



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

寻找“高股息”与“杆资产”之间的 “稳定增长”类机会

分析师：包承超、邓宇林

证券研究报告

2024年1月20日

目

录

第一部分

一年主线多诞生于一季度

第二部分

寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”

第三部分

一头在外，干出优势的出口链

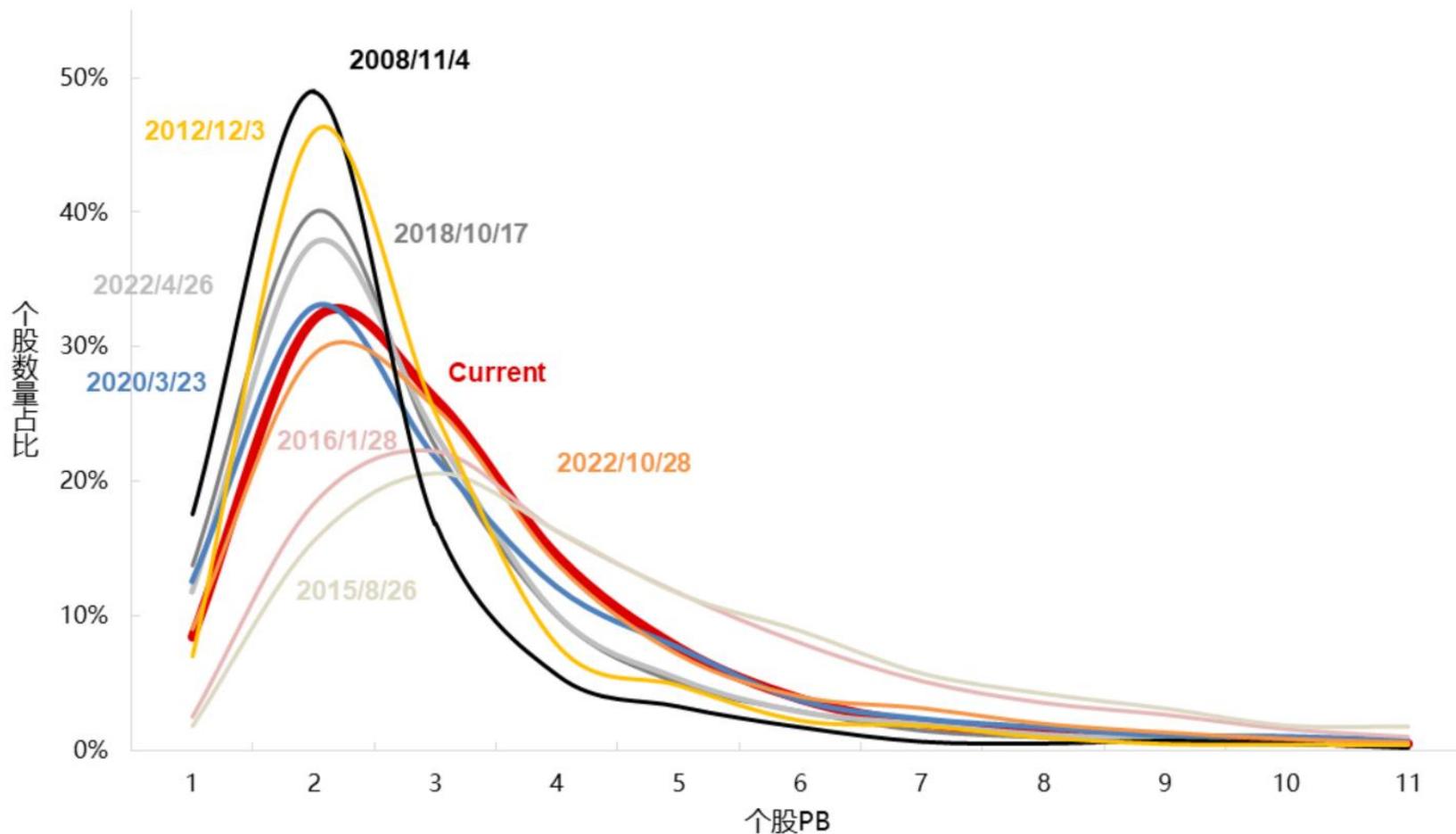




一、一年主线多诞生于一季度

情绪回落后，市场估值与历史底部接近

图：不同PB估值区间的个股数量占比——当前与历轮市场底部的估值分布比较



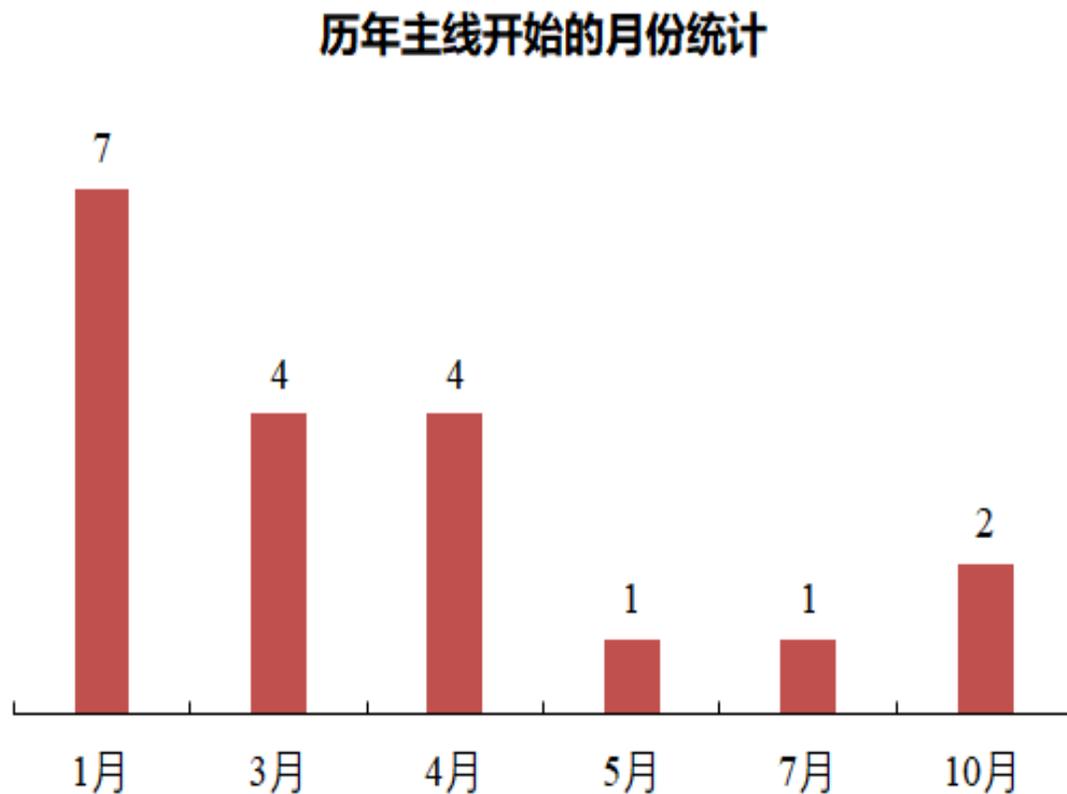
资料来源：Wind，国联证券研究所

弱势环境中，仍需对结构线索保持敏感度：历年涨幅TOP的主线结构，大概率都诞生于4月前

图：历年涨幅TOP的主线行业一览

年份	市场主线	起始月份	结束月份	涨幅
2009	汽车	1	10	172%
	煤炭	3	7	158%
2010	医疗保健	7	11	48%
2012	综合金融	1	5	41%
2013	传媒互联网	4	9	115%
	计算机	5	9	53%
2014	房地产	10	12	40%
	综合金融	10	12	124%
2015	计算机	1	5	186%
2016	白酒（食品饮料）	3	7	45%
2017	家电制造	1	6	33%
	白酒（食品饮料）	3	11	60%
2019	白酒（食品饮料）	1	8	105%
2020	新能源	4	12	104%
	白酒（食品饮料）	3	12	123%
2021	新能源	4	10	75%
	煤炭	3	9	70%
2022	煤炭	1	9	40%
2023	计算机	1	3	32%
	通信	1	3	27%
	传媒互联网	1	3	35%

图：主线行情出现在X月的次数分布——主线行情较大概率起始于1月、3月和4月（单位：次）



超预期的主线行业特征一：弱势环境下，低估值+低持仓

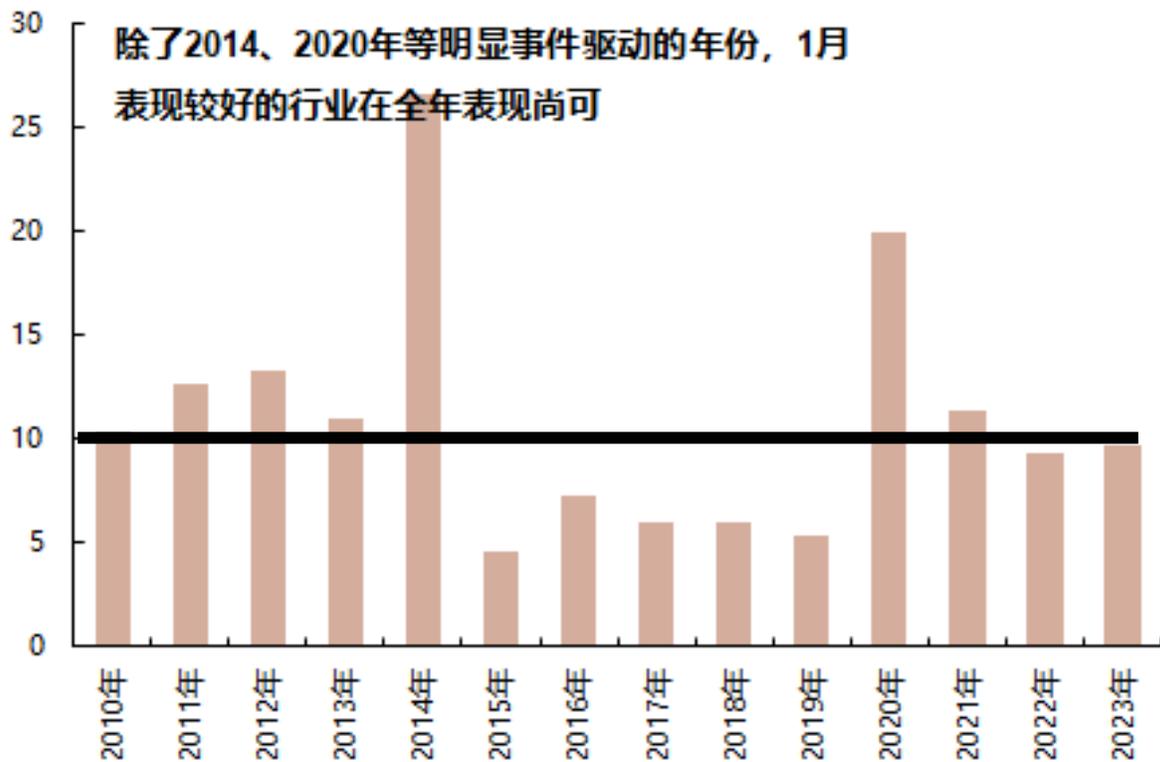
图：每年超预期行业的主要原因是什么？

年份	排名	行业名称	年涨跌幅	前年年末PE	前年年末PE分位数	前年年末PB	前年年末PB分位数	前年Q4持仓	持仓分位数	前年Q4持仓变动	行业超预期原因	年份	排名	行业名称	年涨跌幅	前年年末PE	前年年末PE分位数	前年年末PB	前年年末PB分位数	前年Q4持仓	持仓分位数	前年Q4持仓变动	行业超预期原因
2010年	第1名	电子	39%	94.8	100%	4.3	75%	0.3%	100.0%	0.0%	1.机械：政策放松预期；2.电子：全球半导体周期超预期，需求改善	2017年	第1名	食品饮料	54%	29.1	36%	4.2	51%	4.8%	22.5%	0.6%	1.家电：格局优化，集中度提升。
	第2名	医药生物	30%	44.4	53%	5.9	91%	5.8%	91.7%	0.3%			第2名	家用电器	43%	17.7	29%	3.0	65%	4.0%	65.0%	-0.2%	
	第3名	机械设备	28%	36.5	50%	4.3	63%	2.4%	50.0%	-1.2%			第3名	钢铁	20%	76.8	88%	1.8	62%	0.3%	45.0%	0.0%	
2011年	第1名	银行	-5%	8.8	7%	1.7	2%	7.7%	6.3%	-2.6%	1.银行：凸显防御性，净息差小幅上行；2.白酒：消费升级，销售超预期	2018年	第1名	社会服务	-11%	39.5	22%	3.6	39%	0.8%	65.9%	0.0%	中美贸易争端超预期。
	第2名	食品饮料	-10%	37.3	37%	8.2	92%	11.5%	87.5%	-2.6%			第2名	银行	-15%	7.4	33%	0.9	12%	5.8%	43.2%	0.1%	
	第3名	房地产	-22%	24.8	16%	2.5	34%	3.2%	18.8%	0.7%			第3名	食品饮料	-22%	36.8	56%	6.1	77%	13.5%	86.4%	1.8%	
2012年	第1名	房地产	32%	13.5	1%	1.8	9%	6.4%	55.0%	1.5%	基本符合预期	2019年	第1名	电子	74%	23.2	0%	2.1	12%	6.0%	75.0%	-0.2%	年初的政策刺激，公募基金规模快速上行超预期。
	第2名	非银金融	28%	14.8	3%	1.9	1%	4.3%	25.0%	0.3%			第2名	食品饮料	73%	22.7	12%	4.2	46%	11.1%	68.8%	-2.7%	
	第3名	建筑装饰	25%	37.7	43%	3.3	54%	0.8%	100.0%	0.1%			第3名	家用电器	57%	10.7	0%	2.2	37%	4.8%	70.8%	-0.8%	
2013年	第1名	传媒	107%	31.9	2%	2.9	6%	0.7%	87.5%	0.0%	1.计算机：“互联网+”主题行情	2020年	第1名	社会服务	99%	34.3	21%	3.7	45%	1.6%	82.7%	-0.1%	疫情超预期；公募基金规模快速上行超预期。
	第2名	计算机	67%	37.3	26%	2.8	22%	3.6%	87.5%	-1.1%			第2名	电力设备	95%	32.3	24%	2.2	13%	5.6%	94.2%	0.5%	
	第3名	环保	55%	31.8	26%	2.7	30%	1.3%	100.0%	0.2%			第3名	食品饮料	85%	32.6	48%	6.6	84%	14.5%	86.5%	-1.5%	
2014年	第1名	非银金融	121%	16.7	9%	1.9	6%	3.8%	10.7%	-0.8%	1.非银：金融深化改革推进	2021年	第1名	电力设备	48%	47.7	69%	4.3	70%	11.1%	100.0%	0.0%	1.煤炭：需求上涨+供给紧缩带来的价格弹性超预期。
	第2名	建筑装饰	83%	10.7	1%	1.4	5%	1.3%	46.4%	0.1%			第2名	有色金属	40%	48.7	67%	2.8	36%	2.9%	82.1%	0.9%	
	第3名	钢铁	78%	33.9	92%	0.8	4%	0.1%	14.3%	0.0%			第3名	煤炭	40%	10.1	15%	1.2	13%	0.2%	12.5%	0.0%	
2015年	第1名	计算机	100%	59.9	80%	5.4	79%	10.8%	90.6%	-0.9%	1.计算机：“互联网+”主题仍在；2.流动性超预期宽松；	2022年	第1名	煤炭	11%	9.5	11%	1.4	23%	0.2%	21.7%	-0.2%	1.煤炭：俄乌战争+欧洲能源危机。
	第2名	轻工制造	90%	46.5	76%	2.6	55%	0.5%	75.0%	0.0%			第2名	社会服务	11%	61.1	86%	3.7	43%	0.0%	55.0%	0.0%	
	第3名	纺织服饰	89%	30.8	45%	2.5	46%	0.5%	50.0%	-0.2%			第3名	交通运输	-2%	88.7	11%	1.6	29%	0.9%	23.3%	0.1%	
2016年	第1名	食品饮料	7%	30.5	38%	4.3	51%	2.7%	5.6%	-0.2%	1.消费升级；2.供给侧改革；3.棚改货币化。三者影响均超预期	2023年	第1名	通信	26%	24.4	13%	1.8	13%	1.0%	17.2%	-0.5%	1.通信：AI主题行情，算力紧缺。
	第2名	煤炭	0%	30.4	63%	1.4	13%	0.0%	8.3%	-0.1%			第2名	传媒	17%	31.8	13%	1.9	3%	0.7%	35.9%	0.0%	
	第3名	建筑材料	0%	43.3	63%	2.7	46%	0.6%	16.7%	-0.1%			第3名	计算机	9%	48.3	44%	3.1	22%	4.9%	48.4%	0.9%	

超预期的主线行业特征二：1月表现较好&月度连续较好的行业，应当高度重视

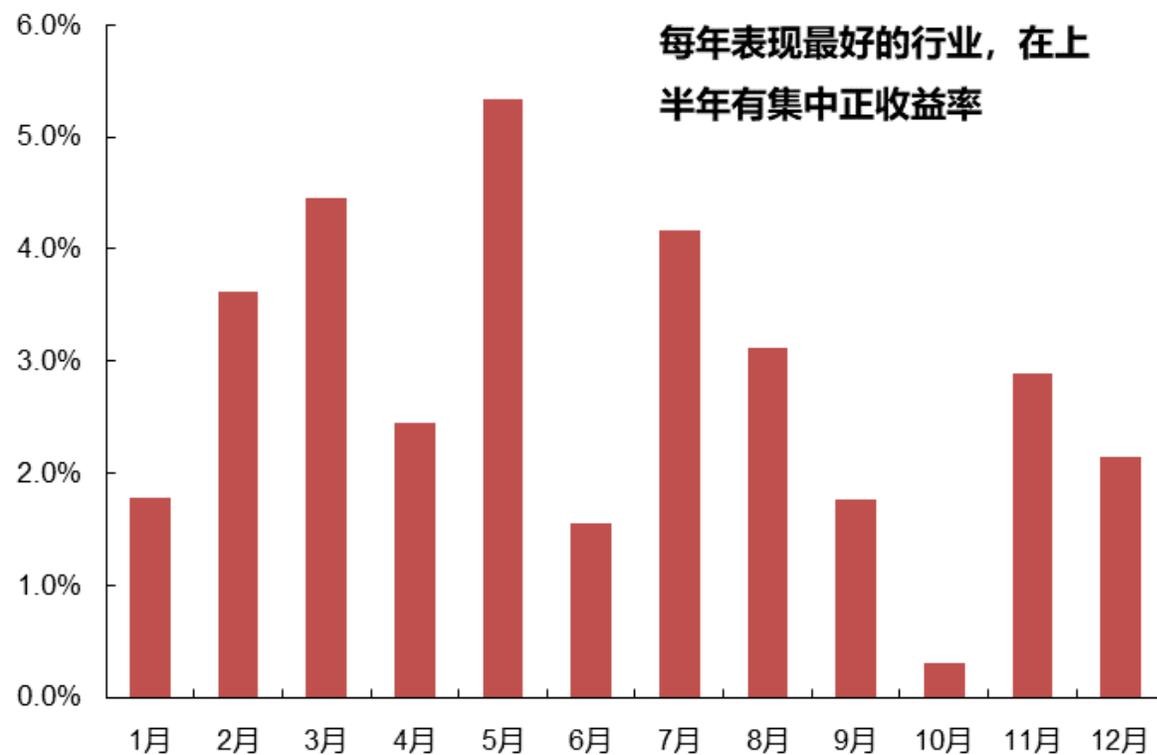
图：1月表现较好（但并不一定要最好）的行业，大概率全年表现较好 图：每年表现最好的行业，在上半年有集中正收益率

每年表现最好的3个行业，在1月的涨跌幅排名



资料来源：Wind，国联证券研究所

每年表现最好的行业分月平均超额收益

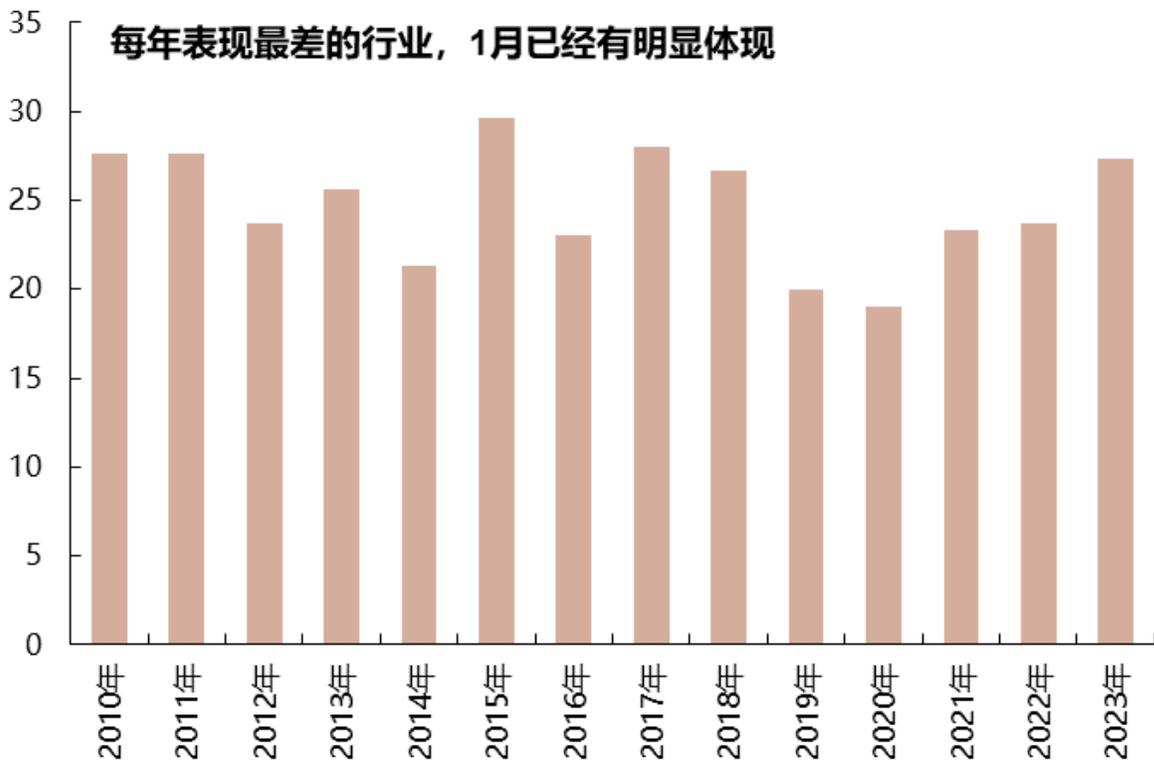


资料来源：Wind，国联证券研究所

超预期的主线行业特征二：1月表现较差&月度连续较差的行业，或许可以作为排除项

图：1月表现较差的行业，大概率全年表现也欠佳

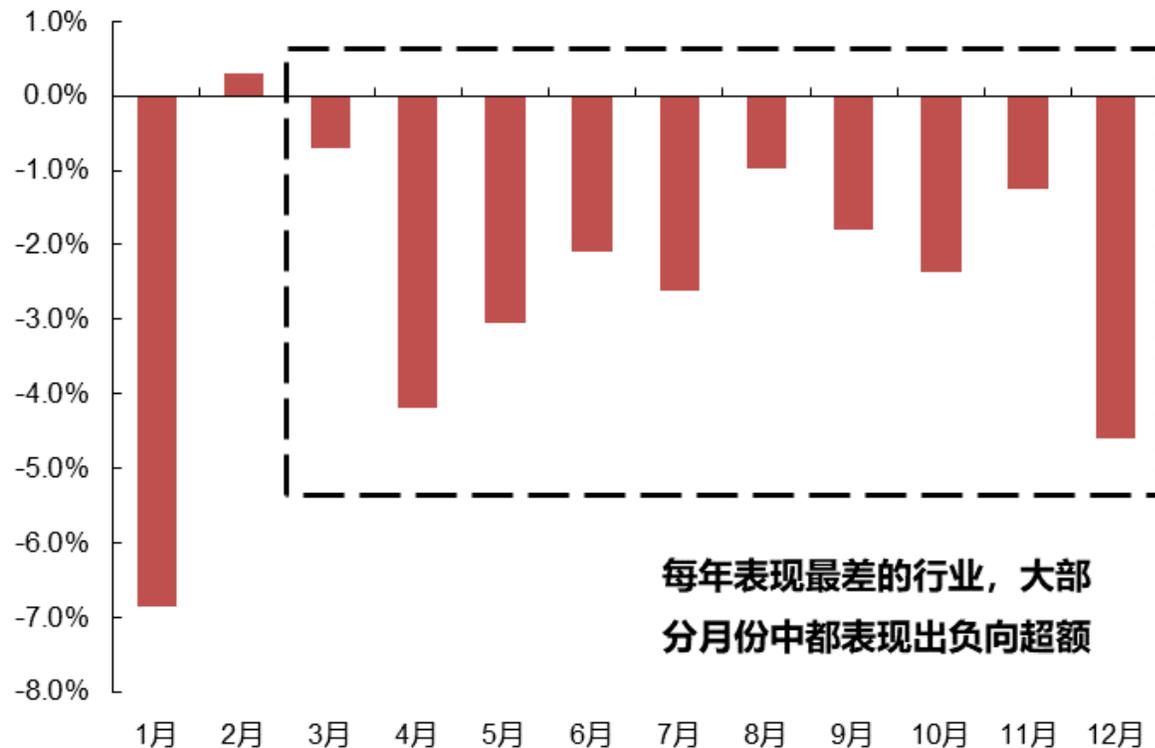
每年表现最差的3个行业，在1月的涨跌幅排名



资料来源：Wind，国联证券研究所

图：事实上，全年表现较差的行业，在当年大部分月份中表现也较差

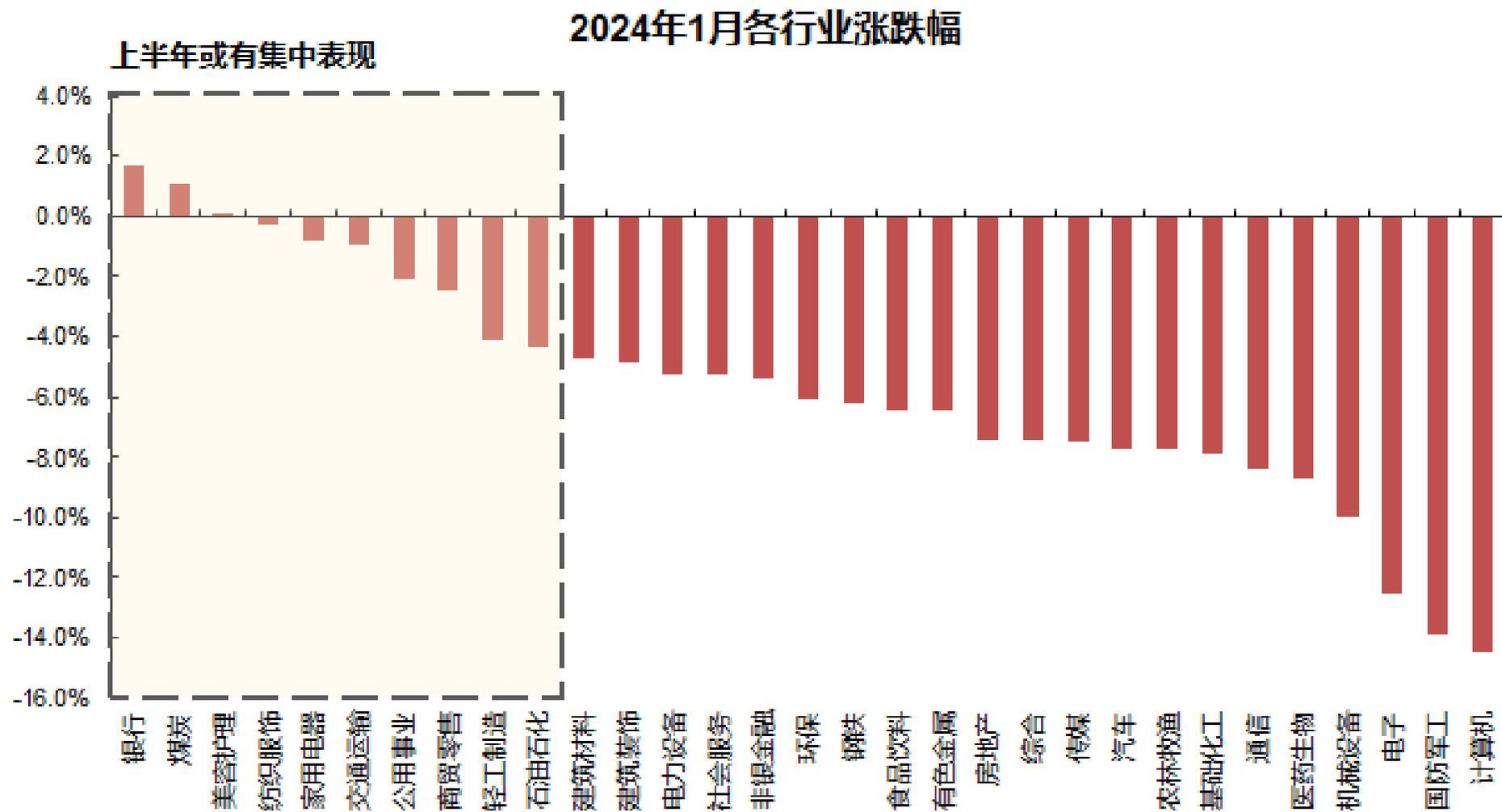
每年表现最差的行业分月平均超额收益



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024年1月至今的一级行业表现，TOP10行业主要分布一览

图：2024年1月至今各行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，国联证券研究所



二、哑铃策略中寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”类机会

去年12月以来，哑铃策略从“两端”向“高股息”集中，本质上源于宏观预期的悲观

图：剩余流动性框架下的哑铃策略三部分的绝对收益

绝对收益率		Excess Liquidity Clock Stage							
		1	2	3	4	5	6	7	8
剩余流动性	M2增速	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓
	社融增速	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓
	剩余流动性	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓
哑铃A端 小盘+成长	小微盘	-33%	—	30%	32%	40%	31%	-7%	2%
	亏损股	-40%	—	24%	16%	34%	0%	-5%	-3%
	人工智能	-29%	—	19%	19%	44%	-2%	16%	6%
	TMT	-31%	—	3%	15%	38%	2%	11%	1%
“杆” 核心资产	大盘成长	-26%	—	-15%	23%	48%	-2%	22%	4%
	重仓TOP100	-4%	—	-16%	15%	36%	4%	54%	5%
	大盘价值	-6%	—	-11%	-4%	23%	2%	30%	12%
哑铃B端 红利风格	高股息	3%	—	-2%	2%	10%	8%	42%	24%

图：剩余流动性框架下的哑铃策略三部分的相对收益

相对收益率		Excess Liquidity Clock Stage							
		1	2	3	4	5	6	7	8
剩余流动性	M2增速	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓
	社融增速	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓
	剩余流动性	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓
哑铃A端 小盘+成长	小微盘	-13%	—	31%	25%	18%	32%	-18%	-6%
	亏损股	-20%	—	25%	9%	11%	1%	-17%	-11%
	人工智能	-9%	—	19%	12%	22%	-1%	5%	-2%
	TMT	-12%	—	4%	8%	15%	3%	0%	-7%
“杆” 核心资产	大盘成长	-6%	—	-14%	16%	25%	-1%	11%	-4%
	重仓TOP100	16%	—	-15%	8%	14%	5%	43%	-4%
	大盘价值	14%	—	-10%	-11%	0%	3%	18%	4%
哑铃B端 红利风格	高股息	23%	—	0%	-4%	-13%	9%	31%	16%

2023年大部分时间处于状态“3”——哑铃“两头”强
 小微盘+TMT > 高股息 > 核心资产

近期预期切换，下修至状态“1”——只有“高股息”强
 高股息 > 核心资产 ≈ TMT + 小微盘

情景3：基本面没有那么差or政策预期宽松
 ——“杆”最强，小微+成长次之，高股息最弱

情景2：基本面一般，流动性宽松
 ——回归哑铃“两头”，回到2023

情景1：基本面预期持续转弱
 ——高股息独强，当下的延续

“哑铃策略”的本质是什么？——基于【估值、增长、盈利质量】三角的不同偏好

图：“哑铃”策略三部分分别赚的是什么钱？——“哑铃三种资产”的因子相关性

风格vs财务因子相关性		哑铃A端 小盘+成长				“杆” 核心资产			哑铃B端 低估值		
		小微盘	亏损股	人工智能	TMT	大盘成长	重仓TOP100	大盘价值	低市盈率	低市净率	高股息
高-低相对 收益率 (指标前 10%标的 和后10% 标的涨跌 幅差距)	PE水平	62%	59%	68%	71%	38%	17%	-6%	-12%	-13%	-16%
	PB水平	38%	40%	49%	62%	55%	42%	-1%	-5%	-15%	-12%
	现金水平	10%	9%	22%	40%	50%	45%	2%	3%	-10%	-6%
	存货增速	2%	7%	20%	38%	44%	44%	5%	-2%	-17%	-17%
	毛利率	-15%	-15%	-1%	15%	38%	38%	-2%	-4%	-17%	-7%
	ROE	-36%	-33%	-28%	-10%	28%	36%	-1%	3%	-14%	-3%
	资产增速	-20%	-22%	1%	22%	29%	31%	-16%	-20%	-36%	-26%
	筹资现金流增速	-21%	-20%	-12%	-6%	3%	4%	-14%	-20%	-23%	-23%
	资本开支增速	-10%	-16%	3%	14%	15%	15%	-21%	-24%	-37%	-29%
	资产负债率	-32%	-21%	-45%	-52%	-16%	-2%	23%	30%	34%	29%
股息率水平	-49%	-52%	-61%	-71%	-47%	-29%	3%	11%	15%	19%	

哑铃A端 小盘+成长——重增长：
高估值弹性+轻资产负债表+低盈利质量

“杆” 核心资产——重增长&盈利质量：
中等估值弹性+高盈利质量

哑铃B端 高股息&低估值——重估值：
弱估值弹性&高股息+弱扩张&开支意愿+重资产负债表

“哑铃策略”的本质是什么？——基于【估值、增长、盈利质量】三角的不同偏好

图：“哑铃”策略三部分分别赚的是什么钱？——“哑铃三种资产”的因子相关性

风格vs财务因子相关性		哑铃A端 小盘+成长				“杆” 核心资产			哑铃B端 低估值		
		小微盘	亏损股	人工智能	TMT	大盘成长	重仓 TOP100	大盘价值	低市盈率	低市净率	高股息
扩张情况	高资产增速	91%	97%	80%	77%	69%	57%	69%	67%	72%	63%
	低负债增速	88%	92%	81%	81%	75%	67%	67%	68%	66%	63%
	低杠杆	85%	85%	86%	91%	76%	62%	53%	50%	47%	45%
	高资本开支	82%	85%	79%	84%	80%	72%	63%	61%	57%	54%
增速	高营收增速	76%	83%	76%	86%	86%	76%	62%	58%	52%	49%
	高利润增速	72%	81%	73%	81%	82%	75%	65%	64%	59%	56%
盈利质量	高毛利率	65%	72%	64%	75%	90%	83%	64%	64%	56%	56%
	高ROE	57%	64%	54%	66%	91%	87%	65%	67%	56%	58%
	高现金水平	66%	71%	65%	76%	91%	86%	66%	65%	56%	58%
估值水平& 开支情况	低资本开支	68%	64%	78%	76%	73%	64%	75%	75%	77%	70%
	高杠杆	74%	84%	64%	65%	78%	74%	84%	86%	85%	79%
	低PE	44%	53%	36%	35%	60%	71%	91%	95%	94%	89%
	低PB	44%	53%	34%	30%	53%	62%	90%	92%	95%	87%
	高股息率	42%	49%	33%	30%	55%	66%	88%	93%	93%	91%

哑铃A端 小盘+成长——重增长：
扩张、开支较快的轻资产行业

“杆” 核心资产——重增长&盈利质量：
追求盈利质量+盈利增速

哑铃B端 低估值——重估值：
低开支、低筹资+高股息、低估值的重资产方向

不同宏观环境下的“哑铃轮动”——当前建议“后场”高股息作底仓，“中场”杆资产赌赔率

图：剩余流动性框架下，如何选择财务指标？

绝对收益率		Excess Liquidity Clock Stage							
		1	2	3	4	5	6	7	8
剩余流动性	M2增速	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓
	社融增速	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓
	剩余流动性	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓
扩张	低杠杆	-25%	—	0%	17%	29%	-1%	-15%	-1%
	高资本开支	-32%	—	-2%	26%	23%	-8%	1%	-1%
增长	高营收增速	-34%	—	-1%	34%	32%	-7%	14%	-7%
	高利润增速	-27%	—	6%	22%	31%	-6%	19%	1%
盈利质量	高毛利率	-17%	—	-12%	32%	59%	2%	16%	6%
	高ROE	-22%	—	-21%	34%	57%	0%	30%	6%
	高现金水平	-18%	—	-11%	25%	69%	2%	13%	16%
估值&开支	低资本开支	-25%	—	10%	6%	20%	3%	-3%	3%
	高杠杆	-24%	—	6%	7%	19%	-8%	14%	4%
	低PB	-6%	—	11%	-3%	10%	4%	30%	25%
	高股息率	-2%	—	3%	0%	11%	6%	32%	23%

图：剩余流动性框架下财务指标多空因子表现

相对收益率		Excess Liquidity Clock Stage								
		1	2	3	4	5	6	7	8	
剩余流动性	M2增速	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	
	社融增速	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓	
	剩余流动性	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓	
高-低相对收益率 (指标前10%标的和后10%标的涨跌幅差距)	经营质量	现金水平	13%	—	-19%	25%	50%	6%	4%	8%
		存货增速	3%	—	-19%	12%	1%	-1%	20%	-7%
		毛利率	24%	—	-18%	25%	29%	4%	15%	-1%
		ROE	15%	—	-36%	25%	16%	4%	42%	4%
	扩张情况	资产增速	4%	—	-19%	21%	6%	-5%	10%	-5%
		筹资现金流增速	6%	—	-6%	17%	-4%	-7%	16%	-1%
		资本开支增速	-9%	—	-11%	20%	3%	-10%	4%	-4%
		资产负债率	2%	—	7%	-8%	-8%	-7%	34%	4%
	估值&股息率	股息率水平	27%	—	4%	-23%	-13%	11%	30%	20%
		PB水平	-18%	—	-21%	36%	35%	-9%	-36%	-22%
		PE水平	-43%	—	-3%	11%	19%	-17%	-41%	-34%

情景1：紧货币+更紧的信用 (e.g. 2018)

——偏后场防守，高股息&低估值

情景3：宽货币+宽信用 (e.g. 2019Q1)

情景2：宽货币+紧信用 (e.g. 2023)

——前场+后场，哑铃两头配

寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”类机会——高盈利质量+偏低估值&偏高股息+适度增长

图：财务层面，攻守兼备的行业梳理

行业分类	行业名称	股利分红/货币资金+交易性金融资产			整体分红比例	预期2024年股息率	预期2024年股息率分位数	毛利率			2023Q3毛利 率分位数	ROE			2023Q3ROE 分位数
		2021年	2022年	2023年				2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30		2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	
原材料	铁矿石开采Ⅲ	2%	14%	4%	9%	2.2%	78%	44%	44%	47%	94%	9%	9%	11%	84%
原材料	锂	11%	4%	2%	20%	2.2%	77%	64%	60%	55%	97%	50%	48%	40%	100%
原材料	钾肥	0%	0%	13%	19%	2.8%	86%	79%	77%	64%	99%	48%	37%	29%	99%
原材料	纯碱	9%	4%	9%	12%	1.8%	70%	32%	28%	26%	65%	19%	13%	11%	82%
原材料	玻纤及制品Ⅲ	16%	20%	30%	33%	3.1%	90%	28%	26%	25%	62%	16%	13%	12%	85%
医疗	中药	11%	10%	10%	13%	1.6%	64%	45%	45%	45%	93%	8%	9%	9%	76%
医疗	医疗器械Ⅲ	8%	9%	9%	16%	1.5%	61%	52%	52%	52%	97%	13%	11%	9%	73%
通讯业务	电信运营商	5%	3%	24%	19%	2.6%	85%	27%	27%	28%	68%	8%	8%	9%	71%
通讯业务	出版	9%	6%	9%	8%	2.5%	82%	32%	32%	32%	78%	9%	9%	9%	75%
能源	油气开采	707%	24%	30%	38%	7.0%	100%	26%	25%	26%	64%	14%	13%	14%	90%
能源	无烟煤	9%	4%	9%	12%	5.2%	97%	50%	48%	49%	95%	24%	22%	20%	97%
能源	炼焦煤	10%	12%	28%	21%	6.8%	99%	30%	29%	29%	71%	17%	15%	13%	89%
能源	动力煤	15%	43%	29%	22%	6.5%	99%	38%	37%	36%	84%	22%	20%	18%	96%
可选消费	照明设备Ⅲ	29%	9%	9%	28%	2.9%	87%	34%	35%	37%	85%	18%	19%	19%	96%
可选消费	小家电	10%	13%	14%	20%	2.8%	87%	33%	34%	34%	81%	15%	15%	15%	93%
可选消费	其他服饰	1%	10%	5%	17%	2.1%	76%	49%	50%	51%	96%	10%	10%	15%	92%
可选消费	家具	9%	9%	9%	11%	2.3%	80%	30%	31%	32%	78%	9%	9%	9%	77%
可选消费	家纺	23%	32%	28%	38%	6.4%	98%	44%	45%	45%	94%	8%	10%	10%	79%
可选消费	厨卫家电	10%	11%	11%	16%	4.2%	94%	40%	41%	42%	90%	13%	14%	14%	89%
可选消费	白色家电	9%	12%	11%	12%	4.7%	95%	26%	27%	27%	67%	19%	20%	19%	97%
公用事业及服务	新能源发电运营	19%	15%	10%	13%	1.5%	61%	39%	40%	40%	88%	9%	9%	9%	76%
公用事业及服务	水务系统	10%	14%	15%	12%	1.7%	69%	33%	32%	31%	75%	8%	8%	8%	69%
公用事业及服务	水电发电运营	95%	115%	123%	141%	2.9%	88%	53%	49%	51%	97%	11%	9%	11%	82%
公用事业及服务	复合型公用事业Ⅲ	8%	11%	5%	9%	3.1%	90%	31%	32%	31%	75%	9%	9%	9%	73%
工业	医药检测	4%	6%	20%	22%	1.5%	63%	41%	40%	37%	86%	23%	17%	10%	80%
工业	煤炭设备Ⅲ	7%	6%	6%	10%	2.6%	84%	25%	25%	26%	63%	11%	11%	12%	85%
工业	集运	0%	0%	451%	17%	17.5%	100%	41%	33%	25%	61%	40%	29%	17%	95%
工业	环保设备	6%	13%	7%	16%	2.6%	85%	29%	29%	29%	72%	24%	23%	19%	97%
工业	光伏设备	7%	4%	6%	14%	1.7%	69%	30%	31%	31%	77%	21%	21%	21%	98%
工业	管材制品	20%	21%	19%	20%	3.1%	90%	26%	26%	28%	69%	8%	9%	10%	80%
工业	高速公路	22%	19%	23%	23%	3.9%	93%	32%	34%	34%	82%	8%	8%	8%	69%
工业	港口	14%	13%	16%	12%	3.1%	89%	28%	28%	29%	72%	8%	7%	7%	62%
工业	电网终端	5%	10%	8%	10%	1.6%	66%	33%	34%	34%	83%	9%	12%	13%	88%
工业	电网一次硬件	3%	3%	6%	8%	1.5%	61%	30%	28%	27%	66%	15%	14%	12%	85%
必选消费	休闲食品	8%	12%	11%	16%	2.0%	72%	30%	30%	30%	73%	8%	9%	9%	72%
必选消费	软饮料Ⅲ	14%	14%	17%	36%	3.5%	92%	38%	38%	39%	86%	15%	17%	18%	95%
必选消费	乳制品	21%	12%	15%	17%	3.9%	94%	29%	29%	29%	72%	11%	12%	13%	88%
必选消费	啤酒	5%	4%	7%	9%	1.9%	72%	40%	41%	41%	90%	14%	15%	14%	92%
必选消费	白酒Ⅲ	24%	19%	33%	36%	2.5%	83%	80%	81%	81%	100%	26%	28%	28%	99%

筛选标准：

ROE分位数

毛利率分位数

股息率分位数

均>60%

资料来源：Wind，国联证券研究所



寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”类机会——高盈利质量+偏低估值&偏高股息+适度增长

图：财务层面，攻守兼备的个股梳理——制造业部分

股票代码	股票名称	初级行业	一级行业	三级行业	总市值 (亿元)	货币资金总金额/最新总市值			股利分红总金额/整体货币资金总额			过去3年股 利分红/货 币资金比例	2024年 预期股 息率	2024年预 期股息率 分位数	毛利率			ROE			毛利率 分位数	ROE分 位数
						2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年				2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3		
001203.SZ	大中矿业	原材料	金属材料及矿业	铁矿石开采Ⅲ	146	3%	14%	10%	91%	0%	28%	28%	3%	87%	42%	47%	53%	11%	14%	16%	90%	91%
002978.SZ	安宁股份	原材料	金属材料及矿业	铁矿石开采Ⅲ	117	13%	20%	17%	32%	17%	17%	26%	5%	94%	69%	67%	67%	17%	15%	16%	95%	92%
002756.SZ	永兴材料	原材料	金属材料及矿业	特钢	295	3%	24%	38%	7%	2%	28%	24%	9%	99%	52%	50%	46%	49%	50%	41%	85%	98%
603132.SH	金徽股份	原材料	金属材料及矿业	铅锌	120	0%	4%	6%	0%	126%	63%	117%	7%	97%	64%	63%	63%	12%	12%	13%	94%	87%
002738.SZ	中矿资源	原材料	金属材料及矿业	其他金属及材料Ⅲ	280	8%	9%	21%	1%	1%	9%	9%	2%	81%	57%	58%	61%	31%	30%	27%	93%	98%
601958.SH	金钼股份	原材料	金属材料及矿业	其他金属及材料Ⅲ	303	8%	0%	5%	46%	0%	58%	49%	2%	84%	42%	43%	46%	15%	16%	20%	85%	95%
002466.SZ	天齐锂业	原材料	金属材料及矿业	锂	943	1%	10%	9%	0%	0%	61%	32%	3%	88%	86%	86%	86%	64%	65%	66%	99%	99%
000408.SZ	赣锋矿业	原材料	化学品	钾肥	413	1%	7%	3%	0%	107%	226%	142%	5%	95%	81%	78%	71%	50%	42%	36%	97%	98%
603688.SH	石英股份	原材料	非金属材料	其他非金属材料Ⅲ	314	1%	0%	4%	32%	0%	19%	163%	7%	97%	76%	84%	87%	44%	59%	65%	99%	99%
600938.SH	中国海油	能源	油气石化	油气开采	9751	0%	17%	15%	0%	63%	40%	50%	8%	98%	51%	51%	49%	22%	21%	20%	87%	95%
600123.SH	兰花科创	能源	煤炭	无烟煤	166	25%	35%	47%	4%	16%	17%	21%	10%	99%	54%	47%	46%	20%	17%	14%	85%	89%
600348.SH	华阳股份	能源	煤炭	无烟煤	342	56%	51%	53%	4%	7%	13%	9%	5%	95%	49%	48%	50%	26%	24%	22%	87%	96%
000983.SZ	山西焦煤	能源	煤炭	炼焦煤	565	20%	37%	32%	6%	19%	38%	36%	11%	99%	42%	42%	41%	29%	27%	23%	80%	97%
000552.SZ	靖远煤电	能源	煤炭	动力煤	156	57%	96%	39%	10%	2%	11%	7%	3%	87%	47%	47%	46%	26%	27%	28%	85%	98%
600546.SH	山煤国际	能源	煤炭	动力煤	329	73%	36%	21%	1%	39%	46%	28%	6%	96%	46%	44%	44%	52%	52%	42%	83%	99%
600971.SH	恒源煤电	能源	煤炭	动力煤	131	81%	0%	58%	6%	0%	19%	35%	20%	100%	54%	54%	55%	22%	23%	20%	90%	95%
601699.SH	潞安环能	能源	煤炭	动力煤	651	49%	62%	50%	4%	6%	30%	23%	12%	99%	60%	59%	55%	31%	32%	27%	90%	97%
000552.SZ	甘肃能化	能源	煤炭	动力煤	156	57%	96%	39%	10%	2%	11%	7%	3%	87%	47%	47%	46%	26%	27%	28%	85%	98%
000429.SZ	粤高速A	工业	交通运输	高速公路	186	19%	26%	29%	21%	28%	18%	27%	8%	98%	62%	63%	64%	15%	17%	16%	94%	92%
600012.SH	皖通高速	工业	交通运输	高速公路	193	37%	39%	28%	9%	19%	18%	19%	5%	96%	44%	54%	45%	11%	12%	12%	84%	84%
002372.SZ	伟星新材	工业	建筑产品	管材制品	221	6%	9%	10%	33%	30%	32%	36%	4%	91%	40%	41%	42%	24%	29%	26%	81%	97%
601965.SH	中国汽研	工业	检测服务	汽车检测	200	0%	9%	8%	0%	16%	19%	29%	2%	84%	44%	43%	44%	12%	12%	12%	83%	85%
603277.SH	银都股份	工业	机械设备	制冷空调设备	100	4%	0%	11%	125%	0%	32%	165%	17%	100%	37%	39%	42%	16%	17%	18%	81%	93%
002690.SZ	美亚光电	工业	机械设备	其它专用机械	149	4%	7%	7%	50%	37%	49%	52%	4%	91%	54%	53%	53%	27%	32%	28%	89%	98%
688556.SH	高测股份	工业	机械设备	光伏设备	117	4%	0%	4%	4%	0%	13%	109%	4%	94%	42%	45%	46%	43%	35%	37%	84%	98%
603283.SH	赛腾股份	工业	机械设备	半导体及3C设备	133	9%	0%	9%	25%	0%	12%	34%	3%	89%	40%	40%	43%	20%	21%	24%	83%	97%
603568.SH	伟明环保	工业	环保	垃圾焚烧	292	2%	0%	6%	47%	0%	14%	45%	3%	88%	46%	46%	46%	16%	16%	17%	84%	93%
000733.SZ	振华科技	工业	国防军工	通用装备Ⅲ	268	3%	3%	10%	5%	9%	14%	19%	2%	80%	63%	63%	62%	24%	25%	19%	94%	94%
688303.SH	大全能源	工业	电力及新能源设备	光伏制造	637	4%	23%	24%	0%	5%	37%	30%	7%	98%	78%	71%	56%	36%	33%	21%	91%	95%
002270.SZ	华明装备	工业	电力及新能源设备	电网一次硬件	133	10%	15%	8%	19%	35%	48%	46%	4%	92%	50%	53%	53%	12%	14%	16%	90%	92%
600639.SH	浦东金桥	房地产及服务	房地产	园区开发	109	29%	21%	15%	8%	21%	27%	16%	3%	86%	72%	73%	74%	12%	13%	13%	97%	85%
600007.SH	中国国贸	房地产及服务	房地产	商业物业	172	20%	22%	19%	14%	17%	19%	21%	4%	93%	58%	58%	59%	12%	13%	13%	92%	87%
601985.SH	中国核电	公用事业及服务	公用事业	新能源发电运营	1490	9%	14%	12%	17%	17%	19%	28%	3%	91%	45%	45%	44%	11%	12%	12%	83%	83%
600025.SH	华能水电	公用事业及服务	公用事业	水电发电运营	1532	1%	2%	2%	191%	165%	129%	183%	3%	90%	57%	55%	57%	10%	9%	12%	91%	84%
600674.SH	川投能源	公用事业及服务	公用事业	水电发电运营	666	2%	2%	3%	166%	209%	86%	213%	7%	97%	41%	41%	46%	11%	12%	12%	85%	84%
600900.SH	长江电力	公用事业及服务	公用事业	水电发电运营	5750	2%	2%	1%	160%	199%	259%	192%	3%	87%	57%	53%	56%	11%	10%	12%	91%	83%
603393.SH	新天然气	公用事业及服务	公用事业	燃气Ⅲ	125	0%	34%	26%	0%	7%	8%	12%	3%	89%	56%	51%	48%	17%	17%	18%	86%	94%
001286.SZ	陕西能源	公用事业及服务	公用事业	火电发电运营	309	0%	0%	20%	0%	0%	20%	13%	3%	87%	40%	40%	41%	20%	15%	15%	80%	90%

筛选标准：

ROE分位数

毛利率分位数

股息率分位数

均>80%

市值>100亿元

寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”类机会——高盈利质量+偏低估值&偏高股息+适度增长

图：财务层面，攻守兼备的个股梳理——消费+TMT部分

股票代码	股票名称	初级行业	一级行业	三级行业	总市值(亿元)	货币资金总金额/最新总市值			股利分红总金额/整体货币资金总额			过去3年股利分红/货币资金比例	2024年预期股息率	2024年预期股息率分位数	毛利率			ROE			毛利率分位数	ROE分位数
						2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年				2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3		
001323.SZ	慕思股份	可选消费	家用装饰及休闲	家具	119	0%	13%	26%	0%	23%	11%	18%	5%	95%	47%	49%	49%	15%	18%	18%	87%	93%
603868.SH	飞科电器	可选消费	家电制造	小家电	205	2%	2%	2%	125%	86%	147%	137%	3%	87%	54%	56%	57%	24%	31%	27%	92%	97%
605117.SH	德业股份	可选消费	家电制造	家电零部件III	360	4%	3%	10%	8%	9%	16%	20%	2%	82%	41%	43%	42%	43%	49%	42%	82%	99%
002508.SZ	老板电器	可选消费	家电制造	厨卫家电	197	11%	20%	22%	12%	9%	8%	11%	2%	85%	50%	51%	51%	15%	16%	16%	88%	91%
300888.SZ	稳健医疗	可选消费	纺织服装	其他服饰	223	12%	15%	16%	18%	8%	21%	15%	2%	85%	48%	48%	49%	14%	12%	19%	87%	94%
002832.SZ	比音勒芬	可选消费	纺织服装	服装	177	8%	8%	11%	15%	15%	8%	18%	2%	81%	77%	78%	78%	18%	19%	19%	98%	94%
600398.SH	海澜之家	可选消费	纺织服装	服装	328	46%	55%	30%	9%	18%	19%	14%	4%	94%	43%	44%	44%	14%	17%	18%	83%	94%
300146.SZ	汤臣倍健	必选消费	食品饮料	食品综合	272	6%	8%	7%	38%	40%	13%	34%	3%	86%	69%	69%	69%	15%	16%	15%	96%	90%
603156.SH	养元饮品	必选消费	食品饮料	软饮料III	281	1%	0%	5%	287%	0%	142%	934%	48%	100%	45%	44%	45%	14%	17%	17%	84%	92%
605499.SH	东鹏饮料	必选消费	食品饮料	软饮料III	686	1%	3%	7%	59%	28%	15%	45%	3%	90%	42%	43%	43%	29%	33%	32%	82%	98%
600132.SH	重庆啤酒	必选消费	食品饮料	啤酒	296	3%	6%	12%	9%	28%	26%	29%	3%	91%	50%	50%	50%	61%	70%	57%	88%	99%
000568.SZ	泸州老窖	必选消费	食品饮料	白酒II	2323	4%	5%	8%	22%	27%	23%	33%	3%	87%	87%	88%	88%	30%	34%	33%	99%	98%
000858.SZ	五粮液	必选消费	食品饮料	白酒III	5003	10%	13%	16%	12%	13%	15%	15%	2%	85%	76%	75%	75%	23%	25%	25%	97%	97%
002304.SZ	洋河股份	必选消费	食品饮料	白酒III	1456	8%	10%	12%	21%	19%	23%	28%	3%	91%	74%	76%	76%	19%	21%	20%	97%	95%
600519.SH	贵州茅台	必选消费	食品饮料	白酒III	20539	2%	3%	3%	47%	94%	85%	93%	3%	88%	92%	92%	92%	30%	34%	33%	99%	98%
600779.SH	水井坊	必选消费	食品饮料	白酒III	251	3%	5%	7%	31%	19%	17%	26%	2%	81%	84%	84%	83%	28%	32%	29%	99%	98%
603589.SH	口子窖	必选消费	食品饮料	白酒III	251	0%	5%	4%	0%	53%	82%	79%	3%	88%	74%	73%	75%	17%	19%	18%	97%	94%
000999.SZ	华润三九	医疗	医疗保健	中药	505	9%	7%	13%	16%	27%	15%	23%	3%	89%	54%	53%	52%	12%	14%	14%	89%	88%
002737.SZ	葵花药业	医疗	医疗保健	中药	146	14%	18%	12%	15%	17%	34%	22%	3%	87%	58%	58%	57%	23%	26%	27%	92%	97%
600211.SH	西药药业	医疗	医疗保健	中药	112	6%	13%	14%	17%	7%	29%	26%	4%	91%	95%	95%	15%	20%	23%	100%	96%	
600566.SH	济川药业	医疗	医疗保健	中药	293	15%	19%	30%	10%	13%	11%	16%	5%	95%	82%	82%	82%	19%	21%	20%	99%	95%
600572.SH	康恩贝	医疗	医疗保健	中药	117	19%	20%	15%	0%	17%	17%	12%	2%	81%	60%	59%	59%	9%	11%	11%	93%	82%
600750.SH	江中药业	医疗	医疗保健	中药	131	11%	15%	21%	30%	53%	28%	52%	11%	99%	65%	66%	66%	15%	15%	15%	95%	91%
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗	医疗保健	医疗器械III	341	6%	15%	19%	12%	6%	9%	12%	2%	84%	49%	51%	52%	17%	21%	22%	89%	96%
300529.SZ	健帆生物	医疗	医疗保健	医疗器械III	156	5%	10%	15%	23%	28%	20%	28%	4%	93%	81%	80%	80%	20%	13%	14%	98%	89%
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗	医疗保健	医疗器械III	3354	3%	6%	6%	20%	18%	28%	33%	2%	82%	65%	65%	66%	29%	32%	31%	95%	98%
688575.SH	亚辉龙	医疗	医疗保健	医疗器械III	127	3%	0%	4%	0%	0%	53%	87%	4%	92%	48%	50%	50%	23%	21%	15%	88%	90%
300009.SZ	安科生物	医疗	医疗保健	生物制品	155	2%	2%	2%	85%	101%	157%	114%	2%	80%	77%	77%	77%	21%	23%	21%	98%	96%
000513.SZ	丽珠集团	医疗	医疗保健	化学制药	330	24%	34%	30%	13%	12%	14%	13%	4%	93%	64%	64%	63%	13%	14%	14%	94%	89%
002332.SZ	仙琚制药	医疗	医疗保健	化学制药	109	10%	15%	15%	12%	9%	17%	13%	2%	82%	57%	55%	53%	13%	13%	12%	90%	84%
600062.SH	华润双鹤	医疗	医疗保健	化学制药	180	20%	14%	16%	11%	30%	10%	18%	3%	88%	55%	55%	55%	11%	11%	11%	91%	80%
603707.SH	健友股份	医疗	医疗保健	化学制药	233	1%	5%	10%	21%	13%	9%	20%	2%	83%	52%	51%	50%	17%	17%	15%	88%	90%
300363.SZ	博腾股份	医疗	医疗保健	CRO/CMO	119	2%	13%	14%	5%	4%	28%	14%	2%	82%	52%	50%	48%	27%	18%	13%	86%	86%
300442.SZ	普丽盛	信息技术与硬件	机械设备	互联网服务及基础架构	378	0%	4%	7%	0%	59%	27%	104%	7%	98%	54%	54%	51%	20%	24%	19%	88%	94%
300442.SZ	润泽科技	信息技术与硬件	机械设备	互联网服务及基础架构	378	0%	4%	7%	0%	59%	27%	104%	7%	98%	54%	54%	51%	20%	24%	19%	88%	94%
002415.SZ	海康威视	信息技术与硬件	电子	电子终端品	2956	7%	12%	13%	22%	21%	16%	20%	3%	86%	43%	43%	44%	17%	18%	18%	83%	93%
300628.SZ	亿联网络	通讯业务	电信业务	电信应用III	334	0%	1%	1%	342%	167%	579%	337%	2%	85%	64%	65%	66%	26%	27%	26%	95%	97%
002555.SZ	三七互娱	通讯业务	传媒互联网	游戏	419	8%	13%	14%	17%	31%	29%	38%	5%	96%	79%	79%	79%	22%	19%	23%	98%	96%
603444.SH	吉比特	通讯业务	传媒互联网	游戏	150	0%	12%	9%	0%	82%	73%	78%	7%	97%	88%	88%	89%	37%	37%	36%	99%	98%
002027.SZ	分众传媒	通讯业务	传媒互联网	广告营销	833	4%	3%	4%	109%	57%	146%	102%	4%	93%	59%	62%	64%	16%	23%	25%	94%	97%
600373.SH	中文传媒	通讯业务	传媒互联网	出版	185	79%	102%	77%	6%	7%	8%	7%	5%	96%	39%	40%	43%	11%	11%	11%	82%	81%

筛选标准：

ROE分位数

毛利率分位数

股息率分位数

均>80%

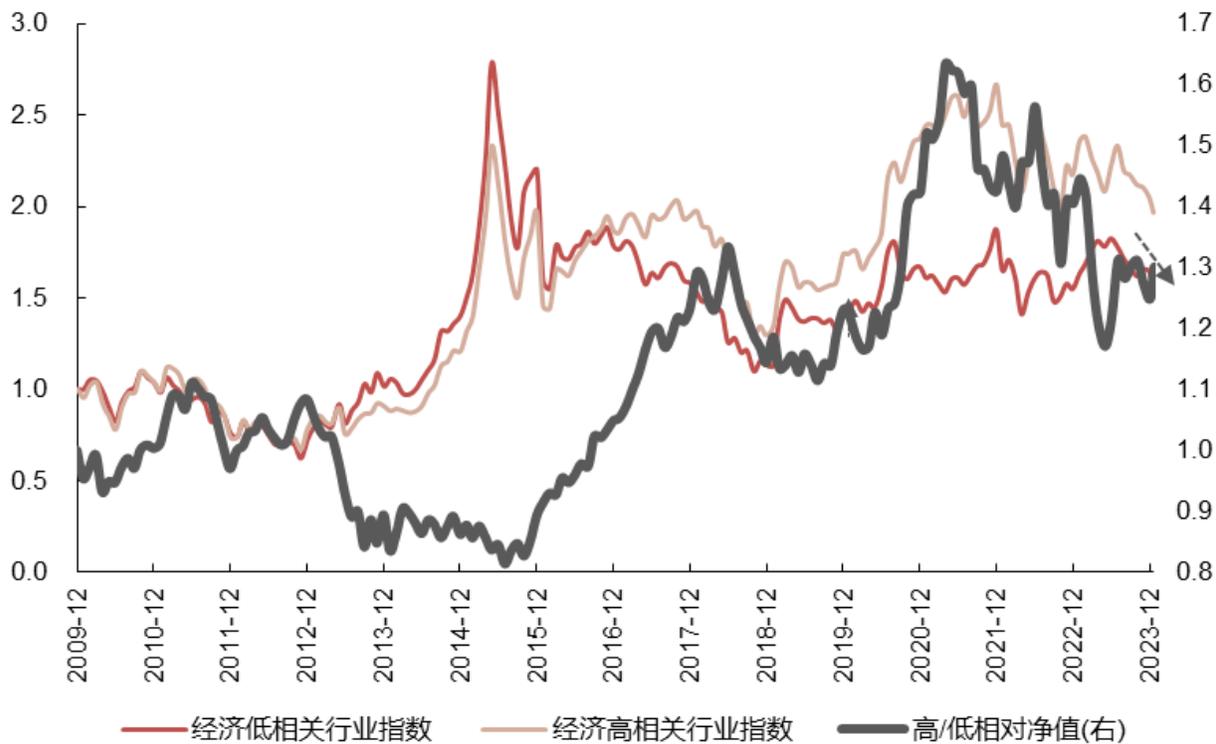
市值>100亿元



三、一头在外，干出优势的出口链

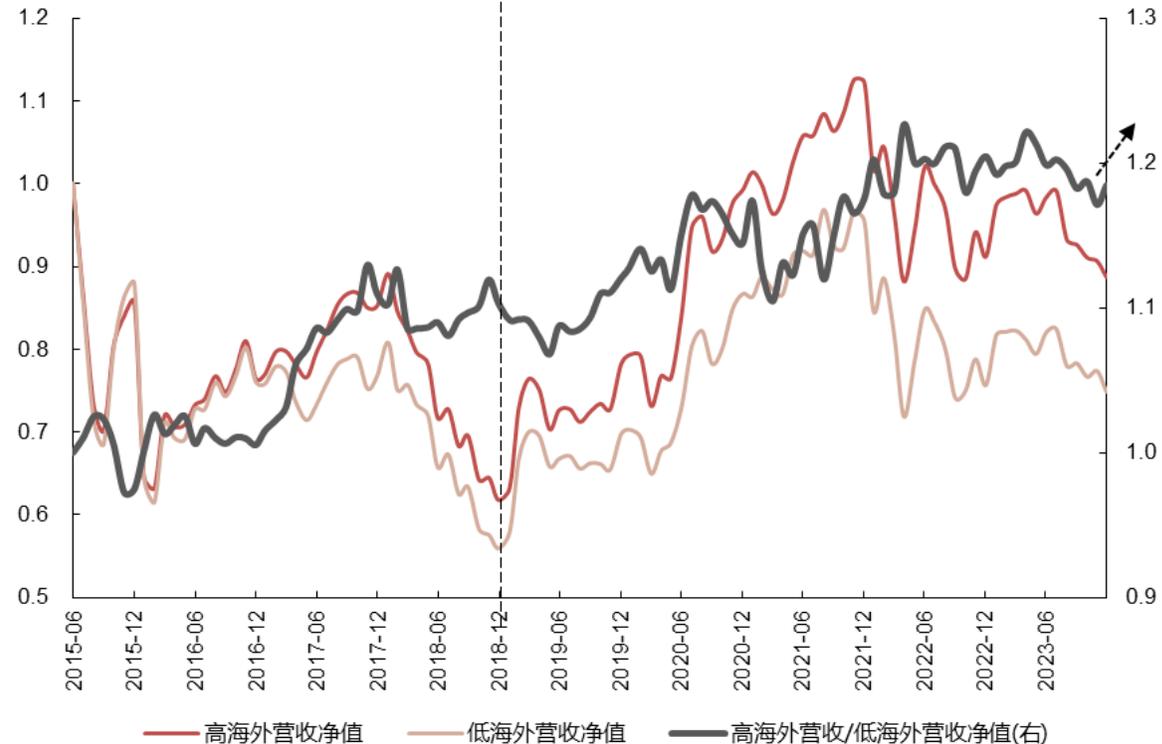
寻找低经济相关，高海外营收占比的行业

图：高经济相关性行业的下行风险仍然较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

图：高海外暴露行业后续或逐步改善

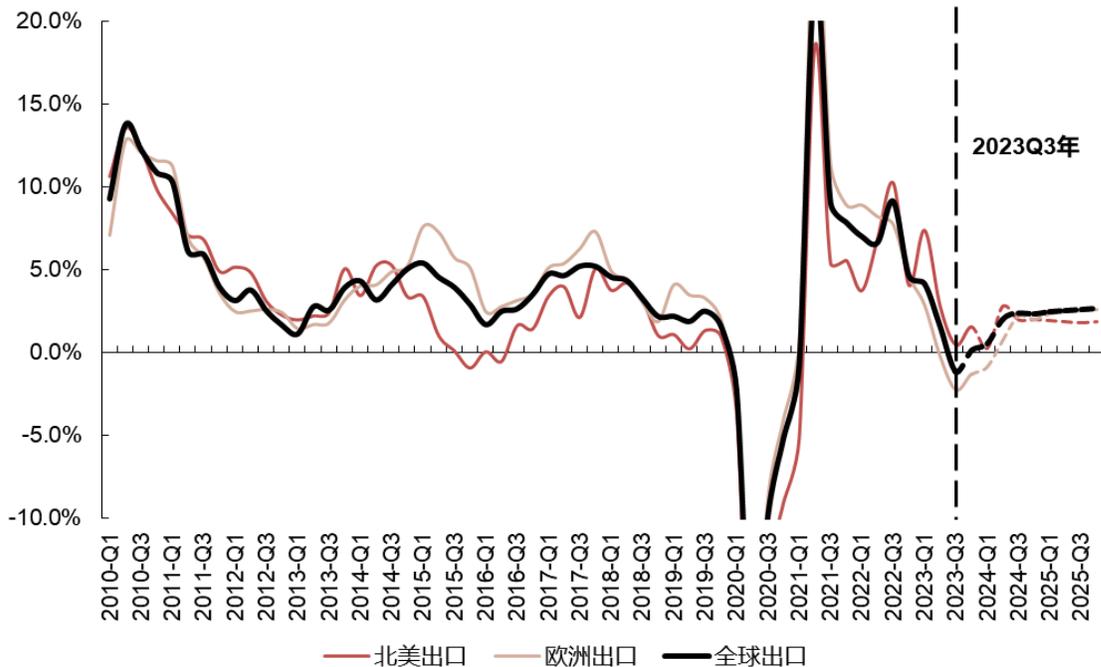


资料来源：Wind，国联证券研究所

全球贸易预计三季度已经触底，2024年全年持续改善

图：基于OECD预测，2024年全球出口增速持续改善

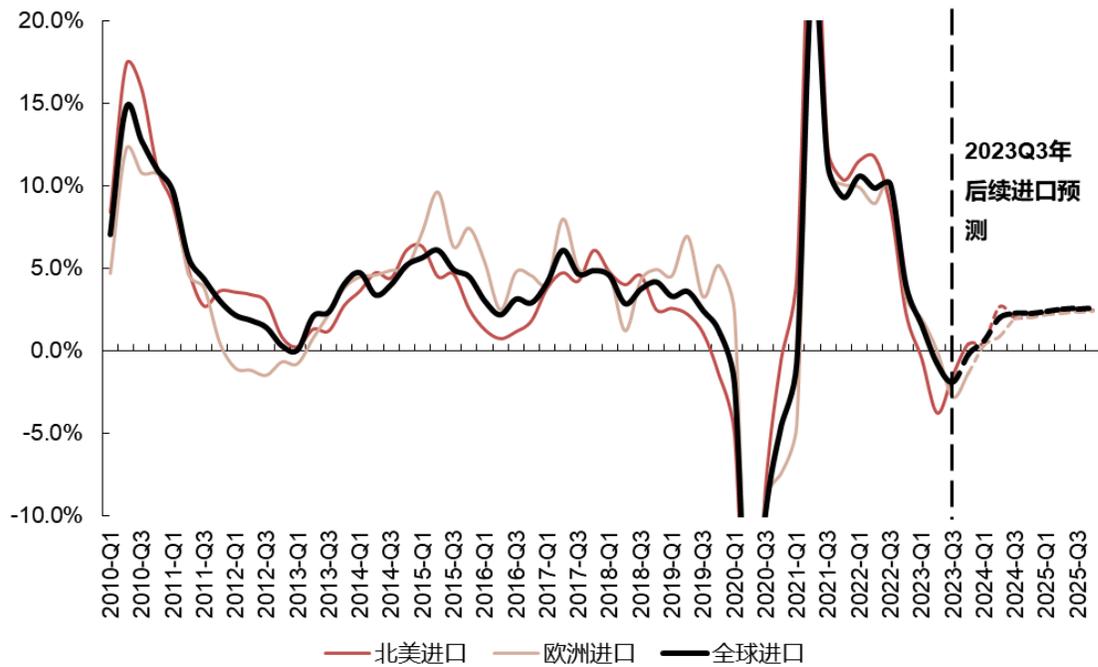
OECD预测全球商品及服务出口增速



资料来源：Wind，OECD，国联证券研究所

图：基于OECD预测，2024年全球进口增速持续改善

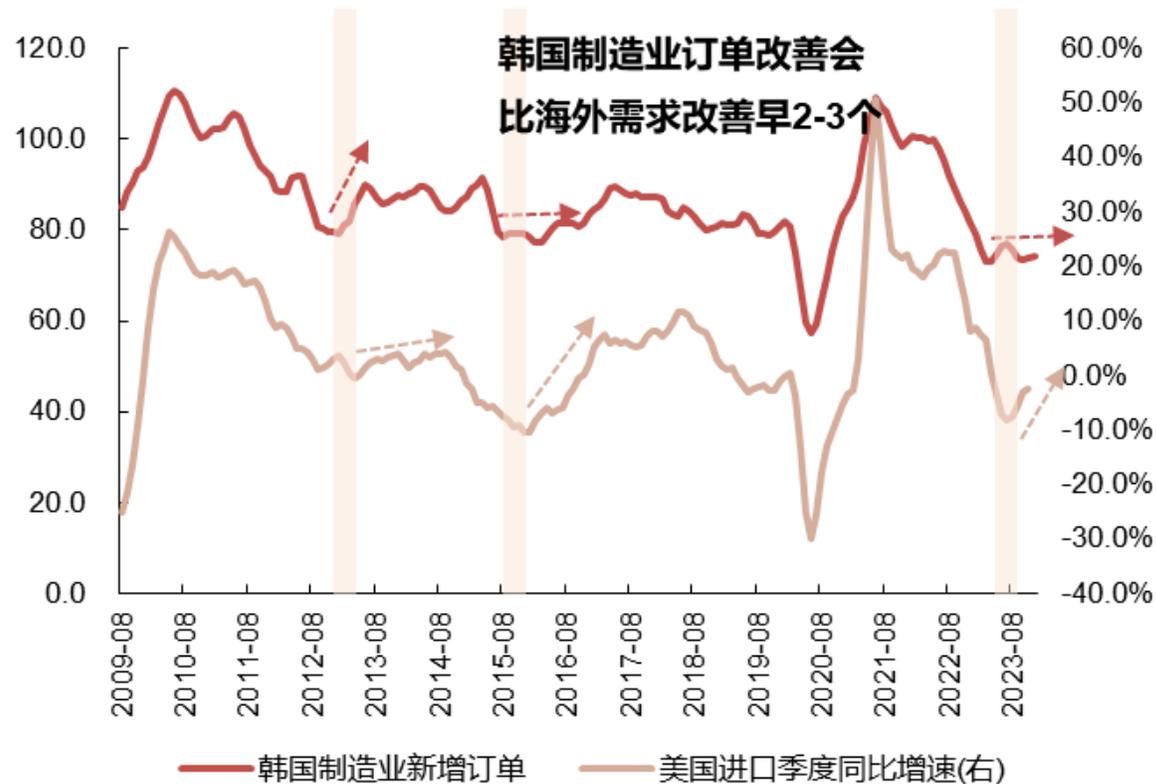
OECD预测全球商品及服务进口增速



资料来源：Wind，OECD，国联证券研究所

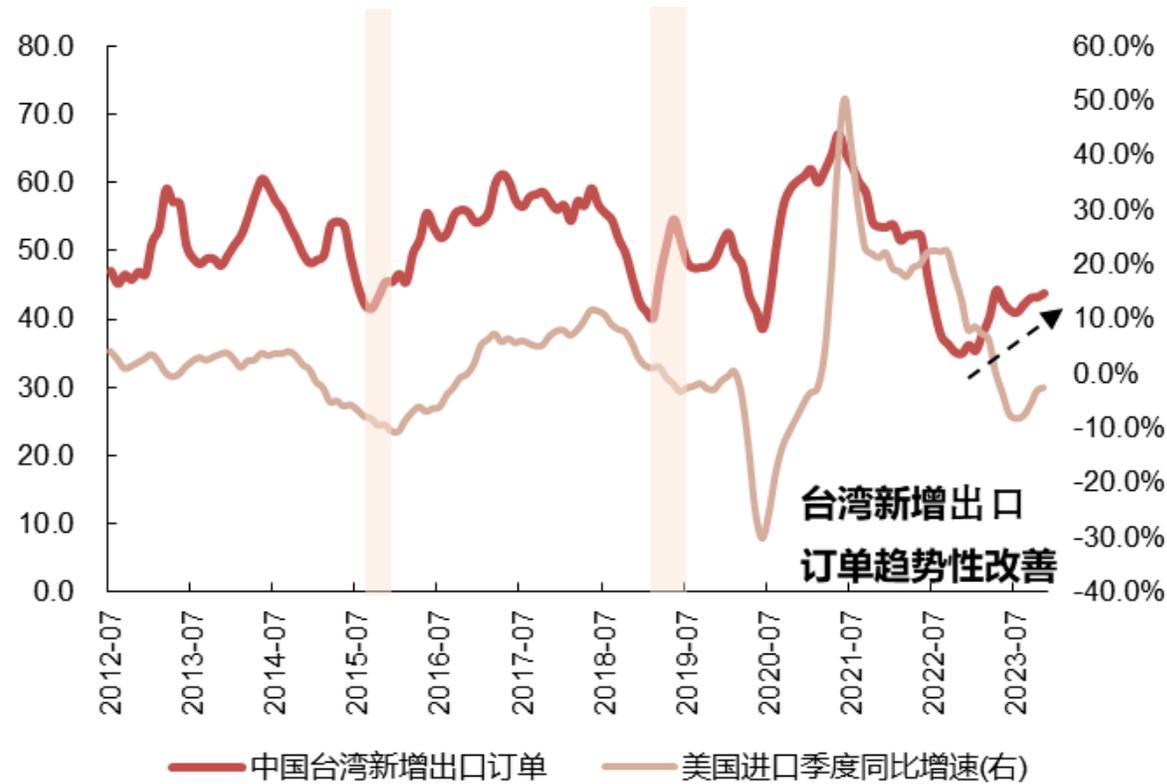
全球贸易预计三季度已经触底，预期2024年全年持续改善

图：韩国制造业新增订单比出口拐点早3个月，2023年5月已经逐步触底



资料来源：Wind，国联证券研究所

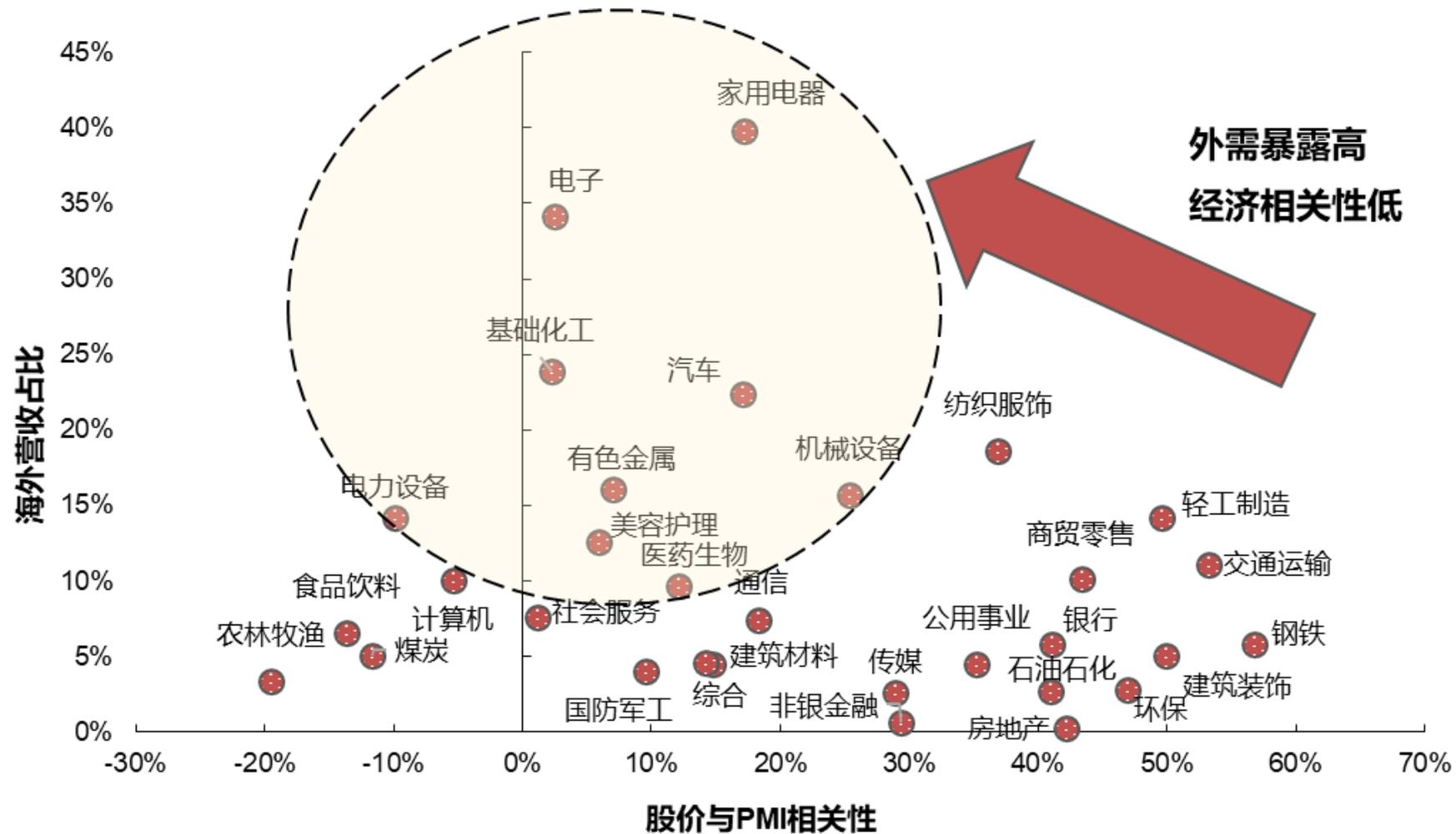
图：中国台湾新增出口订单具有更早的领先型，在2023年年初的时候已经开始触底反弹



资料来源：Wind，国联证券研究所

经济相关性低、外需暴露高：家电、电子、化工、汽车等行业

图：经济相关性低、外需暴露高：家电、电子、化工、汽车等行业



结合海外收入毛利率，哪些行业海外收入有望发力？

图：如果海外毛利率高于国内，行业出口阻力或较小

申万一级行业	申万二级行业	海外收入-国内收入毛利率	2023Q3海外业务收入占比	2016年至今股价与PMI相关性	申万一级行业	申万二级行业	海外收入-国内收入毛利率	2023Q3海外业务收入占比	2016年至今股价与PMI相关性
石油石化	油服工程	55%	50%	24%	机械设备	工程机械	6%	45%	1%
美容护理	化妆品	37%	53%	2%	传媒	游戏Ⅱ	5%	37%	31%
轻工制造	文娱用品	19%	25%	7%	商贸零售	贸易Ⅱ	5%	69%	26%
建筑材料	玻璃玻纤	15%	28%	-5%	基础化工	化学原料	5%	23%	11%
机械设备	通用设备	13%	21%	23%	电力设备	其他电源设备Ⅱ	4%	30%	-23%
机械设备	专用设备	11%	25%	0%	有色金属	工业金属	4%	21%	32%
家用电器	家电零部件Ⅱ	9%	31%	-18%	计算机	计算机设备	4%	36%	19%
医药生物	医疗服务	8%	62%	0%	纺织服饰	纺织制造	4%	56%	34%
农林牧渔	养殖业	7%	24%	-44%	家用电器	黑色家电	2%	29%	2%
电子	电子化学品Ⅱ	7%	75%	-22%	电力设备	电池	2%	30%	-15%
有色金属	金属新材料	6%	27%	-8%	汽车	汽车零部件	2%	45%	24%
电子	元件	6%	62%	-21%	电力设备	光伏设备	1%	32%	-18%
农林牧渔	动物保健Ⅱ	6%	34%	28%	电力设备	电机Ⅱ	0%	42%	-4%

条件1：海外业务收入毛利率 > 国内业务收入毛利率

条件2：海外业务收入占比 > 20%

条件3：股价与PMI相关性 < 40%

1. 全球地缘政治出现重大变化，导致全球市场风险偏好急剧变化。
2. 美联储加息超预期变化。
3. 市场流动性超预期变化。
4. 国内经济复苏不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明	
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
弱于大市		相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

THANK YOU!

包承超 分析师

执业证书编号：
S0590523100005

邓宇林 分析师

执业证书编号：
S0590523100008



国联证券股份有限公司
GUOLIAN SECURITIES CO., LTD.

成为受人尊重的投资银行