

相关研究

《立体投资策略周报-20231009》
2023.10.09

《海通研究10月精选组合发布(10月8日)》2023.10.08

《立体投资策略周报-20230925》
2023.09.25

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

基金仓位和结构对市场的启示

投资要点:

- **核心结论:** ①23Q3基金权益仓位维持稳定,或源于2019年以来基金逐渐减少择时操作,背后是行业主题型基金的发展壮大。②三季度稳增长及活跃资本市场政策密集发力,驱动基金持仓及行业超额收益向传统经济再平衡,行业交易拥挤度已边际缓解。③近期基金重仓股表现显示当前市场底部特征明显,后续关注中美关系及增量资金催化,结构上重视金融、科技,消费医药具备配置价值。
- **当前基金高仓位未必对应潜在减仓可能性。**23Q3最新基金季报显示,主动偏股基金的股票仓位目前均处于历史高位水平。对于当前处于历史高位的基金持仓水平,市场上有投资者认为这意味着潜在的降仓位风险,或将给市场带来压力。实际上,对比历史上的A股行情及基金仓位,可以发现过去市场行情底部确实往往对应基金仓位低点。然而观察2019年以来的基金仓位变动情况可以发现,实际上近年来基金在不同市场环境均维持着高仓位运行,即大部分基金经理可能减少了择时的操作,更倾向于调整持仓结构来应对市场变化。偏股型公募基金频繁择时的现象减少背后或是近年来主题基金的兴起,随着机构投资理念逐渐向深耕赛道转变,行业主题型基金逐渐壮大。综合来看,在主动偏股型基金的仓位波动逐渐趋缓的背景下,后续选择基金进一步降低仓位的可能性或较小。
- **从基金持仓及超额收益可见行业交易拥挤已缓解。**从结构看,Q3基金持仓趋向均衡。自去年底以来至23Q2主动偏股型基金持续加仓TMT,同时整体减少了对消费、金融和资源板块的持仓。从23Q3的最新变化来看,基金则阶段性减持科技板块,并明显加仓白酒医药等消费、金融和资源板块,持仓结构出现阶段性再平衡。23Q3基金持仓结构出现再平衡,主要源自于三季度宏观政策更加注重稳定经济增长,同时活跃资本市场系列政策的持续出台对市场起到明显刺激效应,因此对应到市场行情上传统行业表现更佳。此外从超额收益视角看,三季度以来行业层面的超额收益趋势已逐渐实现再平衡的过程。
- **岁末年初A股市场望迎来转机。**我们在前期报告《如何看待基金重仓股表现?-20231022》中分析过,从基金重仓股表现来看当前市场已经具备底部区域特征。此外近期高股息板块的表现也可以视作市场底部或将出现的信号之一。实际上,在A股历史上哪怕是在行情较弱的熊市或震荡市期间,A股依然存在至少两次10%以上涨幅的机会,而反观今年截至2023/10/27年内仅有一波行情。往后看,基本面回暖叠加政策利好,有望为岁末年初行情提供支撑。结构上重视大金融及科技,此外关注消费医药配置价值。三季度基金持仓及市场行情显示行业结构正在朝传统行业再平衡,展望后市,四季度在三季报披露结束后市场进入业绩真空期、博弈因素将增多,同时当下稳增长政策仍在持续发力,万亿国债的增发将利于带动国内需求,有助于进一步巩固经济回升态势。在政策持续发力背景下,我们认为传统行业或仍有机会,其中从配置角度来看公募基金对大金融板块的配置仍较低,估值也仍处于历史低位,后续有望进一步迎来修复;同时前期科技板块超额收益已经收敛,配置价值正逐渐显现。此外,医药和大众消费品板块具有配置性价比。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

目 录

1. 市场策略：基金仓位和结构对市场的启示	4
1.1 当前基金高仓位未必对应潜在减仓可能性	4
1.2 从基金调仓及超额收益可见行业交易拥挤已缓解	5
1.3 岁末年初 A 股市场望迎来转机.....	7
2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低	11
3. 市场概览与外资流入	12

图目录

图 1	过去市场底部往往对应基金仓位低点.....	4
图 2	2019 年以来偏股混合基金的仓位调整变小.....	4
图 3	主题基金的规模及占比逐渐提升.....	5
图 4	23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降.....	6
图 5	23Q3 基金持股中消费板块占比回升.....	6
图 6	23Q2 时 RRG 图显示 TMT 超额收益较明显.....	6
图 7	当前行业超额收益相较 23Q2 已明显变化.....	6
图 8	13Q4 债券见底-14Q1 高股息股见底-14Q2 股市见底.....	8
图 9	18Q3 债券见底-18Q3 高股息股见底-19Q1 股市见底.....	8
图 10	去年 10 月底以来高股息个股陆续开始上涨.....	8
图 11	三季度经济延续温和修复.....	8
图 12	当前大金融板块估值已低.....	10
图 13	四季度银行板块上涨概率较大.....	10
图 14	我国智能汽车市场规模快速增长.....	10
图 15	我国智能家居市场规模快速增长.....	10
图 16	消费子行业的归母净利增速有望迎来改善.....	11
图 17	医药基本面有望迎来改善.....	11
图 18	各行业 PE 最新值 (TTM).....	11
图 19	各行业 PB 最新值 (LF).....	11
图 20	各行业 PE 历史分位水平 (13 年以来).....	12
图 21	各行业 PB 历史分位水平 (13 年以来).....	12
图 22	主要市场指数涨跌幅表现 (%，10/23-10/27).....	12
图 23	主要行业指数涨跌幅表现 (%，10/23-10/27).....	12
图 24	陆港通北上资金周均净流入额 (亿元人民币，10/27).....	13
图 25	上周北上资金各行业净买入额 (亿元，10/23-10/26).....	13

随着公募基金三季报披露完毕，市场对于公募基金持仓的关注持续提升，其仓位变化情况为投资者提供了分析市场筹码的依据，我们在前期报告《持仓结构转向均衡——基金 2023 年三季报点评-20231026》已初步进行分析。本篇报告以前期报告为基础，围绕基金持仓变动情况进一步深入挖掘，并基于此对当前市场进行分析。

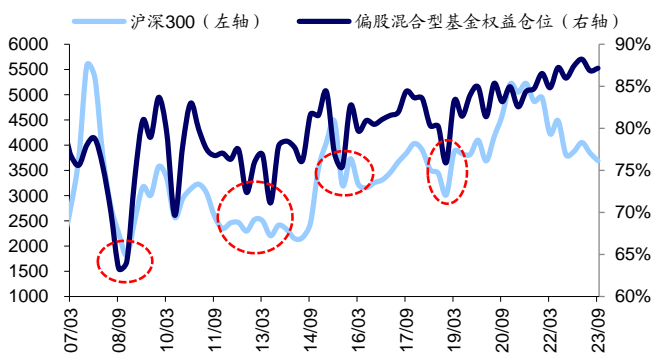
1. 市场策略：基金仓位和结构对市场的启示

1.1 当前基金高仓位未必对应潜在减仓可能性

23Q3 基金权益仓位未明显下降，仍处于历史高位。23Q3 最新基金季报显示，主动偏股基金的股票仓位相较 23Q2 环比小幅上升，目前均处于历史高位水平。具体而言，23Q3 普通股票型基金的股票仓位为 88.8%，相较 23Q2 上升 0.3 个百分点，当前股票仓位处于 2013 年以来 96% 的历史分位；偏股混合型基金的股票仓位为 87.1%，环比上升 0.3 个百分点，处于 95% 的历史分位；灵活配置型基金的股票仓位为 75.8%，环比上升 0.2 个百分点，处于 81% 的历史分位。对于当前处于历史高位的基金持仓水平，市场上有投资者认为这意味着潜在的降仓位风险，或将给市场带来压力。实际上，对比历史上的 A 股行情及基金仓位，可以发现过去市场行情底部确实往往对应基金仓位低点，例如 08 年、12 年、15 年及 18 年市场达到底部区域时偏股混合型基金的股票仓位基本在 70% 左右，而当前的仓位则达 87%，相较而言明显偏高。

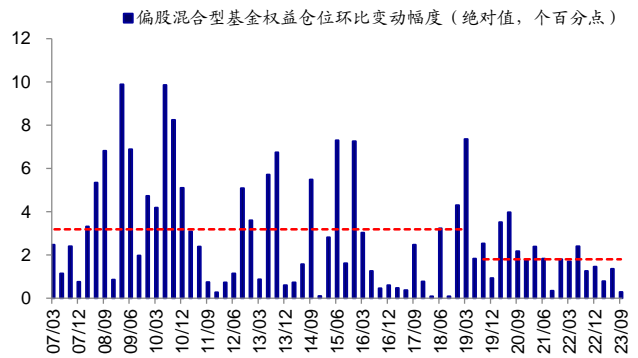
近年来基金择时现象已在减少。然而，观察 2019 年以来的基金仓位变动情况可以发现，实际上近年来基金在不同市场环境下均维持着高仓位运行，即大部分基金经理可能减少了择时的操作，更倾向于调整持仓结构来应对市场变化。以偏股混合型基金为例，2019 年以来该类基金对于仓位的调整幅度明显降低，2013-2019 年期间该类基金每个季度的调仓幅度约 3.2 个百分点，而 2019 年以来调仓幅度降至 1.8 个百分点。即便是在行情较弱的 2022 年，全年来看主动管理的偏股型基金仓位也未出现明显下降。偏股型公募基金频繁择时的现象减少背后或是近年来主题基金的兴起，随着机构投资理念逐渐向深耕赛道转变，行业主题型基金逐渐壮大。尤其是 2020 年后基金行业迎来明显发展机遇，偏股型公募基金的规模迅速扩张，股票型及混合型基金的合计规模从 2018 年底的 2.2 万亿元升至 23Q3 的 7.2 万亿元，增长幅度达 230%，其中行业主题型基金的规模增长更快，其占有偏股型公募规模比重从 2018 年底的约 7% 升至近两年的 10%-12% 水平。因此综合来看，在主动偏股型基金的仓位波动逐渐趋缓的背景下，后续选择基金进一步降低仓位的可能性或较小。

图1 过去市场底部往往对应基金仓位低点

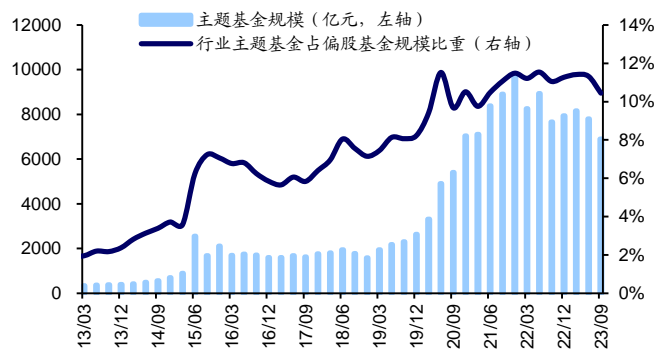


资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2019 年以来偏股混合基金的仓位调整变小



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 主题基金的规模及占比逐渐提升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

