



高智威 | 东兴证券金工首席分析师

S1480521030002, 0755-82832012, gaozhw@dxzq.net.cn

金工：北上资金小幅流出，价值因子有望提升

根据东兴金工短期价量行业配置模型，未来一周值得关注的行业分别为：轻工制造、商贸零售、农林牧渔、银行、非银行金融和房地产。可重点布局相关行业或主题的 ETF 基金。

截至 2022 年 9 月 2 日，行业轮动策略的年化收益率为 14.24%，夏普比率为 0.64，显著高于基准组合。行业轮动策略的年化超额收益率为 8.00%，信息比率为 0.85。2021 年以来的累积超额收益率达到 7.87%，基于价量的行业轮动策略表现较好。上期推荐的六个行业的平均收益为-1.63%，略低于除综合金融外的 29 个行业的平均收益-1.50%。

截止上周五，行业择时指标的平均胜率与上期相比小幅下降，变为 48.46%。具体来说，择时指标在医药、建材、食品饮料和非银行金融等行业上的择时胜率比较高。

最近一周北上资金净流入 9.87 亿元，从细分机构来看，银行类资金净流入 41.18 亿元，券商类资金净流出 31.59 亿元，其中外资券商净流出 25.69 亿，内资券商净流出 5.90 亿。上周北上资金持仓收益率为-2.52%，低于沪深 300 的表现，从不同持仓机构来看，券商类资金持仓收益为-2.25%，高于银行类资金的-2.58%。

量化选股因子方面，从 IC 结果可以得出，在全部 A 股中，上周表现较好的因子为波动率、市值和技术因子；在沪深 300 成份股内，上周表现较好的因子为价值、波动率和市值因子；在中证 500 成份股内，上周表现较好的因子为市值、波动率和技术因子；在中证 1000 成份股内，上周表现较好的因子为市值、波动率和价值因子。量化选股因子在中证 1000 的整体表现好于在沪深 500 的表现，中证 500 的表现好于沪深 300 的表现。值得强调的是，波动率、价值、技术、市值因子表现亮眼，在全部 A 股、沪深 300 成份股、中证 500 成份股和中证 1000

成分股四个股票池中的表现总体好于其他因子。

从选股因子多空净值的趋势上来看，上周一致预期、技术和价值因子表现较好，上周市值和价值因子表现较好，在全部 A 股、沪深 300、中证 500 和中证 1000 四个股票池中均取得了较为显著的正收益，波动率因子在全部 A 股、中证 500 和中证 1000 三个股票池中表现较好，成长因子在四个股票池中均表现不佳，其他因子表现一般。

上周，北上资金呈现为净流出，A 股市场整体震荡下行，市场情绪偏悲观。8 月份制造业 PMI 为 49.4%，虽然较 7 月有小幅上升，但制造业仍处于收缩区间。同时全国重点城市疫情不断，对经济恢复持续产生负面影响。因此我们预计未来一周，市场可能偏向防守风格，价值因子有望表现优异。

可转债因子方面，上周正股价值和转债估值因子取得了较高的正多空收益，其他因子表现一般。与股票市场风格类似，市场一直看好的绩优股表现强劲，正股一致预期因子有效性较为稳定。我们维持此前观点，投资者应该重点关注可转债的正股一致预期和正股成长因子。

风险提示：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。



康明怡 | 东兴证券宏观分析师

S1480519090001, 021-25102911, kangmy@dxzq.net.cn

海外宏观：非农数据强劲，美联储加息 75bp 概率上升。

美国 8 月非农强劲，已超疫情前最高水平 24 万人。在市场持续认为劳动力市场开始疲软之际，美国就业市场数据已连续三月处于高位水平。8 月非农就业新增 31.5 万，预期 31.8 万。从行业看，8 月新增就业广泛，除建筑、运输与仓储、信息、其他服务业以及政府没有增加，其他行业均有新增。对非农就业贡献最多的为专业及商务服务（6.8 万）、医疗（4.8 万）以及零售（4.4 万）。零售行业就业在经历数月下降后 7 月回升至今年 3 月水平，8 月继续增长。疫情对就业方式的长期性改变进一步消退，6.5% 的就业人群选择了居家办公，这一比例从 6 月开始停止下降，前值 7.1%。时薪增速，仍高于 1984 年以来的高位，需要落到 4% 以下为适宜。薪资增速不及通胀增速，对后续消费增长略有拖累。

