



月度市场策略：聚焦三中全会，把握结构性交易机会

- **政策+业绩真空期，主要中国股指较为波动。**6月以来，中国市场表现较为疲软，MSCI 中国指数下跌 2.1%，恒生指数下跌 3.2%，沪深 300 指数下跌 5.0%，纳斯达克金龙中概股指数下跌 6.6%。消费、医疗、工业等板块跌幅较大。根据我们独家构建的[港股市场情绪指数](#)，目前读数为-0.63，仍略低于其过去一年移动均值，反映悲观情绪尚未扭转，短期投资交易策略建议关注结构性机会。
- **短期港股流动性有望得到改善。**我们的[月度全球资金流报告](#)显示，6月国内增量资金再度强势入场，录得 1-2月以来的新高。虽然外资仍持续净流出，但被动型基金仍在积极地交易中国市场。值得注意的是，港股市场重新录得外资净流入，加上在“国家队”增持和南向资金保持强劲净流入的驱动下，港股市场流动性短期有望得到改善。
- **历次三中全会前后市场走势复盘。**根据我们对 1993 年以来的六届三中全会前后市场走势进行分析，综合来看，无论从相对表现和走势上看，港股较 A 股在三中全会前后表现更佳。相对大盘价值股，小盘成长风格赢率较高。A 股板块上看，信息技术（软件、硬件、半导体等）板块涨幅居前，但消费、金融等板块表现较弱。
- **短期小盘成长风格或占优。**二十届三中全会即将召开，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。如果有更多利好政策公布，投资者风险偏好有望改善，前期超跌的板块和个股有望出现补涨。行业配置上，可关注低估值的高弹性板块，例如消费（包括可选消费、必需消费）和信息技术（包括硬件和软件）等。市场风格上，我们发现在历次三中全会前后，小盘成长股小幅跑赢大盘价值股，预计本次全会后成长风格或将继续占优。但需注意风格切换，海内外风险仍存，市场情绪仍未完全扭转，若市场波动上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。
- **短期投资交易策略：**一、关注科技成长股。主要围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题。二、逢低布局港股优质央企高息股。我们认为，港股中经营稳健、现金流充沛、分红水平较高的龙头央企上市公司具有中长期投资价值，目前估值处于合理水平，若市场短期出现波动，可能会提供更好的入场机会。
- **浦银国际重点关注股票组合：**加入华润啤酒、零跑汽车，移出理想汽车。自[上次更新](#)至今，组合上涨 1%，跑赢 MSCI 中国指数、恒生科技指数和中概股指数。期间，华虹半导体、比亚迪电子和腾讯控股的表现相对较好，但安踏体育和巨子生物的表现相对较弱。目前，组合包含拼多多、中国飞鹤、和黄医药等 10 只股票。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地方债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美国经济衰退超预期，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2024 年 7 月 11 日

相关报告：

[浦银国际量化策略：港股市场情绪指数构建和运用（下）](#)（2024-07-08）[浦银国际月度资金流：港股资金面短期或有所改善](#)（2024-07-03）[浦银国际量化策略：港股市场情绪指数构建和运用（上）](#)（2024-06-27）

扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾与展望	5
估值：修复空间仍较大	8
盈利增长：港股今年预期盈利增速小幅上调	10
资金流向：国内增量资金强势入场	12
行业配置、轮动与风格切换	14
短期投资交易策略：聚焦三中全会，把握结构性交易机会	17
浦银国际重点关注股票组合更新	23

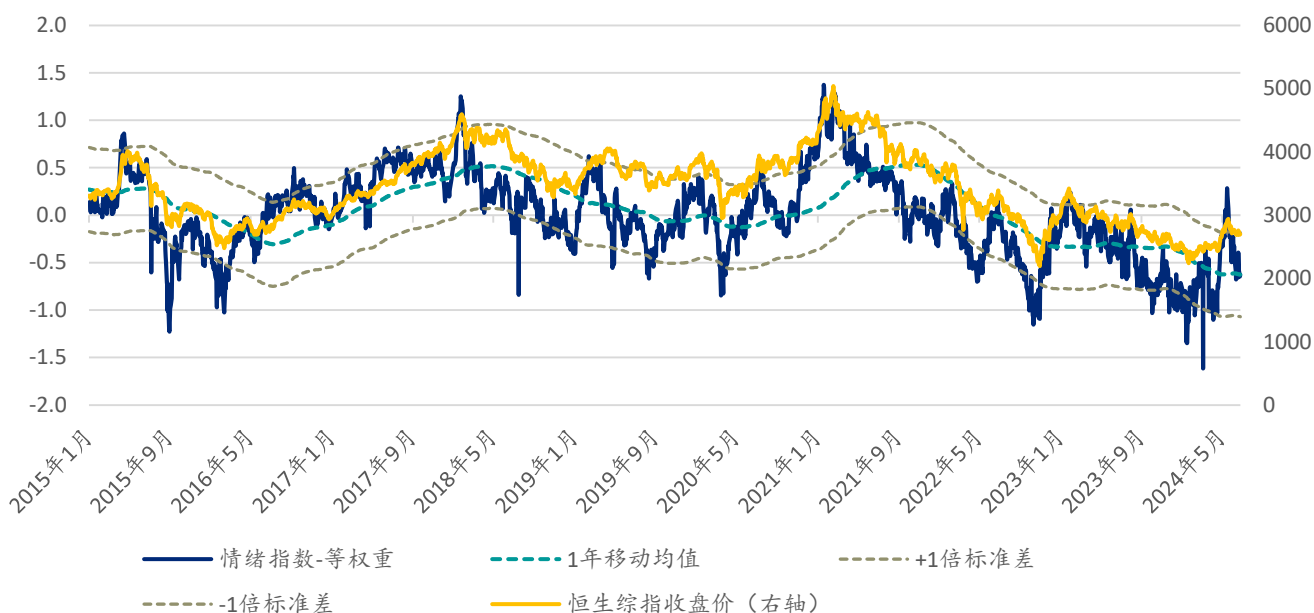
图表目录

图表 1：浦银国际港股情绪指数与恒生综合指数的走势（相关系数：0.756）	4
图表 2：中证国新港股通央企红利 ETF 前 10 大权重股	4
图表 3：6 月至今，主要中国股指有所回调	6
图表 4：受到估值下修影响，过去一个月 MSCI 中国指数中大多数板块录得下跌，其中必选消费和房地产板块跌幅较大	6
图表 5：恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，电信服务和能源板块录得上涨，消费和医疗板块在估值收缩和盈利预期下修的双重影响下跌幅较大	7
图表 6：沪深 300 指数情况类似，大多数板块受到估值收缩压制录得下跌	7
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引	8
图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引	9
图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率	9
图表 10：恒生指数前瞻市盈率	9
图表 11：沪深 300 指数前瞻市盈率	9
图表 12：6 月以来 AH 溢价有所抬升，目前为 45%	9
图表 13：主要中国股指 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股较领先	10
图表 14：MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月均有所下调	11
图表 15：恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：有所上调	11
图表 16：沪深 300 指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：继续维持下调	11
图表 17：6 月，外资主动型和被动型基金仍维持净流出	12
图表 18：6 月以来，国内资金增量大幅净流入，但外资净流出规模有所扩大	12
图表 19：6 月，南向资金净流入保持强劲，但北向资金转为净流出	13
图表 20：MSCI 中国各板块：房地产、日常消费、医疗健康板块 2024 年 EPS 增速较为领先，医疗	

健康、可选消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先	14
图表 21: 近一月, 医疗健康和日常消费板块预期 EPS 上调幅度较大, 材料和能源板块下调幅度较大	15
图表 22: 恒生综合指数轮动热力图	15
图表 23: 沪深 300 指数轮动热力图	16
图表 24: 过去一月, 成长股小幅跑赢价值股.....	16
图表 25:大盘股继续跑赢小盘股.....	16
图表 26: 历次三中全会前后主要中国股指表现	18
图表 27: 从走势上看, A 股在历次三中全会前后短期涨跌不一	18
图表 28:港股在三中全会前后短期大多呈上涨趋势.....	18
图表 29: 历次三中全会期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现.....	19
图表 30: 历次三中全会期间 A 股大盘股和小盘股的表现.....	19
图表 31: 历次三中全会前一周和三中全会期间, 大部分板块表现较弱, 但软件、技术硬件、半导体等板块涨幅居前	19
图表 32: 历次三中全会结束三月内, 软件、技术硬件、半导体等板块同样表现较佳	20
图表 33: 历届“三中全会”核心内容概览	21
图表 34: 中证国新港股通央企红利 ETF 前 10 大权重股	22
图表 35: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点	23
图表 36: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑	24

焦点图表

图表 1: 浦银国际港股情绪指数与恒生综合指数的走势 (相关系数: 0.756)



注: 数据截至 2024 年 6 月 25 日。

资料来源: Bloomberg, EPFR, iFind, 浦银国际

图表 2: 中证国新港股通央企红利 ETF 前 10 大权重股

股票代码	公司名称	行业名称	市值	成交额	2024 年预期股息率	2024 年预期自由现金流比率	2024 年预期 ROE	2024 年 EPS 预期同比增长速	前瞻市盈率 (倍)
0941.HK	中国移动	电信业务	15625	16.5	6.7%	9.9%	10.2%	6.3%	10.5
0857.HK	中石油	能源	14023	10.3	5.8%	11.2%	11.2%	8.1%	7.8
0883.HK	中海油	能源	9818	20.3	6.4%	12.0%	20.6%	17.0%	6.6
1088.HK	中国神华	能源	7155	7.5	6.9%	8.3%	13.9%	-7.0%	10.8
0386.HK	中石化	能源	5962	5.5	7.4%	1.1%	8.0%	15.2%	7.9
0728.HK	中国电信	电信业务	4055	3.0	5.9%	11.6%	7.4%	9.7%	11.8
0762.HK	中国联通	电信业务	1948	2.7	5.9%	NA	5.9%	11.5%	9.4
1816.HK	中广核电力	公用事业	1509	2.8	3.1%	9.7%	9.2%	10.4%	13.5
1898.HK	中煤能源	能源	1172	2.1	5.8%	16.8%	12.0%	-4.9%	5.4
0836.HK	华润电力	公用事业	1053	3.2	5.2%	-12.5%	15.3%	32.4%	7.2

注: 数据截至 2024 年 7 月 10 日, 成交额/市值为 3 个月均值, 货币单位为亿港元。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

