短期有调整风险，关注上游及低估值蓝筹

主要观点

上周市场主要指数呈下跌走势，创业板及科创板收涨。盘面上，沪指下跌 0.98%、成指下跌 0.29%、创业板指上涨 2.00%、沪深 300 下跌 1.03%、上证 50 下跌 1.53%、中证 500 下跌 0.05%、中证 1000 下跌 0.71%、科创板上涨 2.05%。申万一级行业涨跌互现。电气设备（7.05%）、综合（3.03%）、国防军工（2.45%）涨幅居前；房地产（-8.10%）、采掘（-6.96%）、建筑材料（-6.09%）跌幅居前。

上周两市量能小幅回暖，北上资金呈现净流入状态。上周沪深两市日均成交额为 10270.10 亿，环比上期 10007.90 亿回升 2.62%；两市日均成交量 687.36 亿股，环比回落 3.93%。以人民币计陆股通北向合计流入 106.07 亿元，其中沪股通流入 87.79 亿，深股通流入 18.28 亿；两融余额环比回落，周五收 18466.27 亿元，环比上期回落 142.73 亿元；其中融资余额 16967.97 亿元，融券余额 1498.29 亿元。

工业企业利润平稳增长，结构进一步分化。当前利润结构进一步向上游靠拢，但推动利润上升的主要因素为价格上涨，限电限产则拉低了中游制造业的利润增速，从结果来看利润结构不均衡现象进一步加深。供给的约束持续影响行业利润结构，随着中央对煤炭供应及限电限产政策的调控，未来虽然供给约束仍将继续但影响或将出现边际下降，但四季度北方部分产业开工的减少以及触及“双控”预警线的限产可能性仍在，工业企业利润增速或将继续呈现放缓且分化的态势。

PMI 继续下降，生产下降幅度大于需求。价格指数的快速上行对供需两端均构成冲击，供给端同时还受到限电限产等因素的影响，表现出供需两弱且供给收缩幅度更大的特征，此外进出口指数的小幅回升以及需求指数的回落说明主要拖累来自于内需。往后看，随着中央对煤炭等原材料等价格的调控，原材料价格快速上升趋势得到一定程度的遏制，但需求不振以及疫情的影响或仍将对 11 月 PMI 构成负面冲击。

A 股整体盈利增速明显放缓，但结构仍有亮点。A 股营收仍能相对保持两位数的较高速度增长，但利润增速则出现了明显的放缓。从结构来看大部分行业营收和净利润增速相较于 Q2 出现下降，上游板块受价格因素影响，其营收和净利润均保持较高增速，中游制造业受到的影响最大，且分化加剧，消费制造受到消费不振的影响下滑明显，而设备制造、高精制造则相对平稳。结合市场当前情况来看，板块分化进一步加剧，尤其是成长板块受到利润增速下滑影响受到明显冲击，而原材料以及传统蓝筹则表现出相对较好的业绩稳定性。

短期有调整风险，关注上游及低估值蓝筹。当前市场不确定性因素增加，宏观经济下行压力进一步加大，工业企业利润分化对板块表现带来影响，虽然整体仍是结构性行情，但受到三季报 A 股利润增速整体放缓的冲击，市场面临一定的调整风险。此时市场分歧有所加大，低估值蓝筹及受价格与需求共振影响的原材料则有望保持较高的市场关注度。我们认为当前市场仍有一定的避险情绪，可继续保持对食品饮料板块的关注；受价格持续高位运行以及需求的影响，短期来看煤炭等原材料价格企稳后仍将继续保持高位运行，采掘等上游行业业绩确定性强；电气设备等受到景气与业绩的影响，可保持适当的关注。行业方面行业方面可关注食品饮料（饮料制造）、电气设备（电源设备）、采掘（煤炭）。

风险提示：疫情超预期、流动性收紧超预期、经济复苏不及预期、台海危机风险

上周 A 股主要指数周涨跌幅

指数	涨跌幅	点数
沪综指	-0.98%	3,547.34
深成指	-0.29%	14,451.38
创业板指	2.00%	3,350.67
沪深 300	-1.03%	4,908.77
上证 50	-1.53%	3,267.25
中证 500	-0.05%	7,022.50
中证 1000	-0.71%	7,385.30
科创 50	2.05%	1,396.20

