

步步为营——A股中期策略展望

华金证券研究所策略组

首席分析师：邓利军S0910523080001



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- ◆ **一、回顾与展望：上半年A股市场分化明显，下半年A股可能延续震荡和中大盘占优趋势。**
- ◆ **二、市场主线：盈利上升至中后段、信用回落后筑底下A股可能震荡偏强。**
 - (1) 下半年A股处于盈利上升至中后段、信用回落后筑底的阶段；
 - (2) 复盘历史，信用回落筑底期间若盈利回升则市场表现大概率偏强，若盈利下行则市场表现可能偏弱；
 - (3) A股可能震荡偏强，节奏上三季度可能偏强，四季度可能震荡。
 - (4) 行业方向上，中大盘占优，高景气的TMT、电新、部分周期和消费等可能相对偏强。
- ◆ **三、影响下半年走势的因素：盈利冲高回落，流动性维持宽松，风险偏好中性。**
- ◆ **四、行业配置：下半年高股息为盾，核心资产和TMT为矛。**
 - (1) 在盈利上行中后段，成长风格盈利弹性较好，其次是周期。
 - (2) 历史上盈利上行中后段周期、电子、养殖等盈利弹性较高；光学光电子、航海装备、影视院线、广告营销、互联网电商、游戏等行业盈利增速和估值性价比较高；汽车、电新、机械、军工最近一年营收平均增速和2024年预计营收增速较高。
 - (3) 综合来看，下半年建议关注：一是盈利和景气向上且估值性价比较高的TMT、电新、机械、汽车等；二是受益于经济修复、外资流入以及高股息相关的家电、银行、食品饮料、纺服等。
- ◆ **五、风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期、模型失效风险**

01.

回顾与展望：上半年A股市场分化明显，下半年A股可能延续震荡和中大盘占优趋势

1.1 下半年A股可能延续震荡和中大盘占优趋势

◆上半年A股市场分化明显，大盘指数显著跑赢中小盘指数，主要是一季度流动性风险和二季度“国九条”出台导致小盘股显著偏弱；行业上银行、煤炭、家电、电力等红利板块显著跑赢计算机、传媒、医药、电子等成长板块，成长中通信表现最强，但4-5月也出现明显回落。

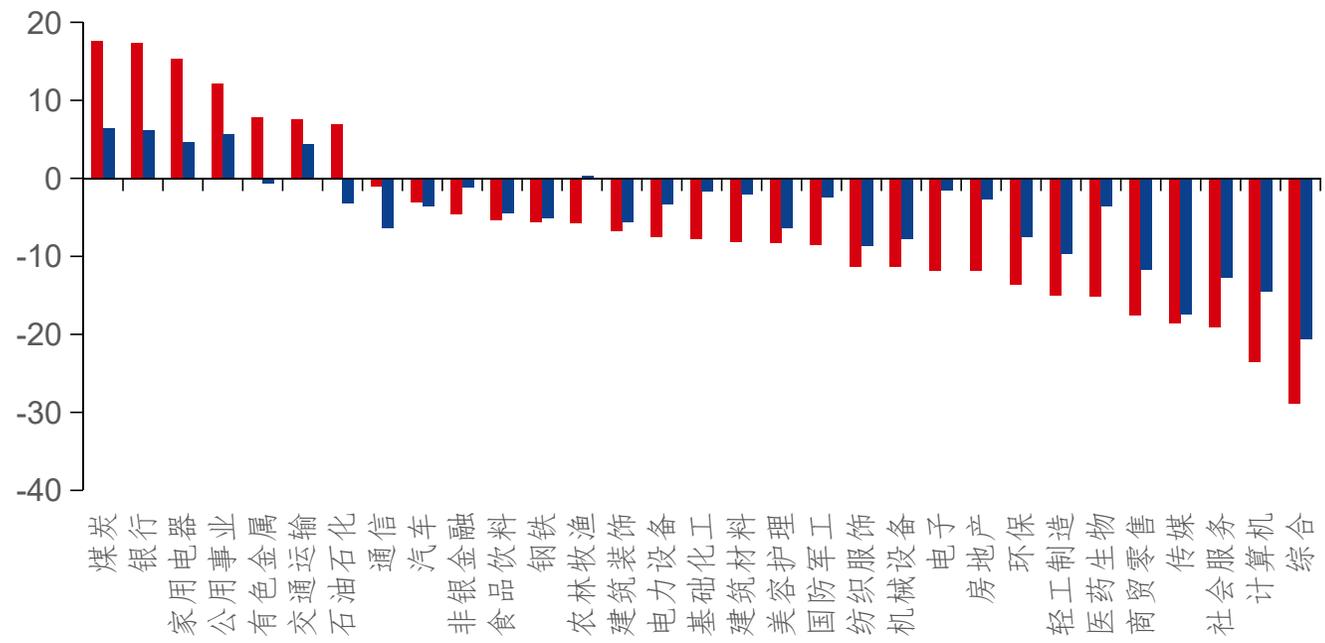
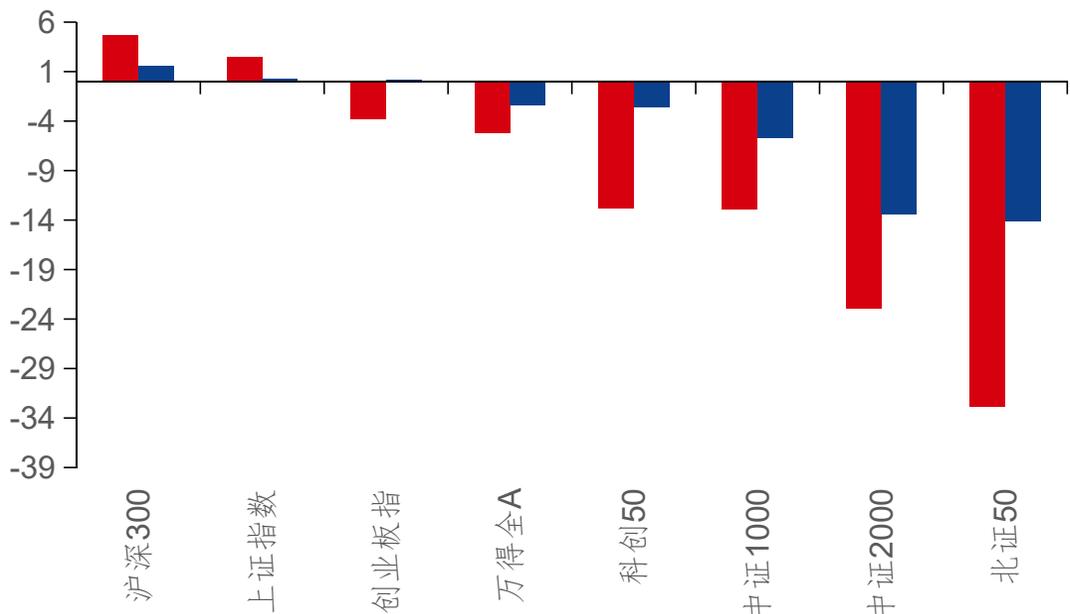
◆展望下半年，在经济修复和盈利回升、信用回落下，A股可能延续震荡趋势，中大盘依然相对占优。

年初至今沪深300涨幅较高，北证50跌幅最大

年初至今煤炭、银行等红利板块涨幅居高，计算机、传媒跌幅较大

■ 2024/1/1-2024/6/6涨跌幅 (%) ■ 2024/4/1-2024/6/6涨跌幅 (%)

■ 2024/1/1-2024/6/6涨跌幅 (%) ■ 2024/4/1-2024/6/6涨跌幅 (%)



02.

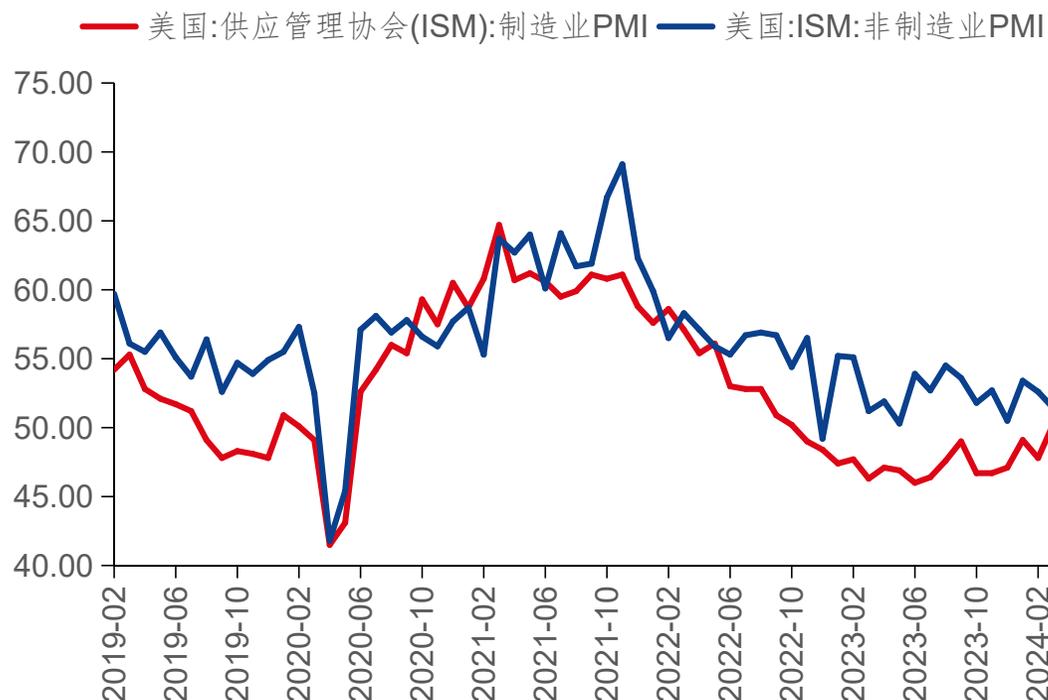
下半年市场主线：
盈利上行和信用回落后筑底，震
荡偏强

2.1 宏观环境：海外降息节奏影响较大

◆ 经济、通胀和就业数据均指向美联储今年降息是大概率。

(1) 美国经济增长放缓迹象显现。一是美国5月制造业PMI拐头向下、持续跌破荣枯线，领先指标显示美国经济增长可能放缓。二是消费者信心指数也出现一定回落，消费放缓迹象显现。

当前美国制造业PMI拐头向下



美国消费者信心指数回落

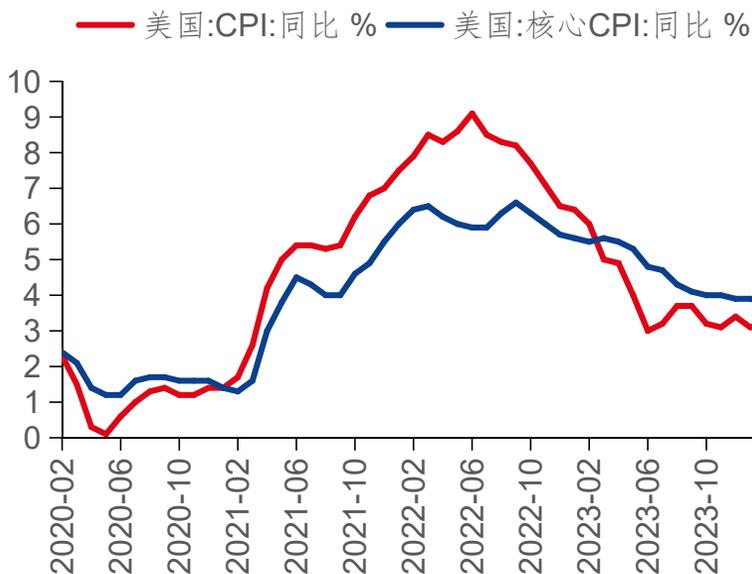


2.1 宏观环境：海外降息节奏影响较大

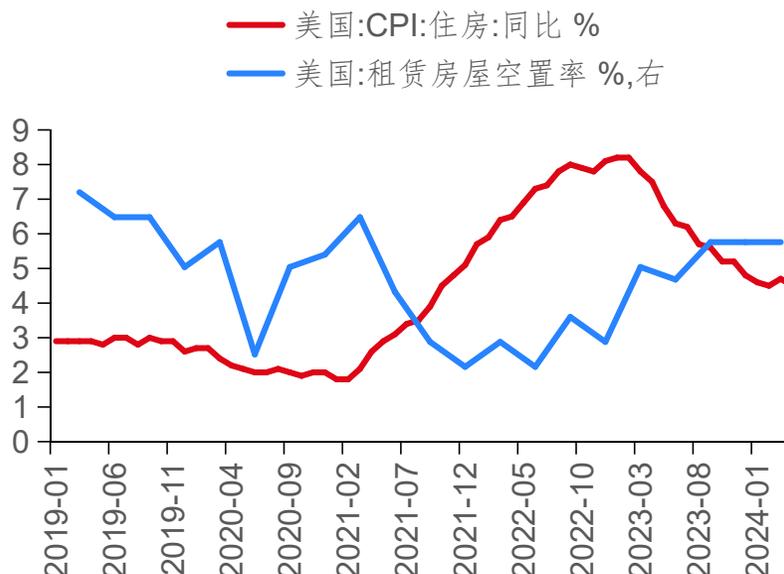
◆ 经济、通胀和就业数据均指向美联储今年降息是大概率。

(2) 美国通胀压力有所缓和。一是整体指标上，CPI、核心CPI同比增速自2022年年中见顶后持续处于下行趋势中。二是结构上，首先，前期推升通胀上行的住房价格增速自2023年开始持续回落，从上升的租赁房屋空置率来看，后续住房CPI同比增速可能继续回落；其次，当前OPEC一揽子原油价格持续维持在80美元/桶左右，地缘风险有限的背景下难进一步推升通胀。

当前美国CPI、核心CPI拐头向下



租赁住房空置率上升或指向住房价格下降



原油价格出现回调



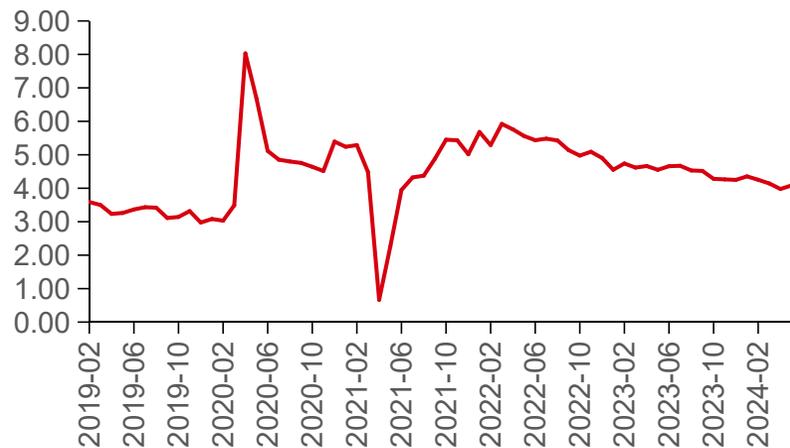
2.1 宏观环境：海外降息节奏影响较大

◆ 经济、通胀和就业数据均指向美联储今年降息是大概率。

(3) 美国劳动力市场有所降温。一是美国失业率开始上升，5月失业率上升至4.0%（前值为3.9%），创2022年2月以来新高。二是非农时薪增速可能维持下降趋势，美国劳动力市场有所降温。

