

策略周周谈-鑫元基金权益周策略

2021 年 8 月 2 日-8 月 8 日

权益投研部

本周市场策略要点

风格需平衡，成长为主线

近期无论是 A 股市场还是港股市场波动剧烈，有较大规模的海外资本撤离港股市场，而 A 股市场上北向资金也持续净卖出。教育的“双减政策”导致中概股出现大幅下跌，市场解读悲观，担心教育的新政蔓延到其他民生行业。政策不确定性的过度担忧导致房地产、民营医院、游戏、互联网等相关民生行业出现大量的资金抛售，同时也影响到外资对中国市场资产的风险定价，要求在美上市的中国公司必须披露中国政府干预的潜在风险，比如外资参与较多的白酒、免税、家电等也出现大量的资金抛售。7 月 28 日深夜新华社发文安抚市场，市场出现止跌反弹。我们认为，除了教育和互联网，政策不会蔓延。实际上针对教育的监管政策在 6 个月以前就有高层领导提到，要看监管政策会不会蔓延到其他行业，就要看其他行业有没有在 3-6 个月之前就有类似的表态。行业监管的重点方向是，防止资本无序扩张及反垄断。

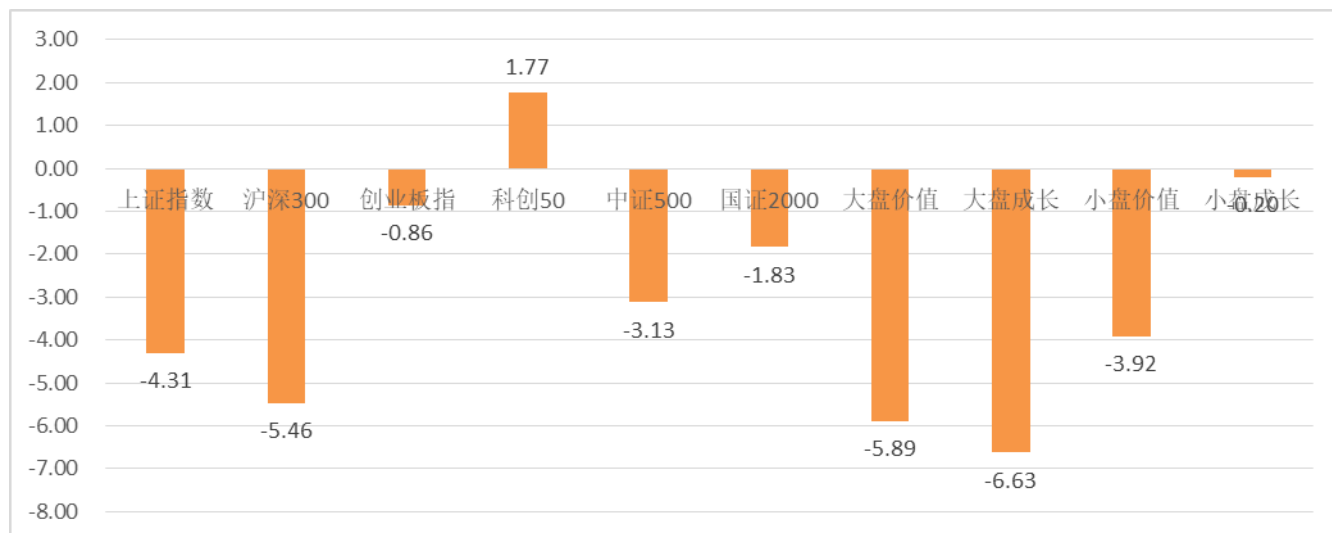
有关互联网方面的监管政策可能继续出台，影响部分投资者风险偏好，但误解总归随时间消散。730 的政治局会议，再次强调要发展科技，首次提出要发展“专精特新中小企业”，以高端制造业为代表的硬科技是政策明确大力扶持的方向。从中期的角度，新一轮周期的开启是“硬科技的盛宴”，市场的投资主线将从传统的旧世界转向于硬科技领域的高端制造业，包括半导体、新能源汽车、光伏、军工等。但是踏空资金的疯狂涌入使得半导体、新能源车、光伏等行业估值扩张过快，脱离业绩的增长匹配度，在高位股价波动加大。