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

沈彦東 分析师
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（197）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

正文目录

一、万和策略观点 3
二、行业动态分析 4
三、上周市场回顾 5
四、估值 6
五、情绪及流动性 7
（一）流动性 7
（二）情绪面 7
（三）资金面 8
六、风险提示 9

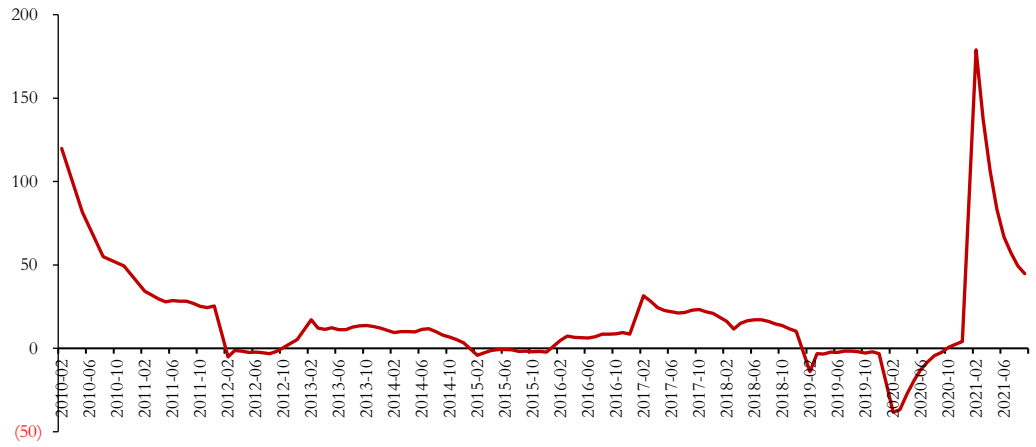
图表目录

图表 1 全国规模以上工业企业利润累计同比增速（%） 3
图表 2 PMI（%） 4
图表 3 上周主要指数涨跌幅（%） 5
图表 4 申万一级行业涨跌幅情况（%） 6
图表 5 上证综指 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 6 深证成指 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 7 创业板指 PE 与历史分位（倍，%） 7
图表 8 上证 50 PE 与历史分位（倍，%） 7
图表 9 SHIBOR-1 周（%） 7
图表 10 中债国债到期收益率（%） 7
图表 11 沪深两市周内日均成交额（亿元） 8
图表 12 沪深两市周内日均成交量（亿股） 8
图表 13 申万一级行业周内主力资金流向（亿元） 8
图表 14 沪深港通南向资金情况（人民币/亿） 9
图表 15 沪深港通北向资金情况（人民币/亿） 9
图表 16 融资融券余额情况（亿元） 9

一、万和策略观点

工业企业利润平稳增长，结构进一步分化。1-9 月全国规模以上工业企业利润同比增长 44.7%，比 2019 年同期增长 41.2%，两年平均增长 18.8%。分产业来看，采矿业实现利润同比增长 1.62 倍；制造业实现利润增长 42.9%；电力、热力、燃气及谁生产和供应业实现利润下降 15.2%。整体来看，三季度工业生产利润保持了良好增长，单看三季度工业企业利润同比增长 14.3%，基础保持两位数增长，单看 9 月份工业企业利润同比增长 16.3%，两年平均增长 13.2%。工业企业利润虽然继续保持了相对平稳的增势，但上中下游产业的利润结构进一步分化，工业生产增势和利润率改善边际放缓，贡献减弱，而上游产业量价保持高增，利润水平增势强劲，价格为利润上升的主要因素；电热燃水利润同比下降明显，低于疫情前水平。当前利润结构进一步向上游靠拢，但推动利润上升的主要因素为价格上涨，限电限产则拉低了中游制造业的利润增速，从结果来看利润结构不均衡现象进一步加深。供给的约束持续影响行业利润结构，随着中央对煤炭供应及限电限产政策的调控，未来虽然供给约束仍将继续但影响或将出现边际下降，但四季度北方部分产业开工的减少以及触及“双控”预警线的限产可能性仍在，工业企业利润增速或将继续呈现放缓且分化的态势。