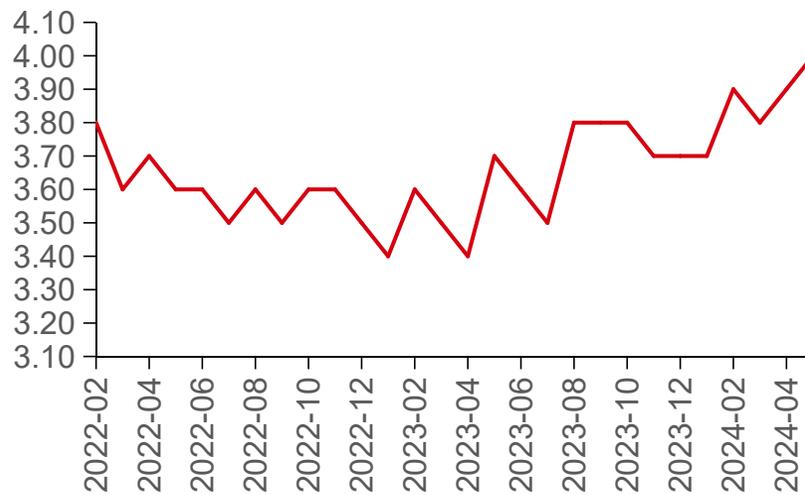
非农时薪增速有下滑趋势

— 美国:私人非农企业全部员工:平均时薪:总计:季调:同比 %



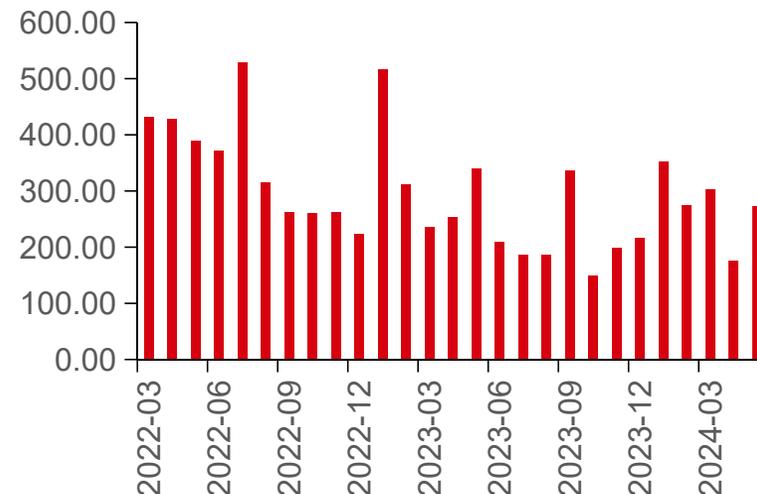
美国失业率开始上升

— 美国:失业率:季调 %



5月新增非农就业人数有所上升

■ 美国:新增非农就业人数:初值 千人



2.1 宏观环境：海外降息节奏影响较大

◆ 美联储降息前3个月美债、美股、A股可能上涨。

(1) 2000年以来，美联储共有3次降息周期，分别开始于2001/1/3、2007/9/18、2019/8/1。

(2) 观察降息开始前3个月内大类资产的表现，可以看到：一是美债收益率均回落；二是美股、A股大概率上涨，3次中纳指和道指各上涨2次、上证上涨2次；三是3次中有1次原油上涨，2次黄金上涨。

(3) 比照当前来看，根据CME预测，若今年11月开启首次降息，则8-11月海内外股市可能有一定机会。

美联储降息前3个月大类资产涨跌幅一览

美联储首次降息时间	T-3个月内大类资产价格表现						
	十年期美债收益率变化	纳指涨跌幅 (%)	道指涨跌幅 (%)	十年期国债收益率变化	上证综指涨跌幅 (%)	布伦特原油价格涨幅 (%)	COMEX黄金价格涨幅 (%)
2001/1/3	-69BP	-26.68%	2.30%	-	11.19%	-16.12%	-2.05%
2007/9/18	-66BP	0.95%	0.73%	+19.5BP	31.27%	8.56%	9.37%
2019/8/1	-61BP	0.19%	-0.04%	-23.8BP	-5.51%	-16.90%	12.33%

CME 预测美联储最早于2024年11月降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.1%	0.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	88.9%	0.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	44.9%	50.2%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	14.4%	46.2%	38.0%	0.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	8.3%	31.6%	41.7%	17.5%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.2%	16.1%	35.0%	33.7%	11.8%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.5%	9.0%	24.6%	34.4%	23.8%	6.5%	0.1%
2025/4/30	0.6%	3.9%	14.0%	27.7%	31.0%	18.3%	4.5%	0.0%

2.1 宏观环境：保增长政策下投资可能维持一定增速

◆ 投资：制造业投资可能继续回升，基建投资增速维持高位，房地产投资可能依然偏弱。

◆ 下半年制造业投资增速可能继续回升：

(1) 发展新质生产力等政策可能提升制造业投资增速。一是历史上政策对制造业投资增速均有明显提振，如2016年8月国常会上提出促进消费品标准和质量提升，制造业投资增速从2.8%→3.1%；2018年5月国务院推出增值税改革三项措施，制造业投资增速从5.2%→6.8%；2023年12月中央经济工作会议提出设备更新和以旧换新政策，制造业投资增速从6.5%→9.4%。二是今年下半年来看，三中全会前后发展新质生产力相关的政策出台和实施可能提升制造业投资增速。

(2) 企业盈利修复下制造业投资增速可能回升。自2023年8月工业企业利润增速见底以来，制造业投资增速也同步回升；下半年来看，随着企业盈利回升周期的持续，制造业投资增速可能继续维持回升趋势。

政策对制造业投资影响较为明显



工业企业盈利与制造业投资增速相关性较强



2.1 宏观环境：保增长政策下投资可能维持一定增速

◆ 投资：制造业投资可能继续回升，基建投资增速维持高位，房地产投资可能依然偏弱。

◆ 下半年基建投资增速可能维持高位：

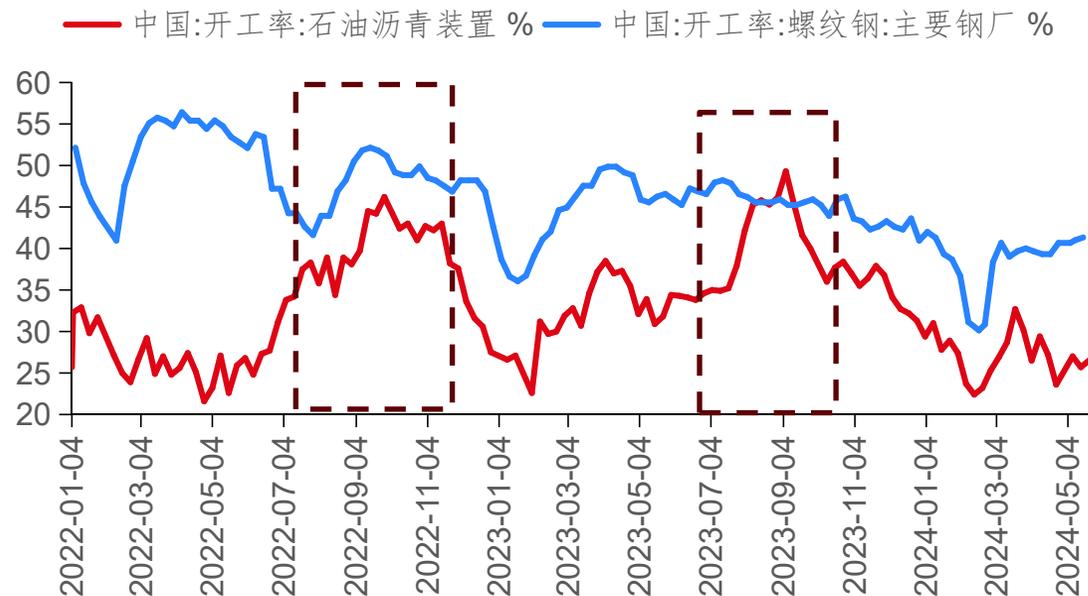
(1) 政府债发行加速下，基建投资高增速可能维持。一是历史上看，政府债发行对基建投资增速有明显提振作用；二是今年下半年来看，超长期国债发行落地，相关项目的开工建设对基建投资高增速可能有托底作用。

(2) 三季度开工旺季下基建投资增速可能维持高位：三季度一般为石油沥青装置、螺纹钢厂等基建相关产品的开工旺季，基建投资增速有望维持高位。

政府债券发行速度与基建投资增速相关性较强



Q3开工率有望维持高位



2.1 宏观环境：保增长政策下投资可能维持一定增速

◆ 投资：制造业投资可能继续回升，基建投资增速维持高位，房地产投资可能依然偏弱。

◆ 下半年地产投资增速可能依然偏弱：

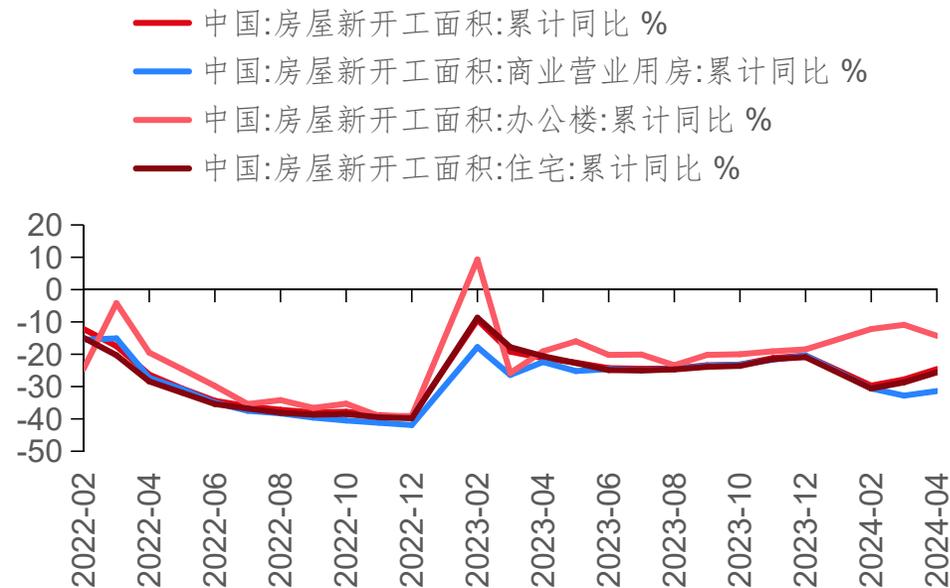
(1) 地产销售依然偏弱，仍可能未见底：一是短期来看，尽管地产政策大面积和大力度放松，但地产销售增速未有明显起色，主要依然受限于收入预期的低迷；二是长期来看，比照美国和日本地产销售面积自高点回落50%-70%左右的幅度来看，当前地产销售可能仍未见底。

(2) 化解存量政策下，地产投资增速可能维持偏弱。一是当前放松限购限贷、以旧换新等地产政策仍以化解存量为主，新开工和地产投资增速可能继续维持低位。

当前地产销售及开发投资增速仍维持偏弱趋势



新房屋开工面积增速继续维持低位



2.1 宏观环境：保增长政策下消费增速可能有所回升

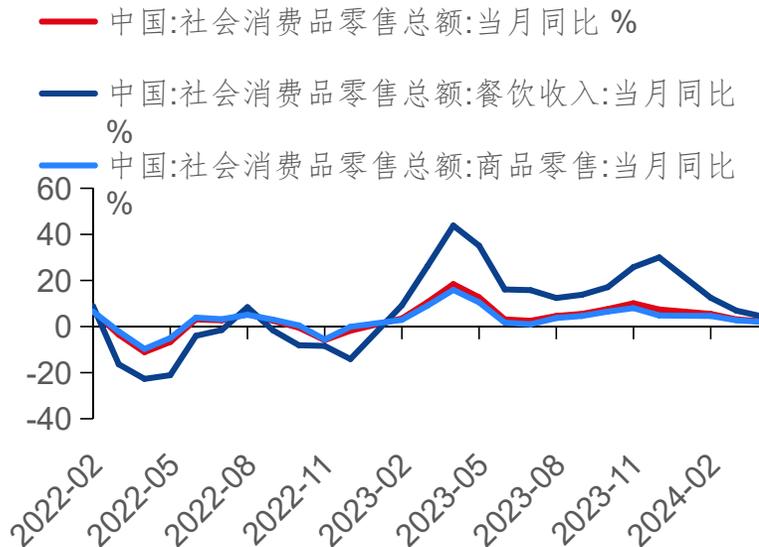
◆ 消费：政策刺激下下半年消费增速可能有所回升。

- (1) 结构上看，服务消费增速自2023年以来持续高于商品消费增速，今年以来服务消费增速有所降温，但仍维持一定水平。
- (2) 推动力上看，收入预期回升和政策刺激可能提升下半年消费增速。一是居民人均可支配收入增速与社零增速趋势一致，当前处于修复趋势中；此外消费者信心指数也仍在高位，因此后续社零增速可能继续有所改善。二是“设备更新”、“以旧换新”政策不断实施和落地，尤其是汽车、家电、消费电子以及商品房等以旧换新可能刺激相关产品需求回升。

居民可支配收入增速与社零增速趋势一致



社零增速仍待回升



消费者信心指数仍在高位



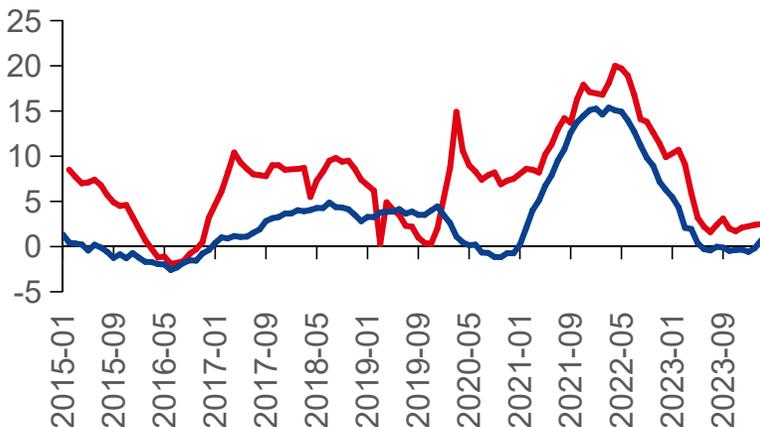
2.1 宏观环境：出口仍有一定韧性

◆ 出口：海外库存低位，新兴市场需求回升，下半年出口仍有一定韧性。

- (1) 中美库存可能见底对出口需求有支撑：当前美国制造商库存处于低位，可能见底回升，补库需求对出口有一定支撑。
- (2) 海外消费需求依然韧性较强：家电、汽车、电子等出口增速有所回升，后续有望持续改善。
- (3) 出口国家来看，对新兴市场的出口增速有明显上升趋势，尤其自2022年中期开始，我国对俄罗斯的出口金额增速有明显上升趋势，对东南亚国家的出口增速也有增加，后续可能延续该趋势。

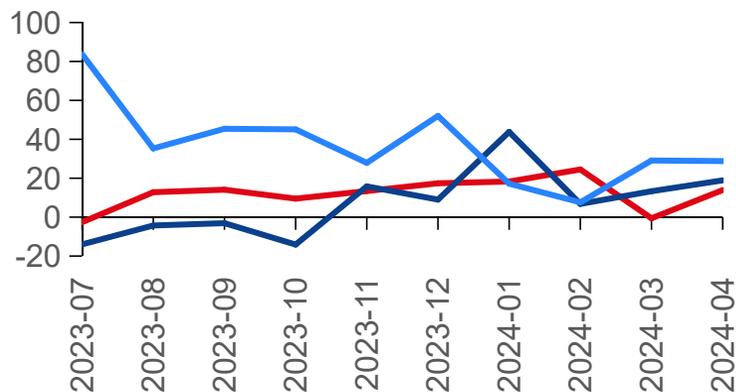
中美库存周期见底

— 中国:工业企业:产成品存货:同比 %
— 美国:制造商库存:季调:同比 %



家电等产品出口增速有所回升

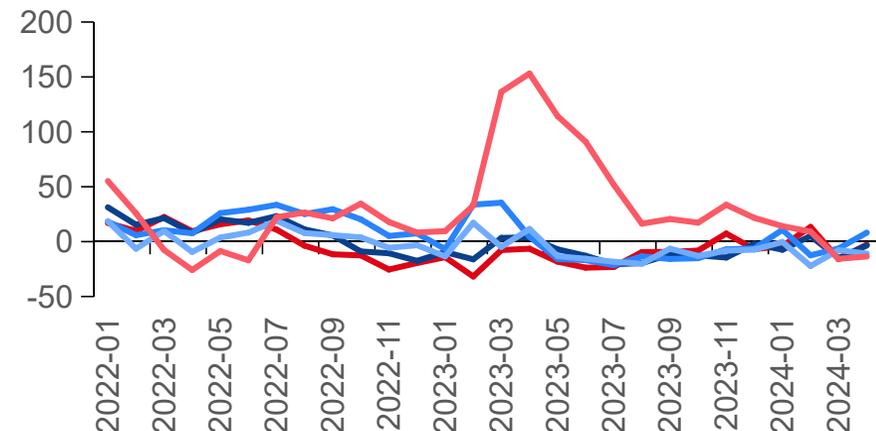
— 中国:出口金额:家用电器:当月同比 %
— 中国:出口金额:集成电路:当月同比 %
— 中国:出口金额:汽车包括底盘:当月同比 %



对东南亚国家的出口增速较大

出口金额同比 (%)

