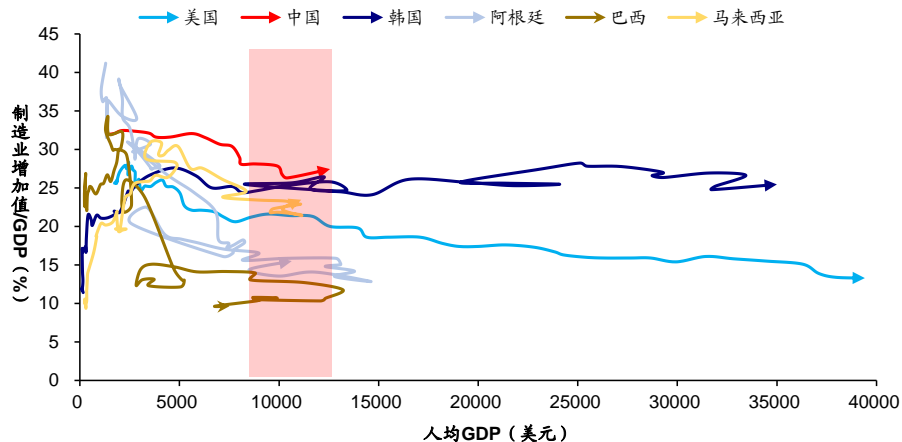


人工智能产业规模（万亿）



# 科创驱动的高端制造正崛起

- ✓ 借鉴韩、美，跨越中等收入陷阱须保持制造业比重稳定。我国人才、技术等要素积累将推动中高端、技术密集型制造业优势提升。



1. 中期视角下产业十年一变

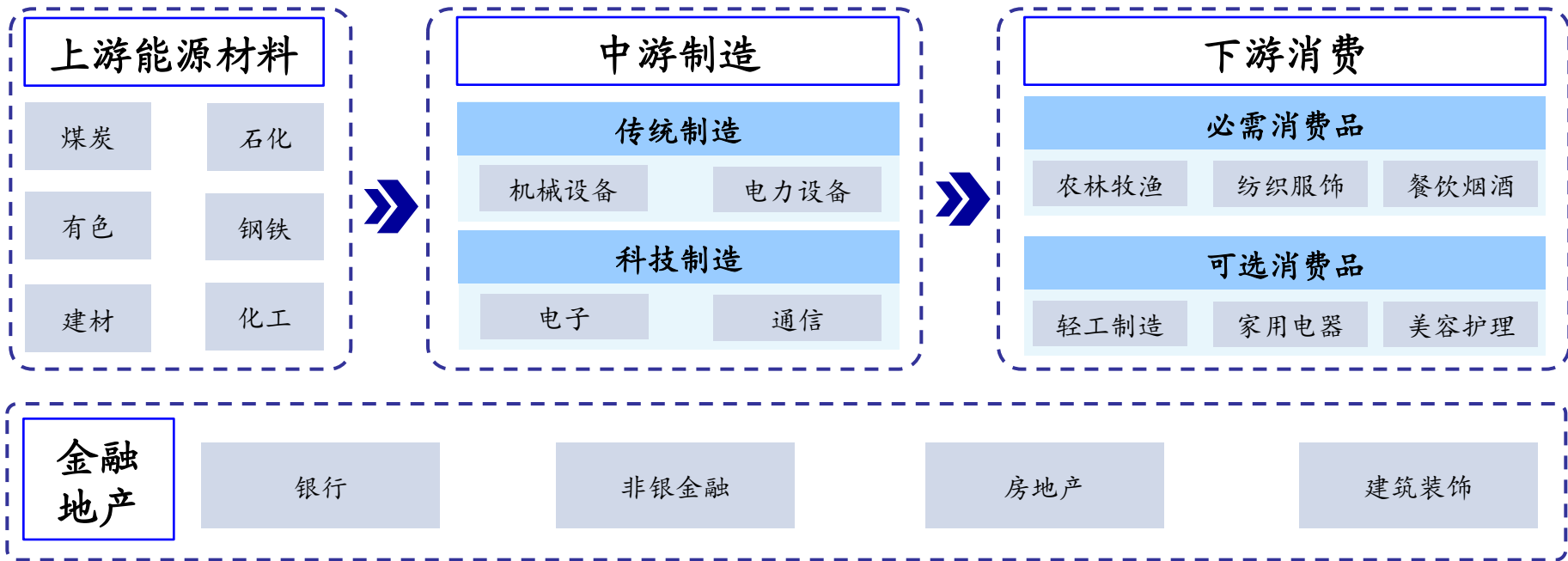
2. 行业景气与估值匹配分析

3. 基金配置与超额收益分析



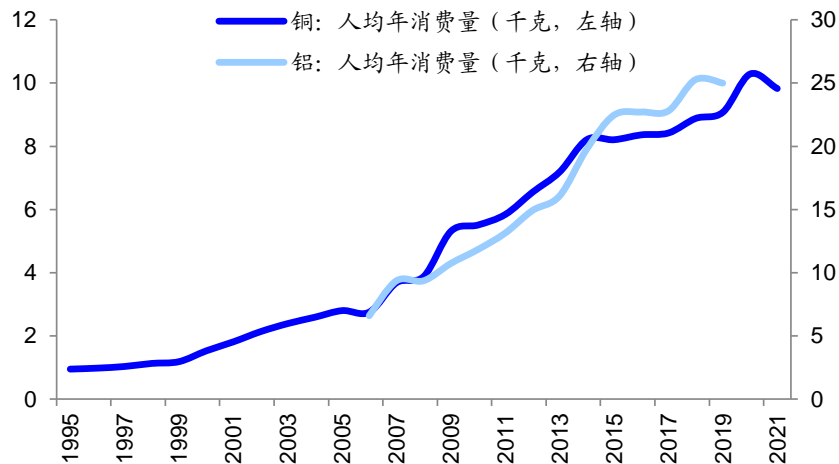
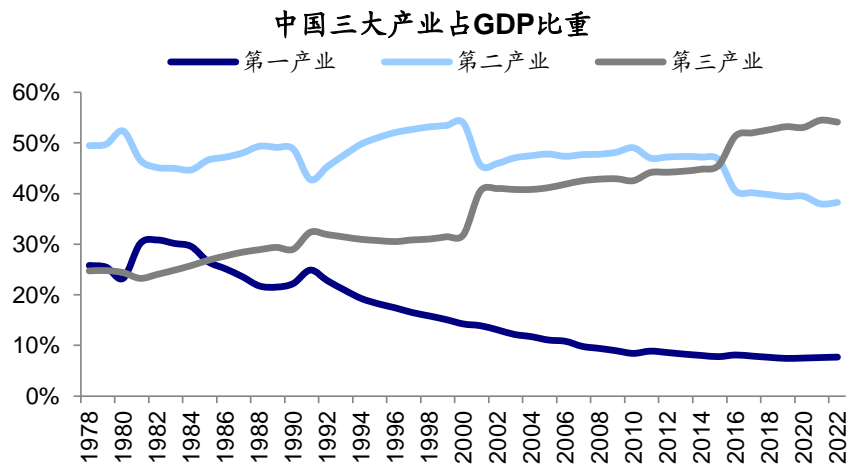
# 大类行业在产业链中的位置

✓ 周期原料、制造、金融地产、消费板块紧密相关，共同支撑宏观经济运行。



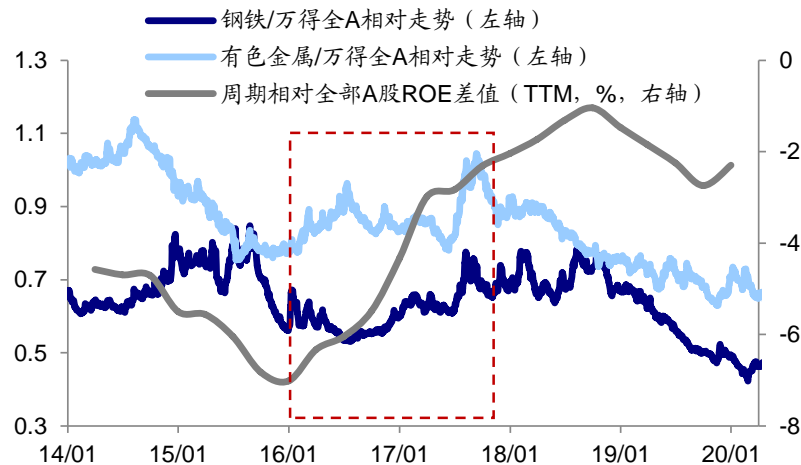
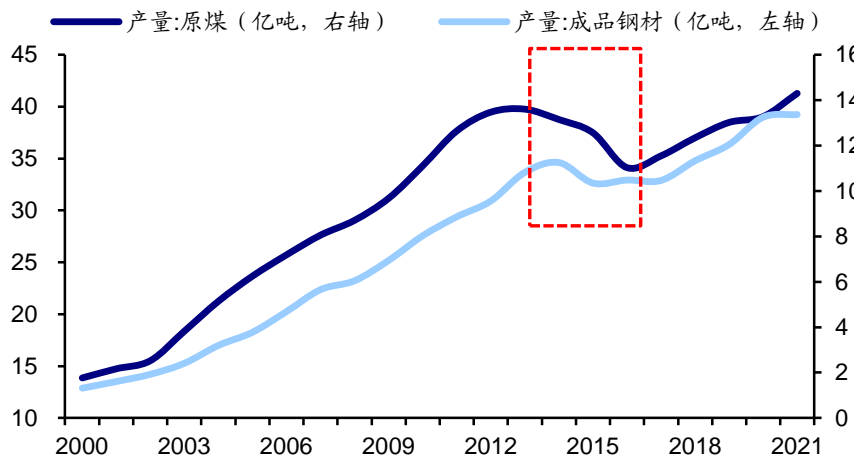
# 能源材料：需求增速放缓，关注供给变化

✓ 2011年以来我国第二产业占GDP比重开始下降，已进入后工业化时代，对应周期品需求增速放缓，更需额外关注供给侧变化。



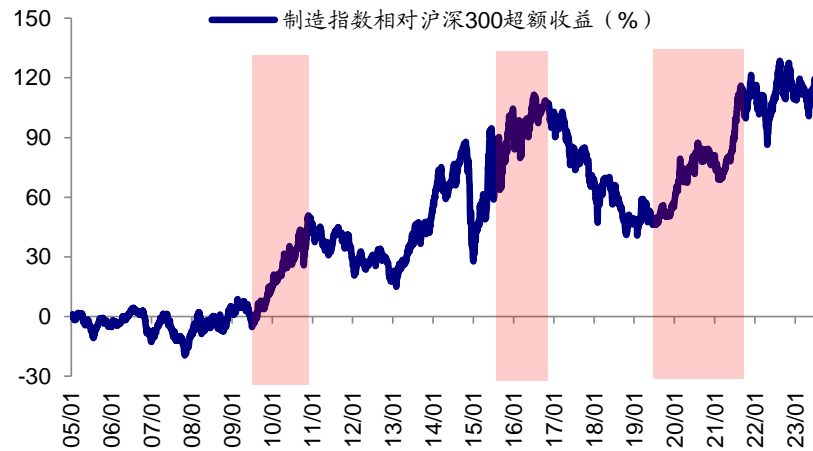
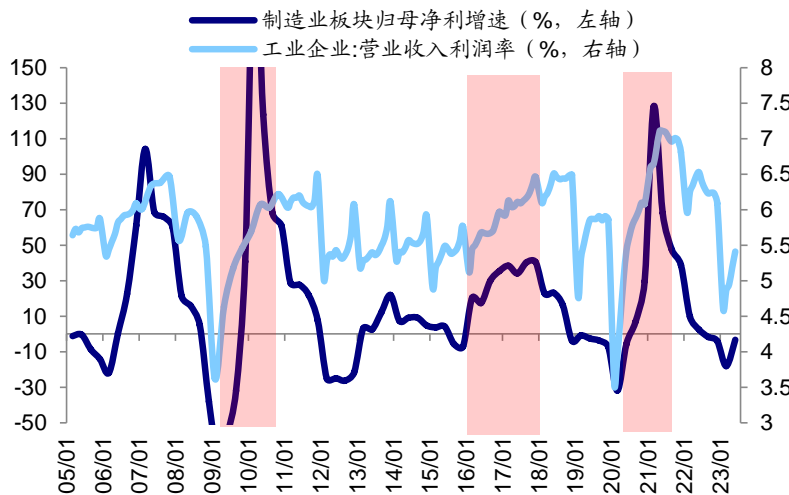
# 16-17年供给侧出清推动能源材料行情展开

- ✓ 15年中央经济工作会议提出深化供给侧结构性改革，随后周期行业供给进一步出清。随着16年起我国经济逐步修复，周期板块业绩开始改善，带动股价上涨。



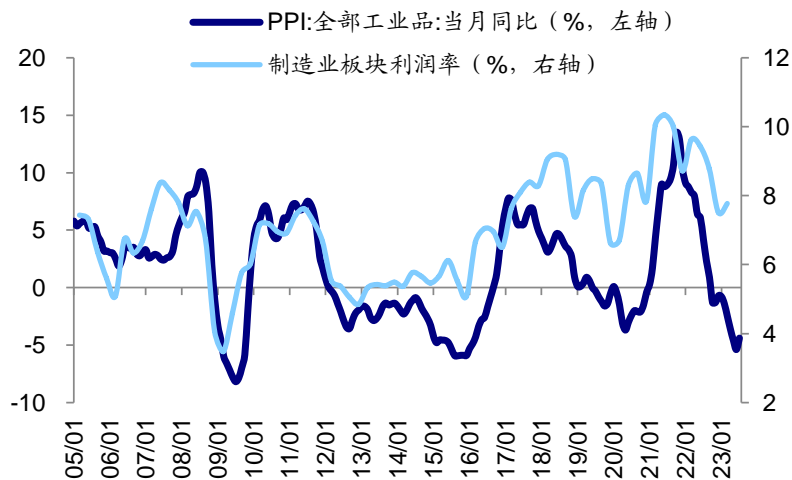
# 传统制造：利润率是关键

- ✓ 利润率是制造业景气决定的关键，利润率上行期间制造业企业盈利能力提升，该阶段行业往往获得超额收益。



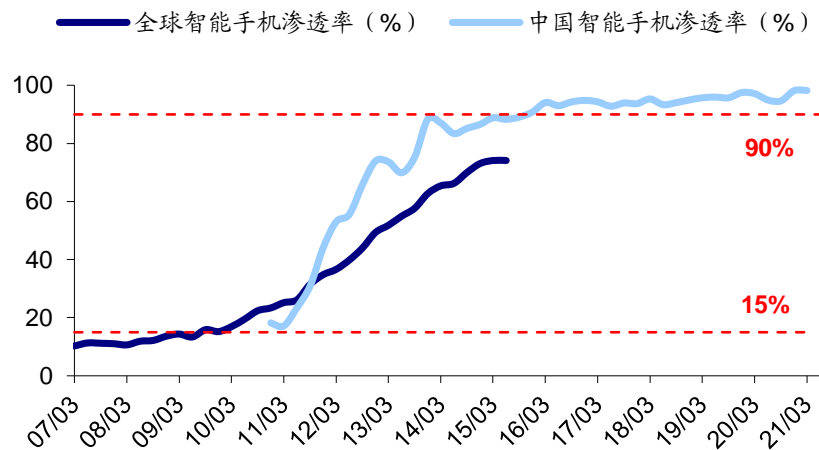
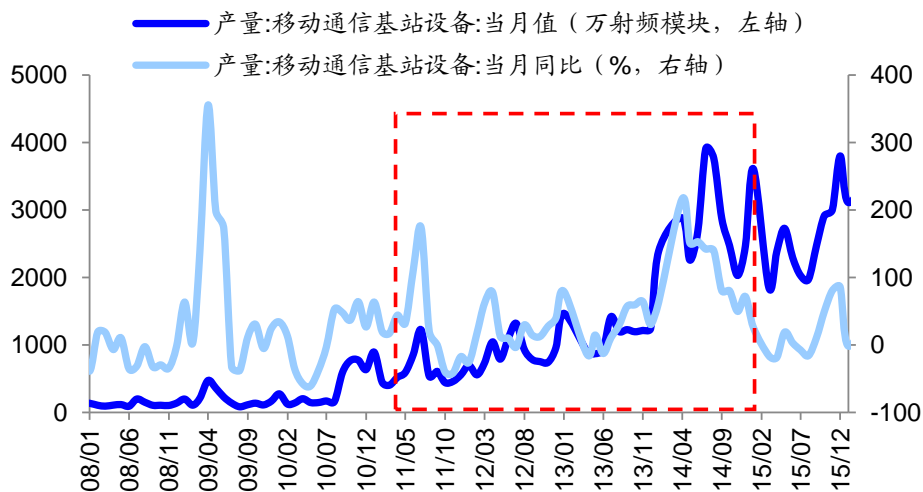
# PPI上行期间制造业利润率往往提升

- ✓ 历史上制造业利润率与PPI具有较强的相关性，PPI上行期间制造业企业通过涨价和成本摊薄带来利润率提升。



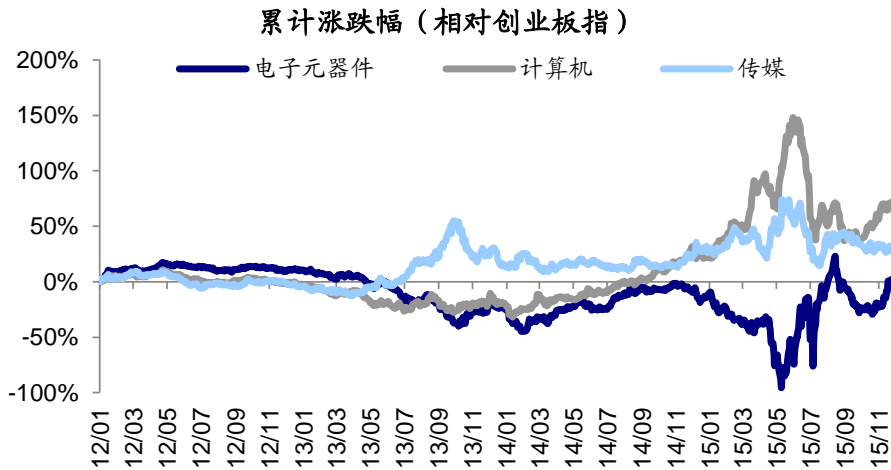
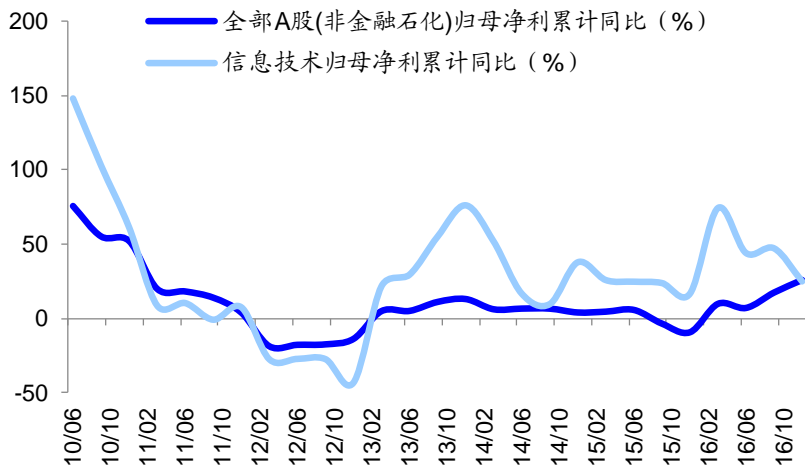
# 科技制造：重视技术突破

- ✓ 科技产业对技术周期和政策导向十分敏感，科技产品供求关系的突出特征是供给创造需求。



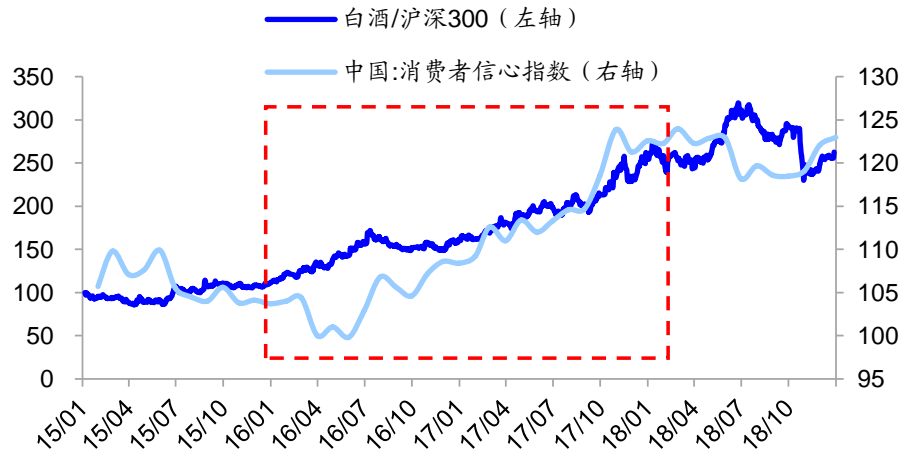
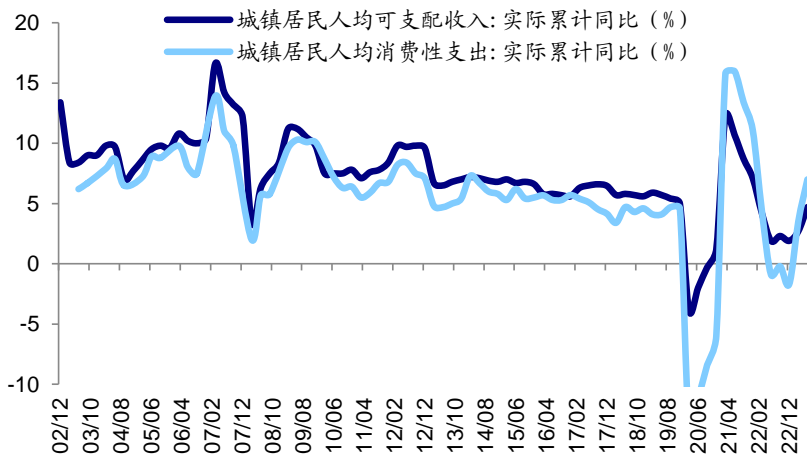
# 2010-15年移动互联浪潮催生TMT牛市

- ✓ 10-15年移动互联周期正值3G技术成熟并过渡到4G的阶段。产业演变从电子设备开始、逐渐向软件内容传导并扩散至场景应用，带动了整个产业链高景气。



# 消费：关注终端需求

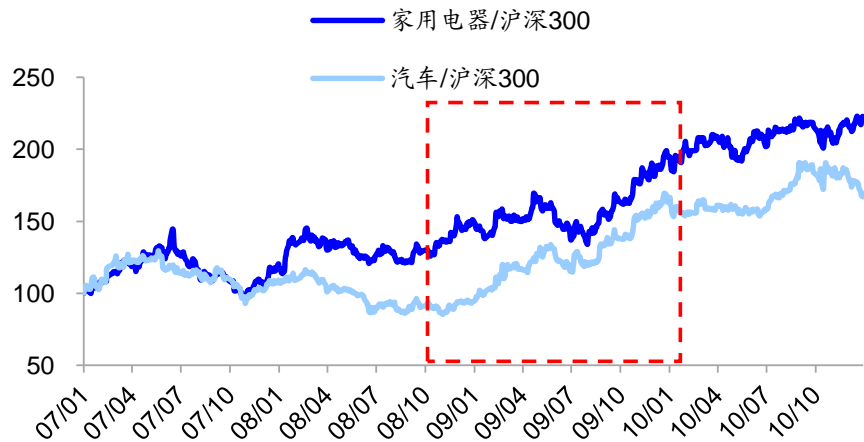
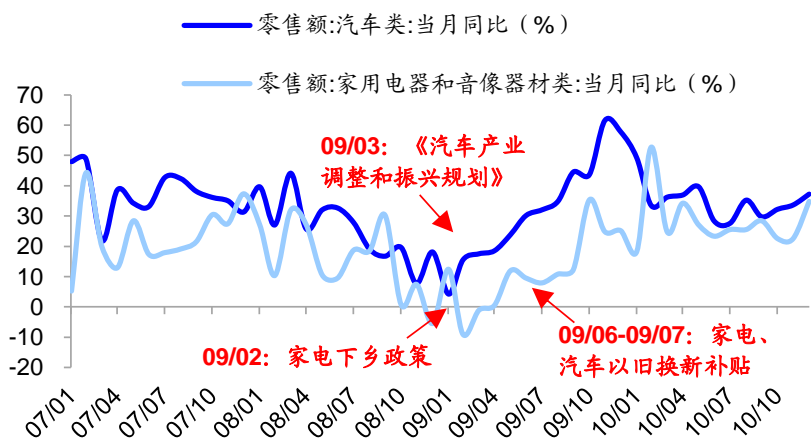
✓ 下游消费行业景气度主要由需求决定，历史上居民消费支出主要受收入水平影响。例如，16-17年白酒牛市离不开消费升级助推。





# 促消费政策是驱动内需回暖的抓手

- ✓ 历史上促消费政策的出台往往推动内需回暖、消费基本面改善，带来消费板块的超额收益。



# 金融地产：关注政策和估值

✓ 过去十年金融地产出现6次阶段性超额收益，背后是政策宽松+低估  
值。

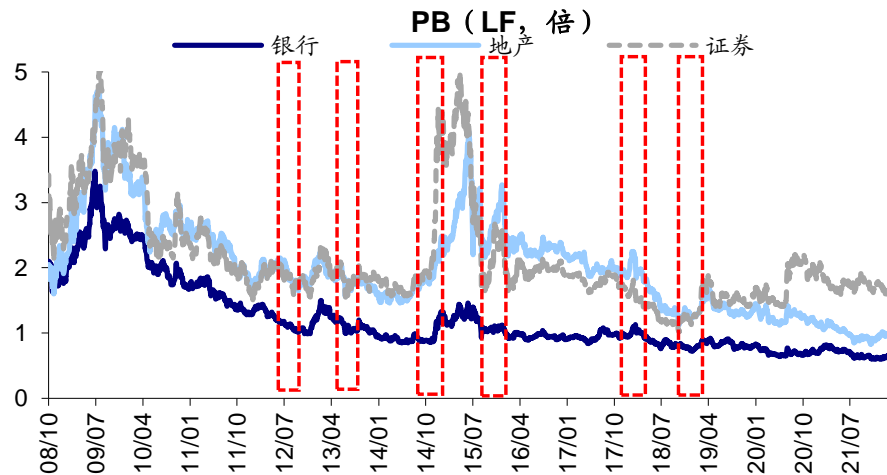
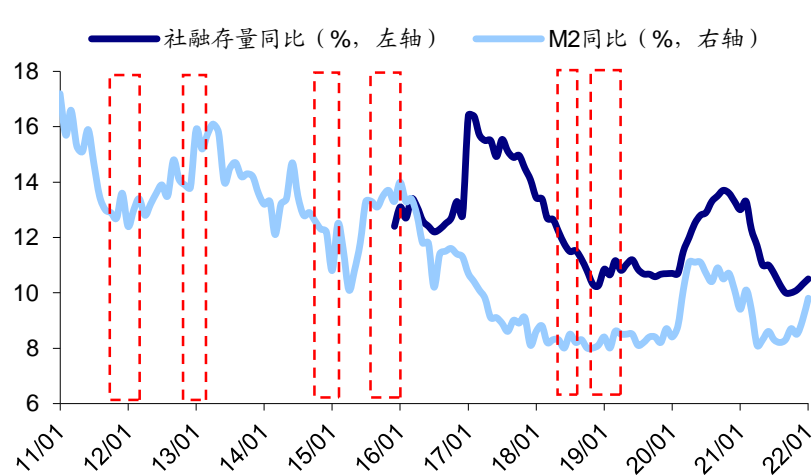
	开始时间	结束时间	区间最大涨幅 (%)			区间相对沪深300的最大超额收益 (%)		
			银行	地产	证券	银行	地产	证券
第1次	2011/12/29	2012/3/14	13.7 (1.3→1.4)	31.1 (1.7→2.1)	38.8 (1.5→2.0)	13	9	12
第2次	2012/11/30	2013/2/8	54.3 (1.0→1.4)	33.5 (1.7→2.2)	63.6 (1.5→2.3)	23	6	21
第3次	2014/10/28	2015/1/7	72.0 (0.9→1.3)	47.6 (1.8→2.4)	162.0 (1.9→4.4)	25	8	118
第4次	2015/8/26	2015/12/22	34.8 (1.0→1.1)	50.9 (2.3→3.3)	74.7 (1.7→2.6)	14	52	43
第5次	2018/7/20	2018/11/19	13.9 (0.87→0.79)	27.2 (1.36→1.39)	37.8 (1.2→1.3)	27	22	22
第6次	2019/1/4	2019/4/16	27.6 (0.74→0.92)	44.9 (1.3→1.6)	65.6 (1.3→1.8)	7	21	33
平均						18	20	42

注1：开始时间为银行、地产和券商其中之一最先开始上涨的时间，结束时间为三者其中之一最后结束上涨的时间

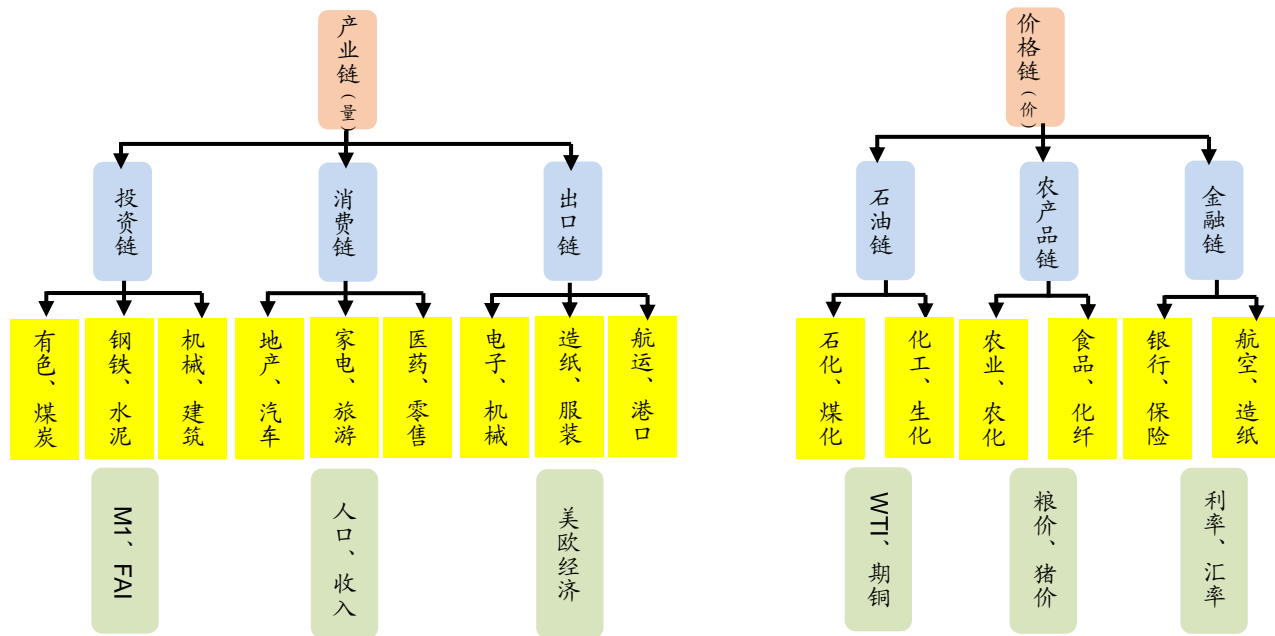
注2：括号内表示开始时间PB (LF, 倍) 与结束时间PB (LF, 倍)

# 金融地产跑赢的背景：政策宽松+低估值

- ✓ 6次中5次源于降准（含2次降息），另外1次是受益于12年底十八大后改革预期升温，且前期估值都已达到较低水平。

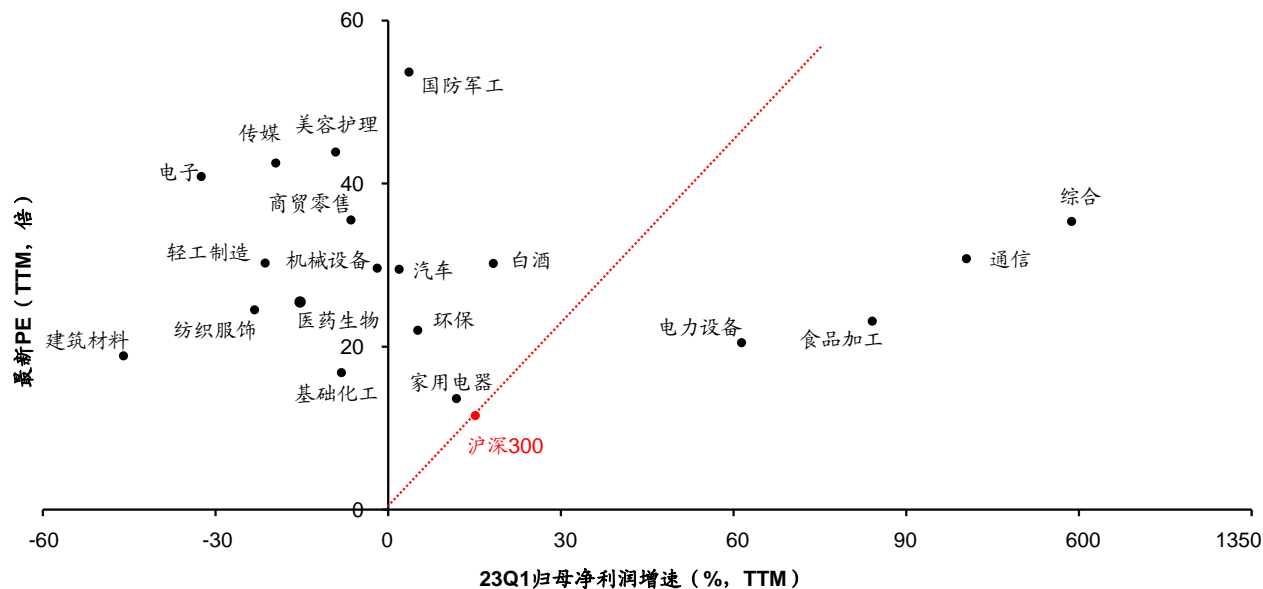


- ✓ 根据宏观指标和中观行业的对接，主要分产业链和价格链，跟踪行业的景气和盈利变化，该数据库每月中下旬外发。



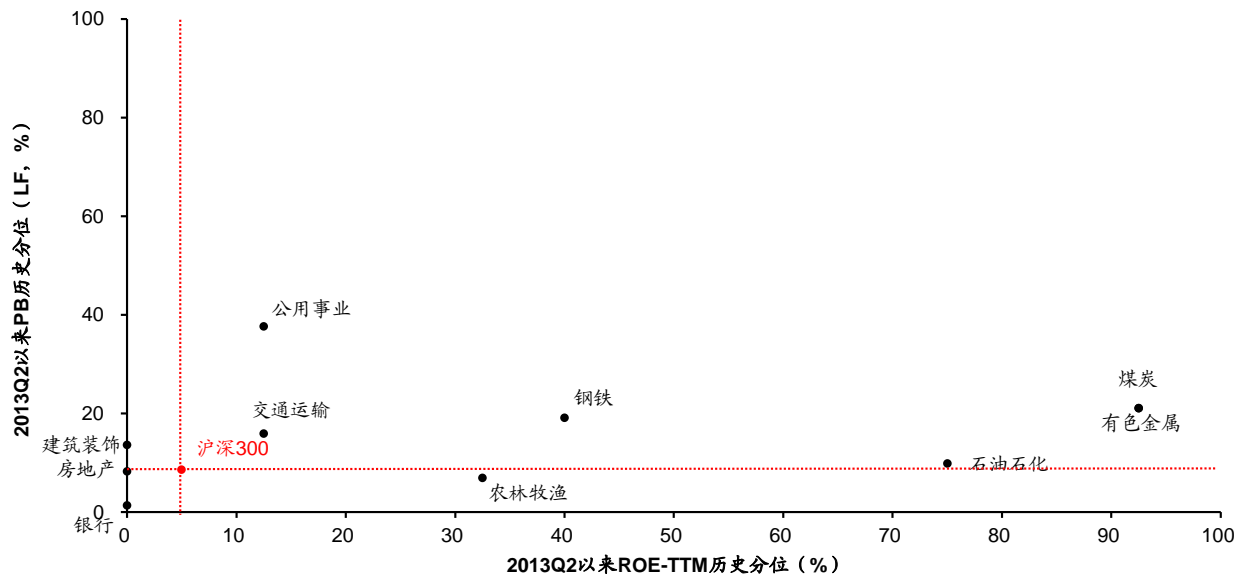
# 中短期行业比较：估值盈利匹配

✓ 根据估值盈利对比关系看估值盈利匹配，尤其是消费类、科技类行业。



# 中短期行业比较：估值盈利匹配

- ✓ 根据PB、ROE的历史分位数的对比关系看估值盈利匹配，尤其是工业类、金融地产类行业



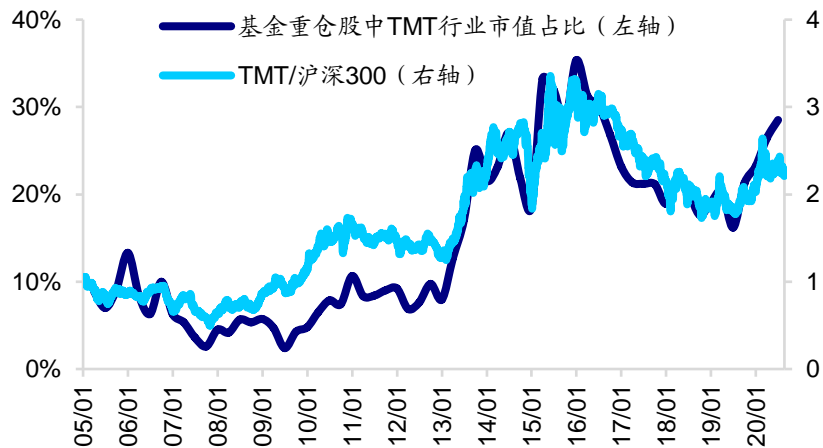
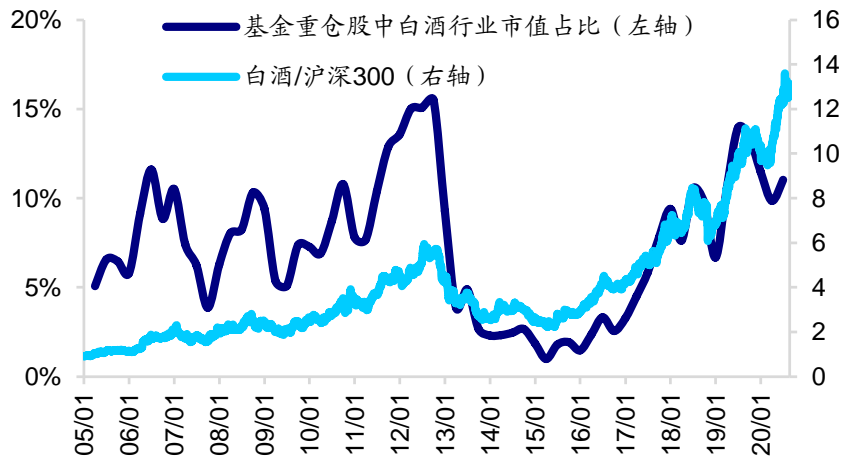
1. 中期视角下产业十年一变

2. 行业景气与估值匹配分析

3. 基金配置与超额收益分析

# 为何研究机构持仓?

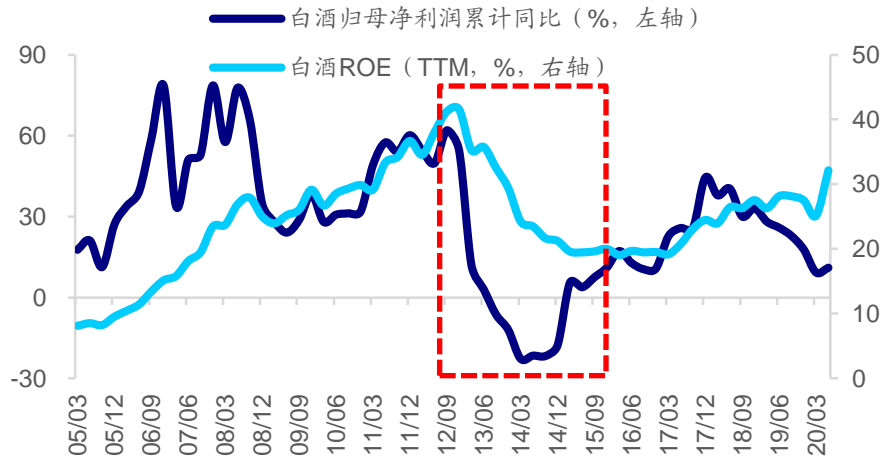
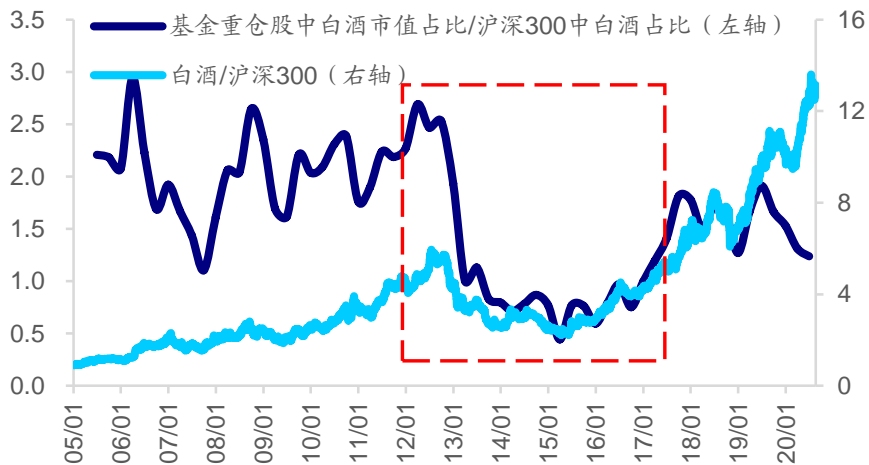
✓ 参考历史，行业机构持仓持续上行期间，超额收益明显。





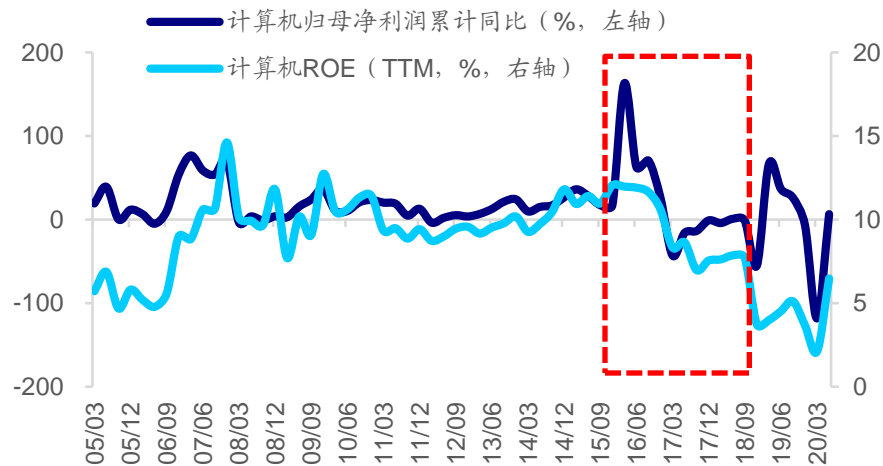
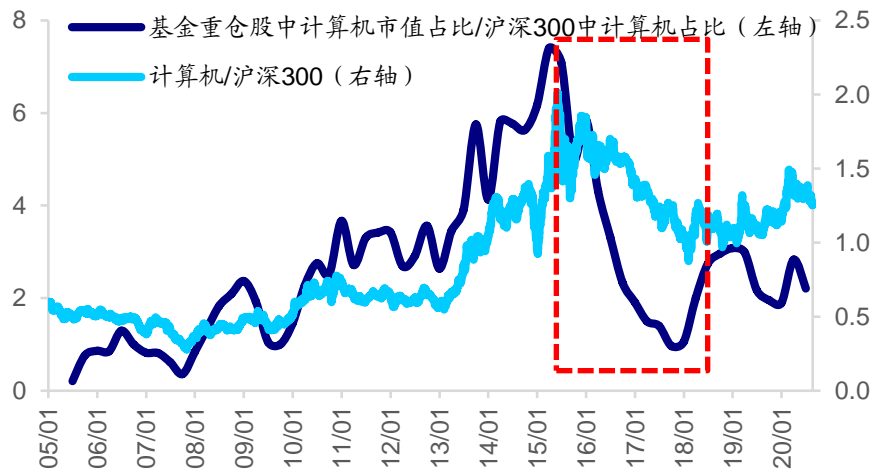
# 案例：12Q3、16Q1的白酒

- ✓ 12Q3白酒超配达历史高点，随后外界冲击拖累基本面导致白酒大幅跑输；16Q1基金仓位历史最低，基本面崛起带动白酒跑赢沪深300。



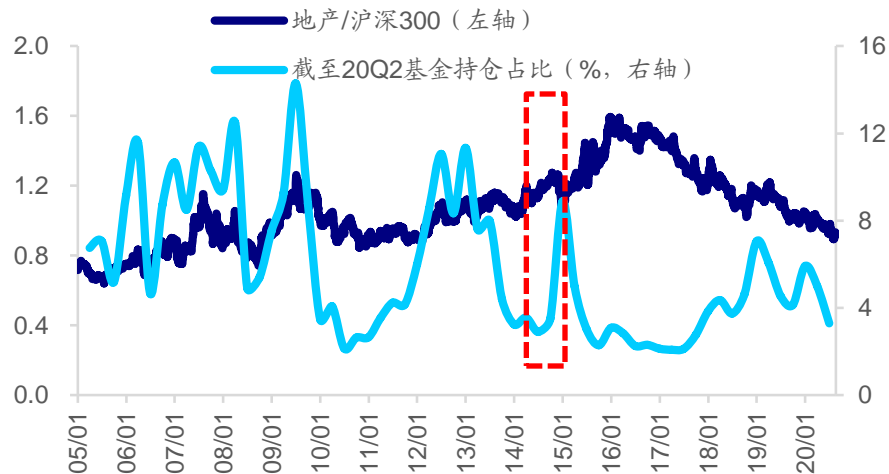
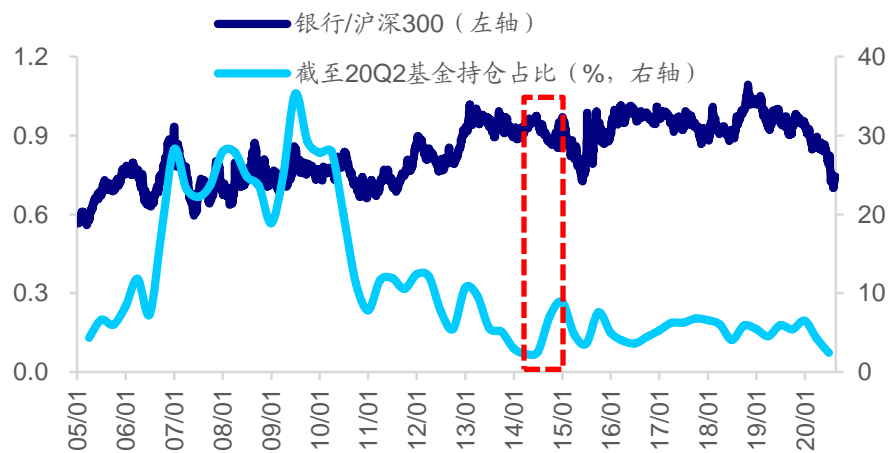
# 案例：15Q3的计算机

✓ 15Q3计算机超配处历史高位，随后基本面下滑导致大幅跑输沪深300。



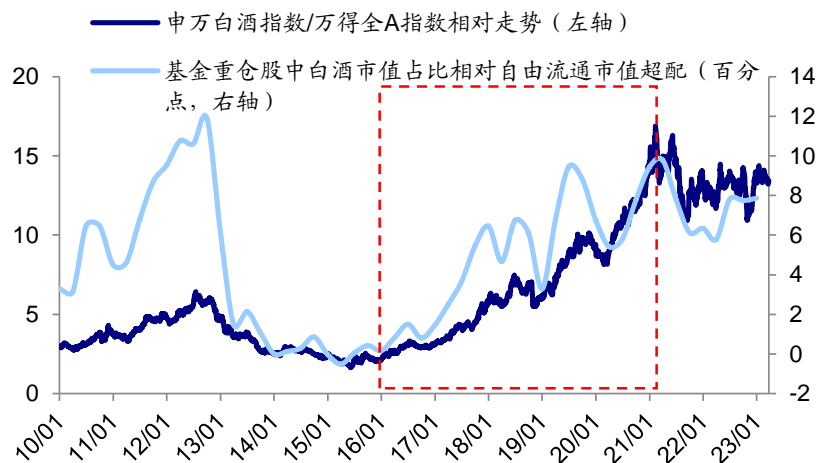
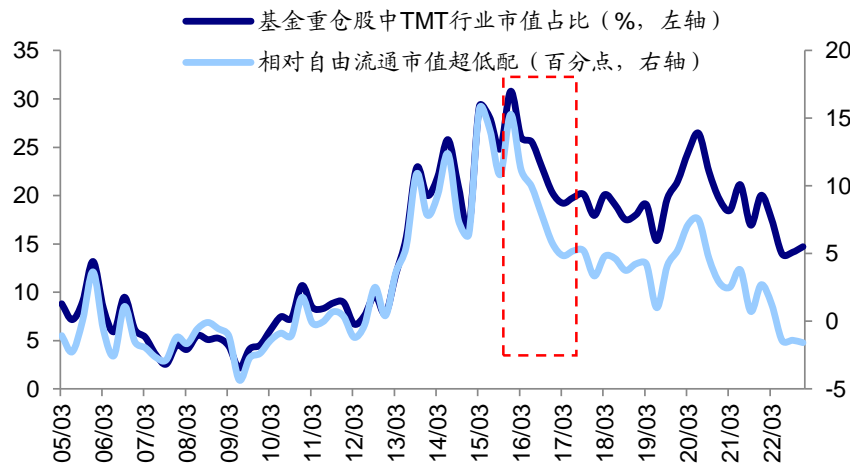
# 案例：14Q4金融地产补涨

- ✓ 14Q4金融地产大涨原因是12年底至14Q3行业分化严重。  
《银行地产岁末年初多异动-20190926》



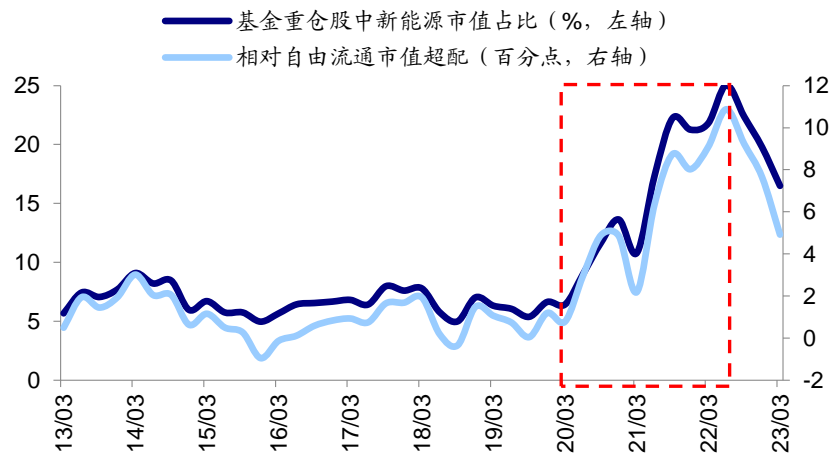
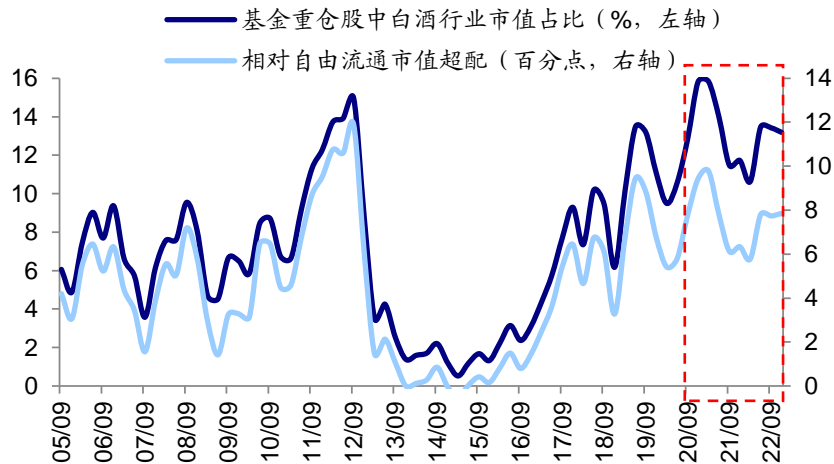
# 历史上的公募大调仓

✓ 16-17年公募持仓从TMT转向白酒，调仓持续4个季度。



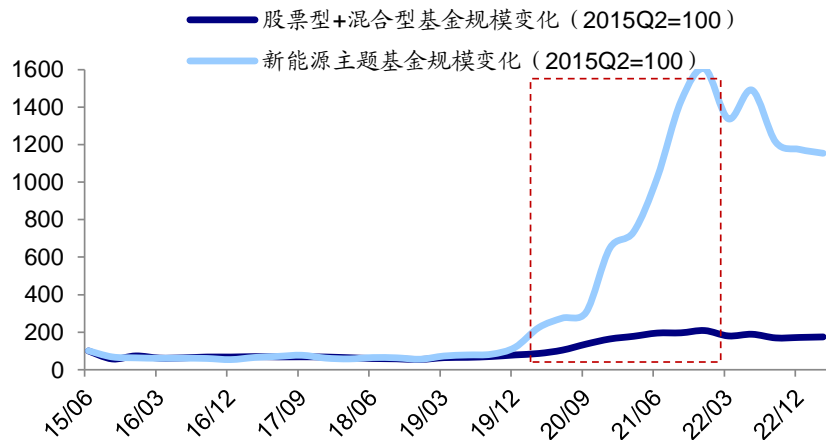
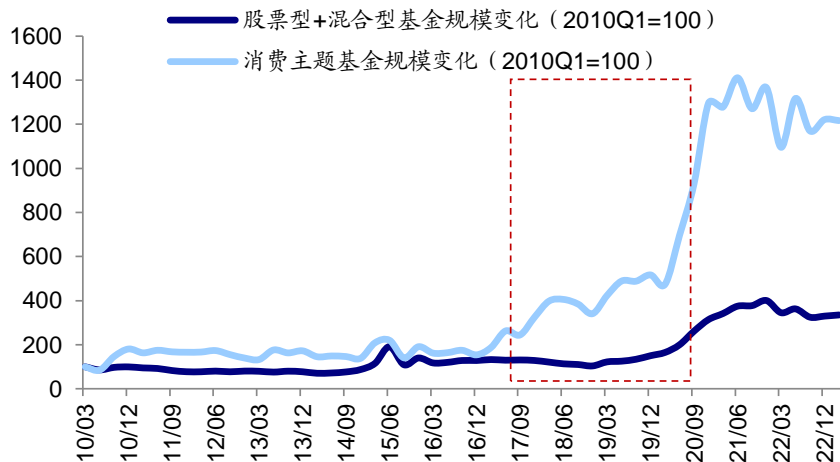
# 公募大调仓要1年

✓ 20-21年公募持仓从白酒转向新能源，调仓持续4个季度。



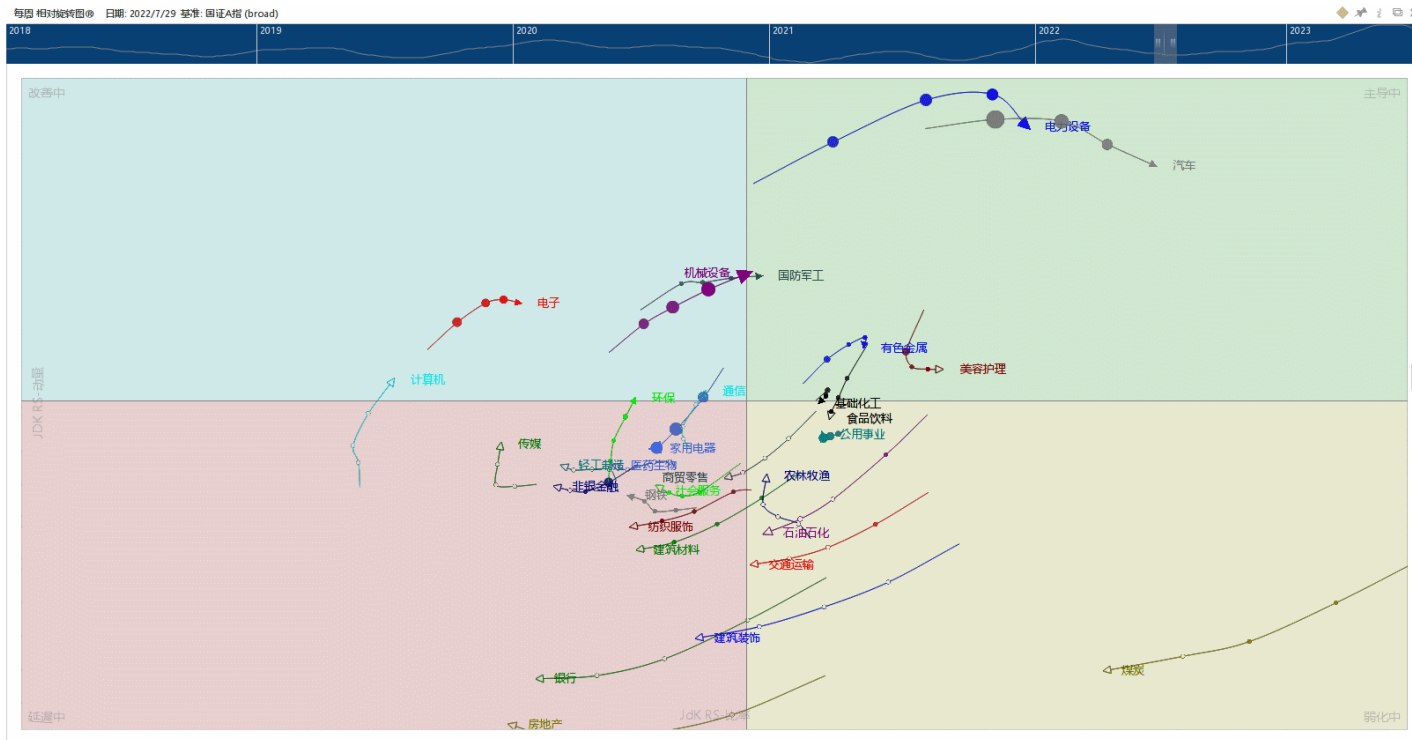
# 主题基金带来增量资金

✓ 16-19年白酒、20-21年新能源相关主题基金规模快速增长。



# 行业超额收益的周期轮动

✓ 不同行业的超额收益在四个象限中周期性地轮回。



Optuma

资料来源：Uqer，Optuma，海通证券研究所。基准为国证全A 指数

# 四个象限代表不同的行业定位

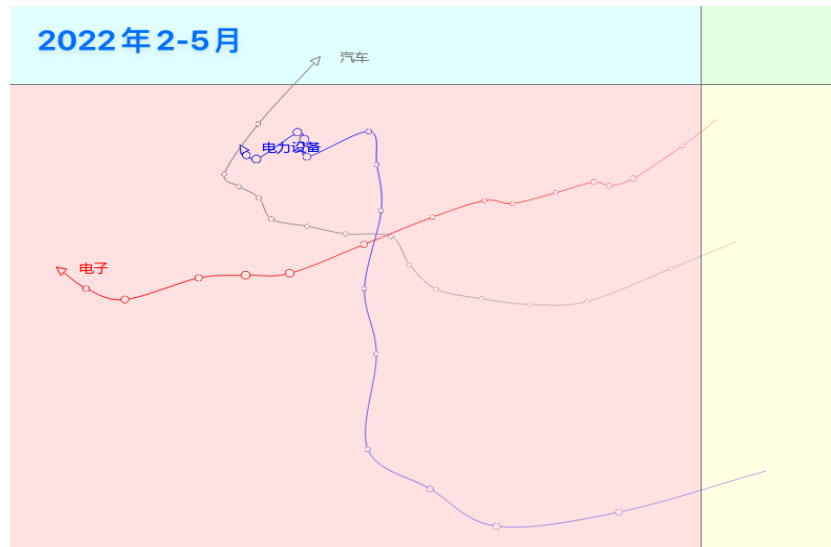
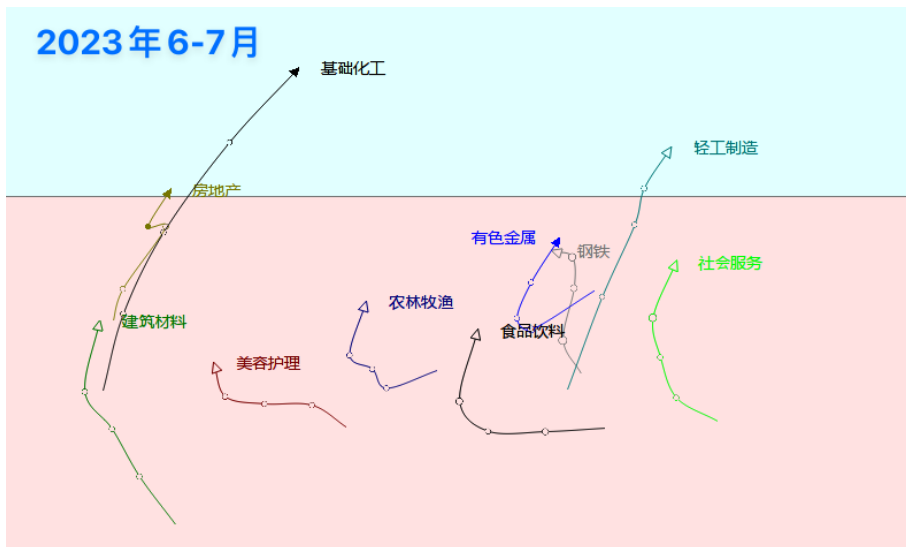
- ✓ 纵坐标代表短期情绪，横坐标其实代表基本面的相对优势（因为连续跑赢半年）。





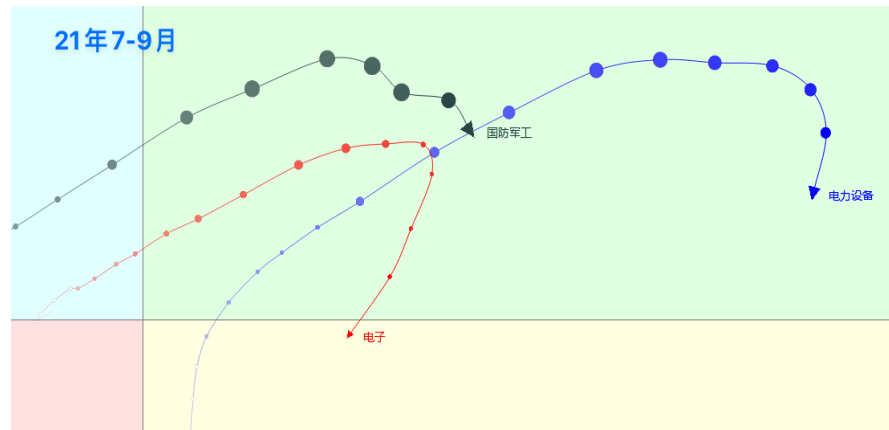
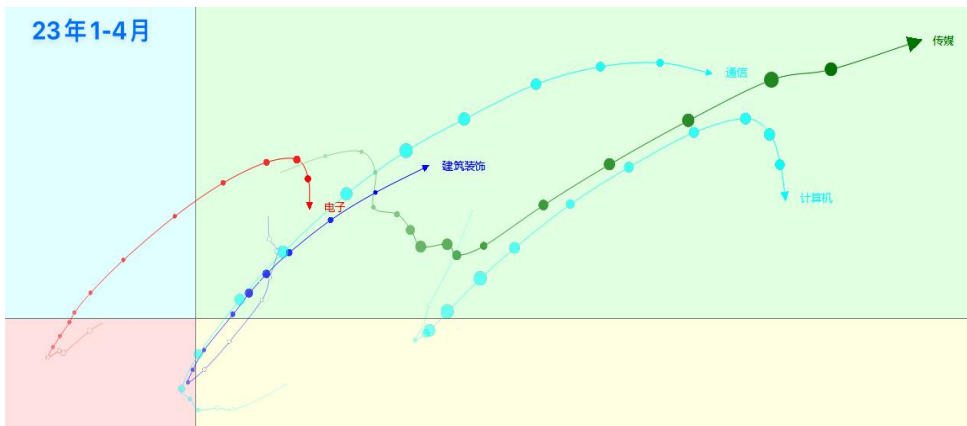
# 红色区域：困境能反转吗？

- ✓ 特征：跌半年+基本面有瑕疵=困境反转机会小，如23年7月的宏观品种。
- ✓ 收益&风险：安全垫/时间换空间&困境难以反转/最后一跌。
- ✓ 适合深度价值型投资者，适合研究员提前做研究。



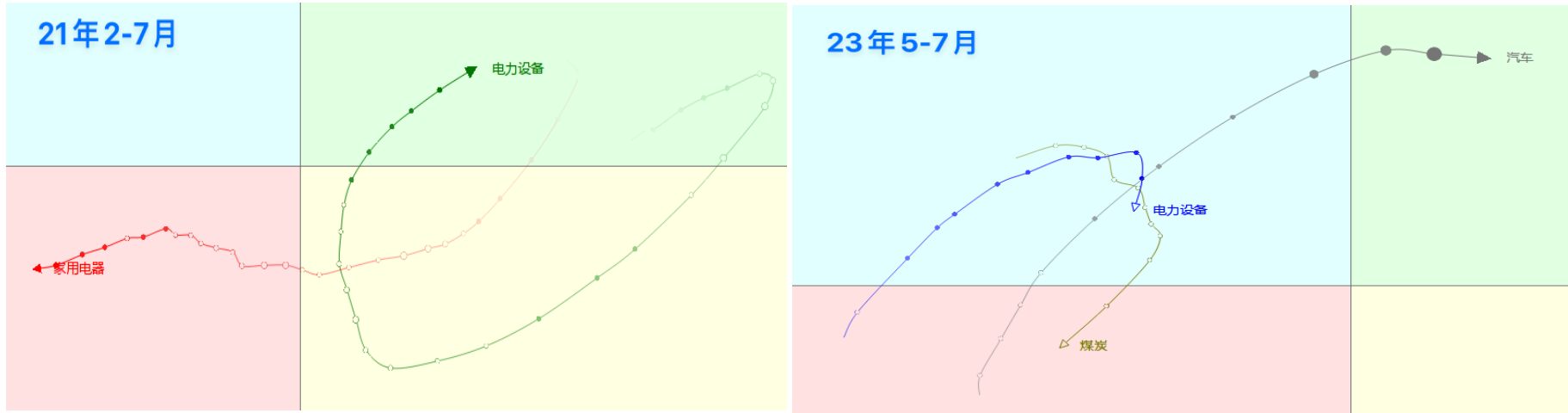
# 绿色区域：情绪能更向上吗？

- ✓ 特征：涨半年+基本面有催化=绝对优势品，如23年4月的TMT
- ✓ 收益&风险：资金效率高/研究资源丰富& A字尖顶
- ✓ 适合擅长技术分析/关注补涨的投资者，不适合回撤敏感型投资者

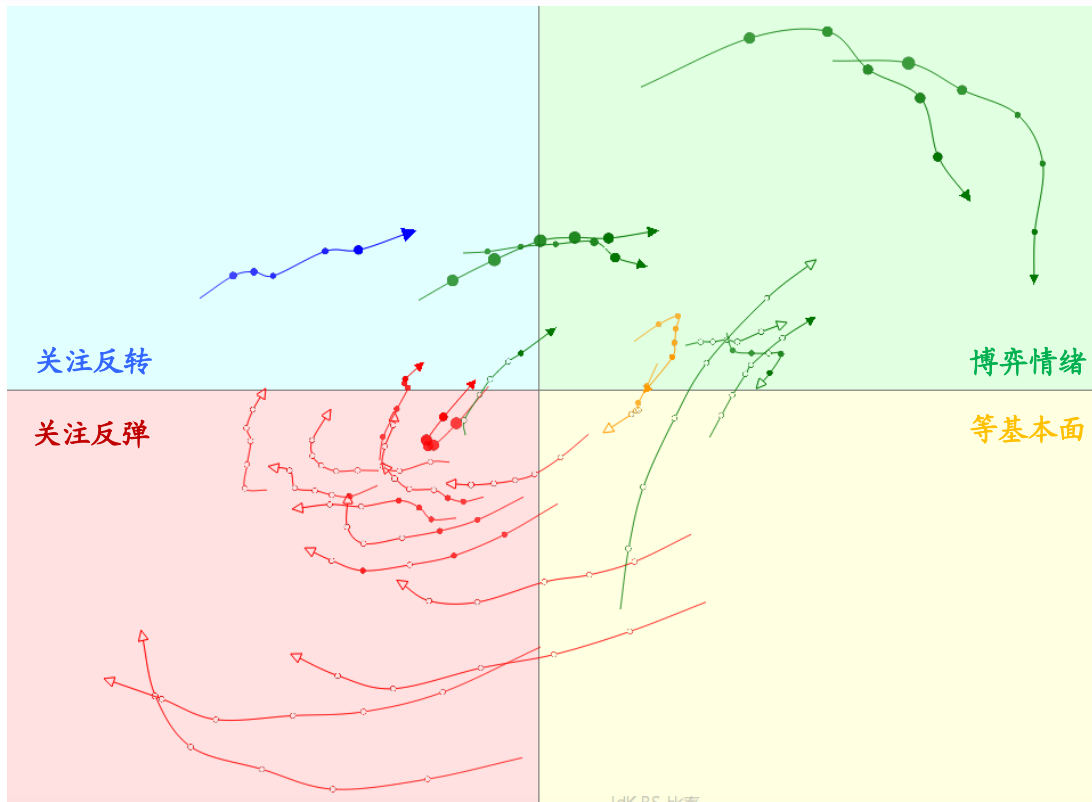


# 蓝色&黄色区域：暂停还是终止？

- ✓ 特征：反弹/回踩进行中，判断是否反转，例如21年2月后电新vs家电
- ✓ 有基本面重大变化时行业左右漂移，即中长期超额发生显著变化
- ✓ 只是情绪扰动时行业上下摆动，即只是反弹/回踩



# 总结：四个象限各有可为之处



资料来源: Uqer, Optuma, 海通证券研究所  
风险提示: 模型仅描述现象, 不提供投资建议; 历史经验不代表未来。

# 分析师声明和研究团队



## 分析师声明

荀玉根、吴信坤、郑子勋、杨锦

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。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
郑子勋	联席首席分析师	S0850520080001	021-23219733	zzx12149@haitong.com
吴信坤	联席首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人			cf15315@haitong.com

## 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个月内的市场表现作为比较标准,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。