从行业配置上看，1）高低切换，低估值的修复，包括券商（首选）/银行、钢铁。但是需要指出的是 730 政治局提出“大宗商品要保供稳价”和“先立后破，纠正运动式减碳，遏制两高项目盲目上马”。短期内对于煤炭、钢铁行业有情绪上的影响，但是中期“碳中和目标”的强约束下，钢铁减产板上钉钉，受益于铁矿石成本下跌的红利，钢铁仍有机会。券商具备短中期逻辑，在财富管理大时代，券商旗下的资管和控股/参股的基金公司业绩增量明显；2）短期高景气的科技成长赛道，如半导体、新能源车/光伏、上游的锂资源、军工等进入分化时代，踏空资金的疯狂涌入让这些板块开始出现泡沫，在没有更好的投资主线情况下，只能战战兢兢继续享受踏空的增量资金所带来的泡沫，但是这些高景气板块波动会很剧烈。

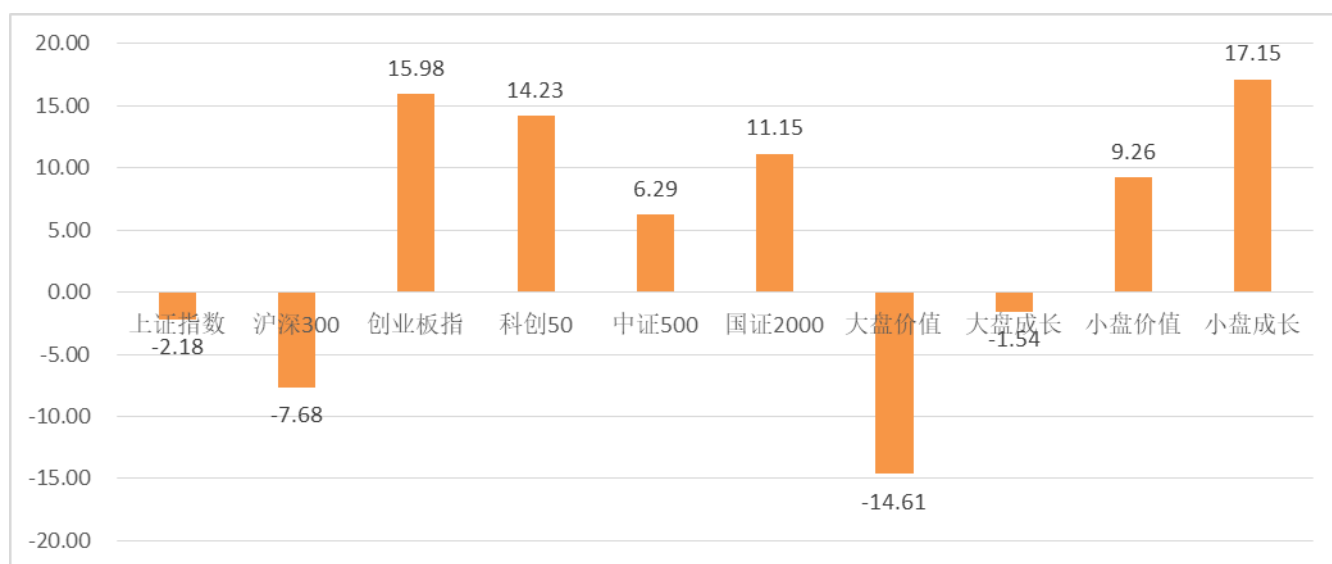
一、市场表现回顾

上证指数, 沪深 300, 创业板指涨跌幅分别为-4.31%, -5.46%, -0.86%。从行业指数来看, 通信 (2.32%)、有色 (1.88%)、电子 (1.32%)、电气设备 (1.12%)、钢铁 (0.51%) 等行业表现相对较好, 休闲服务 (-13.10%)、食品饮料 (-13.03%)、房地产 (-7.96%)、非银金融 (-7.67%)、银行 (-6.83%) 等行业表现靠后。