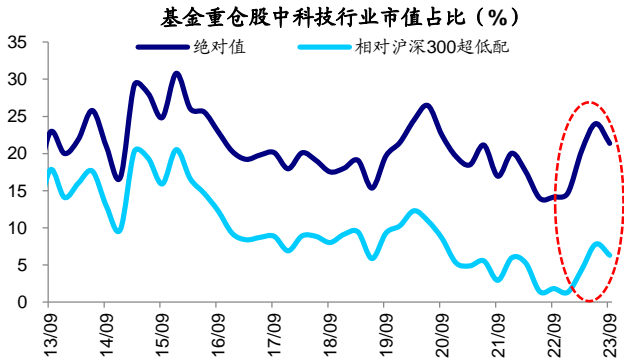
1.2 从基金调仓及超额收益可见行业交易拥挤已缓解

从结构看, Q3 基金持仓趋向均衡。自去年底以来至 23Q2 主动偏股型基金持续加仓 TMT, 同时整体减少了对消费、金融和资源板块的持仓。变化幅度方面, 22Q4-23Q2 期间主动偏股型基金对含电子、计算机、通信、传媒的科技板块持仓占比累积上升 9.9 个百分点至 24.0%, 对消费的持仓占比累积下降 1.2 个百分点、金融地产持仓累积下降 2.2 个百分点、资源板块持仓累积下降 3.0 个百分点。从 23Q3 的最新变化来看, 基金则阶段性减持科技板块, 并明显加仓白酒医药等消费、金融和资源板块, 持仓结构出现阶段性再平衡。具体而言, 23Q3 基金对消费板块的持仓占比环比上升 3.1 个百分点、金融地产持仓环比上升 1.3 个百分点、资源板块持仓环比上升 1.8 个百分点, 而科技板块持仓则环比下降 2.7 个百分点。从细分行业看, 23Q3 主动偏股型基金对白酒行业的持仓占比环比上升 1.9 个百分点至 12.8%, 对医药的持仓环比上升 1.1 个百分点至 13.1%, 对化工、有色的持仓分别环比上升 0.5、0.4 个百分点, 对银行、券商及保险行业的持仓均环比上升 0.4 个百分点; 而相对应的, 23Q3 主动偏股型基金持仓中计算机、通信、传媒仓位分别下降 1.8、0.7、0.5 个百分点, 仅电子仓位环比上升 0.4 个百分点。

持仓再平衡背后是政策及行情催化。23Q3 基金持仓结构出现再平衡, 主要源自于三季度宏观政策更加注重稳定经济增长, 同时活跃资本市场系列政策的持续出台对市场起到明显刺激效应, 因此对应到市场行情上传统行业表现更佳。自 724 政治局会议以来, 地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列稳增长政策落地生效, 推动经济持续修复: 9 月制造业 PMI 已回升至 50.2%, 环比上升 0.5 个百分点, 延续了自 5 月以来的回暖态势; 通胀方面, 9 月 CPI 继续维持 7 月以来的环比正增长, 环比上升 0.2%; 社融方面, 9 月新增社融 4.12 万亿, 高于预期的 3.73 万亿; 出口方面, 9 月出口金额当月同比回升至 -6.2%, 连续二个月回暖。资本市场方面, 随着活跃资本市场政策持续出台, 市场的信心开始边际回暖, 市场行情及成交数据出现改善迹象。积极因素的不断累积支撑市场结构走向均衡, 行情逐渐从上半年的偏主题性行情扩散至与宏观经济更相关的传统行业, 23Q3 非银金融行业指数累计上涨 5.6%、煤炭涨 5.3%、钢铁涨 2.1%、银行涨 1.5%、食品饮料涨 0.5%, 指数表现明显优于其他行业。

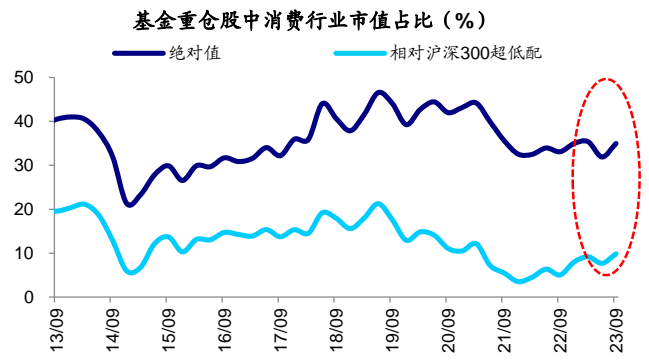
从超额收益视角看, 三季度市场已经逐渐实现平衡。今年上半年来主题催化下 AI 相关科技板块表现亮眼, 而行业相对大盘的超额收益存在周期往复的特征, 当一个行业大幅跑赢大盘后其超额收益会阶段性趋于收敛。我们用 RRG 模型刻画行业相对大盘的超额收益, 右上角的第一象限代表行业已经处于超涨区域, 而左下角的第三象限代表行业已经处于超跌区域, 剩余两个象限为过渡区。23 年二季度时电子、通信、传媒、计算机轮动到超涨区域, 即当时科技板块的历史超额收益已较为明显, 此后三季度科技板块经历明显调整, 对应科技子行业已从右上角的超涨区域轮动至左下角的超跌区域。与之相反的是, 二季度时多数顺周期行业达到超跌区域并已经持续较长时间, 7 月政治局会议后密集政策催化下前期涨幅较小的消费、金融及资源等板块的细分行业逐渐从超跌区域走出。综合来看, 三季度以来行业层面的超额收益趋势已逐渐实现再平衡的过程。

图4 23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降



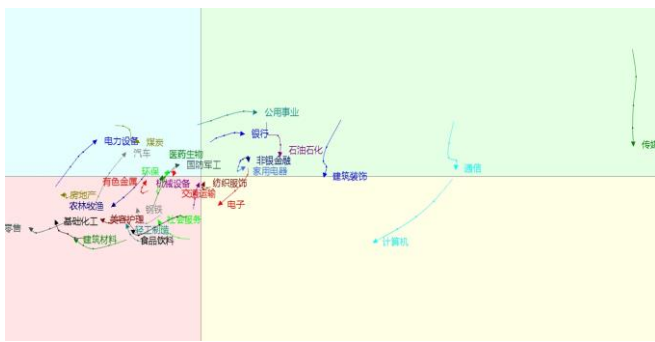
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 23Q3 基金持股中消费板块占比回升



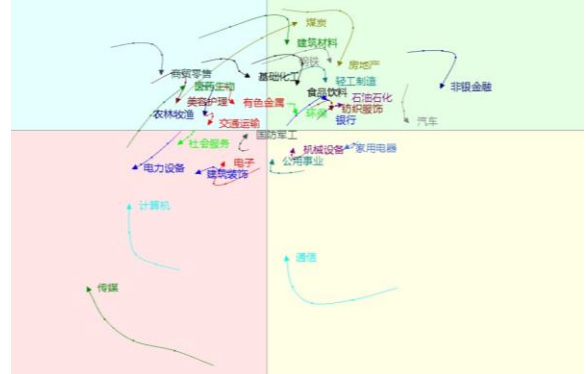
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 23Q2 时 RRG 图显示 TMT 超额收益较明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 23/06/20

图7 当前行业超额收益相较 23Q2 已明显变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 23/10/26