— 美国 — 欧盟 — 东南亚国家联盟 — 日本 — 俄罗斯



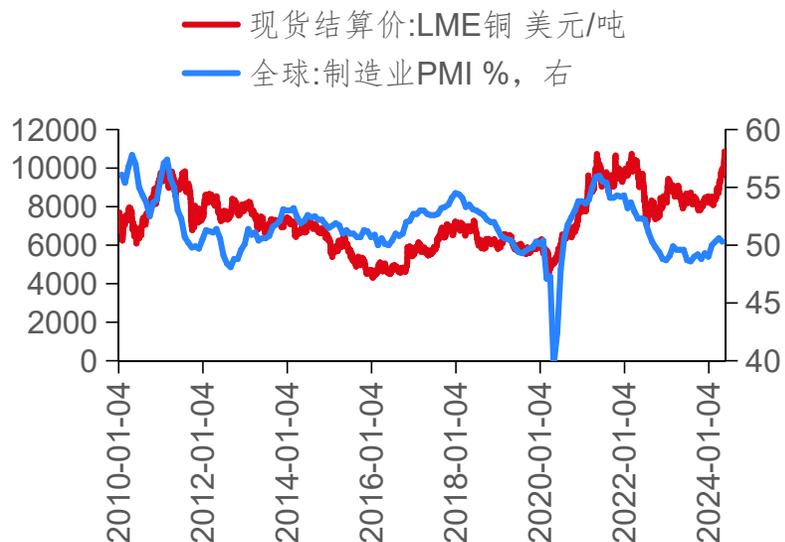
2.1 宏观环境：交易映射下的基本面回升—商品视角

◆ 商品价格反映下半年基本面可能回升。

(1) 铜价持续上行显示经济基本面可能改善：观察发现铜价与全球PMI的走势较为同步，显示铜价对经济增长的预示作用较强，因铜的需求主要在电力、建筑等领域；当前铜库存持续去化，铜价持续上升，预示着后续经济可能进一步修复。

(2) 金银比价显示经济也可能改善：金银比价剔除了商品金融属性的影响，与经济增长呈现明显的负相关关系；当前金银比价处于高位回落趋势中，显示经济可能延续修复趋势。

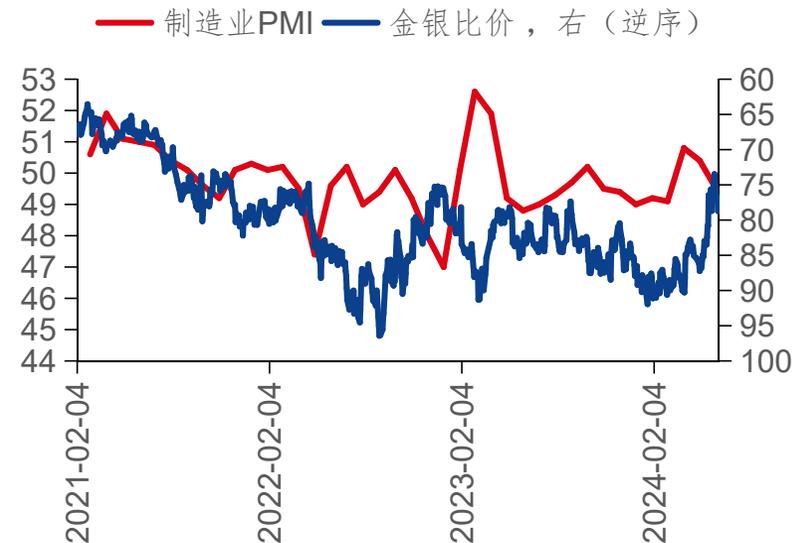
铜价与全球制造业PMI相关性较强



铜库存下降可能指向铜价还有上升空间



金银比价持续下降

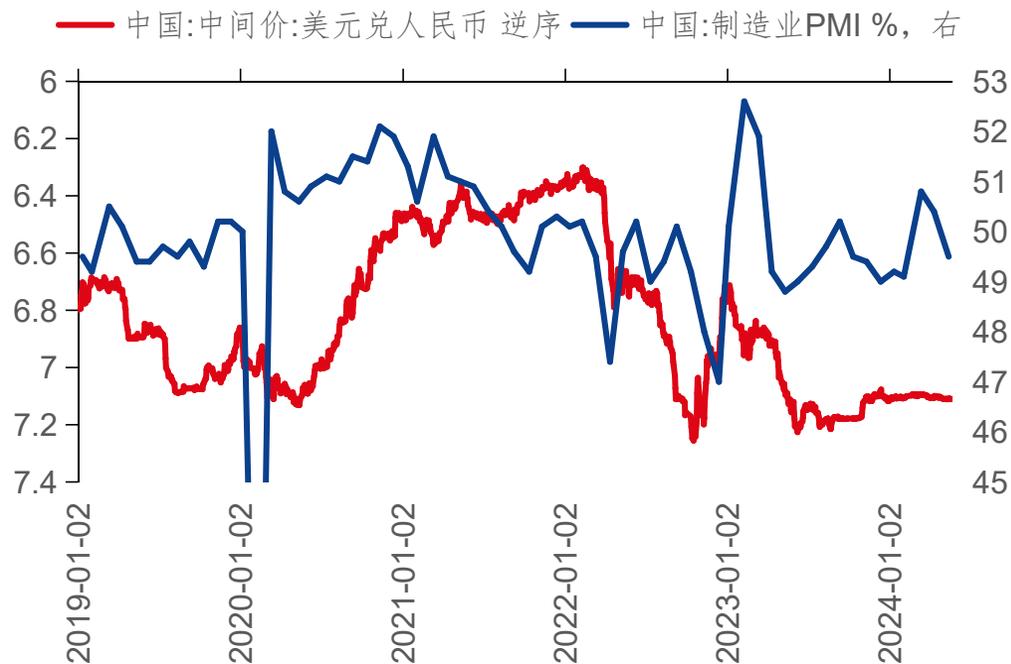


2.1 宏观环境：交易映射下的基本面回升—汇率视角

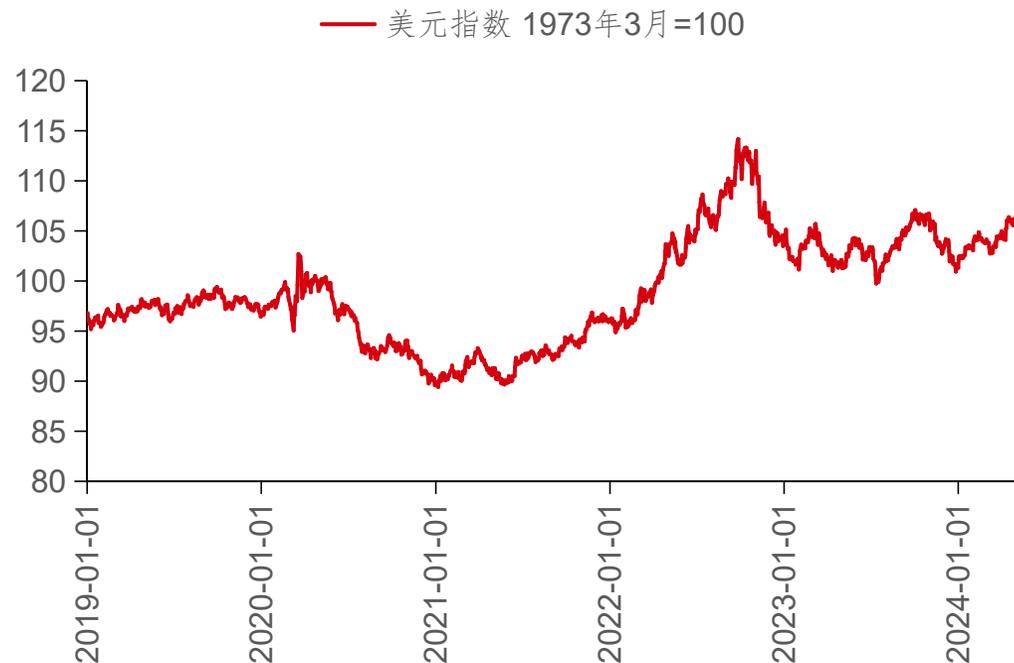
◆ 人民币汇率企稳回升显示今年经济基本面大概率改善。

- (1) 美元回落减轻人民币压力：美联储下半年大概率降息、美元指数可能回落，美元对人民币汇率的压力减轻。
- (2) 人民币汇率走强预示经济基本面可能改善：观察人民币兑美元汇率与PMI走势，两者呈较为明显的正相关；下半年人民币汇率可能继续企稳回升，可能预示着国内经济基本面大概率改善。

人民币汇率与制造业PMI基本呈正相关关系



美元指数开始回落



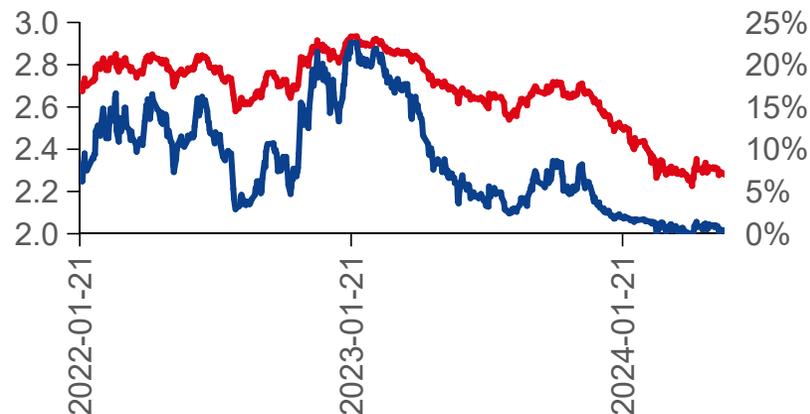
2.1 宏观环境：交易映射下的基本面回升—债券视角

◆ 债券收益率持续下行，债券市场显示经济修复预期偏弱。

- (1) 当前十年期国债收益率处于历史极低位置，2005年以来的历史分位数仅为不足1%。
- (2) 十年期国债收益率与经济增长呈正向关系；当前国债收益率持续下行，显示债券市场对经济回升的预期偏弱。
- (3) 长短债利差与经济增长呈正相关关系；当前长短债利差不断回升，显示经济基本面预期可能有一定改善。

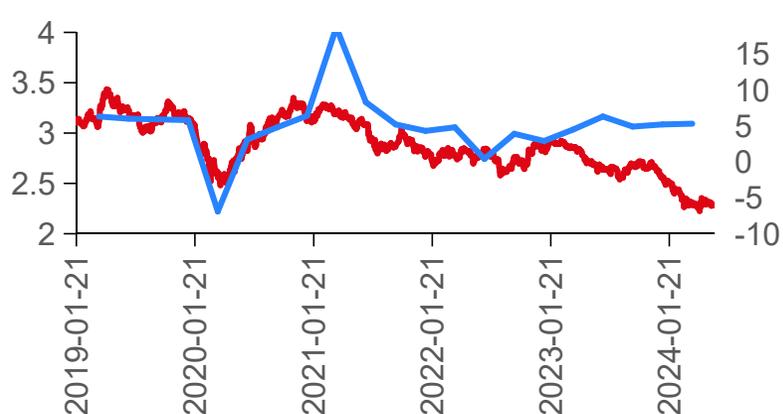
十债收益率处于历史极低位置

— 中国:中债国债到期收益率:10年 %
— 2005年起历史分位数 %, 右



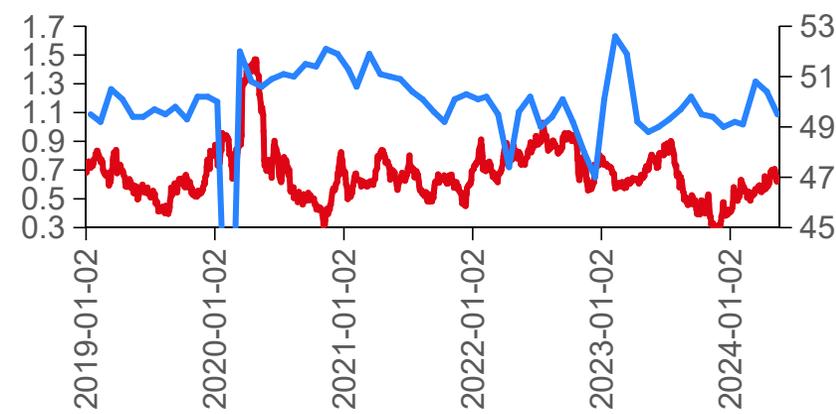
十债收益率与经济增速呈正向关系

— 中国:中债国债到期收益率:10年 %
— 中国:GDP:不变价:当季同比 %,右



长短债利差逐渐扩大

— 10年期国债收益率-2年期国债收益率 %
— 中国:制造业PMI %,右

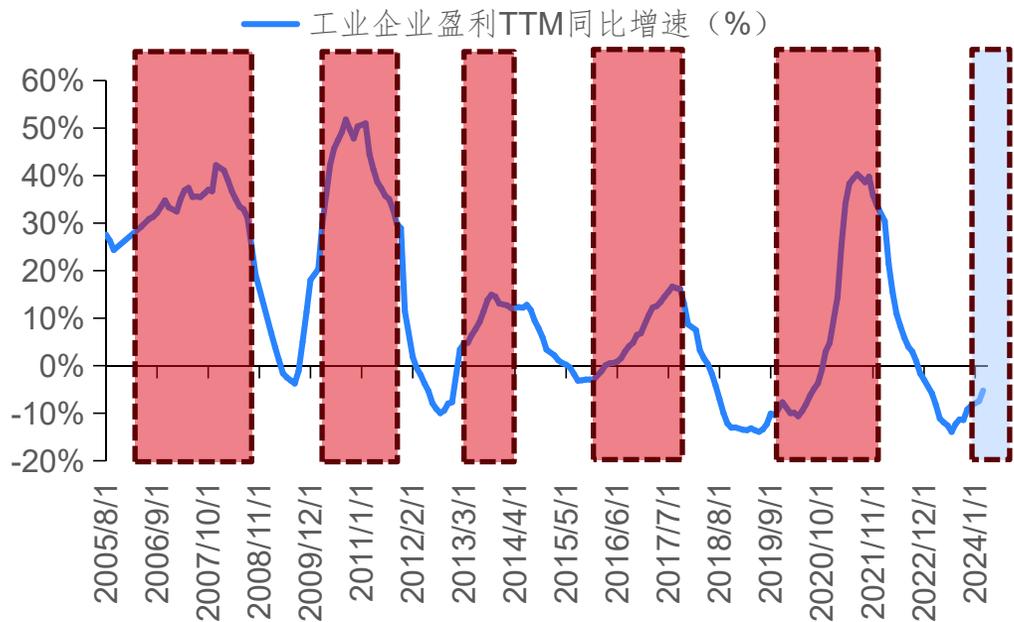


2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

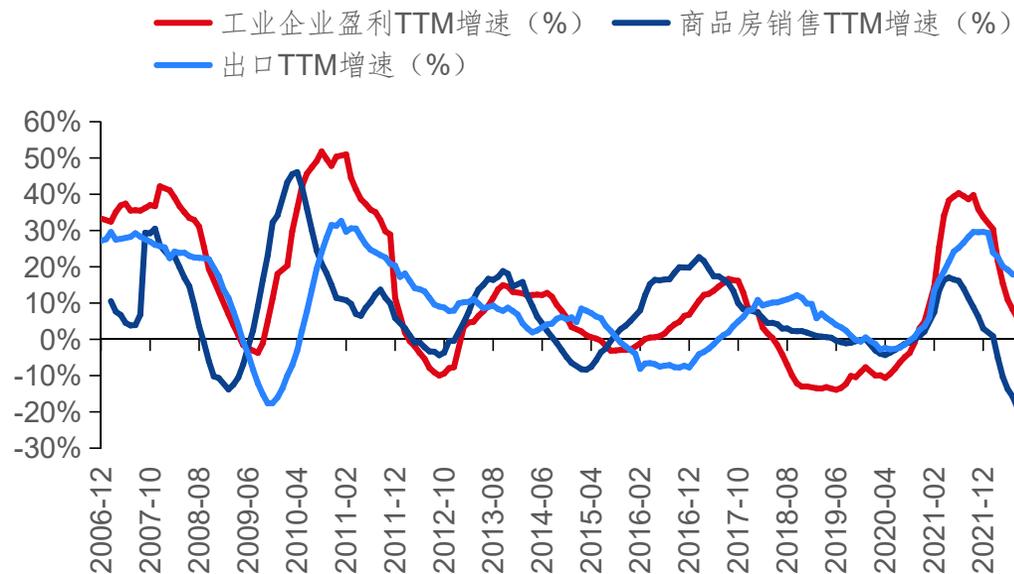
◆ 盈利上行至中后段：

(1) 盈利周期来看：首先，历史经验来看盈利上行周期在18-25个月左右，而本轮盈利拐点从2023年7月左右开始，至今仅11个月左右，大概率仍未结束，但已上行至中后段。其次，盈利周期基本与地产销售和出口密切相关；当前来看，地产销售增速在政策宽松下可能筑底，但仍偏弱，出口维持一定韧性，因此盈利上行可能进入中后段。