从 6~8 月就业数据可以看出，虽然部分头部公司暂缓招聘甚至裁员，但总体而言，美国劳动力市场仍旧强劲。制造业完全恢复，酒店休闲恢复缓慢。以 GDP 的恢复程度来看，劳动力市场恢复仍有一定空间。鉴于 3 季度为旅游消费高峰季节，虽然部分公司出现谨慎性决策，但 3 季度美国经济已无衰退可能，我们的预期仅为经济放缓，随后的衰退较为温和，且主要来自欧洲的拖累。当前，四季度欧洲陷入衰退的概率远高于美国。

货币政策方面，非农数据进一步推升 9 月加息 75bp 概率，欧洲货币政策可能同步收紧。上周鲍威尔发言表明美联储将进一步加息，超过目前 2.5% 的政策利率即为限制性货币政策区间，并将维持在高位一段时间直至确认通胀问题得到根本性解决。8 月非农印证鲍威尔发言中的

劳动力市场极其强劲的观点，9月加息75bp概率进一步从50%升至75%。

资本市场方面，美股债双双下跌。本周美十债利率升10bp左右至3.2%附近。由于美联储加息周期并未结束，维持美十债利率上限3.5~3.75%。美股方面，维持美股之前上涨为季节性反弹，长期中性，等待低点。我们一直认为急速加息周期结束之前美股难有趋势性增长。短期由于7月美联储没有选择100bp，市场存在预期差并预期后期加息幅度放缓，加之二季度财报尚可，因此短期季度反弹合理。7月超预期非农和超预期通胀回落最佳数据组合暗示后期加息节奏接近放缓，美股进一步上涨。鲍威尔的讲话打破市场对美联储加息节奏的预期，美股大跌，反弹结束。此外，出于对欧洲经济衰退避险的考虑，美元进一步走强。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。



石伟晶 | 东兴证券传媒行业分析师

S1480518080001, 021-25102907, shi_wj@dxzq.net.cn

传媒：美团闪购与KKV达成合作，实现资源互补

KK集团旗下精品生活方式集合品牌KKV和美团闪购正式达成合作，消费者可在全中国超百家城市的美团及美团外卖APP下单购买KKV各类产品。KK集团创立于2015年，是一家潮流零售企业，集团践行多品牌战略，旗下拥有综合性的生活方式潮流零售品牌KKV、大型美妆潮流零售品牌THE COLORIST调色师、全球潮玩文化潮流零售品牌X11、迷你生活方式集合店KK馆等多个品牌。

即时零售满足用户即时消费需求，市场处于快速成长期。即时零售是基于即时配送网络构建起来的消费业态，是同城零售的一种新模式。相比淘宝京东等B2C电商平台，即时零售具有配送距离短和履约时间短的特点，符合万物到家的新趋势。据达达集团研究院《2022即时零售履约配送服务白皮书》，2021年即时零售市场规模达到2276亿元。在2025年即时零售市场规模达到1.19万亿元，2022-2025年CAGR达到50.1%。

美团闪购与KKV达成合作，实现资源互补。闪购是美团旗下提供即时配送服务的平台。2022年二季度财报显示，美团闪购被划入进入核心本地商业业务，二季度闪购日均430万单，保持较快增长。从供给角度，公司持续拓展商品品类，与不同品类本地商家建立合作，且与知名品牌合作推出购物节及营销活动等，从而促进商家渗透及合作深度提升。KKV作为线下新零售的品牌代表，拥有超2万个SKU的产品优势，双方合作实现资源互补，丰富了美团线上商品品类，扩大了KKV门店线上销售渠道，满足用户在家也能即时享受更多元的购物体验。

风险提示：即时零售渗透进度不及预期；消费者购买力下滑。

**刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师**

S1480522060001, liuhang-yjs@dxzq.net.cn, 021-25102909

电子：建议关注消费电子板块投资机会

根据华为官方信息，华为将于9月6日召开Mate50系列及全场景新品秋季发布会。华为即将发布一项“向上捅破天”的技术，Mate50或将支持卫星通信，在没有网络的地方，也可通过北斗卫星系统发送紧急短信。此外苹果也将于9月8日召开秋季发布会，将主推iPhone 14系列手机和iOS 16操作系统，还将发布Apple Watch 8、HomePod 2、AirPods Pro 2等新品。

三季度是消费电子传统旺季，展望到2023年，苹果MR产品和华为XS3折叠机有望陆续推出。随着手机终端厂商新机陆续推出，消费电子产业链有望迎来边际上回暖。另外VR/AR有望在光学显示等硬件创新和产品体验方面实现技术突破，内容方面也将不断丰富，给消费电子行业打开新的成长空间。

