

市场回暖，关注消费

——2024年5月行业比较月报



分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

2024年5月7日



证券研究报告

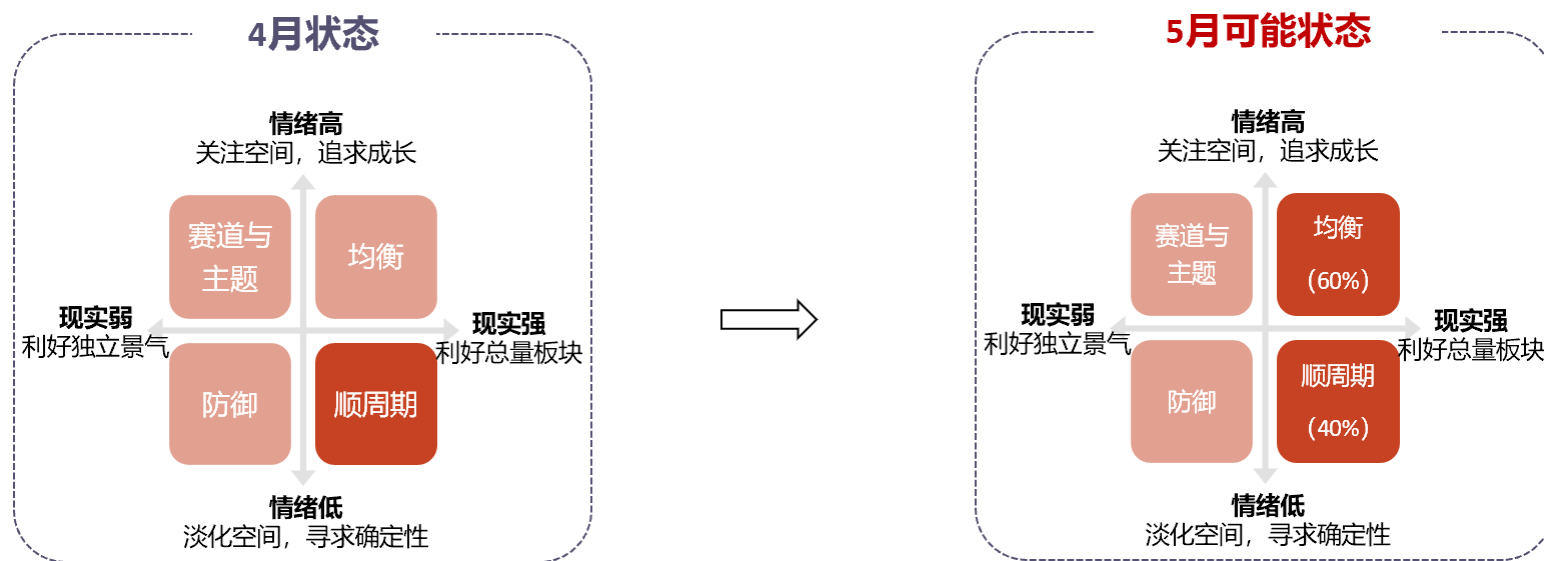
- **5月市场风格或较均衡，消费板块值得重点关注。**从风格投资时钟的角度来看，情绪方面，当前整体处于历史中等水平，在活跃资本市场政策驱动及外资持续流入带动下，5月预计将会回暖；现实方面，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，在5%左右的年度GDP增长目标下，稳增长政策也有望持续出台，5月份国内经济有望继续修复。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”情景，风格或会较为均衡。相对而言，消费值得重点关注。无论是新“国九条”对于资产质量的重视，还是权益类基金对于资产质量与成长的偏好，或许都将利好具有较高质量的资产。高红利资产前期已经取得较为一致的市场共识，我们认为下一阶段，具有稳定分红与高资产质量双重特性的消费类资产将值得重点关注。
- **一级行业中，5月重点关注电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物。**行业打分体系同时考虑了自上而下及自下而上两个角度。其中，自上而下部分包括市场风格、流动性两个维度，而自下而上部分包括政策、景气、估值及筹码四个维度。从实际打分情况来看，在申万一级行业中，电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物的得分最靠前，5月份值得重点关注。
- **电子关注存储。**存储行业拐点已至，2024年有望连续4个季度价格上涨。
- **家用电器关注白电。**三大白电销售维持高增长，叠加资金面大幅流入，板块有望进一步上涨。
- **石油石化关注“三桶油”、油服。**“三桶油”一季度业绩亮眼，伴随油价上升价值有望进一步释放，全球油服景气提升国内油服公司有望受益。
- **有色金属关注铜、铝。**铜行业面临长周期资本开支增长乏力和铜矿品位下行，2024-2025年铜价的整体中枢将逐步上移；铝长期需求仍有增长空间，短期在控制单位GDP能耗带来的限产预期下，股价或会持续受到催化。
- **食品饮料关注白酒、速冻食品。**白酒、速冻食品板块业绩稳增长，估值均处于历史低位。
- **医药生物关注创新药。**“创新驱动”有望成为医药长期投资主线，关注美债利率可能下行带来的行情催化。
- **风险提示：**市场情绪大幅回落；经济增长不及预期；中美关系波动压制市场风险偏好；政策出台落地不及预期；产业发展不及预期。

- 一级行业打分表及细分行业推荐
- 自上而下：风格或偏均衡，美债利率或震荡下行
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- 行业中观景气数据跟踪
- 风险提示

1.1 市场风格5月或较均衡，消费值得重点关注

- 5月市场或许会较为均衡。情绪方面，市场情绪在财报季的扰动过后通常会较为平稳，其走向主要取决于月初时位置的高低，此外，也会受到一些事件的影响。当前市场情绪整体处于历史中等水平，在活跃资本市场政策驱动及外资持续流入带动下，5月预计可能会回暖。现实方面，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，在5%左右的年度GDP增长目标下，稳增长政策也有望持续出台，5月份国内经济有望继续修复。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”情景，风格或会较为均衡。
- 相对而言，消费值得重点关注。无论是新“国九条”对于资产质量的重视，还是权益类基金对于资产质量与成长的偏好，或许都将利好具有较高质量的资产。高红利资产前期已经取得较为一致的市场共识，我们认为下一阶段，具有稳定分红与高资产质量双重特性的消费类资产将值得重点关注。

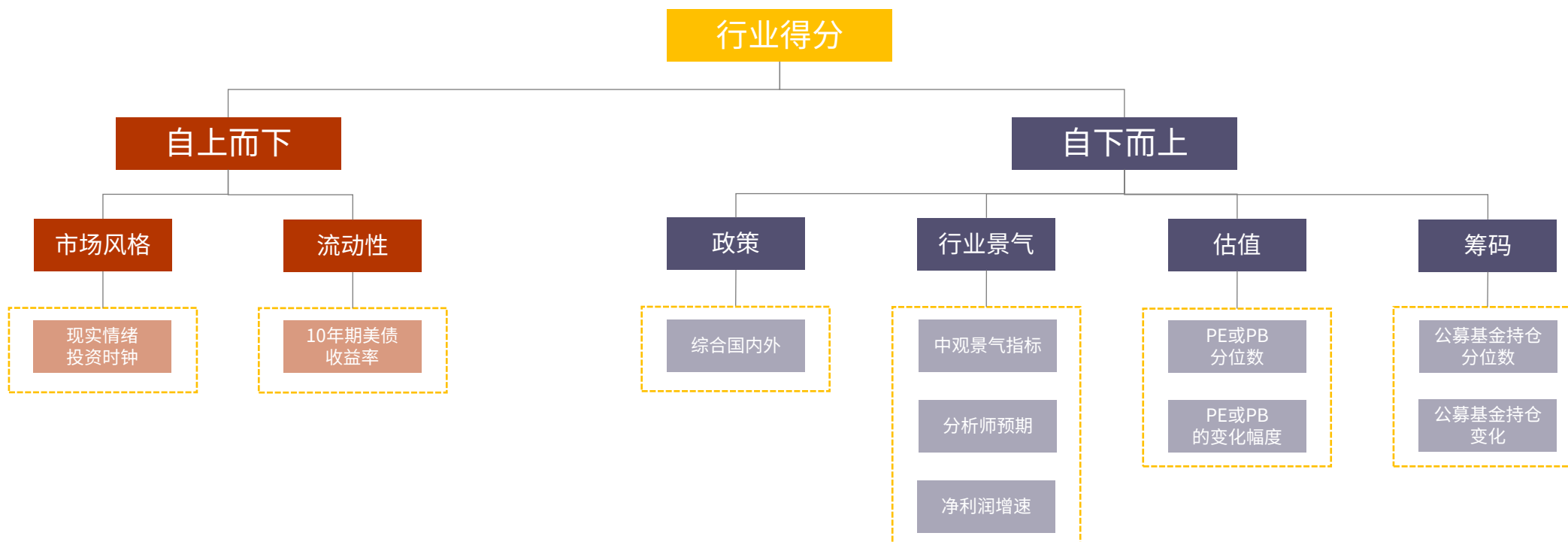
图1：未来市场风格或会较为均衡



1.2 一级行业打分表

➤ 行业打分体系同时考虑了自上而下及自下而上两个角度。其中，自上而下部分包括市场风格、流动性两个维度，由于涉及到对于未来的判断，相对来说具有一定的主观性。而自下而上部分包括政策、景气、估值及筹码四个维度，均为客观数据，不涉及主观判断。其中，我们认为市场风格、政策及中观景气指标对于行业的股价表现影响较大，因此对这三项指标给予了相对较大的权重。

图2：行业打分指标体系

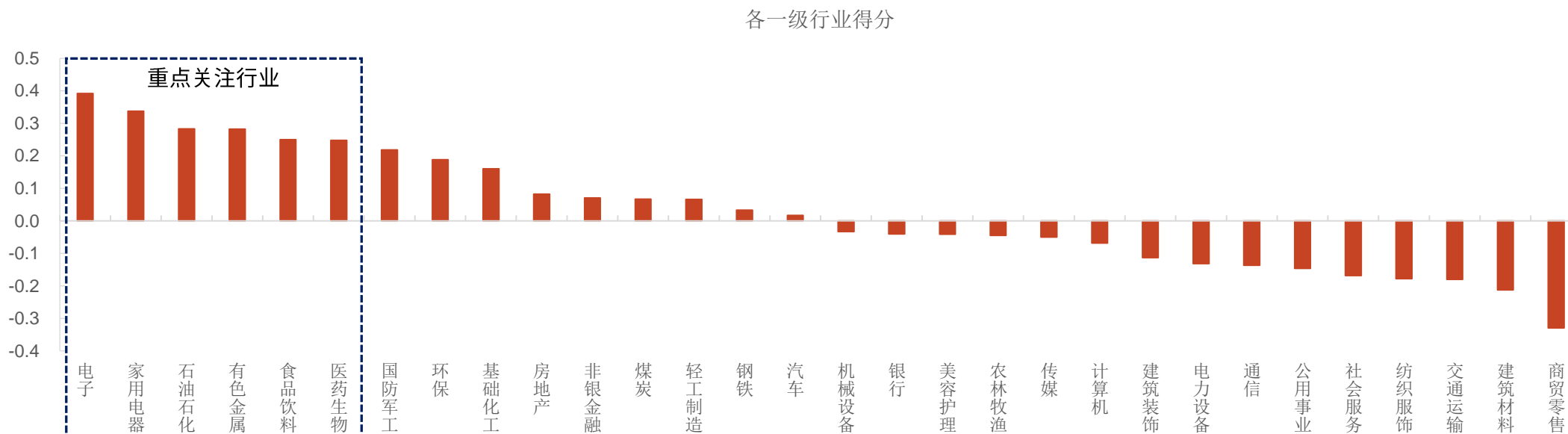


资料来源：光大证券研究所绘制

1.2 一级行业打分表

- 从实际打分情况来看，5月份电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物行业最值得关注。通过行业比较打分体系对各个行业进行打分，在申万一级行业中，电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物行业的得分最靠前，5月份值得重点关注。

图3：申万一级行业中，电子、家用电器、石油石化等行业得分靠前



1.2 一级行业打分表

➤ 从实际打分情况来看，5月份电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物行业最值得关注。通过行业比较打分体系对各个行业进行打分，在申万一级行业中，电子、家用电器、石油石化、有色金属、食品饮料、医药生物行业的得分最靠前，5月份值得重点关注。

表1：各行业细分项打分情况

行业代码	行业名称	市场风格	流动性	政策	行业景气			估值		筹码		总分
					中观景气	分析师预期	净利润	分位数	估值变化	公募基金持仓	持仓变化	
801080.SI	电子	0.3	0.5	0.5	1.0	0.93	1.00	-0.86	0.0	-0.79	-0.86	0.39
801110.SI	家用电器	0.6	0.0	0.5	1.0	0.31	-0.31	-0.03	-0.9	-0.10	0.86	0.34
801960.SI	石油石化	0.1	0.2	0.0	1.0	0.52	0.59	-0.79	-0.2	0.10	0.52	0.28
801050.SI	有色金属	0.5	0.0	0.5	1.0	-0.10	0.10	-0.52	-0.5	-1.00	1.00	0.28
801120.SI	食品饮料	0.9	0.0	0.5	-0.3	-0.45	0.24	0.66	0.5	0.17	-0.10	0.25
801150.SI	医药生物	0.3	0.3	0.5	0.0	0.86	0.66	-0.17	-0.8	0.59	-1.00	0.25
801740.SI	国防军工	0.2	0.5	0.5	0.0	0.72	-0.31	0.59	0.3	-0.03	-0.79	0.22
801970.SI	环保	-0.5	0.3	0.5	0.0	0.03	0.86	0.93	0.4	0.31	0.03	0.19
801030.SI	基础化工	-0.3	0.0	0.0	1.0	0.45	0.72	0.52	-0.4	-0.45	-0.52	0.16
801180.SI	房地产	-0.2	0.0	0.5	0.0	-0.79	0.38	1.00	0.7	0.79	-0.59	0.08
801790.SI	非银金融	0.5	0.5	0.5	-1.0	-0.59	0.24	0.79	-0.6	0.93	-0.72	0.07
801950.SI	煤炭	0.6	0.0	0.0	0.0	0.38	-0.31	-0.93	0.2	-0.59	0.31	0.07
801140.SI	轻工制造	-0.9	0.0	0.5	0.3	0.24	0.79	-0.66	0.9	-0.24	0.45	0.07
801040.SI	钢铁	-0.2	0.0	0.0	1.0	1.00	-0.86	-0.31	-0.9	-0.24	-0.24	0.03
801880.SI	汽车	-0.5	0.5	0.5	1.0	-0.86	-0.38	-0.24	-0.2	-0.72	0.38	0.02
801890.SI	机械设备	-0.8	0.0	0.5	0.3	0.17	0.52	-0.59	0.2	-0.31	-0.66	-0.03
801780.SI	银行	0.4	0.0	0.0	-1.0	-0.24	0.10	0.17	-0.7	0.72	0.66	-0.04
801980.SI	美容护理	-0.1	0.2	0.5	-1.0	0.66	-0.72	0.10	0.6	0.24	-0.03	-0.04
801010.SI	农林牧渔	-0.4	0.2	0.0	-1.0	0.79	0.93	0.72	0.1	-0.38	-0.45	-0.05
801760.SI	传媒	-0.2	0.0	0.5	0.0	-0.52	-1.00	-0.38	0.9	0.45	0.17	-0.05
801750.SI	计算机	-0.1	0.5	0.5	-1.0	-0.17	-0.45	0.31	1.0	0.52	-0.93	-0.07
801720.SI	建筑装饰	-0.8	0.0	0.0	1.0	-0.38	-0.66	0.03	-0.1	0.38	-0.17	-0.11
801730.SI	电力设备	0.0	0.3	0.5	-1.0	-0.72	-0.03	0.38	-1.0	-0.52	0.72	-0.13
801770.SI	通信	-0.8	0.3	0.5	-1.0	-0.03	0.38	-0.10	0.4	-0.86	0.93	-0.14
801160.SI	公用事业	-0.5	0.3	0.5	0.0	-0.66	-0.52	-0.72	0.0	-1.00	0.79	-0.15
801210.SI	社会服务	0.0	0.0	0.0	-0.7	-1.00	0.03	0.86	-0.4	0.66	-0.38	-0.17
801130.SI	纺织服装	-1.0	0.2	0.0	0.0	0.10	-0.79	0.45	0.7	0.03	0.24	-0.18
801170.SI	交通运输	-0.3	0.0	0.0	-1.0	0.59	-0.10	0.24	-0.7	-0.66	0.59	-0.18
801710.SI	建筑材料	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.93	-0.59	-1.00	-0.3	0.93	-0.31	-0.21
801200.SI	商贸零售	-0.7	0.2	0.0	-1.0	-0.31	-0.93	-0.45	0.8	0.79	0.10	-0.33