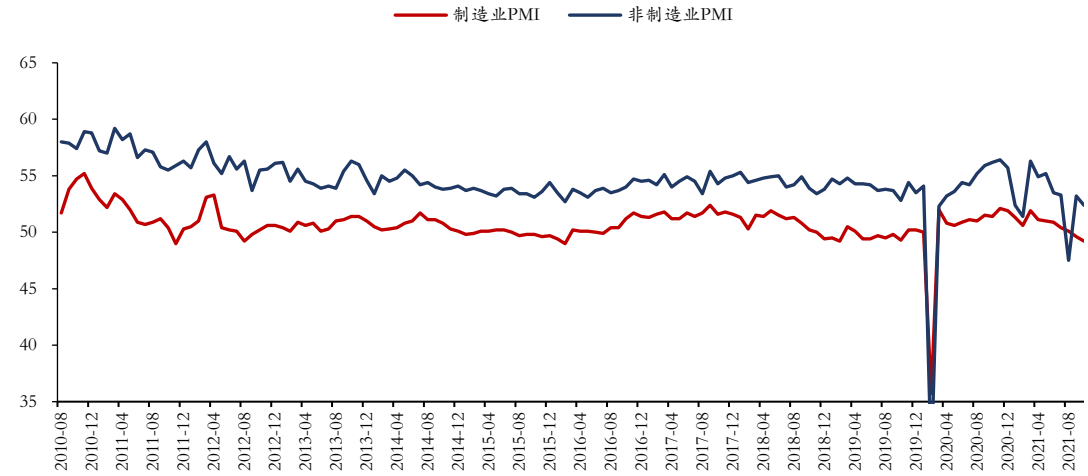
图表 1　全国规模以上工业企业利润累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

PMI 继续下降，生产下降幅度大于需求。统计局公布 10 月 PMI 数据，10 月份 PMI 为 49.2%，比上月下降 0.4 个百分点。从分类指数来看，生产指数为 48.4%，比上月下降 1.1 个百分点；新订单指数为 48.8%，比上月下降 0.5 个百分点；原材料库如指数为 47.0%，比上月下降 1.2 个百分点；从业人员指数为 48.8%，比上月下降 0.2 个百分点；供应商配送时间指数为 46.7%，比上月下降 1.4 个百分点。制造业 PMI 已经连续两月位于收缩区间，限电限产仍在持续影响制造业活动，此外原材料价格上涨等因素也对制造业经营活动带来负面影响。从供需两端来看，生产指数回落幅度大于需求指数，虽然两者均位于收缩区间，但也说明供给约束进一步上升；此外价格指数继续上升，原材料购进价格与出厂价格指数分别为 72.1%和 61.1%，出厂价格指数为近年新高；进出口指数小幅回升新出口订单指数与进口指数分别为 46.6%与 47.5%。我们认为当前价格指数的快速上行对供需两端均构成冲击，供给端同时还受到限电限产等因素的影响，表现出供需两弱且供给收缩幅度更大的特征，此外进出口指数的小幅回升以及需求指数的回落说明主要拖累来自于内需。往后看，随着中央对煤炭等原材料价格的调控，原材料价格快速上升趋势得到一定程度的遏制，但需求不振以及疫情的影响或仍将对 11 月 PMI 构成负面冲击。

图表 2 PMI（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

A 股整体盈利增速明显放缓，但结构仍有亮点。2021Q3 全部 A 股单季度营收同比增长 14.78%（前值 22.58%），剔除金融后增长 16.53%（前值 25.88%），剔除金融石油石化后为 14.28%（前值 23.88%）；全部 A 股单季度归母净利润同比增长-1.48%（前值 35.44%），剔除金融后增长-6.25%（前值 41.83%），剔除金融石油石化后为-0.50%（前值 30.14%）。整体来看，A 股营收仍能相对保持两位数的较高速度增长，但利润增速则出现了明显的放缓。从结构来看，上游原材料单季度营收增速最强，钢铁、化工、采掘 Q3 单季度增速分别为 45.13%、38.10%、37.40%；同期单季度归母净利润增速最强的为有色金属、钢铁、佳通运输，分别为 129.63%、73.65%、和 72.09%。通过对比发现，大部分行业营收和净利润增速相较于 Q2 出现下降，营收出现较大变化的有汽车、休闲服务、商业贸易等；净利润变化较大的有农林牧渔、非银金融、传媒等。我们认为上游板板块受价格因素影响，其营收和净利润均保持较高增速，中游制造业受到的影响最大，且分化加剧，消费制造受到消费不振的影响下滑明显，而设备制造、高精制造则相对平稳。结合市场当前情况来看，板块分化进一步加剧，尤其是成长板块受到利润增速下滑影响受到明显冲击，而原材料以及传统蓝筹则表现出相对较好的业绩稳定性。