图：上周重要指数涨跌幅

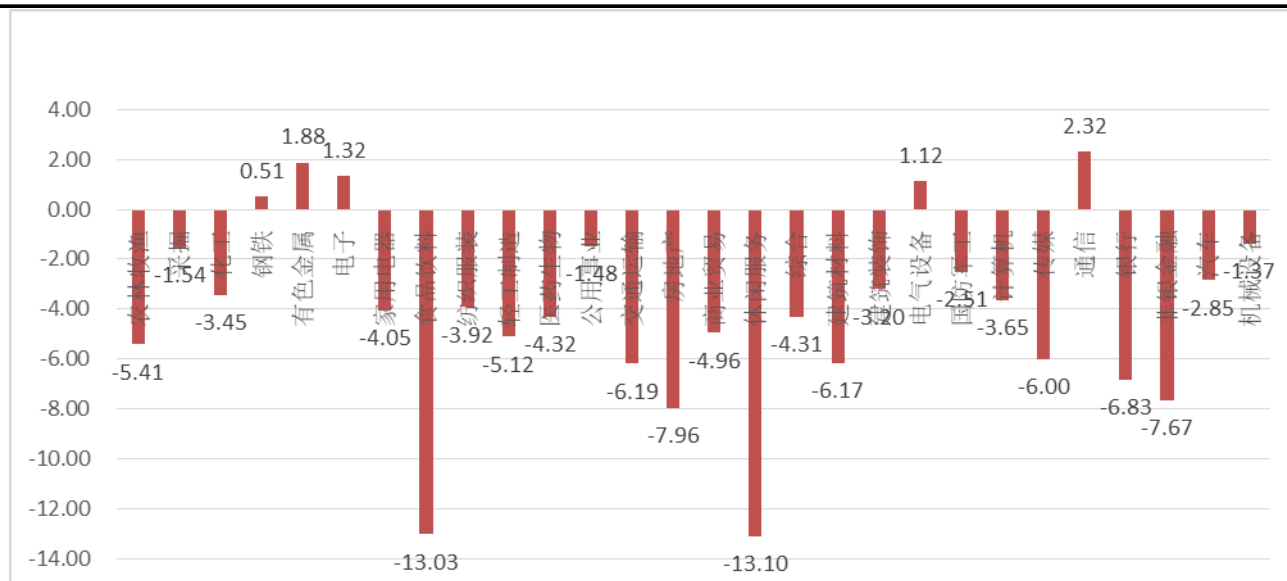


图：年初至今重要指数涨跌幅

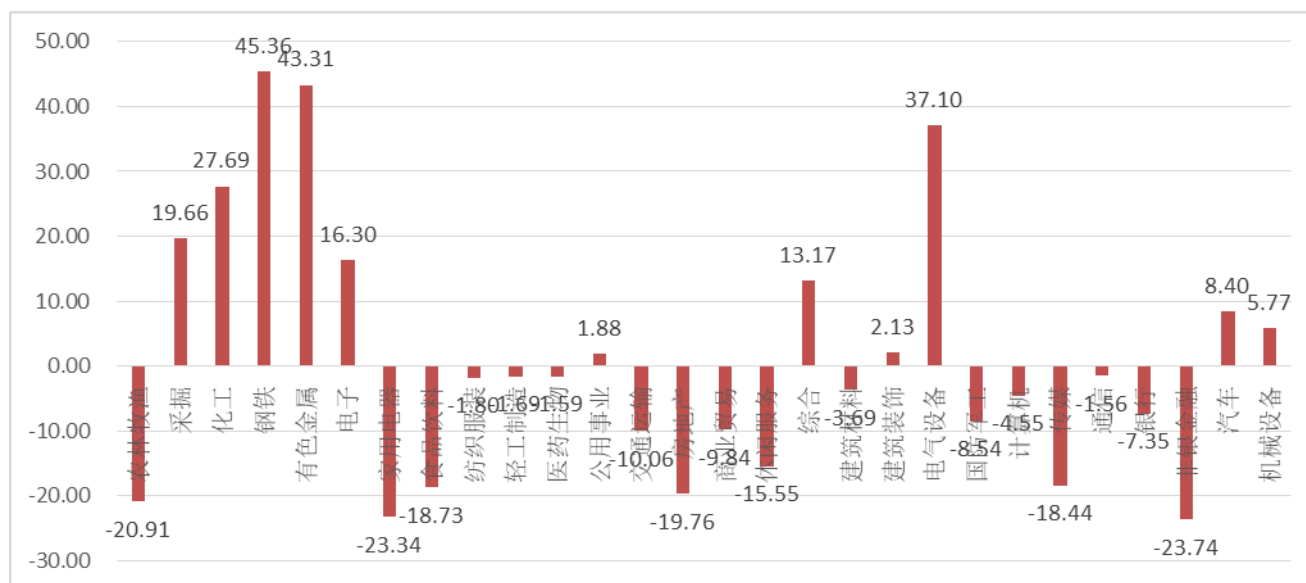


资料来源: Wind 鑫元基金整理

图：上周行业指数涨跌幅



图：年初至今行业指数涨跌幅



资料来源：Wind 鑫元基金整理

二、政策与热点思考

1、宏观政策-中共中央政治局会议

7月30日，中央政治局会议召开，会议指出国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，强调宏观政策上的统筹协调，强化科技创新，先立后破有序“减碳”，推动高质量发展。

会议指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。从疫情防控来看，全球疫情处于第三轮反弹，欧美和东南亚成为疫情发酵两大中心。从国内来看，Q2经济增速完成年内寻顶，但中报预告显示仍有30%个股单季盈利低于2019年同期，经济修复的不均衡凸显。

财政政策方面，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动 2021 年底 2022 年初形成实物工作量。专项债将在下半年加速发行，财政发力将在年底开始显现。货币政策方面，强调助力中小企业和困难行业持续恢复。随着通胀见顶回落、Q4 盈利负增拐点将至，叠加中小企业、中低收入群体资产负债表尚待修复，越往年底货币政策宽松的倾向会愈加明显。