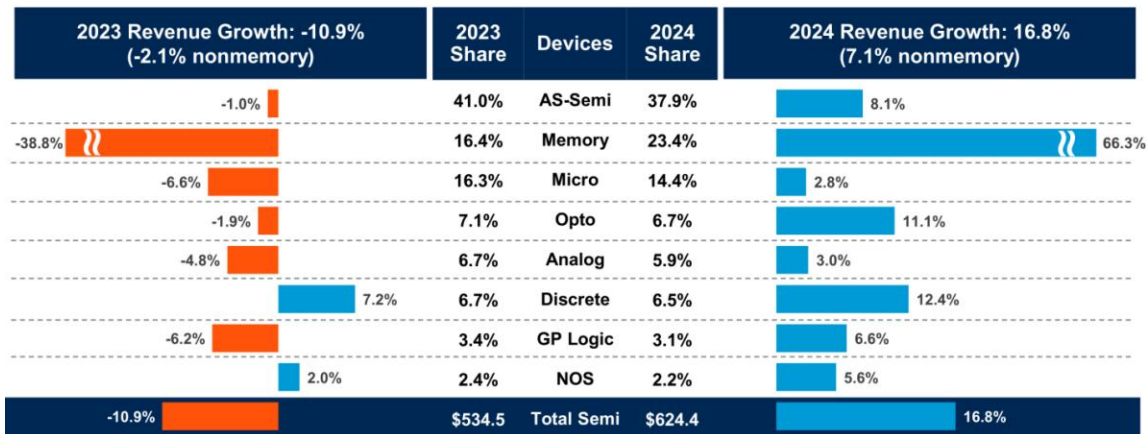
资料来源：wind、光大证券研究所。注：打分表节点为2024年4月26日

1.3 细分行业推荐之电子：存储

- 存储行业拐点已至，2024 年有望连续4个季度价格上涨。
- Gartner预测存储行业2024年市场规模同比增长66.3%，增速位列半导体各细分领域第一名。根据Gartner去年10月12日的预测，2024年存储行业市场规模同比增速可能会达到66.3%，在各半导体细分领域中将位列第一名。

图4：2023和2024年半导体行业细分领域市场份额和市场规模同比增速

Discrete Semis & Sensors to Outperform in 2023 amid Exposure in Automotive; All Device Types to Rebound in 2024



资料来源：Gartner《Gartner2023年10月12日：Semiconductor & Electronics Forecast Update 3Q23》。光大证券研究所。注：2023-2024年为Gartner预测数据

1.3 细分行业推荐之电子：存储

- 2023上半年存储原厂减产力度进一步加强，并尝试上调出厂价格。2022年下半年开始，在行业景气度下行的背景下，为应对市场疲软态势带来的存储价格持续走跌，大部分存储原厂采取了降低产能利用率、缩减资本开支等方式减少存储位元供给，以缓解供过于求的局面。根据CFM闪存市场，铠侠从2022年10月起减产30%，西部数据自2023年1月起减产30%，2023年4月三星宣布减产规划。2023年6月，美光表示其专注于库存管理和控制供应，将DRAM和NAND 晶圆开工率进一步减少至接近30%，预计减产将持续到2024年。
- DRAM和NAND Flash有望连续4个季度涨价。据TrendForce集邦咨询研究显示, 2024Q1: TrendForce集邦咨询维持先前预测，DRAM合约价季涨幅约13~18%，NAND Flash则是18-23%。2024Q2: 预计DRAM、NAND Flash在2024Q2合约价季涨幅皆收敛至3-8%。2024Q3: 两者合约价季涨幅有机会同步扩大至8-13%。2024Q4: 预估DRAM合约价季涨幅约8-13%，NAND Flash合约价季涨幅则预估 0~5%。
- 风险提示：存储下游需求不及预期；中美贸易摩擦反复风险；费城半导体指数大幅下跌。

图5：2024Q1~2024Q4DRAM和NAND Flash季度合约价涨幅预测

图6：2023年存储原厂减产措施

	1Q24(E)	2Q24(F)	3Q24(F)	4Q24(F)
Blended DRAM	up 13~18%	up 3~8%	up 8~13%	up 8~13%
Blended NAND Flash	up 18~23%	up 3~8%	up 8~13%	up 0~5%

存储原厂	减少产出	减少资本支出	其他措施
三星电子	宣布减产存储芯片	2023年资本支出同比不变，优化旧制程产线，灵活调整2023年设备方面的资本支出	集团内部资金拆借支持半导体部门资本支出
SK 海力士	围绕收益较低的产品线减产	2023年资本支出在15-20万亿韩元基础上削减50%以上	削减管理岗位人数（20%-30%）
美光	晶圆开工率进一步降至30%，2024年预计持续减产	2023年资本支出由120亿美元削减至70亿-75亿美元，减少2024年资本支出	放缓技术升级，降低运营成本（裁员比例由2022年预计的10%提升至15%）
西部数据+铠侠	调整横滨、北上NAND工厂产量，自2022年10月开始削减约30%产量	/	2022年11月开始实施不超过10%的裁员计划

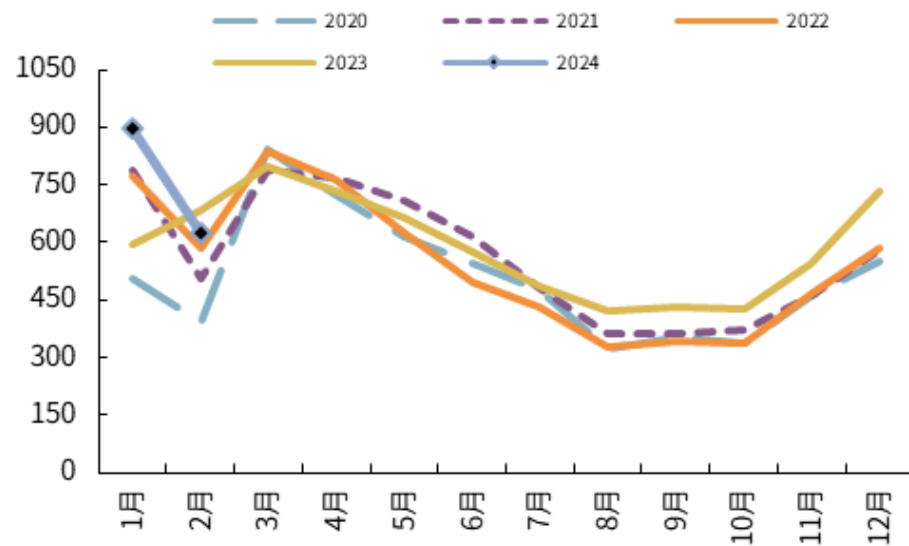
资料来源：TrendForce、光大证券研究所

资料来源：德明利公司公告，光大证券研究所

1.4 细分行业推荐之家电：白电

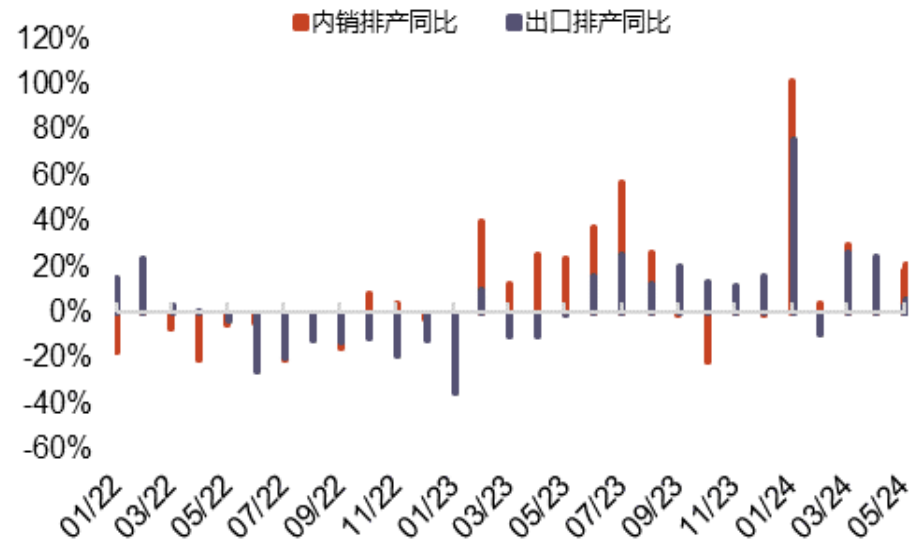
- 三大白电销售维持高增长，叠加资金面大幅流入，板块有望进一步上涨。
- 三大白电销售维持高景气。2月家用空调出货1232万台（yoy-11%），1-2月累计同比+18%；出口625万台（yoy-9%），1-2月累计同比+19%。2月冰箱出货量同比+4%，1-2月累计同比+20%；2月外销同比+41%，1-2月外销累计同比37%。2月洗衣机出货量同比+4%，1-2月累计同比+11%；2月外销同比28%，1-2月累计同比26%。
- 2024年6月空调行业排产高增。据产业在线排产数据显示，2024年6月家用空调行业总排产约为2016万台，较上年同期总排产+16%。其中，内销排产较上年同期+21%；出口排产较上年同期+6%；24年以来整体排产同比呈上升趋势，主要系国内市场与海外市场预期需求高+企业备货更进取。

图7：2020年1月-2024年2月家用空调出口量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

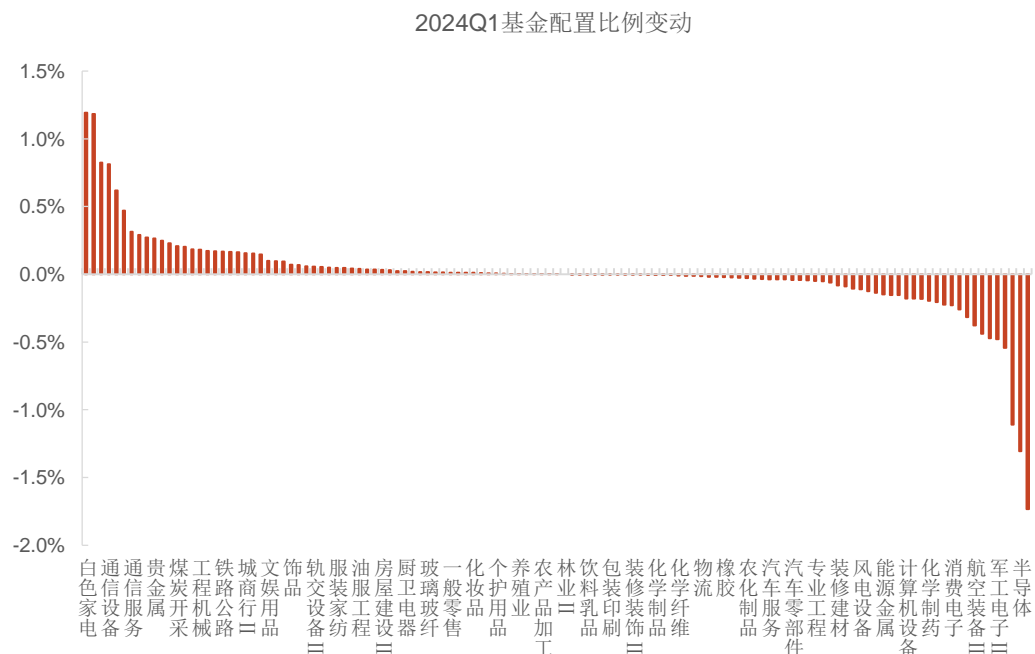
图8：空调行业排产同比



1.4 细分行业推荐之家电：白电

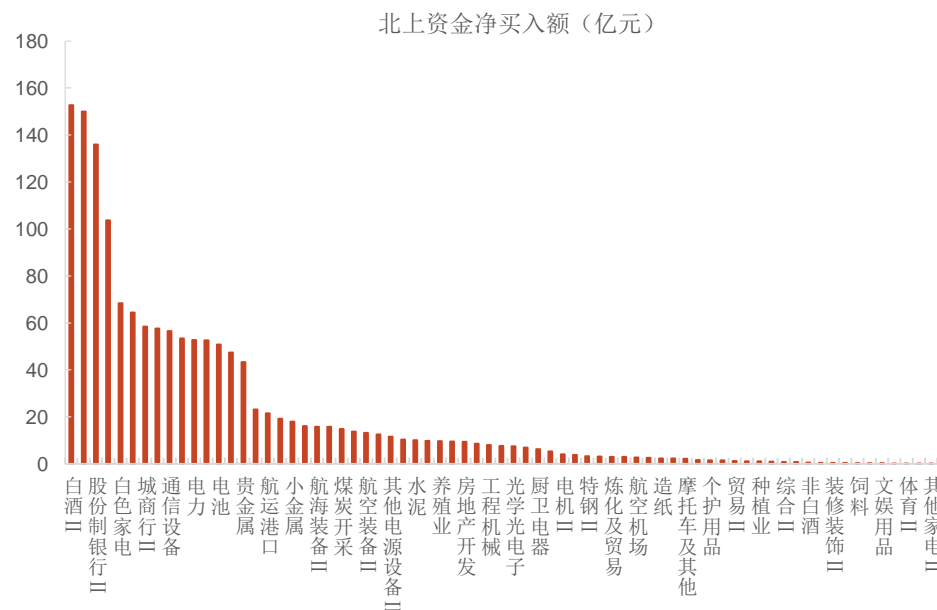
- 资金面的角度，公募基金和北上资金均大幅流入白电板块，后续加仓白电趋势可能延续。2024年一季度，公募基金配置白色家电比例上升至3%，较2023年四季度配置比例大幅提升，提升幅度居所有二级行业首位。2024年以来，北上资金持续加仓白色家电，净买入金额达68.36亿元，居所有二级行业前列。在白电板块维持高景气的背景下，公募基金和北上资金对白电的配置增加可能延续。
- 风险提示：地产销售不及预期；原材料成本大幅上升；本币大幅升值。

图9：2024Q1基金配置比例变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

图10：2024年以来北上资金净买入额



1.5 细分行业推荐之石油石化：“三桶油”和油服

- “三桶油”一季度业绩亮眼，伴随油价上升价值有望进一步释放，全球油服景气提升国内油服公司有望受益。
- “三桶油”一季度业绩实现“开门红”。“三桶油”近期陆续开展工作会议，总结了一季度生产经营情况，并对二季度相关重点工作进行了部署。在国际原油价格持续上行背景下，“三桶油”均实现一季度经营高水平“开门红”，实现高质量发展，为完成全年目标打下了坚实基础。
- 地缘冲突频发叠加OPEC+延长减产计划，油价有望继续走高。2024年以来，俄乌、巴以冲突持续发酵，红海危机依然持续，地缘政治局势波谲云诡，推动原油等大宗商品价格上行。4月3日，在OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）会议上，由沙特阿拉伯领导的OPEC+关键成员小组决定维持现有的石油减产政策不变，这意味着该组织约200万桶/日的减产将持续到6月底。伴随油价走高，“三桶油”有望充分释放盈利弹性。

表2：OPEC+自愿减产协议分国家执行情况（百万桶/日）

减产计划参与国	24Q1自愿产量调整	23年4月基准产量	24年3月产量	产量变动	减产执行率
沙特阿拉伯	-1.00	10.48	9.02	-1.46	146%
伊拉克	-0.22	4.10	4.26	+0.16	-72%
阿联酋	-0.16	3.32	3.22	-0.10	61%
科威特	-0.14	2.68	2.47	-0.21	156%
哈萨克斯坦	-0.08	1.63	1.63	0.00	0%
阿尔及利亚	-0.05	1.00	0.91	-0.09	176%
阿曼	-0.04	0.84	0.76	-0.08	190%
俄罗斯	-0.50	9.60	9.42	-0.18	36%
合计	-2.20	33.65	31.69	-1.96	89%

表3：“三桶油”长期年化总收益率测算结果

	中国石油（A股）	中国石化（A股）	中国海油（A股）	中国石油（H股）	中国石化（H股）	中国海油（H股）
持有五年	布油均价90美元/桶	11.1%	8.0%	13.8%	13.6%	10.4%
	布油均价80美元/桶	9.3%	8.6%	10.9%	11.8%	11.1%
	布油均价65美元/桶	2.2%	6.0%	4.2%	4.5%	8.4%
持有十年	布油均价90美元/桶	10.5%	8.1%	11.4%	12.8%	10.3%
	布油均价80美元/桶	9.5%	8.2%	10.0%	11.8%	10.5%
	布油均价65美元/桶	5.9%	6.6%	6.6%	8.1%	8.9%