工业企业盈利增速上升周期在18-25个月左右



工业企业盈利增速受地产销售和出口增速驱动

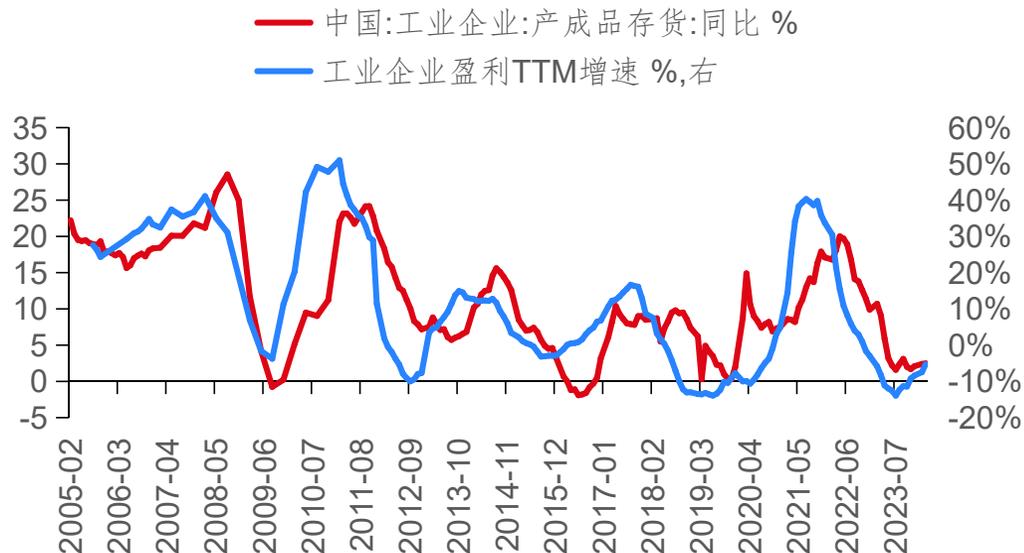


2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

◆ 盈利上行至中后段：

(2) 库存周期和PPI领先指标来看：一是库存高点领先盈利低点12个月左右，且于2022年5月见顶，指向2023年年中盈利见底；库存低点领先盈利高点12-18个月左右，当前来看库存可能已于去年12月见底，因此今年一年可能盈利都处于上行周期中，盈利最早见顶也要到今年年底。二是PPI同比增速与盈利增速基本同步，而PPI领先指标（当月转好子行业占比）见底领先PPI见底约6个月，显示2023年6月PPI见底；同样的PPI领先指标见顶领先PPI见顶也在6个月左右，当前指标接近高点，但还未确认见顶，因此显示至少今年年底之前PPI都可能处于回升趋势中。

库存高点领先盈利低点12个月左右



PPI及其领先指标仍在回升中

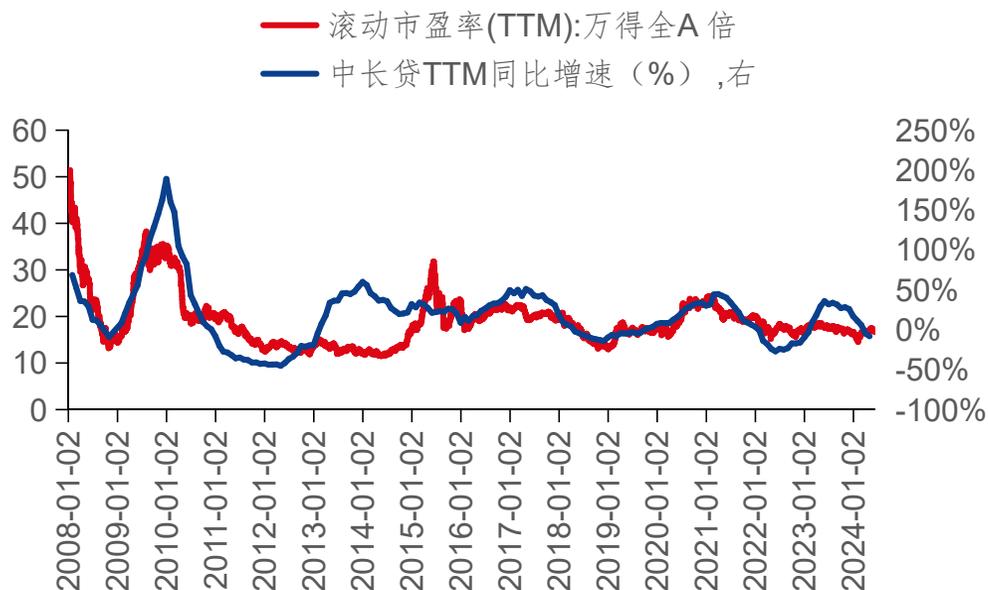


2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

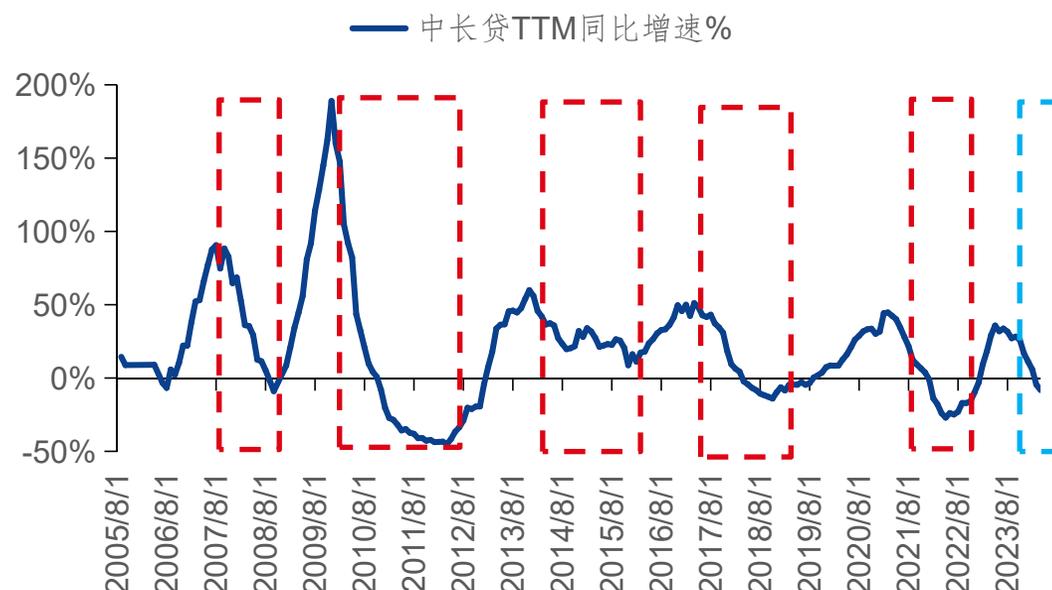
◆ 信用回落后筑底：

- (1) 根据我们的复盘研究，中长贷增速与A股估值密切相关，而中长贷=企业中长贷+居民中长贷。
- (2) 信用周期上：一是历史上中长贷增速下行周期持续11-23个月左右；二是当前中长贷增速在2023年7月已见顶，至今已接近1年，且接近前几轮周期的底部水平，因此今年下半年中长贷增速可能回落后探底和筑底。

中长贷TTM增速对全A估值解释力较强



中长贷下行周期一般在11-23个月左右



2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

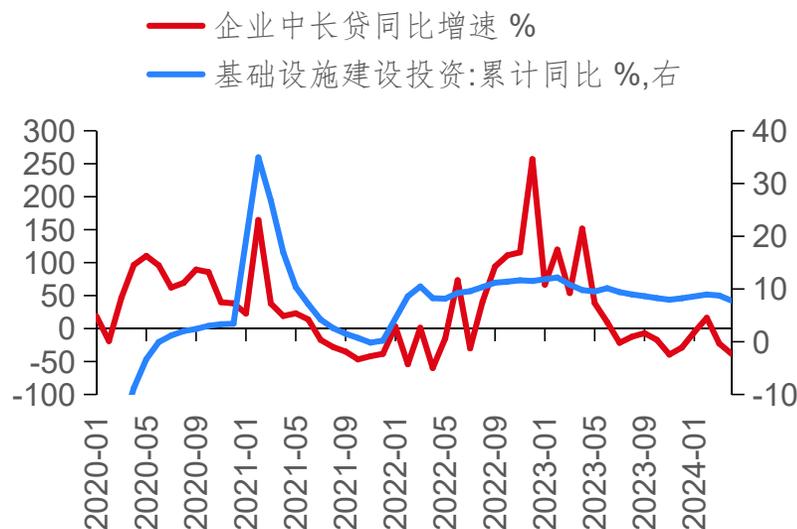
◆ 信用回落后筑底：

(3) 信用结构上：一是企业中长贷与基建投资相关性较强；今年来看，超长期国债发行使得基建投资下半年可能维持一定增速，因此企业中长贷增速可能有所企稳回升。二是居民中长贷与房贷相关性较强；当前地产政策持续放松，包括放开限购限贷、降低首付比例和房贷利率、商品房以旧换新等，个人住房贷款增速已有所回升，后续地产政策的放松和预期的改善可能使得居民中长贷继续企稳。

当前中长贷仍以企业中长贷为主



企业中长贷增速与基建投资增速挂钩



个人住房贷款增速有所回升



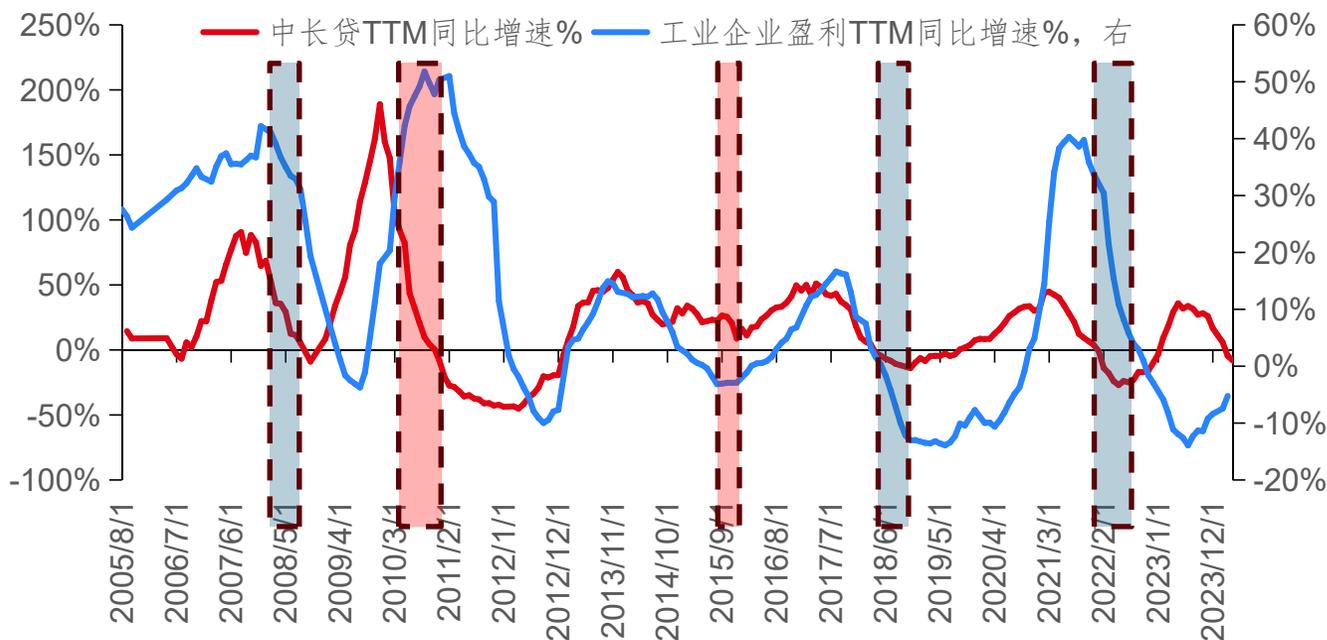
2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

◆ 复盘历史，盈利上行中后段、信用回落后筑底时A股偏震荡。

(1) 信用回落筑底期间若盈利维持上升趋势，则市场表现大概率偏强：一是与当前环境较为相似的2010/5-2011/2，盈利上行至中后期而信用处于回落筑底阶段，上证综指上涨9.4%；二是2015/9-2015/12期间盈利处于底部回升阶段，而信用低位筑底，上证综指大幅上涨16.5%。

(2) 信用回落筑底期间若盈利同样下行，则市场表现可能偏弱，如2008/4-2008/10、2018/4-2018/12、2021/10-2022/6期间盈利、信用同步下行，上证综指均下跌。

信用回落筑底期间盈利表现不一



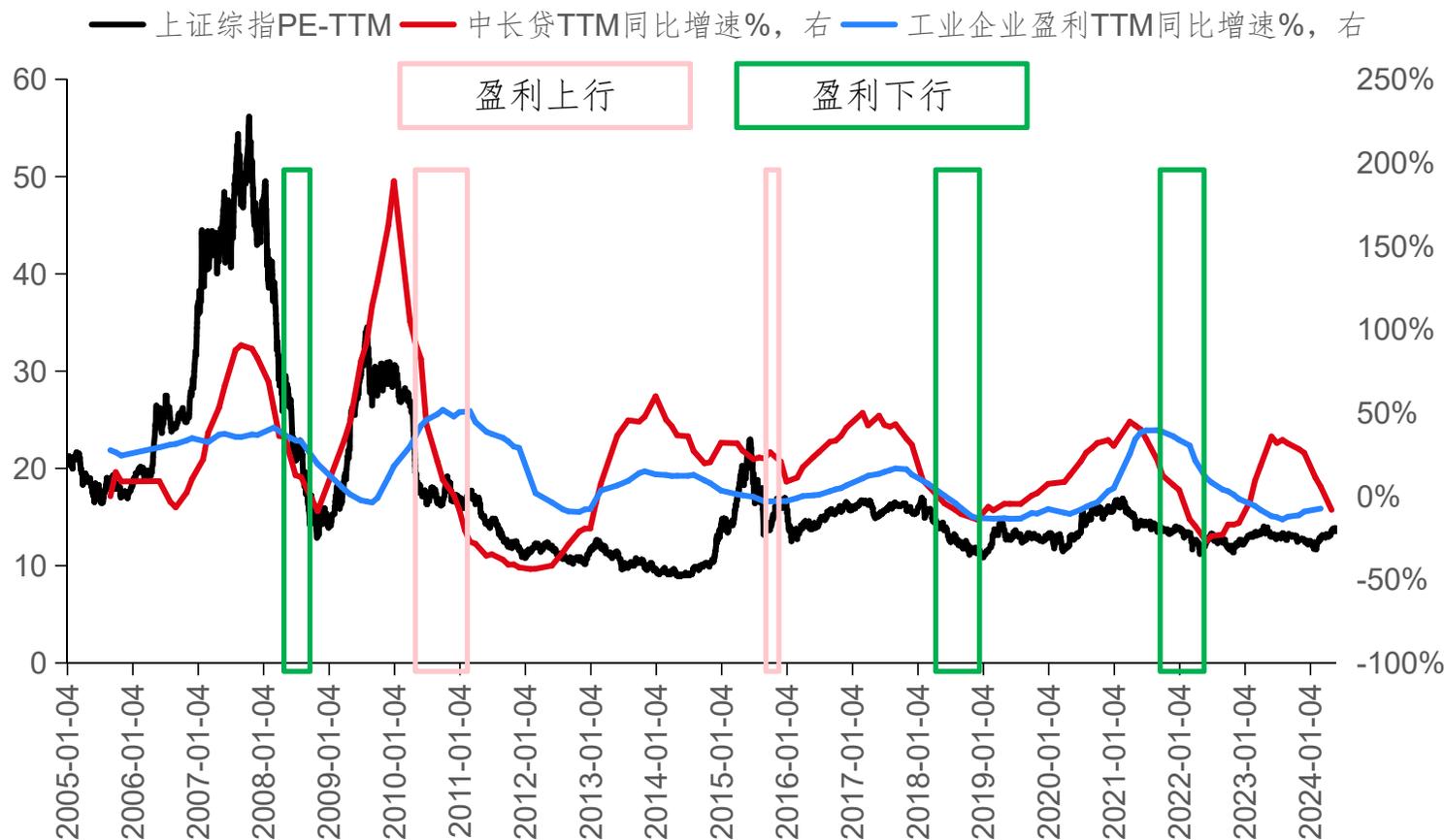
信用低位筑底期间盈利变化方向对市场表现影响较大

起始时间	上证涨跌幅 (%)	盈利变化幅度 (%)	信用变化幅度 (%)
2010/5-2011/2	9.39	8.73	-109.51
2015/9-2015/12	16.49	0.18	-17.68
2008/4-2008/10	-50.93	-17.36	-44.36
2018/4-2018/12	-19.09	-14.60	-7.42
2021/10-2022/6	-4.19	-31.51	-33.18