月度中国市场回顾与展望

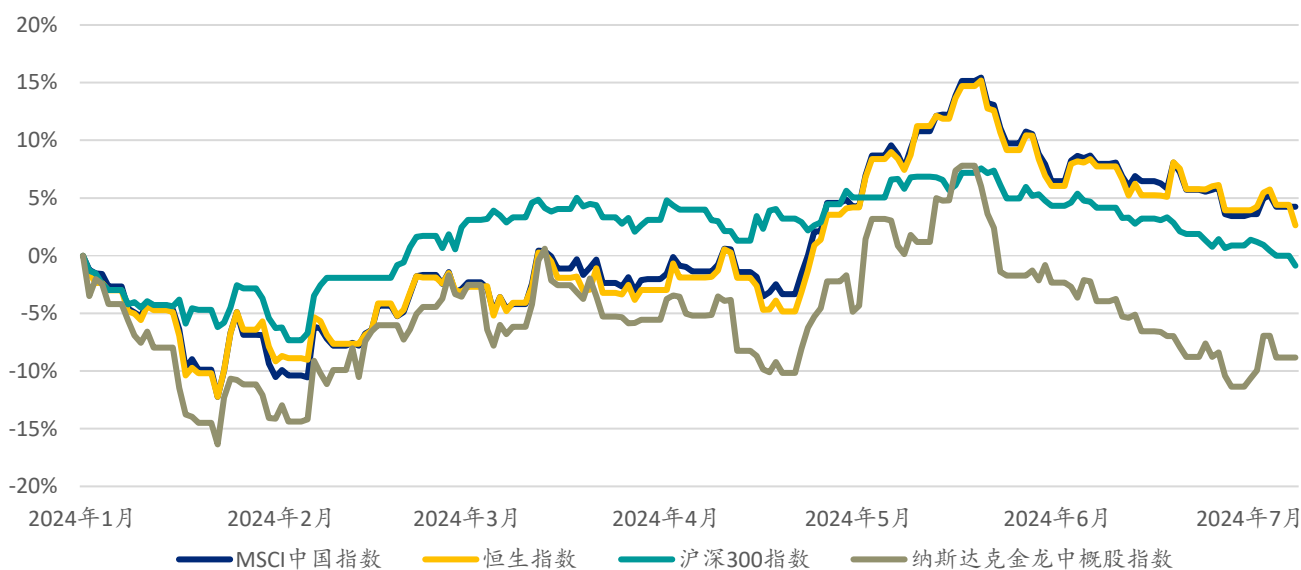
6月，政策+业绩真空期，主要中国股指有所回调，6月至今，MSCI中国指数录得下跌2.1%，恒生指数录得下跌3.2%，沪深300指数录得下跌5.0%，纳斯达克金龙中概股指数下跌6.6%。消费、医疗、工业等板块跌幅较大（图表2-5）。根据我们独家构建的[港股市场情绪指数](#)，目前读数为-0.63，仍略低于其过去一年移动均值，反映悲观情绪尚未扭转，短期投资交易策略建议关注结构性机会。构成情绪指数的13个指标中，7个指标较上月呈转弱趋势，例如主板成交额、RSI指数、卖空比率、港股通成交额、股债收益差等。值得注意的是，有6个指标环比呈改善趋势，例如IPO募资总额环比上升，港股回购金额增加，恒指期权认沽/认购比率下行并低于100%，AH溢价水平有所收窄、外资由净流出转为净流入等。若这些指标改善动能加强，并带动更多指标进入改善通道，有望驱动港股市场情绪回暖。

历次三中全会前后市场走势复盘。我们对1993年以来的六次三中全会召开期间、以及前后的短期市场表现进行了深入分析。三中全会前后，**港股较A股表现更佳**。从绝对回报上看，全会召开前一周，港股的表现较强，A股相对疲弱。然而在全会召开期间，主要中国股指均下跌，港股指数较A股的跌幅更大。全会后一周和一个月内，A股股指表现较弱，而港股的涨幅较为明显。从走势上看，A股在全会前大多呈回落趋势，在全会结束后涨跌趋势较为分化。港股在全会召开前后短期大多呈上涨趋势。**三中全会前后信息技术板块涨幅居前**。从A股板块上看，全会召开前一周，信息技术（包括软件、硬件、半导体等）、保险、公用事业表现较佳，而金融（包括多元金融、银行）、消费（消费者服务、耐用消费品、汽车等）表现较弱。全会期间，信息技术（包括软件、硬件、半导体等）表现较佳，但其他大部分板块表现较为偏弱。全会后一周和一个月内，信息技术（包括软件、硬件、半导体等）板块领涨，但消费（食品饮料、零售、消费者服务）、媒体等板块领跌。

短期小盘成长风格或占优。二十届三中全会即将召开，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。如果有更多利好政策公布，有望改善投资者风险偏好，前期超跌的板块和个股有望出现补涨。行业配置上，可关注低估值的高弹性板块，例如消费（包括可选消费、必需消费）和信息技术（包括硬件和软件）等。市场风格上，根据我们对过去六届三中全会前后市场风格的分析，发现全会前后，小盘成长股小幅跑赢大盘价值股，预计本次全会后成长风格仍将占优。但仍需注意风格切换，由于海内外风险仍存，市场情绪仍未完全扭转，若市场波动上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

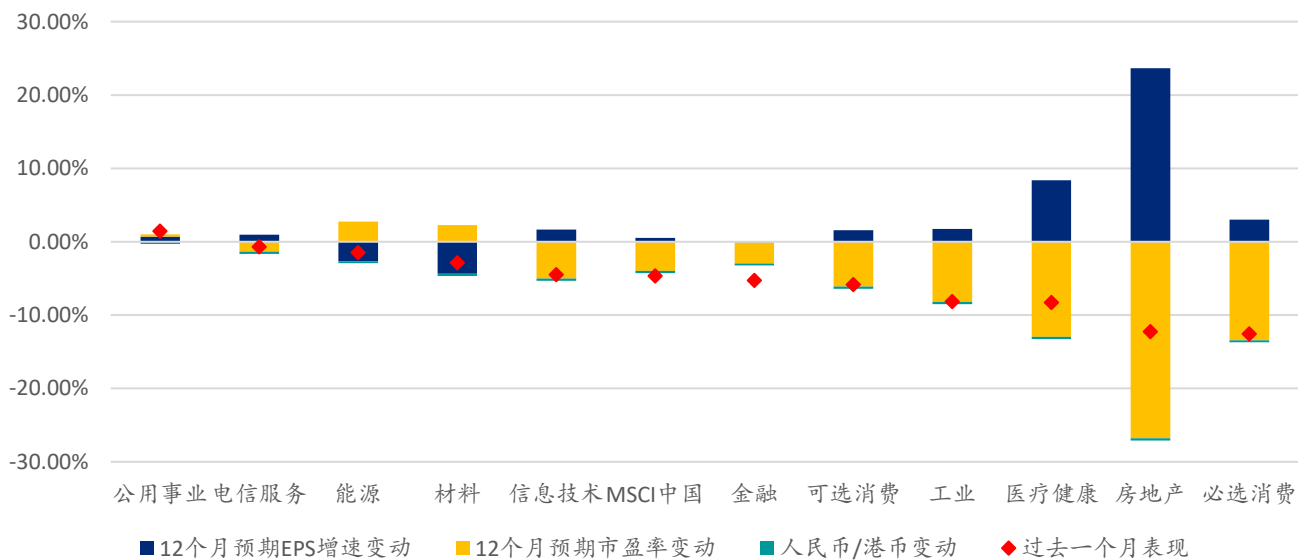
短期投资交易策略：一、关注科技成长股。主要围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题。**二、逢低布局港股优质央企高息股。**我们认为，港股中经营稳健、现金流充沛、分红水平较高的龙头央企上市公司具有中长期投资价值，目前估值处于合理水平，若市场短期出现波动，可能会提供更好的入场机会。

图表 3: 6月至今, 主要中国股指有所回调



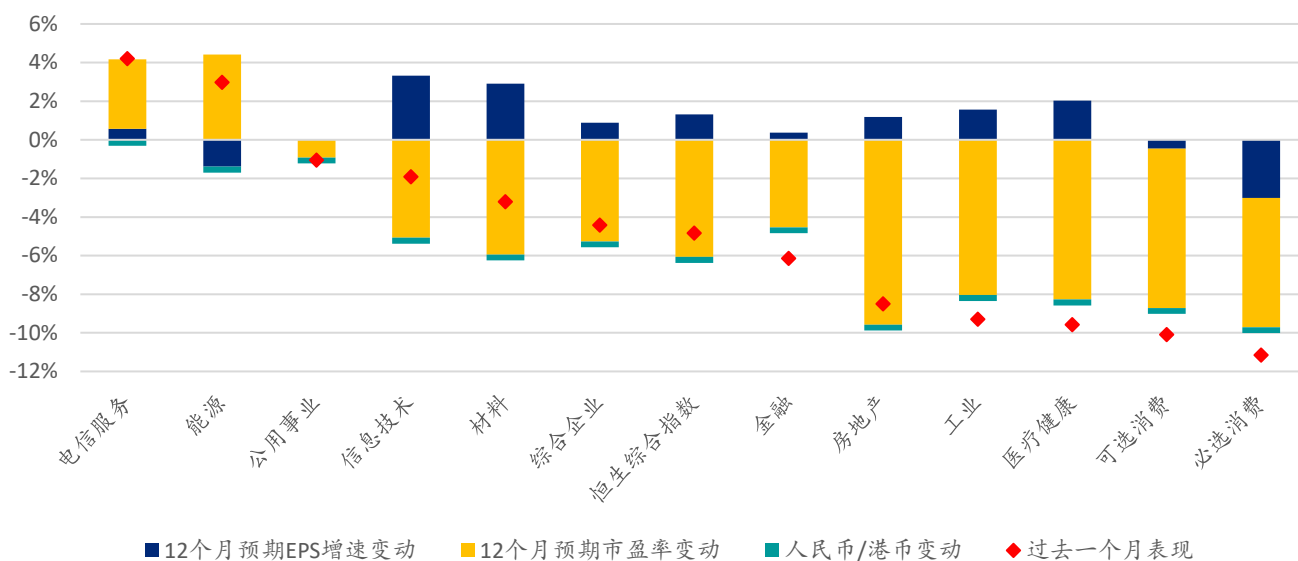
注: 数据截至2024年7月8日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 受到估值下修影响, 过去一个月 MSCI 中国指数中大多数板块录得下跌, 其中必选消费和房地产板块跌幅较大



