

# 研报精选

2021年9月5日 第39期

## 宏观专栏

### **供给约束持续，行业分化明显**

报告表示，疫情、汛情等因素对短期的工业供需形成一定扰动，上游工业供给收缩较为明显。考虑到供给约束的持续存在，工业原材料和中下游制造业的生产、库存、利润分化格局可能延续。

### **弱非农与“滞胀”情绪**

报告指出，美国8月非农数据表现不佳，市场对“滞胀”的担忧有所增加。8月与非农就业人数增加放缓较多，且工资上涨。往前看，美联储于9月宣布Taper的概率下降，基准情形仍然是11月宣布Taper。

## 专题聚焦

### **北京证券交易所宣布设立，中国资本市场迎来新格局**

报告认为，北京证券交易所的设立，将与沪深交易所、区域性股权市场实现错位发展与互联互通，进一步推进中国资本市场的发展。结合习主席发言及证监会表态，北交所将进一步助力中小企业实现高质量发展。

### **拐点已至：监管框架下电商快递格局再思考**

报告指出，近期监管政策，有望使得快递公司成本面临刚性约束而无法大幅降价抢量、一定程度上约束电商平台的行为和边界、增加新进入者快速获取业务量的难度，有望带来由竞争格局驱动的基本面拐点。

## 宏观专栏

### 供给约束持续，行业分化明显

7月分行业数据显示，上游工业（包括采矿业、上游制造业）的供给约束进一步显现，采矿业、上游制造业增加值两年复合增速分别下降2.2和1.4个百分点，拖累总体工业生产。相关行业的库存增速也逆势下行，采矿业库存已连续两个月负增长。相关行业的投资、出口，增速均有回落。供给约束对价格形成支撑，并主导了盈利分化。7月采掘工业PPI增速创下新高，带动采矿业营收利润率上行至17.4%，比制造业和公用事业分别高10.7和11.5个百分点。考虑到供给约束的持续存在，工业原材料和中下游制造业的生产、库存、利润分化格局可能延续。

疫情、汛情等因素对短期的工业产需形成一定扰动，上游工业供给收缩较为明显。7月工业增加值两年复合增速5.6%，较6月回落0.9个百分点。其中，采矿业增加值两年复合增速降至-1%，下滑2.2个百分点；上游制造业增加值两年复合增速下降1.4个百分点。极端天气、疫情反弹、限电限产等都有所扰动，但供给端的趋势性影响进一步显现。上游工业生产下滑对总体工业产出形成拖累，开采活动、石油和天然气开采、黑色金属冶炼等行业增加值增速降幅较大。

固定资产投资、工业产成品库存、出口交货值等数据分化，均指向了上游工业的供给影响。两年复合增速来看，7月中游和下游制造业累计投资增速较6月改善，上游制造业投资增速回落，其中石油加工业投资复合增速下降2.5个百分点、黑色金属冶炼及压延加工业投资复合增速下降2.2个百分点，降幅较大。工业库存表现分化，制造业库存增速上行至13.3%，而采矿业库存增速降至-0.9%，连续第二个月负增长，延续下行趋势。在工业原材料生产和库存均偏低的背景下，相关行业出口增速大幅下降，比如煤炭、铁矿等，出口增速降幅超过10个百分点。

供给约束支撑上游工业品价格上涨，PPI维持高位。7月，采掘工业PPI同比增速为38.7%，为1997年以来增速新高；中游设备制造业加权平均PPI同比增长1.3%，这也是2014年以来的最高增速（通常情况下设备制造业的PPI为负增

长)。分行业来看，采矿业中的铁矿、石油、煤炭等PPI同比增速超过40%，并推升产业链上的其他行业，如石油加工业、黑色和有色金属冶炼压延业、化工等PPI增速抬升。居民消费品PPI增速温和修复，衣着类、耐用消费品类价格尚为负增长。

企业利润表现分化，在涨价的支撑下，采矿业拉动总体利润改善。7月工业企业利润两年复合增速提高2.3个百分点，主要受工业品涨价的支撑。其中，采矿业利润持续改善，累计复合增速较上半年上升3个百分点至19.5%，带动总体工业利润增速的抬升；制造业利润高位回落，累计复合增速下降0.6个百分点至22.2%；公用事业利润增速进一步降至1.0%。各行业的盈利能力也相应分化，1-7月采矿业营收利润率为17.4%，较上半年提高0.9个百分点；制造业、公用事业营收利润率为6.7%和5.9%，分别较上半年下降0.1和0.3个百分点。供给约束支撑上游价格的背景下，利润分化可能延续。

---

以上观点来自：2021年9月4日中金公司研究部已发布的《供给约束持续，行业分化明显》

段玉柱 SAC 执业证书编号：S0080521080004

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 弱非农与“滞胀”情绪

周五公布的美国8月非农数据表现不佳，市场对“滞胀”的担忧有所增加。具体来看：

1) 8月新增非农就业23.5万人，较7月的105万人显著放缓。分行业看，与外出相关的接触性服务业放缓较多，说明主要是受Delta疫情影响。

2) 比就业放缓更值得关注的是工资上涨的趋势。8月时薪增速进一步上升至4.3%。分行业看，酒店与休闲业时薪环比增长1.3%，零售业环比增长0.7%，都较上月显著提升。其他受疫情影响较小的行业，平均工资也在上升，说明工资上涨可能是普遍性的。这与2008年次贷危机后工资增速下降的趋势是相反的。或预示着即便由补偿性需求（pent-up demand）带来的第一波价格上涨告一段落，通胀压力也不会很快消退。工资增速上升说明，疫情对劳动力供给的影响可能大于需求。

3) 非农不佳或重新引发Taper争论。鸽派官员担心疫情，鹰派官员担心通胀，美联储面临更大政策挑战。往前看，美联储于9月宣布Taper的概率下降，我们的基准情形仍然是11月宣布Taper。

4) 非农数据公布后黄金大涨，显示投资者在交易“滞胀”。疫情冲击本质上是供给冲击，具有“滞胀”效应，会形成有利黄金的宏观环境。如果货币当局进退两难，犹豫不决，金价将受到支撑。但如果货币当局出手打压通胀，金价将承压。

---

以上观点来自：2021年9月5日中金公司研究部发布的《弱非农与“滞胀”情绪》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 北京证券交易所宣布设立, 中国资本市场迎来新格局

9月2日习近平主席在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布, 继续支持中小企业创新发展, 深化新三板改革, 设立北京证券交易所。

北京证券交易所宣布设立, 资本市场迎来三十年新格局。在沪深交易所于1990年相继设立后, 时隔30余年, 中国大陆资本市场迎来又一个全国性证券交易所。截止目前沪深交易所共计上市公司数量4467家, 总市值86.7万亿元。我们认为北京证券交易所的设立, 将与沪深交易所、区域性股权市场实现错位发展与互联互通, 进一步推进中国资本市场的发展。

**进一步助力中小企业实现高质量发展。**结合习主席发言及证监会表态, 设立北京证券交易所是资本市场更好支持中小企业发展壮大的内在需要。根据证监会坚守“一个定位”原则, 北京证券交易所将坚持服务创新型中小企业的市场定位, 尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段, 提升制度包容性和精准性。按照“三个目标”要求, 北京证券交易所将1) 构建契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排; 2) 畅通在多层次资本市场之间的纽带作用, 形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径; 3) 培育一批专精特新中小企业, 形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

北京证券交易所的设立意味着新三板改革进入新的历史阶段。2019年以来, 新三板市场已经形成了由基础层、创新层、精选层依次递进的市场结构。目前三层的挂牌公司分别为5988/1250/66家, 总股本分别为3450/1295/108亿股。按照证监会计划安排, 本次设立的北京交易所, 将总体平移精选层的各项基础制度, 坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生, 维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所的市场结构, 并同步试点证券发行注册制。本次改革意味着新三板市场将翻开新的历史篇章。

近期重点关注三个受益领域。1) 北京证券交易所的设立意味着资本市场迎来新的发展格局，我们认为精选层升级所带来的融资、交易等层面的变化将利好相关金融机构的发展，重点关注券商及创投类相关板块；2) 精选层目前的挂牌企业以及未来可能由基础层和创新层升级进入北京证券交易所的企业在交易、融资等层面有望明显改善，并受到市场的较高关注；3) 北京证券交易所的定位在于助力中小企业发展，尤其是专精特新企业的发展，相关企业可能受到资本市场的关注。



---

以上观点来自：2021年9月3日中金公司研究部已经发布的《北京证券交易所宣布设立,中国资本市场迎来新格局》

李求索 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

何璐 SAC 执业证书编号：S0080120010032 SFC CE Ref: BQB821

王汉锋 SAC 执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

## 专题聚焦

### 拐点已至：监管框架下电商快递格局再思考

从去年以来，国家层面和地方政府出台了一系列有关平台经济反垄断、禁止低价倾销、保障快递员权益等方面的监管措施。我们认为以上监管因素的叠加已经到了可以影响到行业的中期竞争格局的阶段，因此有望带动电商快递行业基本面迎来拐点，而通达系快递公司尚处于底部的市场预期和市值也有望出现明显修复。

电商快递作为具有鲜明中国特色的行业，自诞生以来一直受到电商平台、电商卖家、消费者、潜在进入者等多方力量的之间相互博弈的影响。我们认为，过去由于同质化竞争、电商平台施加影响、新进入者不断尝试进入等三大因素，导致单价处于持续下探趋势。

**监管框架下电商快递格局再思考。**我们认为通达系快递对电商快递这一单一产品的过度依赖，导致整体产品同质化，包邮制度下电商快递定价模式呈现明显toB属性，叠加电商平台之间的竞争直接或间接渗透到物流领域，由此形成的格局长期压制行业的盈利能力。我们认为近期一系列涉及保障基层快递员权益、平台经济反垄断等领域的监管措施，有望使得快递公司成本面临刚性约束而无法大幅降价抢量、一定程度上约束电商平台的行为和边界、增加新进入者快速获取业务量的难度，从而有望突破原有格局。

**近期上调派费是竞争格局拐点信号。**根据《快递》杂志报道，为响应国家邮政局等七部门制定的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，近日通达系和极兔快递均表示9月1日起全网上调快递员派费每单0.1元。我们认为此次头部公司派费上调，是此前同质化格局下成本竞争接近尾声的信号。未来除了传统电商快递业务，产品升级和分层、客户分群和差异化定价，拓展新业务，我们认为也将是影响长期盈利能力的重要因素。

**利益分配沿着快递员-网点-总部的过程逐级传导。**此次上调的派费为支付给末端快递员的费用，终端商家寄件价格是否上涨以及上涨幅度仍然由市场供

需决定,但我们认为在目前全行业盈利能力承压情况下价格传导是大概率事件,且利益分配将沿着快递员-网点-总部的过程逐级传导,网点盈利能力改善后服务质量提升、总部的补贴压力减少,总部的盈利受益可能会有所滞后。此外,竞争格局的确存在一定的反复的可能性,并且各家龙头公司均会发力各类新业务,在新业务领域也可能存在一定的竞争。考虑到去年下半年业绩基数已经较低,我们认为头部快递企业有望在第三或四季度实现业绩同比正增长。从中长期来讲,我们参考美国历史,格局出清之后盈利有望持续向上。



---

以上观点来自: 2021年8月30日中金公司研究部已发布的《拐点已至: 监管框架下电商快递格局再思考》

杨鑫 CFA SAC执业证书编号: S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

刘钢贤 SAC执业证书编号: S0080520080003 SFC CE Ref: BOK824

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.8.30 中国全球外汇周报：避险货币走弱，人民币贬值压力有限
- 2021.8.31 中国宏观热点速评：8月PMI点评：经济活动走弱，部分反映临时因素
- 2021.9.1 中国宏观简评：8月经济数据前瞻：消费继续回落，PPI继续上升
- 2021.9.4 中国中观月报：供给约束持续，行业分化明显

### 策略及大宗商品

- 2021.8.31 主题策略：中报业绩快览：增长回落，景气分化
- 2021.8.31 A股和港股行业首选：2021年9月
- 2021.9.1 大宗商品：北美飓风季，供应风险有限
- 2021.9.1 海外策略：海外资产配置月报（2021-9）短期转向防风险
- 2021.9.1 大类资产配置月报(2021-09)：把握中国市场独立行情
- 2021.9.3 大宗商品：商品储备：增战储，调供需，稳预期
- 2021.9.3 主题策略：北京证券交易所宣布设立，中国资本市场迎来新格局
- 2021.9.4 全球资金流向监测：A股流入加快，港股资金趋弱
- 2021.9.5 海外策略：疫情如何拖累美国就业？疫情复工周度追踪（9月4日）
- 2021.9.5 海外市场观察：重温美国上轮疫情的节奏与影响 2021年8月30日~9月5日
- 2021.9.5 A股策略周报：风格再均衡
- 2021.9.5 海外中资股策略周报：稳增长预期升温

### 固定收益

- 2021.8.30 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.8.30 中资美元债周报：投资级相对稳定，高收益企稳回升
- 2021.8.31 简评：PMI显示经济动能加速回落，债券收益率仍有下行空间 ——8月PMI数据分析
- 2021.8.31 产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.9.1 简评：2021年9月十大转债
- 2021.9.1 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.9.2 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.9.3 简评：哪些债券估值波动相对较小？
- 2021.9.4 信用债收益率跟踪周报：发行与成交量均回落、AA+评级成交收益率上行

### 行业

- 2021.8.30 保险：2021年保险行业中报回顾：寿险基本面趋势尚不明朗，开门红准备期或带来交易性机会

- 2021.8.30 科技：字节跳动收购Pico，国内VR发展或迎拐点
- 2021.8.30 科技：科技硬件周报(8/28)：中报季临近收官，关注科技硬件全赛道投资机会
- 2021.8.30 交通运输物流：周报：中报业绩披露，通达系宣布上调派费
- 2021.8.30 汽车及零部件：周报：氢能示范城市落地，广汽获网联牌照
- 2021.8.30 交通运输物流：拐点已至：监管框架下电商快递格局再思考
- 2021.8.30 机械：产业链自主背景下，建议持续关注专精特新企业潜在机会
- 2021.8.30 主题研究：需求支撑全产业链价格维持涨势
- 2021.8.30 有色金属：铝：发改委完善阶梯电价，新疆严控产量
- 2021.8.30 传媒互联网：未成年人防沉迷进一步严管落地，关注游戏公司长期研运能力建设
- 2021.8.30 有色金属：铜：Taper预期明朗，TC增速放缓，乐观以对
- 2021.8.30 化工：工业硅、纯碱、EVA等光伏相关材料继续景气向上
- 2021.8.31 交通运输物流：月报：7月货运量延续增长，客运受疫情影响
- 2021.8.31 房地产：周报#258：8月新房销售同比跌幅走阔
- 2021.8.31 物业管理服务：【商管赛道系列研究之一】如何看待中国商管公司商业模式
- 2021.8.31 传媒互联网：7月广告市场回顾：市场增速略有放缓
- 2021.8.31 有色金属：继续看好锂价上行，重视盐湖锂资源重估
- 2021.8.31 房地产：土拍方案调整对房企拿地成本影响几何？
- 2021.8.31 银行：【理财月刊】7月跟踪：净值化转型有序推进，现金管理类产品收益率保持平稳
- 2021.9.1 医疗健康：充分发挥价格杠杆，促医疗服务高质量发展
- 2021.9.1 房地产：简评国新办“住有所居”新闻发布会
- 2021.9.1 香港金融：拨备带动盈利增长超预期，利率走势仍是关注焦点——香港银行1H21业绩回顾
- 2021.9.1 银行：业绩超预期，关注积极因素--1H21业绩回顾
- 2021.9.2 日常消费：零研月报：7月多数品类商超销售环比改善
- 2021.9.2 建材：水泥能耗管控或超预期，旺季行情有望重燃
- 2021.9.2 博彩及奢侈品：疫情防控得力，8月博收低开高走
- 2021.9.3 传媒互联网：文娱行业监管加强，推动行业健康有序发展
- 2021.9.3 电力电气设备：风电整机：高壁垒+格局集中，行业加速发展中价值有望重估
- 2021.9.3 传媒互联网：中金看海外 公司 | Snapchat：瞬时沟通，尽享精品内容
- 2021.9.4 家电及相关：家电板块遇到第五次调整周期
- 2021.9.4 证券及其他：行业高质量增长：从估值修复到分部重估
- 2021.9.4 主题研究：光伏回顾：原材料上涨更显龙头抗风险能力
- 2021.9.5 航空航天科技：从合同负债看产业链中游和主机厂投资机会

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn