

策略周报

重铸 β ：稀缺资产，防守反击

——策略周末谈（1月第5期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体大幅回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.01.27

《高股息“稀缺资产”：有哪些下行风险？——策略周末谈（1月第4期）》2024.01.21

《本周A股估值总体继续收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.01.20

《【方正策略 曹柳龙】时代的 β ：从核心资产到稀缺资产——策略周末谈（1月第3期）》2024.01.14

《本周A股估值总体继续收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.01.13

《高股息的本质：“稀缺资产”的垄断优势——策略周末谈（1月第2期）》2024.01.06

策略研究要看清“势”的变化，政策/盈利可以验证“势”的判断，但不能指导“势”的方向。投资需要顺势而为，在逆全球化驱动的“大安全”主线下，趋势性增配国企优势“稀缺资产”！

我们从去年12月以来持续强调，行业配置坚守“八二法则”：80%中长期配置高股息稀缺资产（煤炭/有色/水务/电力/交运/通信）；20%阶段性博弈预期过度向下超调的地产链（银行/地产）。

我们既然已经看对了“势”，就应该继续顺势而为——

第一，重铸 β 的契机：国企重估是长期主线，市值考核是即期催化。土地财政难以为继，必然驱动泛公用事业部门：出清-涨价-重估！央国企“ROE和市值考核”会加速低效部门出清，加快国企泛公用事业部门的“垄断低价”到“价格/价值回归”进程。大多数国企优势“稀缺资产”依然处于低配状态，导致近期多数机构的净值跑输。逆全球化“大安全当立”，建议系统性增配“大安全”主线下的国企优势“稀缺资产”。

第二，时代的 β ：预期收益率二次下台阶，国企优势“稀缺资产”重估。时代的贝塔正从消费“核心资产”加速切换向国企优势“稀缺资产”：

（1）2010年中国步入“存量经济”时代，预期收益率第一次下台阶，消费的ROE趋势性超越周期，带来消费/周期相对估值中枢上移。（2）当前中国地产周期下行，预期收益率第二次下台阶，国企优势“稀缺资产”的ROE也开始趋势性超越消费“核心资产”，稀缺资产/核心资产的相对估值也正在中枢上移！

第三，积极拥抱国企优势“稀缺资产”：国企优势指数最近3年持续跑赢大盘。部分投资者觉得当前“中字头”都可以重估，把国企重估的长期主线当作短期主题来炒作。但我们持续提示：只有稀缺优势的国企资源+泛公用事业部门，才具备中长期“出清-涨价-重估”的基础。我们用国企营收占比排名前20%的行业，制作的国企优势指数能够长期获得超额收益，即便23H2中特估的行情“平平无奇”，国企优势指数也能够获得明显的超额收益。

第四，勒纳指数精选国企优势“稀缺资产”股票池：去年超额收益30%以上。我们基于央国企的行政专营优势（央国企营收占比>50%），进一步筛选估值较低（PB<2）、分红较高（股息率>2.5%）的细分行业，具体包含：

煤炭、石油石化、玻璃玻纤、水泥、基础建设、房屋建设、航运港口、铁路公路、出版、通信服务、银行、保险等行业，上述行业正是我们持续提示的高股息“稀缺资产”。我们在 1.7《高股息的本质：稀缺资产的“垄断优势”》中，基于勒纳指数筛选出来的“稀缺资产”股票池，去年获得 30% 以上的超额收益。

第五，金融高质量慢牛，行业配置坚守“八二法则”：80%配置高股息稀缺资产（水/电/煤/交运/通信）+20%配置强预期差的地产链（银行/地产）。

对于最近一系列地产相关的政策，我们从去年 12 月初以来一直在做预判，这里分享一些研究的思考：要预判政策，而不是追逐热点！——

（1）政策不是决定或者改变我们观点的“变量”，政策只是辅助和验证我们判断的“节点”。

（2）我们一直强调：既不能低估高质量发展“调结构”的政策定力，同样也不能低估“守住不发生系统性风险”的监管决心。

（3）当前地产/银行 0.5 倍的 PB，说明市场担心资产端塌陷的系统性风险。悲观预期过度向下超调，会带来周期股“脉冲式”跨年行情！

（4）我们从去年 12 月以来持续强调，行业配置坚守“八二法则”：80%中长期配置高股息稀缺资产（煤炭/有色/水务/电力/交运/通信）；20%阶段性博弈预期过度向下超调的地产链（银行/地产）。

- **风险提示：**政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1	本周核心观点.....	5
1.1	重铸 β 的契机：国企重估是长期主线，市值考核是即期催化.....	5
1.2	时代的 β ：预期收益率二次下台阶，国企优势“稀缺资产”重估.....	6
1.3	积极拥抱国企优势“稀缺资产”：国企优势指数最近3年持续跑赢大盘.....	8
1.4	勒纳指数精选国企优势“稀缺资产”股票池：去年超额收益30%以上.....	9
1.5	金融高质量慢牛，行业配置坚守“八二法则”：80%配置高股息稀缺资产（水/电/煤/交运/通信）+20%配置强预期差的地产链（银行/地产）.....	11
2	市场全景扫描.....	13
2.1	市场回顾.....	13
2.2	本周重要经济数据.....	16
2.3	本周经济要闻.....	17
2.4	下周重点关注.....	18

图表目录

图表 1: 本周市场明显反弹, 但机构却明显跑输.....	5
图表 2: 北上资金和公募仓位更多集中于成长, 是本轮跑输的原因.....	5
图表 3: Q4 公募明显加仓公用事业和煤炭的央国企.....	6
图表 4: 但国企优势稀缺资产大多仍处于低配.....	6
图表 5: 市场 beta 正在从核心资产转向国企优势“稀缺资产”.....	6
图表 6: 2010 年前后消费盈利能力开始趋势性超越周期.....	7
图表 7: 驱动消费/周期的相对估值上台阶.....	7
图表 8: 国企优势“稀缺资产”的盈利能力也开始趋势性超越消费“核心资产”.....	7
图表 9: 国企优势“稀缺资产”的相对估值也正趋势上移.....	7
图表 10: 央国企营收占比更高的行业更依赖行政专营.....	8
图表 11: 央国企占比低的行业往往更依靠效率驱动.....	8
图表 12: 行政专营指数近 3 年持续跑赢全 A.....	8
图表 13: 近 10 年来综合行政专营指数前 10 名和后 10 名的细分行业.....	9
图表 14: 本轮行情可以关注: 央国企行政专营程度高、估值低且分红较好的细分行业.....	10
图表 15: 泛公用事业垄断指数显著跑赢市场.....	10
图表 16: 泛公用事业垄断指数成分股.....	11
图表 17: 配置建议: 布局 3 类“稀缺”资产.....	12
图表 18: 本周市场回顾.....	14
图表 19: 行业比较.....	16

1 本周核心观点

1.1 重铸β的契机：国企重估是长期主线，市值考核是即期催化

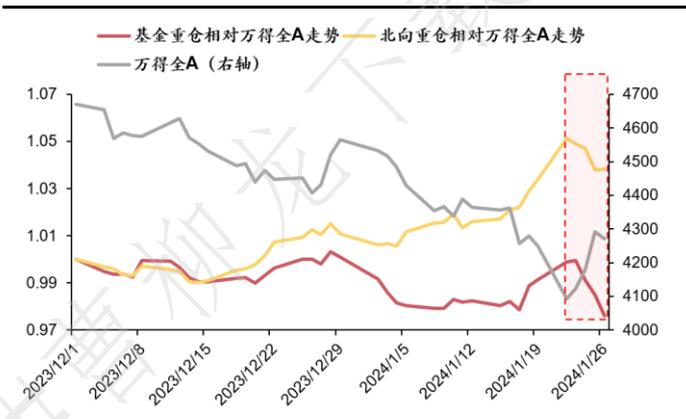
我们在入职方正后的第一篇重磅深度《大安全当立》(23.6.18)中就强调，中特估-央国企重估的长期逻辑是“简洁而优美”的：地产“硬着陆”导致国企泛公用事业部门（水/电/煤/交运/通信）拿到的财政补贴减少，供给逐步出清，供给曲线左移，形成新的价格均衡，也就是价格/价值向上重估！

我们在 1.25《市值考核：国企优势“稀缺资产”加速重估》中继续强调，央国企的市值考核，将会加速国企重估进程：(1) 过去规模考核激发国企的投资冲动，导致泛公用事业部门供给过剩，即便事实上形成垄断，国企提供的生产要素（水/电/煤/交运/通信）也只能是“垄断低价”的。(2) 现在的“ROE 和市值考核”会约束国企的投资冲动，国企泛公用事业部门的供给端将会加速实现出清，并加快生产要素从“垄断低价”回归到“均衡价格”。

最近很多人过来问我们“中特估”行情的持续性，并担忧交易是否过度拥挤的问题，很显然，多数投资者依然没有充分认识到国企重估是长期的主线行情。去年 12 月国企优势“稀缺资产”行情启动以来，无论是公募基金还是北上基金都是跑输大盘的，因为他们的持仓依然偏向消费和成长的“核心资产”。显然，机构投资者的持仓还没有适应“大安全”主线下的资源+公用事业重估新趋势。

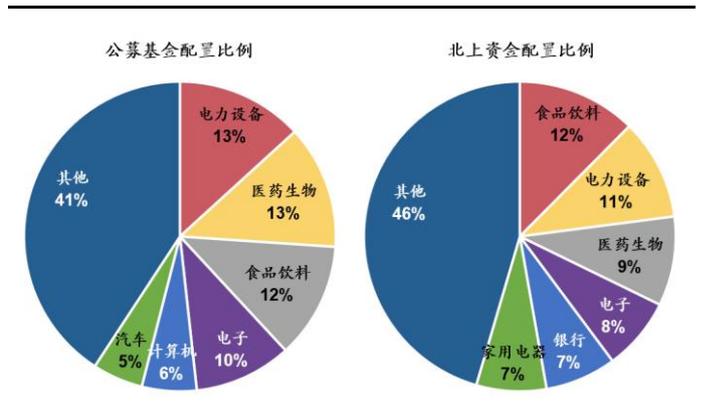
重铸β的契机：大多数国企优势“稀缺资产”依然处于低配状态！继续增配“大安全”主线下的国企优势“稀缺资产”：过去 20 多年全球化叙事下的“大发展”旧时代，正在以肉眼可见的速度切换到现在/未来逆全球化趋势下的“大安全”新时代！

图表1:本周市场明显反弹，但机构却明显跑输



资料来源: Wind, 方正证券研究所

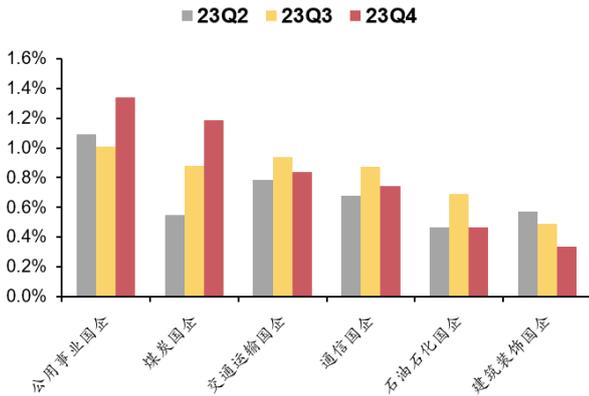
图表2:北上资金和公募仓位更多集中于成长，是本轮跑输的原因



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表3:Q4 公募明显加仓公用事业和煤炭的央国企

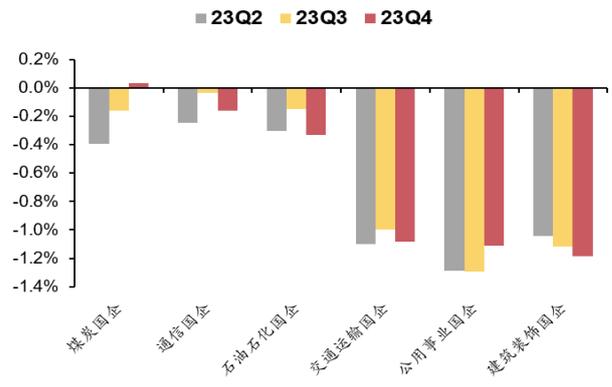
央国企一级行业配置比例



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4:但国企优势稀缺资产大多仍处于低配

央国企一级行业超配比例

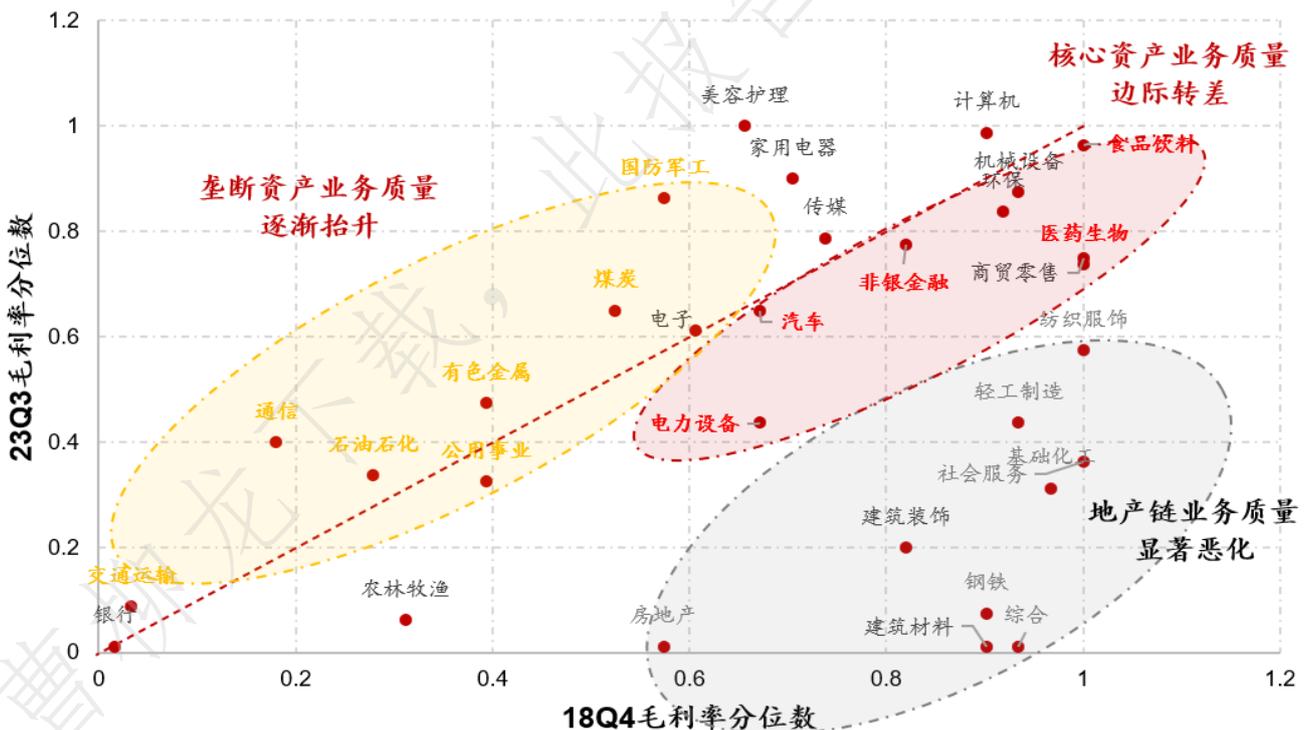


资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.2 时代的β：预期收益率二次下台阶，国企优势“稀缺资产”重估

时代的贝塔正从消费“核心资产”加速切换向国企优势“稀缺资产”。在逆全球化的大趋势下，“发展”的重要性逐步让渡给“安全”，与经济发展高度相关的“地产链”进入下行周期，也会拖累消费“核心资产”的ROE和估值水平中枢下移。从财务数据上我们可以看到：（1）18Q4“地产链”休戚与共的消费“核心资产”的盈利能力明显高于国企优势“稀缺资产”（水/电/煤/交运/通信）；（2）随着“地产链”进入下行周期，23Q3消费“核心资产”的盈利能力逐步转差，而与“大安全”休戚与共的国企优势“稀缺资产”的盈利能力开始改善！

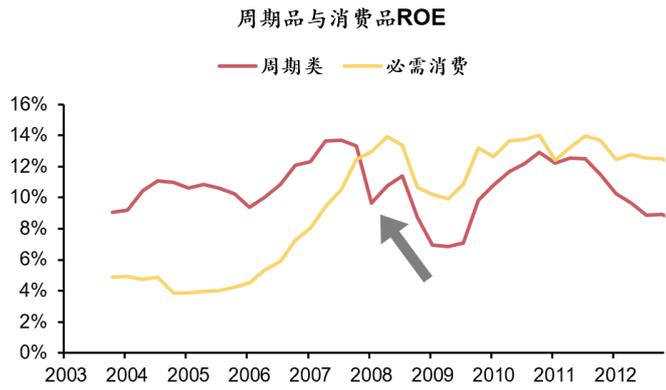
图表5:市场beta正在从核心资产转向国企优势“稀缺资产”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

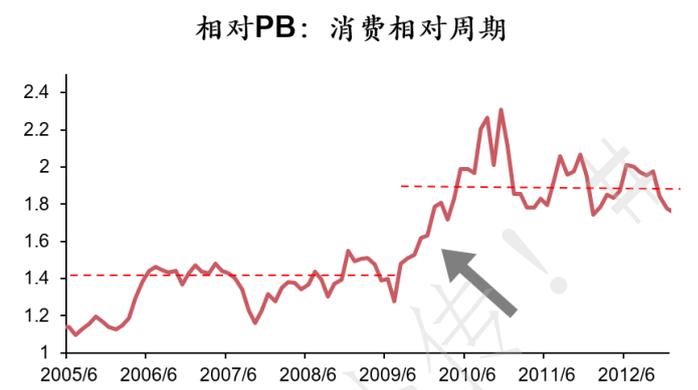
2010年前后中国从“增量经济”时代进入“存量经济”时代，预期收益率第一次下台阶，驱动成长和消费“核心资产”相继重估。08金融危机总结了加入WTO后的外需扩张“增量经济”时代，经济增长和预期收益率第一次下台阶，市场交易的主线从2010年之前的“煤飞色舞”周期股转向2010年之后的科技和消费“核心资产”。大时代背景切换在财务和估值数据上也留下了痕迹：2010年前后消费的盈利能力开始趋势性超越周期，带来消费/周期相对估值上台阶。

图表6: 2010年前后消费盈利能力开始趋势性超越周期



资料来源: Wind, 方正证券研究所

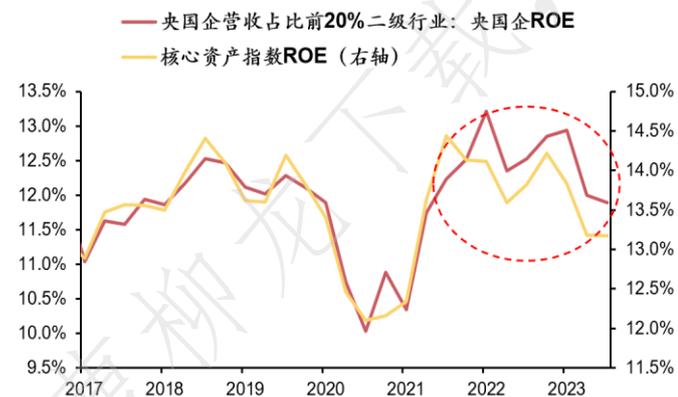
图表7: 驱动消费/周期的相对估值上台阶



资料来源: Wind, 方正证券研究所

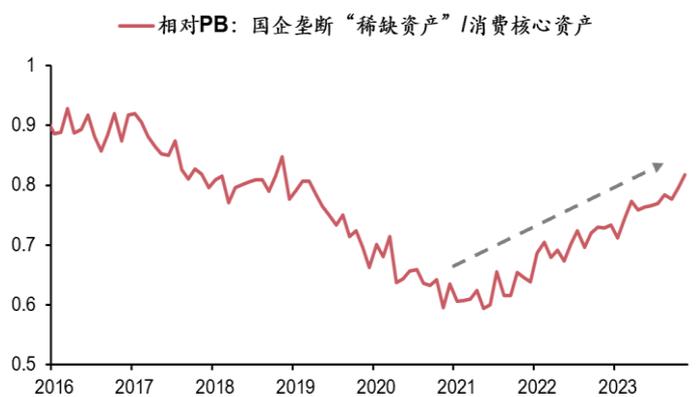
2020年8月地产“三条红线”政策也宣告地产将进入长下行周期，预期收益率第二次下台阶，也将驱动国企优势“稀缺资产”重估。逆全球化“大安全”主线下，经济增长“发展”的重要性降低，叠加人口长期下行拐点，共同驱动地产链步入长下行周期，高度锚定地产链的消费“核心资产”的盈利能力和水平也将中枢下移。大时代背景切换同样也正在财务和估值数据上刻下痕迹：22年前后国企优势“稀缺资产”的盈利能力开始趋势性超越消费“核心资产”，也正在驱动“稀缺资产”开启中长期的重估进程！

图表8: 国企优势“稀缺资产”的盈利能力也开始趋势性超越消费“核心资产”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9: 国企优势“稀缺资产”的相对估值也正趋势上移

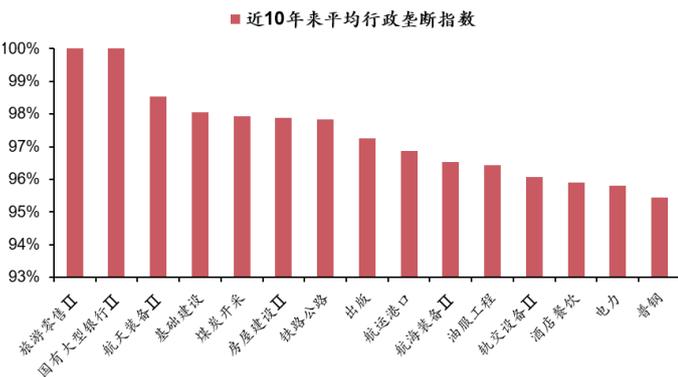


资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.3 积极拥抱国企优势“稀缺资产”：国企优势指数最近3年持续跑赢大盘

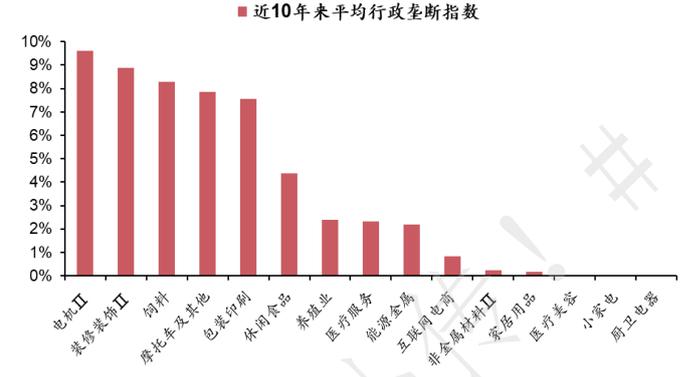
部分投资者觉得当前“中字头”都会重估，把国企重估的长期主线当作短期主题。但我们认为，如果没找对方向乱炒一通的话，很可能会重蹈去年中特估“过山车”。只有具备专营优势的国企“稀缺资产”，才能够得到中长期重估，我们可以通过国企营收占比的高地判断细分行业的行政专营程度——

图表10: 央国企营收占比更高的行业更依赖行政专营



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11: 央国企占比低的行业往往更依靠效率驱动



资料来源: Wind, 方正证券研究所

我们基于国企营收占比排名靠前 20% 的行业，构建国企行政专营指数。这个指数最近 3 年持续获得显著超额收益。即便去年下半年中特估的行情“平平无奇”，但我们构建的国企行政专营指数能够获得明显的超额收益！

图表12: 行政专营指数近3年持续跑赢全A



资料来源: Wind, 方正证券研究所; 注: 季度换仓, 每季度根据上一季度数据选取行业

国企优势“稀缺资产”盈利能力的稳定性，是过去3年持续超额收益的来源。地产周期下行导致消费“核心资产”的盈利能力中枢下移，进一步凸显了国企优势“稀缺资产”的ROE韧劲。我们精选了过去10年国企营收占比综合排序前10的行业，也就是具有国企行政专营优势的行业，这些行业最近几年的营收稳定性显著高于国企营收占比综合排序后10的行业，也就是充分竞争的行业。

图表13:近10年来综合行政专营指数前10名和后10名的细分行业

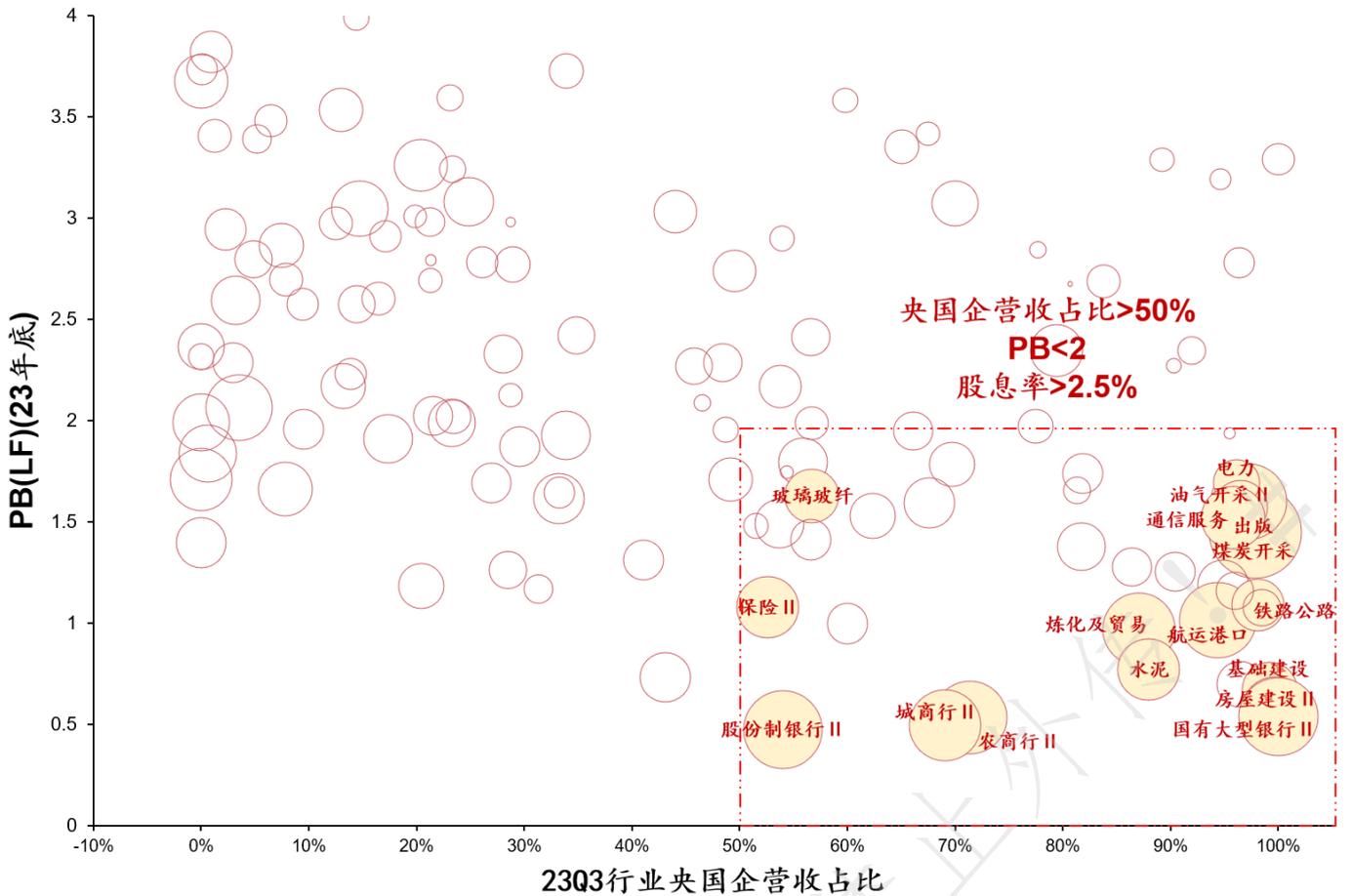
行业	行业国企营收占比(23Q3)	近3年相对收益	近2年相对收益	近1年相对收益	近3个月相对收益	销售利润率	近3年ROE变动	近3年PB变动	
近10年持续垄断的行业	国有大型银行II	100%	31.42%	40.55%	33.36%	6.80%	39%	0.25%	-17.8%
	房屋建设II	100%	21.15%	21.43%	4.95%	1.60%	2%	-1.94%	-34.9%
	基础建设	99%	20.49%	9.24%	6.15%	0.52%	2%	-0.05%	-14.3%
	铁路公路	99%	30.99%	34.10%	23.04%	9.33%	16%	0.72%	12.5%
	煤炭开采	98%	105.52%	58.11%	22.19%	16.36%	13%	8.72%	68.3%
	油服工程	97%	29.65%	17.56%	6.69%	-7.83%	3%	2.11%	6.5%
	出版	96%	48.70%	37.22%	46.54%	11.56%	11%	1.00%	7.3%
	电力	96%	35.75%	13.46%	12.73%	7.15%	7%	-1.14%	35.3%
	航天装备II	96%	17.09%	12.83%	17.22%	-6.83%	7%	1.82%	-39.2%
	航运港口	96%	11.43%	10.17%	9.71%	6.57%	17%	6.32%	-17.7%
	轨交设备II	95%	-3.26%	8.37%	12.16%	0.91%	5%	-0.18%	-18.5%
	航海装备II	95%	28.52%	23.77%	27.28%	7.71%	1%	-2.58%	6.1%
	贸易II	94%	23.42%	-3.00%	7.54%	5.92%	1%	-1.93%	-6.8%
	普钢	93%	18.02%	-3.47%	6.61%	-1.63%	0%	-6.33%	-3.5%
酒店餐饮	90%	18.20%	1.70%	-20.09%	6.35%	4%	-0.17%	-10.8%	
近10年持续非垄断行业	装修装饰II	26%	-8.31%	-7.68%	-1.76%	1.74%	-8%	-26.94%	18.4%
	电机II	12%	71.34%	14.27%	10.24%	0.60%	5%	-0.34%	3.8%
	包装印刷	10%	17.81%	-6.07%	6.45%	-0.37%	4%	-3.30%	-27.8%
	饲料	8%	-21.92%	-9.48%	-15.99%	1.52%	0%	-13.55%	-42.9%
	休闲食品	7%	-25.99%	-9.93%	-14.47%	3.00%	7%	-8.57%	-55.1%
	摩托车及其他	3%	-5.78%	-5.44%	-14.83%	-4.59%	5%	34.40%	-39.7%
	养殖业	1%	-4.71%	0.51%	-3.16%	10.99%	-1%	-27.05%	-22.4%
	非金属材料II	1%	90.99%	4.11%	-9.71%	0.86%	19%	10.07%	-17.9%
	能源金属	1%	-16.16%	-25.42%	-25.10%	5.32%	19%	42.90%	-55.3%
	医疗服务	0%	-30.83%	-18.08%	-21.11%	-9.39%	12%	6.19%	-62.9%
	小家电	0%	-23.05%	-13.14%	-6.03%	5.02%	9%	-2.46%	-49.3%
	厨卫电器	0%	-21.19%	-10.54%	-1.43%	-0.21%	12%	-3.16%	-40.7%
	家居用品	0%	-5.46%	-3.95%	-2.79%	3.72%	7%	-2.93%	-34.7%
	互联网电商	0%	-29.64%	-18.50%	-8.87%	-6.59%	-9%	-32.27%	16.2%
医疗美容	0%	-12.02%	-8.18%	-8.06%	-5.69%	9%	6.54%	-25.6%	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 勒纳指数精选国企优势“稀缺资产”股票池: 去年超额收益30%以上

我们基于央国企的行政专营优势(央国企营收占比>50%),进一步筛选估值较低(PB<2)、分红较高(股息率>2.5%)的细分行业,具体包含:煤炭、石油石化、玻璃玻纤、水泥、基础建设、房屋建设、航运港口、铁路公路、出版、通信服务、银行、保险等行业,上述行业正是我们持续提示的高股息“稀缺资产”!

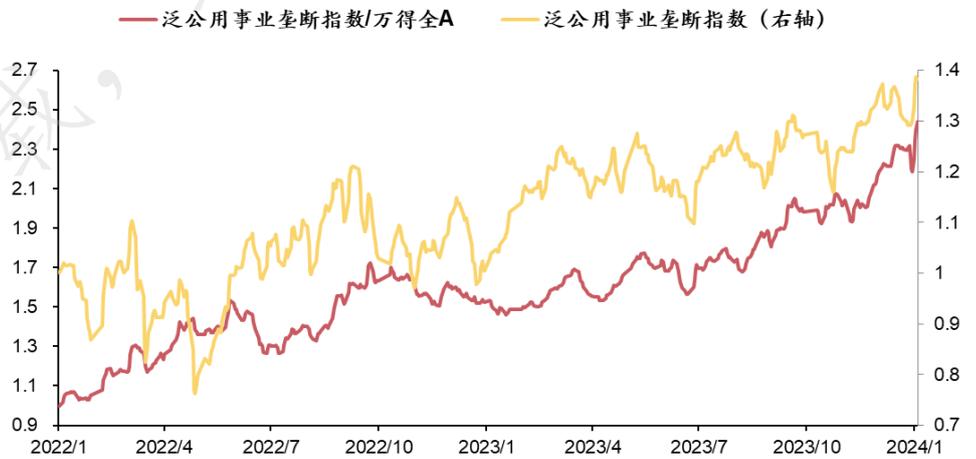
图表14: 本轮行情可以关注：央国企行政专营程度高、估值低且分红较好的细分行业



资料来源: Wind, 方正证券研究所

我们在 1.7 《高股息的本质：“稀缺资产”的垄断优势》中基于“勒纳指数”定位具备稀缺优势的国企“稀缺资产”，我们构建的国企“稀缺资产”指数去年获得 30% 以上的超额收益！

图表15: 泛公用事业垄断指数显著跑赢市场



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

垄断优势主要体现在需求的价格弹性较低，也就是具备议价权，我们可以用勒纳指数（也叫勒纳垄断势力指数）衡量价格偏离边际成本的程度，也就是来衡量这种议价权： $\text{勒纳垄断势力指数} = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{销售费用} - \text{管理费用}) / \text{营业成本}$ 。我们判断：“稀缺资产”的垄断优势，也就是国企优势生产要素（水务/电力/煤炭/交运/通信）是本轮高估值行情的本质。基于勒纳垄断势力指数，我们筛选国企优势生产要素的各个细分行业中，垄断优势排名前5的公司构建泛公用事业垄断指数。

图表16: 泛公用事业垄断指数成分股

泛公用事业	勒纳指数排名	代码	名称	总市值(亿元)	股息率(%)	毛利率(%)	3M超额(%)	1Y超额(%)	泛公用事业	勒纳指数排名	代码	名称	总市值(亿元)	股息率(%)	毛利率(%)	3M超额(%)	1Y超额(%)
煤炭开采	1	601699.SH	潞安环能	689.8	12.36	49.93	26.98	67.17	航运港口	1	002320.SZ	海峡股份	131.3	0.76	49.99	7.10	14.66
	2	601101.SH	昊华能源	97.5	5.02	52.05	18.95	22.86		2	601000.SH	唐山港	225.2	5.26	48.69	8.53	53.31
	3	601001.SH	晋控煤业	218.8	4.82	46.26	22.77	23.77		3	600018.SH	上港集团	1,182.8	2.76	39.99	4.19	4.55
	4	600348.SH	华阳股份	374.1	5.64	44.97	28.71	23.98		4	601975.SH	招商南油	147.0	0.00	33.15	-2.63	16.22
	5	600971.SH	恒源煤电	139.6	8.60	49.43	30.33	89.39		5	601298.SH	青岛港	420.0	4.16	36.02	7.28	27.08
煤炭II	1	000723.SZ	美锦能源	289.9	0.00	13.81	0.99	-18.84	铁路公路	1	601518.SH	吉林高速	52.0	0.00	64.21	8.93	39.34
	2	601011.SH	宝泰隆	67.4	0.00	10.45	3.60	8.32		2	600368.SH	五洲交通	52.4	1.12	62.63	15.42	32.29
	3	601015.SH	陕西黑猫	92.3	2.21	2.53	1.11	8.84		3	600020.SH	中原高速	85.2	0.50	51.27	10.83	35.66
	4	603113.SH	金能科技	70.2	1.45	1.86	4.59	-0.49		4	600035.SH	楚天高速	64.7	3.48	52.76	7.32	29.69
	5	600792.SH	云煤能源	56.2	0.00	2.98	51.94	70.57		5	600377.SH	宁沪高速	551.1	4.20	42.77	10.84	46.70
炼化及贸易	1	601857.SH	中国石油	13,598.5	5.79	21.70	-1.34	64.74	物流	1	002930.SZ	宏川智慧	88.4	1.54	59.41	-4.42	8.51
	2	600256.SH	广汇能源	507.5	10.24	16.85	6.73	2.76		2	603535.SH	嘉诚国际	42.4	0.47	30.17	10.70	9.00
	3	001316.SZ	润贝航科	29.2	1.71	24.73	6.14	0.31		3	600794.SH	保税科技	50.4	0.86	28.77	17.38	14.48
	4	002986.SZ	宇新股份	50.7	1.87	16.42	-4.96	10.80		4	601156.SH	东航物流	234.6	2.37	21.13	26.50	6.24
	5	600688.SH	上海石化	314.3	0.00	15.61	-0.58	0.45		5	603871.SH	嘉友国际	118.1	2.10	18.77	-0.20	13.88
电力	1	600025.SH	华能水电	1,602.0	1.97	60.56	25.49	45.06	水务	1	000598.SZ	兴蓉环境	177.3	1.89	43.18	16.37	30.88
	2	600900.SH	长江电力	5,823.4	3.45	57.89	12.56	24.52		2	003039.SZ	顺控发展	94.0	0.73	43.40	2.18	-2.53
	3	600821.SH	金开新能	122.0	1.64	60.06	-0.49	-7.46		3	603759.SH	海天股份	39.0	0.00	47.22	-0.57	1.08
	4	605028.SH	世茂能源	31.5	1.53	64.29	11.76	26.25		4	603817.SH	海峡环保	35.4	0.84	38.36	12.31	17.54
	5	603105.SH	芯能科技	56.8	1.06	58.90	-9.17	-15.41		5	600874.SH	创业环保	88.6	2.55	35.83	2.29	1.76
燃气II	1	603393.SH	新天然气	130.4	1.94	48.17	11.03	51.52	三大运营商	9	600941.SH	中国移动	21,215.9	4.24	28.75	8.00	59.85
	2	002700.SZ	ST浩源	20.8	1.19	31.19	21.00	12.95		16	601728.SH	中国电信	4,886.5	4.10	30.12	-2.22	39.12
	3	605368.SH	蓝天燃气	80.6	6.14	23.42	19.11	49.13		21	600050.SH	中国联通	1,361.2	2.81	25.18	-5.63	5.05
	4	603080.SH	新疆火炬	24.2	1.23	32.02	8.50	31.63									
	5	603706.SH	东方环宇	32.1	4.13	24.65	11.28	35.72									

资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

1.5 金融高质量慢牛，行业配置坚守“八二法则”：80%配置高股息稀缺资产（水/电/煤/交运/通信）+20%配置强预期差的地产链（银行/地产）

对于最近一系列地产相关的政策，我们从去年12月初以来一直在做预判，这里分享一些研究的思考：要预判政策，而不是追逐热点！——

(1) 政策不是决定或者改变我们观点的“变量”，政策只是辅助和验证我们判断的“节点”。

(2) 我们一直强调：既不能低估高质量发展“调结构”的政策定力，同样也不能低估“守住不发生系统性风险”的监管决心。

(3) 当前地产/银行 0.5 倍的 PB，说明市场担心资产端塌陷的系统性风险。悲观预期过度向下超调，带来周期股“脉冲式”跨年行情！

(4) 我们从去年12月以来持续强调，行业配置坚守“八二法则”：80%中长期配置高股息稀缺资产（煤炭/有色/水务/电力/交运/通信）；20%阶段性博弈预期过度向下超调的地产链（银行/地产）。

图表17:配置建议:布局3类“稀缺”资产



资料来源:方正证券研究所整理

2 市场全景扫描

2.1 市场回顾

本周万得全 A 较上周上涨 0.52%，上证指数较上周上涨 2.75%，沪深 300 较上周上涨 1.96%，中证 500 较上周上涨 0.17%，创业板指较上周下跌 1.92%，科创 50 较上周下跌 2.53%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 5.10%，大盘成长下跌 0.52%，小盘价值上涨 3.16%，小盘成长下跌 1.83%。

大类行业中，资源类与金融服务本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 7.70%、5.77%，必需消费与大消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-1.27%、-0.63%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为房地产、建筑装饰、石油石化，涨跌幅分别为 8.98%、6.84%、6.80%；涨跌幅后三行业为美容护理、电力设备、电子，涨跌幅分别为-5.16%、-3.41%、-3.27%。

本周境外市场普涨，其中标普 500 上涨 1.06%、恒生指数上涨 4.20%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 5.58%、COMEX 黄金下跌 0.67%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.50%，较上周下降 0.33BP。

图表18: 本周市场回顾

本周市场回顾									
A股市场					境外市场与其他大类资产				
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
万得全A	-2.65%	0.52%	-6.45%	0.00%	标普500	1.17%	1.06%		
上证指数	-1.72%	2.75%	-2.18%	4.27%	道琼斯工业指数	0.72%	0.65%		
沪深300	-0.44%	1.96%	-2.84%	3.61%	恒生指数	-5.76%	4.20%		
中证500	-3.61%	0.17%	-7.41%	-0.96%	英国富时100	-2.14%	2.32%		
创业板指	-2.60%	-1.92%	-11.04%	-4.60%	德国DAX	-0.89%	2.45%		
科创50	-1.66%	-2.53%	-12.43%	-5.98%	日经225	1.09%	-0.59%		
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化		
大盘价值	0.87%	5.10%	5.15%	11.60%	美元指数	103.47	0.24		
大盘成长	-0.82%	-0.52%	-7.21%	-0.76%	美元兑人民币	7.18	-0.01		
小盘价值	-3.04%	3.16%	-0.34%	6.11%	港元兑人民币	0.92	0.00		
小盘成长	-4.08%	-1.83%	-10.33%	-3.88%	英镑兑人民币	9.12	-0.01		
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.80	-0.02		
周期类	-4.02%	2.99%	-2.06%	4.39%	100日元兑人民币	4.85	-0.01		
资源类	-4.22%	7.70%	5.31%	11.75%	主要利率	最新值	周度环比变化		
中游材料	-5.52%	0.70%	-6.01%	0.44%	中国十年期国债收益率	2.50%	-0.33BP		
中游制造	-4.21%	-0.10%	-7.75%	-1.30%	中国一年期国债收益率	2.02%	-6.12BP		
大消费	-3.38%	-0.63%	-7.04%	-0.59%	期限利差 (10Y-1Y)	0.48%	5.79BP		
可选消费	-2.75%	0.63%	-4.69%	1.76%	R007	2.51%	39.38BP		
必需消费	-3.70%	-1.27%	-8.23%	-1.78%	DR007	1.95%	8.10BP		
金融服务	-1.55%	5.77%	4.39%	10.84%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)		
服务业	-2.77%	4.80%	1.47%	7.92%	美国十年期国债收益率	4.15%	0.00BP		
TMT	-5.35%	0.01%	-10.17%	-3.72%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	0.40%	5.58%		
房地产	-3.57%	8.98%	0.91%	7.36%	WTI原油	1.00%	6.27%		
建筑装饰	-3.43%	6.84%	1.63%	8.08%	COMEX黄金	-1.06%	-0.67%		
石油石化	-2.58%	6.80%	2.16%	8.61%	COMEX白银	-3.70%	1.44%		
美容护理	-0.76%	-5.16%	-5.08%	1.37%	LME铜	-0.17%	2.08%		
电力设备	-2.98%	-3.41%	-8.45%	-2.01%	LME铝	-2.44%	4.24%		
电子	-2.30%	-3.27%	-15.37%	-8.92%	上期所螺纹钢	-0.20%	1.64%		

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1) 从静态估值的角度看: 本周 A 股总体 PE (TTM) 较上周从 15.63 倍升至 15.93 倍, PB (LF) 较上周从 1.37 倍升至 1.39 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较上周从 24.26 倍升至 24.53 倍, PB (LF) 较上周从 1.85 倍升至 1.87 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 43.17 倍降至 42.31 倍, PB (LF) 从 2.87 倍降至 2.81 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 59.82 倍降至 58.22 倍, PB (LF) 从 3.17 倍降至 3.06 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 4.13 降至 3.91, 相对 PB (LF) 较上周从 2.51 降至 2.38; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 5.73 降至 5.39; 相对 PB (LF) 较上周从 2.78 降至 2.60; A 股总体总市值较上周上升 1.97%; A 股整体剔除金融服务业总市值较上周上升 1.09%; 本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.61% 降至 1.58%, 股债收益差较上周从 -0.34% 降至 -0.36%。

2) 从动态估值的角度看：本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 9.66 倍升至 9.91 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 12.69 倍升至 12.90 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 17.58 倍降至 17.26 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 26.94 倍降至 26.03 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.04 降至 1.93；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.13 降至 2.91；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 5.37% 降至 5.25%。

本周资金面变化：本周 A 股总体重要股东二级市场交易净增持 2.78 亿元，减持最多的行业为纺织服饰 (-2.06 亿元)，增持最多的行业为公用事业 (2.88 亿元)。本周偏股型基金新发行 54.44 亿，而上周为 23.62 亿。本周北向资金净流入 121.02 亿元，而上周净流出 234.94 亿元。截至本周收盘，融资余额为 15364 亿元，周环比下跌 1.11%，同比上涨 5.37%，融券余额为 705 亿元，周环比上涨 2.63%，同比下跌 24.74%。

最新行业比较打分结果显示：

美容护理、电子、交通运输等行业得分较高。美容护理赔率得分和市场预期得分较高，总分 76.52，在所有一级行业中排首位；电子景气指数得分和市场预期得分较高，总分 70.35，排名第二；交通运输景气指数得分和财务得分较高，总分 69.46，排名第三；

商贸零售、国防军工、房地产总分排在后三位。商贸零售景气指数得分较低，总分 19.09；国防军工市场预期得分和财务得分较低，总分 27.85；房地产景气指数得分和财务得分较低，总分为 32.60。

本周行业打分变动前三的行业为医药生物、公用事业、非银金融。医药生物上升了 21 分，原因是市场预期得分上升；公用事业下降了 20 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降；非银金融下降了 19 分，原因是赔率得分和景气指数得分下降。(仅为客观打分，不代表主观行业推荐)

图表19:行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
美容护理	76.52	76	-	87	68
电子	70.35	58	77	81	68
交通运输	69.46	33	100	-	81
医药生物	65.96	100	-	70	16
石油石化	65.37	24	73	91	90
纺织服装	61.97	4	95	92	68
钢铁	59.51	11	91	67	77
社会服务	58.80	38	-	-	90
轻工制造	56.44	47	45	54	90
农林牧渔	55.64	38	27	100	81
汽车	55.08	13	86	45	81
环保	54.87	71	-	56	32
有色金属	54.00	53	59	47	55
家用电器	53.80	89	18	-	55
银行	52.35	51	64	-	32
通信	51.11	53	-	57	42
机械设备	49.17	47	68	-	16
基础化工	47.98	44	55	-	42
建筑材料	47.18	58	32	60	42
食品饮料	45.76	73	14	-	55
电力设备	42.25	98	41	0	3
煤炭	38.90	7	82	46	16
计算机	38.43	47	-	34	32
公用事业	38.06	0	50	-	90
传媒	37.57	51	-	57	
综合	34.28	38	-	-	29
建筑装饰	33.31	60	36	19	3
非银金融	32.76	51	23	-	16
房地产	32.60	58	9	59	3
国防军工	27.85	53	-	19	3
商贸零售	19.09	22	5	-	42

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

2.2 本周重要经济数据

12月中国工业企业利润环比小幅反弹: 12月中国工业企业利润同比-2.30%, 高于11月的-4.40%;

1月美国制造业 PMI (季调) 环比走强: 1月美国制造业 PMI(季调)50.30%, 高于12月的47.90%; 12月美国 PCE 同比2.60%, 低于11月的2.64%; 12月美国核心 PCE 同比2.93%, 低于11月的3.15%; 12月美国新建住房销售折年数(季调)66.40万套, 同比增长4.40%, 低于11月的5.67%; 四季度美国 GDP 环比折年率3.30%, 低于第三季度的4.90%; 12月美国个人消费支出折年数(季调)19.00万亿美元, 同比增长5.90%, 高于11月的5.45%; 12月美国人均可支配收入折年数(季调)6.12万美元, 同比增长6.37%, 低于11月的6.56%; 12月美国耐用品新增订单30.07百亿美元, 同比增长3.65%, 低于11月的10.03%; 上周美国初申请失业金人数21.40万人, 高于前一周的18.90万人; 上周 EIA 商业原油库存环比增减-9.23百万桶, 低于前一周的-2.49百万桶; 1月欧元区制造业 PMI46.60%, 高于12月的44.40%; 1月德国制造业 PMI45.40%, 高于12月的43.30%; 1月法国制造业 PMI43.20%, 高于12月的42.10%; 1月英国制

制造业 PMI47.30%，高于 12 月的 46.20%；1 月德国 IFO 商业景气指数(季调)85.20%，低于 12 月的 86.30%；

上游资源品：本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)2018.20 美元/盎司，低于上周的 2031.80 美元/盎司；本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)68.87 元/千克，高于上周的 67.77 元/千克；本周铝期货收盘价(活跃合约)19.05 元/千克，高于上周的 18.66 元/千克；本周 LME 铜库存 15.13 万吨，低于上周的 15.79 万吨；本周 LME 铝库存 54.62 万吨，低于上周的 55.52 万吨；12 月焦炭表观消费量 4049.81 万吨，同比增长 5.15%，低于 11 月的 7.42%；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 83.49 美元/桶，高于上周的 81.31 美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 78.01 美元/桶，高于上周的 73.41 美元/桶；

中游材料：本周尿素(小颗粒)出厂价 2150.00 元/吨，低于上周的 2270.00 元/吨；上周华东地区 PTA 市场均价 5784.00 元/吨，高于前一周的 5720.80 元/吨；本周高炉开工率 76.84%，高于上周的 76.25%；本周主要钢厂开工率 38.68%，低于上周的 39.33%；1 月中旬社会钢材库存 8.23 百万吨，低于 1 月上旬的 7.81 百万吨；1 月中旬重点企业钢材库存 15.35 百万吨，低于 1 月上旬的 14.39 百万吨；上周螺纹钢现货价 4098.00 元/吨，低于前一周的 4108.00 元/吨；本周南华玻璃指数 2525.30 点，高于上周的 2401.01 点；

必需消费：1 月中旬豆粕市场价 3557.90 元/吨，低于 1 月上旬的 3811.70 元/吨；12 月生猪存栏:能繁母猪 41.42 百万头，同比下降 5.65%，相比 11 月的-5.24% 多减；12 月生猪定点屠宰企业屠宰量 39.78 百万头，同比增长 28.74%，低于 11 月的 44.56%；1 月中旬生猪市场价 13.70 元/千克，低于 1 月上旬的 13.90 元/千克；上周生猪饲料平均价 3.24 元/千克，低于前一周的 3.27 元/千克；12 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 93.60%，高于 11 月的 91.10%；

可选消费：上周十大城市:商品房成交面积 101.28 万平方米，高于前一周的 87.48 万平方米；上周 30 大中城市:商品房成交面积 191.22 万平方米，高于前一周的 175.54 万平方米；上周 100 大中城市成交土地溢价率 2.37%，低于前一周的 4.16%；

服务业：12 月中国运输生产指数(CTSI)176.90 点，低于 11 月的 178.80 点；12 月民航正班客座率 77.70%，高于 11 月的 77.50%；12 月机场旅客吞吐量 12.60 亿人次，同比增长 142.21%，高于 11 月的 140.56%；12 月全社会用电量当月同比 10.00%，低于 11 月的 11.60%；12 月天然气表观消费量当月同比 9.50%，高于 11 月的 9.40%；1 月中旬液化天然气市场价 4875.90 元/吨，低于 1 月上旬的 5596.40 元/吨；

TMT：1 月液晶电视面板价格 59.00 美元/片，较 12 月维持不变；1 月液晶显示器面板价格 35.60 美元/片，低于 12 月的 35.80 美元/片。

2.3 本周经济要闻

国家统计局：2023 年全国规模以上工业企业利润下降 2.3%。据国家统计局消息，2023 年，全国规模以上工业企业实现利润总额 76858.3 亿元，比上年下降

2.3%，降幅比 1—11 月份收窄 2.1 个百分点。2023 年，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 22623.1 亿元，比上年下降 3.4%；股份制企业实现利润总额 56773.0 亿元，下降 1.2%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 17975.1 亿元，下降 6.7%；私营企业实现利润总额 23437.6 亿元，增长 2.0%。

2.4 下周重点关注

1 月 30 日 欧盟公布第四季度欧元区实际 GDP（初值）同环比数据；

1 月 31 日 中国公布 1 月官方制造业 PMI；德国公布第四季度 GDP（季调）、12 月失业率（季调）；美国公布 1 月 ADP 就业人数（季调）；

2 月 1 日 美国公布联邦基金目标利率、1 月制造业 PMI；德国公布 1 月制造业 PMI；欧盟公布 1 月欧元区制造业 PMI、12 月失业率；英国公布 1 月制造业 PMI；

2 月 2 日 美国公布 12 月新增全部制造业订单、1 月失业率（季调）和 1 月新增非农就业人数（季调）。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光远银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com