

相关研究

《“股”舞人心——2021 年中国股市展望》2020.11.27

《牛市扩散——2020 年中期 A 股投资策略》2020.07.05

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

分析师:李影

Tel:(021)23154117

Email:ly11082@htsec.com

证书:S0850517090005

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@htsec.com

证书:S0850520080001

联系人:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@htsec.com

联系人:杨锦

Tel:(021)23154504

Email:yj13712@htsec.com

联系人:余培仪

Tel:(021)23219400

Email:ypy13768@htsec.com

盛夏的果实——2021 年中期资本市场展望

投资要点:

- **核心结论:** ① 通胀压力下下半年有望缓解,剔除基数效应后投资时钟仍处在过热期,19 年 1 月开启的股牛继续。② 历史牛市中指数高点略提前于盈利高点,本轮 ROE 高点或在 21Q4-22Q1,指数年内有望创新高。③ 结构上守正出奇,以茅指数为代表的龙头优质公司仍是较好配置,盈利增长较快、顺应政策方向的智能制造更有弹性。
- **投资时钟实景: 过热阶段。** 今年以来我国资本市场对通胀的担忧开始升温,表观经济数据和资产表现似乎也显示我国经济已经转向了滞胀。然而剔除基数效应后我们改进版的投资时钟模型显示今年仍处在过热期。那么我国经济过热期将持续到何时? 借鉴 09-11 年,我们认为今年下半年宏观环境依旧处在过热期。09-11 年时全球各经济体从危机中的复苏强劲且时滞较短,我国经济从 09 年初复苏后至 10 年底便开始走弱,而海外经济在 09 年末复苏后 11 年初也开始走弱,全球经济快速复苏背景下商品价格一路走高,推动着我国 PPI 快速上行。而这一次海外经济复苏明显滞后于我国,且复苏的节奏较慢,所以未来我们要面临的通胀可能更为温和。从 19 年初开始我们就提出 A 股将进入 3 年牛市,19 年 1 月 4 日上证综指 2440 点是牛市的起点。从投资时钟的角度看,2019 年处在衰退后期,2020 年处在复苏期,2021 年是过热期,2 月 18 日之后的调整我们定性为牛市中的回撤,牛市格局不变。
- **本轮牛市进程: 盈利驱动。** 牛市起于流动性宽松,但流动性由松到紧时牛市会延续一段时间。借鉴历史经验,牛市高点跟企业盈利高点相关性更强,指数高点略提前于近两年单季度净利润年化同比增速和 ROE 的高点。目前市场担忧通胀可能会导致企业盈利下滑,从而使得本轮盈利高点提前,但我们发现通胀前期盈利继续扩张,后期才会收缩。今年还处于通胀前期,而且本轮全球经济是分批复苏的,基本面驱动的第二波涨价还需要时间,加之随着低基数效应的消失以及“双碳政策”的扰动趋弱,下半年 A 股面临的通胀压力不大。参考历史,本轮 A 股盈利回升周期在时间和空间上都没走完。除了盈利指标,从 PE/PB、股债收益比和风险溢价率等高频指标看,假设牛市顶点市场情绪为 100 度,当前市场大概在 60-65 度。展望未来,受益于 ROE 上行、利率下行和居民资产配置转向,A 股估值中枢正在抬升中。此外,参考历史年度振幅,今年指数再创新高概率偏大。
- **中期投资策略: 守正出奇。** 2016 年至今 A 股个股及基金净值表现分化加剧,与 1990 年代美股相似。目前 A 股龙头成交额溢价、基金规模集中度均远低于美股,未来注册制稳步推进,机构化和国际化加速将持续推动 A 股个股和基金表现的两极分化。市值结构方面,经济转型期龙头业绩更优+机构化加速带来龙头估值溢价导致 2017 年以来超大市值持续占优。展望 21 年下半年,我们认为守正出奇方能致胜。守正: 以茅指数为代表的龙头优质公司仍然值得配置。出奇: 中大盘的智能制造是获取超额收益的关键。我们看好智能制造有三大逻辑: 第一,智能制造领域基本面更强; 第二,政策支持智能制造快速崛起; 第三,智能制造基金持仓热度不高。智能制造可从三个方向挖掘投资机会: ① 信息技术的应用、② 新能源技术的应用、③ 传统制造技术改进与升级,相关推荐标的详见正文。
- **风险提示:** 通胀继续大幅上行,投资时钟提前进入滞胀期。

目 录

1. 投资时钟实景：过热阶段.....	6
2. 本轮牛市进程：盈利驱动.....	11
3. 中期投资策略：守正出奇.....	16

图目录

图 1	从表观数据看我国今年二季度进入滞胀期	6
图 2	今年以来商品领涨	6
图 3	模型改进后我国大类资产轮动更加明显	7
图 4	2018 年以来的经济和资产轮动周期	8
图 5	09-11 年全球复苏节奏很快	8
图 6	09-11 年全球快速复苏背景下商品涨价带动我国通胀上行	8
图 7	09-11 年经济和资产轮动周期	9
图 8	新兴市场国家疫苗接种率明显更低	9
图 9	近期大宗商品价格从高位回落	9
图 10	今年 2-5 月公募基金仍大量发行	11
图 11	今年春节后基金并无明显赎回压力	11
图 12	外资今年日均流入量很高	11
图 13	牛市期间资金不断进场	11
图 14	05/06-07/10 牛市初期流动性拐点与股市拐点	11
图 15	08/10-10/11 牛市初期流动性拐点与股市拐点	11
图 16	A 股归母净利润单季度同比和上证指数走势对比	12
图 17	A 股归母净利润近两年单季度年化同比和上证指数走势	12
图 18	上证指数和全部 A 股 ROE 走势对比	12
图 19	沪深 300 指数和全部 A 股 ROE 走势对比	12
图 20	中小板指数和中小板 ROE 走势对比	12
图 21	创业板指数和创业板指 ROE 走势对比	12
图 22	2006-08 年 PPI 同比与 ROE (TTM) 对比	13
图 23	2009-11 年 PPI 同比和 ROE (TTM) 对比	13
图 24	预计今年 5 月是 PPI 第一波的高点	13
图 25	初期流动性宽松驱动涨价，后期基本面驱动	13
图 26	全部 A 股归母净利润累计同比增速今年预计向上	14
图 27	全部 A 股 ROE 今年中枢预计抬升	14
图 28	A 股 PE (TTM)	14
图 29	A 股 PB (LF)	14
图 30	A 股风险溢价	15

图 31	A 股股债收益比	15
图 32	1980 年后标普 500 估值中枢上升	15
图 33	2008 年后全部 A 股 PE 中枢下移	15
图 34	A 股估值低于一线城市房地产（单位：倍）	15
图 35	2019 年各国居民资产配置情况	15
图 36	今年指数振幅还很低（以上证综指刻画）	16
图 37	今年指数振幅还很低（以沪深 300 刻画）	16
图 38	2016 年起 A 股个股涨跌幅离散度扩大	16
图 39	2016 年起我国基金净值变化离散度扩大	16
图 40	进入 90 年代后美股涨跌幅离散度扩大	17
图 41	进入 90 年代后美国公募基金涨跌幅离散度上升	17
图 42	中美头部公司成交额溢价尚有差距	17
图 43	我国基金规模集中度与美国尚有差距	17
图 44	A 股机构投资者占比与美股尚有较大差距	18
图 45	A 股外资占比与其他市场相比仍较低	18
图 46	不同市值规模公司总市值占比对比	18
图 47	基金持仓中大市值公司占比提升	18
图 48	15 年以来茅指数走势接近纳斯达克指数	19
图 49	茅指数成分股盈利能力优于所属行业	19
图 50	北上资金明显超配茅指数成分股	19
图 51	茅指数估值中枢已经开始上移	19
图 52	潜在入市资金更偏好中大市值公司	20
图 53	A 股的市值结构顶部更像一根针	20
图 54	智能制造利润增速更优	21
图 55	智能制造行业整体基金仓位走势	21
图 56	我国智能家居市场规模快速增加	21
图 57	我国智能驾驶市场规模逐年提升	21

表目录

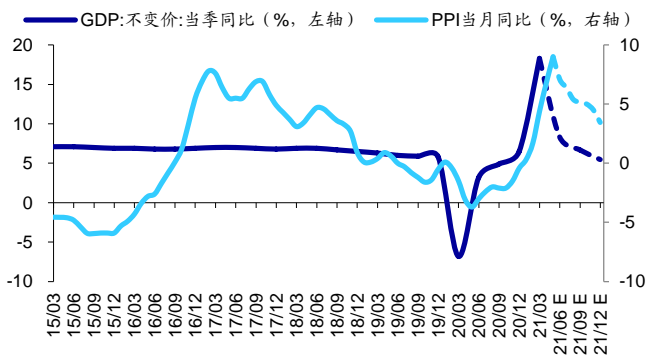
表 1	改进模型框架下经济周期各阶段大类资产表现	7
表 2	全球经济体分批复苏，中国>美国>欧洲拉美等	10
表 3	历轮牛市期间指数调整回顾	10
表 4	中大市值公司盈利估值匹配度更优	19
表 5	中国智能制造领域的代表性公司（海通行业分析师推荐）	21

今年以来通胀上行幅度超出之前市场一致预期，投资者担忧投资时钟进入滞胀期，大类资产的表现也反映了这种担忧。展望 21 年下半年，我们认为通胀压力将逐渐缓解，剔除基数影响，真实的投资时钟处在过热期，企业盈利依旧在扩张。市场在盛夏迎来较好窗口期，迎接盛夏的果实。

1. 投资时钟实景：过热阶段

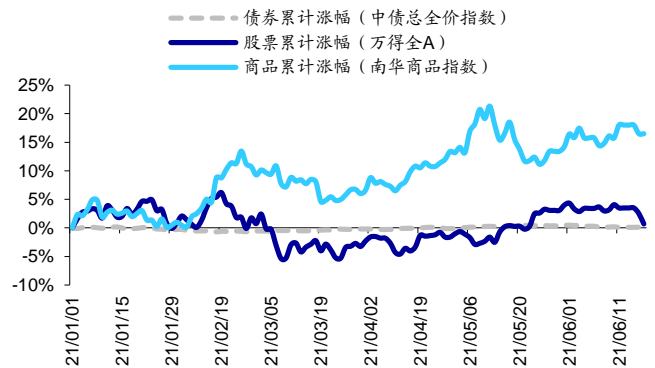
今年以来资本市场一直担忧通胀。今年以来我国资本市场对通胀的担忧开始升温。以 PPI 刻画，PPI 当月同比增速从去年 10 月的 -2.1% 已经上涨至今年 5 月的 9.0%，这一读数已经为 08 年 10 月以来的最高值；与此同时，一季度 GDP 同比增速为 18.3%，由于基数效应，之后三个季度的增速大概率逐季下降，因此组合起来看，今年二季度 GDP 和 PPI 的组合似乎呈现了滞胀的特征。从大类资产的表现来看，今年以来（截至 2021/06/16），债（以中证总全价指数刻画）、股（以万得全 A 刻画）、商品（以南华商品指数刻画）的涨幅分别为 0%、1% 和 16%，大类资产中商品超额收益最明显，债券最弱，资产价格的主要矛盾也开始转向通胀因素。那么我国经济是否真如表观数据和资产表现所示，已经转向了滞胀？

