

复盘中国平安：“三部曲”带来赛道投资两大启示



在7月27日创下年内新低后，近两个交易日中国平安股价总算是止住跌势。这段时间，以中国平安为首的价值股和以宁德时代领衔的赛道股之间割裂的走势，引发市场关注。

分析人士表示，从上市之初的赛道股，到估值回归后的白马股，再到今年遭遇持续下跌，中国平安上市至今所经历的“三部曲”，对当前A股赛道投资具有指示意义。

●本报记者 牛仲逸

高估值不是常态

2007年3月，中国平安登陆A股，在上市之初，中国平安是市场眼中的赛道股，市盈率也曾达到过三位数，而后估值伴随业绩增速放缓而开始收敛。

Wind数据显示，按照月度统计，中国平安市盈率在2007年7月达到最高，超过180倍。随后开始逐步下降，2011年之后，市盈率基本维持在20倍以下。到了2021年，市盈率则只有个位数。

估值压力消化之后，凭借稳健的业绩增长，中国平安逐渐成为投资者眼中的白马股，2016年—2020年，走出了5年的慢牛行情。其中，2018年，A股单边熊市，中国平安跌幅明显小于上证指数。

进入2021年，中国平安持续下跌，截至7月29日，累计跌幅达37.78%，而同期宁德时代涨近60%。

今年以来累计涨幅较大的个股

证券简称	今年以来涨幅(%)	总市值(亿元)	市盈率(TTM)	申万二级行业
明微电子	540.91	261.78	68.37	半导体
*ST赫美	501.89	33.67	—	家用轻工
森特股份	468.48	252.70	136.01	专业工程
国民技术	413.55	249.27	3703.36	半导体
联创股份	376.12	159.28	—	营销传播
联络互动	371.53	147.83	111.86	计算机应用
*ST众泰	369.63	128.55	—	汽车零部件Ⅱ
富满电子	352.06	308.76	198.70	半导体
江特电机	345.58	283.59	264.15	电机Ⅱ
*ST新光	332.08	83.73	—	房地产开发Ⅱ
石大胜华	330.97	438.54	86.08	化学制品

剔除今年以来上市的新股

视觉中国图片 数据来源/Wind 制图/苏振

市场人士表示，中国平安上市以来演绎的“三部曲”，给当下A股最火的赛道投资带来两个重要启示。首先，一只个股一旦被冠以赛道股的称号，往往就会享受估值溢价，但这并不是常态，高估值大多发生在行业高速发展阶段，并且股价往往先于行业景气度见顶。

其次，中国平安等白马股走出5年的慢牛行情，A股“牛短熊长”的观点已不合时宜。在结构慢牛行情下，要淡化总量，关注变量，变量即产业趋势，市场总是在寻找景气度最高的赛道。

细数今年热门赛道

中国平安与宁德时代的割裂走势，反映了场内资金正源源不断涌人赛道股，今年以来A股的赛道投资可谓是百花齐放。

今年最大的赛道莫过于新能源板

块，其中又以新能源汽车板块表现最强。2020年下半年以来，新能源汽车产业开始逐渐放量，碳达峰、碳中和政策也进一步推升产业景气度，新能源汽车板块的业绩快速恢复，使其享受到估值和业绩的戴维斯双击。

走势最顽强的赛道是半导体板块，市场情绪从“怀疑”到“犹豫中试错”，再到“慢慢相信、竞相买入”，半导体板块行情在分歧中逐步成长起来，终端需求高涨、中上游持续涨价是板块行情的主要基本面逻辑。

此外，还有CRO和医美两大赛道。前者的驱动因素是医药研发加速带来更多外包需求，高景气下CRO板块盈利高增长。消费升级、颜值经济驱动、产品具有消费黏性等则是医美板块的走强逻辑。

产业景气度高企是上述赛道的共性，但估值普遍较高也是事实。对此，海通国际策略团队表示，当前这些较

火的赛道类似2010年的苹果产业链。长远看，新能源汽车、半导体以及CRO和医美的成长空间广阔，但是目前这些大赛道的绝对估值已经处于高位，因此未来可能借助市场调整的契机去消化估值。可以类比苹果产业链，2010年苹果指数大涨后估值处于高位，2011年借市场调整消化估值，2012年在产业高景气支撑下苹果指数重拾升势。

也有机构认为，在产业趋势良好、基本面没有扰动、流动性环境相对稳定的背景下，当前赛道股的压力来自于潜在的外部冲击以及交易层面。其中，交易层面是指当前赛道投资已出现局部过热、拥挤的现象。

新型赛道呼之欲出

所谓赛道，是指在政策、消费习惯、产品创新或者技术进步的推动下，孕育出具有未来长期发展前景，但当渗透率仍较低的产品、技术路径、业务模式，同时在上市公司的财务报表上体现为业绩已经或者即将快速增长。

从这个角度出发，A股有哪些新的赛道值得挖掘？

安信证券策略团队表示，在人口视角下，消费端和生产端已经具备一定产业基础，仍具低渗透率，但有长期发展逻辑及较大发展空间的长期赛道值得挖掘。具体看，消费端包括吃（预制菜）、用（个护家电、智能家电）、行（智能汽车及智能代步工具）、健康支出（自检测医疗器械、创新药、高端医疗耗材、康复医疗）、休闲支出（医疗美容、宠物经济）。生产端包括高端制造业和通信技术产业链。

经济数据为政策调整依据的背景下，变异毒株对美国经济持续复苏的阻碍，美国债务上限对货币市场流动性的扭曲，美国通胀超预期令市场担忧情绪加剧，将促使美联储在紧缩的节奏把控上更加小心。

总体而言，在政策紧缩路径相对明确的预期下，美联储提早启动紧缩周期的可能性较小。其可能在8月杰克逊霍尔全球央行行长年会上就政策紧缩与市场提前沟通，进一步引导市场预期，避免金融市场产生不必要的波动。具体启动缩减资产购买规模的时间大概率将在明年年初甚至更晚，随时间隔更久的时间再开始加息，而市场此前预期美联储最早可能在今年10月左右就开始缩减资产购买规模。从目前情况看，美联储大概率将“鸽声”唱得更久。

经过新湖瑞丰的沟通，该企业根据自身的行情判断和需求，选择了累积期权的浮动类型。这个策略能够帮助客户在一定的价格区间内锁定原材料的采购价格。当价格在区间的上方时，则企业无盈亏收付，但价格区间上方的阀值会设置的比较高，企业对此在操作前就会有一个预期；当价格在区间的下方时，则企业以价格区间下边界的价格进行双倍交易规模的采购。

陈清表示，当企业持仓的时候，新湖瑞丰跟踪铅的基本面，通过

深化产融结合 助企业降低采购成本 新湖期货打造服务实体经济新样本

●本报记者 林倩

今年上半年，受各国刺激政策影响，大宗商品价格节节攀升，如何降低或锁定采购成本成为中小企业亟待解决的问题。日前，中国证券报记者前往新湖期货股份有限公司（下称“新湖期货”）的全资子公司上海新湖瑞丰金融服务有限公司（下称“新湖瑞丰”）调研了解到，2021年，新湖瑞丰通过零权利金的累积期权结构为企业提供降低或锁定有色金属采购成本的方案，为企业降低采购成本和增加销售收益方面提供更多的实践应用，推动产业企业利用期货市场来丰富自身的经营策略。

新湖期货副总经理兼董事会秘书李强接受记者采访时表示，2020年以来国际大宗商品和金融市场剧烈波动，实体企业经营风险增大，利用期货衍生品工具成为企业稳定运营的重要手段。新湖期货自成立以来一直遵循着走进现货产业，向现货产业学习的理念，以产业为抓手，以品种细节研究为手段，持续服务产业客户。

累积期权为企业降成本

商品价格上行冲击着中小企业，给中小企业的经营带来压力。中小企业对原材料的采购量不大，在贸易环节中并无议价能力。如果要维持企业运行就只能从市场上买入高价格原材料，但中小企业向下游调高其产品价格则不容易，下游需求的价格弹性较大。如果价格上涨，需求量则会下降。这样的局面导致的结果是，中小企业本就微薄的利润变得更加稀薄，经营压力增大。

新湖瑞丰总经理陈清举例说道，安徽省某知名公司是一家以生产精锡、锡铅焊料为主，综合回收铟、金、银、铋、铜、锑等金属的冶炼加工企业。面对有色金属价格集体上行的状况，企业的生产利润受到了冲击。该企业认为铅的价格还会震荡上行，但不知上行趋势会延续至何时，上行的高点会在哪个位置，该企业希望能在一定程度上锁定采购价格。

秉承服务实体经济的理念，新湖瑞丰多次赴该企业普及期货及衍生品应用，解析衍生品工具的盈亏逻辑，并给出案例讲解如何结合自身的现货情况来使用衍生品工具，以此来助力自身的经营。在得知企业有上述的困难后，新湖瑞丰给出累积期权的操作方案，该结构的特点是零成本，企业自身无需再增加额外的成本来管理原材料价格的风险；此外，该期权是逐日结算的，交易的规模随着剩余交易日减少而下降，即风险是逐步释放的，逐日结算的特点还能够与企业的采购节奏进行匹配，更加贴切企业的需求。在沟通过好操作方案后，新湖瑞丰的研究员针对铅的基本面与企业进行了深入沟通，让企业对行情的研判有了更加充分的准备。

经过新湖瑞丰的沟通，该企业根据自身的行情判断和需求，选择了累积期权的浮动类型。这个策略能够帮助客户在一定的价格区间内锁定原材料的采购价格。当价格在区间的上方时，则企业无盈亏收付，但价格区间上方的阀值会设置的比较高，企业对此在操作前就会有一个预期；当价格在区间的下方时，则企业以价格区间下边界的价格进行双倍交易规模的采购。

陈清表示，当企业持仓的时候，新湖瑞丰跟踪铅的基本面，通过

过线上会议多次与企业沟通行情的演化，提示可能存在的风险。同时，新湖瑞丰还针对可能出现的预料之外的风险，为企业提供相应的应对措施。

探索白银全链条基差贸易模式

除了咨询业务，新湖瑞丰还提供融资型服务。新湖瑞丰供应链金融事业部总监陈宗伟指出，新湖瑞丰响应政策号召，创新金融服务白银终端中小微企业，从调研到设计实施服务模式。近一年时间，初步探索了一条以供应链金融加衍生品风险对冲为核心的白银终端中小微企业服务模式。

浙江省温州市是中国白银主要消费地，以低压电器触点开关用银为主，温州用银相关企业年消费白银约2000吨（电气、电镀、饰品行业合计），占全国白银总消费量30%左右。新湖瑞丰深入温州电镀行业白银终端中小微用银企业深度调研，发现电镀行业终端中小微用银企业主要面临融资难、融资贵、采购成本高、环保指标超标的问题。

新湖瑞丰将白银贸易下沉至温州市，上游白银冶炼企业与新湖瑞丰签订基差贸易合同，采购指定牌号的白银现货。新湖瑞丰通过集采的方式将白银现货贸易下沉消费集散地，再进行拆散零售，与中小微用银企业进行白银基差贸易销售，实现风险管理功能；中小微用银企业根据与客户的订单情况向新湖瑞丰以白银期货为标的进行基差点价，锁定白银原材料价格波动风险和加工利润，形成白银全链条供销端基差贸易模式。

在此过程中，陈宗伟强调，新湖瑞丰整合各方资源，牵头银行向中小微用银企业提供抵押贷款、信用贷款、承兑贴现业务，与温州电镀行业协会、联合乐清市佑利仓储有限公司开发节能环保型专用电镀银，为白银产业链中小微企业提供综合服务。

六大业务服务实体经济

作为风险管理子公司，新湖瑞丰承担着新湖期货部分服务实体经济的职能。值得关注的是，在积累大量研究及实战经验为客户提供的基础上，新湖期货于三年前推出了1+6综合业务模式，即以经纪业务为中心，以差异化手续费、咨询业务、资管业务、场外业务、期现业务和互换业务六个业务类型为抓手的业务开发形式，从而带动经纪业务的转型升级。

2019年，新湖期货还推出全新的研究服务平台，五线四板块，即以有色金属、农产品、能源化工、黑色四板块，通过资管、研究、期现、场外、板块经纪业务五条线，以多角度的信息收集及研究判断来给予相关板块行情更有成效的判断。在行情重大变动的节点前均给出了精确的提示，有效帮助实体企业合理的运用期货衍生品规避了经营风险，为实体企业的平稳运行提供了很好的参考依据。

作为大宗商品市场上的重要参与者，期货公司和风险管理子公司在服务实体经济、降低实体企业经营风险方面大有可为。李强表示，新湖期货及子公司将始终坚持以客户为中心，以差异化手续费、咨询业务、资管业务、场外业务、期现业务和互换业务六个业务类型为抓手的业务开发形式，从而带动经纪业务的转型升级。

作为大宗商品市场上的重要参与者，期货公司和风险管理子公司在服务实体经济、降低实体企业经营风险方面大有可为。

记者观察

美联储“鸽声”或唱得更久

●本报记者 张枕河

当地时间7月28日，美联储结束了7月议息会议。从最新情况看，美联储仍释放了不少鸽派信号。近期美国经济基本面向资本市场上显现的四方面因素，或促使美联储政策进入紧缩周期的时点晚于市场此前预期。

首先，美国经济复苏并不稳固，就业等重要经济数据更是时好时坏，美联储高层对此也仍充满担忧。美联储主席鲍威尔在当日的新闻发布会上再度强调，目前美国距离经济取得实质性进展还有一段距离，将在接下来几次会议上评估经济进展，并做出进一步解释。鲍威尔特别指出，美联储将更加关注在“充分就业”指标上是否取得了实质性的进展。