2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

- ◆ 信用回落对估值的影响：一是信用回落对估值的上限（估值处于高位时）有明显负面影响，盈利回升对估值的下限（估值处于低位时）有明显正面影响；二是信用回落时，盈利回升与否对估值涨跌（也就是股价涨跌）的方向起决定作用。

信用大幅下行时若盈利上升则对估值有支撑，盈利下行则进一步下杀估值



2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

- ◆ 信用回落对估值的影响：一是信用回落对估值的上限（估值处于高位时）有明显负面影响，盈利回升对估值的下限（估值处于低位时）有明显正面影响；二是信用回落时，盈利回升与否对估值涨跌（也就是股价涨跌）的方向起决定作用。

(1) 信用回落期间，当估值本身处于高位时，盈利回升可能对估值有支撑，如2010/5-2011/2期间信用TTM增速大幅下行近110个百分点，但盈利增速回升8.7%，上证估值分位数（2005年起计算，下同）仅小幅下行3%；

(2) 信用回落期间，当估值本身处于低位时，盈利回升可能明显抬估值，如2015/9-2015/12期间信用增速下行17.7%，盈利增速小幅上升0.2%，估值分位数上升近25%。

(3) 信用回落期间，若盈利同样下行，无论估值位置如何均可能下行，且信用大幅下行时估值回落也较明显，如2008/4-2008/10。

信用大幅下行时若盈利上升则对估值有支撑，盈利下行则进一步下杀估值

起始日期	2005年以来PE历史分位数 (%)		估值分位数变化幅度 (%)	盈利变化幅度 (%)	信用变化幅度 (%)
2010/5-2011/2	74.3%	71.4%	-2.9%	8.7%	-109.5%
2015/9-2015/12	41.5%	65.9%	24.4%	0.2%	-17.7%
2008/4-2008/10	90.7%	35.9%	-54.8%	-17.4%	-44.4%
2018/4-2018/12	44.0%	10.1%	-33.9%	-14.6%	-7.4%
2021/10-2022/6	40.9%	36.4%	-4.5%	-31.5%	-33.2%

2.2 下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

- ◆ **盈利上行、信用回落时中大盘相对占优：**2010.05-2011.02市值在前40%的大盘个股（核心资产、周期等）领涨，2015/9/30-2015/12/31期间市值在前40%-80%的中盘个股领涨（科技、消费等）。
- ◆ **盈利下行、信用回落时超大盘和小盘相对抗跌：**2008.04-2008.10和2018.04-2018.12均是市值在前20%的超大盘个股（银行、核心资产等）抗跌，2018.04-2018.12和2021.10-2022.6期间市值在后80%的小盘（周期等）抗跌。
- ◆ **盈利增速是市值风格的核心因素：**在信用回落环境下，表现较好的市值区间的股票往往盈利增速也偏高，如2010.05-2011.02和2015.09-2015.12期间，前40%和前40%-80%的中大盘个股平均盈利增速分别高达164.3%和79.4%；2008.04-2008.10和2018.04-2018.12期间市值在前20%的超大盘盈利增速分别高达163.5%和44.2%。

历史上信用回落中后段A股的市值的表现（涨跌幅%）

	盈利上行				盈利下行					
	2010/5/3		2015/9/30		2008/4/30		2018/4/30		2021/10/31	
	2011/2/28		2015/12/31		2008/10/31		2018/12/31		2022/6/30	
	涨跌幅	盈利	涨跌幅	盈利	涨跌幅	盈利	涨跌幅	盈利	涨跌幅	盈利
前20%	25.8	94.9	28.5	110.3	-50.3	163.5	-17.2	44.2	-0.1	74.5
20%-40%	21.6	233.8	42.0	139.5	-54.2	67.7	-24.4	14.3	8.5	32.5
40%-60%	16.2	95.3	51.4	209.0	-55.9	28.4	-25.9	-14.1	5.4	19.2
60%-80%	11.8	3.2	49.6	-50.3	-57.3	31.2	-27.0	-58.2	2.1	-2.4
80%-100%	5.4	57.3	44.3	-230.2	-59.0	-94.1	-18.2	14.7	17.0	-48.9

2.2下半年市场主线：盈利上行至中后段、信用回落后筑底

◆ 盈利上、信用回落时，高景气的行业占优

盈利上、信用回落时，高景气的行业表现相对偏强，如：2010/5/3-2011/2/28城镇化大趋势下的机械、建材、有色金属，以及智能手机革命下的电子；2015/9/30-2015/12/31互联网趋势下的计算机、通信、电子。

◆ 盈利下、信用回落时，低估值稳定类的行业抗跌

盈利下、信用回落时，低估值稳定的行业表现偏强，如：2008/4/30-2008/10/31受金融危机影响下，“四万亿”计划出台下基建链相关的综合金融、建筑、石化、食品饮料等消费和周期行业较为抗跌；2018/4/30-2018/12/31期间“金融去杠杆”下的银行、非银，以及猪周期下的农林牧渔；2021/10/31-2022/6/30期间地缘冲突下供需收紧的煤炭，“三支箭”落地地产边际放松的房地产、建筑、建材行业等较为占优。

历史上信用回落时期A股的行业表现（涨跌幅%）

	盈利上行				盈利下行					
	2010/5/3 2011/2/28		2015/9/30 2015/12/31		2008/4/30 2008/10/31		2018/4/30 2018/12/31		2021/10/31 2022/6/30	
TOP1	机械	53.8	计算机	54.0	综合金融	0.0	银行	-7.8	煤炭	37.9
TOP2	建材	39.9	房地产	46.8	电新	-40.7	社服	-10.9	交通运输	9.3
TOP3	电子	35.8	通信	46.1	建筑	-40.7	农林牧渔	-12.0	房地产	8.5
TOP4	有色金属	34.8	基础化工	46.0	医药	-43.2	食品饮料	-14.0	建筑	8.3
TOP5	家电	31.5	纺织服装	45.5	石油石化	-46.3	非银	-14.0	建材	5.6
TOP6	国防军工	28.4	电子	44.4	食品饮料	-49.4	石油石化	-16.4	农林牧渔	5.0
TOP7	食品饮料	27.9	家电	40.8	传媒	-50.1	煤炭	-18.0	食品饮料	2.3
TOP8	汽车	27.4	电新	40.5	通信	-51.1	电力	-19.4	纺织服装	1.5
TOP9	农林牧渔	19.4	社服	40.0	基础化工	-51.5	建筑	-19.5	有色金属	0.1
TOP10	建筑	18.6	轻工制造	39.9	电新	-52.3	房地产	-21.3	社服	-1.0

2.3 下半年市场预判：可能震荡偏强，中大盘占优

◆ 宏观环境上：外部流动性和国内经济基本面可能改善。

- (1) 经济、就业、通胀数据均指向美联储下半年降息是大概率。
- (2) 保增长政策下投资可能维持一定增速，消费增速可能有所回升，出口仍有一定韧性。

◆ 市场趋势：盈利上升至中后段、信用回落后筑底下A股可能震荡偏强。

- (1) 盈利上升至中后期：盈利周期、库存周期、PPI及其领先指标均指向下半年盈利大概率仍维持回升趋势。
- (2) 信用回落筑底：投资增速维持使得企业中长贷仍维持一定增速，地产放松下居民中长贷可能有所企稳。
- (3) 复盘历史，信用回落筑底期间若盈利回升则市场表现大概率偏强，若盈利下行则市场表现可能偏弱。今年下半年来看，信用回落但盈利上升，A股可能震荡偏强；节奏上四季度面临盈利基数上升、盈利上行周期进入后期，因此相对来看A股三季度表现可能偏强，四季度可能震荡。

◆ 行业方向：中大盘占优，高景气的TMT、电新、部分周期和消费等可能相对偏强。

- (1) 风格：盈利上行、信用回落筑底时风格偏中大盘，盈利增速是核心因素。
- (2) 行业：盈利上行、信用回落筑底时高景气的行业占优；下半年高景气的行业指向TMT、电新、化工、有色、食品饮料、汽车、家电等。

03.

下半年影响A股走势的因素：盈利冲高回落，风险偏好中性

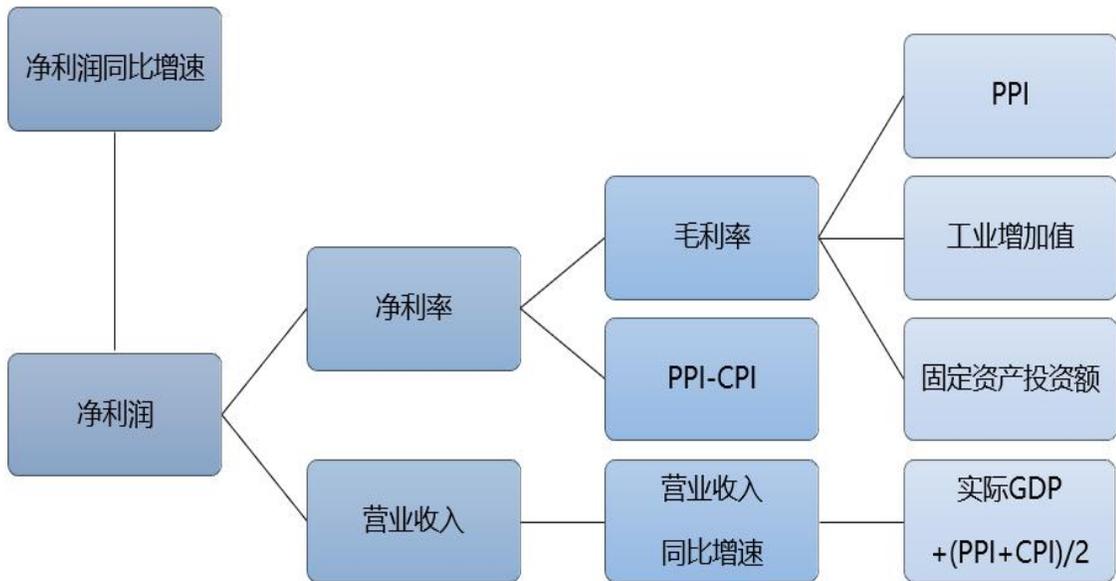
3.1 A股盈利测算：我们预测下半年盈利可能冲高回落

- ◆ 预测方法: 结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 我们预计2024Q3、Q4全A净利润同比增速分别为9.8%、6.9%，**全年净利润同比增速为3.5%**。
- ◆ 我们预计创业板、科创板下半年盈利弹性较大，Q3增速可能分别为22.8%、34.2%，但Q4盈利增速可能回落，分别为13.6%、18.7%。

各版块盈利预测一览

日期	净利润同比增速 (%)			
	万得全A	沪深300	创业板	科创板
2018/3/31	27.6%	14.9%	50.9%	
2018/6/30	26.8%	19.1%	7.7%	
2018/9/30	7.7%	10.2%	57.0%	
2018/12/31	-58.6%	1.2%	-76.8%	
2019/3/31	6.9%	14.2%	-9.6%	
2019/6/30	-1.3%	13.6%	36.4%	
2019/9/30	6.0%	13.7%	36.7%	
2019/12/31	-10.1%	2.2%	181.8%	
2020/3/31	-39.0%	-18.3%	11.1%	
2020/6/30	15.1%	-14.4%	65.1%	
2020/9/30	27.3%	16.9%	35.7%	
2020/12/31	137.9%	26.6%	244.7%	
2021/3/31	124.7%	44.5%	132.5%	106.4%
2021/6/30	40.3%	26.8%	24.6%	201.6%
2021/9/30	9.3%	-2.3%	-7.5%	57.0%
2021/12/31	-28.9%	8.5%	-2.4%	76.8%
2022/3/31	17.0%	5.3%	-13.5%	214.1%
2022/6/30	8.0%	19.3%	32.9%	59.7%
2022/9/30	3.8%	11.9%	79.9%	46.0%
2022/12/31	7.2%	-0.7%	66.6%	17.7%
2023/3/31	-0.3%	11.4%	30.4%	-18.3%
2023/6/30	-9.6%	-4.0%	2.1%	-19.4%
2023/9/30	6.8%	2.8%	1.4%	-15.6%
2023/12/31	30.1%	0.7%	-16.6%	-33.1%
2024/3/31	-4.2%	1.2%	10.5%	10.4%
2024/6/30 (E)	2.5%	7.8%	17.5%	16.0%
2024/9/30 (E)	9.8%	14.3%	22.8%	34.2%
2024/12/31 (E)	6.9%	8.5%	13.6%	18.7%

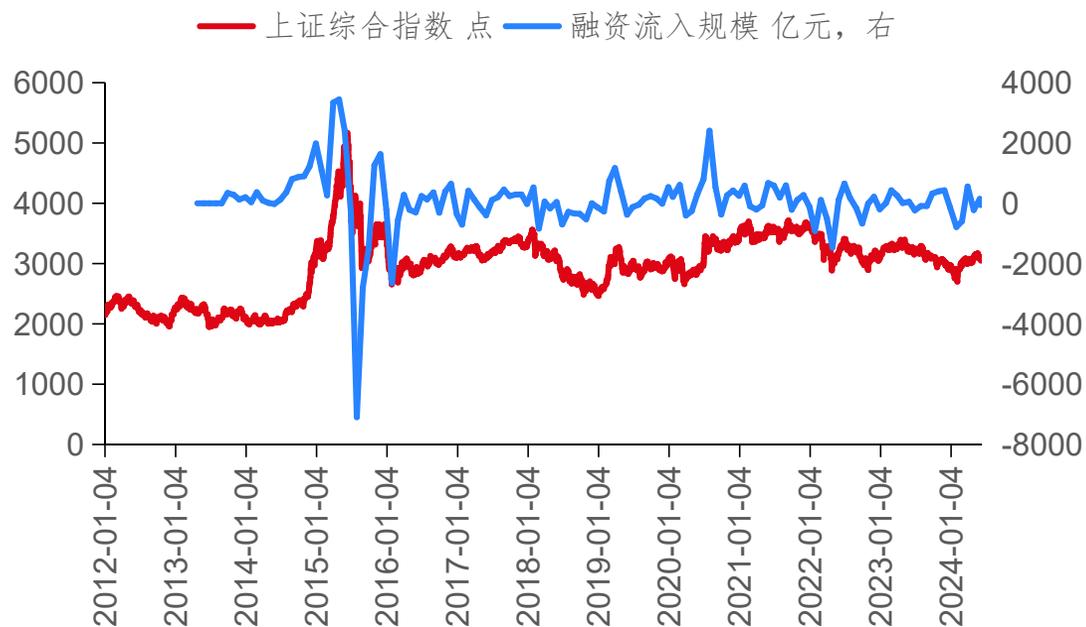
盈利预测框架



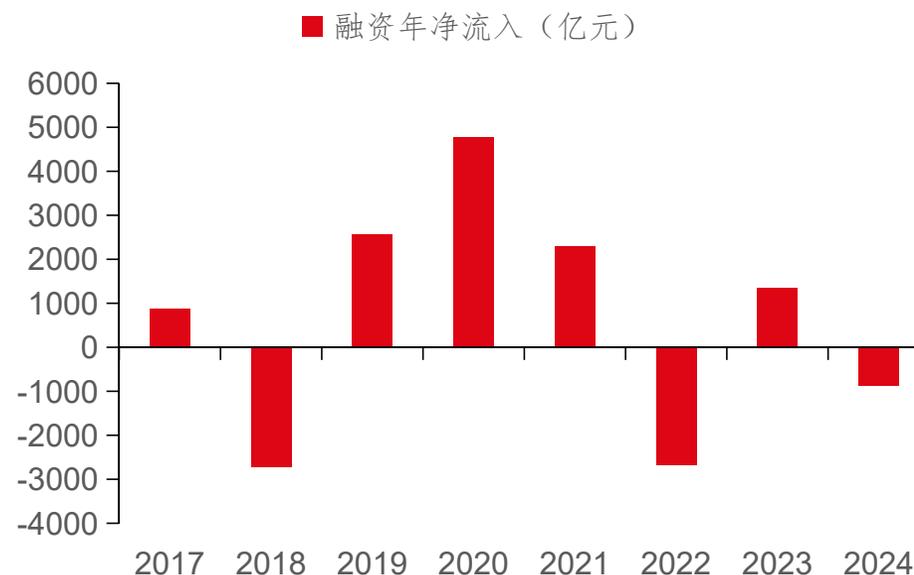
3.2 经济修复、地产放松下外资流入是股市资金的核心因素

- ◆ 经济和盈利修复预期上升，下半年微观资金流入可能改善。
- ◆ 融资：情绪资金，与市场表现呈正相关关系，下半年盈利持续改善下A股可能震荡偏强，同时年初至今融资大幅流出超过800亿，对比去年净流入1348亿的水平明显下降，因此下半年融资可能转为流入。