短期有调整风险，关注上游及低估值蓝筹。当前市场不确定性因素增加，宏观经济下行压力进一步加大，工业企业利润分化对板块表现带来影响，虽然整体仍是结构性行情，但受到三季报 A 股利润增速整体放缓的冲击，市场面临一定的调整风险，此时市场分歧有所加大，低估值蓝筹及受价格与需求共振影响的原材料则有望保持较高的市场关注度。我们认为当前市场仍有一定的避险情绪，可继续保持对食品饮料板块的关注；受价格持续高位运行以及需求的影响，短期来看煤炭等原材料价格企稳后仍将继续保持高位运行，采掘等上游行业业绩确定性强；电气设备等受到景气与业绩的影响，可保持适当的关注。行业方面行业方面可关注食品饮料（饮料制造）、电气设备（电源设备）、采掘（煤炭）。

二、行业动态分析

采掘：【事件】国务院联防联控机制综合组交通管控与运输保障专班发布通知，要求在严密防范疫情通过交通运输环节传播扩散的同时，全力做好煤炭、天然气等能源物资运输保障工作。通知强调，切实做好能源物资运输车辆通行保障，优先为从事煤炭、天然气等能源物资运输的从业人员实施加强免疫接种。**【解读】**当前北方进入冬季，受供暖影响煤炭等需求快速上升，但西北方疫情对煤炭、然天气运输带来负面冲击，同时对煤炭等原材料价格带来一

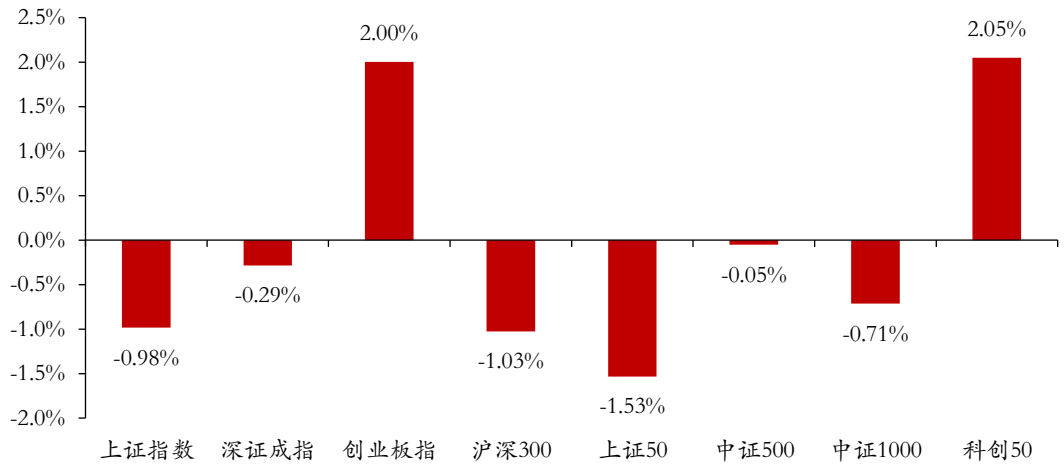
定的负面影响，中央在防控疫情的同时要保障居民取暖的需求，难度将进一步加大，受到需求上升影响煤炭等原材料价格或有反复。