美国经济当前复苏的一个显著特征就是

美联储“鸽声”或唱得更久

●本报记者 张枕河

不均衡复苏，失业率低估了就业人口的短缺问题，美国在向着实现充分就业目标取得实质性进展方面还有一段距离。

其次，随着变异毒株出现，当前美国和全球不少主要经济体新冠肺炎疫情前景均出现不确定性，如果贸然收紧货币政策，会给经济带来不小的冲击。美国疾病控制与预防中心（CDC）日前发布的报告显示，美国新冠肺炎疫情正面临显著反弹，全美50个州的感染病例和住院病例增幅几乎均在上升。CDC发布的最新统计数据表明，截至美国东部时间7月27日下午，全美确诊病例较前一日新增53772例。鲍威尔当日也提及了当下的德尔塔变异毒株风险。他强调，新一轮德尔塔变异毒株可能会重新让劳动力市场承压，美联储正在仔细监控。

展望下半年，投资者无需过于担忧，美联储启动紧缩周期将谨慎稳行。在广泛

创出历史新高，而不少顶级机构认为美股或存在一定泡沫。如果快速收紧货币政策，导致资金明显流出部分美股标的，进而引发投资者信心下降，或将重创美国金融市场和金融体系。

最后，美联储内部实际上充满分歧，部分观点认为当前收紧货币政策最大的动力——高通胀只是暂时性的。鲍威尔在此次会议后也再度重申了通胀是暂时的观点。他认为，美国通胀水平现在远高于美联储目标值。虽然预计未来几个月的通胀率将超过2%，甚至可能会比预期的更高、更持久，但预计通胀会在短期内显著上升，并在未来几个月保持高位之后，出现逐步放缓的趋势。

展望下半年，投资者无需过于担忧，美联储启动紧缩周期将谨慎稳行。在广泛

经济数据为政策调整依据的背景下，变异毒株对美国经济持续复苏的阻碍，美国债务上限对货币市场流动性的扭曲，美国通胀超预期令市场担忧情绪加剧，将促使美联储在紧缩的节奏把控上更加小心。

总体而言，在政策紧缩路径相对明确的预期下，美联储提早启动紧缩周期的可能性较小。其可能在8月杰克逊霍尔全球央行行长年会上就政策紧缩与市场提前沟通，进一步引导市场预期，避免金融市场产生不必要的波动。具体启动缩减资产购买规模的时间大概率将在明年年初甚至更晚，随时间隔更久的时间再开始加息，而市场此前预期美联储最早可能在今年10月左右就开始缩减资产购买规模。从目前情况看，美联储大概率将“鸽声”唱得更久。

经过新湖瑞丰的沟通，该企业根据自身的行情判断和需求，选择了累积期权的浮动类型。这个策略能够帮助客户在一定的价格区间内锁定原材料的采购价格。当价格在区间的上方时，则企业无盈亏收付，但价格区间上方的阀值会设置的比较高，企业对此在操作前就会有一个预期；当价格在区间的下方时，则企业以价格区间下边界的价格进行双倍交易规模的采购。

陈清表示，当企业持仓的时候，新湖瑞丰跟踪铅的基本面，通过

期货交易所牵手券商搭建平台

提升核心业务软件系统测试质量

●本报记者 张利静 马爽

7月29日，大连商品交易所的全资子公司飞泰测试技术有限公司（简称“飞泰公司”）与中泰证券股份有限公司（简称“中泰证券”）在大连举行战略合作协议签署仪式。根据协议内容，未来双方将依托战略合作搭建的平台，在核心业务软件系统的测试质量提升、前沿质量保障技术解决方案研究、行业标准建设等方面开展合作。

大商所党委委员、副总经理严绍明在致辞中指出，近年来，随着资本市场改革不断深入，证监会统筹加强科技监管，在致辞中指出，近年来，随着资本市场改革不断深入，证监会统筹加强科技监管，大商所所党委委员、副总经理严绍明在致辞中指出，近年来，随着资本市场改革不断深入，证监会统筹加强科技监管，

各市场主体通过科技创新赋能业务发展，技术系统安全稳定运行已成为我国资本市场健康发展的重中之重。在此背景下，大商所着力加强对证券期货行业的服务力度，充分发挥测试技术优势，为资本市场改革创新提供技术保障。相信后续飞泰公司会与中泰证券互信合作，发挥自身测试技术和专业优势，为中泰证券技术创新持续提供先进的测试解决方案，通过与中泰证券之间的相互赋能，树立行业基础设施服务市场机构的成功典范，实现共建共享共赢发展。

飞泰公司前身是经中国证监会批准挂牌成立的证券期货业信息技术测试中心，公司正式成立于2020年，为大商所全资

子公司，也是经中国证监会批准成立的证券期货行业唯一一家专业测试公司。