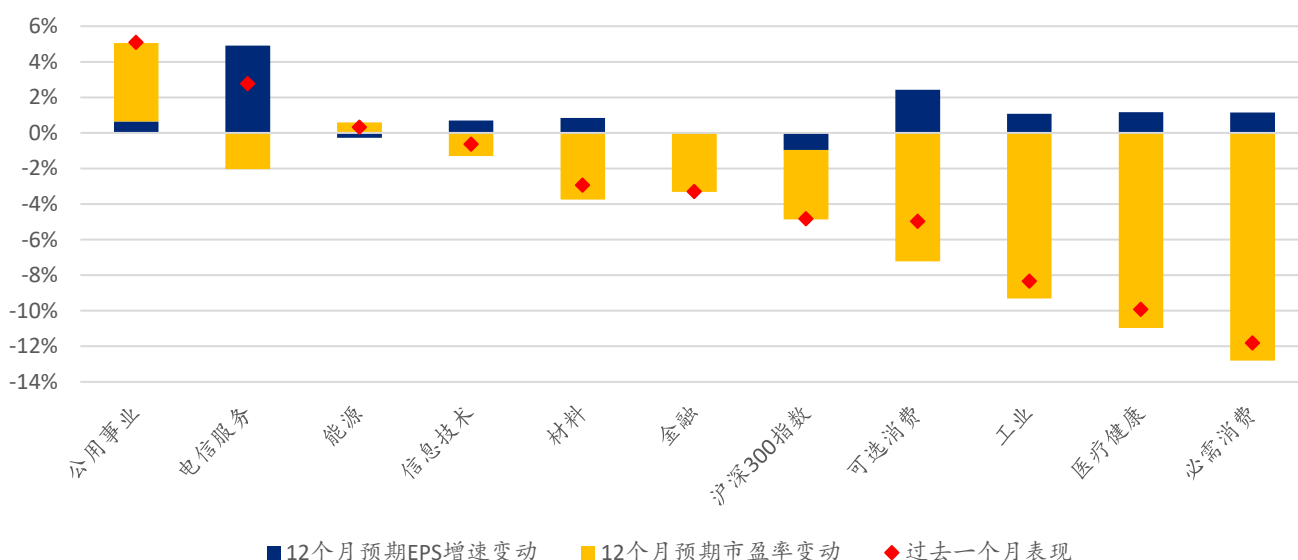
注: 数据截至2024年7月8日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 5: 恒生综合指数中, 在估值扩张驱动下, 电信服务和能源板块录得上涨, 消费和医疗板块在估值收缩和盈利预期下修的双重影响下跌幅较大



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 沪深 300 指数情况类似, 大多数板块受到估值收缩压制录得下跌



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

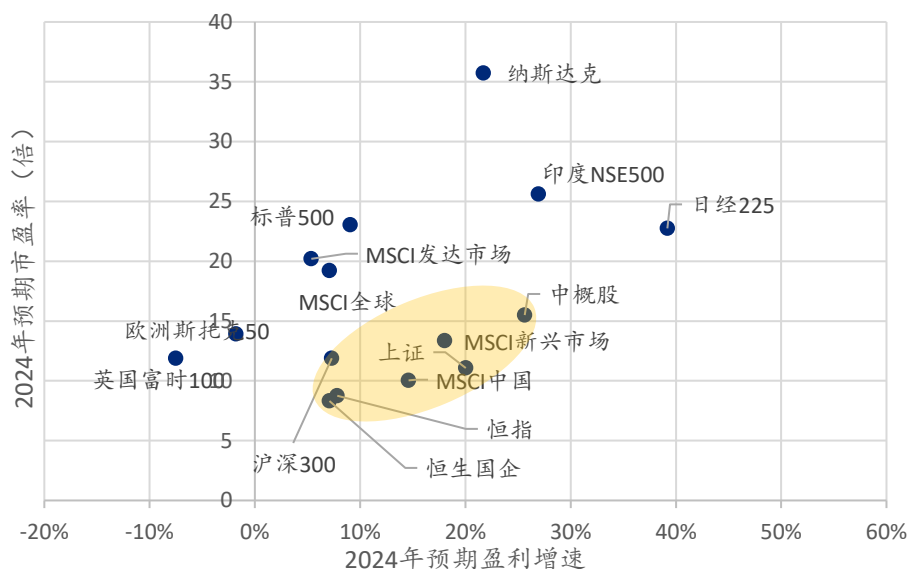
估值：修复空间仍较大

经过前期上涨后，估值出现小幅收缩。如果接下来全球资金持续净流入中国市场，且基本面复苏的可持续性得以确认，叠加持续的政策刺激出台，那么这将有利于市场情绪的持续改善，有望驱动估值的进一步修复。

中国市场的估值水平仍较吸引。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速更强劲，估值水平更吸引(图表 7-8)。截至 2024 年 7 月 8 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 9.4 倍和 8.3 倍，分别位于过去五年均值负 1.0 倍和负 1.2 倍标准差附近。沪深 300 指数前瞻市盈率在 11.1 倍，位于过去五年均值负 0.9 倍标准差附近(图表 9-11)。

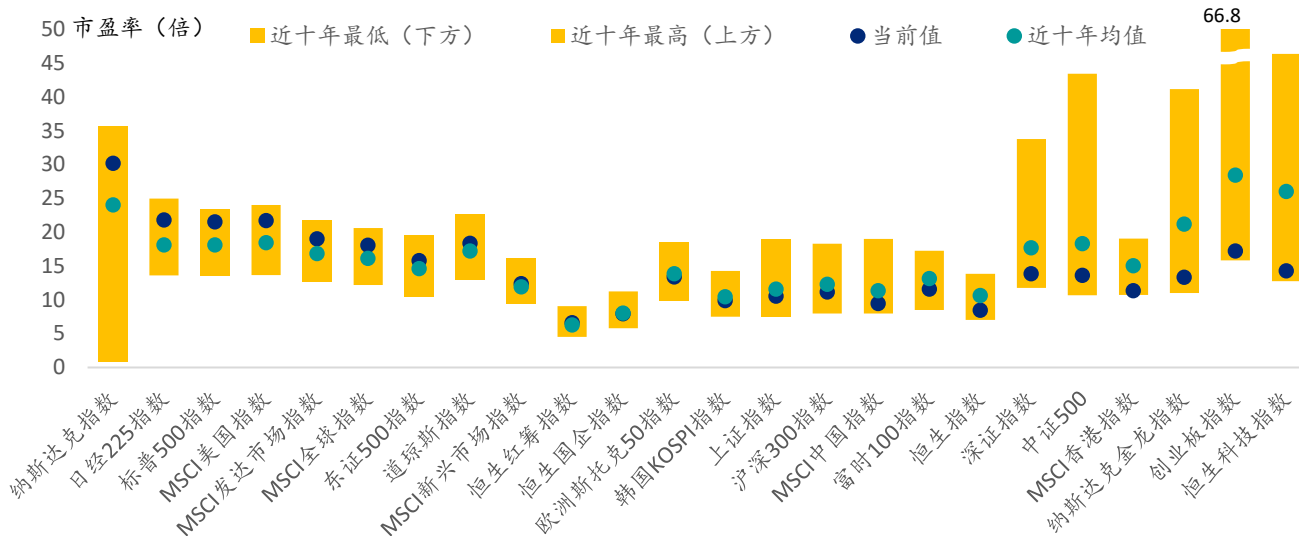
AH 溢价有望持续缩小。截至 7 月 8 日，AH 溢价为 45%，较 5 月末的 40% 有所增加，反映港股相对 A 股折扣较大，港股仍具备配置价值。由于港股受海外风险因素影响较大，中美利差扩大可能会对港股估值有所压制。预期今年美联储政策或将转向，若地缘政治风险有所缓和，且海外不确定性逐步降低，AH 溢价将有所收缩(图表 12)。

图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



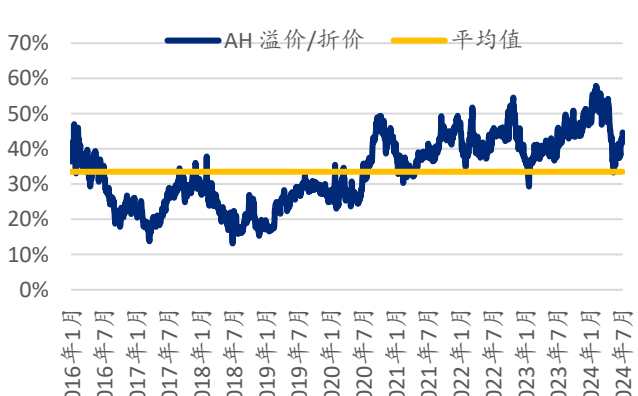
注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12：6 月以来 AH 溢价有所抬升，目前为 45%



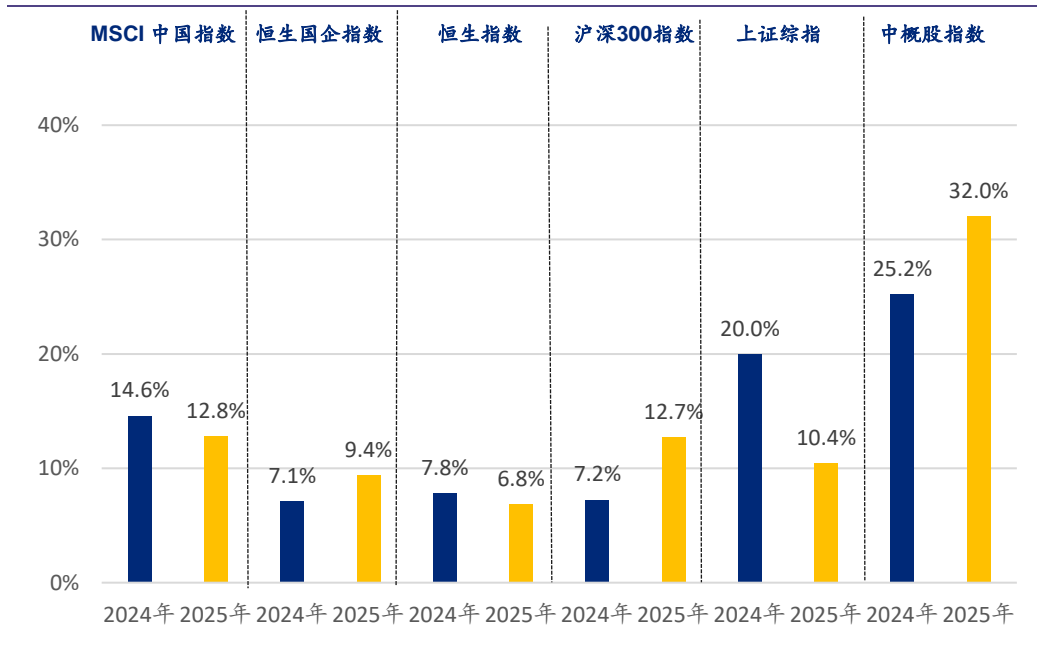
注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

