



保持耐心，胜而后战

日期：2024年9月1日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

摘要：

1、大势研判和核心逻辑：从历史上看，“地量”是“地价”的重要条件之一。近日A股市场缩量运行，日成交额一度降至5000亿以下，投资者对“地量见地价”有所期待，“地量”形成源于投资者分歧变小，利空因素表达充分股市空头衰竭。比较12/14/18年股市的“地量见低价”：1) 由于成交量无法直接对比，从换手率看，历次股市底部全A换手率大约在0.5%左右。目前全A换手率最低约0.7%，数值正在接近；2) 从估值定价看，历次有效的“地量见地价”时期上证指数估值分位在20%分位左右，当前处于40%左右；3) “地量”并不绝对指向“地价”，股市运行的方向取决于预期能否扭转。如12-14年、18年全A换手率曾多次创下新低，直至14H2抑制性金融政策转为宽松、19年社融超预期推动经济预期上修，市场才开启中线反弹。

2、行业配置核心思路：从交易低位反弹到重新重视基本面假设，稳定现金流预期或优质科技增长供给非常重要。在前期红利板块调整后，尽管债券市场利率在政策干预后有所上升，但人心中的无风险利率并未上调，这一变化会反映在股市上：1) “红利缩圈”的背后是确定性来源的减少，但在红利广泛共识的当下短期选股要聚焦经营久期长与资产价值稳定：电力公用/运营商/国有行/公路港口/煤炭。但随着标的的减少远期要关注微观交易结构问题。2) 主题机会推荐：1、新型电力系统。中央发布加快经济社会发展全面绿色转型的意见，看好输配电装备和智能化方向；2、折叠屏手机。Q2销量翻倍叠加三折屏预期，看好铰链/UTG玻璃等部件；3、商业航天。我国低轨星座密集组网，看好卫星/火箭制造和发射产业链；



目 录

1. 基本面：中美经济数据比较	3
1.1 中国经济：需求端：消费弱回升，投资有放缓	3
1.2 A 股，股指下行且流动性收敛	6
1.3.国外经济：欧美制造业疲软，但服务业强劲延续，预计 9 月欧美同步降息	8
2. 2024 年 9 月行业和赛道选择方向	10
2.1 9 月低估值红利依然值得配置	11
2.2 主题机会推荐：新型电力系统/折叠屏手机/商业航天	12



1. 基本面：中美经济数据比较

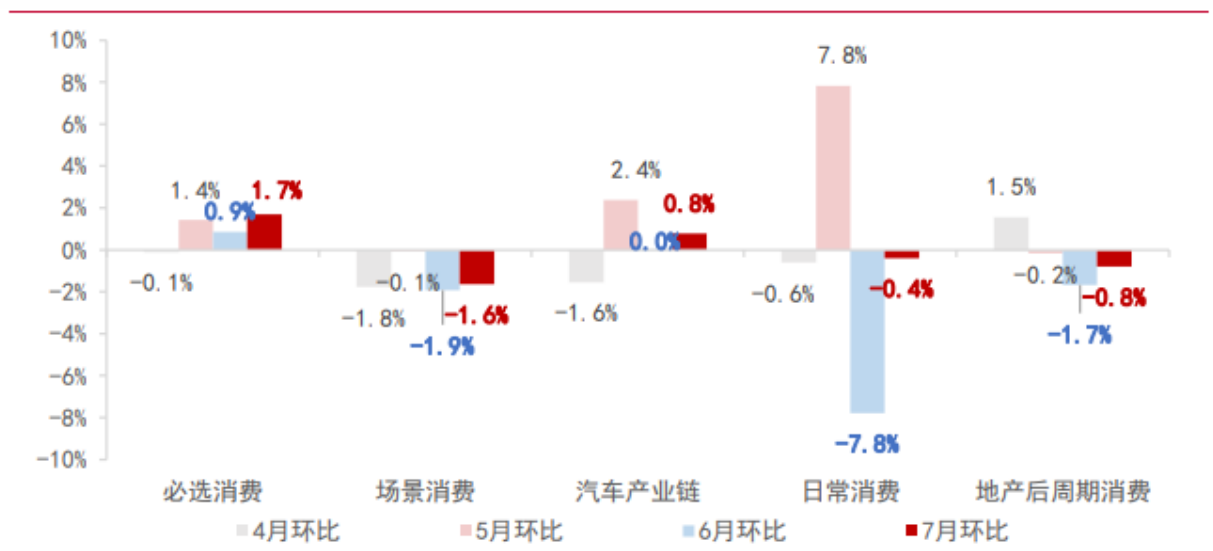
1.1 中国经济：需求端：消费弱回升，投资有放缓

事项：7月社零总额当月同比为2.7%（前值2.0%），较6月上升0.7pct。7月社零总额季调环比为0.4%（前值-0.1%），较6月上升0.5pct。

7月需求端表现分化。季节性调整后，7月社零环比温和回升，其中商品消费出现反弹，餐饮消费有所回落；地产销售继续回落；固定资产投资环比出现下滑，其中制造业投资、基建投资均较上月有所放缓，地产投资则继续下滑。

季调后，7月社会消费品零售规模较上月有所回升。从剔除季节性因素影响的数据来看，7月社零环比增长0.2%（前值-0.7%）；整体而言，增长偏弱。7月商品消费环比增长0.6%（前值-0.3%），餐饮消费环比下降0.7%（前值+0.2%）。