图1 从表观数据看我国今年二季度进入滞胀期



资料来源：Wind，海通证券研究所，预测值为 Wind 一致预期

图2 今年以来商品领涨



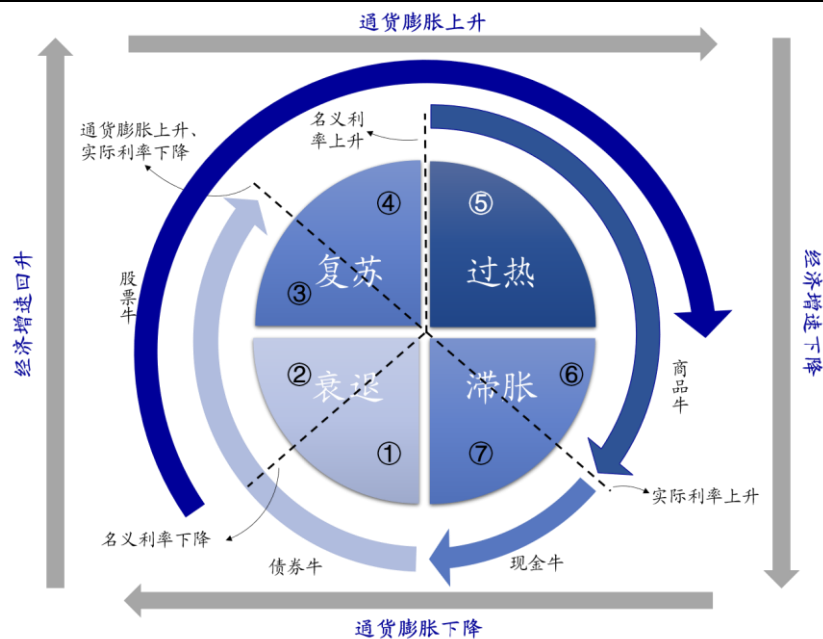
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

我们认为上述的逻辑看似正确，但其实存在两个可以改进的方向：

一是对经济周期的划分过于机械，没有考虑基数的影响。如果单纯看单季度同比，今年 GDP 四个季度或逐季下降，PPI 二季度或是全年高点，于是按照传统的投资时钟看，21Q1 是过热期，Q2 滞胀期，Q3 衰退期。然而实际上宏观环境不可能一季度一大变，表观增速大幅波动只是因为同比数据受到了低基数的扰动，今年对同比数据的使用需要考虑这一影响因素。

二是美林投资时钟本身也需要改进。传统的美林时钟只考虑了经济增长和通胀两个维度四个象限，而在资产配置实践中，流动性影响也不可忽视。因此我们在报告《今年是弱版 07 年、强版 10 年——大类资产历史对比-20210326》中增加了名义利率（代表着货币政策，如加息或降息）和实际利率（名义利率-通胀）两个流动性指标，将原来的四象限配置模型改为了七象限配置模型，改进前按照传统的美林投资时钟配置资产时，04 年底至 21 年中股、债、商品三类资产的胜率只有六成多，改进后同期债券和商品的胜率大约是七成，股票的胜率提升至近九成，实际资产表现历史回溯结果详见表 1。

图3 模型改进后我国大类资产轮动更加明显



资料来源：海通证券研究所

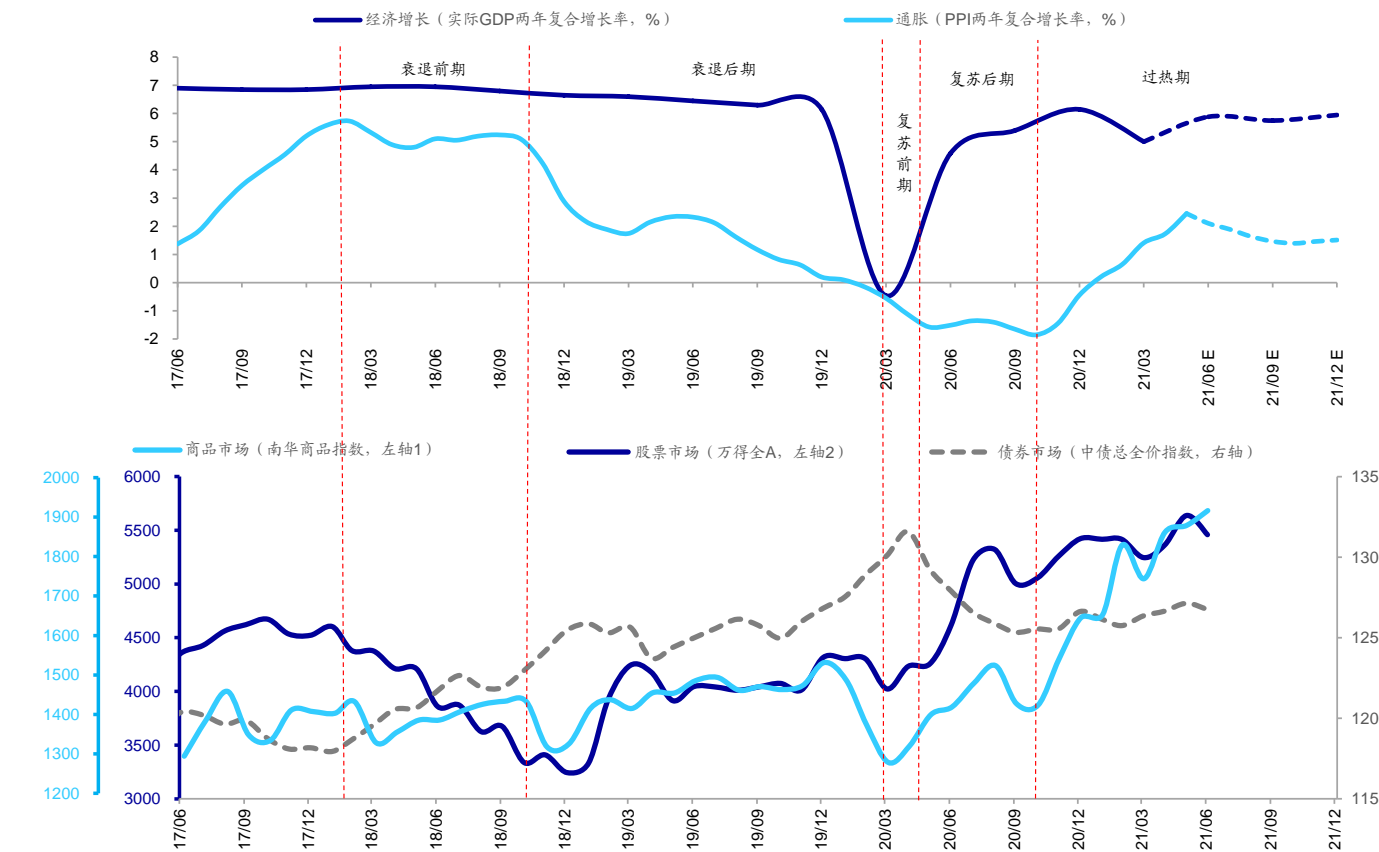
表 1 改进模型框架下经济周期各阶段大类资产表现

经济阶段	平均资产表现（对应指数年化涨跌幅，%）		
	债券 （以中债总全价指数刻画）	股票 （以万得全 A 刻画）	商品 （以南华商品指数刻画）
衰退前期（①）	11	-60	-38
衰退后期（②）	5	28	-12
复苏前期（③）	3	50	12
复苏后期（④）	-3	80	13
过热期（⑤）	-4	72	21
滞胀前期（⑥）	0	-25	29
滞胀后期（⑦）	-4	-37	-5

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16，整体回溯区间为 04/12-21/06

真实的定位：过热期。考虑基数效应后今年投资时钟到底处于哪个阶段？我们基于 Wind 一致预期下的宏观数据并计算两年年化增速来刻画今年的宏观环境：今年一季度我国实际 GDP 两年年化增速为 5.0%，基于万得一致预期的 GDP 单季度两年年化增速在剩下三个季度分别为 5.7%、5.6%和 5.9%，因此今年经济其实是向上的；通胀方面，虽然 PPI 当月同比增速在 5 月高达 9.0%，但两年年化增速仅为 2.5%，年内基于万得一致预期的 PPI 两年年化复合增速将基本维持在 1.5%左右，今年其实通胀压力并不大。流动性方面，去年 10、11 月社融和 M2 同比的见顶标志着我国宏观流动性边际收紧。因此参考改进后的七阶段美林投资时钟，我们认为今年宏观环境整体处在去年 10 月以来“流动性下+基本上+通胀上”的过热期（阶段⑤），根据我们的改进版模型股票市场依旧有机会。

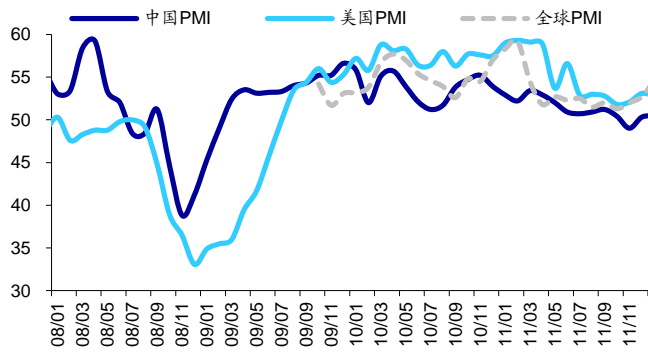
图4 2018年以来的经济和资产轮动周期



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/06/16，预测值为Wind一致预期

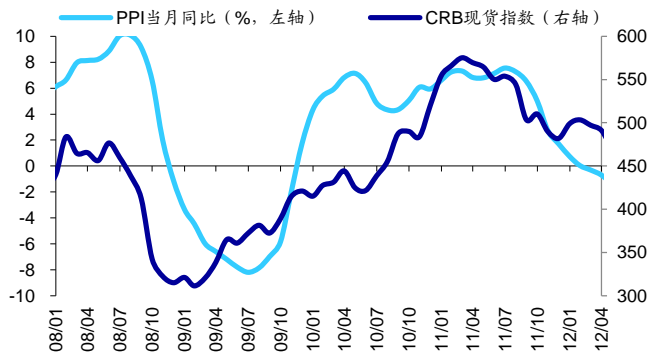
那么我国经济过热期将持续到何时？借鉴同样经历了剧烈外生冲击的09-11年，可以发现当时全球各经济体从危机中的复苏强劲且时滞较短，致使通胀快速上行。08年金融危机爆发后全球主要经济体相继在08年下半年推出非常规的量化宽松政策。政策刺激下全球经济复苏节奏迅速，以PMI刻画，我国经济从09年初复苏后至10年底，而海外经济则在09年末复苏至11年初。全球经济快速复苏背景下商品价格一路走高，推动着我国PPI持续上行。随着通胀上行以及10年1月央行升准，2010年后我国投资时钟从复苏迈向过热。到10年底，由于我国经济下行后海外经济仍在上行，国际定价的大宗商品价格一直走高至11年的4月，因此我国持续面临输入型通胀压力，投资时钟从过热迈向滞胀。