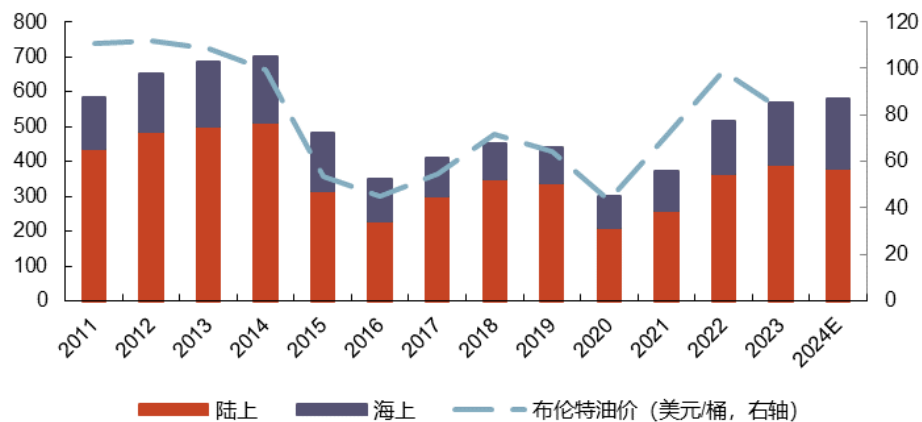
资料来源：OPEC，IEA，光大证券研究所整理注：沙特自愿减产自2023年7月开始执行

资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所测算，注：汇率为1港元=0.92人民币，测算过程详见光大证券研究所石油化工组报告《“三桶油”再迎布局良机，中长期持有收益率测算及展望——石油化工行业周报第343期（20240311—20240317）》（3月17日发布）

1.5 细分行业推荐之石油石化：“三桶油”和油服

- **上游资本开支维持高位，全球油服景气度回升。**2023年全球上游资本开支在2022年高基数的基础上仍保持一定增长，全年上游勘探开发投资为5687亿美元，同比增长10.6%，其中海上资本开支为1770亿美元，同比增长19.7%，海上资本开支增速较快。主要石油公司资本开支也持续提升，根据彭博预测，埃克森美孚、道达尔等主要石油公司的资本开支将于24-25年持续增长，2025年达到峰值，至2027年仍维持高位，上游高资本开支有望成为油服行业高景气的基础。
- **海外市场景气下，国内油服企业有望充分受益。**2023年，随着“一带一路”倡议持续推进，“三桶油”加强海外布局，下属油服随之受益，海外收入占比有较明显的提升。2023年中油工程、海油工程海外新签合同均大幅增长，“三桶油”下属油服的合同承包能力持续得到海外业主认可，海外市场拓展能力进一步增强。
- **风险提示：**上游资本开支增速不及预期、原油和天然气价格大幅波动。

图11：全球油气勘探开发投资（十亿美元）



资料来源：Wind，中石油经研院，S&P Global预测，光大证券研究所整理

表4：“三桶油”下属油服企业2023年自愿披露海外合同和投资情况

公司名称	公告日期	合同/事件	合同额
中海油服	2023/9/1	与挪威两家国际石油公司签署多个含固定期限和选择期最长五年的钻井平台服务合同。	固定期限合同金额共约为人民币 47 亿元
	2023/10/10	与墨西哥地区一家大型石油公司签署了陆地一体化技术服务合同	人民币 9 亿元
海油工程	2023/12/19	于 2023 年 6 月收到卡塔尔国家能源公司关于 ISND 5-2 期油田开发项目确定公司中标的通知，并于近日与卡塔尔国家能源公司就该项目进行正式签约，该项目由公司承担设计、采购、施工，调试总承包工作	约为 22.16 亿卡塔尔里亚尔，折合人民币约 44.37 亿元人民币
海油发展	2023/8/23	拟与中海油气电集团、日本邮船株式会社、CMES LNG Project 4 Company Limited 共同投资成立六家单船公司，设立总资本金为 41,258.16 万欧元，其中海油发展香港投资公司投资金额为 18,566.17 万欧元。每家单船公司将建造 1 艘 LNG 运输船，船舶建成后租给气电集团新加坡贸易公司从事 LNG 货物运输，运输船建造项目总投资约 134,890.82 万欧元。	
石化油服	2023/10/31	中标墨西哥国家石油公司 IXACHI 三维地震采集处理项目	中标总金额 1.57 亿美元，约折合人民币 11.27 亿元
中油工程	2023/4/23	与东非原油管道有限公司 (EACOP 公司) 就东非原油外输管道项目 (East African Crude Oil Pipeline Project) (以下简称 EACOP 项目) 签署总承包合同	合同金额约 8.06 亿美元 (约 55.40 亿元人民币)
	2023/12/26	与阿联酋阿布扎比国家石油公司陆上公司签署了巴布油田中心处理站第九列项目的 EPC 合同	合同金额 3.25 亿美元 (约 23.22 亿元人民币)
	2023/12/29	与阿联酋阿布扎比国家石油公司陆上公司签署了布哈萨油田中心处理站第六列项目	合同金额 2.97 亿美元 (约 21.22 亿元人民币)

12 资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

1.6 细分行业推荐之有色金属：铜、铝

- 铜行业面临长周期资本开支增长乏力和铜矿品位下行，2024-2025年铜价的整体中枢将逐步上移。
- 全球主要铜企提高资本开支的意愿较低。自2013年全球主要铜企的资本开支见顶以后多年维持低位。同时，2019-2022年这一轮铜价上涨周期中，主要铜矿的资本开支并没有显著增加。2021年LME铜均价创下历史新高，达到9294美元/吨，较2019年增长54%。但同期，主要铜企的资本开支仅增长10.6%，即使2022年铜均价仍维持在高位(8786美元/吨)，同期主要铜企资本开支较2021年同比仅增长5%，而铜矿的建设周期较长，铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支，资本开支与产量释放时间差约3-5年。
- 供给端扰动频发，供需缺口或进一步扩大。根据已外发报告《从成本曲线和净现值角度计算，铜价有望上行至 12000 美元每吨以上——铜行业系列报告之五》的预测，23-25 年全球精炼铜供需缺口(供给-需求)为-10/-39/-64 万吨，供需缺口占需求的比例为-0.4%/-1.4%/-2.2%。根据光大金属组的计算，近期干扰事件使得2024 年铜矿新增供给减少 20 万吨，铜供需缺口或进一步扩大。

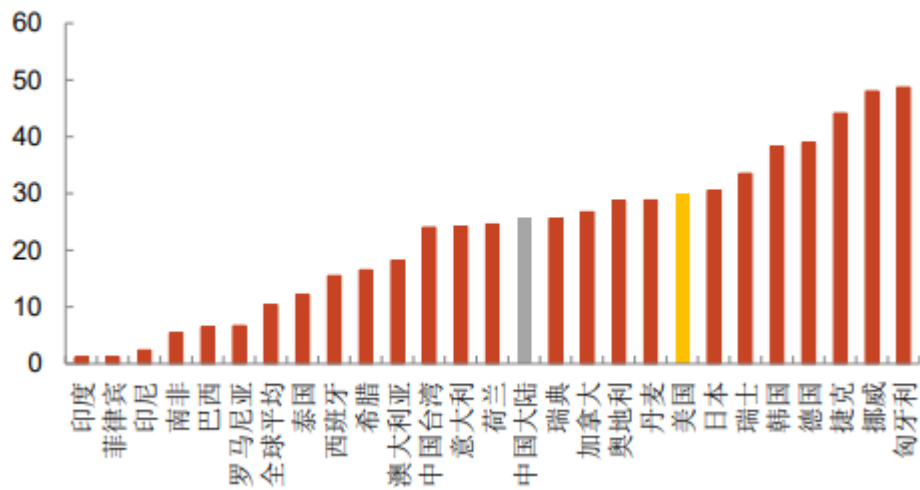
表5：近期矿山扰动情况汇总

国家	矿山名称	2023 年产量 (万吨)	预计2024年减产 量 (万吨)	停产时间	停产原因
巴西	Sossego	6.7	4.8	2024/4/16	4月16日，淡水河谷表示，巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下 Sossego 铜矿的运营许可。
赞比亚	赞比亚铜矿	76.0	10.7	2024/4/17	赞比亚近期正遭遇二十年来最严重的干旱，水位下降限制了发电量，目前正面临轮流停电问题。赞比亚国家电力公司表示计划要求矿业公司削减高达五分之一的用电需求。
智利	Radomiro Tomic	31.5	3.3	2024/3/8	Codelco 旗下 Radomiro Tomic 矿山发生事故停产。工会负责人 Ricardo Torrejon 称，露天矿的卡车车队只有约三分之一在运行，该矿要到 5 月的第一周或第二周才能恢复正常
智利	Chuquicamata	24.9	1.0	2024/4/15	Codelco 旗下 Chuquicamata 地下矿山进行为期 15 天的检修
合计			20		

1.6 细分行业推荐之有色金属：铜、铝

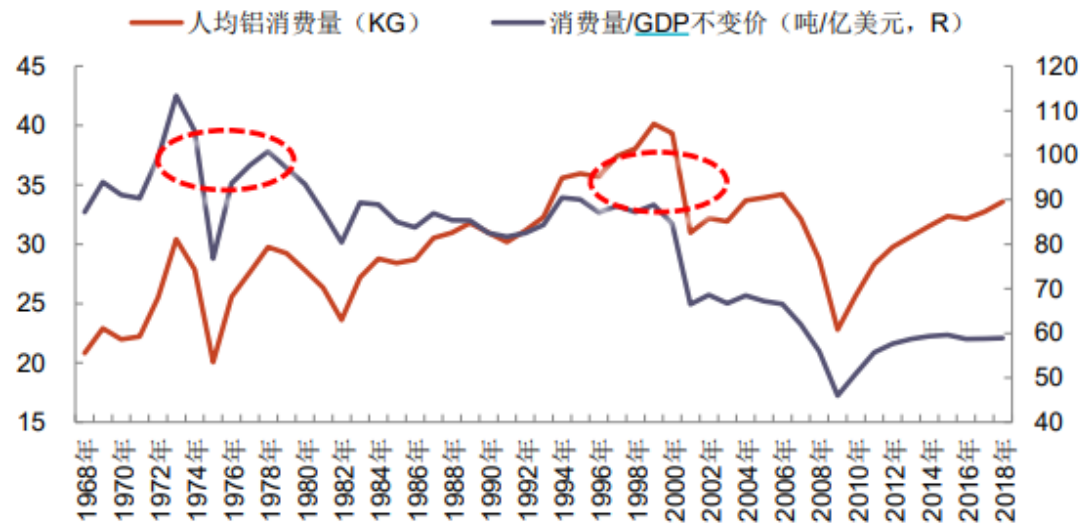
- 铝长期需求仍有增长空间，短期在控制单位GDP能耗带来的限产预期下，股价或会持续受到催化。
- 人均铝消费仍有22%左右上行空间，或在2027年达到峰值。按照铝消费量年均4%左右的增速计算，光大证券研究所有色金属组预计中国的铝积蓄量将在2027年超过美国的峰值，达到6.4亿吨，该年中国人均铝消费量将为35kg。按2022年铝消费量计算，中国铝人均消费量在2022年为28.8kg，若2027年达到35kg，还有21.7%的增长空间(折合2022-2027年年均增长4.0%)。
- 铝属于高能耗行业，限产预期下，商品价格或会受到催化。根据《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》，高耗能行业包括化工、电石、水泥、平板玻璃、钢铁、焦化、铁合金、有色金属冶炼等 17 个行业；从用电量的角度，上文提到 17 个行业中，2020年全社会用电量占比超过 1%的主要有电石、水泥、钢铁、铁合金、铝。在控制单位GDP能耗的背景下，高能耗行业可能面临限产，高能耗商品的供给将受到一定影响。
- 风险提示：铜或铝价格大幅波动；政府对大宗商品价格调控风险。

图12：全球各国/地区2016年人均铝消费量(kg)



资料来源：中铝材料应用研究院，光大证券研究所

图13：美国铝消费强度和人均铝消费都存在峰值

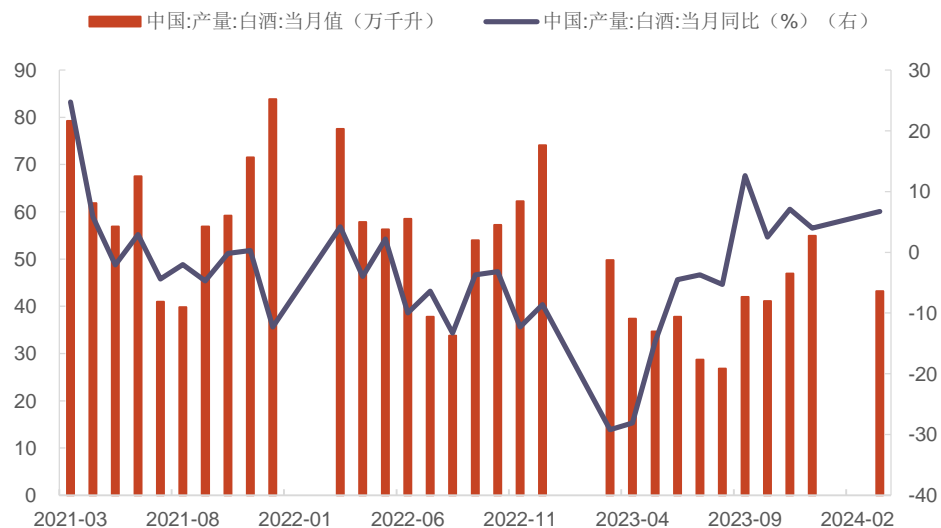


资料来源：安泰科、世界银行、光大证券研究所(截至2018年)

1.7 细分行业推荐之食品饮料：白酒、速冻食品

- 白酒、速冻食品板块业绩稳增长，估值均处于历史低位。
- 白酒产量持续缩减，销售收入仍稳定增长。据酒业协会最新发布数据，23年白酒行业总产量629万千升、同比下降5.1%，销售收入7563亿元、同比增加9.7%，利润总额2328亿元、同比增长7.5%。产量持续下滑、存量/缩量竞争已经是共识，同时产能加快向优势产区集中（遵义/宜宾/泸州/吕梁/宿迁/亳州等），但销售收入实现接近10%的增长，估计中小酒厂/低端酒出清仍带来行业整体结构上行。
- 关注一季报为白酒板块带来的催化。飞天茅台批价有企稳迹象、经销商信心和情绪相对稳定，前期压制板块的负面因素逐步缓解。酒企一季报业绩确定性相较其他板块仍有优势，高端、区域龙头收入/净利润增速有望延续较好增长，关注一季报为板块带来的短期催化。

图14：白酒产量缩减明显



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至2024年3月

图15：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至2024年4月19日

1.7 细分行业推荐之食品饮料：白酒、速冻食品

- 白酒和速冻食品估值当前均处于历史低位，具有较高的长期配置价值。截至4月30日，白酒行业的PE-TTM估值为24.8倍，速冻食品板块的PE-TTM估值为19.5倍，均处于2020年以来的较低位置。考虑到经济的弱复苏进程，未来继续大幅下跌的可能性相对较低，当前具有较高的长期配置价值。
- 风险提示：宏观经济下行风险，原材料成本波动，食品安全问题。

图16：白酒市盈率处于较低位置



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至2024/4/30

图17：速冻食品板块市盈率处于较低位置



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至2024/4/30

1.8 细分行业推荐之医药生物：创新药

- “创新驱动”有望成为医药长期投资主线，关注美债利率可能下行带来的行情催化。
- 创新驱动或是未来的医药投资主线之一。从政策角度来看，随着医保支付、审评等政策的持续完善，创新产品的高临床价值将越来越得到各方的认可，获得更加优良的商业环境；从市场角度来看，企业的研发工作将持续发掘出更多未被满足的临床需求，从而拉动全产业链的繁荣。看好AD、NASH、失眠、减肥、中药创新药的产业链；另一方面，随着新一轮重磅药物专利集中到期，兼具前瞻性的产品布局以及比肩高端规范市场生产质量标准的企业有望受益。