盈利增长：港股今年预期盈利增速小幅上调

港股今年预期盈利增速有所上调。根据彭博，近期卖方分析上调 MSCI 中国指数 2024 年预期盈利增速至 14.6% (5 月末：13.6%)，小幅下调 2025 年预期盈利增速至 12.8% (5 月末：13.3%)。上调恒生指数 2024 年预期盈利增速至 7.8% (5 月末：6.3%)，下调 2025 年预期盈利增速至 6.8% (5 月末：7.4%)。下调上证综合指数 2024 年/2025 年预期盈利增速至 20.0%/10.4% (5 月末：22.1%/10.6%)。下调在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2024 年预期盈利增速至 25.2% (5 月末：26.5%)，上调 2025 年预期盈利增速至 32.0% (5 月末：31.5%) (图表 13-16)。

盈利增长有望成为接下来的驱动力。根据彭博盈利增长的一致预期，我们预计 2024 年接下来几个季度的盈利增长或将进一步改善，盈利增长预期下调有望持续放缓并暂告一段落。我们观察到，过去一个月，MSCI 中国、恒生综指和沪深 300 指数的大部分板块盈利预期均有所增长，成为大部分板块的核心驱动力，我们预期盈利增长重新成为驱动中国市场向上的主导力量。

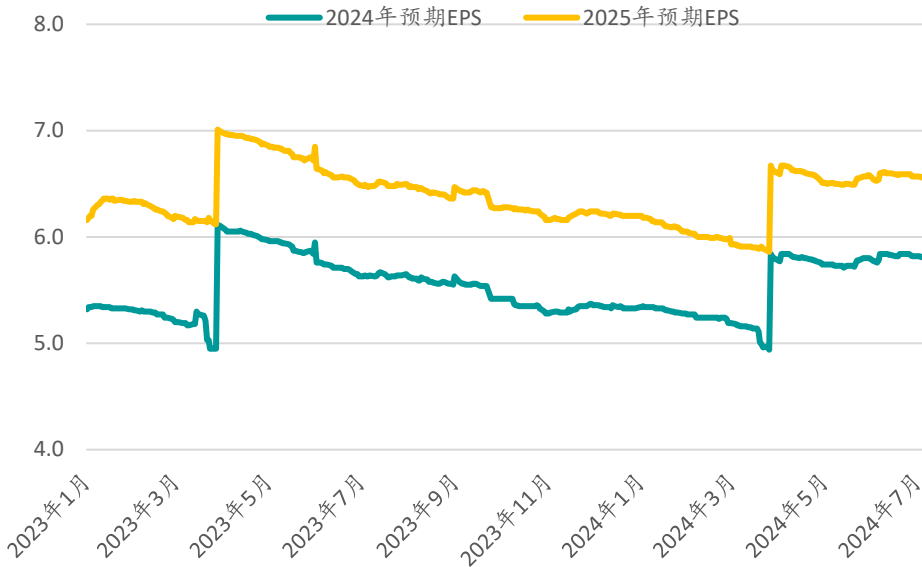
图表 13：主要中国股指 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股较领先



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。

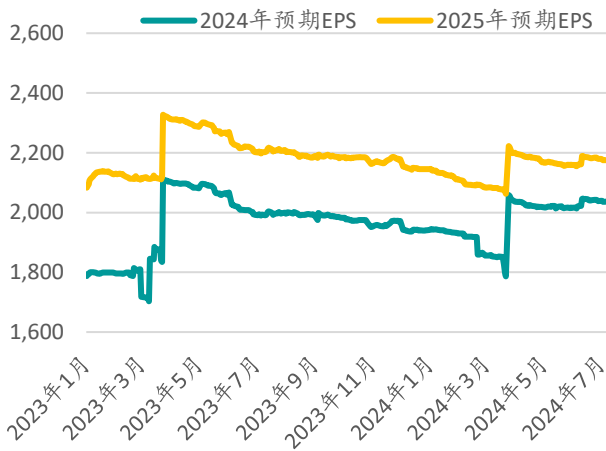
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14: MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月均有所下调



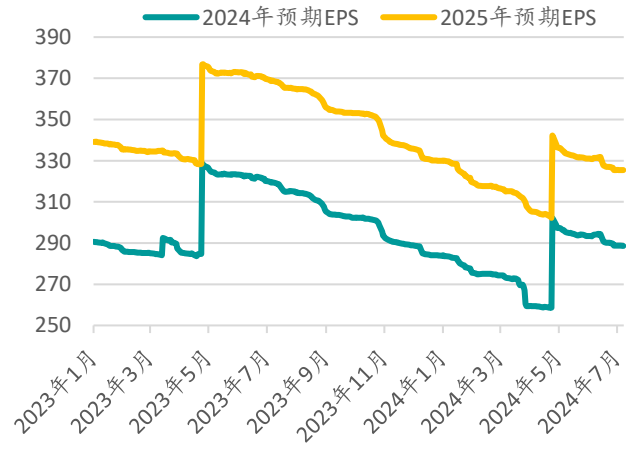
注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 有所上调



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 沪深 300 指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 继续维持下调



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

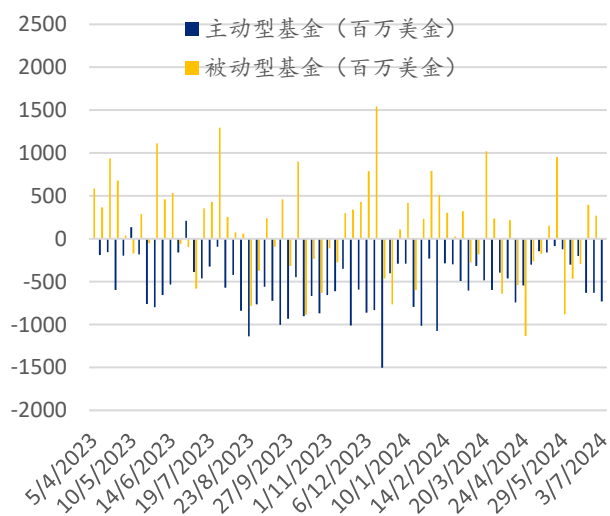
资金流向：国内增量资金强势入场

外资净流出规模有所扩大，国内资金转为大幅净流入。根据 EPFR，截至 7 月 3 日，6 月至今中国内地股市累计录得外资净流出 26 亿美元（5 月同期：净流出 8.2 亿美元），其中主动型外资净流出 24.9 亿美元，被动型外资净流出 1.1 亿美元。值得注意的是，6 月 13 日至 6 月 26 日，被动型外资转为净流入，累计净流入 6.6 亿美元，反映出有部分交易型外资可能开始回流中国市场（图表 17）。另外，国内资金结束连续两个月的净流出态势，转为净流入，期间累计录得净流入 115.1 亿美元（5 月：净流出 15.4 亿美元）（图表 18）。

北向资金转为净流出。6 月，北向资金转为净流出，共流出人民币 444.5 亿元（5 月：净流入 87.8 亿元）（图表 19）。6 月，具有人工智能概念的电子通信板块、以及防御属性的公用事业等板块较获北向资金青睐。然而，消费（食品饮料、家用电器）、金融（非银金融、银行）等板块受到北向资金减持较多。

南向资金净流入十分强劲。6 月，南向资金录得净流入 876.5 亿港元（5 月：净流入 702.9 亿港元），显示内地投资者对港股的兴趣仍较浓厚（图表 19）。除纺织服装外，南向资金净流入所有港股板块。其中，防御性较强的银行、通信、石油石化等板块较获南向资金青睐。值得注意的是，6 月 19 日，国新投资在官网宣布，认购了首批中证国新港股通央企红利 ETF，传递出坚定看好港股央企上市公司长期价值的积极信号，同时也彰显了国有资本运营公司在维护央企市场价值，提升港股央企上市公司定价权方面的责任担当。我们认为，“国家队”增持港股通央企红利 ETF，反映了港股央企估值重估的交易逻辑仍然值得关注，有望在中短期利好南向资金保持净流入。