图5 09-11年全球复苏节奏很快



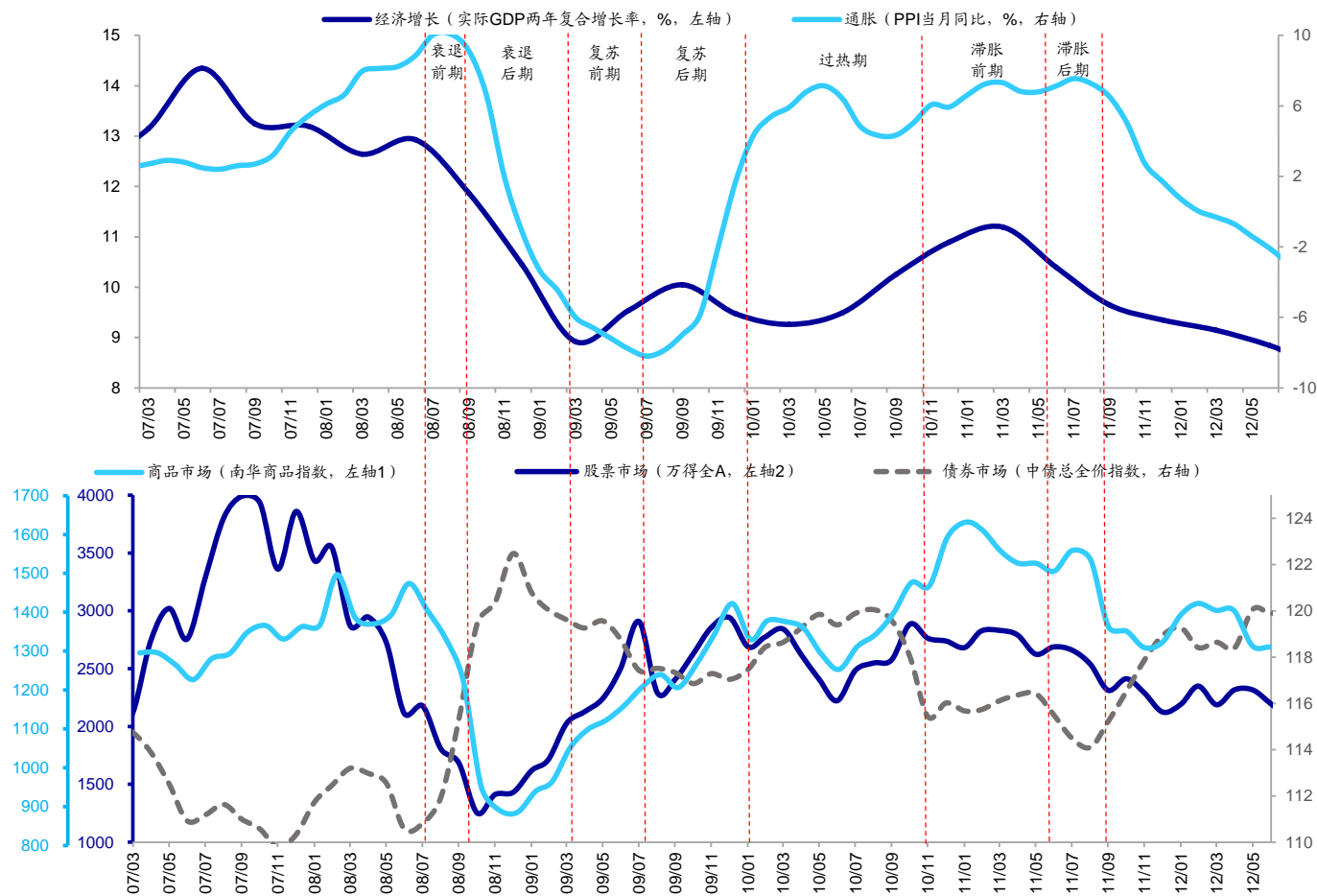
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 09-11年全球快速复苏背景下商品涨价带动我国通胀上行



资料来源：Wind，海通证券研究所

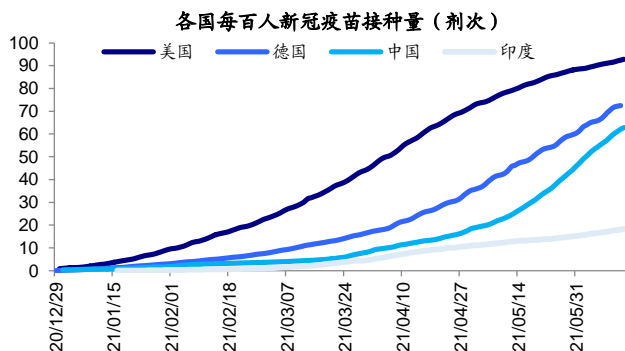
图7 09-11 年经济和资产轮动周期



资料来源：Wind，海通证券研究所

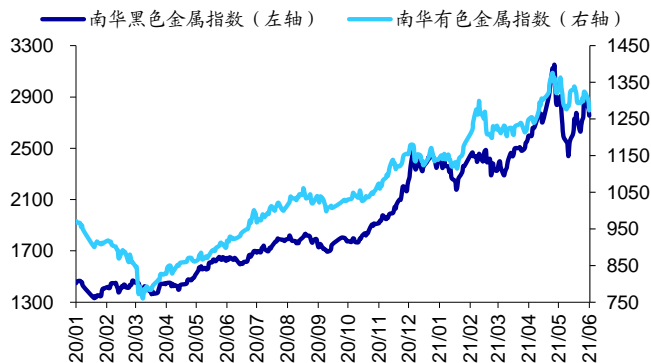
这次疫情冲击下的全球经济同样经历了“危机→放水→复苏→通胀”的过程，但不同之处在于，由于各国疫情防控措施不同以及病毒的变异，这次后疫情时代的各国经济复苏是明显更缓且不同步的。我国防疫措施最好，复苏最快，2020 年我国是全球唯一实现 GDP 正增长的国家。美国等发达国家防疫政策有效性不及我国，复苏节奏略落后，2020 年 GDP 增速是负数，但世界银行预计 2021 年美国 GDP 的两年年化增速大致能回到疫情前的水平。而大部分新兴市场国家由于防疫政策落后和疫情反复，世界银行预计 20-21 年 GDP 两年年化增速仅在 0% 左右，经济增速真正开始上升可能要等到 2022 年及之后。因此，相较 09-11 年，当前这种复苏的大幅错位会使得本轮全球复苏时间拖得更长，斜率更缓，对应通胀的上升可能也更为温和。前期商品涨价部分源自“碳达峰、碳中和”政策和供应链受损等因素扰动，目前随着监管政策趋严，近期国内商品价格已明显回落，下半年通胀压力将下降，整体看我国今年仍将处在过热期。

图8 新兴市场国家疫苗接种率明显更低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图9 近期大宗商品价格从高位回落



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

表 2 全球经济体分批复苏，中国>美国>欧洲拉美等

主要国家和地区	GDP 增速及未来展望 (%)				
	2019 年	2020 年	2021E	20-21 年两年年化增速	2022E
中国	6.0	2.3	8.5	5.4	5.4
美国	2.2	-3.5	6.8	1.5	4.2
欧元区	1.3	-6.6	4.2	-1.3	4.4
欧洲和中亚	2.7	-2.1	3.9	0.9	3.9
拉美和加勒比海	0.9	-6.5	5.2	-0.8	2.9
中东和北非	0.6	-3.9	2.4	-0.8	3.5
南亚	4.4	-5.4	6.8	0.5	6.8
撒哈拉以南非洲	2.5	-2.4	2.8	0.2	3.3

资料来源：Wind，世界银行，海通证券研究所，截止 2021/06/16

春节后的下跌只是牛市中的回撤。既然今年我们判断宏观环境还处在过热期，股票市场今年还有机会，那如何理解春节回来之后的大跌呢？从 19 年初开始我们就提出 A 股将进入三年牛市，19 年 1 月 4 日上证综指 2440 点是牛市的起点。从投资时钟的角度看，2019 年市场处在衰退后期，2020 年处在复苏期，2021 年过热期。因此 2 月 18 日之后的调整我们定性为牛市中的回撤，原因有二：

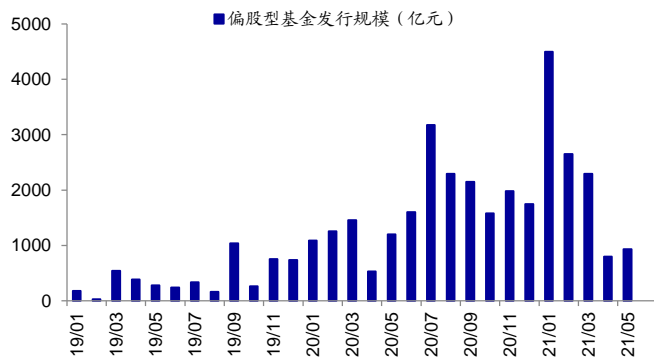
一是从历史对比的角度看，历史上每一轮牛市中大回撤（沪深 300 指数最大跌幅 15% 左右且持续超过 10 个交易日没有创新高）都有 3-4 次，详见表 3。春节之后的调整我们定性为本轮牛市的第三次大调整，诱因是美债利率上升和通胀预期快速上升，详见《理性看待牛市回撤-20210314》。二是从资金面的角度看，春节后股市微观资金仍在净流入，显示牛市并未结束。春节后至今（截至 2021/06/16，下同）偏股型基金的发行量仍达 5700 亿份，年初至今新发规模高达 1.2 万亿份（预计已完成建仓的为 9000 亿），整体基金的存量规模依旧在上升。再看外资，2 月 18 日至今北上资金净流入 1400 亿元，年初至今更是已经净流入 2100 亿元，日均流入量高达 21 亿元，创历史新高。

表 3 历轮牛市期间指数调整回顾

历轮牛市	历次调整起始日期	历次调整结束日期	沪深 300 指数 区间最大跌幅 (%)	区间交易日数
2005-07 年	2005/9/19	2005/12/5	12.8	51
	2006/6/5	2006/8/4	13.4	45
	2007/1/30	2007/3/5	19.1	20
	2007/5/29	2007/7/20	24.4	39
2008-10 年	2008/12/9	2008/12/31	13.9	17
	2009/2/17	2009/3/13	15.0	19
	2009/8/4	2009/9/29	26.5	41
2012-15 年	2013/2/8	2013/6/25	22.2	85
	2013/9/12	2014/3/24	17.8	125
	2015/1/9	2015/3/6	10.9	36
2019 年-至今	2019/4/22	2019/8/6	13.8	73
	2020/1/14	2020/3/19	17.1	42
	2021/2/18	2021/5/10	17.7	63

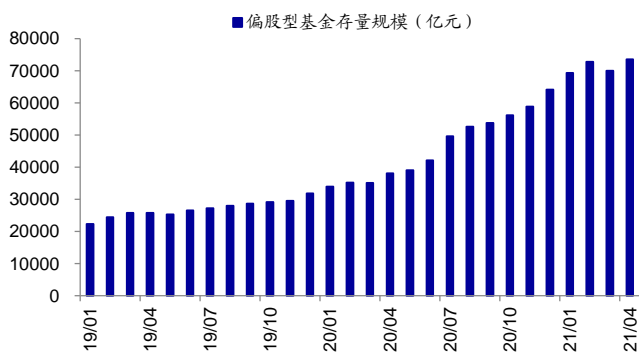
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图10 今年2-5月公募基金仍大量发行