会议纠正运动式“减碳”，先立后破，结合会议提出做好电力迎峰度夏保障工作以及做好大宗商品保供稳价工作，碳中和、碳达峰作为相对长期目标，将一定程度让位于保障民生，稳大宗商品价格的短期目标。下一阶段的碳中和重点在立，如新能源的使用和低碳场景的延伸，坚决遏制“两高”项目，而后才是破，对于高碳排放的供给侧压减力度或将缓和。“减碳”新格局下，重点推荐新能源车、储能、分布式光伏等赛道的投资机会。

会议强调，引导企业加大技术改造投资，要强化科技创新和产业链供应链韧性。大国博弈背景下，强化国家战略科技力量至关重要。政策借力，科技顺应产业发展势能转变，展现出短期高弹性和中期高成长性。当前高端制造&科技成长行业尤其是半导体、新能源板块正处于渗透率加速上升时期，位于生命周期的高速成长期，行业高景气度有望延续。

2、热点思考 1：民生服务业监管还有哪些发力方向？

近期教培行业整顿措施冲击市场偏好，市场担忧类似强监管措施在民生领域扩大，如何理解“放管服”改革与市场化的关系？市场在资源配置中起决定性作用，把民生新经济业态监管理解为产业发展方向的对立和取舍，实质是一种夸大和误读。中港两地市场急跌表明短期市场对政策风险变得风声鹤唳。政策的职能在于促进公平正义和社会稳定，促进共同富裕。

我们认为改革开放经验表明，政策还是市场并不是一个非此即彼的选项。近期服务性消费行业出台的监管政策有以下共性：

1) 监管目的在于“打补丁”而不是“限制发展”；监管政策涉及的民营医院、医美、社区团购、互联网平台等均为服务业领域的新兴业态，过往政策监管存在空白地带，系列规范行业发展规则的推出，作用更贴近于“打补丁”而非“限制行业发展”。

2) 避免资本驱动过度投资的逻辑同样适用于高端制造业，政策导向上并不存在顾此失彼，把民生新经济业态监管理解为产业发展方向的对立和取舍，实质是一种夸大和误读；工信部副部长王志军曾指出，光伏等一些新兴产业也出现过重复建设，目前芯片制造等行业也出现了盲目投资和烂尾项目现象，关于集成电路制造项目方面的投资造成了巨大损失，需要规划和加强监督。

3) 政策着力提高就业群体的权益保障，是为了鼓励疫后就业恢复和缩小贫富差距，释放社会消费潜能，监管趋严对行业影响并非完全负面。针对餐饮外卖平台、快递业，近期监管都出台了保障送餐员、快递员合法权益的专项意见，针对疫后服务就业迟迟未能恢复，政策从收入端发力刺激就业、缩小贫富差距，释放社会消费潜能。

民生服务业监管方向聚焦三大领域，医疗服务（医美、民营医院、零售药店、养老）、净化网络（饭圈、直播）、社区服务（团购、物管、快递）。往后看，无风险利率下行带来的分母端驱动依旧可期，市场恐慌情绪宣泄后带来错杀机会，尤其是中港两地医疗服务和医疗器械领域，长期配置价值凸显。

3、热点思考 2：低估值的钢铁-估值能否修复？

先看看钢价，钢价已经收复了 5 月份跌幅的一半，热轧再次回到 6000。螺纹的情况类似，行业已经进入明显的上行趋势。更重要的是盈利在快速扩张，过去三周以来，钢价涨了 900 多但铁矿石平的焦炭是跌的，钢铁的毛利扩张超过了 1000 块钱，估计吨钢毛利应该回到 1300、1400 热轧，螺纹也是在 1200 左右，这是非常高的水平了。

其次看需求，马上进入金九银十的钢铁旺季。第一是汽车芯片问题缓解，销量后面会改善。汽车是钢铁行业很重要的下游，虽然占比不高，但是对板材的影响很大。冷轧是汽车里面的龙头，汽车的恢复对它是很明显的拉动；第二是，之前很多工地是停工的，这个停工因为七一的原因，后面陆陆续续在恢复，工地的停工也影响到工程机械的销量，所以我们认为三季度工程机械的数据应该也是会有所改善的；第三是原来讲的一些金属加工业，像家电等等，因为原料的价格上涨导致它的财务压力进而影响它的订单，这个因素 6 月份就开始改善了，后面需求应该也会恢复；最后，建筑业的淡旺季切换，从 6-7 月份底部至 9-10 月份顶部，需求往年至少会有 15-20% 的改善的，今年叠加上述因素，空间会更大，所以钢价肯定要涨。

最后，制约钢铁估值最强的因素就是限产的执行力度。两周前宝钢已经开始限产了，这一两周以来，好多地方都公布了，昨天是江西，之前是甘肃还有几个省份陆陆续续都公布了。限产计划陆陆续续在出，我们现在跟踪到钢铁的产量，粗钢日均产量，协会的数据是最新的一期数据，上周下降了 5%，开工率数据都看的清清楚楚的，已经在确确实实限产。下半年限产的事情大概就是估计 7 月份陆陆续续就落地了，后面会看到很厉害的供需缺口。8、9、10 三个月需求旺季供应还在收缩，那还了得？后面库存肯定是大幅下降的，螺纹钢的库存上周同比已经为负了，这周绝对量就该往下走了。按照周期股的习惯，库存一降，市场就会兴奋，情绪就会起来。

三、市场估值观察

目前市场主要的指数估值处于历史的中枢位置，而科创板的估值处于相对偏高的位置。

最新日期	2021-8-1				
		市盈率PE TTM	区间最高PE TTM	区间最低PE TTM	历史分位数 (当前PE/最高PE)
000001.SH	上证指数	13.8	30.6	8.9	45%
399006.SZ	创业板	60.3	137.9	27.0	44%
000300.SH	沪深300	13.5	28.5	8.0	47%
000016.SH	上证50	11.0	23.7	6.9	46%
000688.SH	科创50	79.8	101.3	56.9	79%

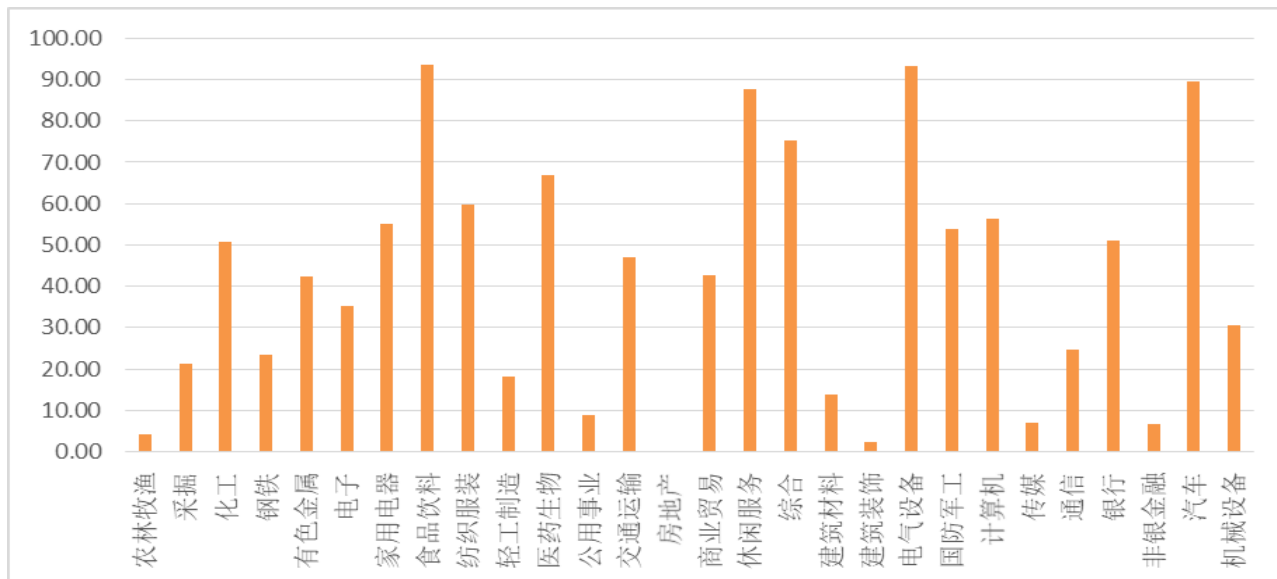
资料来源：Wind 鑫元基金整理 统计区间为 2010/01/01~最新日期

从行业估值来看，目前处在历史 PE 估值分位数较高的行业主要是消费类的食品饮料、休闲服务、汽车、电气设备，银行虽然 PE 分位较高，但是银行的估值更多应该看 PB，PB 的历史分位数很低。

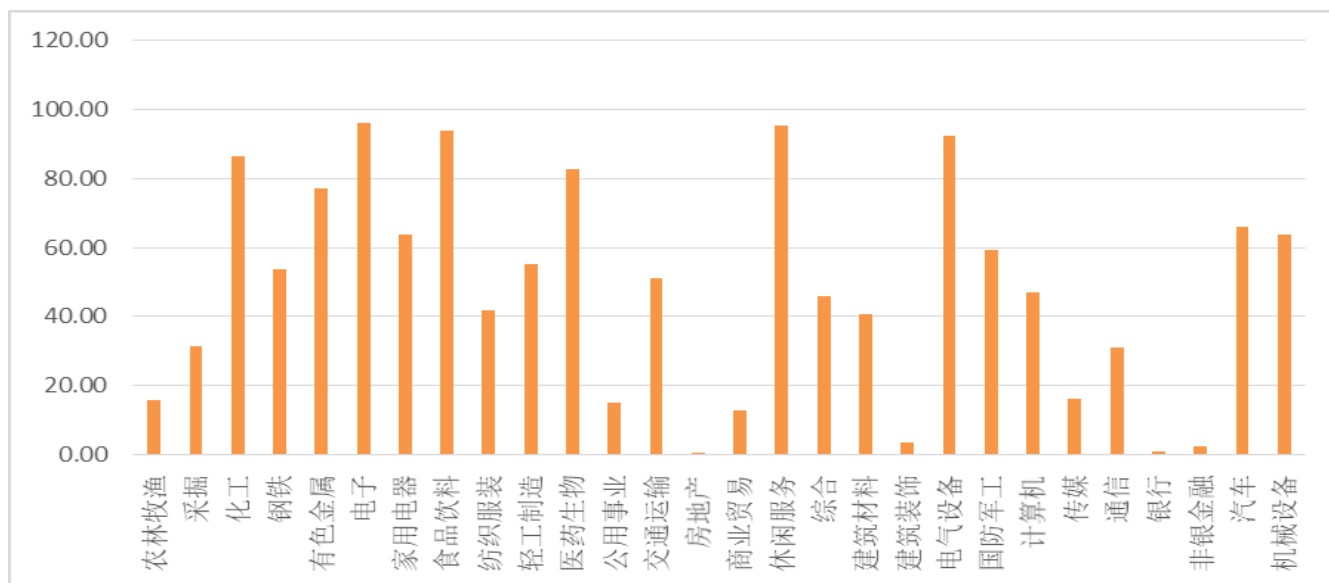
目前处于历史 PB 估值分位数较低的行业主要是银行、非银金融、地产、建筑、采掘等大周期行业，农林牧渔

由于处于周期下滑的过程，猪价从年初的 32 元/公斤跌倒最低的 12 元/公斤，业绩和估值双杀，估值较低。

图：各行业历史估值的 PE 分位数（2010 年至今）



图：各行业历史估值的 PB 分位数（2010 年至今）



资料来源：Wind 鑫元基金整理

四、本周投资策略

近期无论是 A 股市场还是港股市场波动剧烈，有较大规模的海外资本撤离港股市场，而 A 股市场上北向资金也持续净卖出。教育的“双减政策”导致中概股出现大幅下跌，市场解读悲观，担心教育的新政蔓延到其他民生行业。政策不确定性的过度担忧导致房地产、民营医院、游戏、互联网等相关民生行业出现大量的资金抛售，同时也影响到外资对中国市场资产的风险定价，要求在美上市的中国公司必须披露中国政府干预

的潜在风险，比如外资参与较多的白酒、免税、家电等也出现大量的资金抛售。7月28日深夜新华社发文安抚市场，市场出现止跌反弹。我们认为，除了教育和互联网，政策不会蔓延。实际上针对教育的监管政策在6个月以前就有高层领导提到，要看监管政策会不会蔓延到其他行业，就要看其他行业有没有在3-6个月之前就有类似的表态。行业监管的重点方向是，防止资本无序扩张及反垄断。

有关互联网方面的监管政策可能继续出台，影响部分投资者风险偏好，但误解总归随时间消散。730的政治局会议，再次强调要发展科技，首次提出要发展“专精特新中小企业”，以高端制造业为代表的硬科技是政策明确大力扶持的方向。从中期的角度，新一轮周期的开启是“硬科技的盛宴”，市场的投资主线将从传统的旧世界转向于硬科技领域的高端制造业，包括半导体、新能源汽车、光伏、军工等。但是踏空资金的疯狂涌入使得半导体、新能源车、光伏等行业估值扩张过快，脱离业绩的增长匹配度，在高位股价波动加大。

从行业配置上看，1）高低切换，低估值的修复，包括券商（首选）/银行、钢铁。但是需要指出的是730政治局提出“大宗商品要保供稳价”和“先立后破，纠正运动式减碳，遏制两高项目盲目上马”。短期内对于煤炭、钢铁行业有情绪上的影响，但是中期“碳中和目标”的强约束下，钢铁减产板上钉钉，受益于铁矿石成本下跌的红利，钢铁仍有机会。券商具备短中期逻辑，在财富管理大时代，券商旗下的资管和控股/参股的基金公司业绩增量明显；2）短期高景气的科技成长赛道，如半导体、新能源车/光伏、上游的锂资源、军工等进入分化时代，踏空资金的疯狂涌入让这些板块开始出现泡沫，在没有更好的投资主线情况下，只能战战兢兢继续享受踏空的增量资金所带来的泡沫，但是这些高景气板块波动会很剧烈。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。