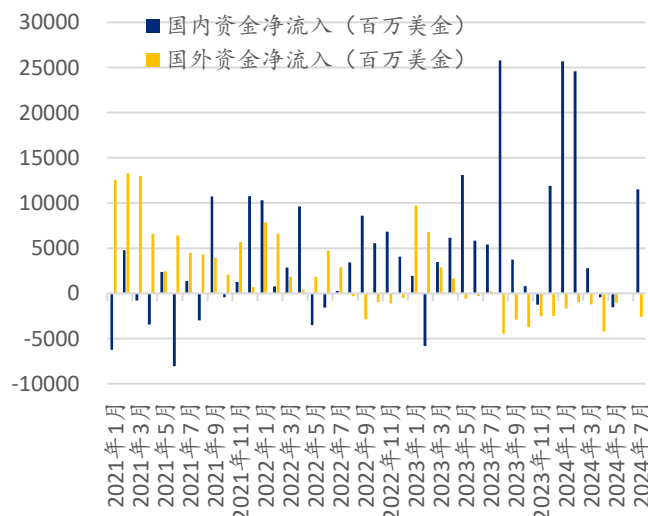
图表 17：6 月，外资主动型和被动型基金仍维持净流出



注：数据截至 2024 年 7 月 3 日。

资料来源：Bloomberg, EPFR, 浦银国际

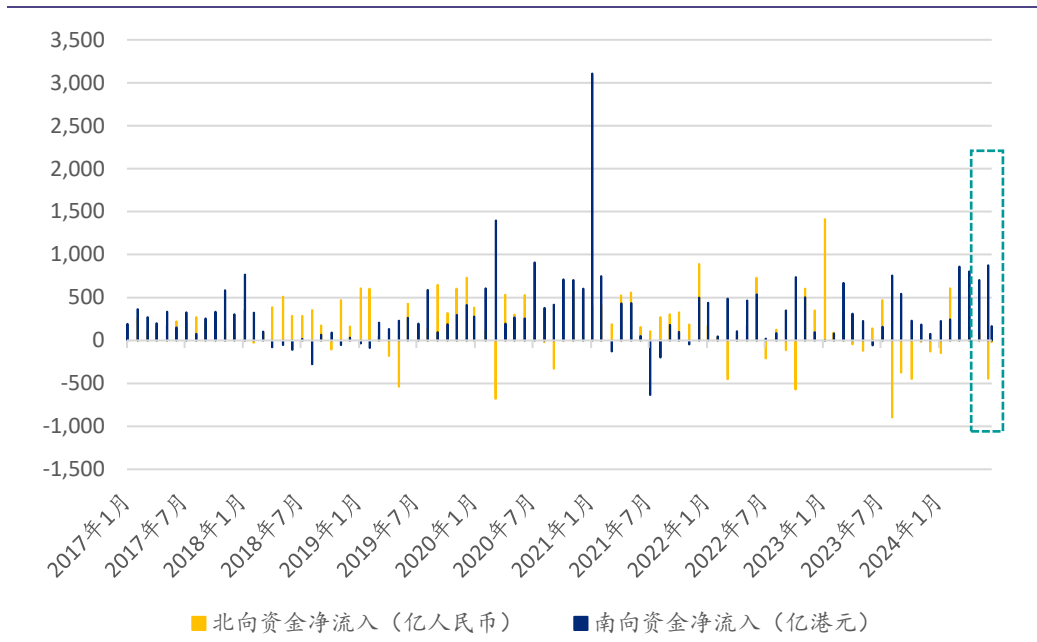
图表 18：6 月以来，国内资金增量大幅净流入，但外资净流出规模有所扩大



注：数据截至 2024 年 7 月 3 日。

资料来源：Bloomberg, EPFR, 浦银国际

图表 19: 6月, 南向资金净流入保持强劲, 但北向资金转为净流出



注: 数据截至 2024 年 7 月 9 日。

资料来源: 港交所, Bloomberg, 浦银国际

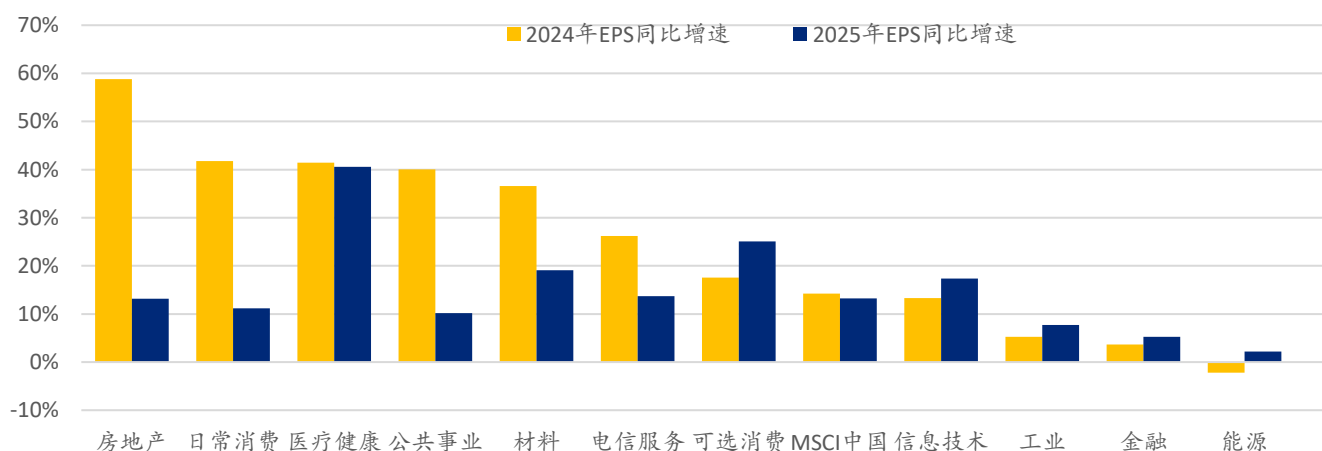
行业配置、轮动与风格切换

若市场情绪改善，建议短期关注消费和信息技术等板块估值修复的机会。二十届三中全会即将召开，如果有更多利好政策公布，有望改善投资者风险偏好，前期超跌的板块和个股有望出现补涨。如果“捡便宜”仍为核心投资逻辑，那些低估值的板块有望在短期内继续得到修复。目前，消费（包括可选消费、必需消费）和信息技术板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均大幅低于其过去五年均值，这些板块今明两年预期盈利增长较为强劲（图表 20-21）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

近期行业轮动仍然较快，材料行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X轴代表相对强度（RS-Ratio），而Y轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，信息技术板块较强势，金融、公用事业、电信和工业板块上行的动能明显改善，消费和综合企业板块较为落后（图表 22）。沪深 300 指数中，公用事业和金融板块的动能较强势，信息技术和医疗健康板块上行的动能有所改善，必选消费和工业板块的动能较为落后（图表 23）。

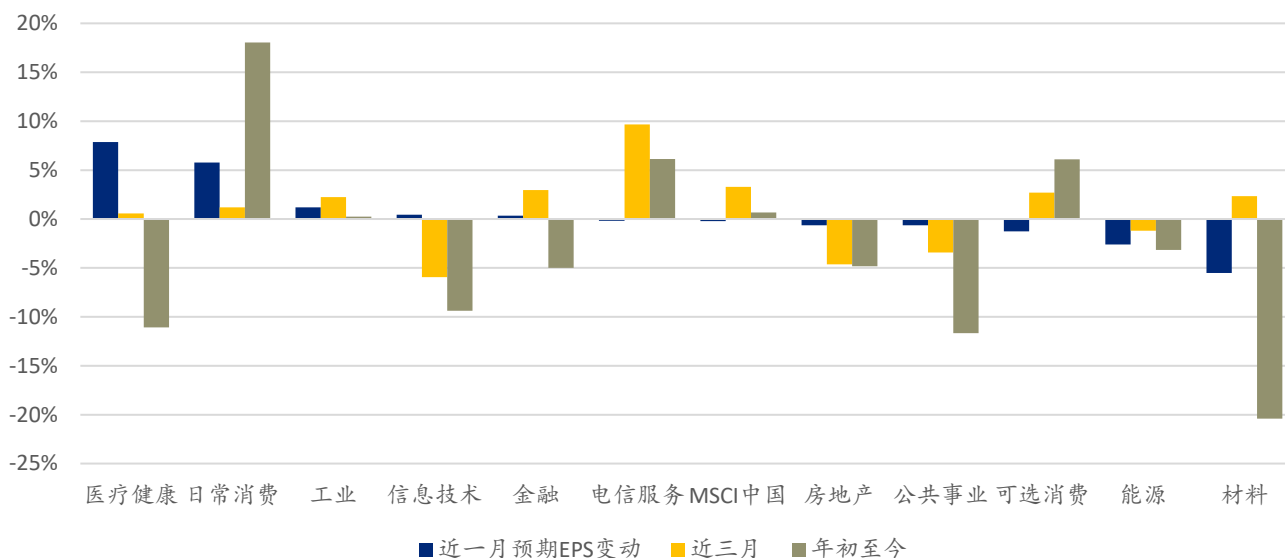
短期成长风格或将占优。过去一个月，投资者风险偏好有所上升，成长股小幅跑赢价值股，大盘股持续跑赢小盘股（图表 24-25）。二十届三中全会即将召开，进入政策窗口期投资者风险偏好有望提升，成长风格或将继续占优。然而，我们仍需注意风格切换，若市场波动上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

图表 20: MSCI 中国各板块：房地产、日常消费、医疗健康板块 2024 年 EPS 增速较为领先，医疗健康、可选消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先



注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 21：近一月，医疗健康和日常消费板块预期 EPS 上调幅度较大，材料和能源板块下调幅度较大

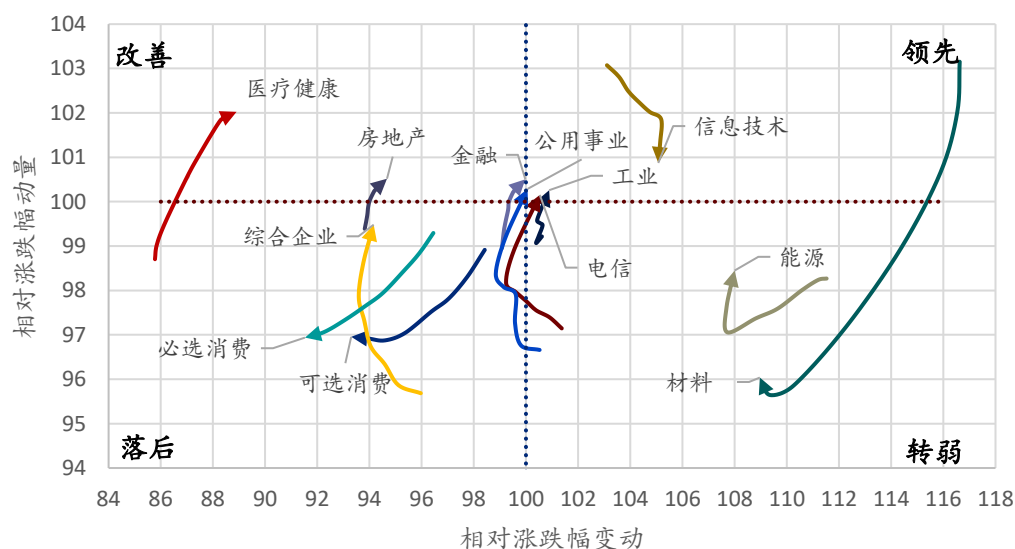


注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

行业轮动热力图

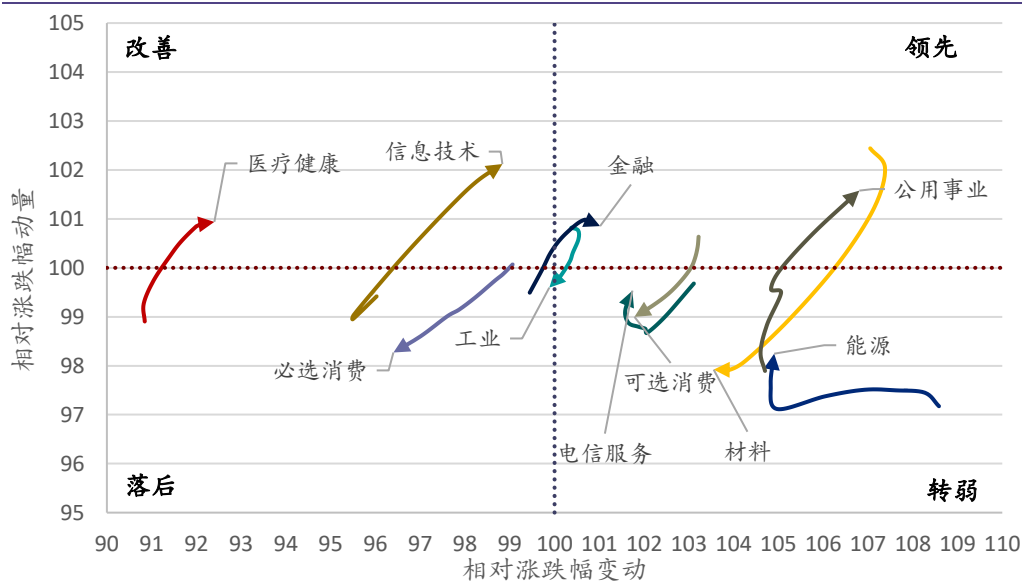
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 22：恒生综合指数轮动热力图



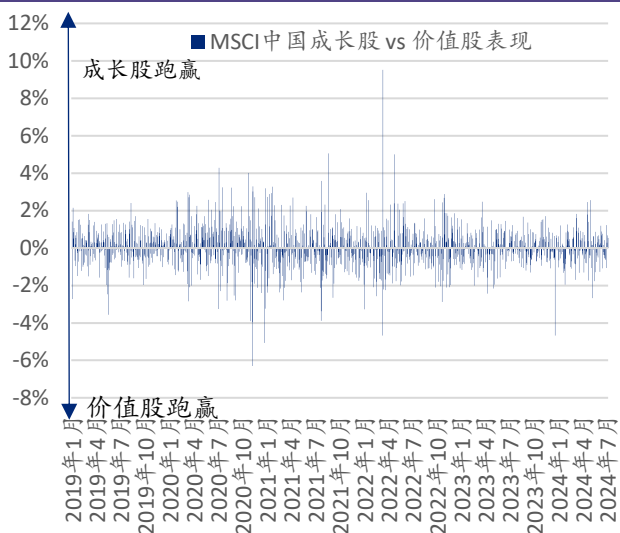
注：数据截至 2024 年 7 月 8 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23: 沪深 300 指数轮动热力图



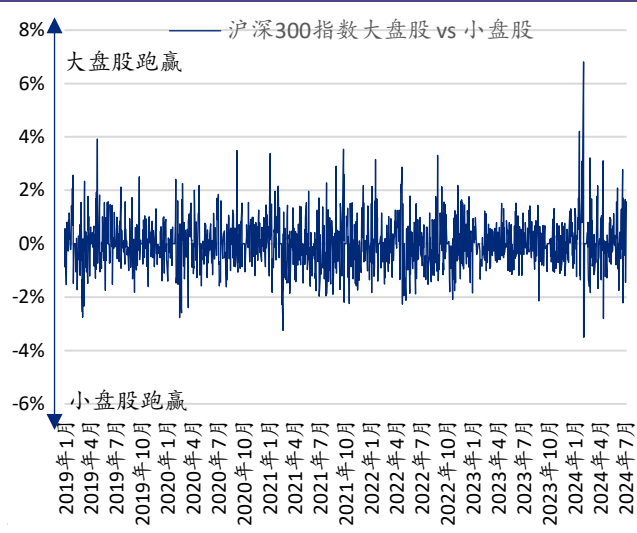
注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 24: 过去一月, 成长股小幅跑赢价值股.....



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 25:大盘股继续跑赢小盘股



注: 数据截至 2024 年 7 月 8 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

短期投资交易策略：聚焦三中全会，把握结构性交易机会

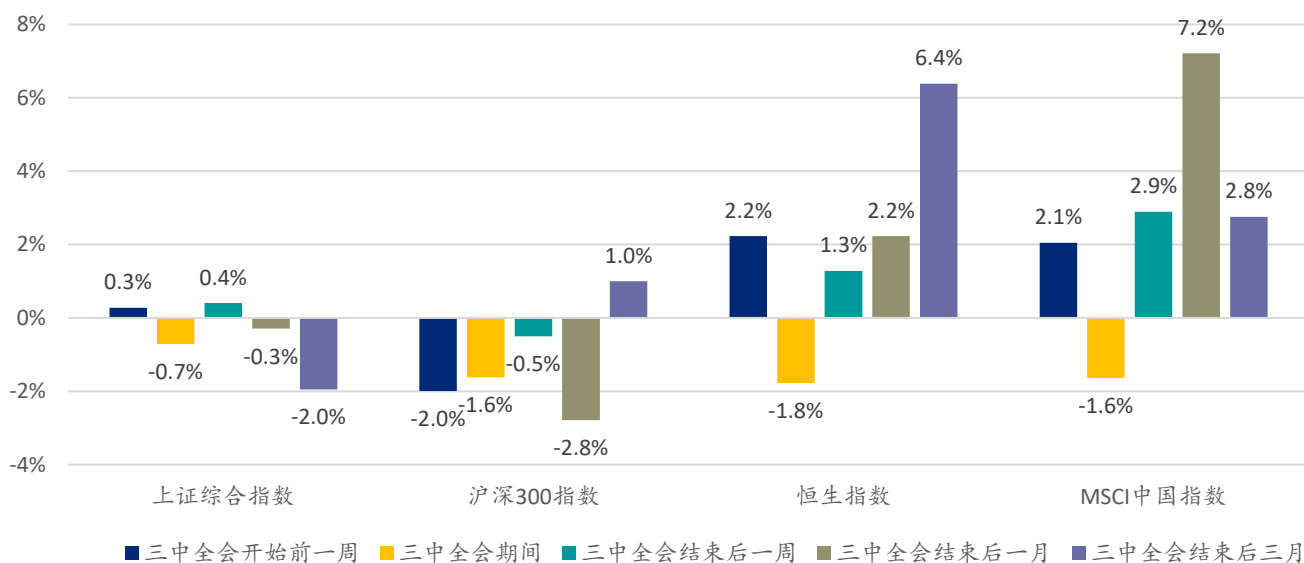
历次三中全会政策窗口期，市场如何演绎？综合来看，历次三中全会前后，港股较 A 股表现更佳。小盘成长风格赢率较高。A 股信息科技板块涨幅居前。

三中全会前后，港股较 A 股表现更佳。我们对 1993 年以来的六次三中全会召开期间、以及前后的短期市场表现进行了深入分析。从绝对回报上看，在三中全会召开前一周，港股的表现较强，A 股相对疲弱。然而在会议召开期间，主要中国股指均下跌，港股指数较 A 股的跌幅更大。在三中全会结束后一周和一个月内，A 股股指表现较弱，而港股的涨幅较为明显（图表 26）。从走势上看，A 股在历次三中全会前大多呈回落趋势，在全会结束后涨跌趋势较为分化。港股在三中全会召开前后短期大多呈上涨趋势（图表 27-28）。

小盘成长风格赢率较高。在三中全会召开前一周，成长股小幅跑赢价值股，小盘股相对价值股表现更佳。在三中全会期间，虽然成长股与价值股均录得下跌，但成长股相对价值股表现更佳，而小盘股跑输大盘股。三中全会结束后一周内和一个月内，成长股涨幅较价值股更高，小盘股跑赢大盘股（图表 29-30）。

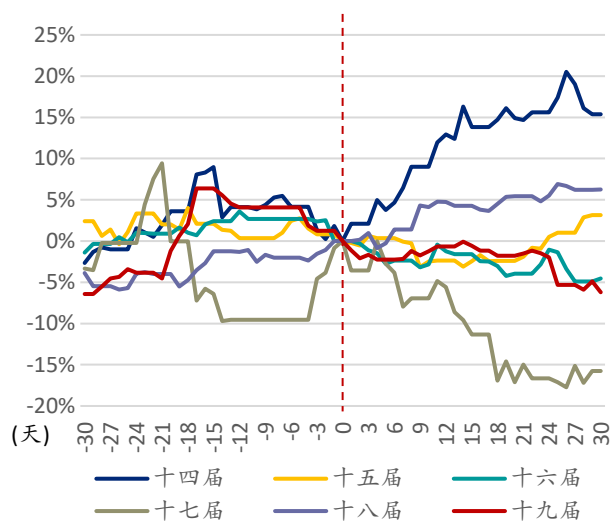
三中全会前后信息科技板块涨幅居前。从 A 股板块上看，在三中全会召开前一周，信息科技（包括软件、硬件、半导体等）、保险、公用事业表现较佳，而金融（包括多元金融、银行）、消费（消费者服务、耐用消费品、汽车等）表现较弱。在三中全会期间，信息科技（包括软件、硬件、半导体等）表现较佳，但其他大部分板块表现较为偏弱。三中全会结束后一周和一个月内，信息科技（包括软件、硬件、半导体等）板块领涨，但消费（食品饮料、零售、消费者服务）、媒体等板块领跌。三中全会结束后三个月内，信息科技（包括软件、硬件、半导体等）、医疗健康（生物制药、医疗健康服务等）领涨，房地产、保险、多元金融、电信服务等板块领跌（图表 31-32）。

图表 26: 历次三中全会前后主要中国股指表现



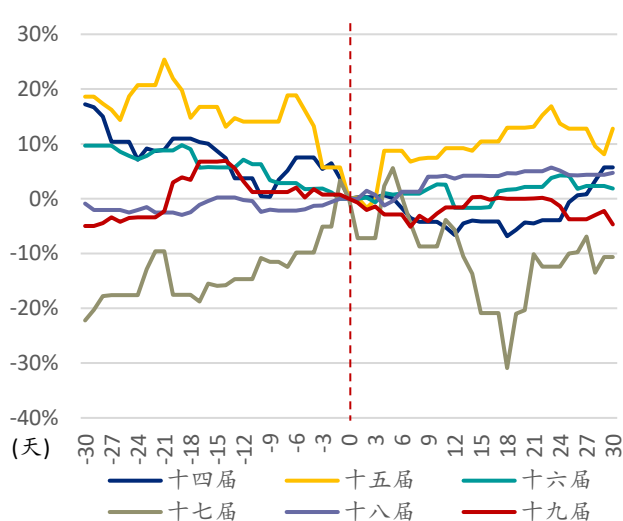
注: 数据为 1993 年-2018 年历次“三中全会”期间 A 股各大指数涨跌幅的平均值。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: 从走势上看, A 股在历次三中全会前后短期涨跌不一.....



注: 数据为 1993 年-2018 年历次“三中全会”前后上证综指表现。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 28:港股在三中全会前后短期大多呈上涨趋势



注: 数据为 1993 年-2018 年历次“三中全会”前后恒指表现。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 29: 历次三中全会期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现

	三中全会前一周		三中全会期间		三中全会后一周		三中全会后一月		三中全会后三月	
	成长	价值	成长	价值	成长	价值	成长	价值	成长	价值
十五届 (1998年)	4.9%	4.7%	2.1%	2.9%	4.6%	7.0%	10.3%	5.5%	-6.0%	-7.6%
十六届 (2003年)	10.2%	8.9%	1.1%	0.0%	3.7%	2.5%	1.8%	3.2%	20.9%	24.8%
十七届 (2008年)	-5.5%	-7.5%	-7.0%	-7.3%	-0.8%	-0.9%	2.7%	-0.8%	8.7%	10.0%
十八届 (2013年)	3.2%	2.3%	0.9%	1.1%	5.6%	4.7%	6.3%	0.5%	1.4%	-8.7%
十九届 (2018年)	3.2%	2.1%	0.0%	-3.5%	0.0%	0.5%	0.1%	-3.9%	0.2%	-3.5%
平均值	1.9%	1.2%	-1.8%	-2.5%	2.6%	2.8%	4.2%	2.9%	3.0%	1.0%

注: 数据为 1998 年-2018 年历次“三中全会”期间 MSCI 中国成长股与 MSCI 中国价值股的涨跌幅。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

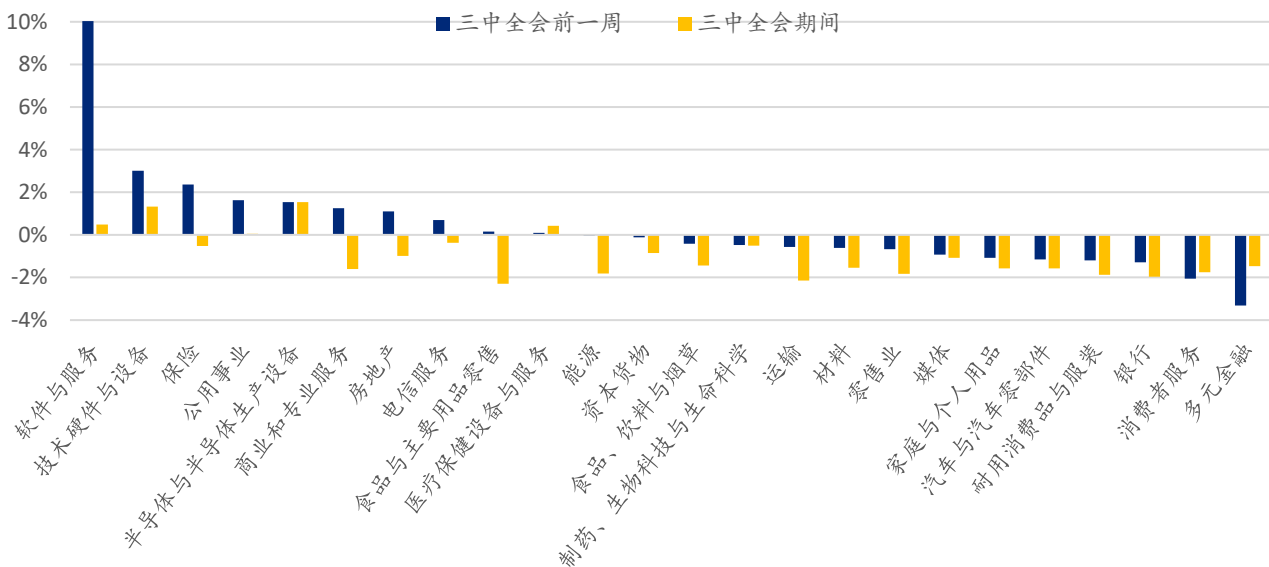
图表 30: 历次三中全会期间 A 股大盘股和小盘股的表现

	三中全会前一周		三中全会期间		三中全会后一周		三中全会后一月		三中全会后三月	
	小盘	大盘	小盘	大盘	小盘	大盘	小盘	大盘	小盘	大盘
十六届 (2003年)		2.5%		-1.1%		-1.6%		-4.4%		3.2%
十七届 (2008年)	-7.1%	-11.1%	-7.5%	-4.4%	-6.0%	-3.9%	-6.9%	-6.6%	22.0%	0.6%
十八届 (2013年)	-1.3%	-3.2%	1.5%	1.4%	4.7%	3.1%	6.1%	3.0%	16.3%	-2.3%
十九届 (2018年)	4.4%	3.8%	-2.3%	-2.9%	0.3%	-2.1%	-3.1%	-2.2%	-7.5%	-2.7%
平均值	-1.3%	-2.0%	-2.8%	-1.8%	-0.3%	-1.1%	-1.3%	-2.5%	10.3%	2.2%

注: 数据为 2003 年-2018 年历次“三中全会”期间 A 股大盘股和小盘股的涨跌幅。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

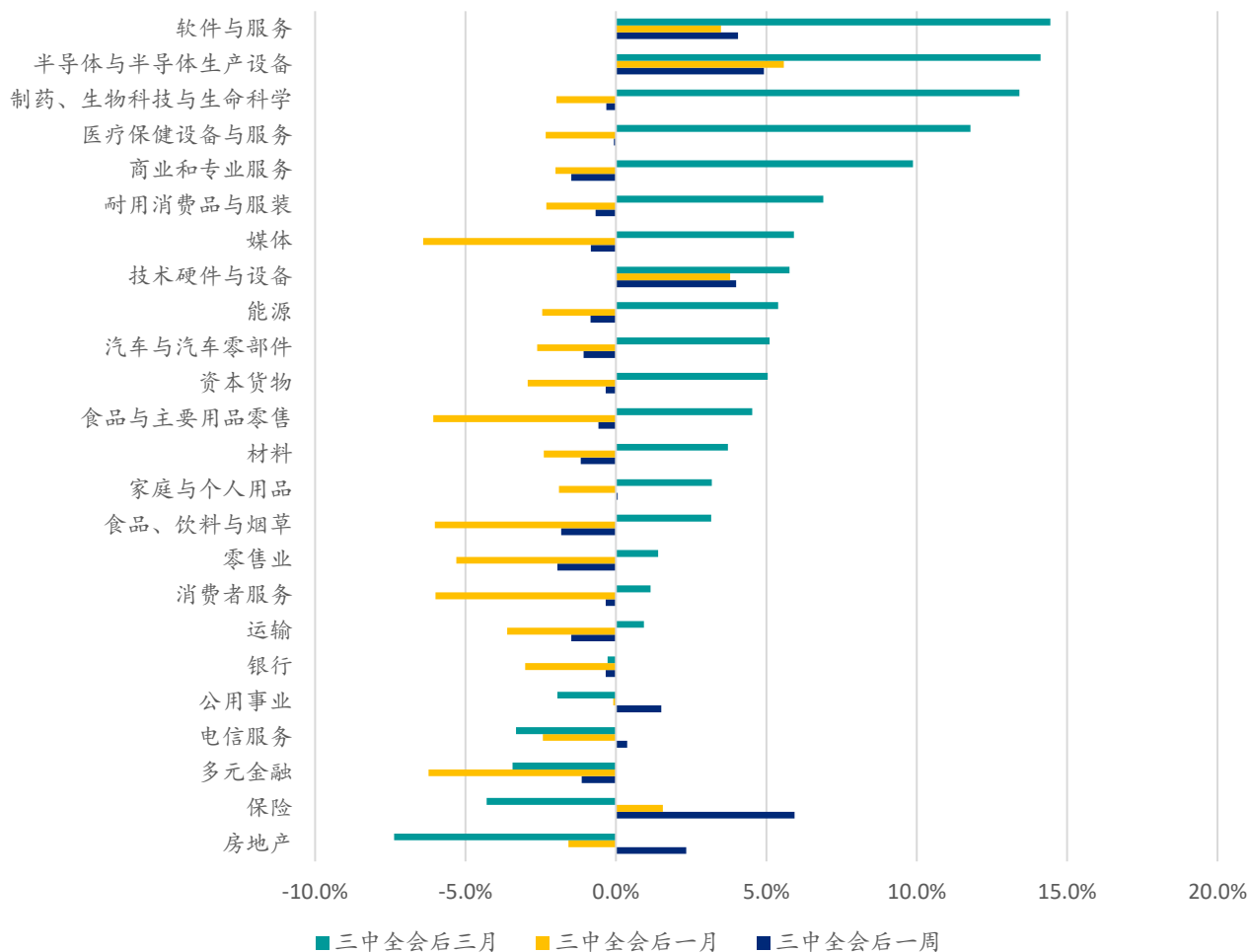
图表 31: 历次三中全会前一周和三中全会期间, 大部分板块表现较弱, 但软件、技术硬件、半导体等板块涨幅居前



注: 数据为 2003 年-2018 年历次“三中全会”结束后一周、一月、三月内 A 股各板块涨跌幅的平均值。

资料来源: iFind, 浦银国际

图表 32: 历次三中全会结束三月内, 软件、技术硬件、半导体等板块同样表现较佳



注: 数据为 2003 年-2018 年历次“三中全会”结束后一周、一月、三月内 A 股各板块涨跌幅的平均值。

资料来源: iFind, 浦银国际

历届三中全会均具有重要的历史意义。从 1978 年十一届三中全会以来，历届三中全会都在不同领域推进了我国的改革和发展，具有重要的历史意义（图表 34）。二十届三中全会即将于 2024 年 7 月 15 日至 18 日在北京召开，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

图表 33：历届“三中全会”核心内容概览

时间	会议	核心内容
1978 年 12 月	十一届三中全会	全会提出将全党的工作重点和全国人民的注意力转移到社会主义现代化建设上，提出了改革开放的任务。自此中国进入全面经济建设时期，开启了改革开放新时期。
1984 年 10 月	十二届三中全会	全会审议通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，阐明了加快城市为重点的整个经济体制改革的必要性、紧迫性，规定了改革的方向、性质、任务和各项基本方针政策。改革从农村走向城市，推动经济体制改革。
1988 年 9 月	十三届三中全会	全会审议通过了《关于价格、工资改革的初步方案》和《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》，为进一步深化经济改革扫清道路。
1993 年 11 月	十四届三中全会	全会审议通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，并指出建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用。建立现代企业制度。
1998 年 10 月	十五届三中全会	会议审议通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，并提出坚持以家庭承包经营为基础，统分结合的双层经营体制，建设社会主义新农村。
2003 年 10 月	十六届三中全会	全会审议通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，鼓励非公有制经济发展、深化国企改革、加快转变政府职能、建立健全现代产权制度等。
2008 年 10 月	十七届三中全会	全会审议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》。推进农村改革，积极发展现代农业。
2013 年 11 月	十八届三中全会	全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。聚焦全面深化改革。
2018 年 2 月	十九届三中全会	全会审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》《深化党和国家机构改革方案》。深化党和国家机构改革。

资料来源：新华社、浦银国际整理

三中全会即将召开，如何把握结构性交易机会？

一、短期建议关注科技成长股。目前，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，增长的质量比增长的速度更为关键。推动高质量发展的过程中要取得突破性进展，需要在科技领域提升自主独立能力和实力，创新将是关键的驱动因素。中国经济结构转型也与我们的投资策略紧密相关。中国的经济结构正在从传统制造业和房地产等领域向高科技、高附加值、新兴消费等领域转型升级。我们观察到，A 股的成长股主要集中在供给侧，围绕制造业升级、国产替代、新能源、新旧动能切换等主题。而港股和中概股的成长股主要集中在需求侧，围绕新兴消费、服务消费和消费升级等主题。

二、若优质央企高息股出现回调，建议逢低布局。我们对中证国新港股通央企红利 ETF 的成分股进行研究，发现前十大权重股主要集中在石油石化、通信、公用事业等板块（图表 34）。目前，中证国新港股通央企红利指数的市盈率约为 8 倍，安全边际仍较高。我们认为港股中经营稳健、现金流充沛、分红水平较高的龙头央企上市公司具有中长期投资价值，目前估值处于合理水平，若市场短期有波动，可能会提供更好的入场机会。

图表 34：中证国新港股通央企红利 ETF 前 10 大权重股

股票代码	公司名称	行业名称	市值	成交额	2024 年预期股息率	2024 年预期自由现金流比率	2024 年预期 ROE	2024 EPS 预期同比增速	前瞻市盈率 (倍)
0941.HK	中国移动	电信业务	15625	16.5	6.7%	9.9%	10.2%	6.3%	10.5
0857.HK	中石油	能源	14023	10.3	5.8%	11.2%	11.2%	8.1%	7.8
0883.HK	中海油	能源	9818	20.3	6.4%	12.0%	20.6%	17.0%	6.6
1088.HK	中国神华	能源	7155	7.5	6.9%	8.3%	13.9%	-7.0%	10.8
0386.HK	中石化	能源	5962	5.5	7.4%	1.1%	8.0%	15.2%	7.9
0728.HK	中国电信	电信业务	4055	3.0	5.9%	11.6%	7.4%	9.7%	11.8
0762.HK	中国联通	电信业务	1948	2.7	5.9%	NA	5.9%	11.5%	9.4
1816.HK	中广核电力	公用事业	1509	2.8	3.1%	9.7%	9.2%	10.4%	13.5
1898.HK	中煤能源	能源	1172	2.1	5.8%	16.8%	12.0%	-4.9%	5.4
0836.HK	华润电力	公用事业	1053	3.2	5.2%	-12.5%	15.3%	32.4%	7.2

注：数据截至 2024 年 7 月 10 日，成交额/市值为 3 个月均值，货币单位为亿元港币。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 1%，跑赢 MSCI 中国指数、恒生科技指数和中概股指数。其中，华虹半导体、比亚迪电子和腾讯控股的表现相对较好，但安踏体育和巨子生物表现相对较弱。本月，组合加入零跑汽车和华润啤酒，主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；移出理想汽车，因其短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，重点关注新经济股票组合包含拼多多、安踏体育和华虹半导体等 10 只股票（图表 35-36）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 35：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新表现
维持								
拼多多	PDD.US	可选消费	137.72	185.00	34%	14,941	9,773	-8%
腾讯控股	0700.HK	信息技术	381.00	460.00	21%	35,643	8,027	6%
安踏体育	2020.HK	可选消费	69.70	101.00	45%	1,974	571	-16%
中国飞鹤	6186.HK	日常消费	3.59	4.65	30%	326	73	-7%
和黄医药	0013.HK	医疗保健	26.95	39.00	45%	235	88	-8%
比亚迪电子	0285.HK	信息技术	36.70	36.70	0%	827	364	9%
巨子生物	2367.HK	日常消费	40.70	52.00	28%	418	198	-18%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	22.80	20.60	-10%	392	279	18%
移出								
理想汽车	2015.HK	可选消费	78.65	95.60	22%	1,669	1,180	1%
平均表现								-3%
市值加权表现								1%
加入								
零跑汽车	9863.HK	可选消费	23.10	35.30	53%	309	119	N/A
华润啤酒	0291.HK	日常消费	25.90	43.20	67%	840	348	N/A
基准指数表现								
MSCI 中国指数	MXCN Index		57.35					-3%
恒生科技指数	HSTECH Index		3,600.90					-2%
纳斯达克金龙指数	HXC Index		5,982.08					-5%

注：收盘价截至 7 月 9 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。

资料来源：Bloomberg, iFnd, 浦银国际

图表 36：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
拼多多 (PDD.US)	<ul style="list-style-type: none"> - 性价比优势凸显，受益于消费分级趋势，消费频次提升有望继续抢占国内市场份额。 - 海外 Temu 业务维持爆发式增长，打造第二增长曲线。 - 销售费率持续优化，公司运营效率表现优异。
安踏体育 (2020.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 在海外市场拓展、门店升级以及作为奥运会赞助商对品牌力的提升的带动下，公司 2024 年的收入和流水的增长动能均好于其他国产同业 - 公司 2023 年的品牌力和运营质量稳健向好，库存周转天数下降，Fila 零售折扣同比有所改善，Amer Sports 上市后减小了安踏表外负债，为 2024 年高质量增长打下基础。
比亚迪电子 (0285.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 手机等消费电子业务恢复增长，基础业务较为稳健，大客户平板销量增长，贡献利润。 - AI 服务器（包括整机和散热器件）、机器人相关等新型智能产品将在今年之内面世，推进业务稳步放量中，在中长期维度提供业务天花板。 - Jabil 收购已完成交割，公司也在积极补强平台化能力，与大客户合作进一步加深。并表业务有潜在利润改善空间。
腾讯控股 (0700.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 游戏业务或迎拐点，海外游戏明显改善，新游 DNF 带来增量，值得期待。 - 视频号加速变现，广告加载率仍有很大提升空间。 - 收入结构优化，毛利率持续改善。
巨子生物 (2367.CH)	<ul style="list-style-type: none"> - 巨子生物线上渠道销售占比以及销售费用率在同业中仍处于较低水平。 - 爆款单品将助力可复美在 2024 年依旧保持强劲的增长。 - 可丽金品牌重塑完成以及医美产品的推出成为公司的第二增长曲线。
中国飞鹤 (6186.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 在加强对渠道与终端的管理以后，飞鹤的渠道库存水平已大幅改善、品牌势能稳中向好、主要产品的毛利率已止跌企稳、现金流有望同比转正。 - 尽管短期收入依然有挑战，但我们预计飞鹤 2024 年盈利能力有望同比改善、运营资本有望降低、资本开支有望大幅减小，帮助公司自由现金流同比提升，从而支撑飞鹤进一步加大派息的力度，维持较高的股息率。
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 华虹一季度毛利率超预期，二季度毛利率持续改善。基本面已经在上行通道中。 - 华虹的多个工艺平台景气度开始回暖，包括 BCD、存储，图像传感器等，部分产品价格有上行动能。 - 虽然部分高压功率器件仍然触底过程中，但是下行空间和风险较小；而中低压的功率器件已经有明显复苏迹象。
和黄医药 (0013.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 2024 年肿瘤收入指引为 3-4 亿美元，对应 30%-50%YoY 产品收入增速，考虑到 2023 年在反腐大环境下公司依然实现了超预期的肿瘤产品收入，我们对公司实现 2024 年指引充满信心。 - 唑喹替尼海外销售年度指引为 1.4 亿美元，我们认为该指引较为保守，实际销售有一定可能超过该指引。2H24 另外两个产品有望迎来国际化进程加速，即索乐匹尼布潜在出海授权进展和赛沃替尼美国申报上市，若实现将进一步推动股价上涨。 - 其他催化剂包括：唑喹替尼胃癌中国获批、索乐匹尼布中国获批、他泽司他 (EZH2) FL 中国递交上市申请及桥接试验数据读出。
华润啤酒 (0291.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 华润啤酒销量在 1H24 高基数下维持稳健，产品结构持续提升，管理层对全年业绩展望保持乐观。 - 这些都让我们相信公司短期股价明显超跌。随着旺季的开始、基数的回落以及全国大部分地区天气的放晴转热，我们预计市场情绪将在短期内改善，助力华润啤酒估值的回升。
零跑汽车 (9863.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 新车 C16 上市后大定表现亮眼，公司当前销量表现较好，交付量动能较强。 - 随着 2023 款老车型清库完成，叠加 C16 新车价格定位，预计公司毛利率表现从二季度开始向上改善。 - 海外布局稳步推进，与 Stellantis 的合作出口将于三季度末进入欧洲市场，预计明年带来显著的增量销量和汽车销售收入。另外，使用 Stellantis 现有波兰工厂进行总装将有效降低欧盟加税对于公司的影响。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