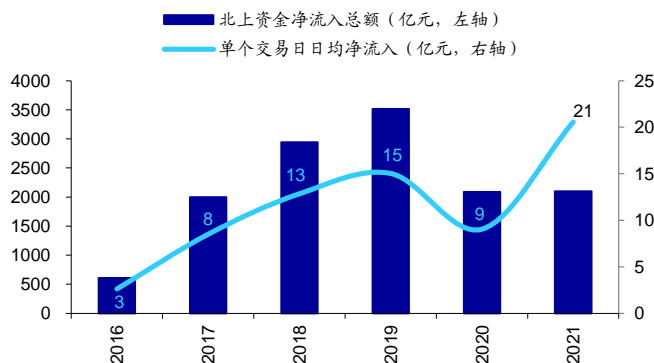
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 今年偏股型基金存量规模仍上升



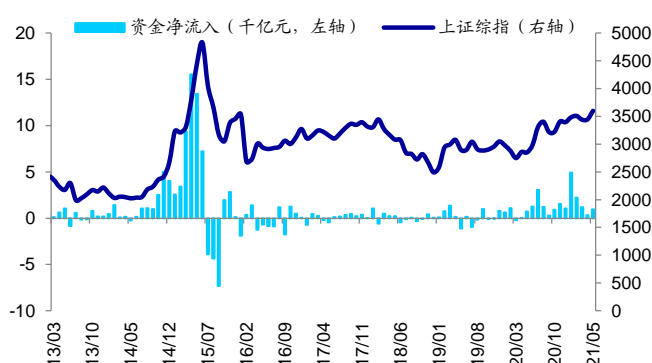
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 外资今年日均流入量很高



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/06/16

图13 牛市期间资金不断进场

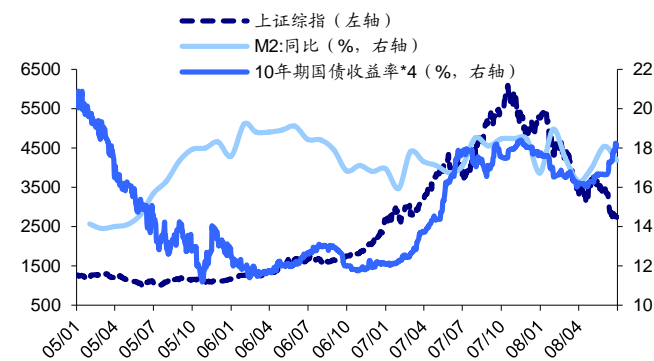


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2021/06/16

2. 本轮牛市进程：盈利驱动

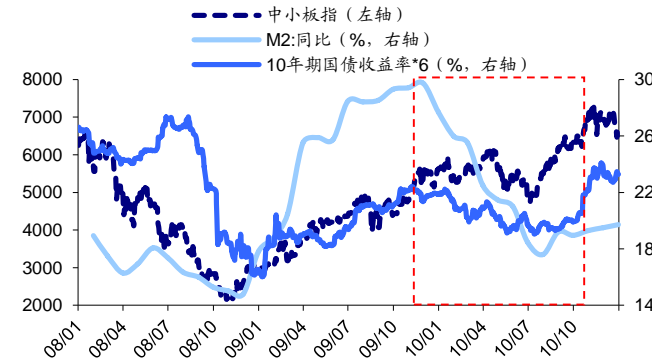
牛市起于流动性宽松，但流动性由松到紧时牛市会延续一段时间。牛市初期流动性宽松，05/06-07/10、08/10-10/11 和 12/12-15/06 三轮牛市的起点基本都出现在 M2 同比的低点和 10 年期国债利率的高点之后。但是，流动性高点和牛市高点不同步，具体而言：05/06-07/10 牛市期间，M2 同比呈现双顶格局，分别在 06/07 和 07/07 达到高点，10 年期国债收益率在 06/03 达到低点后筑底，直到 06/11 开始上行，而上证指数的高点出现在 07/10。08/10-10/11 牛市期间，M2 同比在 09/11 达高点，10 年期国债收益率在 08/12 达到低点后开始筑底，直到 09/05 开始上行，而中小板指在 10/11 才达到高点。12/12-15/06 牛市后期，M2 同比从 15/04 开始筑底回升，在 16/01 达到高点。10 年期国债收益率从 14 年初高点开始下降，此后一路降至 16/08。然而，15 年下半年 A 股牛市结束，主要是源于 15/04 起监管层开始清查配资，微观流动性遭到破坏。

图14 05/06-07/10 牛市初期流动性拐点与股市拐点



资料来源：Wind，海通证券研究所

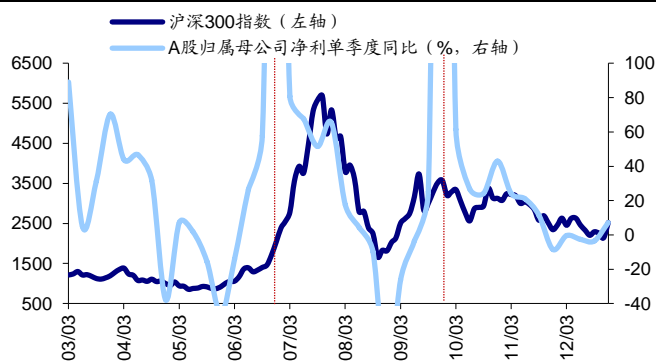
图15 08/10-10/11 牛市初期流动性拐点与股市拐点



资料来源：Wind，海通证券研究所

牛市的指数高点略提前于盈利指标高点。牛市的指数高点与流动性拐点并不同步，但是跟企业盈利的高点相关性更强，具体可以看净利润增速和 ROE（TTM，整体法，下同）。因为单季度净利同比受到基期因素扰动，所以其高点和股指高点往往不一致，但近两年单季度净利润年化同比增速和 ROE 高点与指数高点较一致，具体而言：05/6-07/10 牛市期间，上证综指高点在 07 年 10 月，A 股单季度净利两年年化同比增速高点在 07Q4，全部 A 股 ROE 高点在 07Q4；08/10-10/11 牛市期间，中小板指高点在 10 年 11 月，A 股单季度净利两年年化同比增速高点在 10Q4，全部 A 股和中小板指 ROE 高点均出现在 10Q4；12/12-15/06 创业板结构性牛市，创业板指 ROE 高点在 15Q4，但由于清查配资等去杠杆因素，创业板指在 15/06 触顶，在业绩向好的催化下，15Q4 创业板指反弹幅度显著。

图16 A 股归母净利润单季度同比和上证指数走势对比



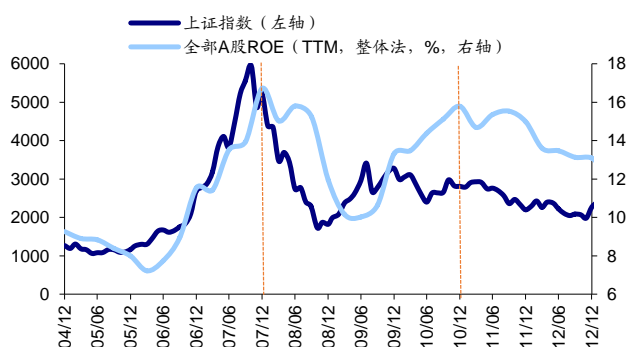
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 A 股归母净利润近两年单季度年化同比和上证指数走势



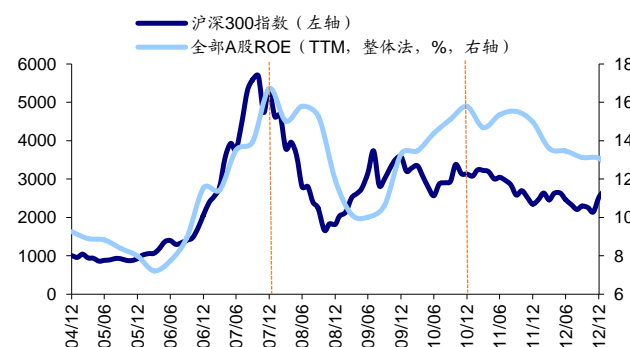
资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 上证指数和全部 A 股 ROE 走势对比



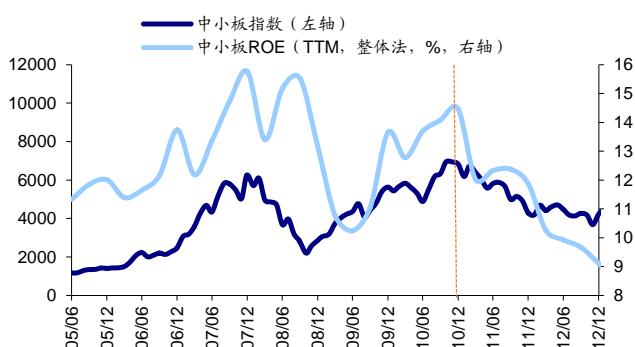
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 沪深 300 指数和全部 A 股 ROE 走势对比



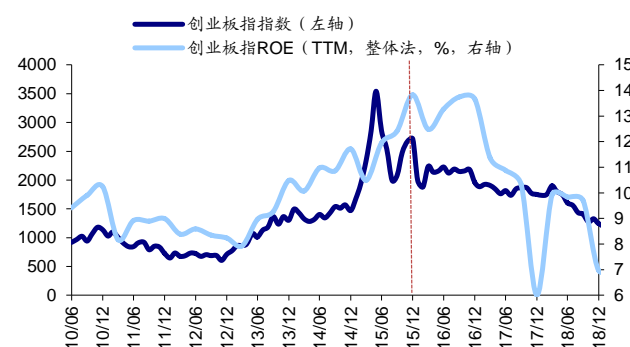
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 中小板指数和中小板 ROE 走势对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 创业板指数和创业板指 ROE 走势对比



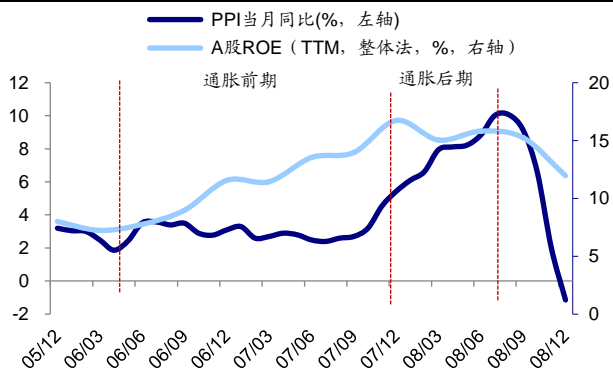
资料来源：Wind，海通证券研究所

参考历史，通胀前期盈利扩张，后期收缩。目前市场担忧通胀可能会导致企业盈利下滑，从而使得本轮盈利高点提前。分析通胀和盈利之间的关系，我们发现通胀前期盈利继续扩张，后期才会收缩。这是因为在通胀前期，企业盈利随着价格上涨而扩张，但

是到了通胀后期，由于受到上游成本抬高的压制，盈利开始下滑。06-08 年通胀：06/04-07/12 为通胀前期，A 股 ROE 从 06Q1 至 07Q4 上升；08/01-08/08 为通胀后期，ROE 从 07Q4 至 08Q3 下降。09-11 年通胀：09/07-10/12 为通胀前期，A 股 ROE 从 09Q2 至 10Q4 上升；10/12-11/07 为通胀后期，A 股 ROE 从 10Q4 至 11Q3 下降。

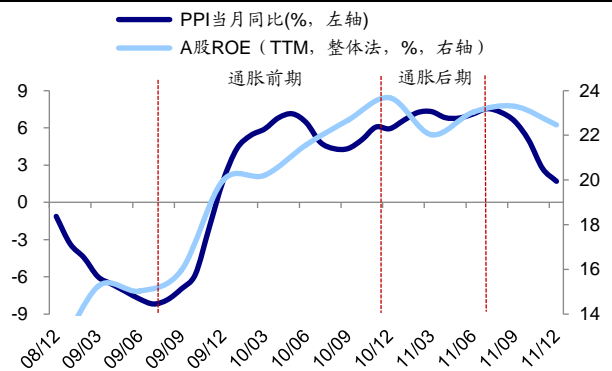
以历史周期视角看，今年处于通胀前期。回顾 06-08 年和 09-11 年两轮通胀周期，我国 PPI 当月同比上行周期平均持续两年左右，前期 PPI 上行主要源于流动性充裕，而后期通胀继续上行得益于基本面改善。本轮 PPI 当月同比在 20/05 见底回升，至今已经持续 1 年左右。从时间和空间上看，流动性驱动第一波涨价潮可能告一段落，Wind 一致预期显示，5 月 PPI 是第一波的高点，此后逐渐回落。参考 09-11 年，大宗商品第一波上涨由流动性驱动，CRB 指数从 08/12 升至 10/01，涨幅达 45%，LME 现货铜价同期涨幅达 152%。本轮涨价潮中，CRB 指数从 20/04 升至 21/06，涨幅达 59%，LME 现货铜价涨幅达 132%。前文根据分析，与 08 年金融危机后情形不同的是，由于疫情因素扰动，本轮全球经济是分批复苏，基本面驱动的第二波涨价还需要时间，下半年 A 股面临的通胀压力下降。

图22 2006-08 年 PPI 同比与 ROE (TTM) 对比



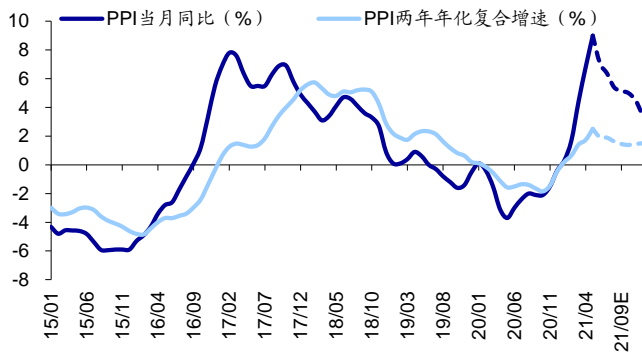
资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 2009-11 年 PPI 同比和 ROE (TTM) 对比



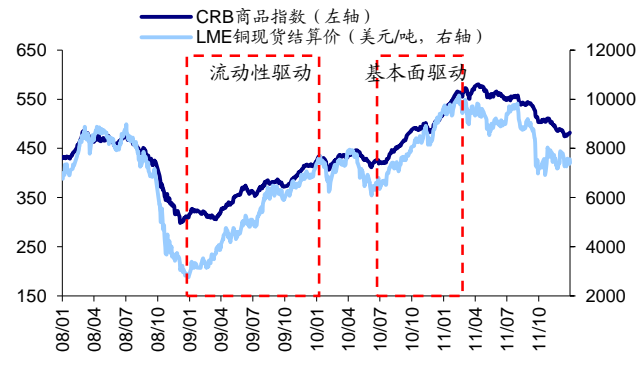
资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 预计今年 5 月是 PPI 第一波的高点



资料来源：Wind，海通证券研究所，虚线为万得一致预期值

图25 初期流动性宽松驱动涨价，后期基本面驱动



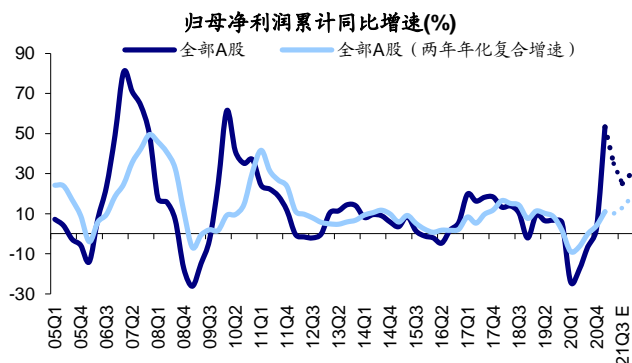
资料来源：Wind，海通证券研究所

参考历史，本轮盈利回升周期在时间和空间上都没走完。判断当前盈利所处的位置最重要的参考就是 A 股盈利的历史：

用全部 A 股归母净利润累计同比刻画：2002 年以来 A 股经历了五轮完整的盈利周期，每轮周期平均持续约 3 年，其中上行周期平均持续 6-7 个季度。本轮盈利周期从 20Q2 开始回升，至 21Q1 只回升了 4 个季度，按时间推算，我们预计本轮盈利周期的高点在 Q4。空间上，21Q1 全 A 归母净利润两年年化增速只有 8%，相当于 17Q2 的水平，相比上轮高点 18Q2 的 6%还有较大空间。我们按照利润的季度占比规律推算，今年全 A 归母净利润同比增速 30%以上，对应两年年化增速 17%+；剔除金融两油后，全部 A 股归母净利润同比增速预计 45%以上，两年年化增速 30%+。考虑到 2019 年后上市公司包括商誉减值在内的资产减值损失开始下降，今年资产减值损失或将小于 2020 年，因此今年 A 股利润增速存在向上超预期的可能。

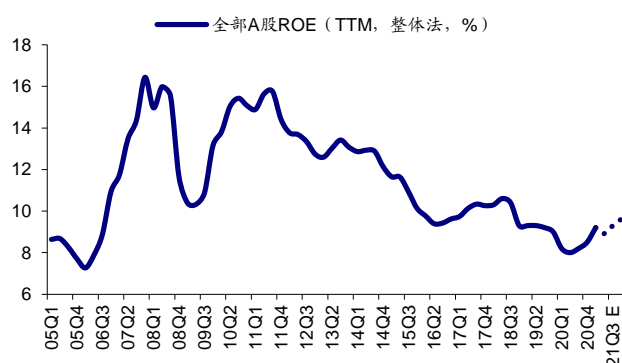
用全部 A 股 ROE 刻画：2002 年以来 A 股盈利同样已经历五轮完整的周期，其中上行周期平均持续 6-7 个季度。从时间上看，本轮 ROE 从 20Q3 开始回升，至今只持续了 3 个季度，时间还不够。从空间上看，21Q1 全部 A 股 ROE 为 9.2%，仅仅相当于 2017Q1 的水平，距离上轮高点 18Q2 的 16% 还有较大空间。根据我们对全部 A 股全年归母净利润增速的预测，预计 2021 的 ROE 为 9.5-9.7%，较去年明显抬升。展望未来，中国高素质人才占比提高，产业结构升级，制造业走向智能化、高端化，工程师红利将助推 A 股企业 ROE 系统性上行。

图26 全部 A 股归母净利润累计同比增速今年预计向上



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 全部 A 股 ROE 今年中枢预计抬升

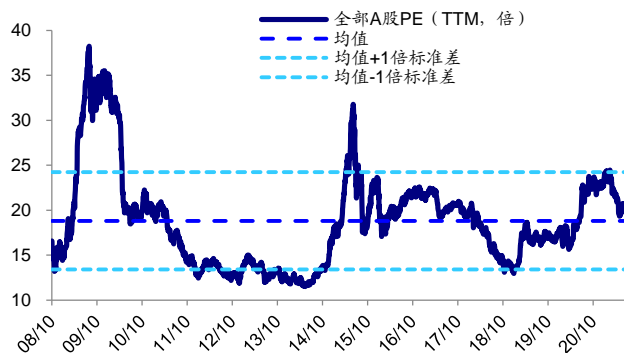


资料来源：Wind，海通证券研究所

假设牛市顶点市场情绪为 100 度，当前市场大概在 60-65 度。虽然我们可以通过判断 ROE 拐点来预测股市的高点，但实际跟踪时仍需要观察更加高频的情绪指标来判断市场所处的位置。绝对估值角度：目前（截至 2021/06/16，下同）全部 A 股 PE (TTM, 下同)/PB (LF, 下同) 处于 08/10 以来从低到高 61%/47% 历史分位，沪深 300 处于 72%/60% 历史分位。大类资产比较角度：目前沪深 300 股息率/十年期国债收益率处在 08/10 以来由高到低 59% 的分位，高于过去三轮牛市高点时的数值；全部 A 股 PE 倒数与十年期国债收益率处于 08/10 以来由高到低 63% 分位，同样高于过去三轮牛市高点时的数值。如果假设历史上牛市顶点市场温度为 100 度，那当前市场温度大约为 60-65 度，估值矛盾不算大。

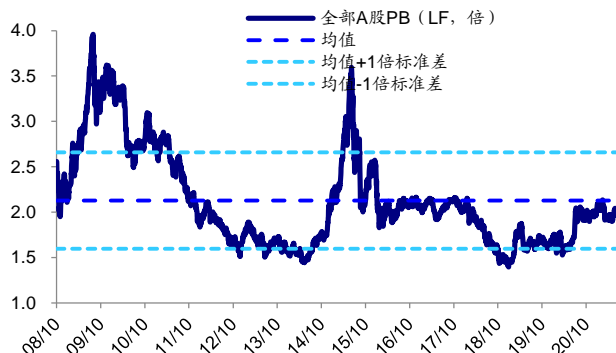
展望未来，A 股估值中枢正在抬升中。虽然短期看，目前 A 股估值略偏贵，但我们在报告《A 股估值中枢可能正在上移-20210506》中提到，中长期视角看，A 股未来将类似 1980 年代之后的美股，估值中枢有望上移，这源于三个层面：①ROE 上行。1980 年代后美国产业结构升级加速，最终企业盈利保持高增长。当前我国经济步入产业结构转型期，5G、新能源技术等领域已经取得一定优势，以智能制造为代表的高附加值制造业正快速崛起。②利率下行。1980 年代后美国 GDP 增速放缓带动利率下行，2008 年以来我国名义 GDP 增速中枢已处在下移趋势中，预计利率中枢也会下移。③居民资产配置转向权益。融资端上，我国产业结构正经历从工业主导转向信息+服务业主导的转变，整个社会的融资结构将从以银行信贷为主导转变为以股权融资为主导；投资端上，我国人口年龄中位数提升，住房需求迈向饱和。

图28 A 股 PE (TTM)



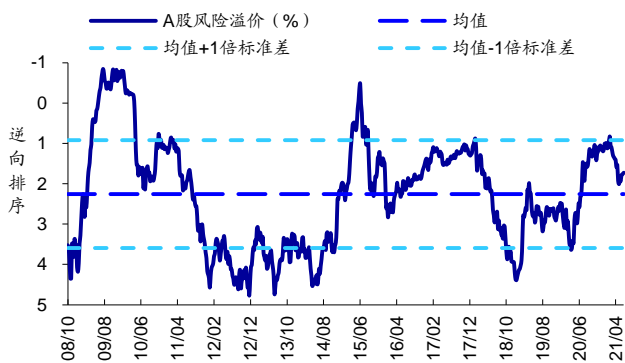
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图29 A 股 PB (LF)



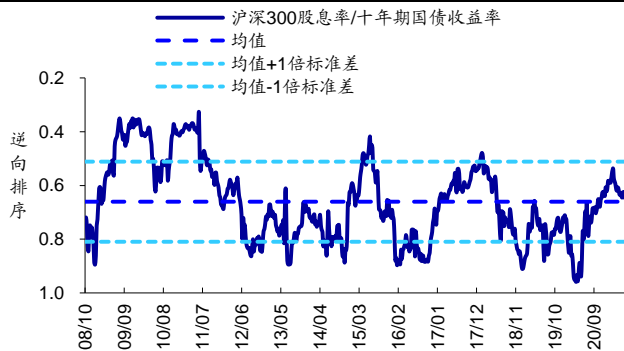
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图30 A股风险溢价



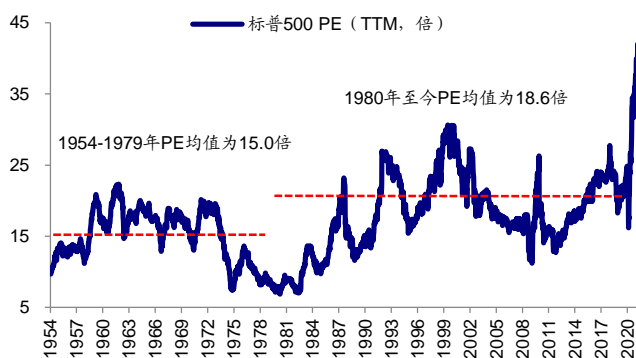
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图31 A股股债收益比



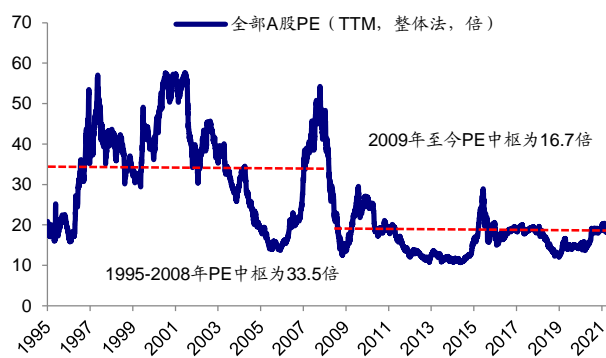
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

图32 1980年后标普500估值中枢上升



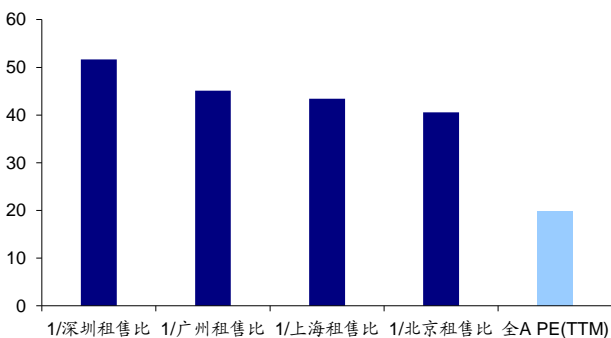
资料来源：Wind，海通证券研究所

图33 2008年后全部A股PE中枢下移



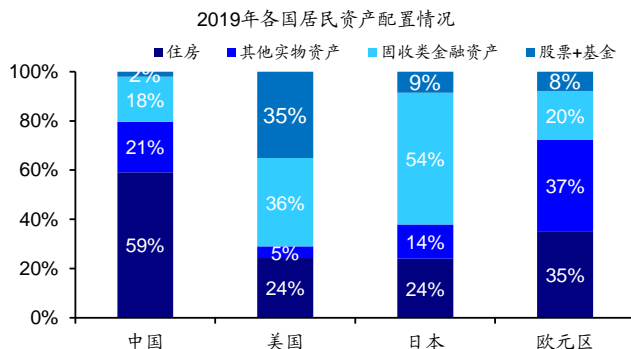
资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 A股估值低于一线城市房地产（单位：倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2021/06/16

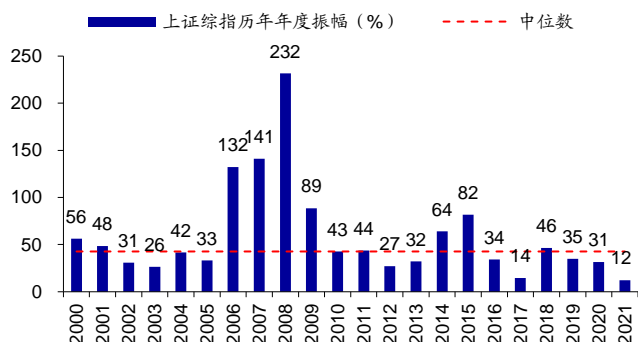
图35 2019年各国居民资产配置情况



资料来源：中国人民银行，Wind，海通证券研究所

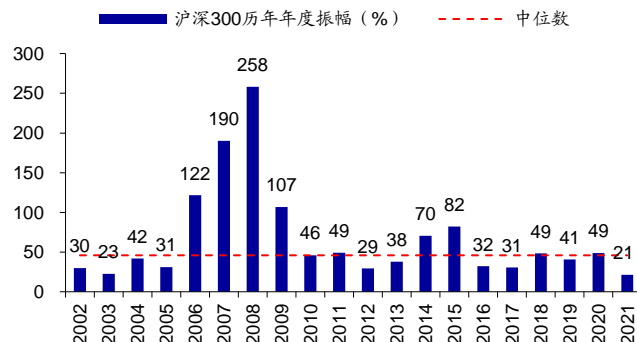
参考历史年度振幅，今年指数再创新高概率偏大。统计A股各主要股指在2000-2020年间每一年的振幅（年内最高价相对最低价的涨幅），上证综指2000年以来年振幅基本都在25%以上，沪深300振幅30%以上，万得全A也在30%以上。今年以来前述三大指数的振幅分别只有12%、21%和15%，如果前期低点有效（今年上证综指的最低点是3月9日的3328点，沪深300在3月25日的4883点），那参考历史股指的波动幅度，今年股市还有进一步向上拓宽的空间。

图36 今年指数振幅还很低（以上证综指刻画）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 21/06/16

图37 今年指数振幅还很低（以沪深300刻画）



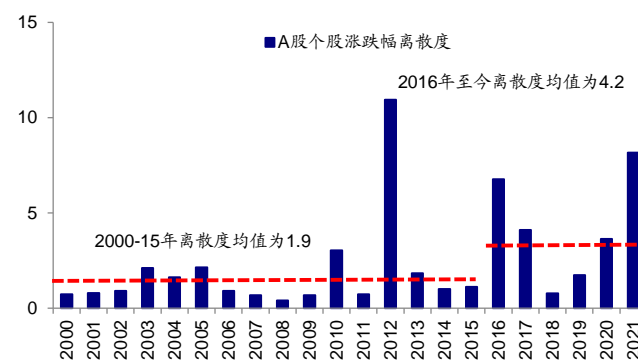
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 21/06/16

3. 中期投资策略：守正出奇

近年来，A股市场出现新分化，主要体现在个股及基金净值表现、市值结构等方面。

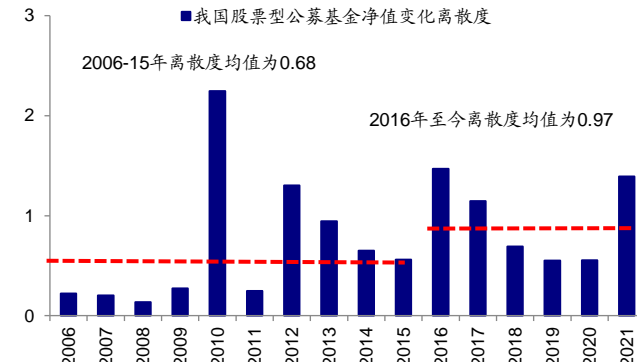
2016年至今A股个股及基金净值表现分化加剧。2016年来A股个股表现呈现马太效应，我们以每年个股涨跌幅的标准差/均值的绝对值来度量离散度，2000-15年A股个股涨跌幅离散度均值为1.9，而2016年至今（截至2021/06/16）快速扩大至4.2。基金层面中，由于2005年至今尚存的基金数量较少，因此基金的数据统计从2006年开始，2016年起我国股票型公募基金净值变化离散度呈现扩大趋势，离散度均值从2006-2015年的0.68上升至2016年至今的0.97。可见无论是个股涨跌幅，还是基金净值变化的分化都逐渐加剧，那么未来这种两极分化的趋势会延续吗？

图38 2016年起A股个股涨跌幅离散度扩大



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

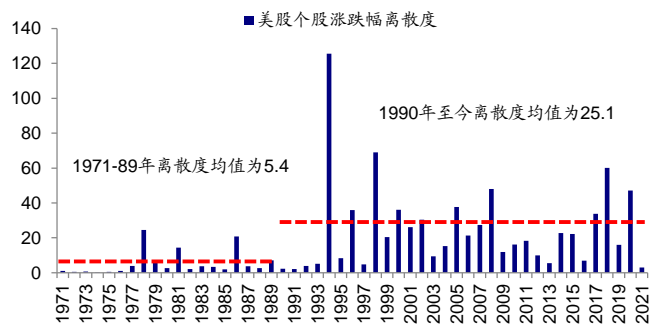
图39 2016年起我国基金净值变化离散度扩大



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

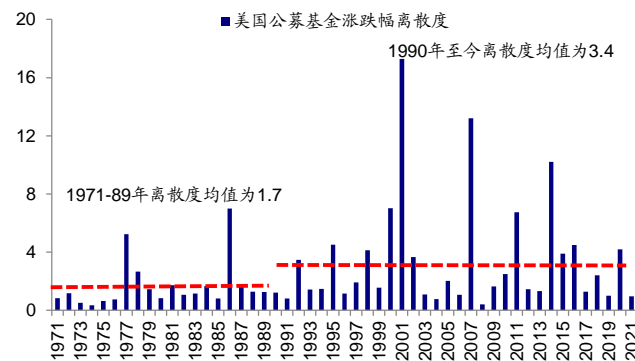
借鉴美国历史经验，1990s的美股与当前A股有着相同变化。1990年后，美股的个股涨跌幅离散度也呈现出快速扩大的趋势：1971-1989年美股涨跌幅离散度均值为5.4，1990年至今已高达25.1。美国基金表现同样呈现分化格局，基金涨跌幅离散度从1971-1989年的1.7上升至1990年至今的3.4。美股个股和基金持续分化部分源自企业上市难度的降低，以及机构化的提速。1980s起，美国进入产业转型升级期，为了支持科技和消费企业的发展，美国推出了放宽企业登记限制等一系列政策鼓励股权投资，拓宽了企业的上市渠道。随着IRAs和401(K)的推出，美国居民养老金规模快速上升，大量养老金借道机构投资者进入股市，美股中机构投资者的占比从1980s的30%快速上升至2000年的60%。

图40 进入 90 年代后美股涨跌幅离散度扩大



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，数据截至 2021/06/15

图41 进入 90 年代后美国公募基金涨跌幅离散度上升

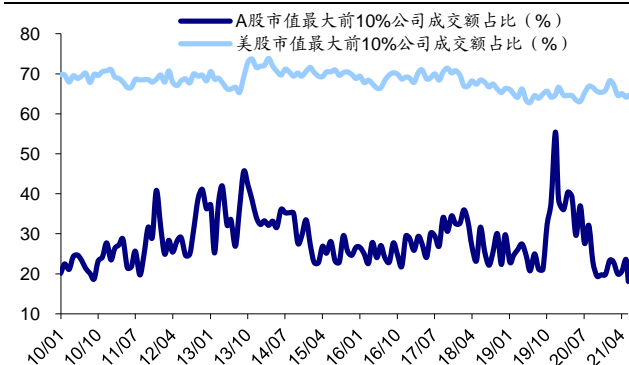


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，数据截至 2021/06/15

注册制、机构化+国际化导致 A 股个股及基金分化。①注册制实施之前，IPO 核准制极大地增加了企业的上市成本，不少企业会另辟蹊径，寻求借壳上市，因此即使上市公司运营不善，也具有可观的“壳价值”。2019 年来，注册制的推进使得“壳价值”被极大压缩，上市公司股价表现与基本面的联系进一步加强。②A 股机构化和国际化趋势显著：过去几年来，A 股中机构投资者占比不断上升，公募、外资、保险公司三大机构投资者在 A 股总市值口径下的持股市值占比从 11 年的 5.3% 上升到 20 年的 15.1%。机构化、国际化的加速推动了头部个股涨跌幅和基金净值变化的分化，还加速了个股成交额和基金规模向头部集中的趋势。

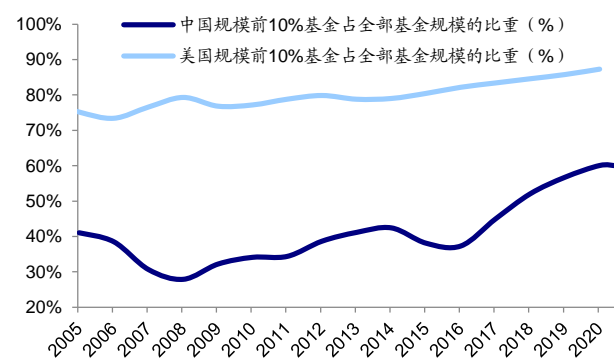
展望未来，A 股个股及基金的分化趋势还将延续。目前我国无论是个股还是基金的分化程度均与美国有差距：截至 2021/06/16 A 股市值前 10%/前 30% 的公司成交额占比分别为 43%/72%，而美股分别为 69%/92%；2020 年我国基金规模前 10%/30% 的基金占全部基金规模的比重分别为 60%/84%，美国分别为 87%/97%。近年来我国大力发展直接融资，稳步推进注册制，配合完善信息披露、发行、退市等制度，与此同时 A 股机构化、国际化的空间也很大：目前外资持股占 A 股总市值的比重 6%，仍明显低于中国台湾、中国香港、韩国股票市场中外资占比。以上因素推动下，未来我国股市两极分化的马太效应将更加显著。

图42 中美头部公司成交额溢价尚有差距



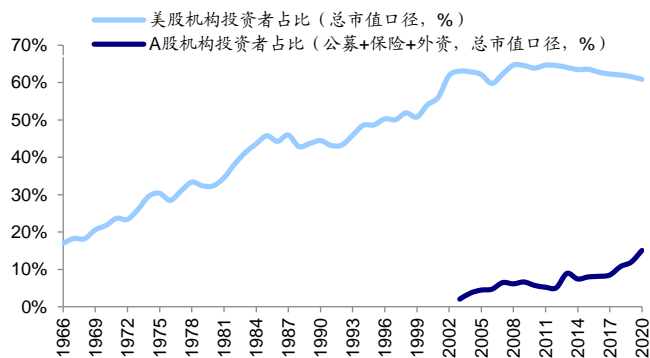
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

图43 我国基金规模集中度与美国尚有差距



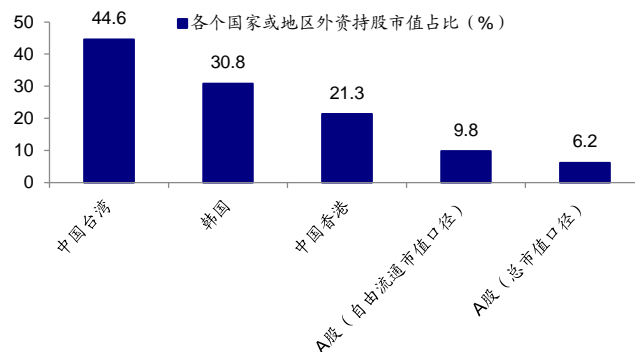
资料来源：Bloomberg，Wind，海通证券研究所，注：中国数据截至 2021/06/16，美国数据截至 2020/12/31

图44 A 股机构投资者占比与美股尚有较大差距



资料来源：Wind，海通证券研究所

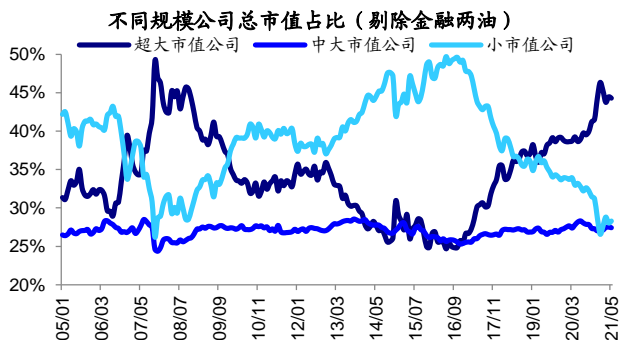
图45 A 股外资占比与其他市场相比仍较低



资料来源：Wind，台湾证券交易所，韩国交易所，海通证券研究所，截至2021/06/16，注：中国台湾数据包括外资和陆资，中国香港数据为包括外资和港股通的测算数据

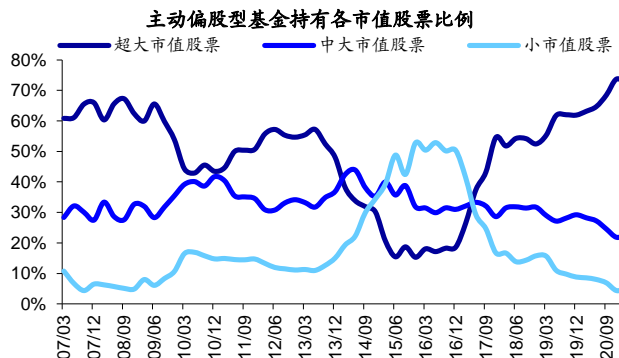
市值结构方面，2017 年以来超大市值组持续占优。我们根据总市值将当前 A 股分为三组：800 亿元以上的超大市值组、200-800 亿元的中大市值组、200 亿元以下的小市值组，公司数量占比为 4%/13%/83%，市值占比为 44%/27%/29%。从各组公司总市值比重变化来看，17 年开始超大市值股占比一路上行，于 2020 年底突破 40%，春节达到 46%，然后稍有回落。长期来看小市值股占比与超大市值股反向波动，而中大市值股总市值占比相对稳定。我们认为 2017 年以来超大市值个股表现占优，源于经济转型期龙头业绩更优+机构化加速带来龙头估值溢价，去年疫情冲击基本面+天量基金发行加速了这一趋势。

图46 不同市值规模公司总市值占比对比



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

图47 基金持仓中大市值公司占比提升



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 21Q1

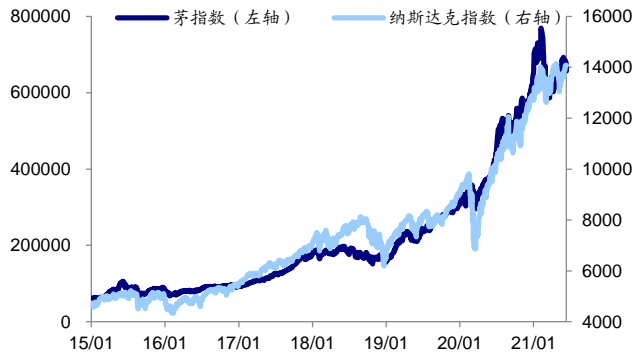
当前 A 股出现新分化，展望 21 年下半年，我们认为守正出奇方能致胜。守正出奇即以茅指数为代表的第一梯队超大市值公司仍然值得配置，但产业升级大趋势下，中大盘中的智能制造才是获取超额收益的关键。

守正：茅指数为代表的龙头优质公司。今年 02/18 后，茅指数深度回调，有部分投资者认为茅指数成分股估值太贵，下跌预示着好景难在。但我们认为在稳定业绩和外资偏好的支撑下，茅指数走势逐渐美股化，春节后的回调只是性价比的自我修正，未来有望进一步上涨。

回望 2016 年来茅指数表现，其走势渐渐美股化。2016 年之前茅指数波动较大，05-07 年牛市中，茅指数翻十倍后跌去近七成；12-15 牛市中，茅指数翻三倍后跌去近四成。但 2016 年至今茅指数逐渐显现长牛趋势，走势与美股纳斯达克指数相近，均在快速上涨之后进入调整稳固阶段，随后再创新高。茅指数逐渐美股化的重要原因是龙头公司业绩更优以及外资的持续偏好。当前我国经济发展从增量走向存量，在此背景下龙头公司业绩更优，而茅指数正是优质龙头公司的集合。从业绩看，茅指数成分股 ROE 更优，茅指数成分股中日常消费/工业/信息技术行业 ROE（TTM，整体法，下同）分别为 29%/19%/16%，均高于全部 A 股行业整体 18%/6%/6%。

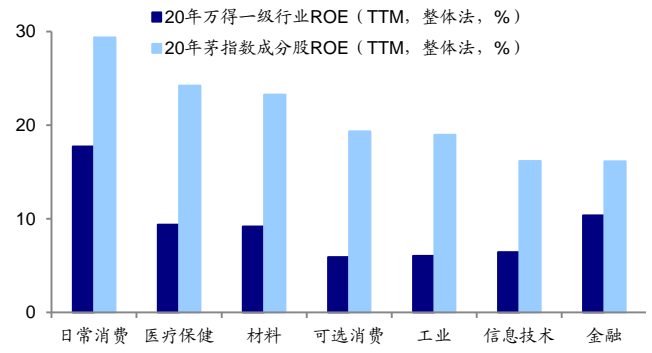
茅指数成分股凭借优异的质地和良好的盈利能力吸引了外资的持续配置。北上资金持股市值中，茅指数成分股占比达 47.6%，而茅指数成分股总市值占全部 A 股的 21.6%，可见外资明显超配了茅指数成分股。我们在前文中提出在基本面、利率、居民资产配置偏好等因素的影响下，A 股未来有望类似 1980s 美股，估值中枢逐渐上移。目前在外资持续超配之下，估值中枢上移已在茅指数上有所体现：茅指数 PE（TTM，整体法）中枢从 2000-08 年底的 31.7 倍降至 09-15 年间的 15.7 倍，但 16 年至今已经上移至 21.3 倍。未来随着 A 股机构化、国际化趋势逐步演进，以茅指数为代表的龙头公司长牛特征将越来越明显，春节以来的回调只是性价比的自我修正，长期看仍然值得配置。

图48 15 年以来茅指数走势接近纳斯达克指数



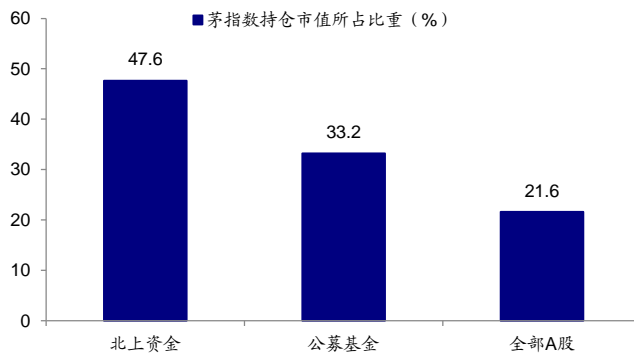
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

图49 茅指数成分股盈利能力优于所属行业



资料来源：Wind，海通证券研究所

图50 北上资金明显超配茅指数成分股



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16，注：公募基金数据为测算数据

图51 茅指数估值中枢已经开始上移



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

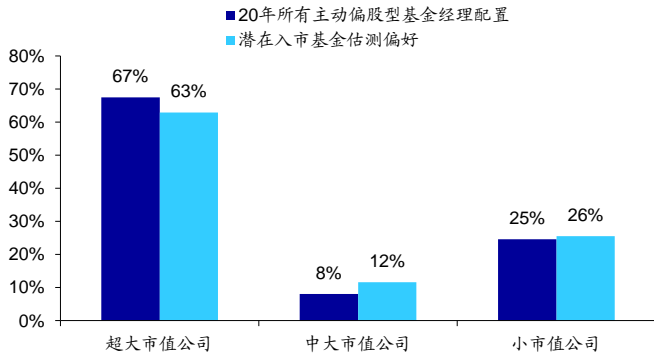
出奇：中大盘性价比更高。随着经济逐渐步入正轨，以茅指数为代表的超大盘股在基本面上的相对优势不会像去年那么极致。我们测算超大市值公司 21Q1 归母净利润两年年化增速为 15%，当前 PE（TTM，整体法，下同）为 29 倍，中市值分别为 19%、27 倍，小市值为 6%、50 倍，中市值个股业绩改善较为明显。此外，我们测算了潜在入市基金的市值偏好，目前全市场所有主动偏股型基金、潜在入市基金对于超大市值公司的配置力度分别为 67%/63%，中市值公司为 8%/12%，小市值公司为 25%/26%，中市值公司更受到资金偏好。同时从市值结构来看，目前 A 股的市值结构顶部更像一根针，超大市值公司数量占比约 4%，中市值公司数量占比约 13%，小市值公司约 47%，40 亿以下 36%，而美股的市值结构呈现出更均匀的“金字塔型”。参考美股，未来 A 股第二档即 200-800 亿的中大市值的公司有望进一步变大变强。

表 4 中大市值公司盈利估值匹配度更优

	PE（整体法，TTM，倍）	20 年归母净利累计同比	21Q1 归母净利累计同比	21Q1 归母净利两年年化复合增速
超大市值公司	29	5%	89%	15%
中市值公司	27	2%	103%	19%
小市值公司	50	5%	188%	6%

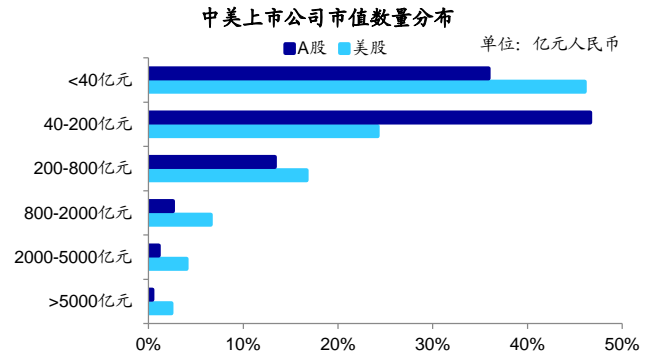
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

图52 潜在入市资金更偏好中大市值公司



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

图53 A 股的市值结构顶部更像一根针



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2021/06/16

中大盘的代表，如智能制造。21 年是“十四五规划”元年，“十四五规划纲要”指出要重点提高制造业发展质量，以科技创新突破核心技术是当前国家重大战略，科技赋能制造业是未来发展趋势，在此背景下我们判断今年智能制造有望崛起，详见我们中国智造系列报告。我们看好智能制造具体有三大逻辑：

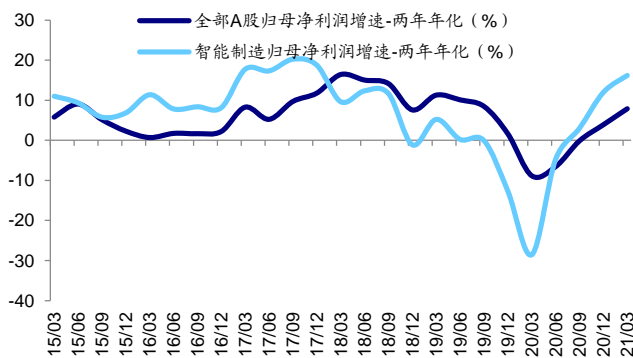
第一，智能制造领域基本面更强：①技术进步推动基本面回升：技术进步在制造业逐步落地将提升高端制造的国产化率和附加值，推动智能制造企业盈利能力回升。②疫情重构全球制造业产业链：国内外疫情和复工复产的时间差为我国的出口创造了重要的时间窗口，我国制造业高效的生产组织能力、完善的产业配套能力抢占了很大一部分发达国家/地区的出口份额。③温和通胀推动制造业盈利上升：当前的错位复苏拉长本轮全球复苏时间，并且国常会提出做好大宗商品保供稳价工作，近期国内商品价格已明显回落，今年通胀上升可能更温和，而在当前所处的通胀前期，制造业盈利往往持续扩张。

第二，政策支持智能制造快速崛起。近年来，工信部、国务院办公厅等部门频频出台智能制造相关政策，加大对智能制造的扶持力度。“十四五规划纲要”提出深入实施智能制造工程，建设智能制造示范工厂。今年 4 月下旬，工信部会同有关部门起草《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），为智能制造界定领域、圈定目标、确定任务，并且提出坚持市场主导、创新驱动，加快推动智能制造发展。

第三，智能制造基金持仓热度不高。我们将电子、计算机、通信、家电、军工、汽车、高端机械等行业加总作为智能制造领域，21Q1 基金重仓股中智能制造行业市值占比为 26.6%，相对自由流通市值占比低配 0.1 个百分点，历史上基金重仓股中智能制造行业市值占比于 15Q4 达最高点 37.7%，本轮牛市开始时（19Q1）为 28.5%，整体看目前智能制造机构持仓热度并不高。

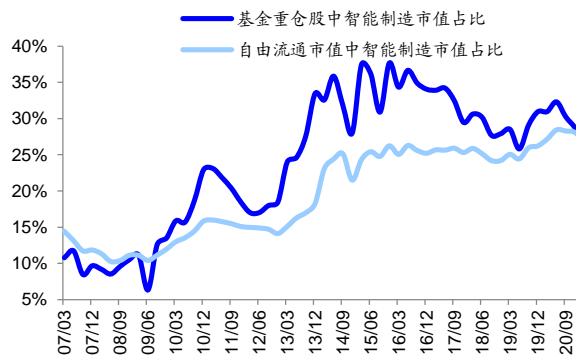
中国智能制造可关注三大领域。沿着“中国智能制造”的主线，我们认为可从三个方向挖掘投资机会：①信息技术的应用；②新能源技术的应用；③传统制造技术改进与升级。各领域代表性公司详见表 5。

图54 智能制造利润增速更优



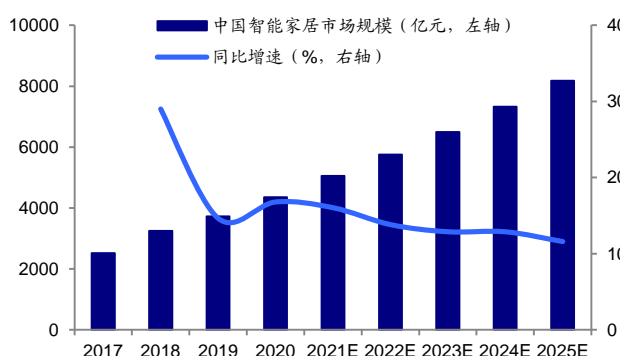
资料来源：Wind，海通证券研究所

图55 智能制造行业整体基金仓位走势



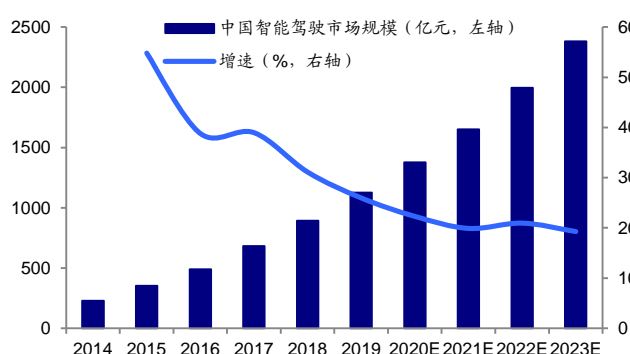
资料来源：Wind，海通证券研究所，其中智能制造行业包括电子、计算机、通信、家电、军工、汽车、高端机械

图56 我国智能家居市场规模快速增加



资料来源：亿欧智库援引 statista，海通证券研究所

图57 我国智能驾驶市场规模逐年提升



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

表 5 中国智能制造领域的代表性公司（海通行业分析师推荐）

领域	行业	公司代码	公司名称	总市值 (亿人民币)	2020 年 EPS (人民币)	2021 年预测 EPS (人民币)	当前 PE (TTM, 倍)	2021 年预测 PE (倍)
5G 技术应用	计算机	002415.SZ	海康威视	5483	1.43	1.77	39.0	33.2
		300687.SZ	赛意信息	68	0.81	1.14	36.9	16.9
		688083.SH	中望软件	334	2.03	3.19	273.3	169.3
	通信	000063.SZ	中兴通讯	1475	0.92	1.32	26.1	24.2
		300638.SZ	广和通	162	1.17	1.69	51.9	23.2
		688777.SH	中控技术	434	0.86	1.06	87.7	82.8
新能源技术应用	汽车	600660.SH	福耀玻璃	1416	1.04	1.6	47.2	33.9
		002920.SZ	德赛西威	535	0.94	1.27	77.4	76.6
		002906.SZ	华阳集团	127	0.38	0.6	58.1	44.7
		0175.HK	吉利汽车	2175	0.56	1.11	33.9	20.0
	电子	0285.HK	比亚迪电子	1093	2.41	1.83	16.9	26.5
		2382.HK	舜宇光学科技	2178	4.44	5.31	37.6	37.4
传统制造升级	机械	300124.SZ	汇川技术	1578	1.22	1.75	61.3	35.0
	家电	600690.SH	海尔智家	2552	0.94	1.28	23.5	21.2
		688169.SH	石头科技	929	21.39	27.11	59.6	51.4
		688696.SH	极米科技	359	5.38	8.43	114.0	85.2
		603486.SH	科沃斯	1080	1.14	1.47	115.7	128.4
	军工	600862.SH	中航高科	389	0.31	0.43	80.6	64.9
		688002.SH	睿创微纳	395	1.31	1.78	63.7	49.8

资料来源：Wind，海通证券研究所，

注：盈利预测均来源于海通行业分析师，数据截至 2021/06/16

风险提示：通胀继续大幅上行，投资时钟提前进入滞胀期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
李影 策略研究团队
郑子勋 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

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
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；	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。
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。	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)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
杨 锦(021)23154504 ypy13768@htsec.com
余培仪(021)23219400

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王國沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱超明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com
 文 灿 wc13799@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 联系人
 姚望洲 ywz13822@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 联系人
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
 夏 凡 xf13728@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com
 赵玥琳(021)23219814 zyw13208@htsec.com
 联系人
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lij12245@htsec.com
 联系人
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
 联系人
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 郭庆龙 gq113820@htsec.com
 联系人
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧 阳 梦 楚 (0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高 瑞 gr13547@htsec.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