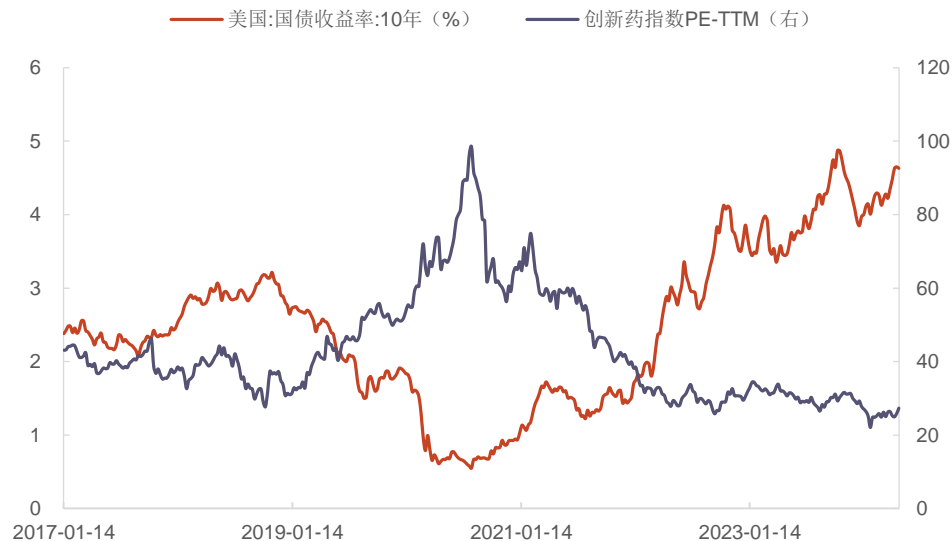
表6：近年来医保政策逐渐加强对创新药的支持

时间	部门	政策	要点	预期将产生影响
2023年7月	上海市医疗保障局等多部门	上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施	(一) 多方合作加强商业健康保险产品供给；(二) 数据赋能支持商业健康保险产品开发；(三) 优化商业健康保险理赔，提升服务满意度；(四) 加大购买商业健康保险政策支持力度；(五) 建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制；(六) 做优做强“沪惠保”品牌；(七) 完善创新药械价格形成机制；(八) 加快创新药械临床应用；(九) 加大创新药械医保支付支持	完善基本医保支持政策，促进商业健康保险发展，对创新药械形成多方共担支付机制
2023年7月	国家医疗保障局	《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》	本次调整完善的主要方面：(一) 建立了基本覆盖药品全生命周期的支付标准调整规则。(二) 进一步体现对创新的支持。(三) 2023年、2024年新冠药品续约时超量可不降价。	进一步调动企业申请进入目录、为目录内品种追加适应症的积极性，患者的用药保障水平将得以维持和提升。同时，按照新的规则，谈判成功的品种单纯因基金支出超预算而被剔除目录的风险降低，更多性价比高的谈判药品得以继续保留在目录内，利于降低基金支出风险和患者个人负担。
2022年12月	湖北省医疗保障局、湖北省卫生健康委员会	关于完善国家医保谈判药品“双通道”政策及建立“单独支付”药品保障机制的通知	医保局制定全省统一的“单独支付”药品目录，将“双通道”药品用于罕见病、恶性肿瘤、精神疾病、传染性等疾病治疗的药品，以及使用周期较长、疗程费用较高、适合门诊治疗的其他药品纳入“单独支付”管理，执行单独支付政策。	利好创新药在湖北的销售放量
2022年11月	上海市人民政府办公厅	上海市加快打造全球生物医药研发经济和产业化高地的若干政策措施	七、支持研发创新产品的上市和使用：(十六) 进一步提升创新产品审评审批速度。(十七) 加快创新产品入院使用。(十八) 完善创新药械纳入商业医疗保险推荐机制。	利好创新药械产品在上海的商业化放量
2022年7月	北京市医疗保障局	关于印发CHS-DRG付费新技术除外支付管理办法的通知(试行)	在发挥CHS-DRG引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力	利好创新药械产品在北京的商业化放量

1.8 细分行业推荐之医药生物：创新药

- **创新药受贴现率的影响十分明显。**药企的商业模式的本质是“制药价值循环”，即药物发现、临床开发、生产、销售四个环节完善运行产生现金流。传统药企转型创新是将仿制药销售现金流升级为创新药销售现金流，Biotech成长为Biopharma则是将融资现金流切换到销售现金流。现金流发展路径决定了创新药估值很大程度上依赖于未来价值在当前的折现，从而导致了宏观因素对创新药估值产生深刻影响。由于创新药远期价值占比高，所以rNPV估值体系受到贴现率影响大。历史复盘可以发现，当10年期美债利率下行时，创新药板块的估值往往会呈现抬升，反之当10年期美债利率上行时，创新药板块的估值则通常会承压。
- **美债利率有望震荡下行，利于创新药估值提升。**10年期美债利率短期内突破至4.6%，对美国经济压力显著增大，部分经济数据开始走弱，美联储转鸽呵护经济的动力增强。此外，结合当前中东局势缓解、美股转跌以及大选临近，当前美债利率再度大幅上行的概率较小，已经接近触顶。若美债利率下行，创新药板块估值或将迎来抬升。
- **风险提示：**控费政策超预期；研发失败风险；美债利率大幅上行。

图18：创新药板块估值与10年期美债利率负相关



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月30日

图19：未来10年期美债利率或会震荡下行



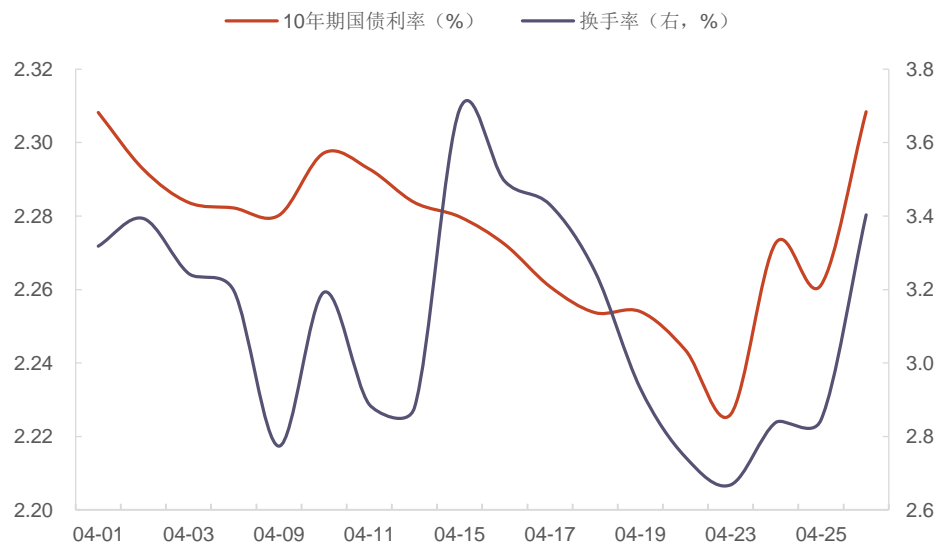
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年4月26日

- 一级行业打分表及细分行业推荐
- **自上而下：风格或偏顺周期，美债利率或震荡下行**
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- 行业中观景气数据跟踪
- 风险提示

2.1 4月市场风格偏顺周期

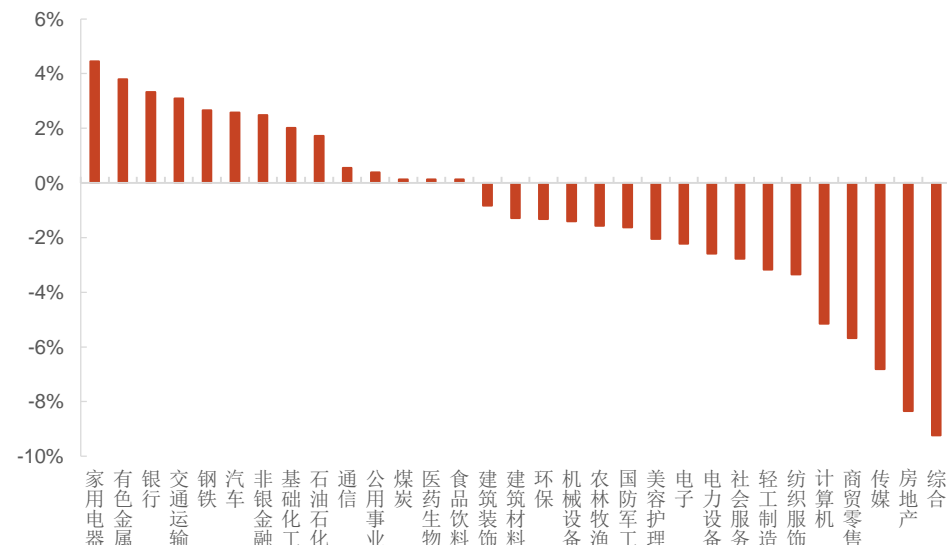
- 4月份市场“现实”与“情绪”波动明显。4月份（截至26日），受财报季业绩披露压力、活跃资本市场政策出台、外资流入等因素的影响，A股市场换手率波动较为明显，“情绪”面先弱后强，而国内经济则呈现出弱复苏的态势。
- 行业涨跌出现分化，市场风格偏顺周期。4月份各行业的表现出现了一定分化，相对而言，市场风格整体偏向顺周期风格，包括家用电器、有色金属、银行、交运及钢铁等行业表现相对较好，而房地产、传媒、商贸零售、计算机、纺织服饰等行业表现则偏弱。

图20：4月“现实”与“情绪”波动明显



资料来源：wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/26

图21：4月市场风格偏顺周期

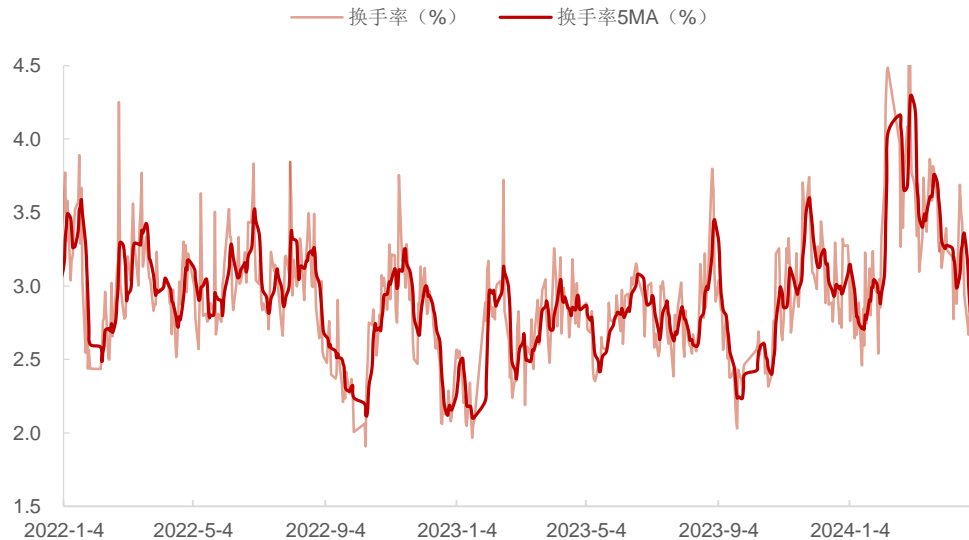


资料来源：wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/26

2.2 未来“情绪”预计回暖

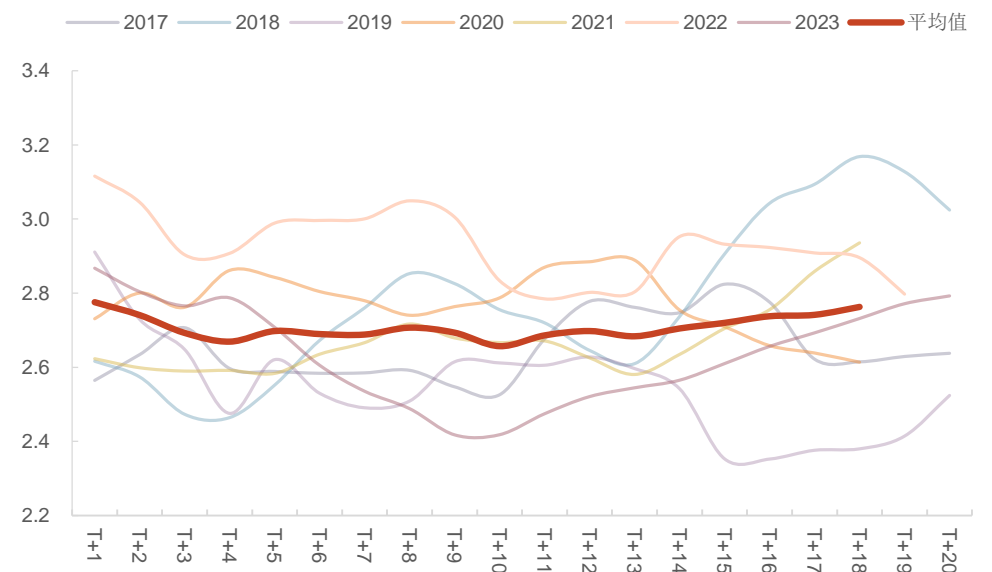
- 4月份市场情绪波动显著，5月份预计市场情绪会有回暖。受财报季扰动等因素影响，4月份市场情绪出现一定降温。展望5月，我们认为市场情绪可能会出现小幅的回暖。历史来看，在财报季的扰动过后，市场情绪通常会较为平稳，市场情绪的走向主要取决于月初时位置的高低，此外，也会受到一些事件的影响。当前市场情绪整体处于历史中等水平，在活跃资本市场政策驱动及外资持续流入带动下，5月预计可能会小幅回暖。
- 整体来看，4月财报季之后，市场情绪通常较为平稳。每年4月财报季时期，出于对财报业绩不及预期的担忧等因素影响，投资者在交易行为上通常会比较谨慎，市场情绪往往也出现较大波动。不过在财报季结束后的5月，市场情绪一般会较为稳定，很少会出现明显的波动。

图22：4月份市场换手率整体出现下行



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/26

图23：历史来看，5月份市场情绪通常较为平稳



资料来源：wind，光大证券研究所。注：T+1表示每年5月第一个交易日，以此类推；换手率为5日移动平均，单位为%

2.2 未来“情绪”预计回暖

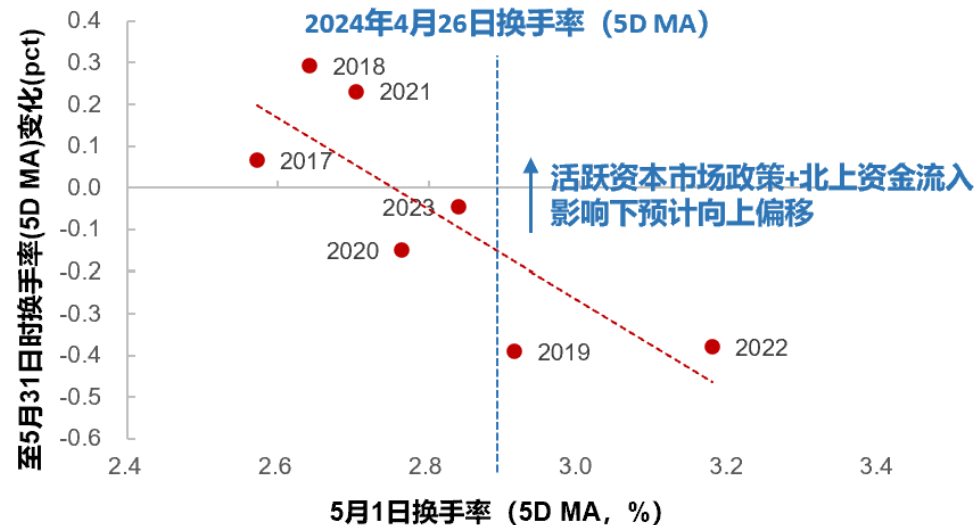
- 分年份来看，不同年份5月的情绪走势存在差异，月初情绪的高低或是主要影响因素。虽然历年5月整体的市场情绪较为平稳，不过不同年份之间仍然存在一定差异。情绪变化的差异或许主要与月初的情绪有关，如果月初的市场情绪较高，则当月的情绪可能会更容易回落，反之则更容易抬升。此外，一些事件也会对情绪有扰动，比如2018年4月底落地的“资管新规”正式稿相比征求意见稿略有缓和使得市场情绪在回归均值上得到了进一步提振，而2019年5月中美贸易摩擦升温使得市场情绪在回归均值上出现了向下偏移。
- 当前市场情绪处于历史同期中等水平，在活跃资本市场政策驱动及外资持续流入带动下，5月情绪预期可能会小幅回暖。当前的市场情绪正处于历史同时期的中等水平，如果仅以此估算，5月市场情绪可能会出现小幅回落。不过监管当前对于资本市场高度重视，未来围绕“新国九条”我们将会看到相应的配套政策陆续出台，这将对市场情绪形成较强的支撑，而北上资金的持续流入也有助于市场情绪好转。综合来看，我们认为5月市场情绪可能会有小幅回暖。

表7：“新国九条”主要内容

主要举措	对应内容
总体要求	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，贯彻新发展理念，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场
严把发行上市准入关	进一步完善发行上市制度 强化发行上市全链条责任 加大发行承销监管力度
严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管 全面完善减持规则体系 强化上市公司现金分红监管 推动上市公司提升投资价值
加大退市监管力度	深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局
加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	推动证券基金机构高质量发展 积极培育良好的行业文化和投资文化
加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	促进市场平稳运行 加强交易监管 健全预期管理机制
大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系 优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资
进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章 完善多层次资本市场体系 坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本 加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度 深化央地、部际协调联动 打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

资料来源：中国政府网站，光大证券研究所整理

图24：月初情绪的高低或是影响当月情绪变化的主要因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

- ▶ 当前国内经济正处在修复的进程之中。今年一季度国内实际GDP同比增速为5.3%，相比前值5.2%小幅上行，大幅超过wind一致预期值4.92%。花旗中国经济意外指数自1月以来也在持续上行，当前已经处于0轴之上。整体来看，我国经济目前正处在修复的进程之中。

图25：花旗中国经济意外指数1月以来持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/26

图26：一季度GDP增速小幅上行

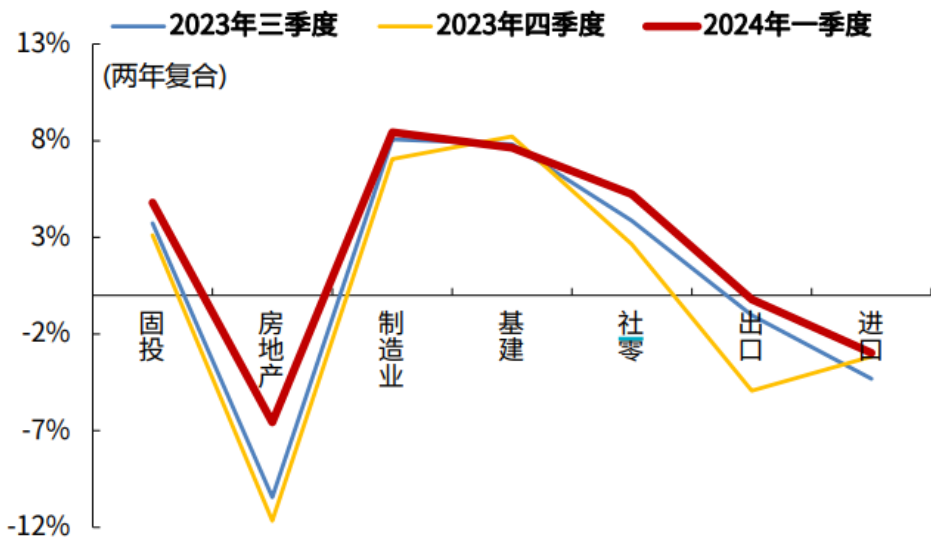


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024Q1

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

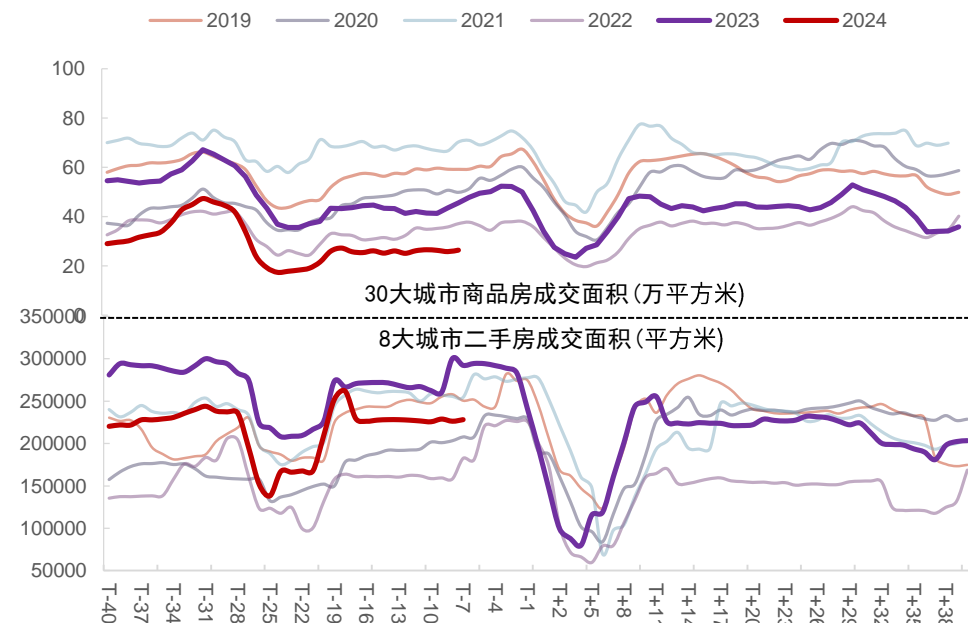
- 制造业投资、基建投资的景气较高，出口及社零边际改善明显。从绝对景气来看，制造业投资与基建投资增速仍然处在较高水平，景气相对较高。从边际变化来看，在外需改善及服务消费快速恢复的背景下，出口及社零的景气有明显改善，制造业投资受政策驱动的影响也出现了进一步好转，而基建投资的景气则有小幅回落。
- 而房地产的景气目前仍然较为低迷。从高频数据来看，房地产销售还没有出现回暖，无论是新房的成交面积，还是二手房的成交面积，与往年同期相比，均较为低迷。销售低迷的情况下，房地产投资同比增速也在持续下滑。

图27：从支出法对 GDP 三个部门进行拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：基建为不含电力设备燃气水的基础设施建设

图28：地产高频销售数据当前较疲弱

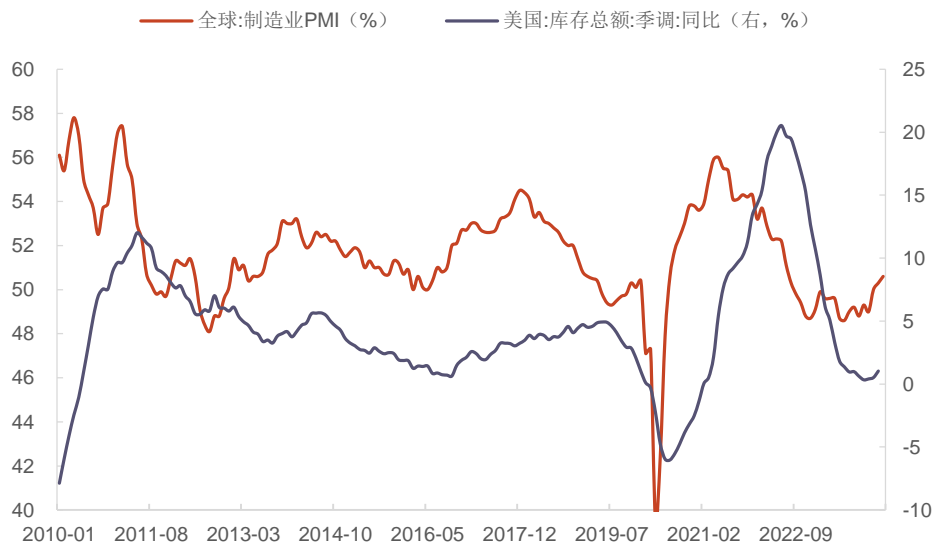


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：选取的8个城市为北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、成都；数据进行了7日移动平均；T表示五一当日，T+1表示五一后1日，以此类推，数据截至2024/4/25

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

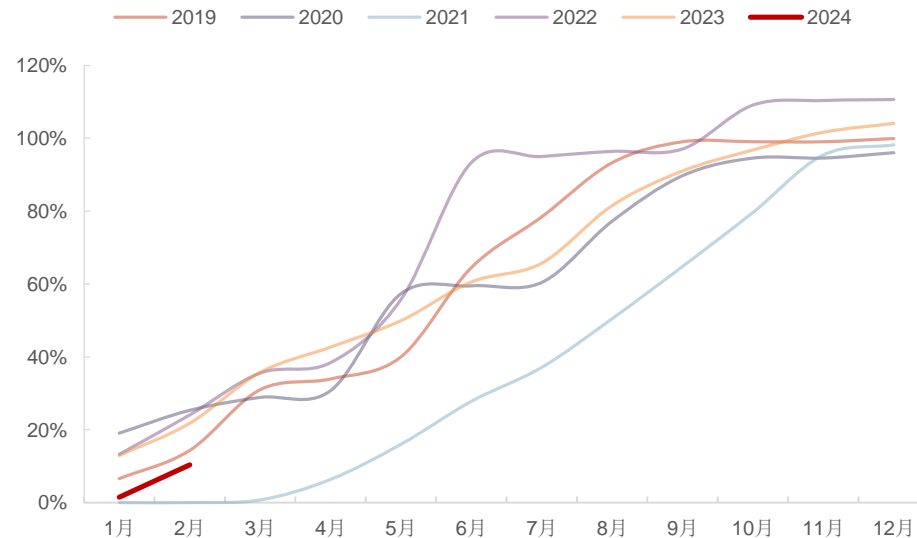
- 展望未来，在外需持续改善及政策发力下，经济有望继续修复。从全球制造业PMI、美国的库存情况来看，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，预计二季度出口单季度同比增速将转正；除了外需的改善之外，政策也有望对国内经济修复形成支撑。一季度新增专项债发行进度整体偏慢，而进入二季度，专项债发行大概率会相对加速，这将给基建投资带来支撑。此外，其它稳增长政策也在积极发力，如制造业以旧换新、房地产优化政策等，这也将有利于经济的修复。

图29：外需持续改善有望带动国内出口回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：PMI数据截至2024/3，库存数据截至2024/2

图30：当前专项债发行进度偏慢



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/2

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

- 综合来看，5月份“经济现实”有望继续修复。当前国内经济虽然没有迎来全面修复，但整体仍然处于修复的进程之中。相对而言，制造业投资、基建投资的景气较高，出口及社零边际改善明显，而房地产的景气目前仍然较为低迷。展望未来，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，在5%左右的年度GDP增长目标下，稳增长政策有望持续出台，其中，二季度专项债发行大概率会相对加速，制造业以旧换新、房地产优化政策等也有望持续落地，5月份国内经济有望继续修复。

图31：5月份以国债利率为表征的现实层面或会呈现弱修复

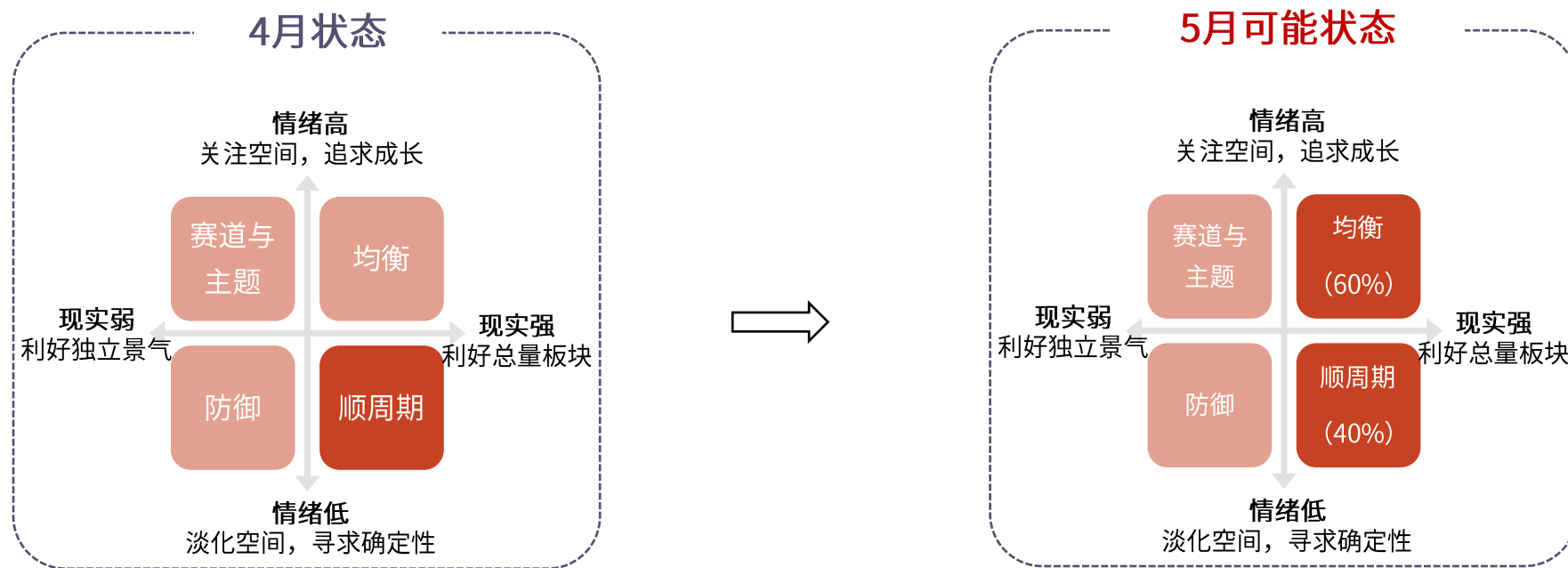


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年4月26日

2.4 市场风格5月或会较为均衡

- 综合来看，我们认为5月市场或许会较为均衡。情绪方面，市场情绪在财报季的扰动过后通常会较为平稳，其走向主要取决于月初时位置的高低，此外，也会受到一些事件的影响。当前市场情绪整体处于历史中等水平，在活跃资本市场政策驱动及外资持续流入带动下，5月预计可能会回暖。现实方面，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，在5%左右的年度GDP增长目标下，稳增长政策也有望持续出台，5月份国内经济有望继续修复。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”情景，风格或会较为均衡。而如果期间情绪过热出现回调，市场风格可能会偏向顺周期。

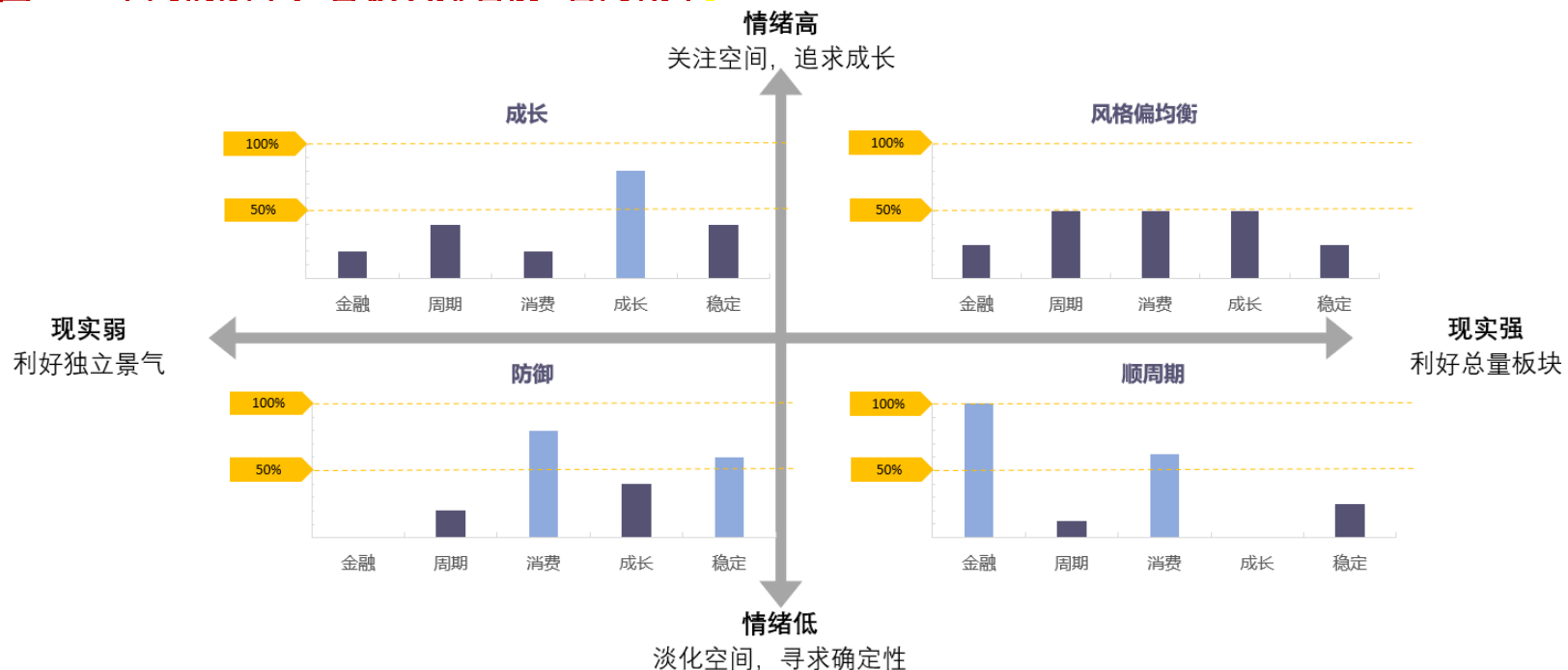
图32：未来市场风格或会较为均衡



2.4 市场风格5月或会较为均衡

- “强现实、强情绪”情景下，市场风格可能会较为均衡。当经济走强，情绪也向好时，几乎所有行业都有投资机会，大部分行业均会上涨，风格上较均衡，消费、成长、周期可能都会有不错表现，行业端，电子、国防军工、钢铁等占优概率较高。
- “强现实、弱情绪”情景下，市场风格将偏向顺周期。由于市场情绪走弱，投资者会更关注确定性，而顺周期板块恰好业绩较好，股价表现也更好。2017年以来在该情景下，金融及消费风格表现更好，行业端，食品饮料、银行、家电等占优概率最高。