融资流入情况与市场表现呈正相关关系



融资年度流入情况一览

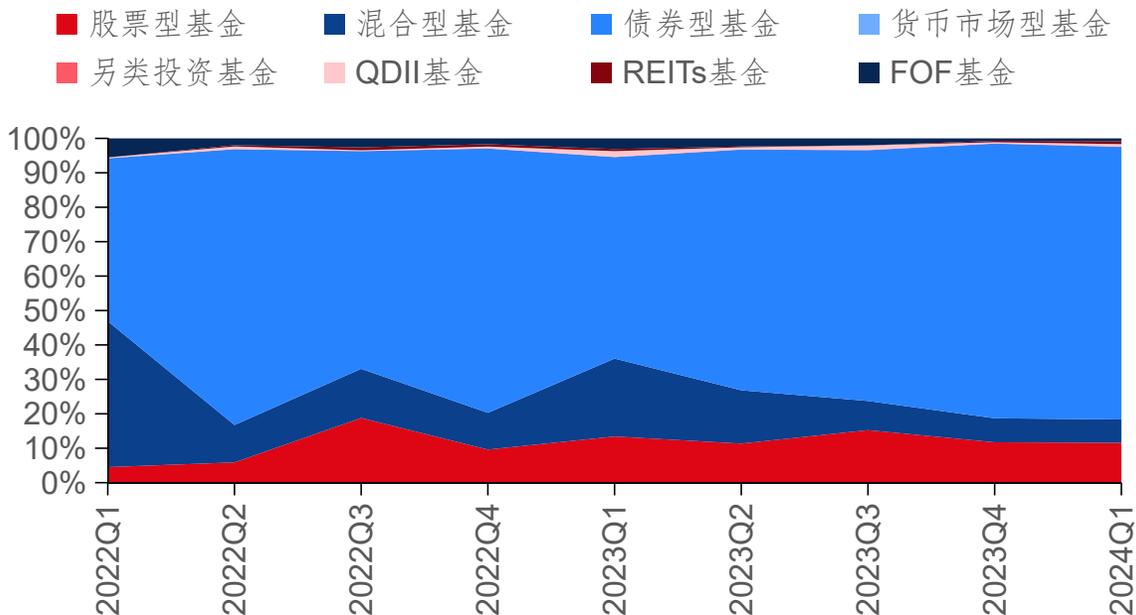


3.2 经济修复、地产放松下外资流入是股市资金的核心因素

- ◆ 经济和盈利修复预期上升，下半年微观资金流入可能改善。
- ◆ 新发基金：新发基金规模多与政策和市场行情相关。今年下半年新发基金可能有所改善，但仍维持低水平：一是当前政策鼓励中长期资金入市，后续新发基金中混合型和股票型基金份额可能显著上升；二是下半年股市有所回暖的话新发基金可能有所改善。

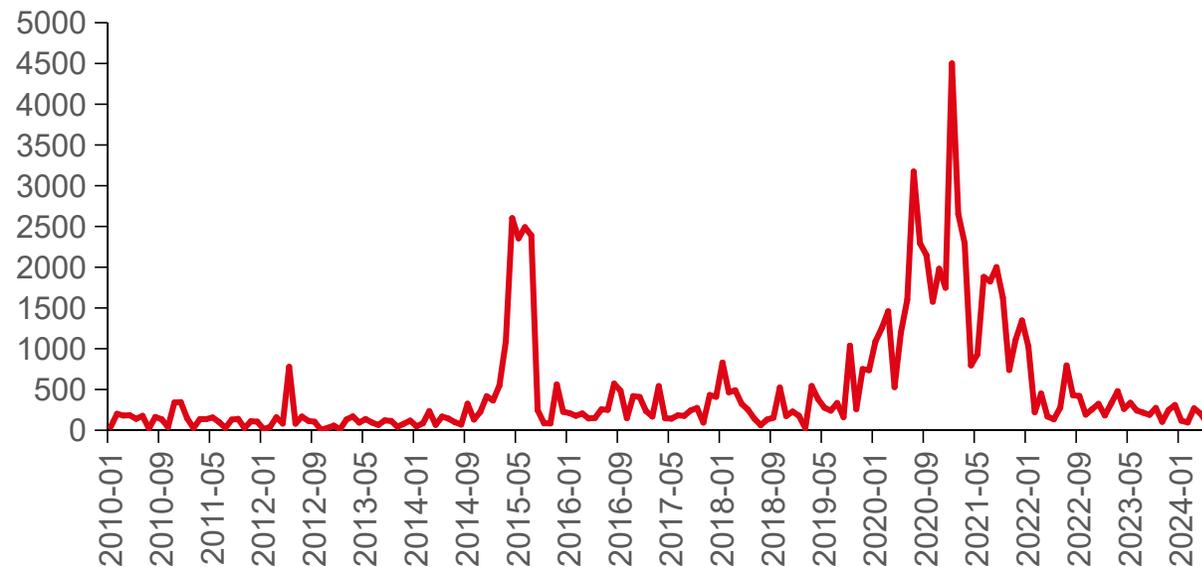
混合型及股票型基金发行规模较为稳定

新发基金份额占比 (%)



新发基金规模持续处于历史低位

中国:新成立基金份额:偏股型:月:合计值 亿份



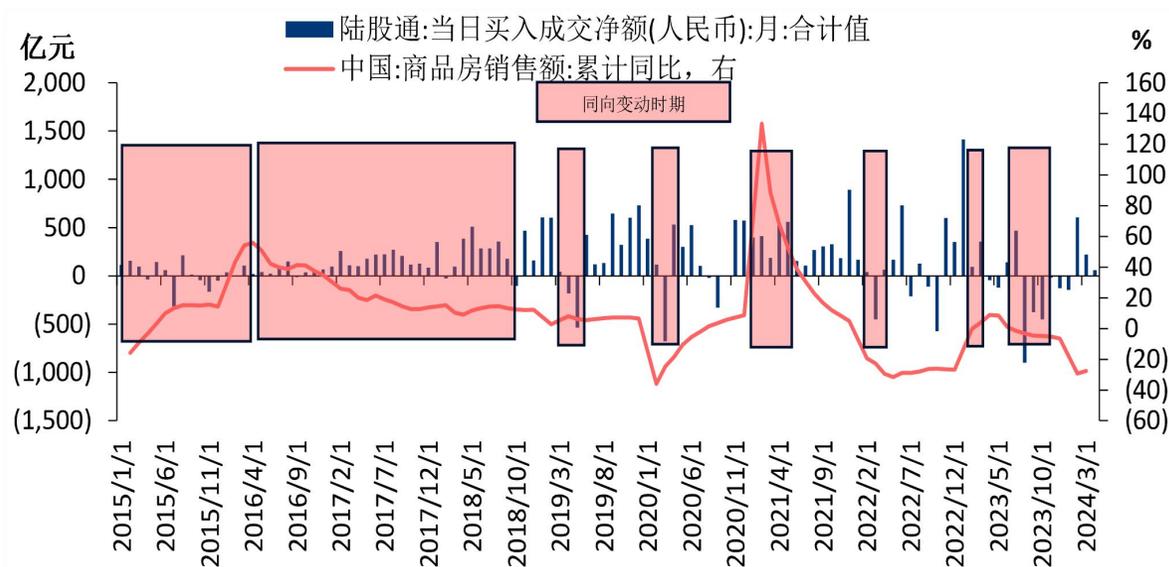
3.2 经济修复、地产放松下外资流入是股市资金的核心因素

◆ 外资：地产政策大幅放松下外资流入可能持续。

(1) 地产销售与外资流入正相关：无外部负面冲击时，地产销售增速上升则外资也流入增加：如2016/4-2018/10、2021/2-2021/12、2023/3-2023/5期间地产销售和外资流入均上行；地产销售走弱时外资也大幅流出，外部冲击为主要因素：如2019年4-5月、2020年2-3月、2022年1-3月地产销售和外资流入均下行。

(2) 地产放松下可能支撑外资流入。一是复盘历史，下调首付比例或房贷利率后地产销售都会出现明显回升；本轮房贷政策大幅放松后，购房成本进一步降低，叠加各地政府因城施策推出商品房以旧换新或购房补贴等政策，地产销售可能有所企稳。二是地产预期有所改善的话，外资短期可能延续流入趋势。

陆股通单净流入资金规模与商品房销售金额累计同比增速对比



3.3 估值情绪：估值仍相对偏低，情绪偏中性

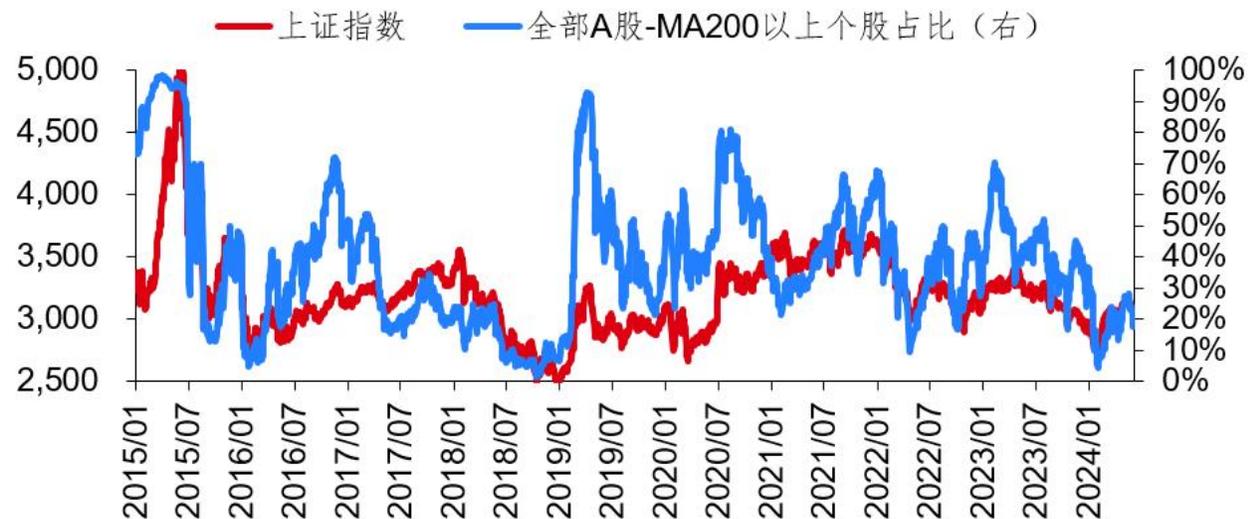
◆ 当前市场情绪偏中性：

(1) 宽基指数估值对比2024/2/5市场底来看已明显回升，其中科创50、上证50PE回升较为明显，历史分位数变化达到37%、27%。

(2) 换手率对比2024/2/5市场底均下滑，其中科创50相较于前期换手率历史分位数下降约47%。

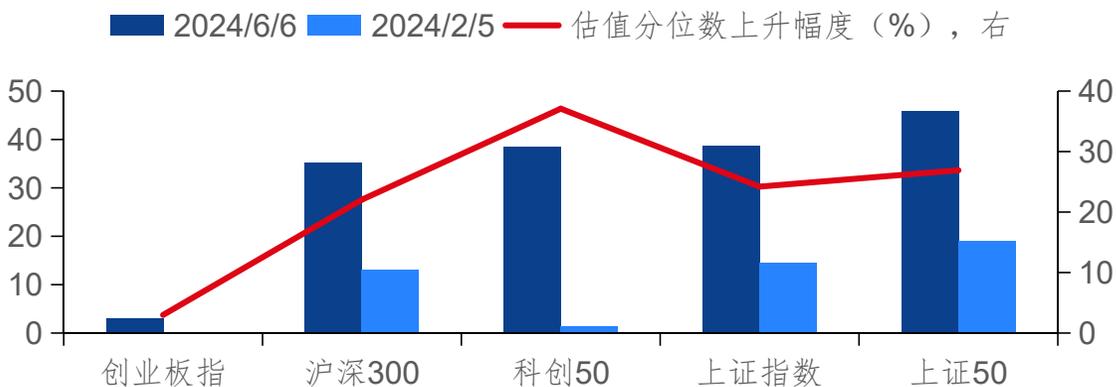
(3) MA200日均线以上个股占比也仅为不到20%的位置，仍在保持回升趋势当中，市场情绪偏中性。

MA200日均线以上个股占比仍在低位回升



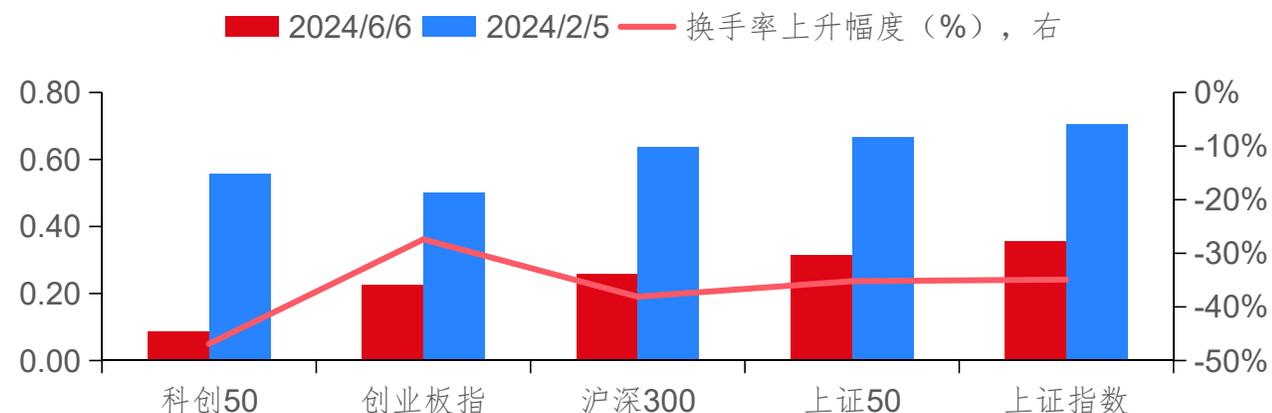
宽基指数估值较前期明显回升

宽基指数PE分位数 (%)



宽基指数换手率较前期市场底有所下滑

宽基指数换手率历史分位数 (%)



3.3 7月政治局会议可能延续此前政策定调不变

- ◆ **7月政治局会议大概率延续此前政策基调不变**：一是从最近三年来看，财政、货币和房地产等政策在4月和7月的定调大概率一致；二是今年来看，4月政治局会议定调的靠前发力有效落实、发展新质生产力、房地产高质量发展等政策基调大概率不变，后续地产进一步放松、超长债发行、发展新质生产力等政策可能进一步出台和落地。

4月、7月政治局会议表述对比

方向	2021年4月30日中央政治局会议	2021年7月30日中央政治局会议	2022年4月29日中央政治局会议	2022年7月28日中央政治局会议	2023年4月28日中央政治局会议	2023年7月24日中央政治局会议
当前经济形势判断	各地区各部门统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，推动我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。	我们统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，经济持续稳定恢复、稳中向好。全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事。	当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。	当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。
财政货币政策	积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。	要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式	切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
基础设施建设	要坚持不懈抓好安全生产。要始终绷紧疫情防控这根弦，坚持外防输入、内防反弹，抓好疫苗接种，推进疫情国际联防联控。	要绷紧安全生产和公共安全这根弦	要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。要继续抓好新冠疫情防控工作	要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。要坚决防范重特大安全事故发生，保障迎峰度夏能源电力供应。