食品饮料：【事件】安琪酵母于 9 月 29 日发布产品价格调整通知，海天味业于 2021 年 10 月 13 日公告部分产品提价，具备定价权的龙头开启提价，大众消费品纷纷跟进。李锦记计划提高主要产品出厂价，提价幅度 6-10%不等，新价格将于 2021 年 12 月 16 日执行；恒顺醋业对镇江香醋&镇江陈醋出厂价提高 5%，终端价提高 9%；安井食品对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10%不等，新价格自 2021 年 11 月 1 日起按各产品调价通知执行；洽洽食品对公司葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品进行出厂价格调整，各品类提价幅度为 8%-18%不等，价格执行于 2021 年 10 月 22 日开始实施。**【解读】**2021 年以来大众消费品供需两端压力凸显，成本端主要受原料、包辅材、能源等价格上涨影响，需求端则面临整体消费的低迷及社区团购的渠道冲击，多数企业盈利能力承压。近期消费品企业纷纷提价，提价有助于缓解厂商成本端压力、改善经销商的利润空间，提振板块的市场情绪，可积极关注当前的配置价值。

三、上周市场回顾

上周市场主要指数呈下跌走势，创业板及科创板收涨。沪综指、深成指周 K 收阴、创业板指周 K 收阳。盘面上，沪指下跌 0.98%，报 3547.34 点；成指下跌 0.29%，报 14451.38 点；创业板指上涨 2.00%，报 3350.67 点；沪深 300 下跌 1.03%，报 4908.77 点；上证 50 下跌 1.53%，报 3267.25 点；中证 500 下跌 0.05%，报 7022.50 点；中证 1000 下跌 0.71%，报 7385.30 点；科创板上涨 2.05%，报 1396.20 点。

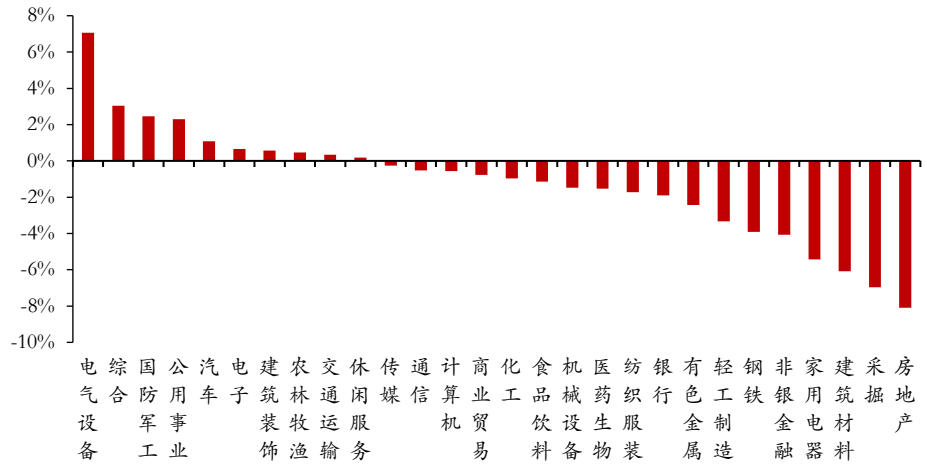
图表 3　上周主要指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

板块方面，上周申万一级行业涨跌互现。电气设备（7.05%）、综合（3.03%）、国防军工（2.45%）涨幅居前；房地产（-8.10%）、采掘（-6.96%）、建筑材料（-6.09%）跌幅居前。概念题材方面，锂电负极指数（12.34%）、风力发电指数（11.62%）、啤酒指数（10.10%）等涨幅居前；炭黑指数（-9.53%）、煤炭开采指数（-9.38%）、房地产开发指数（-8.26%）等表现较差。

图表 4　申万一级行业涨跌幅情况（%）

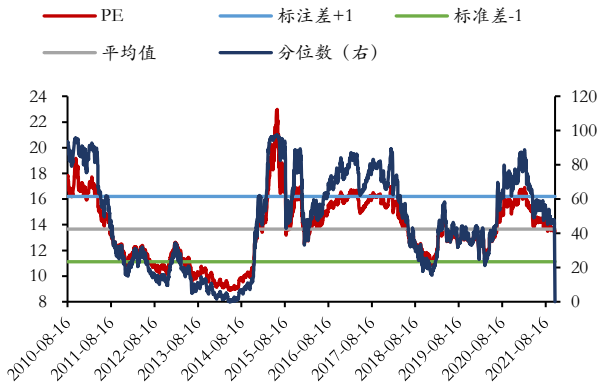


资料来源：Wind，万和证券研究所

四、估值

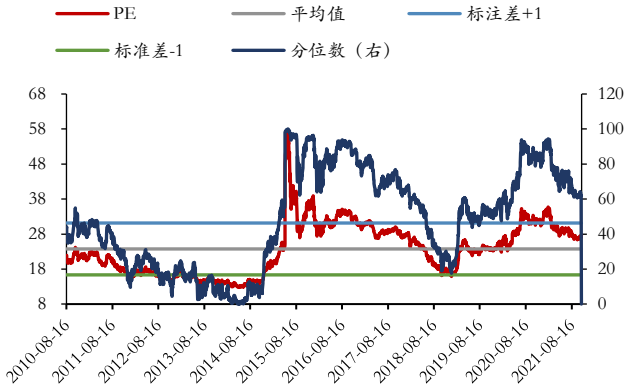
上周主要指数估值变化不大，创业板估值上升明显。截至 10 月 29 日，沪综指、深成指、创业板指、上证 50 动态 PE 分别为 13.66 倍（前值 13.69 倍）、26.94 倍（前值 27.36 倍）、63.25 倍（前值 56.57 倍）、11.08 倍（前值 11.12 倍），分别位于历史 46.78%、62.21%、80.30%与 67.96%分位。

图表 5　上证综指 PE 与历史分位（倍，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 6　深证成指 PE 与历史分位（倍，%）



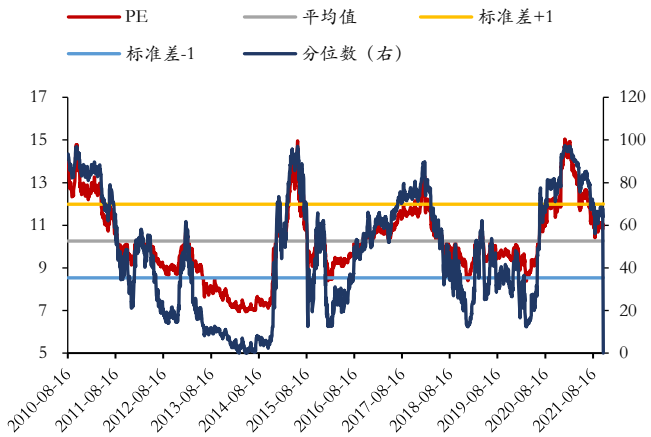
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7 创业板指 PE 与历史分位（倍，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8 上证 50 PE 与历史分位（倍，%）



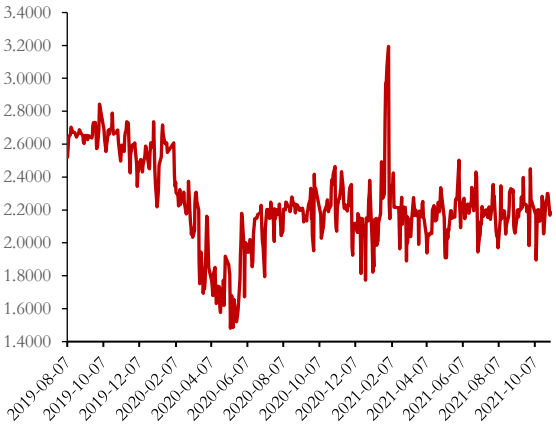
资料来源：Wind，万和证券研究所

五、情绪及流动性

（一）流动性

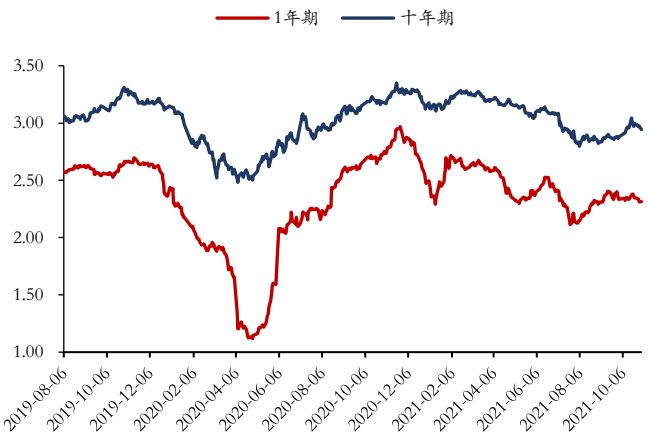
银行间流动性相对充沛。SHIBOR（1 周）周五报 2.1680%；十年期国债收益率周五收 2.9732%；1 年期 LPR 利率为 3.85%，5 年期以上 LPR 利率为 4.65%。

图表 9 SHIBOR-1 周（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10 中债国债到期收益率（%）

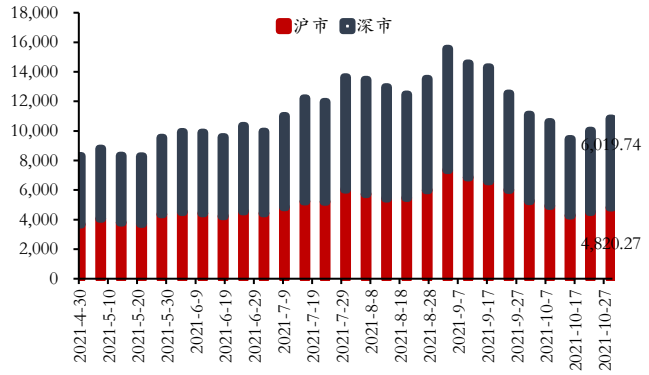


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）情绪面

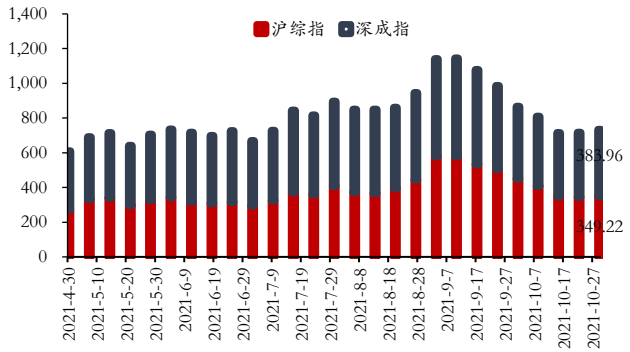
上周两市量能小幅回暖。上周沪深两市日均成交额为 10270.10 亿，环比上期 10007.90 亿回升 2.62%；两市日均成交量 687.36 亿股，环比回落 3.93%。上周申万一级行业资金呈现主力净流出状态，其中化工、有色金属、非银金融流出最大，分别净流出 238.44、156.74、129.28 亿元。

图表 11 沪深两市周内日均成交额（亿元）



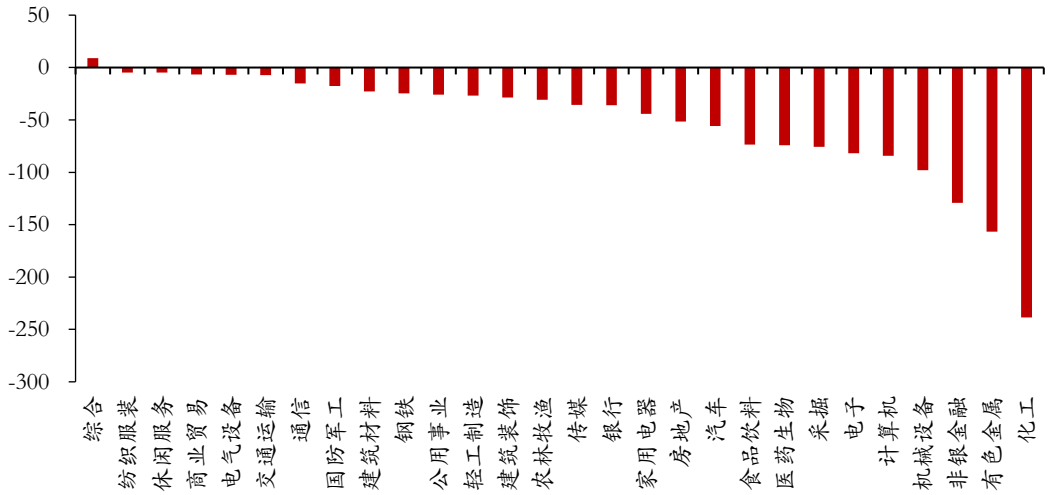
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 沪深两市周内日均成交量（亿股）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 申万一级行业周内主力资金流向（亿元）