各商品板块消费季调环比



来源：Wind

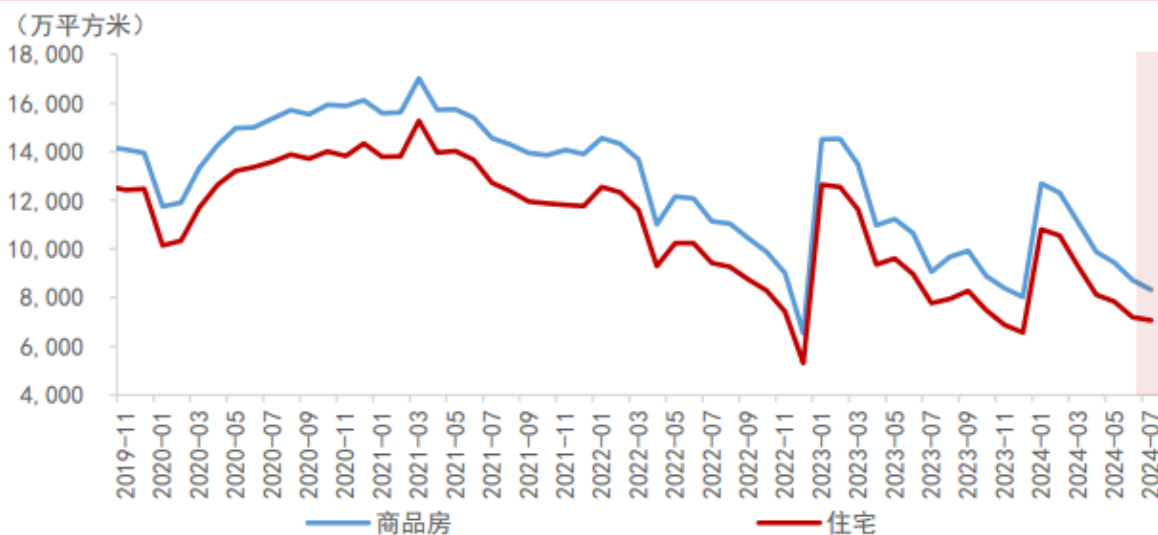
投资：投资总量延续回落，工业仍为经济主要支撑，地产投资延续回落

事项：1-7月固定资产投资累计同比录得3.6%，较1-6月回落0.3pct。7月固定资产投资季调环比为-0.2%，较6月回落0.7pct。



7月地产销售规模继续环比下滑。从经过季节性调整的数据来看，7月商品房销售规模环比下降4.4%（前值-7.6%），其中住宅销售面积环比下降1.9%（前值-8.2%）。

商品房及住宅销售面积（季调）



来源：wind

7月固定资产投资在季节性调整后整体环比回落。其中，制造业投资、基建投资均较上月有所放缓，地产投资则继续下滑。

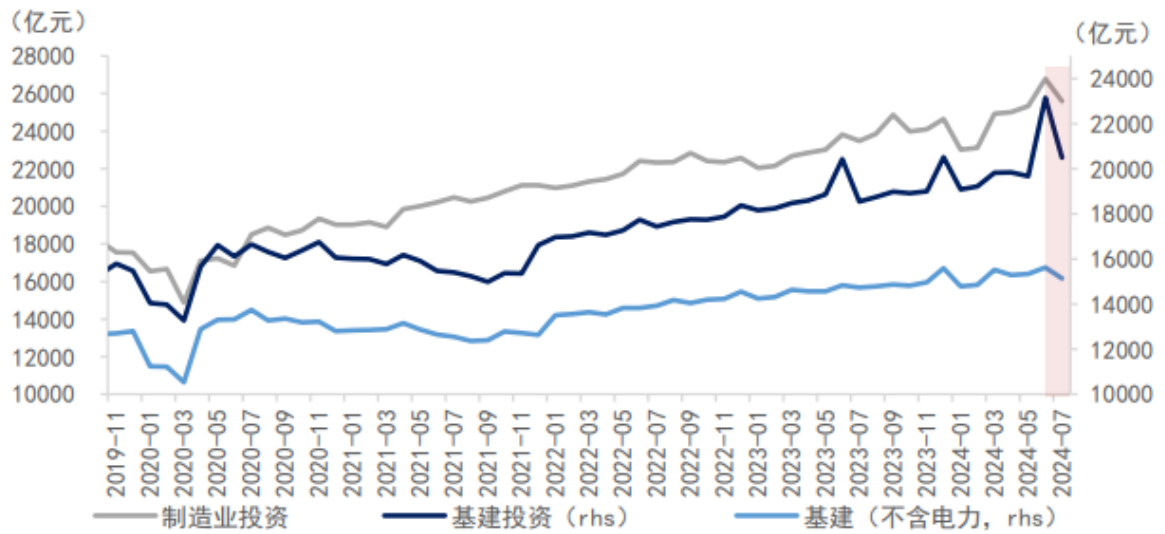
从结构上来看：

制造业投资有所回落。季节性调整后，制造业投资在连续4个月的环比正增长后，在7月有所回落，环比下降4.5%（前值+5.8%）

电力相关投资是7月基建下行的主要拖累。季节性调整后，7月广义的基建投资（包含电力）在上个月的大幅反弹后出现回落，环比下降11.5%（前值+17.7%）。其中，不包含电力的狭义基建投资环比增速为-3.2%（前值+1.9%），这意味着可能主要是电力相关领域的投资回落对7月的基建投资构成了拖累。