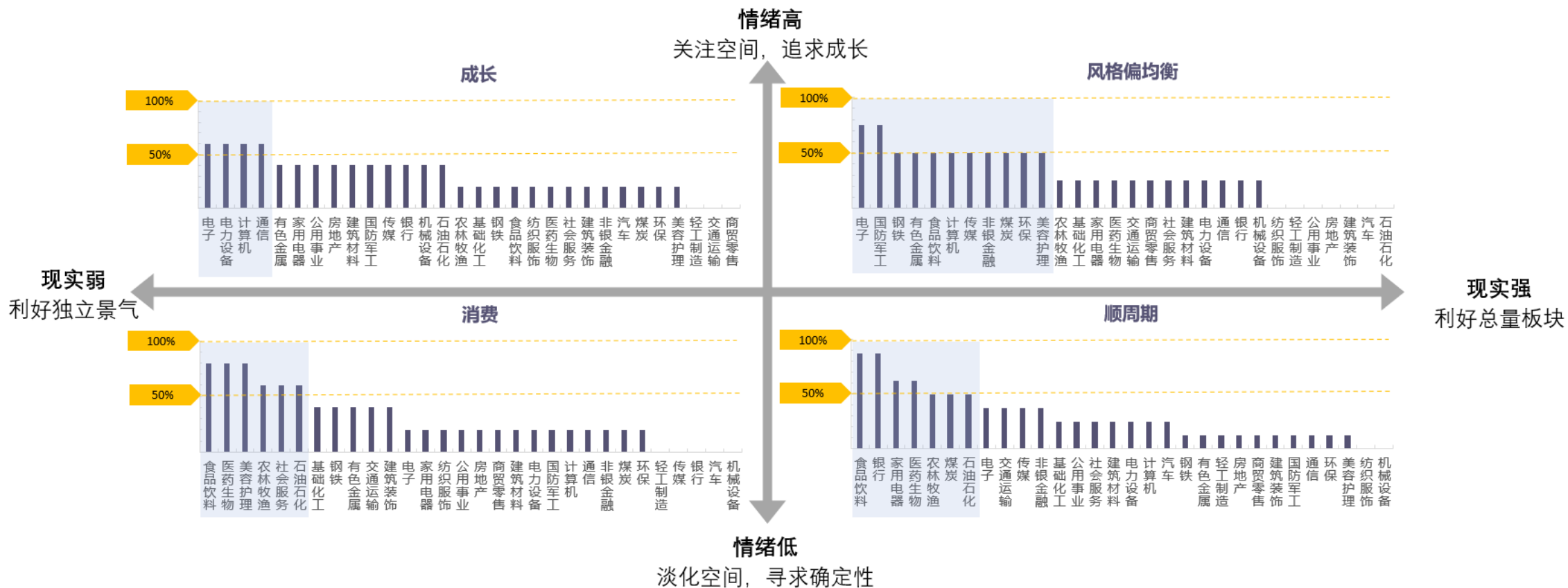
图33：不同情景下，各板块排名前2名的概率



2.4 市场风格5月或会较为均衡

- “强现实、强情绪”情景下，市场风格可能会较为均衡。当经济走强，情绪也向好时，几乎所有行业都有投资机会，大部分行业均会上涨，风格上较均衡，消费、成长、周期可能都会有不错表现，行业端，电子、国防军工、钢铁等占优概率较高。
- “强现实、弱情绪”情景下，市场风格将偏向顺周期。由于市场情绪走弱，投资者会更关注确定性，而顺周期板块恰好业绩较好，股价表现也更好。2017年以来在该情景下，金融及消费风格表现更好，行业端，食品饮料、银行、家电等占优概率最高。

图34：不同情景下各行业的相对表现（涨幅排名前30%概率）



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示2017年1月1日至2023年6月19日在该情境下历史涨幅在前30%的概率，总量板块指顺周期板块

2.5 美债利率或会震荡下行

- 经济方面，当前高利率环境对美国经济影响已经显现，有助于美联储转鸽呵护经济。在4月中东地缘风险发生前，10年期美债利率位于4.0%-4.2%，处在经济可承受的区间，从年初以来的经济数据可以看到，美国呈现经济软着陆、通胀逐级降温的趋势。但是地缘局势带来的外生冲击，导致能源价格上涨并引发通胀担忧，10年期美债利率短期内突破至4.6%，较3月底增加约40bp，对美国经济压力显著增大，超出了经济可承受的区间，如果4.6%的点位持续，或对美国经济造成较大影响，不利于软着陆，需要美联储做出权衡。

图35：3月美国零售数据超预期，不过汽车及地产链等行业消费降温

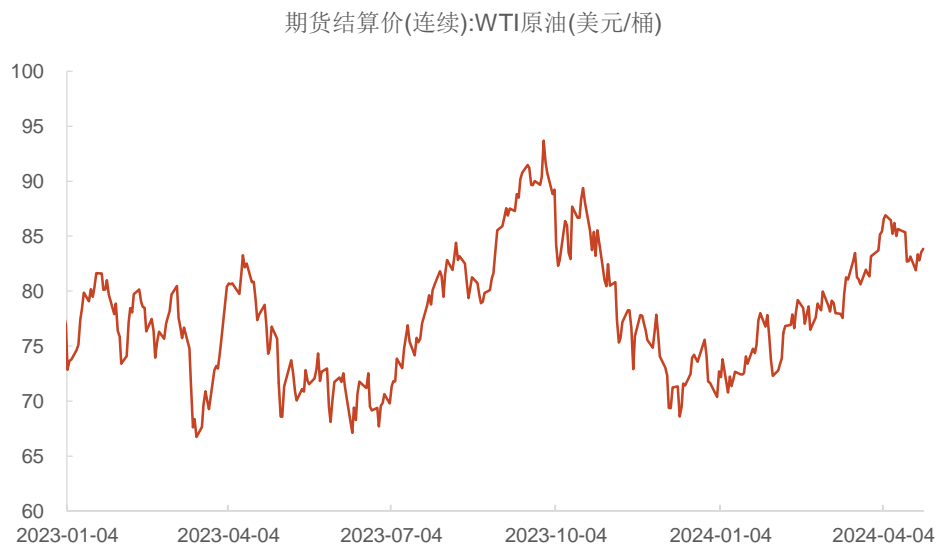
(单位：%)	月度变化	季调环比 (%)					月度变化	季调同比 (%)				
	(%)	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	(%)	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11
核心零售 (不含汽车)	↑ 0.5	1.1	0.6	-0.1	-0.1	0.8	↑ 2.3	4.3	2.0	3.1	2.0	3.4
零售和食品服务总计	↓ -0.2	0.7	0.9	-1.1	0.2	-0.2	↑ 1.9	4.0	2.1	-0.4	4.2	2.6
非耐用品												
食品和饮料店	↑ 0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.3	0.3	↑ 0.9	1.4	0.5	0.9	0.8	0.7
保健和个人护理	↑ 0.4	0.4	0.0	-1.4	-2.2	0.2	↑ 0.5	2.3	1.8	4.0	10.5	9.9
加油站	↑ 0.5	2.1	1.6	-1.4	-0.8	-3.7	↑ 3.0	-0.7	-3.7	-7.4	-6.1	-10.3
服装及服装配饰	↓ -1.8	-1.6	0.2	-0.8	1.4	1.2	↓ -0.7	1.4	2.1	-0.5	4.9	1.6
运动、爱好、书及音乐	↓ -2.5	-1.8	0.7	-0.4	-0.8	0.2	↓ -2.3	-3.9	-1.6	-3.5	-2.5	0.1
日用品商场	↑ 0.5	1.1	0.6	0.0	0.7	-0.2	↑ 4.6	5.7	1.1	0.2	2.8	1.0
杂货店零售业	↑ 1.1	2.1	1.0	0.2	-0.4	0.1	↑ 2.8	6.1	3.3	0.3	5.8	7.0
无店铺零售业	↑ 2.5	2.7	0.2	-0.3	1.3	0.4	↑ 4.3	11.3	7.0	7.4	9.3	8.9
餐馆和酒吧	↓ -0.1	0.4	0.5	-1.0	-0.5	1.4	↑ 0.0	6.5	6.5	3.1	10.4	10.7
耐用品												
机动车辆及零部件	↓ -3.2	-0.7	2.5	-2.1	0.2	0.3	↑ 0.1	2.8	2.7	-2.1	9.4	5.8
家具和家用装饰	↑ 0.0	-0.3	-0.3	0.2	-2.2	2.7	↑ 2.8	-6.1	-8.9	-13.8	-6.5	-5.1
电子和家用电器	↓ -2.5	-1.2	1.3	2.8	0.2	-5.2	↓ -1.8	-0.6	1.2	-0.9	5.4	6.2
建筑材料、园林设备及物料	↓ -1.6	0.7	2.3	-4.3	0.9	-1.4	↑ 4.9	-0.6	-5.5	-8.7	-2.9	-3.6

资料来源：wind，光大证券研究所。注：单元格的颜色是指，横向对比来看，红色数值代表偏热，绿色数值表示偏冷月，月度变化指2024年3月与2月的增速差值

2.5 美债利率或会震荡下行

- 地缘风险方面，近期对中东冲突的担忧有所缓解，油价开始下行，缓解美国的通胀担忧。当前伊朗和以色列表示不会进行新的报复性袭击，国际油价开始下行，截至4月26日，WTI原油价格从4月初的86.9美元/桶降至83.9美元/桶，有助于缓解美国的通胀担忧，利于美债利率回落。
- 此外，从近期美联储表态来看，尽管面对超预期的就业与通胀数据，美联储票委认为短期内没有降息空间，但仍然保留下半年降息可能性。鲍威尔、梅斯特、威廉姆斯等在内的美联储票委仍表示会在今年“某个时候”降息，保留下半年降息可能性，引导市场不过度延后降息时点预期，防止美债利率过度上行，放大金融系统波动风险。此外，随着美国大选临近，美联储呵护经济和股市的意愿更强，今年降息确定性较高，大选前是降息的窗口期。

图36：WTI原油价格近期有所回调



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/26

图37：市场预期降息最早可能出现在2024年的9月

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	97.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.8%	88.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	28.6%	68.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.5%	43.8%	42.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	19.6%	43.6%	33.0%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.5%	9.8%	28.8%	39.5%	20.2%
2025/1/29	0.0%	0.5%	3.9%	15.3%	31.9%	33.9%	14.4%
2025/3/19	0.2%	1.8%	8.1%	21.4%	32.7%	26.7%	9.1%
2025/4/30	0.6%	3.5%	11.7%	24.5%	31.1%	22.0%	6.6%

资料来源：CME，光大证券研究所。注：数据截至2024/4/27

2.5 美债利率或会震荡下行

- 综合来看，5月份10年期美债利率或会震荡下行，流动性基准分定为0.5分。4月以来，10年期美债利率大幅上行，由3月底的4.2%攀升至4.6%左右，除美国经济韧性的贡献外，超预期的中东地缘局势也很大程度上扰动了利率定价。我们认为，4月发生的地缘冲击导致能源价格上涨，引发通胀担忧，10年期美债利率短期内突破至4.6%，对美国经济压力显著增大，部分经济数据开始走弱，美联储转鸽呵护经济的动力增强。此外，结合当前中东局势缓解、美股转跌以及大选临近，当前美债利率再度大幅上行的概率较小，已经接近触顶。

图38：5月份10年期美债利率或会震荡下行



- 一级行业打分表及细分行业推荐
- 自上而下：风格或偏顺周期，美债利率或震荡下行
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- 行业中观景气数据跟踪
- 风险提示

3.1 行业近期重点政策

➤ 政策方面，消费、金融以及房地产相关领域政策均较为利好。政策加分方面，4月大规模设备更新和消费品以旧换新行动继续推进，相关行业需求有望进一步提振；多地房地产政策继续放松，房地产链相关行业有望受益；国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，金融板块发展框架进一步完善，因此我们给予相关行业一定的政策加分。

表8：各行业政策打分及近期重点政策情况

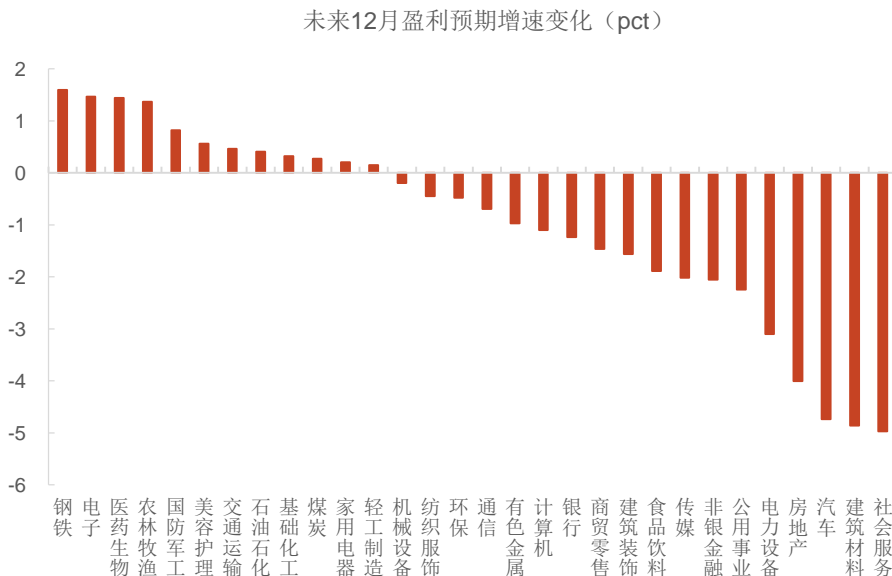
序号	代码	行业	政策定性打分	备注	序号	代码	行业	政策定性打分	备注
1	801050.SI	有色金属	0.5	赞比亚、智利、巴西的铜矿生产受到扰动	16	801890.SI	机械设备	0.5	大规模设备更新和消费品以旧换新金融工作推进会
2	801080.SI	电子	0.5	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	17	801970.SI	环保	0.5	《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则（征求意见稿）》
3	801110.SI	家用电器	0.5	大规模设备更新和消费品以旧换新金融工作推进会	18	801980.SI	美容护理	0.5	《射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品分类界定解读》
4	801120.SI	食品饮料	0.5	《关于批准发布T/CBJ 2208等6项团体标准的通告》	19	801010.SI	农林牧渔	0.0	
5	801140.SI	轻工制造	0.5	大规模设备更新和消费品以旧换新金融工作推进会	20	801030.SI	基础化工	0.0	
6	801150.SI	医药生物	0.5	《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》	21	801040.SI	钢铁	0.0	
7	801160.SI	公用事业	0.5	《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则（征求意见稿）》、《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	22	801130.SI	纺织服饰	0.0	
8	801180.SI	房地产	0.5	南京、郑州推行“以旧换新”，成都、长沙放开限购	23	801170.SI	交通运输	0.0	
9	801730.SI	电力设备	0.5	《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》	24	801200.SI	商贸零售	0.0	
10	801740.SI	国防军工	0.5	《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》、《苏州市支持低空经济高质量发展的若干措施（试行）》	25	801210.SI	社会服务	0.0	
11	801750.SI	计算机	0.5	《北京市算力基础设施建设实施方案（2024-2027年）》、网络空间部队和信息支援部队正式成立	26	801710.SI	建筑材料	0.0	
12	801760.SI	传媒	0.5	中宣部正在研究制定《加快推进版权产业高质量发展的指导意见》	27	801720.SI	建筑装饰	0.0	
13	801770.SI	通信	0.5	《关于开展增值电信业务扩大对外开放试点工作的通告》	28	801780.SI	银行	0.0	
14	801790.SI	非银金融	0.5	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》、《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	29	801950.SI	煤炭	0.0	
15	801880.SI	汽车	0.5	《汽车以旧换新补贴实施细则》	30	801960.SI	石油石化	0.0	