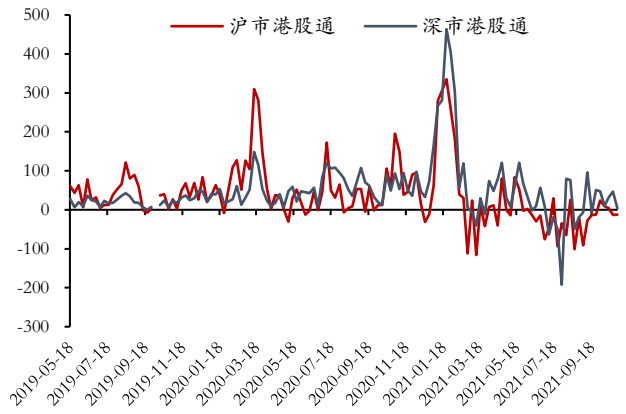


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）资金面

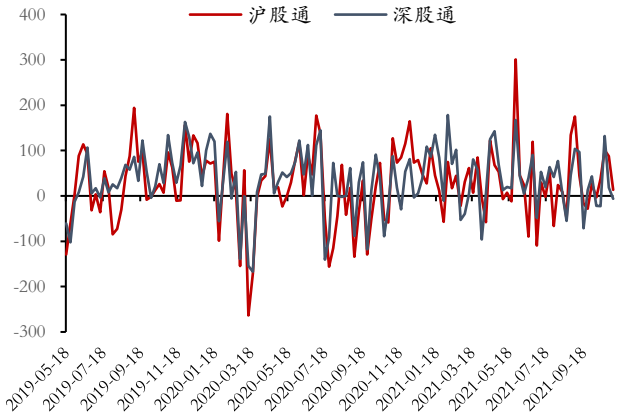
上周北上资金呈现净流入状态。以人民币计陆股通北向合计流入 106.07 亿元，其中沪股通流入 87.79 亿，深股通流入 18.28 亿；两融余额环比回落，周五收 18466.27 亿元，环比上期回落 142.73 亿元；其中融资余额 16967.97 亿元，融券余额 1498.29 亿元。

图表 14 沪深港通南向资金情况（人民币/亿）



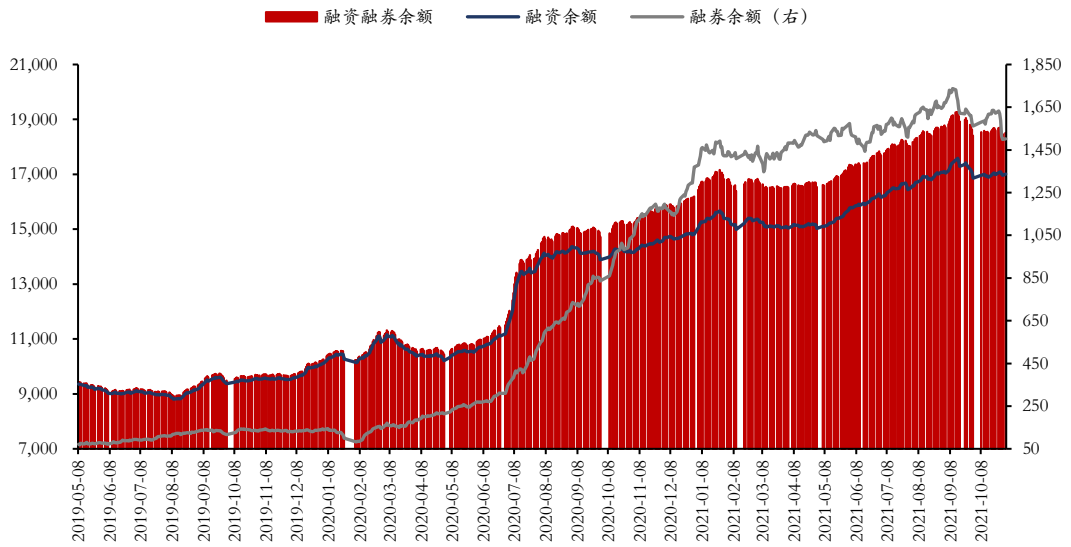
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 沪深港通北向资金情况（人民币/亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 融资融券余额情况（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

六、风险提示

疫情超预期、流动性收紧超预期、经济复苏不及预期、台海危机风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn