东兴证券 DONGXING SECURITIES

寻找风格切换的信号，兼论当下市场风格

2021 年 9 月 21 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	高天然	电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

近期市场出现风格切换的迹象：大盘回暖，领涨行业由成长切换到周期再到消费。2021 年 2 月-8 月底中小盘占优、大盘弱势，而 9 月以来大盘股表现逐渐回暖，9 月 1 日-9 月 17 日上证 50 涨幅领先于中证 500、中证 1000。中小盘风格是否向大盘风格切换逐渐为市场所关注。本文主要借鉴历史上 3 段大小盘切换区间，寻找大小盘风格切换的信号。行业来看，前期领涨的新能源、半导体 9 月以来开始回调；资源股则在 8 月下旬就再度启动，但在节前最后两个交易日跌幅显著。市场关于新能源、半导体等成长股以及资源股估值是否已经过高、上涨是否已经见顶的讨论不断，本文从估值和盈利匹配性的视角来探讨当下的行业配置策略。

2018 年以来，大小盘风格处于均衡区间。大小盘风格区间可划分为均衡区间和趋势区间，趋势区间又可分为大盘趋势和小盘趋势。2005 年以来可以分为几段区间：均衡区间分布在 2009 年前和 2018 年 10 月后，趋势区间则主要是 2009 年-2017 年。2009 年均衡区间转向小盘趋势表现为周期衰落与消费、成长崛起，对应我国经济由投资驱动向创新、消费驱动的转型；2016、17 年小盘趋势转变为大盘趋势表现为龙头崛起，对应各个行业广泛的集中度提升以及消费、成长头部个股市值扩张。2018 年 10 月以来市场再度进入均衡区间，目前大盘股主要由各个消费、成长行业的龙头与传统大市值金融股组成，对于消费、成长行业，当下龙头占优逻辑未改变，金融股市值也没有缩水的迹象，大小盘风格能在一定程度上维持平衡，风格或仍处均衡区间。

均衡区间内，均值+换手率可以对大小盘风格切换起到一定预测作用。均衡区间内，大小盘风格指数/万得全 A 穿过均线后换手率突破临界值往往对应趋势转向，但这一规律在趋势区间中并不适用。2018 年 10 月以来，当上证 50/万得全 A 穿过均线（0.67）后且上证 50 换手率突破 1.8%，则上证 50/万得全 A 在 2 周之内往往会发生趋势反转，中证 500/万得全 A 穿过均线后（1.24）且换手率突破 2.5%，则中证 500/万得全 A 在 2 周之内也往往会发生趋势反转。**9 月初再度出现大小盘风格切换信号，可能预示切换在 9 月中下旬前发生。**上证 50 换手率在 9 月 1-3 日突破 1.8%，中证 500 换手率则在 9 月 8 日-9 月 10 日也突破 2.5%。

大部分资源股估值已偏高，优质成长仍有空间。电新 PE 分位数已达到 75%，资源股 PE 分位数则基本在 30%以下。但不同行业适用的方法有所差异，PE 分位数可能不具普适性：选取各个行业市值前 20%的大盘股为样本，以 PB 历史分位数衡量周期金融行业估值，以行业 PE(剔除 A 股整体估值变动影响)/行业业绩增速衡量消费成长行业估值。对于周期金融板块，筛选估值分位数低于 50%的的子行业；对于成长板块，筛选估值低于历史均值且低于成长类行业总体水平的子行业。对比发现先：钢铁、有色、煤炭（动力煤、焦炭）、石油石化（石油化工）等大部分资源品估值已经较高，而电新（锂电）、电子（半导体）仍有估值提升的空间。

行业配置：经济下行趋势中寻找逆势高景气+估值合理行业。一、经济下行压力下有望持续发力的基建产业链：建筑（基建建设）、水泥、工程机械；8 月经济数据再度全面下行，下半年基建发力进行逆周期调节的趋势已经比较明确。8 月政府债券发行也有所加速，达到为年内峰值。基建产业链盈利预计将持续受到拉动。而基建产业链当前估值较低，基建建设、水泥、PB 分位数仅处于 30%、34%、42%。**二、业绩具备高成长性、持续维持高景气的新能源汽车、半导体。**8 月新能源汽车产销再创新高，半导体重要厂商台积电、安森美等近期密集涨价，新能源、半导体行业高景气延续、市场一致预期对两个行业的盈利预测仍在上修。**三、宽信用发力，资产质量持续改善，历史估值底部下银行进入配置窗口期。**8 月央行金融机构信贷座谈会表明将维持信贷增速稳定，9 月 9 日央行公告新增 3000 亿元支小再贷款额度，信用政策整体趋向宽松，资产质量持续改善，银行 PB 的历史分位数仅为 0.53%，Q4 银行或将进入配置窗口期。

风险提示：宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 风格重回大盘了吗？ 3
2. 2018 年以来，风格处于大小盘均衡区间 4
3. 9 月初再度出现大小盘风格切换信号，预示切换可能在 9 月中下旬前发生 7
4. 大部分资源股估值已高，优质成长仍有空间 10
5. 行业配置：经济下行趋势中寻找合理估值+逆势高景气 13
6. 风险提示 14

插图目录

图 1：9 月 1 日-9 月 17 日，上证 50 上涨 2.09%，高于中证 500 的 1.93%和 0.02% 3
图 2：2005 年以来，大盘、中小盘风格轮动可以大致分为四个区间 4
图 3：大小盘区间风格划分定义 5
图 4：四段区间内上证 50、中证 500 均有均值回归的特征 6
图 5：2016-2017 年,相当一部分企业退出了市场 6
图 6：上证 50 中，消费成长占比接近 60% 7
图 7：沪深 300 中，消费成长占比超过 60% 7
图 8：2007 年 10 月-2008 年上证 50/万得全 A 穿过均线后，若上证 50 换手率突破 3%，则往往会发生趋势反转 8
图 9：2007 年 10 月-2008 年中证 500/万得全 A 穿过均线后，若中证 500 换手率突破 3%，则往往会发生趋势反转 8
图 10：2018 年 10 月以来，上证 50 换手率临界值 1.8% 9
图 11：2018 年 10 月以来，上证 50/万得全 A 均值线约为 0.67 9
图 12：2018 年 10 月以来，中证 500 换手率临界值为 2.5% 10
图 13：2018 年 10 月以来，中证 500/万得全 A 均值约为 1.24 10
图 14：银行业不良贷款率持续下行 13

表格目录

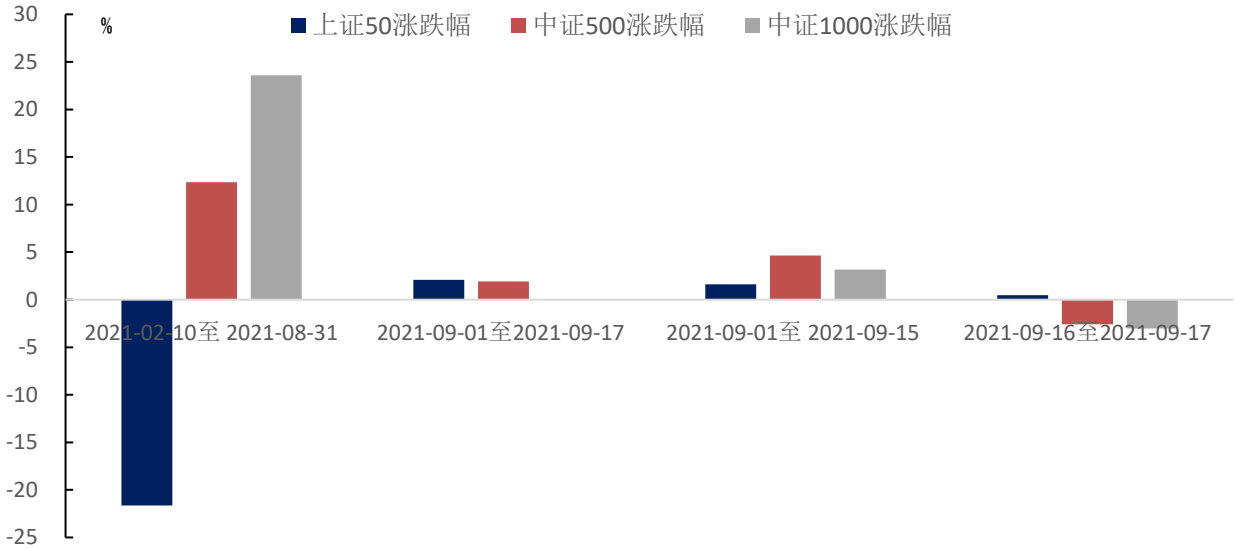
表 1：2016-2017 年企业的退出广泛分布在制造业各个行业中，其中上游资源品行业企业退出趋势最为显著 6
表 2：从 PE 角度来看，电新当前估值已较高，而钢铁、有色等上游资源品估值仍具有较高安全边际 11
表 3：钢铁、有色、煤炭（动力煤、焦炭）、石油石化（石油化工）等大部分资源品行业估值已经较高 11
表 4：电新（锂电）、电子（半导体），相比于其业绩增速，估值仍有拔高空间 12

1. 风格重回大盘了吗？

近期大盘股趋于回暖。2021 年 2 月-9 月初大盘股持续走弱、中小盘表现更优，但 9 月以来大盘股表现逐渐回暖，9 月 1 日-9 月 17 日上证 50 涨幅领先于中证 500、中证 1000，上证 50 上涨 2.09%，高于中证 500 的 1.93%和 0.02%，其中 9 月 16 日-9 月 17 日大盘股占优趋势尤为明显，上证 50 上涨 0.49%，中证 500、中证 1000 则分别下跌 2.59%、3.04%。中小盘风格是否将向大盘风格切换开始逐渐为市场所关注。本文主要借鉴历史上 3 段大小盘切换区间寻找大小盘风格切换的信号。

A 股领涨行业切换迅速，由成长到周期再到消费。前期领涨的新能源、半导体 9 月以来有所回调，电新、半导体分别下跌 3.3%、8.4%。而资源股则在稍早一些的 8 月下旬就再度启动，8 月 20 日-9 月 15 日，煤炭、石油石化、钢铁、有色分别上涨 40.57%、24.97%、21.78%、18.62%。但 9 月 16 日-9 月 17 日两天资源股跌幅显著，有色、煤炭、钢铁、石油石化分别回调 7.74%、5.51%、5.22%、3.30%。9 月 16-9 月 17 日，消费表现优异、领涨市场，医药、食品饮料分别上涨 3.56%、3.43%。市场关于新能源、半导体等成长股以及资源股估值是否已经过高、上涨是否已经见顶的讨论不断，本文从估值和盈利匹配性的视角来探讨当下的行业配置策略。

图 1：9 月 1 日-9 月 17 日，上证 50 上涨 2.09%，高于中证 500 的 1.93%和 0.02%



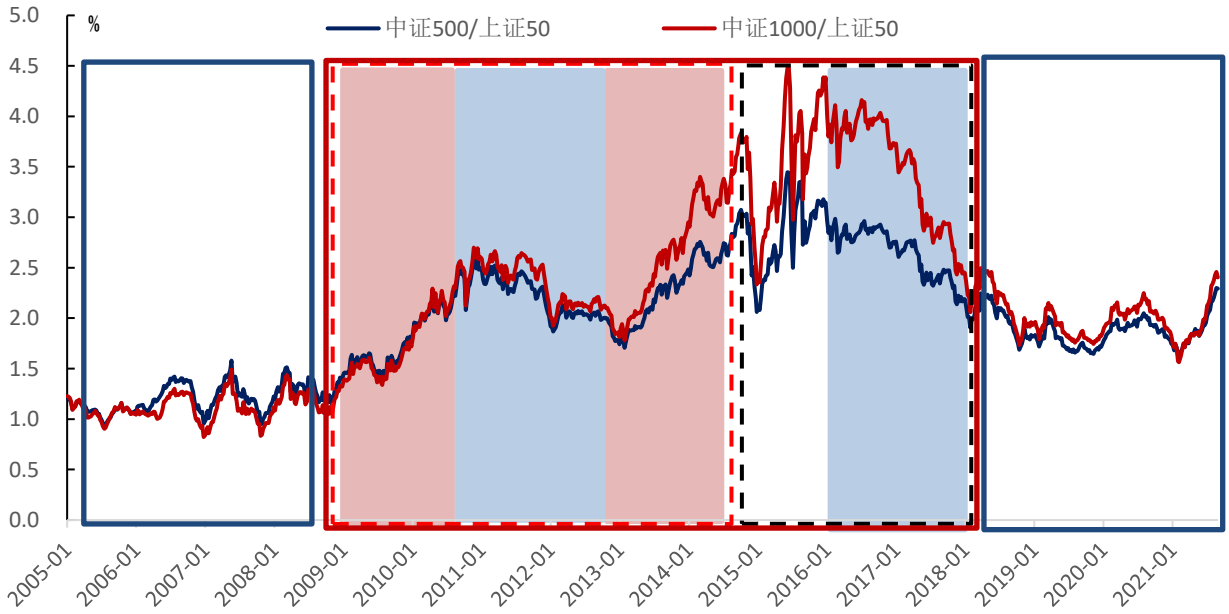
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 2018 年以来，风格处于大小盘均衡区间

本文主要以上证 50 代表大盘风格、中证 500 代表中盘风格、中证 1000 代表小盘风格进行分析，历史经验来看，中盘风格与小盘风格的走势具有高度的一致性，可以合并分析。

大小盘风格区间可以划分为均衡区间和趋势区间。整体来看，大小盘风格区间可以划分为均衡区间（每次风格轮换中中证 500/上证 50、中证 1000/上证 50 的峰值与峰值、谷值与谷值相差都不超过 30%）与趋势区间（每次风格轮换中中证 500/上证 50、中证 1000/上证 50 的峰值与峰值、谷值与谷值相差往往超过 30%），均衡区间主要分布在 2009 年之前和 2018 年 10 月之后，趋势区间则主要是 2009 年-2017 年。趋势区间内，又可以划分为大盘趋势区间（中证 500/上证 50、中证 1000/上证 50 每次峰值都比上次峰值低 30%以上）和小盘趋势区间（中证 500/上证 50、中证 1000/上证 50 每次谷值都比上次谷值高 30%以上）。大盘趋势区间主要是 2016-2017 年，小盘趋势区间则主要是 2009-2014 年 11 月。小盘趋势区间并不意味着小盘股始终相对大盘股占优，区间内也可能有大盘相对更占优的时间段，如 2011-2012 年，具体区间划分如图 2 和图 3 所示。

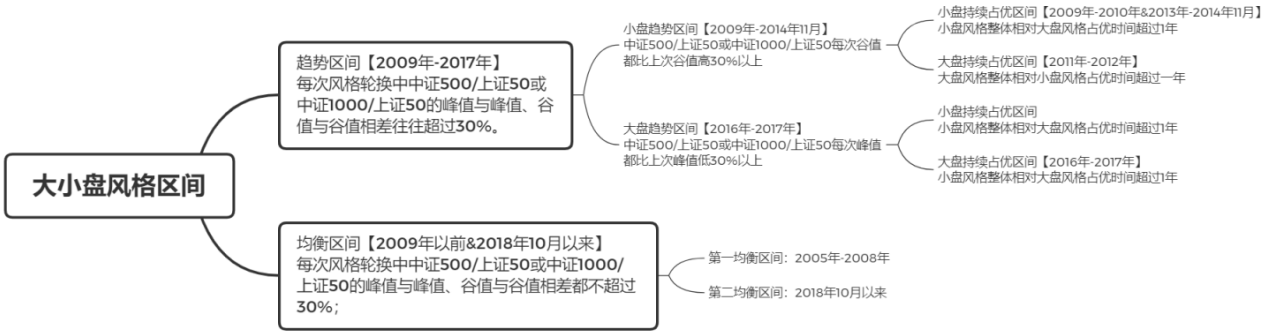
图 2：2005 年以来，大盘、中小盘风格轮动可以大致分为四个区间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

蓝色实线方框为均衡区间，红色实线方框为趋势区间，红色虚线方框为小盘趋势区间，黑色虚线方框为大盘趋势区间，红色底色为小盘持续占优区间，蓝色底色为大盘持续占优区间。

图 3：大小盘区间风格划分定义



资料来源：东兴证券研究所

市场处于大小盘风格的均衡区间还是趋势区间以及趋势区间中呈现小盘趋势还是大盘趋势可能主要取决于产业趋势。

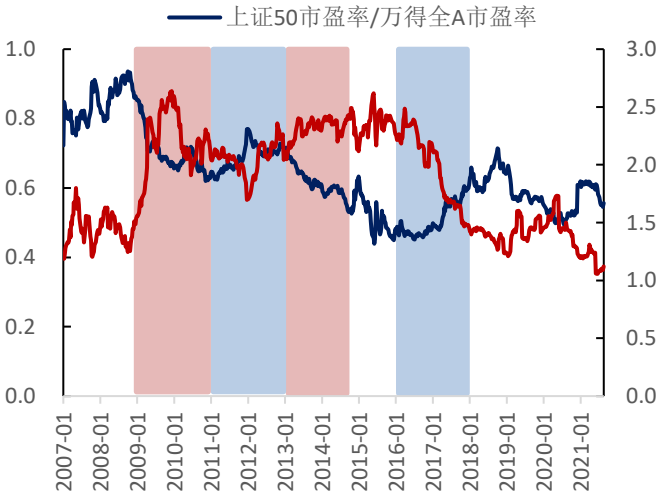
从第一均衡区间到小盘趋势区间：周期衰落与消费、成长崛起。2007 年上半年之前我国经济持续向好，固定资产投资增速始终处于高位，传统周期、金融股等大盘股保持高景气（彼时周期、金融股合计占上证 50 权重 85%以上）。然而 2008 年金融危机冲击下经济显著下行，直到 2009 年 Q3 才触底，其后固定资产投资也开始进入 10 余年的下行区间。并且 2009 年“四万亿”之后，传统行业产能过剩、盈利下滑的问题愈演愈烈，市场对于传统行业的产业发展与业绩预期趋于悲观。而对于中小盘中大量的消费、成长企业来说（彼时消费、成长合计占中证 500 指数权重的 60%以上），2009 年则是政策与产业周期利好的爆发，2009 年家电下乡、汽车下乡驱动家电、汽车领涨市场，大消费整体表现稳健，2009 年初 3G 牌照发放、2010 年中 iphone4 发布，新一轮科技周期开启。同时经济驱动力开始逐渐由投资驱动向消费驱动、创新驱动转变，2009-2015 年整体来看小盘风格/大盘风格处于趋势性的上行区间，其中 2009 年是消费成长行业的乐观预期和周期金融等大盘股悲观业绩预期集中被“price in”估值中的年份。

从小盘趋势区间到大盘趋势区间：龙头崛起与稳定性溢价。2016-2017 年，“供给侧改革”给大量传统行业带来新的增长，一批消费成长企业逐步扩张为大盘股，产业集中度提升、行业龙头崛起成为新的产业趋势。同时在 2016-2017 年相当一部分企业退出了市场，登记注册内资企业单位数由 2015 年底的 33.04 万家下降到 2017 年底的 32.53 家，而这一数值除了 2011 年口径调整[1]外，自 2000 年以来始终都呈上行趋势。2016-2017 年企业的退出广泛分布在制造业各个行业中，其中上游资源品行业企业退出趋势最为显著。同时

[1] 2011 年经国务院批准，纳入规模以上工业统计范围的工业企业起点标准从年主营业务收入 500 万元提高到 2000 万元

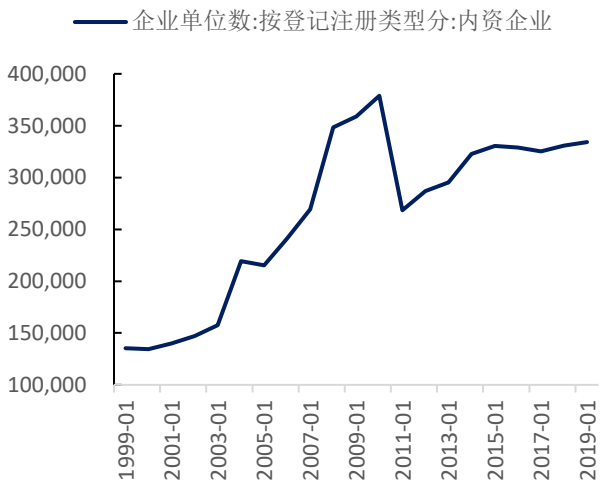
2017 年以来大盘股业绩表现的极为稳健，2020 年疫情前每个季度基本都维持在 10%-15%，获得了市场的“稳定性溢价”。2016 年至 2017 年，大盘股相对于中小盘的龙头溢价、稳定性溢价逐渐被“price in”估值之中，小盘风格指数/大盘风格处于趋势性的下行区间。

图 4：四段区间内上证 50、中证 500 均有均值回归的特征



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：2016-2017 年,相当一部分企业退出了市场



资料来源：Wind、东兴证券研究所

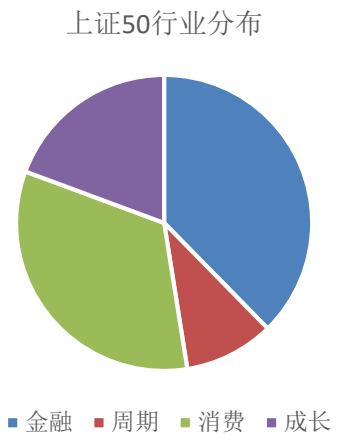
表 1：2016-2017 年企业的退出广泛分布在制造业各个行业中，其中上游资源品行业企业退出趋势最为显著

行业	2017 年较 2015 年企业家数变动	行业	2017 年较 2015 年企业家数变动
黑色金属矿采选业	-41.30%	农副食品加工业	-4.00%
煤炭开采和洗选业	-25.10%	通用设备制造业	-3.80%
有色金属矿采选业	-22.90%	金属制品业	-2.70%
黑色金属冶炼及压延加工业	-19.20%	造纸及纸制品业	-2.50%
石油和天然气开采业	-12.10%	非金属矿物制品业	-1.80%
非金属矿采选业	-11.70%	专用设备制造业	-0.20%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-10.10%	饮料制造业	0.80%
纺织业	-8.90%	电气机械及器材制造业	1.10%
纺织服装、鞋、帽制造业	-8.40%	食品制造业	1.30%
烟草制品业	-8.30%	医药制造业	1.90%
化学原料及化学制品制造业	-7.50%	废弃资源和废旧材料回收加工业	3.50%
化学纤维制造业	-6.50%	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	5.80%
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	-6.40%	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	10.30%
有色金属冶炼及压延加工业	-4.50%	家具制造业	10.90%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

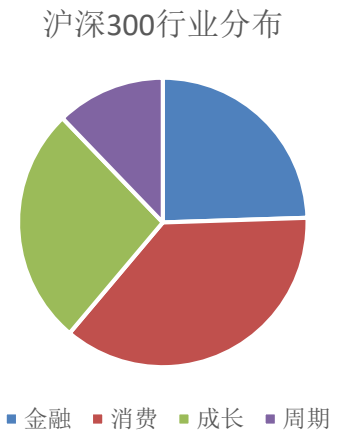
从大盘趋势区间到第二均衡区间：新的变局尚未出现，平衡预计仍能延续。2018 年以后，市场再度进入大小盘相对均衡的区间。目前大盘股主要由各个消费、成长行业的龙头与传统大市值金融股组成，上证 50 消费成长合计占比接近 60%，金融占比超过 30%，沪深 300 行业构成也有类似特征，消费科技占比超过 60%，金融占比约 25%。对于消费、成长行业，当下龙头占优逻辑未改变，传统大市值金融股市值也没有缩水的迹象，大小盘风格能在一定程度上维持平衡，风格或仍处在均衡区间。

图 6：上证 50 中，消费成长占比接近 60%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7：沪深 300 中，消费成长占比超过 60%

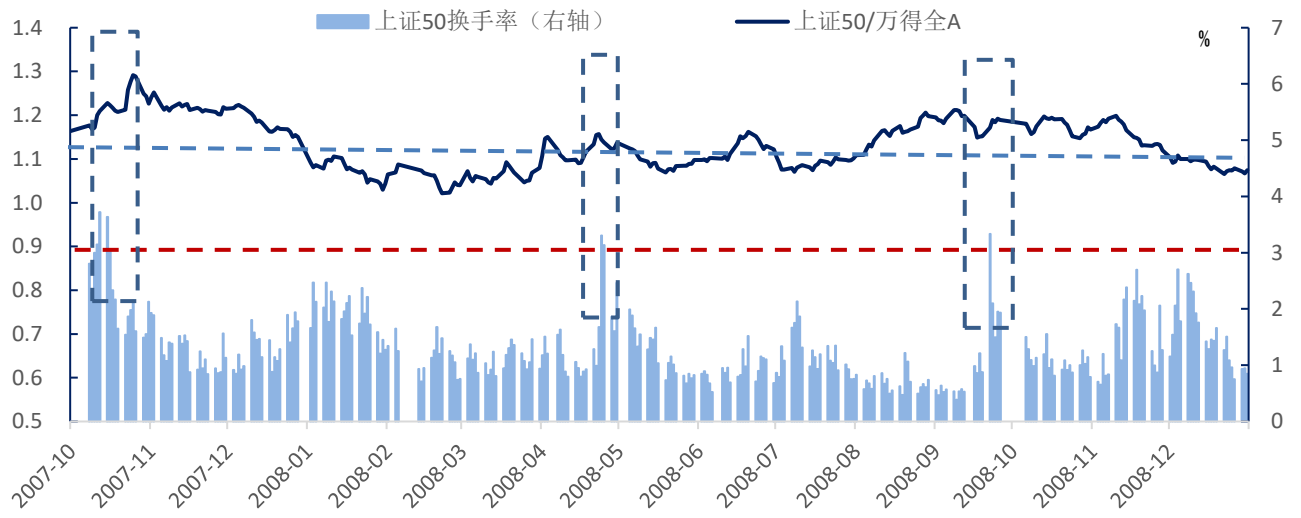


资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 9 月初再度出现大小盘风格切换信号，预示切换可能在 9 月中下旬前发生

两段均衡区间内，均值+换手率可以对大小盘风格切换起到一定预测作用。第一均衡区间中，由于 2007 年大牛市带来换手率高增，均值+换手率规律主要从 2007 年 10 月以后开始适用。当时上证 50/万得全 A 基本围绕均值线 1.13 上下波动，当上证 50/万得全 A 穿过均线后，若上证 50 换手率突破 3%，则上证 50/万得全 A 在 2 周之内往往会发生趋势反转。即若原来上证 50/万得全 A 呈上行趋势，则上证 50/万得全 A 穿过均线且上证 50 换手率突破 3%后，往往会转向下行。2007 年 10 月、2008 年 4 月、2008 年 9 月上证 50/万得全 A 突破均线且上证 50 达到 3%的换手率临界值后，分别于 10 个交易日后、1 个交易日后和 1 个交易日后趋势转向。

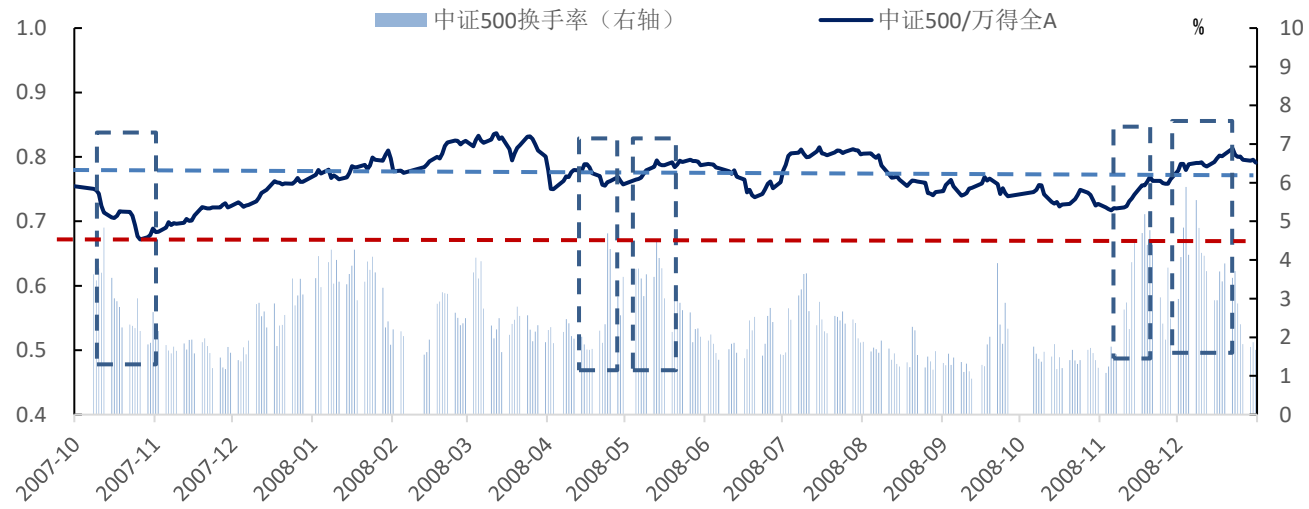
图 8：2007 年 10 月-2008 年上证 50/万得全 A 穿过均线后，若上证 50 换手率突破 3%，则往往会发生趋势反转



资料来源：Wind、东兴证券研究所

中证 500 也有同样规律，当时中证 500/万得全 A 基本围绕均值线 0.79 上下波动，当中证 500/万得全 A 穿过均线且中证 500 换手率突破 4.5%，中证 500/万得全 A 在 2 周内往往会发生趋势反转，此外，若中证 500/万得全 A 已出现趋势反转，同时在 1 周内换手率也突破 4.5%，则往往是趋势反转的确认。2007 年 10 月、2008 年 4 月、2008 年 5 月、2008 年 11 月、2008 年 12 月中证 500/万得全 A 突破均线且中证 500 达到 4.5%的换手率临界值后，分别于 9 个交易日后、1 个交易日后、8 个交易日后、前 1 个交易日、9 个交易日后趋势转向。

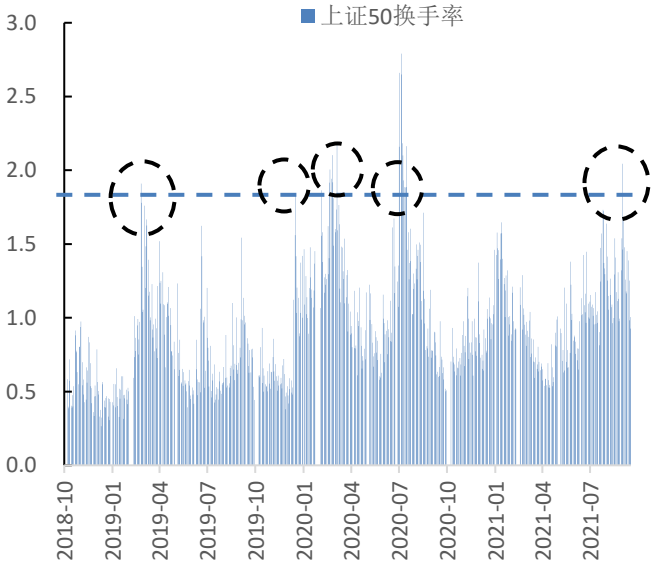
图 9：2007 年 10 月-2008 年中证 500/万得全 A 穿过均线后，若中证 500 换手率突破 3%，则往往会发生趋势反转



资料来源：Wind、东兴证券研究所

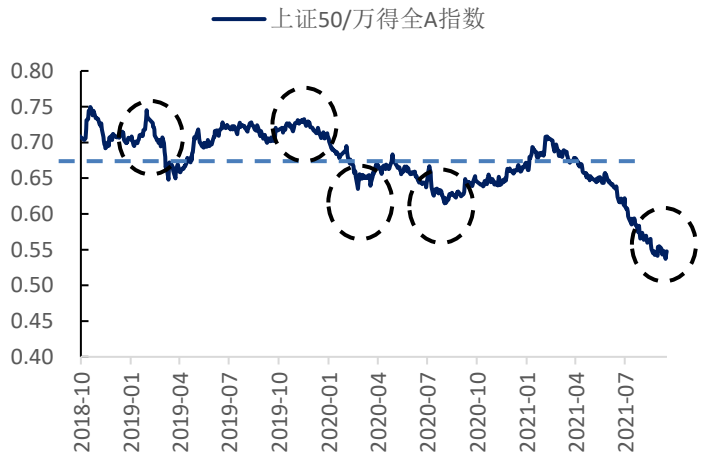
2018 年 10 月以来的第二均衡区间中，这一规律同样适用。2018 年 10 月以来，上证 50/万得全 A 基本围绕均值线 0.67 上下波动。当上证 50/万得全 A 穿过均线后，若上证 50 换手率突破 1.8%，则上证 50/万得全 A 在 2 周之内往往会发生趋势反转。2019 年 2 月、2019 年 12 月、2020 年 2 月、2020 年 7 月上证 50/万得全 A 突破均线且上证 50 达到 1.8%的换手率临界值后，上证 50/万得全 A 分别于 3 个交易日后、1 个交易日后、1 个交易日后、8 个交易日后趋势转向。

图 10：2018 年 10 月以来，上证 50 换手率临界值 1.8%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

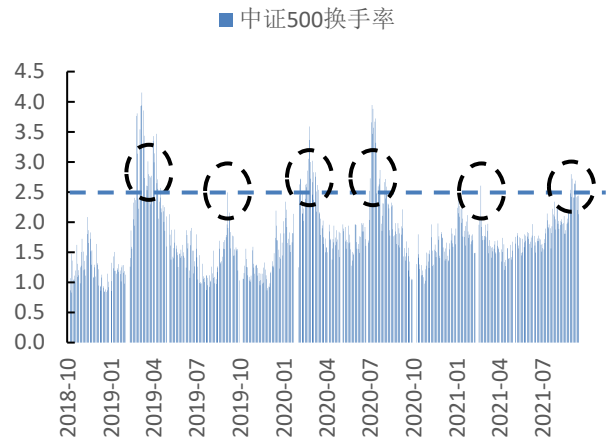
图 11：2018 年 10 月以来，上证 50/万得全 A 均值线约为 0.67



资料来源：Wind、东兴证券研究所

而对于中证 500，中证 500/万得全 A 基本围绕均值线 1.24 上下波动。当中证 500/万得全 A 穿过均线后，若中证 500 换手率突破 2.5%，则中证 500/万得全 A 在 2 周之内往往会发生趋势反转，此外，若中证 500/万得全 A 已出现趋势反转，同时在 1 周内换手率也突破 2.5%，则往往是趋势反转的确认。2019 年 3 月、2019 年 9 月、2020 年 2 月、2020 年 7 月、2021 年 2 月中证 500/万得全 A 突破均线且中证 500 达到 2.5%的换手率临界值后，中证 500/万得全 A 分别于 10 个交易日后、2 个交易日后、5 个交易日后、6 个交易日后、前 2 个交易日趋势发生转向。

图 12：2018 年 10 月以来，中证 500 换手率临界值为 2.5%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 13：2018 年 10 月以来，中证 500/万得全 A 均值约为 1.24



资料来源：Wind、东兴证券研究所

根据历史情况，穿越均值线后，即使换手率未达到临界值，上证 50/万得全 A 或中证 500/万得全 A 趋势也可能会发生逆转，如 2021 年 2 月的上证 50/万得全 A、2008 年 3 月的中证 500/万得全 A 等。而换手率接近临界值但没穿越均线，也不会发生趋势的反转，如 2021 年 7 月的小盘股。

9 月初，大小盘风格切换信号已现。2021 年 2 月以来，上证 50 处于下行趋势，中证 500 处于上行趋势，至 8 月二者均已穿过均值线，9 月上旬上证 50 换手率突破 1.8%、中证 500 换手率突破 2.5%，大小盘出现切换信号，上证 50 在 9 月 1-3 日突破 1.8%，中证 500 则在 9 月 8 日-9 月 10 日突破 2.5%，可能预示大小盘风格切换在 9 月中下旬前发生。

4. 大部分资源股估值已高，优质成长仍有空间

不同行业特征不同，PE 分位数法不具有普适性。近期，市场对于今年以来涨幅较大的行业如新能源、半导体等成长股以及钢铁、有色、煤炭等周期股估值是否已处于较高水平、上涨是否即将见顶有较大分歧。如果以 PE 历史分位数衡量估值水平，则电新已处于较高估值水平，PE 分位数已达到 75%，而钢铁、有色、煤炭等仍具备较高配置价值，PE 分位数普遍在 30%以下。但不同行业特征不同，均用 PE 历史分位数来衡量可能并不合理。周期股盈利波动巨大，周期属性较强，如果以 PE 来衡量，则在业绩上行期由于其业绩的高弹性，PE 往往会很低，而一旦进入业绩下行期，PE 水平则会迅速提升，以 PE 来衡量周期股当下的估值水平可能并不准确。而对于成长性较强的行业，如新能源、电子等，尽管当前 PE 已经较高，但 PE 仅反映了当下价格与盈利的匹配程度，而没有考虑这些行业未来的高增速可能能够迅速的消化掉当前的估值。

以 PB 历史分位数衡量周期金融类行业估值水平，以 PE 与业绩增速的匹配程度（剔除 A 股整体由于资金量变动等带来的估值系统性变化的影响）衡量消费成长类行业估值水平，选取各个行业市值前 20%的大盘股为样本，筛选周期金融类中 PB 历史分位数低于 50%的行业，行业 PE（剔除 A 股整体估值变动影响）/业绩增速小于行业历史平均值并且小于消费成长类行业总体水平的消费成长行业，钢铁、有色、煤炭（动力煤、焦炭）、石油石化（石油化工）等大部分资源品行业估值已经较高，而对于电新（锂电）、电子（半导体），相比于其业绩增速，估值仍有拔高空间。

表 2：从 PE 角度来看，电新当前估值已较高，而钢铁、有色等上游资源品估值仍具有较高安全边际

证券简称	市盈率历史分位数（%）	证券简称	市盈率历史分位数（%）	证券简称	市盈率历史分位数（%）
商贸零售	93.82	煤炭	46.11	建筑	16.56
传媒	92.89	电力及公用事业	40.94	农林牧渔	15.98
汽车	89.22	家电	38.76	银行	14.43
消费者服务	88.45	机械	37.08	房地产	10.32
交通运输	84.13	基础化工	35.64	石油石化	4.93
计算机	83.71	纺织服装	35.64	轻工制造	4.78
食品饮料	82.13	钢铁	25.49	非银行金融	3.93
医药	76.47	电子	23.33		
电力设备及新能源	75.49	有色金属	22.10		
国防军工	51.26	建材	19.00		

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：市盈率分位数以 2005 年 1 月 1 日以来数据计算

表 3：钢铁、有色、煤炭（动力煤、焦炭）、石油石化（石油化工）等大部分资源品行业估值已经较高

一级行业	三级行业	市净率分位数（%）	一级行业	三级行业	市净率分位数（%）
有色金属	聚氨酯	64.21	机械	激光加工设备	90.49
	锂	96.51		机床设备	88.98
	铝	82.2		光伏设备	84.46
	稀土及磁性材料	78.84		油气装备	50.52
	铜	63.73		3C 设备	47.82
	镍钴锡锑	63.69		工程机械Ⅲ	41.92
	黄金	34.97		锂电设备	39.26
钢铁	特钢	95.47	电力及公用事业	水电	73.82
	钢铁耗材	72.42		火电	38.11
	板材	68.59		环保及水务	29.75
石油石化	石油化工	70.14	建筑	园林工程	61.54
	石油开采Ⅲ	30.94		基建建设	29.93
	炼油	7.21		房建建设	10.13

煤炭	动力煤	69.23	非银行金融	证券Ⅲ	35.86
	焦炭	57.09		保险Ⅲ	3.57
	炼焦煤	43.76	房地产	住宅物业开发	17.55
建材	玻璃纤维	74.43		非住宅物业开发和运营	0.5
	玻璃	53.42	银行	全国性股份制银行Ⅲ	21.05
	水泥	33.45		国有大型银行Ⅲ	0.38

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：PB 分位数以 2005 年 1 月 1 日以来数据计算

表 4：电新（锂电）、电子（半导体），相比于其业绩增速，估值仍有拔高空间

行业大盘股 PE（剔除 A 股整体估值变动影响）/行业大盘股业绩增速							
大类行业	细分行业	2021-09-17	历史平均值	大类行业	细分行业	2021-09-17	历史平均值
商贸零售	电商及服务	7.5%	5.1%	国防军工	航空航天	9.2%	7.1%
	贸易	9.6%	4.8%		其他军工	6.9%	7.6%
	专营连锁	3.6%	4.3%	计算机	计算机软件	7.4%	6.3%
	一般零售	3.9%	0.8%		计算机设备	7.1%	1.8%
消费者服务	教育	8.2%	15.2%		云服务	15.1%	7.9%
	餐饮	6.2%	4.4%	通信	电信运营	6.0%	5.3%
	旅游及休闲	4.2%	5.9%		增值服务	6.1%	6.5%
食品饮料	白酒	7.8%	5.5%		通信设备制造	5.7%	4.8%
	肉制品	13.9%	6.7%	电力设备及新能源	风电	5.7%	4.1%
	调味品	19.7%	11.0%		锂电池	4.5%	6.0%
农林牧渔	畜牧业	-1.4%	2.0%		太阳能	5.0%	3.4%
	农产品加工	4.1%	26.6%	医药	化学制药	6.6%	6.3%
	种植业	13.3%	2.7%		生物医药Ⅲ	7.3%	6.6%
交通运输	公路铁路	2.9%	10.9%		医疗服务	9.5%	4.7%
	航运港口	2.5%	1.7%		医疗器械	6.4%	6.9%
轻工制造	家居	3.5%	5.5%		医药流通	5.5%	8.1%
	造纸	1.5%	3.1%	电子	半导体	6.6%	9.3%
纺织服装	纺织制造	4.3%	0.3%		光学光电	4.0%	2.7%
	品牌服饰	3.6%	3.6%		消费电子	4.5%	4.2%
	体育及户外品牌	5.1%	8.8%	汽车	乘用车	3.4%	1.9%
家电	白色家电	3.9%	2.7%		汽车零部件	5.5%	7.5%
	厨房电器	5.4%	5.0%		商用车	4.8%	1.7%
	黑色家电	3.3%	4.0%	基础化工	锂电化学品	5.4%	4.3%
	小家电	7.3%	4.8%		磷肥及磷化工	2.0%	4.1%
传媒	广告营销	2.6%	4.9%		氯碱	1.4%	4.1%
	互联网媒体	7.0%	54.1%		农药	2.9%	3.7%
	文化娱乐	5.2%	2.5%		日用化学品	13.9%	12.5%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

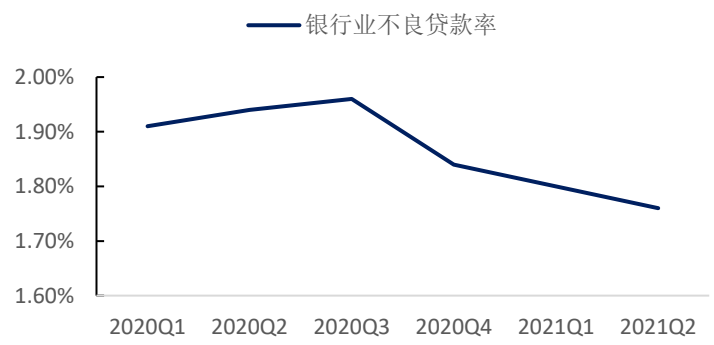
5. 行业配置：经济下行趋势中寻找合理估值+逆势高景气

行业配置：经济下行趋势中寻找合理估值+逆势高景气。一、经济下行压力下有望持续发力的基建产业链：建筑（基建建设）、工程机械、水泥；8 月经济数据再度全面下行，下半年基建发力进行逆周期调节的趋势已经比较明确。国家发展改革委投资司副司长吕文斌在 9 月 8 日召开的新闻发布会上表示：“下半年发行的专项债券规模将高于去年同期。”基建发力再一次得到确认。8 月政府债券发行也有所加速，国债+政府债券净融资达 9515 亿元，为年内峰值。基建产业链盈利有望持续受到拉动。而基建产业链当前估值较低，基建建设、水泥、PB 分位数仅处于 29.9%、33.5%、41.9%，具备较高配置价值。

二、业绩具备高成长性、持续维持高景气的新能源汽车、半导体。中汽协数据显示，8 月新能源汽车产销分别完成 30.9 万辆和 32.1 万辆，再创历史新高，环比分别增长 8.8%和 18.6%，同比增长均为 1.8 倍，持续保持高景气。半导体行业也持续维持高景气，多家重要厂商近期密集涨价。台积电 8 月 24 日向联发科、瑞昱与联咏等多家客户告知 16nm 以上制程将全面涨价 20%，联电、中芯、世界先进、力积电与华虹等多家晶圆代工厂也宣布涨价，9 月 10 日产品覆盖功率器件、电源管理、信号控制、传感器在内的全球半导体大厂安森美也再发涨价函。市场对两个行业的盈利预测仍在持续上修，万得一致预期新能源汽车、半导体的每股收益从 2021 年初的 0.96、1.67 上修到 7 月初的 1.09、1.82，又上修到 9 月中旬的 1.17、2.10。

三、宽信用发力，资产质量持续改善，历史估值底部银行进入配置窗口期。8 月央行金融机构信贷座谈会表明将维持信贷增速稳定，9 月 9 日央行公告新增 3000 亿元支小再贷款额度，信用政策整体趋向宽松，2020 年强化不良认定后银行今年不良生成压力减轻，资产质量持续改善，2020Q3-2021Q2 银行不良贷款率持续下行。银行估值处于历史底部，PB 分位数仅为 0.53%，Q4 银行或将进入配置窗口期。

图 14：银行业不良贷款率持续下行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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 15%～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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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
传真：010-66554008

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
传真：021-25102881

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：0755-23824526