3.3 三中全会聚焦改革和高质量发展

◆ 今年三中全会可能聚焦财税、金融等领域的改革和发展新质生产力。

第十七届至第十九届三中全会表述一览

复盘来看，历史上三中全会聚焦的方向均具有时代背景：

(1) 2008年四万亿提出后，三中全会聚焦城乡一体化发展、消除绝对贫困等方向；

(2) 2013年经济转型背景下，三中全会聚焦经济体制改革，提出市场在资源配置中起决定性作用；

(3) 2018年去杠杆和中美贸易摩擦背景下，三中全会聚焦建设现代化经济体系、推动经济高质量发展。

今年三中全会聚焦“全面深化改革、推进中国式现代化建设”的问题，因此财税金融等体制改革、发展新质生产力等方向可能是关注的重点。

	2008年10月9日十七届三中全会	2013年11月9日十八届三中全会	2018年2月26日十九届三中全会
改革目标	到2020年基本实现农村经济体制健全、城乡一体化发展、现代农业建设、农民收入翻一番、消除绝对贫困等	到2020年在重要领域和关键环节取得决定性改革成果，形成系统完备、科学规范、运行有效的制度体系	改革既有短期目标，也有长期目标，贯穿于全面建成小康社会和全面建设社会主义现代化国家两个阶段
经济体制改革	坚持 社会主义市场经济改革方向 ，坚持走中国特色农业现代化道路，坚持保障农民物质利益和民主权利，才能不断解放和发展农村社会生产力， 推动农村经济社会全面发展	1. 经济体制改革是重点，关键是处理好政府和市场的关系，发挥市场在资源配置中的决定性作用 2. 要建设统一开放、竞争有序的现代市场体系 ，提高资源配置效率和公平性 3. 公有制经济和非公有制经济都是社会主义市场经济的重要组成部分， 要坚持公有制主体地位，同时鼓励非公有制经济发展	转变政府职能，优化政府机构设置和职能配置，发挥市场在资源配置中的决定性作用， 建设现代化经济体系，提高政府效能，推动经济高质量发展
财税体制改革	-	1. 完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算 2. 要建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性 3. 要改进预算管理制度，完善税收制度	-
宏观调控和政府职能转变	采取灵活审慎的宏观经济政策，扩大内容特别是消费需求，维护经济金融和社会稳定	要切实转变政府职能，深化行政体制改革， 健全宏观调控体系 ，建设法治政府和服务型政府	坚决破除制约使市场在资源配置中起决定性作用、更好发挥政府作用的体制机制弊端， 围绕推动高质量发展，建设现代化经济体系
5年内GDP变化			

3.3 历史经验上三中全会对A股长期走势影响偏正面

◆ 市场趋势上，7月政治局后A股表现较为分化，三中全会对A股长期走势影响偏正面。

(1) 7月政治局会议召开后短期内上证综指涨跌不一，近10年会议后T+1、T+5、T+30内上证综指上涨次数分别为4、5、6次。

(2) 2000年以来的三中全会对A股的长期正面影响强于短期，三中全会后4次中有3次上证综指在1年内上涨，且2008年和2013年会议后1年内涨幅超过10%，而T+90、T+30及T+5个交易日内上涨次数分别为2次、0次和1次。

7月政治局会议后市场涨跌幅一览

7月政治局会议后N日内上证涨跌幅 (%)			
会议时间	T+1	T+5	T+30
2023/7/24	2.01	3.89	0.29
2022/7/28	-0.69	-2.65	-1.23
2021/7/30	1.54	1.36	8.54
2020/7/30	0.47	2.79	-1.81
2019/7/30	-0.29	-5.56	2.73
2018/7/31	-1.55	-3.13	-7.12
2017/7/24	0.18	1.08	4.37
2016/7/26	-0.79	-1.48	2.48
2015/7/30	-3.31	-3.37	-15.60
2014/7/20	-0.22	3.28	7.68

三中全会后市场涨跌幅一览

三中全会召开后N日内上证涨跌幅 (%)				
召开时间	T+5	T+30	T+90	T+一年
2003/10/11	-2.38	-3.02	18.13	1.35
2008/10/9	-8.71	-5.18	7.45	39.17
2013/11/9	1.41	-1.01	-4.83	14.82
2018/2/26	-0.98	-4.58	-15.61	-10.57

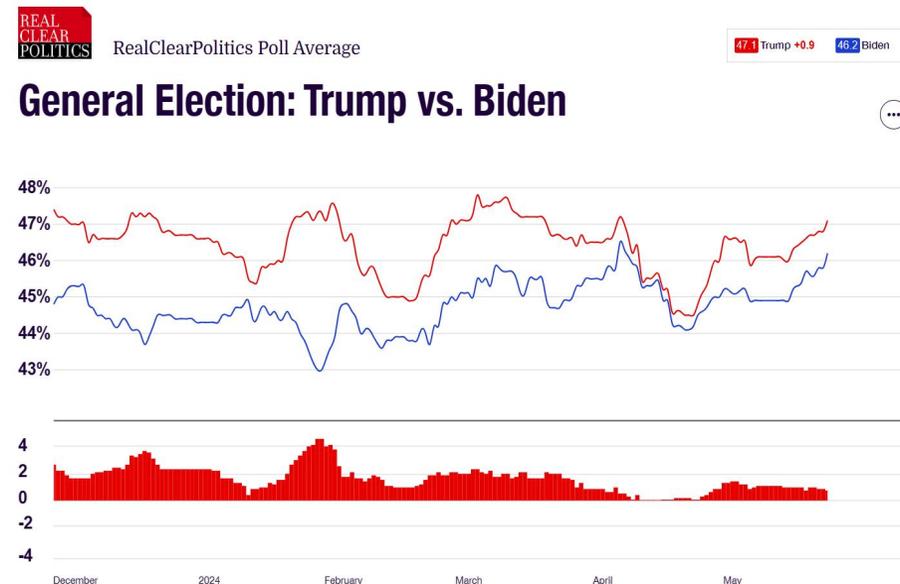
3.3 国外可能的风险因素：地缘冲突+美国大选

- ◆ **地缘冲突不确定性较强，对股市及大宗商品价格有一定影响。**（1）复盘近年较为激烈的地缘冲突后，对A股及商品价格均有一定影响，如俄乌冲突爆发后30个交易日内上证跌幅高达7.2%，而5个交易日内原油价格涨幅超过20个百分点；巴以冲突爆发后短期A股也表现偏弱，黄金价格在T+30个交易日内上涨超过8%。（2）当前来看，俄乌、巴以冲突仍未结束，未来局势较不明朗的环境下若冲突升温则对风险偏好存在一定扰动。
- ◆ **美国大选持续推进，民调显示特朗普支持率较高。**首先，美国后续时间线来看：共和党全国代表大会（7/15-7/18）；民主党全国代表大会（8/19-8/22）；三轮总统辩论（9-10月）；总统大选日（11/5）；选举人团正式投票（12/16）。其次，民调显示当前特朗普支持率略高于拜登，两者竞争局势较为焦灼。

近年地缘冲突后对A股及商品价格有较强影响

剧烈地缘冲突后涨跌幅（%）				
重大冲突时点		T+1	T+5	T+30
2022/2/24 (俄乌冲突)	上证综指	-1.1	-0.2	-7.2
	伦敦金现	-0.8	1.7	0.9
	NYMEX原油	0.8	20.8	5.1
2023/10/7 (巴以冲突)	上证综指	-0.4	-0.7	-1.8
	伦敦金现	1.5	5.4	8.1
	NYMEX原油	0.0	0.8	-12.0
2024/4/1 (新一轮巴以冲突)	上证综指	1.1	0.2	3.5
	伦敦金现	1.3	3.9	3.8
	NYMEX原油	1.1	4.4	-5.9

最新民调数据显示当前特朗普支持率较高



04.

下半年行业配置：高股息为盾，
核心资产和TMT为矛

4.1 风格：成长和周期盈利弹性可能较高

◆ 在盈利上行的中后段，成长盈利弹性最高，其次是金融和周期。

复盘2007年以来的盈利上行中后段的时期，可以看到：一是成长盈利弹性最高；二是金融和周期盈利弹性次之。

盈利上行中后段，中信五类风格盈利增速表现一览

盈利上行中后段，中信五类风格盈利增速表现一览					
	2007/3/31	2009/12/30	2013/3/31	2016/12/31	2021/3/31
	2008/3/31	2010/9/30	2013/9/30	2017/9/30	2021/9/30
金融	58.6%	251.0%	199.9%	202.0%	187.7%
周期	17.1%	237.0%	207.9%	227.8%	268.6%
消费	34.3%	235.5%	199.3%	219.4%	156.2%
成长	25.1%	278.3%	329.5%	335.2%	253.9%
稳定	/	/	288.7%	287.5%	220.3%

4.2 行业筛选：盈利视角 – 盈利弹性复盘

◆ 历史上盈利上行中后段周期、电子、养殖等盈利弹性较高

(1) 周期行业在盈利上行中后段弹性较高：历史上盈利上行的中后段时期以化工、建材、交运、农林牧渔等为代表的周期行业盈利弹性较高。

(2) 成长行业在盈利上行中后段弹性也较高：如2008年的军工、2009年的电子和军工、2013年的通信和计算机、2016年的电新和军工、2021年的计算机。

历次盈利上行中后段时期各行业盈利增速排名

		2007/3/31		2009/12/30		2013/3/31		2016/12/31		2021/3/31
		2008/3/31		2010/9/30		2013/9/30		2017/9/30		2021/9/30
TOP1	基础化工	146.8%	电子	477.2%	建材	708.0%	建材	694.5%	交通运输	495.8%
TOP2	建材	120.1%	建材	471.6%	交通运输	464.8%	电新	453.0%	建材	419.3%
TOP3	农林牧渔	115.7%	国防军工	456.3%	通信	380.1%	国防军工	432.2%	计算机	381.8%
TOP4	国防军工	89.6%	社服	454.1%	计算机	373.0%	计算机	424.9%	有色金属	331.7%
TOP5	银行	88.5%	公用事业	427.1%	电子	340.4%	通信	393.9%	房地产	321.6%
TOP6	煤炭	78.7%	计算机	391.5%	公用事业	339.7%	机械	360.9%	钢铁	321.3%
TOP7	房地产	68.7%	纺织服装	371.7%	家电	305.4%	社服	350.9%	社服	292.6%
TOP8	家电	60.6%	通信	361.9%	国防军工	300.1%	电子	331.2%	电子	285.4%
TOP9	计算机	59.2%	机械	349.1%	房地产	299.0%	综合	327.5%	国防军工	283.5%
TOP10	食品饮料	57.3%	传媒	346.7%	建筑	297.1%	钢铁	320.4%	煤炭	270.4%

4.2 行业筛选：盈利视角-中报前瞻

◆ 从工业企业利润增速来看，轻工、电子、有色金属、电力、交运等行业中报业绩增速可能偏高。

从A股一级行业对应的工业企业4月利润增速来看：

- (1) 消费行业中轻工、家居、食品饮料、纺服等增速靠前，分别高达154.7%、32.3%、8.7%、7.4%。
- (2) 成长行业中电子、计算机、通信、汽车等增速居前，分别高达75.8%、29.0%；
- (3) 周期行业中有色金属、交运、基础化工等增速偏高，分别达57.2%、40.7%、8.4%。

轻工、电子、有色金属等行业4月利润增速靠前

一级行业	对应工业行业	利润总额累计同比%			盈利变化 (%)
		1-2月	3月	4月	3-4月
轻工制造	造纸和纸制品业	336.7	137.6	154.7	17.1
电子、计算机、通信	计算机、通信和其他电子设备制造业	210.9	82.5	75.8	-6.7
有色金属	有色金属冶炼和压延加工业	65.5	56.6	57.2	0.6
电力与公用事业	电力、热力生产和供应业	69.4	47.5	44.1	-3.4
交运	铁路、船舶、航空等运输设备制造业	90.1	45.8	40.7	-5.1
家居	家具制造业	198.1	51.4	32.3	-19.1
汽车	汽车制造	50.1	32	29	-3
食品饮料	酒、饮料和精制茶制造业	14.2	11.1	8.7	-2.4
基础化工	化学原料和化学制品制造业	0.3	-3.5	8.4	11.9
纺织服装	纺织服装、服饰业	31.1	5.8	7.4	1.6
机械设备	通用设备制造业	20.7	7.9	6.2	-1.7
石油石化	石油和天然气开采业	1.8	3.8	4.3	0.5
医药	医药制造业	-4.4	-2.7	2.3	5
电力设备	电气机械和器材制造业	-2	-6.9	-4.7	2.2
煤炭	煤炭开采和洗选业	-36.8	-33.5	-34.2	-0.7
建筑材料	非金属矿物制品业	-32.1	-54.2	-53.9	0.3

4.2 行业筛选：盈利视角-中报前瞻

- ◆ 从分析师一致预期来看，汽车、计算机、消费者服务、传媒、电力及公用事业中报业绩增速预计偏高，且上修幅度较大。

(1) 分析师预计成长行业中报业绩增速可能偏高。从截止2024/05/27分析师对中信一级行业净利润一致预期来看：一是**汽车、计算机、传媒、机械**等成长行业中报业绩增速预计较高；二是**消费者服务、纺织服装、家电**等消费行业的中报业绩增速预计也偏高。

(2) 部分成长和消费行业盈利预期提升幅度较高。从近一个月的分析师对各行业净利润一致预期的变化幅度来看：一是**汽车、计算机、传媒、电子**等部分成长行业的中报盈利预测明显提升；二是**消费者服务、农林牧渔、医药、纺服、家电**等部分消费行业盈利预测提升幅度也较大。

中信一级行业2024H1盈利增速一致预期 (Wind一致预期)

中信一级行业	净利润占比 (%)					24年H1净利润 增速预测 (24/4/1)	24年H1净利润 增速预测 (24/5/27)	盈利预期上修/ 下行幅度 (%)
	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	平均占 比			
汽车	57.5%	36.3%	56.7%	49.5%	50.0%	35.9%	153.0%	117.1%
计算机	107.9%	52.4%	37.7%	46.3%	61.0%	222.3%	322.5%	100.3%
消费者服务	45.9%	-47.1%	92.5%	57.4%	37.2%	161.4%	242.2%	80.8%
传媒	-94.8%	363.4%	78.6%	277.5%	156.2%	177.0%	247.7%	70.7%
农林牧渔	19.3%	44.2%	-36.2%	-88.9%	-15.4%	-107.1%	-40.7%	66.3%
电子	56.4%	37.3%	46.1%	59.4%	49.8%	-27.4%	28.1%	55.5%
医药	66.3%	56.1%	52.3%	64.1%	59.7%	-17.4%	20.2%	37.6%
纺织服装	67.8%	57.7%	50.6%	81.1%	64.3%	12.7%	47.5%	34.8%
家电	55.3%	37.5%	48.8%	49.9%	47.9%	9.7%	43.6%	33.9%
国防军工	62.5%	43.6%	50.0%	56.6%	53.2%	13.1%	44.0%	30.9%
机械	61.1%	45.2%	57.5%	47.3%	52.8%	40.6%	69.0%	28.5%
轻工制造	44.2%	35.5%	67.4%	61.2%	52.1%	0.1%	28.3%	28.2%
电力及公用事业	46.7%	38.8%	106.3%	50.9%	60.7%	101.4%	128.6%	27.2%
交通运输	50.7%	0.1%	40.2%	52.6%	35.9%	3.0%	26.5%	23.5%
食品饮料	54.5%	50.4%	53.0%	54.0%	53.0%	15.2%	32.7%	17.4%
基础化工	188.1%	45.9%	46.9%	60.1%	85.2%	-13.1%	3.9%	17.0%
钢铁	47.6%	34.0%	59.9%	87.9%	57.4%	-53.2%	-39.6%	13.6%
通信	23.3%	40.4%	26.2%	53.7%	35.9%	-36.5%	-26.4%	10.0%
石油石化	43.7%	-32.0%	47.4%	38.6%	24.4%	-37.5%	-31.9%	5.6%
建材	48.1%	39.3%	41.9%	66.1%	48.8%	-40.8%	-35.3%	5.6%
非银行金融	56.6%	46.7%	53.5%	54.8%	52.9%	-4.6%	-0.1%	4.5%
银行	55.2%	50.1%	50.0%	50.5%	51.4%	3.8%	3.2%	-0.7%
建筑	39.9%	33.3%	46.1%	44.8%	41.1%	-13.6%	-14.5%	-0.9%
房地产	35.9%	31.2%	85.5%	-43.6%	27.3%	-84.6%	-85.9%	-1.3%
综合	49.7%	-175.1%	59.4%	120.1%	13.5%	-105.8%	-110.4%	-4.6%
电新	36.0%	39.9%	44.4%	40.1%	40.1%	-0.5%	-7.5%	-6.9%
有色金属	131.2%	25.7%	38.2%	47.2%	60.6%	13.1%	4.4%	-8.7%
煤炭	45.7%	39.8%	36.6%	48.0%	42.6%	-32.2%	-47.7%	-15.6%
商贸零售	61.0%	89.7%	-92.2%	-864.5%	-201.5%	-381.9%	-429.3%	-17.4%
综合金融	0.0%	47.8%	57.5%	131.7%	59.2%	42.1%	19.9%	-22.2%

4.3 核心资产筛选：建议关注电新、食品饮料、化工

◆综合估值、盈利预期和持仓，建议关注核心资产中的**电新、食品饮料、化工**。

- (1) 估值：核心资产均处于估值低位，其中家电、食品饮料、基础化工相对较低。
- (2) 盈利：家电、美容护理、食品饮料2024Q1盈利增速较高；基础化工、美容护理、生物医药2024年年报盈利增速预期较高（wind一致预期），电新盈利增速后续预计可能大幅改善。
- (3) 持仓：生物医药、食品饮料外资持仓处于历史低位；医药、食品饮料一季度基金持仓处于历史中性偏低位。

核心资产估值、盈利、持仓、基本面情况一览（按照预测盈利增速从高到底排序）

行业	估值		盈利增速 (%)		持仓				基本面 (供需、价格、库存)		
	PE估值	分位数 (%)	24Q1 (A)	2024 (E)	6/6 融资持仓	分位数	6/6 外资持仓	分位数	24Q1 基金持仓	分位数	
基础化工	23.9	44.0	-13.5	42.6	5.2%	68.0%	3.0%	83.0%	3.1%	51.3%	供需：化工品大概有35%应用于房地产，地产企稳下有望需求提升 价格：颜料、UVA、维生素、TMA、涤纶长丝供给收缩下涨价较多 库存：自2023年下半年来进入主动补库周期，至4月产成品存货同比为20.9%
美容护理	35.5	36.5	8.2	35.7	0.4%	61.0%	0.6%	70.0%	0.3%	60.5%	供需：2024年减重药市场规模同比增速可能达到22.7% 价格：诺和诺德财报电话会议明确承诺将在美国市场进一步采取降价策略 库存：减重相关药物当前在我国约3400家医院可供应，整体供货偏紧
医药生物	32.2	28.2	-11.4	33.8	10.2%	87.0%	8.0%	6.0%	11.7%	46.0%	供需：1月-3月中旬，共有20个license-out项目成功签订，出海加快 价格：成都中药材价格指数5月较年初略小幅上升1.8%，整体价格保持平稳 库存：4月医药存货同比为0.7%，处于低位
食品饮料	22.7	11.7	16.0	19.3	2.4%	43.0%	11.7%	10.1%	13.2%	64.4%	供需：1-4月社零餐饮收入平均增速为8.0%，已恢复接近19年之前的水平 价格：烟酒、畜肉类价4月价格同比回暖，4月价格指数同比为101.4 库存：食品制造业4月同比为3%，1-4月均位于2023年下半年以来高位
家用电器	14.3	23.8	9.9	16.1	1.5%	56.0%	7.7%	41.0%	4.2%	64.4%	供需：出口明显恢复，家电累计出口金额同比连续8个月保持正增长 价格：小家电价格有所回暖，6月小幅上升1.5% 库存：海外家电厂商去库存周期基本结束，海外需求持续复苏
电力设备	25.9	14.2	-50.5	10.3	8.7%	87.0%	10.9%	62.0%	10.9%	85.5%	供需：4月太阳能电池出口数量同比增速22.5%；风电出口金额同比增速43.34% 价格：光伏硅料价格低位下降，碳酸锂价格低位企稳 库存：4月全国乘用车库存338万台、库存60天，主力车企调生产稳库存

4.4 高股息行业筛选：建议关注炼油、钛白粉、棉纺、银行

◆按照高股息率、高盈利、低盈利波动、低估值筛选出相对占优的高股息行业。

◆炼焦煤、大众成人品牌服饰、动力煤、家纺等行业股息率和盈利增速偏高、盈利波动率较低、估值较低，建议关注。

中信三级行业高股息行业筛选（按股息率TTM从高到低排名）

	股息率 (近12月) %	盈利增速预期 (2024) %	19-23年 盈利增速标准差 (排名分位数)	ROE预期 (2024) %	PE估值分位数 (TTM)
炼焦煤	8.7	3.9	26%	12.4	28.5
大众成人品牌服饰	6.7	10.1	37%	9.6	0.5
动力煤	6.2	2.2	15%	15.6	46.0
家纺	5.9	-1.5	4%	11.9	10.1
国有大型银行Ⅲ	5.3	-0.5	2%	10.0	26.2
炼油	5.0	21.4	1%	8.0	50.0
全国性股份制银行Ⅲ	4.9	0.9	36%	9.7	17.0
农商行	4.5	6.7	33%	10.0	36.1
城商行	4.4	6.6	3%	11.5	8.7
房建建设	4.1	6.9	28%	10.9	44.4
小家电Ⅲ	3.7	23.2	35%	15.6	0.4
厨房电器Ⅲ	3.5	12.5	24%	13.9	8.7
中高端成人品牌服饰	3.4	21.0	5%	7.8	5.4
钛白粉	3.3	23.6	4%	10.4	42.4
保险Ⅲ	3.3	30.4	3%	10.1	31.6
白色家电Ⅲ	3.3	11.5	15%	19.9	20.7
基建建设	3.2	9.4	13%	9.0	18.8
公路	3.2	5.8	47%	9.9	40.0
贸易Ⅲ	3.1	13.3	1%	5.3	29.9
家电3C	3.0	5.7	31%	8.4	50.0
白酒	3.0	17.9	1%	27.3	20.3

4.5 绩优成长筛选：业绩弹性复盘角度

◆盈利上行中后段，传媒、计算机、电新、军工等业绩弹性较高

将电子、传媒、计算机、通信、电新、医药、汽车、军工、机械（不包括工程机械）在内的8个成长行业的二级子行业在历史上5段盈利上行中后段的平均盈利增速进行排序，可以看到：

(1) 成长性行业盈利弹性较高的行业是：传媒（数字媒体、影视院线、广告营销、游戏），计算机（软件开发、IT服务），电新（光伏设备、风电设备），军工（军工电子），通信（通信设备、通信服务），机械（自动化设备），医药（医疗服务）

(2) 成长性行业盈利弹性较低的行业是：汽车（乘用车、商用车、汽车零部件），电子（半导体、光学光电子、电子化学品），医药（医药器械、医药商业），传媒（出版），计算机（计算机设备）

盈利上线中后段，盈利增速靠前的成长行业一览

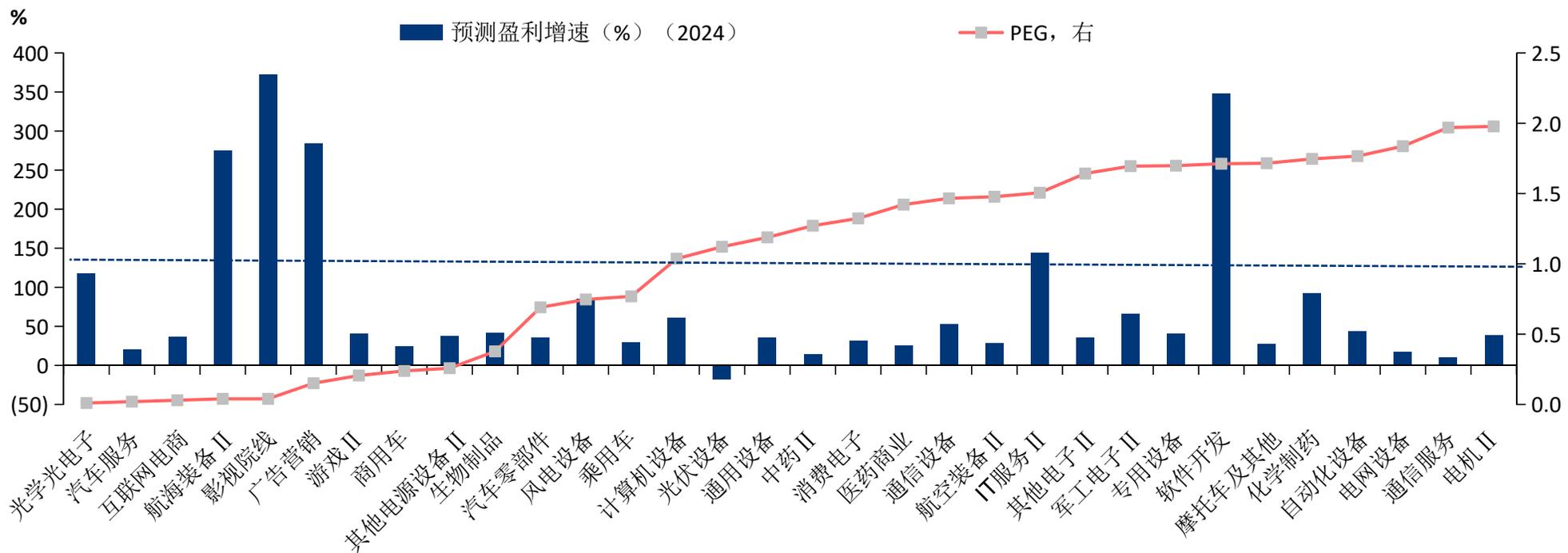
一级行业	二级行业	2007/3/31	2009/12/30	2013/3/31	2016/12/31	2021/3/31	平均盈利增速 (%)
		2008/3/31	2010/9/30	2013/9/30	2017/9/30	2021/9/30	
传媒	数字媒体	-160.9%	1701.9%	531.3%	886.7%	169.4%	625.7%
计算机	软件开发	273.1%	569.6%	857.9%	976.8%	450.3%	625.5%
传媒	影视院线	-8.6%	2192.0%	219.0%	292.1%	41.9%	547.3%
电新	光伏设备	727.0%	451.7%	-51.9%	735.5%	245.2%	421.5%
计算机	IT服务 II	38.2%	671.1%	591.2%	295.5%	351.4%	389.5%
军工	军工电子 II	13.3%	847.7%	422.7%	284.2%	257.1%	365.0%
通信	通信设备	-3.1%	551.1%	536.4%	419.3%	108.0%	322.3%
传媒	广告营销	-15.4%	480.2%	474.6%	283.4%	314.6%	307.5%
电子	其他电子 II	-71.1%	324.4%	248.0%	703.2%	317.1%	304.3%
通信	通信服务	-4%	201%	333%	336%	599%	293.0%
电新	风电设备	51.8%	477.1%	226.6%	410.4%	248.2%	282.8%
传媒	游戏 II	21.9%	525.7%	319.7%	253.5%	245.8%	273.3%
机械	自动化设备	-5.4%	247.6%	364.1%	469.9%	282.9%	271.8%
医药	医疗服务	0.0%	262.1%	258.6%	544.6%	285.1%	270.1%
电新	电池	59.7%	358.0%	316.7%	286.0%	319.1%	267.9%
电新	电网设备	103.1%	289.0%	267.2%	401.2%	258.9%	263.9%
机械	通用设备	14.3%	481.2%	299.1%	245.3%	240.8%	256.1%
计算机	计算机设备	-42.7%	287.2%	448.6%	83.7%	503.2%	256.0%
电子	消费电子	0.0%	120.0%	273.3%	591.4%	253.8%	247.7%
医药	生物制品	56.7%	252.9%	233.1%	278.8%	381.1%	240.5%
汽车	汽车服务	319.8%	275.7%	123.7%	241.9%	153.2%	222.9%
电子	电子化学品 II	0.0%	318.1%	211.7%	287.2%	290.7%	221.5%
电子	光学光电子	180.0%	-0.6%	364.7%	268.0%	268.4%	216.1%
机械	专用设备	22.5%	326.1%	206.3%	310.5%	189.1%	210.9%
电子	元件	-50.3%	326.1%	283.4%	195.3%	284.9%	207.9%
医药	化学制药	61.3%	218.6%	188.5%	305.9%	192.8%	193.4%
汽车	汽车零部件	47.2%	223.9%	233.5%	223.9%	161.7%	178.1%
传媒	出版	122.3%	-43.9%	248.0%	214.8%	348.1%	177.9%
医药	中药 II	11.0%	216.6%	217.2%	222.9%	194.2%	172.4%
医药	医疗器械	-134.7%	210.5%	219.4%	372.9%	181.1%	169.9%
医药	医药商业	23.6%	200.7%	183.8%	246.0%	191.1%	169.1%
电子	半导体	-176.7%	719.8%	317.1%	-376.1%	330.2%	162.9%
汽车	乘用车	6.1%	200.6%	217.7%	160.5%	207.4%	158.4%
汽车	商用车	79.2%	206.4%	207.7%	172.1%	93.1%	151.7%

4.5 绩优成长筛选：PEG角度

◆ **光学光电子、航海装备、影视院线、广告营销、互联网电商、游戏**等行业盈利增速和估值性价比较高。

以wind一致预期的2024年盈利增速为基础来筛选出PEG<1的行业，可以看到：一是光学光电子、汽车服务、互联网电商、航海装备、影视院线PEG偏低；二是影视院线、软件开发、航海装备、广告营销、IT服务、光学光电子等行业盈利增速预计较高。

当前成长板块PEG与2024年预测业绩情况 (按PEG由高到低排序, 截止2024/06/06)



4.5 绩优成长筛选：营收高增速和稳定性角度

◆ 汽车、电新、机械、军工最近一年营收平均增速和2024年预计营收增速较高

- (1) 23Q2-24Q1 营收增速平均较高的行业是汽车、电新、机械、通信。
- (2) wind一致预测2024年营收增速较高的行业是军工、汽车、电子、计算机。

成长行业营收增速与基本面情况一览 (按照2024年wind一致预期营收增速从高到低排序)

行业	营收增速 (%)					20241231 预期营收增速 (%)	基本面 (供需/库存)
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	平均营收增速 (%)		
汽车	19.9	17.2	16.1	8.8	15.5	18.0	供需: 4月新能源汽车产量、销量同比增长分别为39.2%、33.5% 库存: 4月汽车产成品存货为2.2%, 处于低位
国防军工	8.2	5.8	3.8	-2.1	3.9	17.3	供需: 23年报与24Q1显示军工行业的存货、应付票据及应付账款均有所上升, 预收账款和合同负债也呈现出同比增长的趋势 库存: 高景气领域或迎来新一轮补库存周期
电子	-3.7	-1.9	0.1	11.0	1.4	16.0	供需: 中国半导体销售额同比连续5个月转负为正, 4月增速为27.4% 库存: 电子行业处于主动补库阶段, 4月产成品存货同比为5%
计算机	0.4	2.6	2.4	8.9	3.6	15.2	供需: 全球云基础设施服务支出同比增长21%, 达到798亿美元, 行业景气度维持高位 库存: 计算机行业处于主动补库阶段, 4月产成品存货同比为5%
机械	7.3	6.7	5.6	6.0	6.4	13.6	供需: 4月叉车整体内销保持在20-30%、挖掘机销量保持在0-10%。注塑机增速在30-50%、通用减速机10%以上、工控20%以上增速、机器人30%+ 库存: 开年以来, 叉车出口价格指数不断上升, 4月高达114.1
传媒	5.2	5.5	5.9	3.6	5.1	10.5	供需: 国内AI搜索引擎市场规模将达到329.35亿元人民币。预计市场规模复合年增长率(CAGR)将达到约32.93%。
医药	4.2	1.6	1.0	-0.6	1.6	10.3	供需: 2023年上半年近20个license-out项目成功签订, 创新药出海加快 库存: 4月医药库存同比为0.7%, 处于历史低位
通信	6.2	5.3	5.4	5.0	5.5	9.4	供需: 中国移动投产首批12个智算中心节点, 算力规模达11EFLOPS 库存: 通信行业处于主动补库阶段, 4月产成品存货同比为5%
电新	23.2	16.8	10.9	-9.7	10.3	8.7	供需: 4月太阳能电池出口数量同比增速22.5%; 风电出口金额同比增速43.34% 库存: 4月全国乘用车库存338万台、库存60天, 主力车企调生产稳库存

4.6 总结：下半年高股息为盾，核心资产和TMT为矛

- ◆ **盈利视角：**（1）历史上盈利上行中后段周期、电子、养殖等盈利弹性较高；（2）从工业企业利润增速来看，轻工、电子、有色金属、电力、交运等行业中报业绩增速可能偏高；（3）从分析师一致预期来看，汽车、计算机、消费者服务、传媒、电力中报业绩增速预计偏高，且上修幅度较大。
- ◆ **核心资产筛选：**综合估值、盈利预期和持仓，建议关注核心资产中的电新、食品饮料、化工。
- ◆ **高股息行业筛选：**炼焦煤、大众成人品牌服饰、动力煤、家纺等行业股息率和盈利增速偏高、盈利波动率较低、估值较低，建议关注。
- ◆ **成长性行业筛选：**（1）业绩弹性视角：盈利上行中后段，传媒、计算机、电新、军工等业绩弹性较高；（2）PEG视角，光学光电子、航海装备、影视院线、广告营销、互联网电商、游戏等行业盈利增速和估值性价比较高；（3）营收高增速和稳定性角度，汽车、电新、机械、军工最近一年营收平均增速和2024年预计营收增速较高。

综合来看，下半年建议关注：一是盈利和景气向上且估值性价比较高的**TMT、电新、机械、汽车**等；二是受益于经济修复、外资流入以及高股息相关的**家电、银行、食品饮料、纺服**等。

- ◆ 历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- ◆ 政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ 经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- ◆ 模型失效风险：经济学模型基于有限纬度的理论框架，在实际应用中由于考虑到现实情况复杂性，数据实效性，信息不对称性等可能出现模型失效。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。

在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsec.com