总体而言，基建投资在7月明显放缓。当然，6月数据偏高也有很大的影响；实际上，就绝对规模而言，7月基建投资仍明显强于1-5月水平。

基建与制造业投资



来源：Wind

生产端：生产维持相对平稳，但增速延续放缓

事项：7月规上工业增加值当月同比为5.1%（前值5.3%），较6月回落0.2pct。7月规上工业增加值季调环比为0.4%（前值0.4%），较6月回落0.1pct。

工业生产季节性回落下行，但维持相对平稳。7月规上工业增加值当月同比为5.1%，较6月回落0.2pct，同比增速稍有放缓，但维持相对韧性。同时，7月规上工业增加值季调环比为0.4%，环比增速同步稍有放缓。累计角度，1-7月规上工业增加值累计同比录得5.9%，较1-6月回落0.1pct，小幅度回落下行，7月份高温天气影响，叠加需求仍相对偏不足影响，7月工业增加值增速有所放缓。

事项：2024年1-7月工业企业利润同比增3.6%，较上半年提升0.1个百分点。

2024年8月27日，国家统计局公布1-7月规模以上工业企业经营数据。2024年1-7月规上工业企业实现利润总额40991.7亿元，同比增长3.6%，较上半年提升0.1个百分点。工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

1、工业企业利润增速回升，营收增速持平。

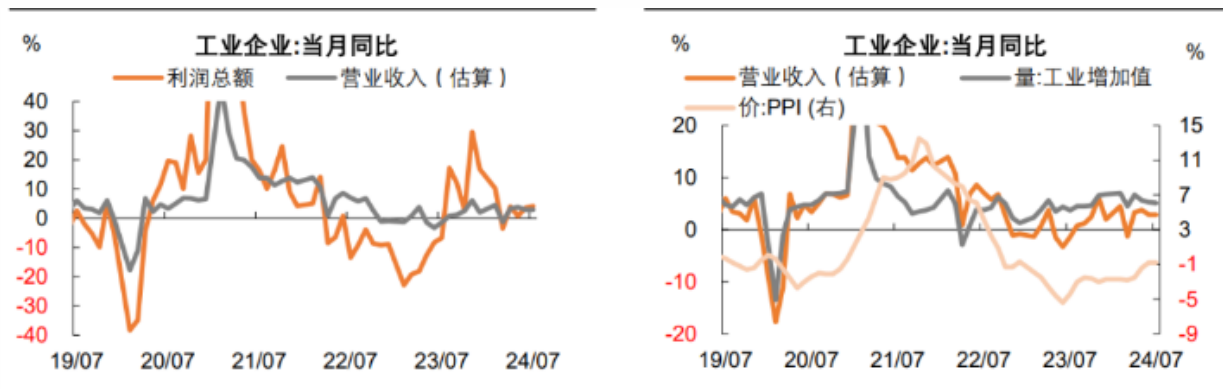
2024年7月，工业企业利润单月同比增长4.1%，较6月加快0.5个百分点；工业企业营收单月同比增速持平于2.9%。拆分量、价和利润率：1）量降：2024年7月工业增加



值同比增速为 5.1%，较 6 月回落 0.2 个百分点。2) 价稳：PPI 同比增长-0.8%，持平于 6 月。3) 利润率边际回升：工业企业营收利润率高于去年同期，是工业利润增速回升的主要拉动力量。

从绝对水平看，当前工业企业成本仍偏高，而利润率处于历史偏低位置。2024 年前 7 个月，工业企业营收利润率为 5.40%，较去年同期高 0.01 个百分点，却低于 5.86% 的历史同期均值（2012 年以来）；工业企业每百元营业收入中的成本为 85.33 元，仍较去年同期高 0.11 元，处于 2018 年以来的历史同期最高点。

2024 年 7 月工业企业利润与工业增加值



来源：wind

1.2 A 股，股指下行且流动性收敛

除了股指波动之外，近期市场还有一个新现象，那就是流动性边际收敛。

进入 8 月以后，A 股流动性边际收敛，近期沪深市场日均成交规模收敛至 5000 亿元/日。用单股票平均成交规模（市场成交规模月均值除以该月上市企业数量）观察 A 股成交热度，我们发现于 2023 年 5 月，沪深上市企业数量超过 5000 家，目前沪深日度成交额不足 5000 亿元，意味着单个股票成交量小于 1 亿元。

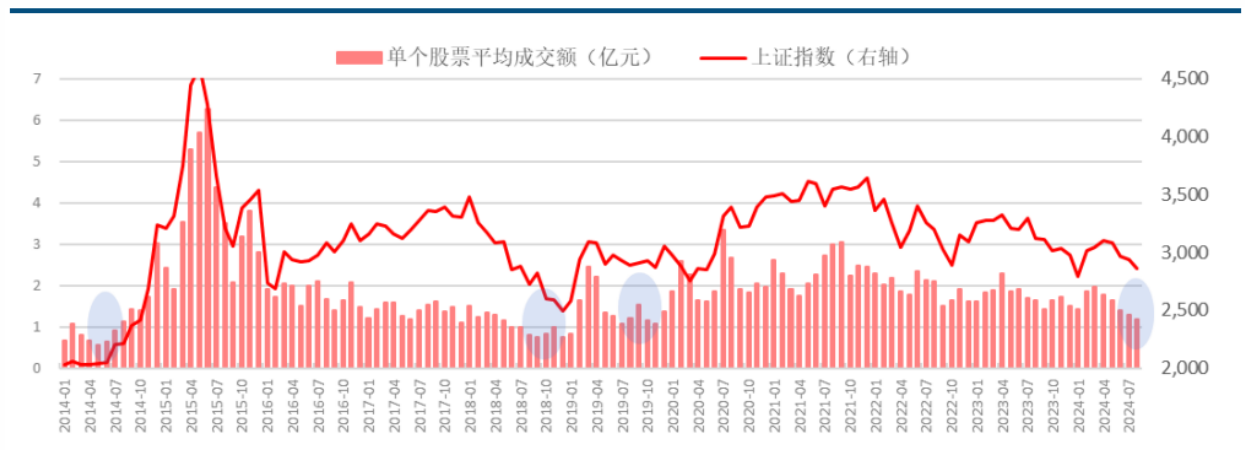
A 股流动性收敛的第一个原因，居民持有股票的偏好下降。新发基金增量减少。今年 1-7 月，股票和混合型基金发行规模仅有 735 亿元，较 2023 年同比减少 49%，而 2021 年 1-7 月规模高达 13448 亿元，今年新发基金规模仅为同期峰值的 5.5%。



居民赎回基金。正常经验下居民赎回股票基金，规律是股市微涨赎回、深跌不动。然而今年居民行为打破了惯有经验。据测算，今年上半年全市场主动股混基金净申购赎回份额达 2349.4 亿，其中一季度净赎回 1530.8 亿份，二季度净赎回 818.5 亿份；剔除基金净值涨跌幅进行估算，上半年主动股混类基金净赎回规模达 2324.9 亿元。

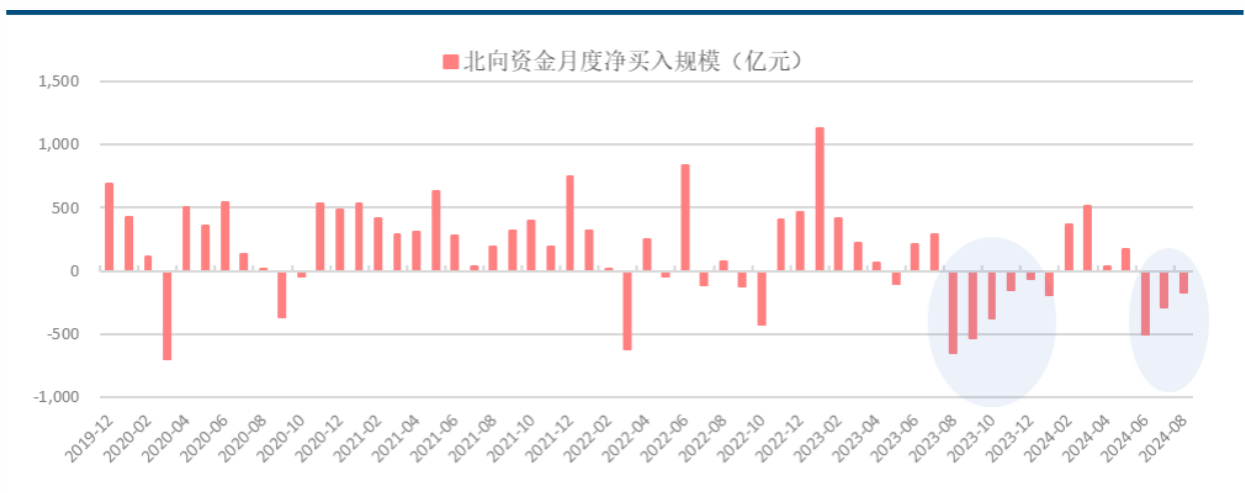
A 股流动性收敛的第二个原因，外资对中国 A 股偏好下降。今年 6 月以来，北向资金净流出 954.6 亿元。与这一流出规模相似的是去年 8 月至今年 1 月。

当前 A 股单股日均成交量降至偏低水平



来源: wind

今年 6 月以来，北向资金净流出



来源: wind



1.3. 国外经济：欧美制造业疲软，但服务业强劲延续，预计9月欧美同步降息

美国：8月美国制造业延续疲软，服务业仍维持韧性

事项：8月美国 Markit 制造业 PMI 录得 48.0（前值 49.5），较7月回落 1.5pct。8月美国 Markit 服务业 PMI 录得 55.2（前值 56.0），较7月回落 0.8pct。

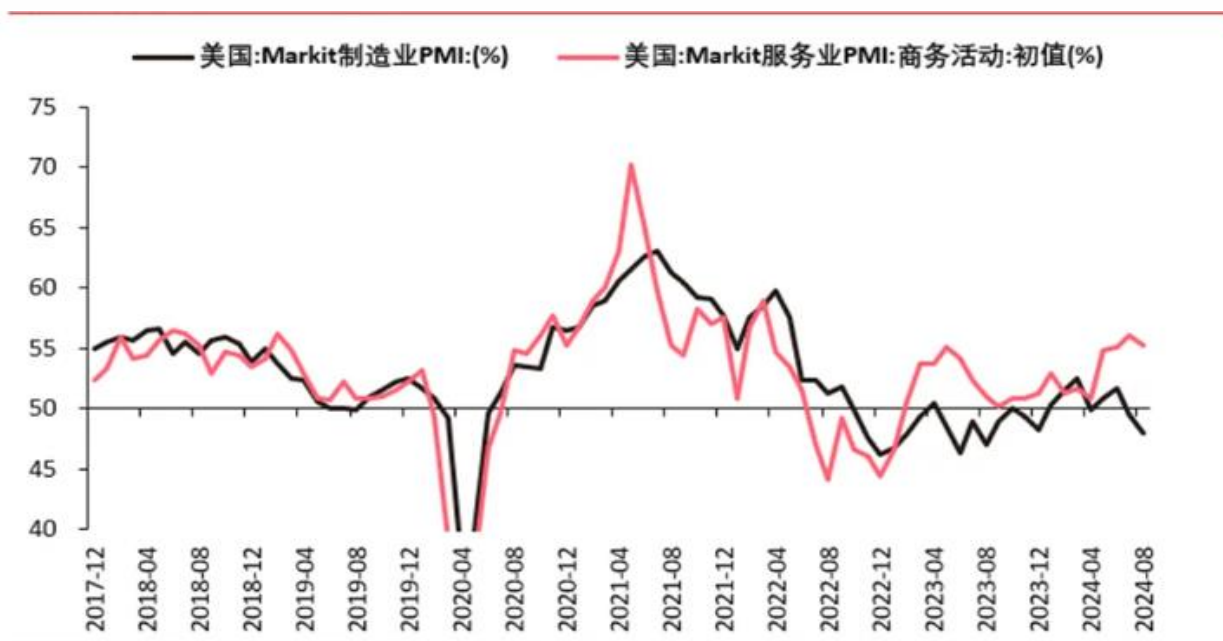
美国8月制造业延续疲软，但服务业维持韧性。8月美国 Markit 制造业 PMI 录得 48.0，较7月回落 1.5pct，延续回落惯性，连续3个月偏弱回落。制造业延续稍微疲软的态势，今年初弱补库之后，结构性补库结束。同时，美国财政端支持并未持续加码，相较于去年稍有减弱。叠加高利率环境背景，对部分耐用品投资抑制左右已经有所呈现，系制造业端连续走弱的核心因素。

服务业方面，8月美国 Markit 服务业 PMI 录得 55.2，较7月回落 0.8pct，仍延续较高的景气区间，并整体超市场的预期，仍为美国经济的核心支撑项。综合来看，8月美国综合 PMI 录得 54.1，较7月回落 0.2pct，相较于7月仅小幅度回落，但综合 PMI 维持在相对高位，表明经济仍维持韧性。最近数据指向，美国三季度 GDP 预计仍维持韧性，环比年化率预计维持在 2%左右或以上水平。同时，最近美国当周出清失业金人数均维持相对稳定，相较于7月份有所改善，预计8月份非农数据同步改善。结构上来看，价格端分项稍有回落，有利于通胀端的稳步回落。

整体来看，美国 Markit 统计口径来看，8月美国制造业延续小幅度走弱，但服务业继续保持强劲，美国经济韧性延续，但价格端有所回落，利于美国通胀的回落下行。同时，叠加美国就业端相较于7月份有所改善，数据支持美联储9月份降息，但口径并不会太过于放松。



美国经济数据



来源: wind

欧洲：欧元区制造业仍疲软，支持欧元区 9 月再次降息；但英国独立走强

事项：8 月欧元区制造业 PMI 录得 45.6%，较 7 月回落 0.2pct。8 月欧元区服务业 PMI 录得 53.3%，较 7 月上升 1.4pct。

欧元区方面，8 月欧元区制造业 PMI 录得 45.6%，较 7 月回落 0.2pct，欧元区制造业 PMI 与美国趋势相对一致，均呈现延续疲软的态势，连续四个月偏弱回落下行，今年初小周期修复后再次转弱。服务业端，8 月欧元区服务业 PMI 录得 53.3%，较 7 月上升 1.4pct，服务业端明显抬升上行，相对超预期，系与法国奥运会相关，但后续随着奥运会结束，对服务业端的态势将会明显减退。8 月欧元区综合 PMI 录得 51.2%，较 7 月上升 1.0pct，综合 PMI 维持韧性，系服务业支撑位置。

德国方面，8 月德国制造业 PMI 录得 42.1%，较 7 月回落 1.1pct。8 月德国服务业 PMI 录得 51.4%，较 7 月回落 1.1pct。德国制造业与服务业均呈现明显的回落下行，8 月德国综合 PMI 录得 48.5%，较 7 月回落 0.6pct，综合 PMI 连续两个月跌破荣枯线下方。德国经济面临的压力相对较大。法国方面，由于奥运会提振，服务业大幅度抬升，8 月法国服务

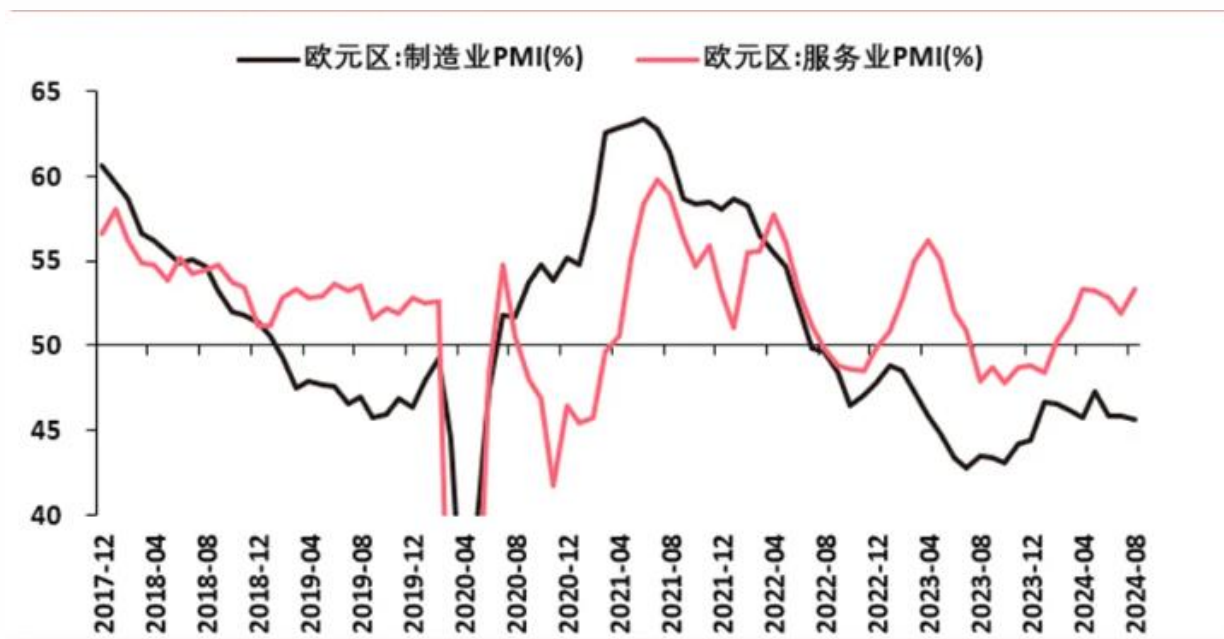


业 PMI 录得 55.0%，较 7 月上升 4.9pct，但制造业端相对偏弱，8 月法国制造业 PMI 录得 42.1%，较 7 月回落 1.9pct。随着后续奥运会的提振减弱，后续压力降有所增加。英

国方面，8 月英国制造业 PMI 录得 52.5%，较 7 月上升 0.4pct。8 月英国服务业 PMI 录得 53.3%，较 7 月上升 0.8pct。英国制造业与服务业均维持相对稳定，继续抬升，8 月英国综合 PMI 录得 53.4%，较 7 月上升 0.6pct，综合 PMI 维持相对强势。相较于欧元区经济体明显偏强。

整体来看，8 月欧元区经济与美国经济趋势整体类似，表现为制造业偏弱，但服务业强劲的现象，但服务业端只要系法国奥运会因素支撑较为明显，随着奥运会结束，后续提振作用将会减弱。同时，德国经济明显偏弱。但英国独立与欧元区，延续偏强态势。预计欧元区后续经济压力仍相对偏大，支持 9 月份欧元区进行二次降息。

8 月欧元区制造业与服务业读数



来源: wind

2. 2024 年 9 月行业和赛道选择方向

前不久，日元套息交易逆转过程中，美元流动性迅速从美国科技股流出，流向美债或



回流日本。因为一度担忧美国经济硬着陆，科技股抱团瓦解，全球股市大跌，中国 A 股在这一过程中跌幅弱于海外市场，但也未受益于套息交易带来的全球流动性冲击。

这让市场意识到，中国资本市场的关注点还应落在国内。当前中国资产表现呼应国内有效需求不足现实，是新旧动能转换过程中经历的阶段性现象。7 月政治局会议高度提炼了当下宏观所处阶段，“新旧动能转换存在阵痛。这些是发展中、转型中的问题”。

从 2022 年开始，中国资本市场主线便是风偏收缩。从历史上看，“地量”是“地价”的重要条件之一。近日 A 股市场缩量运行，日成交额一度降至 5000 亿以下，投资者对“地量见地价”有所期待，“地量”形成源于投资者分歧变小，利空因素表达充分股市空头衰竭。“地量”并不绝对指向“地价”，股市运行的方向取决于预期能否扭转。

2.1 9 月低估值红利依然值得配置

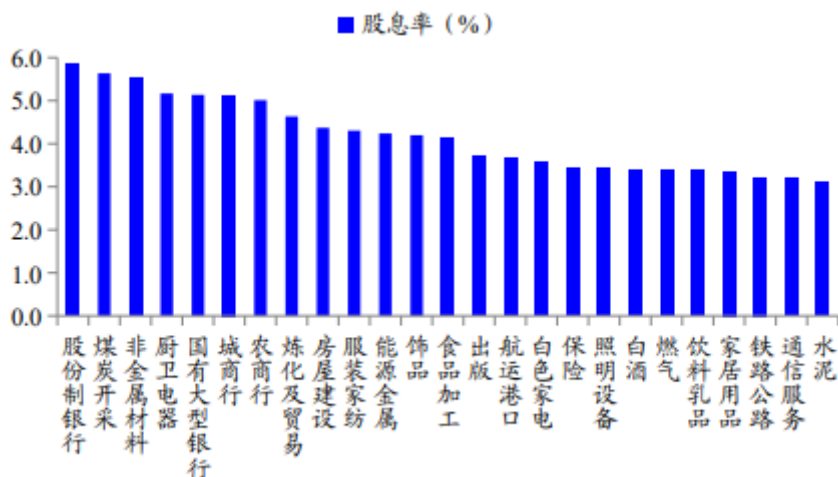
红利资产：整体波动或有加大，继续关注经营稳定且股息率较高的方向，港股红利关注银行/公路等板块。红利指数股息率优势仍然较大。

整体来看，考虑到红利风格已延续较长时间，且前期积累较大超额收益，后续板块波动或有加大，但低风险偏好环境下，部分业绩稳定、股息率仍然较高的方向仍具备确定性优势。

红利投资的关键在于较高的股息收益（隐含低估值），以及基本面稳健保证高分红延续，目前股息率仍然较高的行业包括银行、煤炭、厨电、建筑、石化、交运等，从近 1 个月盈利预期调整变化来看，其中银行、交运、通信业绩稳定，建议继续关注。

此外，港股红利优势进一步凸显，结合 A/H 溢价率以及 A/H 股息率差异来看，港股高股息中银行、高速公路、石化龙头股等较 A 股的相对优势更为明显，股息率大多数差距在 2%以上，通信、煤炭的港股龙头股息优势相对有限。

目前股息率靠前的二级行业



来源: wind

2.2 主题机会推荐：新型电力系统/折叠屏手机/商业航天

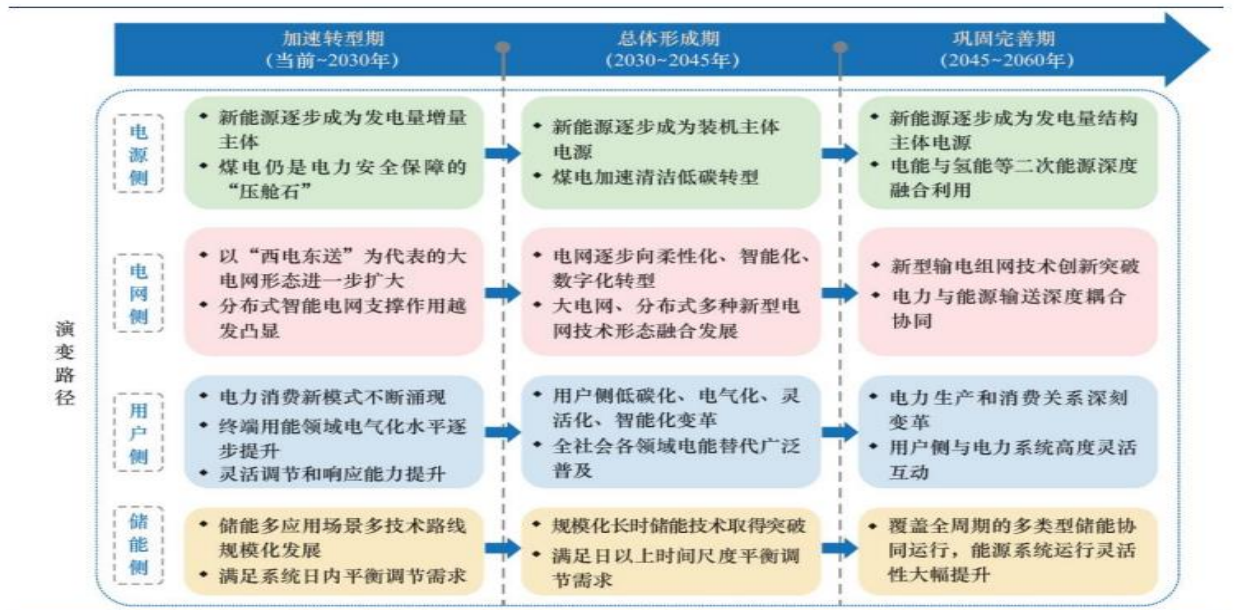
1、新型电力系统：中央发布加快经济社会发展全面绿色转型的意见，提出 加快构建新型电力系统，输配电基础设施建设有望加速 投资建议：我国新能源装机占比已显著提升，但发电量占比增长较慢，随着 电力体制改革持续深化，源网荷储一体化新型电力系统构建进入加速转型期， 新能源配套电网建设有望加速。

方向一：市场化定价机制下盈利结构和估值体系优化的发电公司；

方向二：大功率柔性输变电等核心装备和电网智能化改造。



当前至 2030 年是我国构建新型电力系统的加速转型期

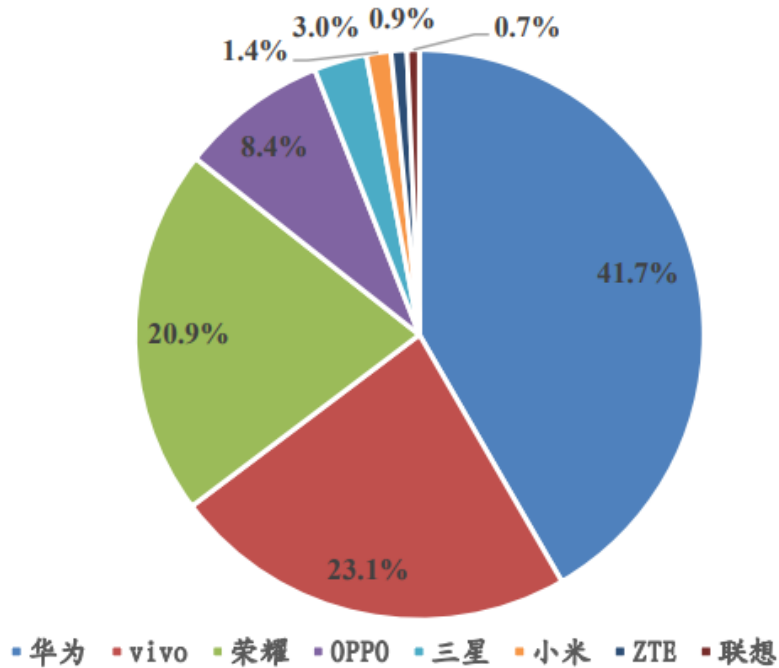


来源：电力规划设计总院

3、折叠屏手机：新产品迭代加速，销量和渗透率有望快速提升 投资建议：全球智能手机市场处于复苏态势，我国市场折叠屏手机成为新亮点，二季度销量同比翻倍，市场格局向头部集中，华为、vivo 等公司份额领先，且三折屏新机有望引领产业新趋势。如苹果入局折叠屏手机有望带来产业链新的增长动能。看好铰链、UTG 玻璃等折叠屏手机核心增量部件。



华为在我国折叠屏手机市场占据 41.7%的市场份额（2024Q2）



来源：IDC

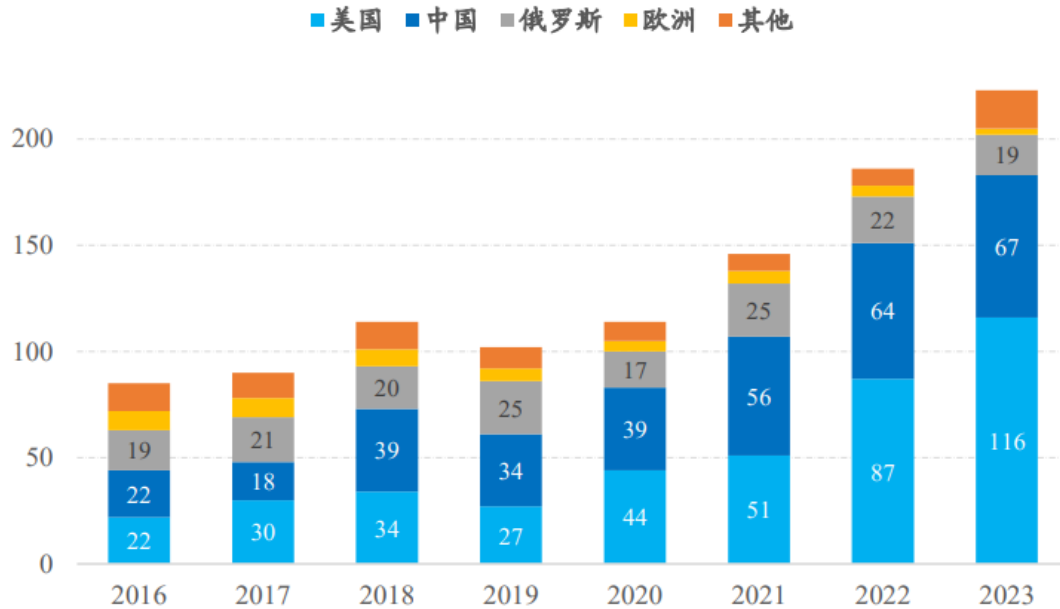
3、商业航天：我国低轨星座进入密集组网期，火箭运力需求提升带动产业 规模化发展 投资建议：2023 年我国航天发射入轨质量 123 吨，随着卫星组网进入高峰 期，预计每年运力需求达 343t/700km，面临运力供给不足。低轨卫星有望显 著提升通信速率，宽 带通信网络系统可全球覆盖，实现对偏远区域、海洋等 区域的网络补充，但卫星频率轨 位是稀缺资源，抢占频轨资源成为行业共识。

方向一：受益组网需求提升的卫星/火箭制造和发射服务产业链；

方向二：低轨卫星覆盖度提升，高通信速率催化 6G、手机直连等应用场景 落地。



中美航天发射次数领先，且 2021 年以来显著增长

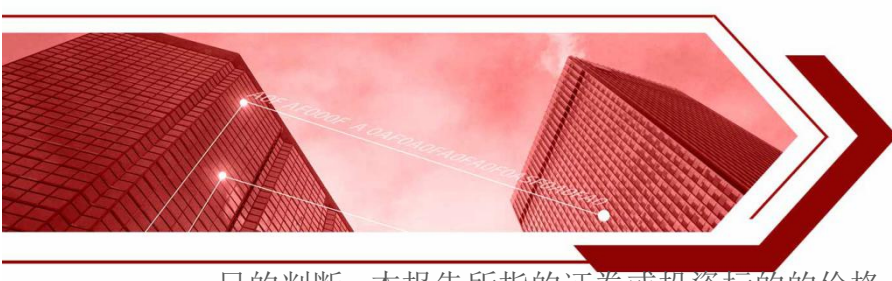


来源：艾瑞咨询

【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。

本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报



股掌柜证券咨询
GUZHANGGUI SECURITIES CONSULTING

告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。

本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。