表 1 23Q3 基金重仓股中行业持股市值占比与基准对比

申万一级行业	23Q3行业持仓	23Q2行业持仓	环比变动(百分点)	23Q3相对自由流通市值超配(百分点)	23Q2相对自由流通市值超配(百分点)	环比变动(百分点)	23Q3相对沪深300超配(百分点)	23Q2相对沪深300超配(百分点)	环比变动(百分点)
白酒 II	12.8%	10.9%	▲ 1.9	7.8	6.3	▲ 1.5	2.5	1.5	▲ 1.0
医药生物	13.1%	12.0%	▲ 1.1	4.0	3.4	▲ 0.6	6.2	5.4	▲ 0.8
汽车	4.9%	4.3%	▲ 0.6	1.0	0.5	▲ 0.5	1.4	0.9	▲ 0.5
基础化工	3.3%	2.9%	▲ 0.5	-1.2	-1.6	▲ 0.4	0.9	0.4	▲ 0.5
银行	2.5%	2.1%	▲ 0.4	-3.8	-4.4	▲ 0.6	-9.0	-8.9	▼ -0.2
证券 II	0.8%	0.4%	▲ 0.4	-3.3	-3.2	▼ -0.1	-5.2	-5.1	▼ -0.2
有色金属	3.9%	3.5%	▲ 0.4	0.2	-0.3	▲ 0.5	0.5	0.2	▲ 0.3
家用电器	3.1%	2.7%	▲ 0.4	0.8	0.3	▲ 0.4	-0.2	-0.8	▲ 0.5
保险 II	0.8%	0.4%	▲ 0.4	-1.1	-1.4	▲ 0.3	-3.3	-3.3	▲ 0.0
电子	10.7%	10.3%	▲ 0.4	1.8	1.5	▲ 0.3	3.1	2.4	▲ 0.6
石油石化	1.1%	0.8%	▲ 0.3	-0.4	-0.6	▲ 0.2	-0.6	-0.9	▲ 0.3
煤炭	0.9%	0.5%	▲ 0.3	-0.3	-0.5	▲ 0.2	-0.7	-0.9	▲ 0.2
机械设备	3.8%	3.5%	▲ 0.3	-1.3	-1.6	▲ 0.3	1.6	1.4	▲ 0.2
建筑材料	0.9%	0.7%	▲ 0.2	-0.2	-0.4	▲ 0.1	-0.2	-0.3	▲ 0.1
交通运输	2.0%	1.8%	▲ 0.1	-0.9	-1.0	▲ 0.0	-1.2	-1.3	▲ 0.1
钢铁	0.4%	0.3%	▲ 0.1	-0.5	-0.5	▲ 0.0	-0.2	-0.2	▲ 0.1
商贸零售	0.7%	0.6%	▲ 0.1	-0.6	-0.6	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.1
轻工制造	0.8%	0.7%	▲ 0.1	-0.3	-0.3	▲ 0.0	0.5	0.5	▲ 0.1
纺织服饰	0.5%	0.4%	▲ 0.1	-0.2	-0.3	▲ 0.0	0.4	0.4	▲ 0.1
房地产	1.5%	1.5%	▲ 0.0	-0.2	-0.2	▼ -0.0	-0.1	-0.1	▲ 0.0
社会服务	0.7%	0.7%	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.6	0.6	▲ 0.0
综合	0.1%	0.1%	▲ 0.0	-0.1	-0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.0
环保	0.4%	0.4%	▲ 0.0	-0.5	-0.5	▼ -0.0	0.4	0.4	▲ 0.0
农林牧渔	1.4%	1.4%	▼ -0.0	-0.2	-0.3	▲ 0.0	-0.1	-0.2	▲ 0.0
建筑装饰	0.8%	0.8%	▼ -0.0	-1.3	-1.3	▼ -0.1	-1.4	-1.5	▲ 0.1
食品加工	0.4%	0.5%	▼ -0.1	0.1	0.1	▼ -0.1	0.2	0.3	▼ -0.1
美容护理	0.4%	0.5%	▼ -0.1	0.0	0.0	▼ -0.1	0.0	0.1	▼ -0.1
公用事业	1.1%	1.2%	▼ -0.1	-1.6	-1.5	▼ -0.1	-1.9	-1.7	▼ -0.2
国防军工	3.5%	3.8%	▼ -0.3	0.7	0.8	▼ -0.2	1.6	1.8	▼ -0.2
传媒	1.2%	1.7%	▼ -0.5	-1.0	-0.8	▼ -0.1	0.5	0.9	▼ -0.4
通信	3.3%	4.0%	▼ -0.7	0.6	1.3	▼ -0.7	1.1	1.7	▼ -0.6
计算机	6.2%	8.0%	▼ -1.8	0.3	1.7	▼ -1.4	1.6	2.7	▼ -1.1
电力设备	11.1%	15.0%	▼ -4.0	2.7	5.8	▼ -3.2	1.3	3.8	▼ -2.5

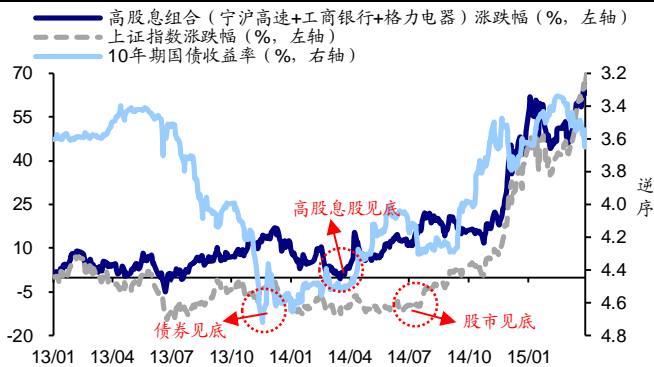
资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 23Q3 自由流通市值占比, 是指 23 年 9 月 30 日, 上市 A 股的自由流通市值按照申万一级行业分类的占比。

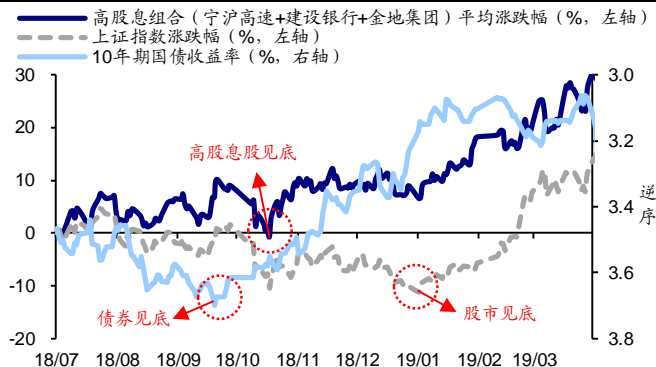
1.3 岁末年初 A 股市场望迎来转机

借鉴历史经验, 当前市场底部特征明显, 岁末年初行情可期。我们在前期报告《如何看待基金重仓股表现? -20231022》中分析过, 从基金重仓股表现来看当前市场已经具备底部区域特征。23 年 10 月 19 日公募基金第一大重仓股贵州茅台放量跳空下跌, 单日跌幅达-5.7%。回顾 15 年以来历次贵州茅台走势, 可以发现贵州茅台放量跳空下跌常常出现在市场下行的末期, 一定程度上反映着市场极端情绪的释放, 因此可以作为市场底部信号的参考。此外近期高股息板块的表现也可以视作市场底部或将出现的信号之一。借鉴市场见底的历史规律, 高股息率股上涨往往是市场阶段性见底的信号, 股债间存在“债市上涨-高股息股企稳-股市上涨”的传导规律。从本轮情况来看, 去年底以来债市、高股息股已先后上涨, 或预示着市场已处于阶段性底部。实际上, 在 A 股历史上哪怕是在行情较弱的熊市(如 2008 年、2011 年、2018 年和 2022 年)、或全年宽基指数涨跌幅 10% 左右的震荡市(如 2012 年、2013 年、2016 年和 2021 年)期间, 对应年份中 A 股依然存在至少两次 10% 以上涨幅的机会, 详见表 2。而反观今年, 截至 2023/10/27 年内仅有一波行情, 包括去年 10 月底至今年 1 月底的整体性行情, 以及今年 2 月至 5 月初的结构性情行。

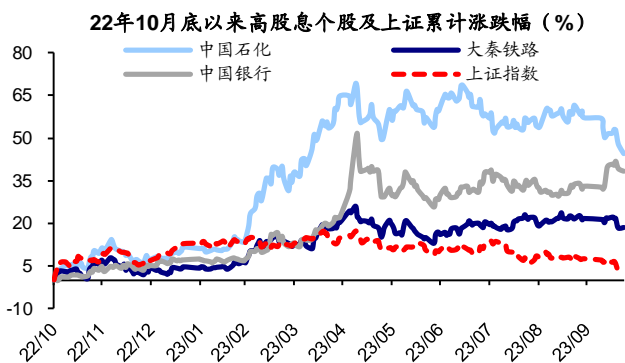
往后看，基本面回暖叠加政策利好，有望为岁末年初行情提供支撑。10月18日公布的经济数据显示前三季度GDP实际同比增速位5.2%，Q3 GDP增速为4.9%，好于市场预期。政策方面，10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。往后看，市场有望迎来开启行情的两大催化剂：一是中美关系有望迎来改善，10月25日下午，国家主席习近平在人民大会堂会见美国加利福尼亚州州长纽森，同日中美金融工作组以视频方式举行第一次会议，接下来中美双方高层有望在11月召开的APEC会议会晤，未来双方关系或出现更多积极变化，有助于提振市场风险偏好；二是增量资金望持续入场，10月23日，继公告宣布增持四大行后当日中央汇金再次宣布增持ETF，相关资金的持续入市有望提振投资者信心，后续或带动更多资金入场。

图8 13Q4 债券见底-14Q1 高股息股见底-14Q2 股市见底


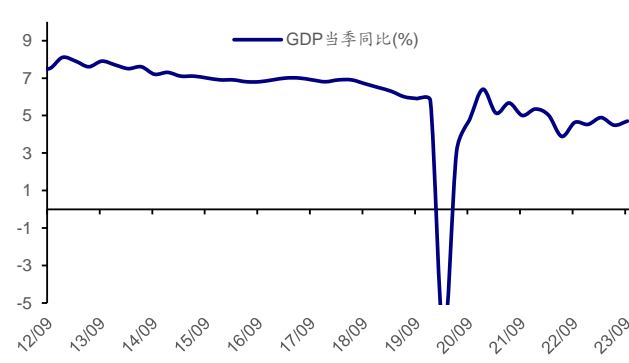
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 18Q3 债券见底-18Q3 高股息股见底-19Q1 股市见底


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 去年10月底以来高股息个股陆续开始上涨


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/10/23

图11 三季度经济延续温和修复


资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 熊市和震荡市环境中 A 股历年年内均有两波行情

年份	沪深 300 指数			万得全 A 指数		
	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)
2008 年	2008/2/1	2008/2/20	14.7	2008/2/1	2008/2/20	15.9
	2008/11/3	2008/12/10	31.2	2008/11/4	2008/12/10	35.2
2011 年	2011/1/25	2011/3/9	14.9	2011/1/25	2011/3/9	14.3
	2011/10/21	2011/11/15	11.2	2011/10/21	2011/11/15	11.1
2012 年	2012/1/4	2012/3/13	19.5	2012/1/4	2012/3/13	17.9
	2012/3/29	2012/5/7	11.9	2012/3/29	2012/5/7	9.8
	2012/12/3	2012/12/31	20.0	2012/12/3	2012/12/31	17.5
2013 年	2013/1/11	2013/2/6	12.7	2013/1/11	2013/2/8	10.2
	2013/6/27	2013/10/21	18.1	2013/6/25	2013/10/14	31.9
2016 年	2016/1/28	2016/4/14	16.8	2016/1/28	2016/4/14	23.0
	2016/5/25	2016/12/1	18.4	2016/5/18	2016/12/1	24.0
2018 年	2018/2/9	2018/3/12	10.1	2018/2/9	2018/3/12	12.2
	2018/10/29	2018/11/19	8.0	2018/10/29	2018/11/19	11.4
2021 年	2021/1/4	2021/2/19	14.3	2021/1/4	2021/2/19	8.7
	2021/3/25	2021/6/1	10.1	2021/3/9	2021/9/13	17.3
2022 年	2022/4/26	2022/7/4	20.2	2022/4/26	2022/7/5	26.9
	2022/10/31	2022/12/9	14.5	2022/10/31	2022/12/9	11.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

结构上重视大金融及科技，此外关注消费医药配置价值。三季度基金持仓及市场行情显示行业结构正在朝传统行业再平衡，展望后市，四季度在三季报披露结束后市场进入业绩真空期、博弈因素将增多，同时当下稳增长政策仍在持续发力，万亿国债的增发将利于带动国内需求，有助于进一步巩固经济回升态势。在政策持续发力背景下，我们认为传统行业或仍有机会，其中从配置角度来看公募基金对大金融板块的配置仍较低，估值也仍处于历史低位，后续有望进一步迎来修复；同时前期科技板块超额收益已经收敛，配置价值正逐渐显现。

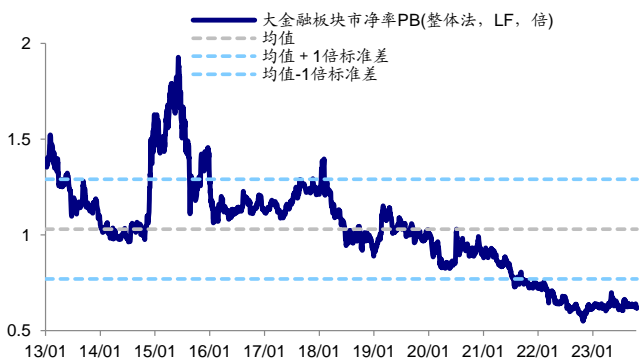
大金融板块望迎来估值修复。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压，截至 2023/10/26，大金融板块 PB (LF) 为 0.6 倍、处 13 年以来 4.2% 分位，其中，银行为 0.5 倍、处 0.9% 分位，证券为 1.2 倍、处 11.5%。随着当前宏观基本面正逐渐回暖，市场相关担忧或将逐渐缓解，低估的大金融行业估值有望修复：银行方面，特殊再融资债券发行加快等化债举措逐渐落地，或推动低估的银行板块估值修复；券商方面，活跃资本市场政策正改善股市资金供求关系，后续活跃资本市场增量政策有望推出，全 A 成交量有望提升，带动券商业绩增长。此外，从历史规律看，大金融板块岁末年初异动概率较大，以银行为例，我们统计 05 年 1 月以来，每月银行涨跌概率，发现银行板块上涨概率分别为 10 月 83%、11 月 61%、12 月 67%。四季度市场博弈因素增多，往往也是市场变盘的节点，因此低估的大金融板块有望迎来向上机会。

政策和技术驱动有望推动科技成长行情展开。如前所述，三季度科技板块遭基金阶段性减仓，行情方面超额收益也已收敛，随着后续上市公司三季报披露完毕，改革预期的不断提升，市场的关注焦点或将转向经济转型和改革的受益方向，映射到股市上，科技行业或将成为股市中期的主线。2023 年 9 月 7 日下午，习近平总书记在哈尔滨主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会时说，“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。”有别于传统生产力，新质生产力代是指是以科技创新为经济增长引擎、实现经济增长动能新旧转换、符合高质量发展要求的生产力，将成为我国经济发展的新动能。科技具体细分方向上，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视三个方向。一是政策发力的数字基建，参考往年情况，今年四季度财政部或将提前下达 2024 年部分专项债额度，数字基建作为稳增长和调结构的重要抓手，有望成为政府支出的重点。根据《中国数据中

心产业发展白皮书(2023年)》,预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到25%。二是硬科技制造,全球半导体周期回升叠加华为产业链向上突破,我国硬科技制造有望受益。三是技术变革的AI应用,例如当前家电行业加速智能化转型,智能家居的产品性能和普及率将逐渐提升,未来智能家居将向全屋智能的方向演进。根据艾瑞咨询的数据,预计25年智能家居市场规模将超9500亿元,22-25年间CAGR为28.2%。

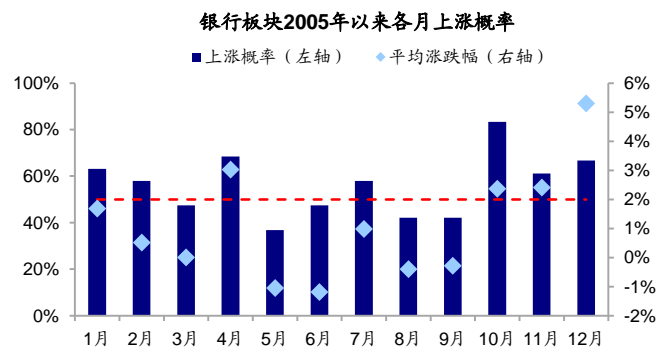
此外,医药和大众消费品板块具有配置性价比。从消费修复情况来看,9月社会消费品零售总额当月同比为5.5%,延续8月回暖态势,显示今年来我国消费整体稳步复苏。但当前消费增速相较疫情前仍有距离,2015-19年5年内社会消费品零售的实际同比增速均值约为8.4%,可见当前消费复苏仍具有一定的空间。目前消费板块的估值和基金配置仍处于较低水平,其中医药PE处13年以来12.0%分位,23Q3基金对医药超配比例处13年以来45%分位。往后看,随着消费复苏态势进一步延续,市场对消费的基本面预期有望扭转,未来一段时间消费的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡,前期跌幅较明显的消费板块有望受益,结合行业分析师预测,医药子领域中创新药/医疗器械/血制品23年归母净利润有望达到35%/20%/20%。

图12 当前大金融板块估值已低



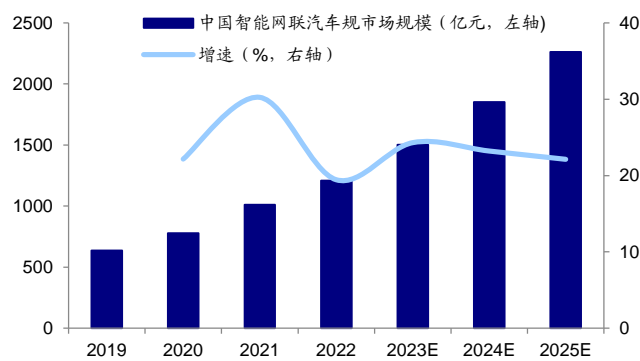
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 四季度银行板块上涨概率较大



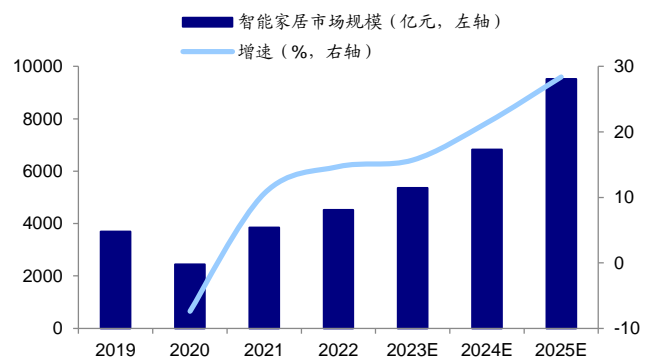
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 我国智能汽车市场规模快速增长



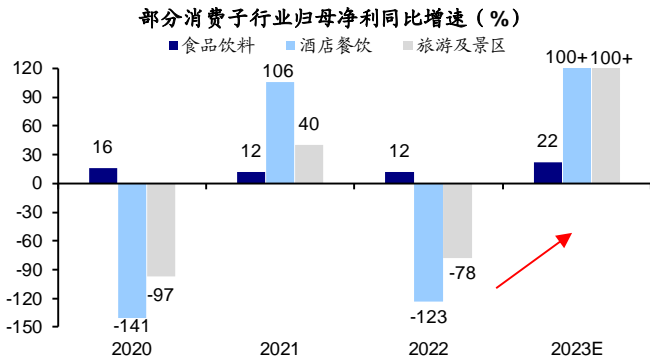
资料来源: 华经情报网, 海通证券研究所

图15 我国智能家居市场规模快速增长



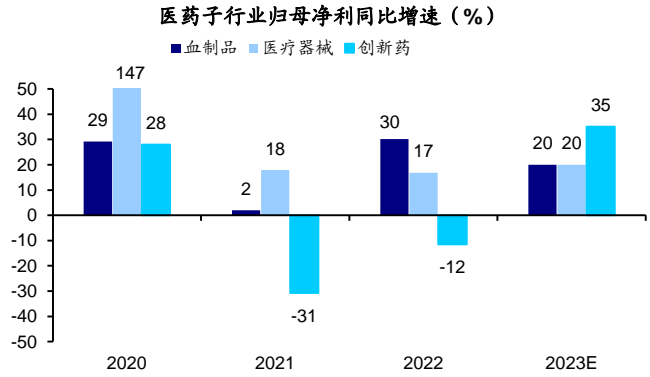
资料来源: 艾瑞咨询, 海通证券研究所

图16 消费子行业的归母净利增速有望迎来改善



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图17 医药基本面有望迎来改善



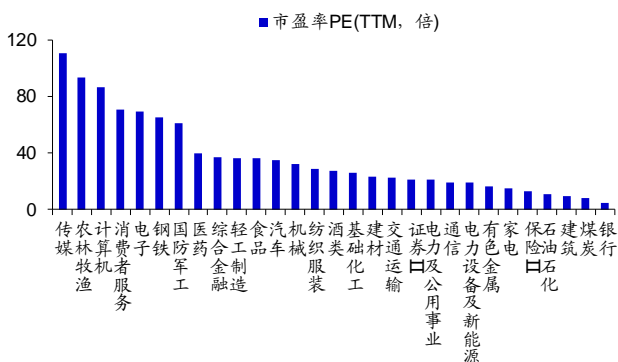
资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

2. 估值跟踪: 银行、煤炭等估值较低

行业估值绝对值来看,截至2023年10月27日(下同),PE(TTM,下同)历史分位水平处于13年以来10%以下的行业有电力设备及新能源、通信、机械;处于10%-20%的行业有有色金属、煤炭、石油石化、银行、家电、建筑;处于20%-40%的行业有国防军工、基础化工、保险II、纺织服装、电力及公用事业;处于40%以上的行业有证券II、综合金融、酒类、医药、交通运输、食品、计算机、轻工制造、建材、消费者服务、汽车、电子、农林牧渔、钢铁、传媒。PE(TTM)绝对值最低的行业是银行(4.8倍)、煤炭(8倍)、建筑(9.3倍),最高的行业是传媒(111.1倍)、农林牧渔(93.4倍)、计算机(86.6倍)。

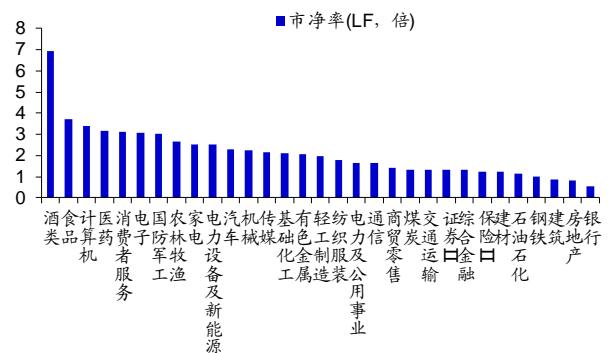
依据PB(LF,下同)衡量,PB历史分位水平处于13年以来10%以下的行业有建材、房地产、建筑、食品、轻工制造、医药、银行、综合金融、保险II、商贸零售、通信;处于10%-20%的行业有农林牧渔、消费者服务、有色金属、基础化工、纺织服装、计算机、交通运输、电子、传媒、证券II;处于20%-40%的行业有家电、钢铁、机械、电力及公用事业、电力设备及新能源、国防军工、石油石化;处于40%以上的行业有汽车、酒类、煤炭。PB绝对值最低的行业是银行(0.5倍)、房地产(0.8倍)、建筑(0.8倍),最高的行业是酒类(6.9倍)、食品(3.7倍)、计算机(3.4倍)。

图18 各行业 PE 最新值 (TTM)



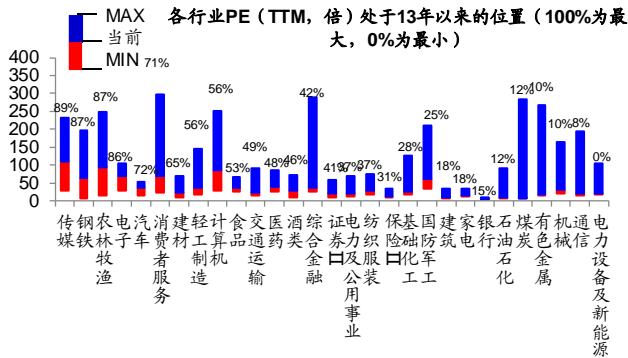
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/27

图19 各行业 PB 最新值 (LF)



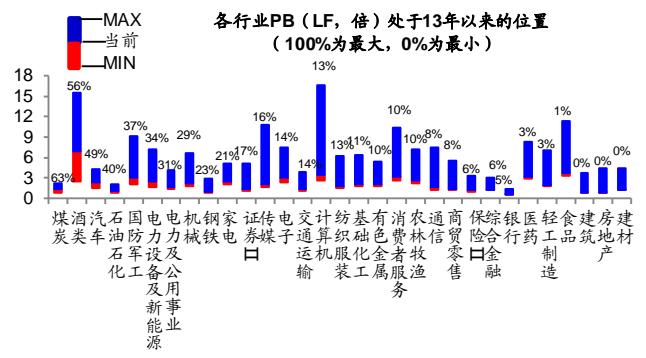
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/27

图20 各行业 PE 历史分位水平（13 年以来）



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/27

图21 各行业 PB 历史分位水平（13 年以来）



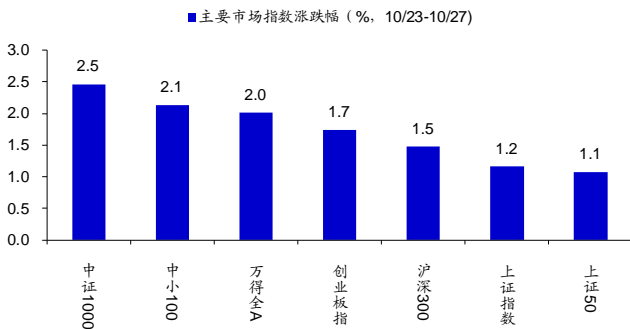
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/27

3. 市场概览与外资流入

市场指数普涨，主要行业指数涨多跌少。上周（2023/10/23-2023/10/27，下同）中证1000涨幅为2.5%，中小100涨幅为2.1%，万得全A涨幅为2.0%，创业板指涨幅为1.7%，沪深300涨幅为1.5%，上证指数涨幅为1.2%，上证50涨幅为1.1%。行业中涨幅较大的有农林牧渔（5.3%），汽车（4.6%），医药（4.5%），跌幅较小的有电力设备及新能源（-0.1%），石油石化（-0.3%），银行（-0.4%），跌幅较大的有通信（-2.0%），煤炭（-1.5%）。

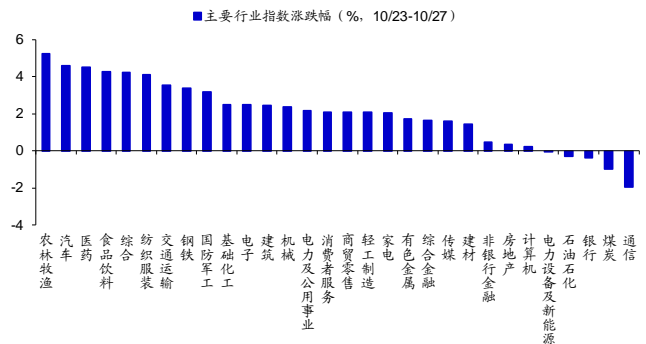
北上资金上周净流出，电力设备及新能源、食品饮料、医药净流出居前。上周陆港通北上资金合计净流出4.46亿元人民币，过去4周周均净流出137.91亿元人民币，16年底陆港通全面开通以来周均净流入46.9亿元人民币。分行业来看，上周北上资金净流入的行业有交通运输、钢铁、电力及公用事业等；上周北上资金净流出的行业有电力设备及新能源、食品饮料、医药等。

图22 主要市场指数涨跌幅表现（%，10/23-10/27）



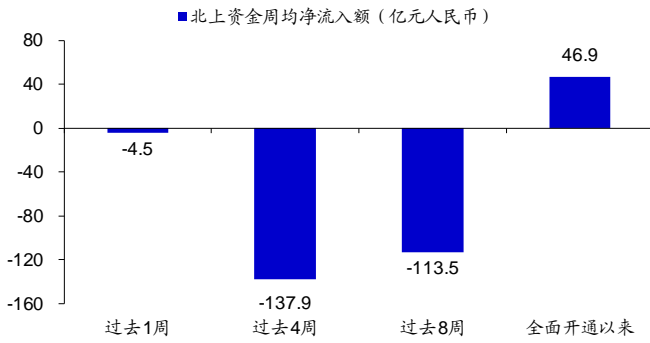
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 主要行业指数涨跌幅表现（%，10/23-10/27）



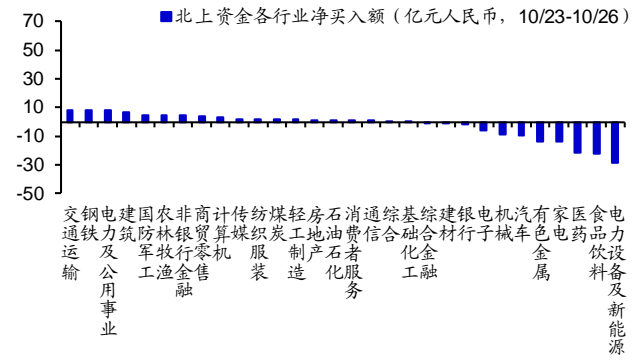
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 陆港通北上资金周均净流入额（亿元人民币，10/27）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 上周北上资金各行业净买入额（亿元，10/23-10/26）



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

吴信坤 策略研究团队
余培仪 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)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com涂力磊 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓昶莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zZR13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lqk12371@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珅 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰春(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23183818 wj10521@haitong.com 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com 李 智(021)23185842 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23183969 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 联系人 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com 联系人 吕春雨 lcy15841@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 010-58067828 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.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