我们重点推荐折叠屏手机细分投资机会，推荐统联精密，受益标的：精研科技。建议关注消费电子细分龙头，受益标的：立讯精密、歌尔股份、长盈精密。此外半导体上游设备材料和零部件具有较强的业绩确定性，我们继续推荐江丰电子和沪硅产业，受益标的：北方华创和新莱应材。

风险提示：下游终端销售不及预期，行业竞争加剧，中美贸易摩擦加剧。

**陈刚 | 东兴证券地产行业分析师**

S1480521080001, chen_gang@dxzq.net.cn, 021-25102895

地产：政策释放将更加积极主动

我们认为，在“用足用好政策工具箱”的指导下，政策正进入新一轮释放期，纾困力度与需求刺激力度都在进一步加强。地方政府在充分理解中央对楼市的态度后，各类刺激政策的出台也将更为积极，降低首付、提升公积金贷款额度、放松限购限售以及发放购房补贴等措施都将更加积极的出台。

我们持续推荐：1) 具有全国化和综合化发展能力的高信用龙头央企，推荐保利发展。我们认为信用优势将推动龙头央企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。2) 扎根高能级区域，积极向全国拓展的优质地方国企龙头，建议持续跟踪越秀地产。我们认为深耕高能级区域的地方国企龙头，兼具业绩稳定性与未来成长性。在民企大规模暴雷和丧失拿地能力的当下，凭借深耕高能级区域铸就的稳定基本盘和融资优势带来的逆势扩张能力，地方国企龙头有望在行业出清过程中实现赶超。3) 具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时被监管机构选定为示范房企，受到金融机构重点支持的民营房企，建议持续跟踪龙湖集团、碧桂园。融资端的

支持，在满足了头部的稳健央企地产企业后，正逐渐向经营稳健的民企溢出，市场对经营稳健的民企也将逐渐恢复信心。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险



洪一 | 东兴证券电新行业分析师

S1480516110001, 0755-82832082, hongyi@dxzq.net.cn

电新：七月组件出口持续强劲

在上游价格持续向上的背景下，根据 InfoLink 统计七月中国海关出口资料，中国在七月的光伏组件出口再次创高，达到 15.7GW，同比成长 121%，累计组件出口也达到 94.4GW，同比成长 105%，七月的光伏组件出口表现持续强劲，但同时数据的环比增长已有所放缓，7 月出口环比增长 3%。

硅料方面，8 月底，致密块料价格区间小幅调涨至每公斤 303-306 元人民币左右。随着四川方向的工业电力供应自 8 月 27 日陆续恢复正常，区域内相关光伏企业均处于积极复产，叠加新产能陆续完成爬坡的增量，预计硅料整体有效供应量在 9 月环比增幅有望提速，预计今年后续时间硅料整体涨幅空间有限，大概率进入“高位盘旋”阶段。

综上，而全球未来能源发展安全、清洁、低碳、高效的方向已确立，在能源结构向绿色低碳转型背景下，我们看好光伏行业长期发展前景，相关标的赛伍技术、阳光电源、通威股份、天合光能等。

风险提示：行业政策或出现变化，产业链价格上涨或影响下游需求释放，行业或出现价格战导致相关上市公司盈利下滑。



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属：关注市场分歧中黄金资产的配置机会(I)

黄金供应端的现状：全球矿产金供给进入低增速阶段，生产成本已呈现趋势性上涨。2013 年全球矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受疫情影响出现该数据已出现近 5% 的收缩。2011-2016 年均产量增速+4.16% 2018-今年均产量增速-0.92%，近三年全球矿产金年度产量维持在 3400 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 74%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。另一方面，全球回收金供应增速近十年未显有效增长。回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，近十年回收金供给平均增速趋近于 0，年均回收量约 1270 吨，显示回收金的全球供给亦相对刚性。此外，黄金生产成本已经出现趋势性的上涨，至

2022Q1 全球黄金生产成本已逼近 1250 美元/盎司。地下开采生产成本提高及矿石品位下滑等是导致生产成本攀升的主要原因，考虑到全球能源成本在近两年的高企状态，预计黄金生产成本仍将维持高位。

黄金需求端的现状：全球黄金总需求经历疫情冲击后开始修复，央行购金及黄金 ETF 扩容释放需求弹性。全球有历史已开采的黄金数量至 2021 年底为 20.524 万吨。从黄金历史的消耗情况观察，首饰消费达 9.45 万吨（占比 46%）、金条金币消耗 4.19 万吨（20.4%）、央行储备 3.46 万吨（16.9%）。全球黄金年均消费量约 4350 吨，总需求自 2020 年疫情后持续性复苏，尤其是 21Q4，全球黄金需求同比增幅近 50%并创十个季度来最高水平。至 22H1，黄金消费在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升下维持强势的需求修复态势。黄金消费结构性变化显示，珠宝首饰占全球黄金消费比重 55%之上，近 10 年消费累计增幅约 5.9%。金条金币和科技消费十年内显现下滑，但央行购金及黄金 ETFs 消费规模近几年增长较快。全球央行自 2018 年起开启持续性购金行为，巴塞尔协议 III 在 2019 年 Q1 的执行一定程度上刺激了央行购金的系统性及趋势性变化。根据 CBGR 对 57 家央行的调研显示（2022），25%的央行计划在 12 个月内增储黄金，较 2021 年提高 4pct。考虑到全球货币体系的变化以及高通胀背景下地缘政治不稳定性的攀升，央行购金行为将延续趋势性攀升；全球黄金实物持仓 ETF 规模增长明显，由 2003 年末的 42.5 吨增长 88 倍至 22 年 7 月的 3791.6 吨，近 20 年的 CAGR 高达 27.9%。从回报率与波动率角度观察，黄金具有稳定回报及低年化波动的特点，实物黄金 ETF 这种分散化按份额购买黄金的产品对投资者具有吸引力。

黄金行业估值情况的观察：已处于十年周期的估值底部，行业盈利及回报水平维持稳定的优化状态，把握分歧中黄金资产的配置机会

黄金行业已处于十年周期的估值底部。当前黄金行业估值仅有 16.4X，仅为十年中位数 39.3X 的 41.6%，为十年估值平均水平的 39.57%。上一轮黄金行业估值低于 20X 阶段为美国开始缩减 QE 进入 QT 及中国利率市场短期大幅抬升所带来的金融去杠杆冲击。黄金行业盈利及回报水平维持稳定的优化状态。从利润角度观察，黄金行业总计净利润十年增长 92%至 196.4 亿（CAGR=6.74%）。从分红角度观察，黄金行业现金分红十年增长 1.8 倍至 74.12 亿（CAGR=10.9%）；股息支付率由 25.8%增长至 37.7%。

近三年的历史数据显示赤峰黄金、银泰黄金及紫金矿业的矿产金成长性，盈利能力，资产负债率及回报率相对更优。

建议关注：赤峰黄金、银泰黄金、紫金矿业。

风险提示：市场美元流动性骤紧，通缩预期加大，实际有效利率持续大幅攀升，黄金现货溢价大幅下滑。



胡博新 | 东兴证券医药首席分析师

S1480519050003, 010-66554032, huboxin1983@163.com

医药：中报业绩已落地，疫情带来订单周期延长

医药上市公司中期业绩已经基本发布，相对于 2022 年 Q1 和 2022 年，Q2 行业整体利润增速已经回落，主要是医疗器械和疫苗的新冠订单减少，但 CXO 依然享受较高景气度和新冠药物订单带来的业绩弹性。市场仍担忧海外新冠药物订单的不确定性，但从目前疫情并未消退，反而在日本等国家加速传播，检测和药物治疗的需求仍将延续。

化学制剂和医疗器械板块受国内集采政策影响较大，2022 年中报，化学制剂板块的扣非利润只有略微增长。近期市场也高度关注生长激素和种植牙等集采的风向，9 月 2 日，国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知（征求意见稿）》，多地对种植牙的集采也尚未落地。理性回顾分析近年来的集采政策，对产业的影响并非一刀切的大幅降价，如中成药地方联采，独家品种依然维持着一定溢价，自费品种主力品种弃标保障价格稳定，价格分层更趋明显，但实际最新政策执行效果，尚未落地之前，市场可能会持续担忧。

目前医药板块配置已处于低点，估值压力已得到消化，性价比优势已逐步显现，继续看好未来医药板块的投资机会。重点推荐方向：①合成生物学未来的应用前景，重点推荐金城医药，（详见参考报告：半年报业绩靓丽，合成生物学研究成果陆续落地，20220827）；②中药配方颗粒，重点推荐：红日药业（详见报告：配方颗粒上半年盈利短期承压，长期看好标准切换完成后实现高增速，20220831）。③新型药物递送系统，重点推荐：昂利康（详见参考报告：合作开发，探索进入新型药物递送系统，20220512:）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526