资料来源：中国政府网、证监会、人民网等，光大证券研究所整理

3.2 行业景气情况

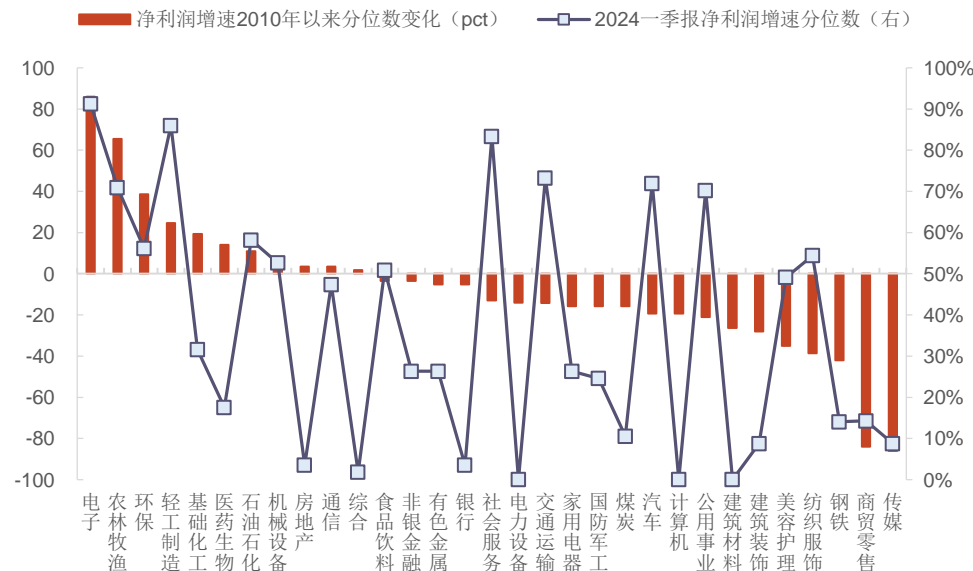
- 景气方面，中观景气在本篇报告中的第四部分有详细论述，因此这里不作展开。
- 从分析师预期变化的角度来看，钢铁、电子和医药生物预期盈利增速抬升明显，社会服务和建筑材料则下降明显。截至4月26日，分析师对于未来12个月的预期盈利增速相比于前一个月涨跌分化，钢铁、电子和医药生物盈利增速抬升明显，分别抬升了1.6pct、1.5pct及1.4pct，而社会服务、建筑材料和汽车则有明显下降，分别下降了5.0pct、4.9pct及4.7pct。
- 从净利润增速的情况来看，电子、农林牧渔和环保增速分位数上升明显，传媒、商贸零售则下降明显。由于净利润增速的绝对值容易受到基数效应的影响，因此在做行业比较时，我们更加关注业绩增速分位数的变化。从净利润增速分位数的变化情况来看，电子、农林牧渔和环保的分位数抬升幅度居前，而传媒、商贸零售以及钢铁的下降幅度则居前。

图39：钢铁、电子和医药生物预期盈利增速抬升明显



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：变化指2024/4/26的预期增速相比于前月末时的预期指数

图40：电子、农林牧渔和环保等行业净利润增速分位数抬升明显

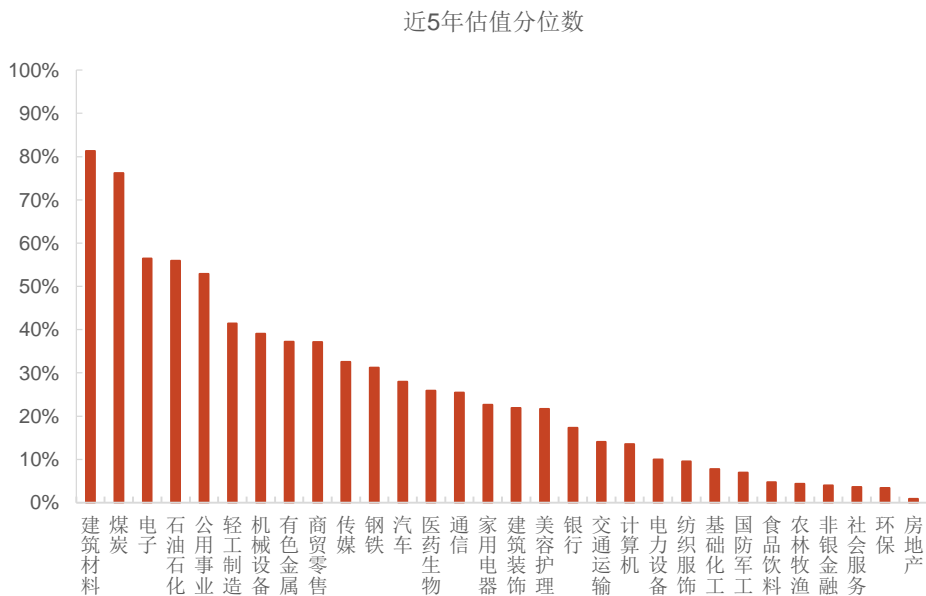


资料来源：Wind、光大证券研究所。注：分位数变化为2024年一季报净利润增速分位数相比于2023年年报数据的变化；分位数计算区间为2010年一季报至2024年一季报

3.3 行业估值

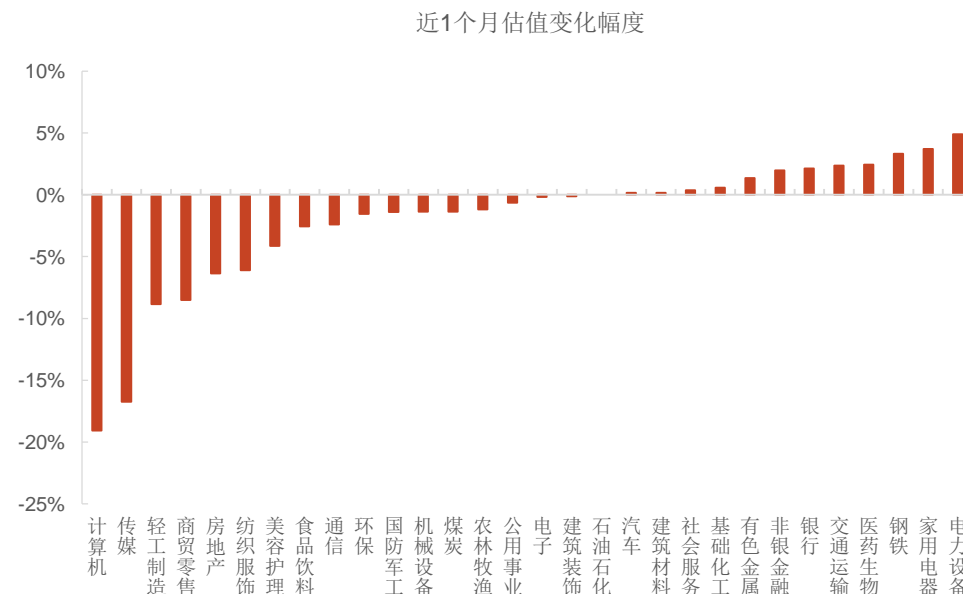
- 估值方面，房地产、环保以及社会服务行业估值分位数处于历史低位，建材、煤炭行业估值分位数处于历史高位。截至4月26日，房地产、环保、社会服务等行业的估值分位数较低，近5年估值分位数均低于4%，投资性价比较高。而建筑材料、煤炭、电子等行业的估值分位数则处于历史高位，近5年分位数分别为81%、76%及56%，长期投资性价比或相对较低。
- 4月份电力设备、家电以及钢铁行业估值出现抬升，而计算机、传媒行业估值下降明显，投资性价比有所抬升。从估值的变化情况来看，4月份电力设备、家电以及钢铁行业估值出现抬升，相比前一个月分别抬升了5%、4%和3%。计算机、传媒以及轻工制造等行业的估值回落幅度最大，分别为-19%、-17%及-9%，投资性价比有所抬升。

图41：房地产、环保等行业估值分位数处于历史低位



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：对于金融、地产、周期及PE估值跳跃过大的行业采用PB估值法，对其它行业采用PE估值法；数据截至2024/4/26

图42：计算机、传媒等行业投资性价比有所抬升



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：对于金融、地产、周期及PE估值跳跃过大的行业采用PB估值法，对其它行业采用PE估值法；数据截至2024/4/26

3.4 行业筹码情况

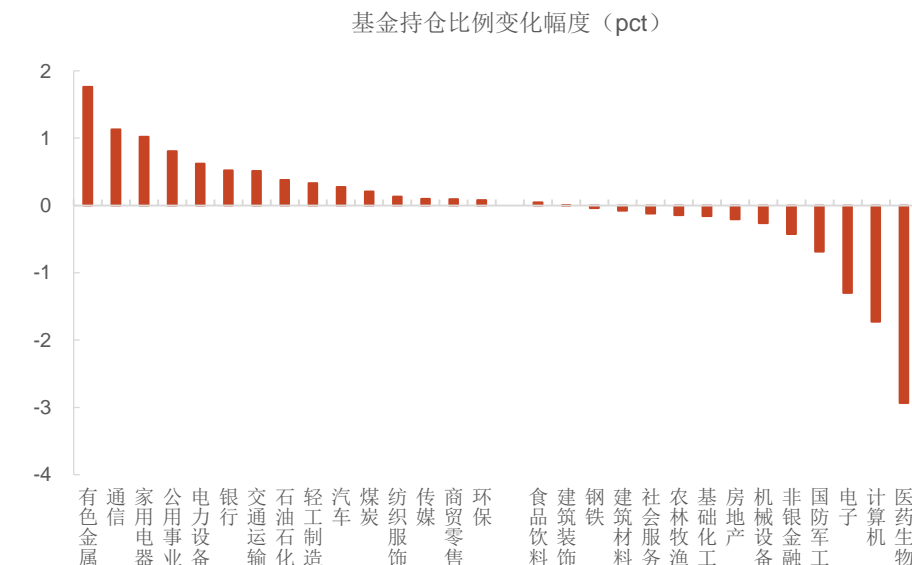
- 公募持仓方面，非银金融、建筑材料、商贸零售等行业持仓分位数处于历史低位，有色金属、公用事业、通信等行业持仓分位数处于历史高位。偏股型基金持仓比例分位数越高的行业，未来加仓空间可能较为有限，需要警惕重大利空可能带来的踩踏，而持仓比例分位数越低的行业，未来加仓空间则越大，若出现较强的催化，股价可能会有显著的反弹。从2010年以来偏股型基金的持仓分位数情况来看，截至2024Q1，非银金融、建筑材料、商贸零售等行业持仓分位数处于历史低位，有色金属、公用事业、通信等行业持仓分位数处于历史高位。
- 2024年一季度有色金属、通信等行业公募基金加仓较多，而医药生物行业减仓较多。2024年一季度，偏股型基金对于有色金属、通信有明显加仓，这或许行业供需好转以及政策支持有关。与之相对的，偏股型基金对于医药生物、计算机则有明显减仓，市场对成长性行业的预期有所降低。

图43：银行、商贸零售等基金持仓比例分位数处于历史低位



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：数据截至2024Q1

图44：2024年一季度偏股基金加仓有色金属、通信等，减仓医药



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：变化幅度为2024Q1相比于2023Q4

- 一级行业打分表及细分行业推荐
- 自上而下：风格或偏顺周期，美债利率或震荡下行
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- **行业中观景气数据跟踪**
- 风险提示

4.1 金融地产——房地产

➤ 3月商品房销售面积同比跌幅缩小，4月二手房挂牌量指数有所下滑。3月我国商品房销售面积累计同比-19.4%，较上月跌幅有所缩小，五年分位数处于22%位置。4月城市二手房挂牌量指数为42.42，较上月小幅下滑，五年分位数处于22%的位置。

图45：3月商品房销售面积累计同比跌幅缩小

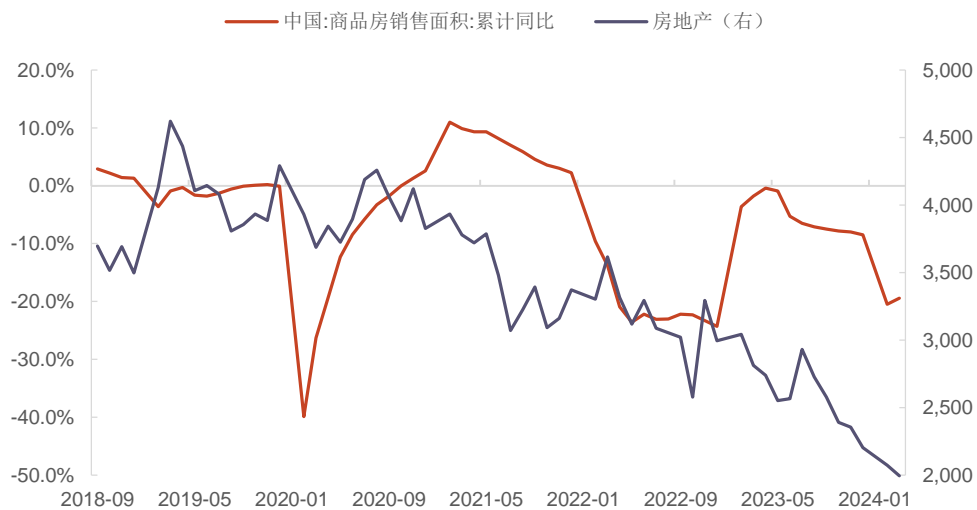
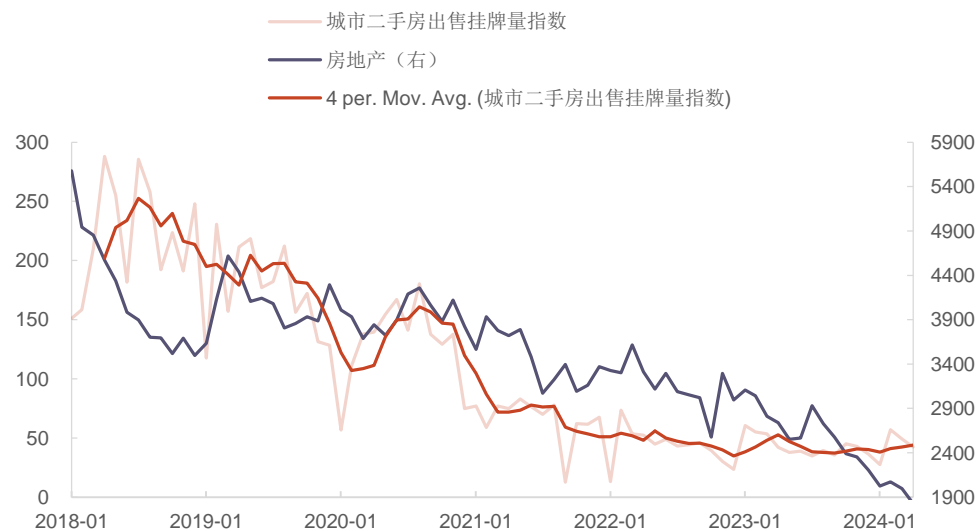


图46：4月二手房挂牌量指数较上月下滑



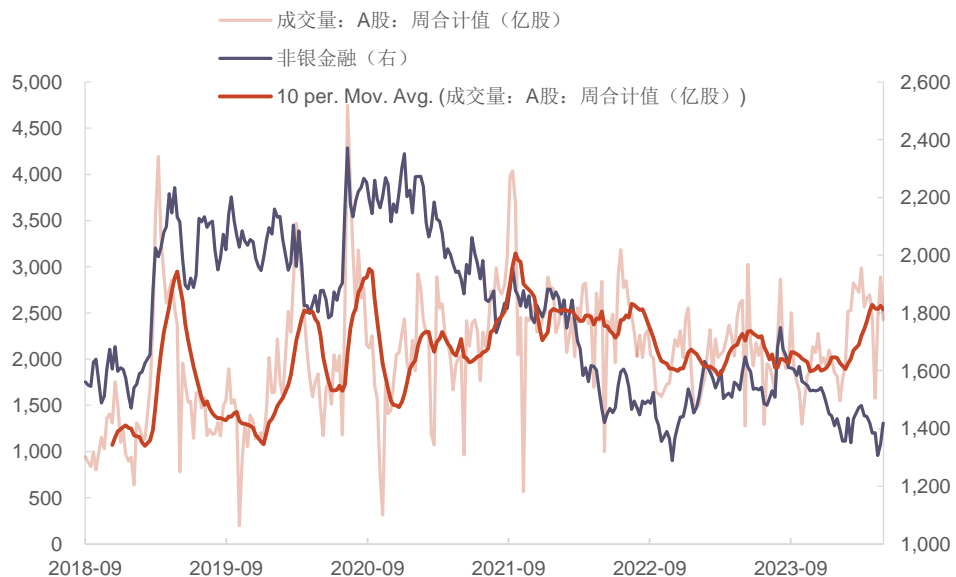
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月。注：房地产指申万房地产指数，后续图上行业数据均指对应行业的申万行业指数

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.1 金融地产——非银金融

➤ 4月份A股成交量较上月下行，市场交易情绪有所回落。4月份A股成交量较上月有所回落，截至4月26日当周累计成交量为2425亿股，五年分位数处于71%的位置。

图47：4月A股成交量较上月下行

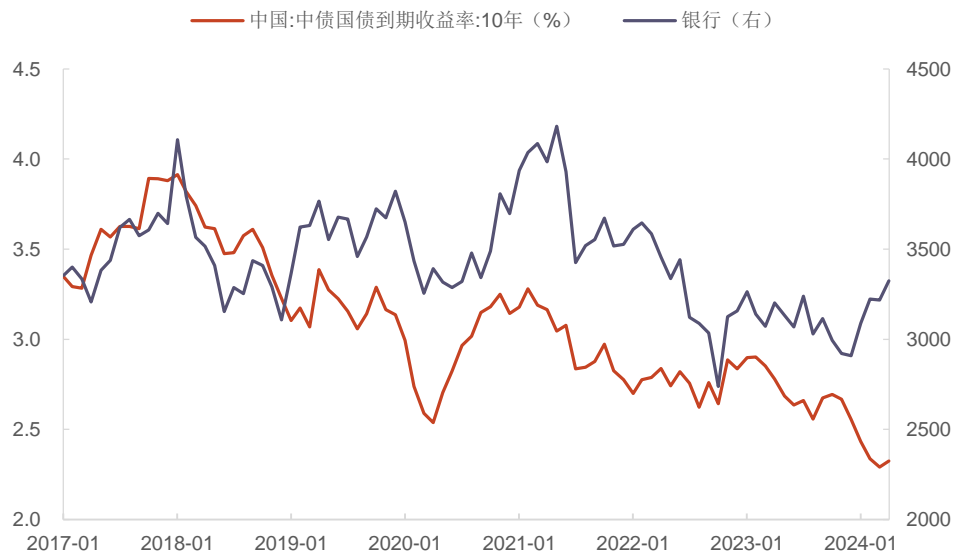


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月26日

4.1 金融地产——银行

➤ 4月份10年期国债收益率较上月下行。截至4月26日，我国10年期国债收益率为2.32%，较上月下降2个BP，五年分位数基本处于历史低位。

图48：4月份10年国债收益率较上月下行

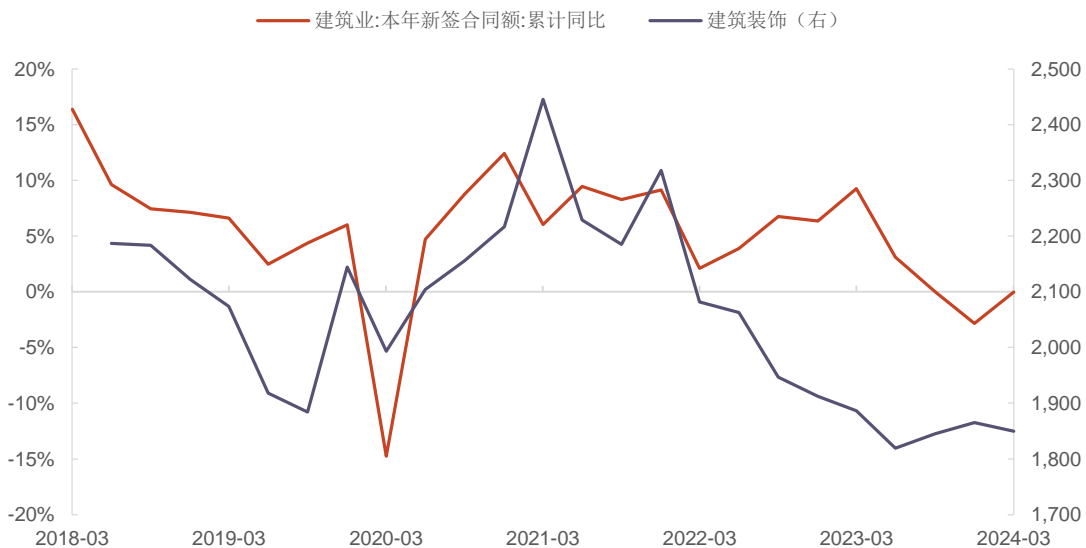


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月26日

4.1 金融地产——建筑装饰

➤ 2024年度新签合同额同比跌幅缩小。2024年一季度建筑业新签合同额累计同比-0.03%，较2023年度累计同比数值上升3个百分点，五年分位数处于较低位置（10%）。

图49：2024年度新签合同额同比跌幅缩小

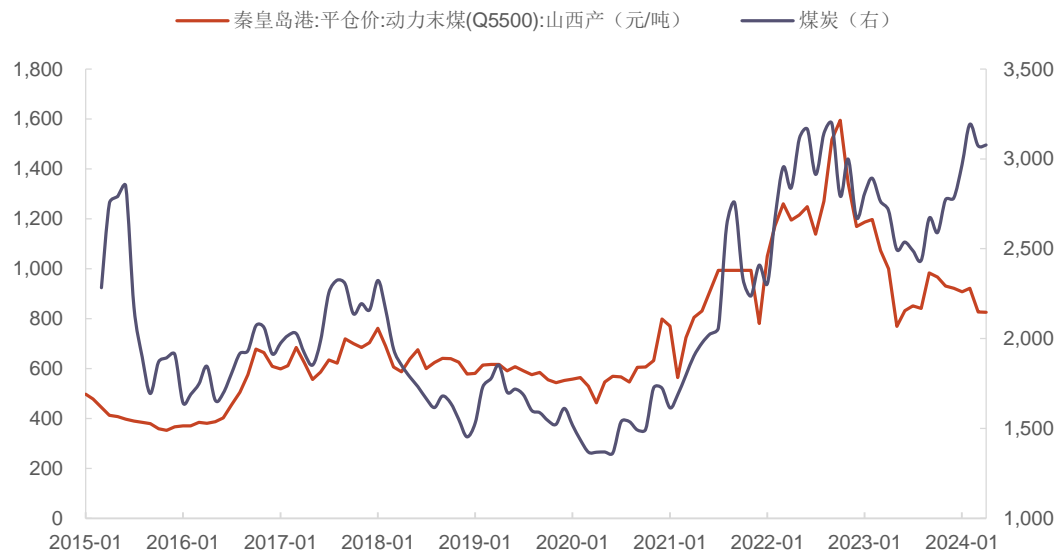


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.2 周期上游——煤炭

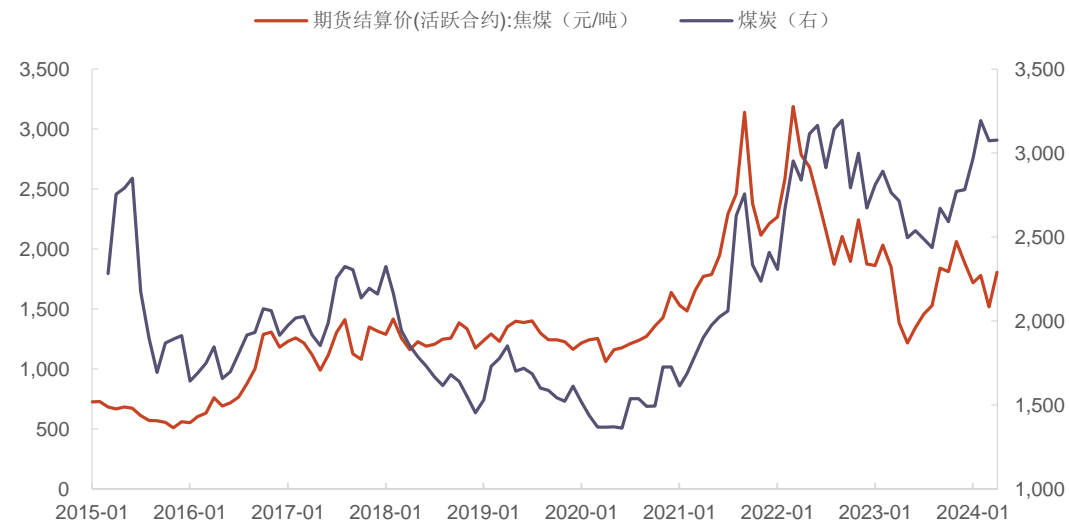
- 4月秦皇岛港动力末煤价格下行，焦煤结算价上行。4月秦皇岛港动力末煤平仓价有所下行，价格为825元/吨，同比-17.5%，五年分位数处于45%水平。4月焦煤期货结算价有所上行，价格为1805.5元/吨，同比+30.4%，五年分位数处于56%水平。

图50：4月秦皇岛港动力末煤价格下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图51：4月焦煤结算价上行

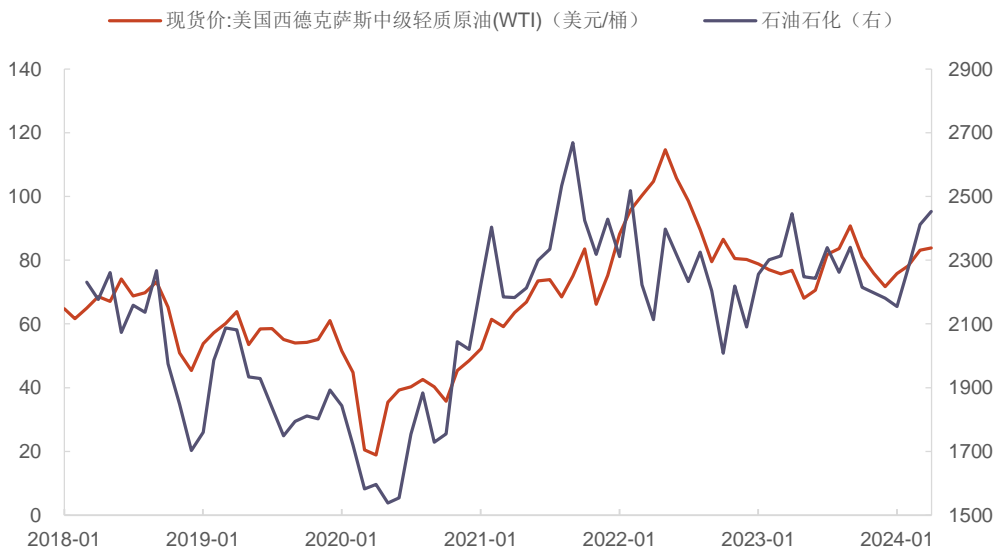


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.2 周期上游——石油石化

- 4月轻质原油价格较上月小幅上行。4月美国西德克萨斯中级轻质原油现货价小幅上行，达83.85美元/桶，同比+9.2%，五年分位数处于83%水平。

图52：4月轻质原油价格小幅上行

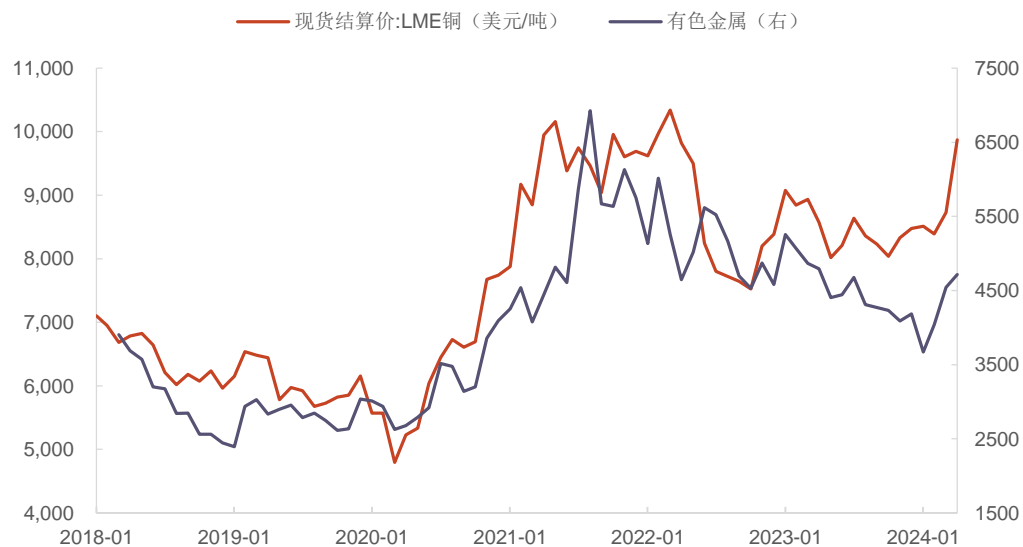


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.2 周期上游——有色金属

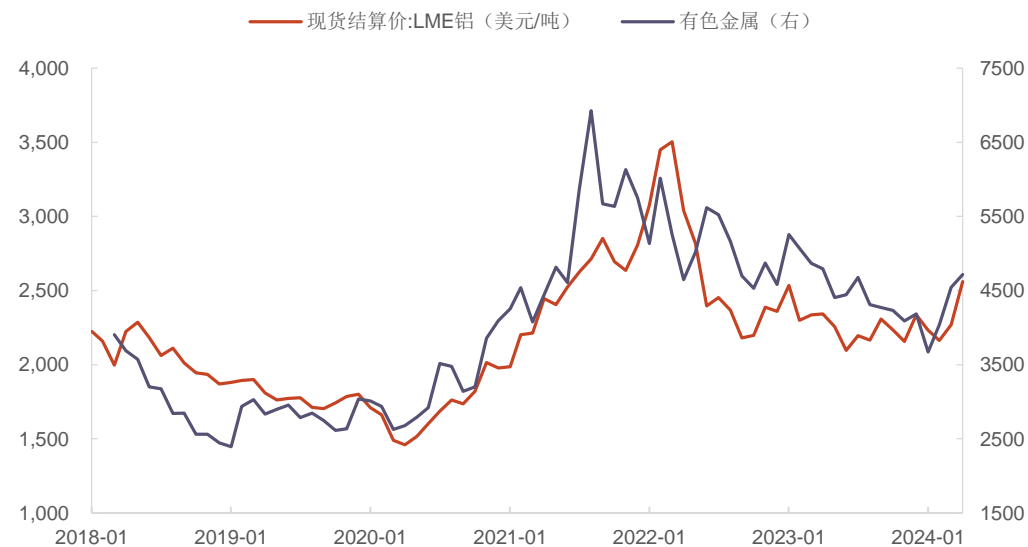
- 4月LME铜、LME铝、碳酸锂价格均有所上行。4月LME铜价格呈现上行趋势，价格为9869美元/吨，同比+15.1%，五年分位数处于92%水平。4月LME铝价格较上月上行，价格为2559.5美元/吨，同比+9.3%，五年分位数处于81%水平。4月碳酸锂价格为111260元/吨，同比-37.9%，五年分位数处于53%水平。

图53：4月LME铜价格上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图54：4月LME铝价格上行

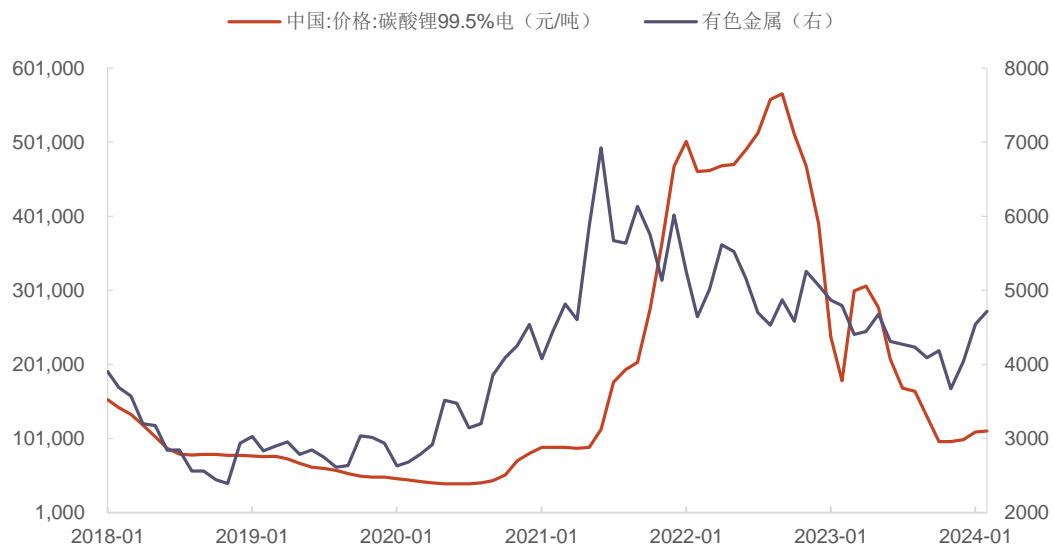


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.2 周期上游——有色金属

- 4月LME铜、LME铝、碳酸锂价格均有所上行。4月LME铜价格呈现上行趋势，价格为9869美元/吨，同比+15.1%，五年分位数处于92%水平。4月LME铝价格较上月上行，价格为2559.5美元/吨，同比+9.3%，五年分位数处于81%水平。4月碳酸锂价格为111260元/吨，同比-37.9%，五年分位数处于53%水平。

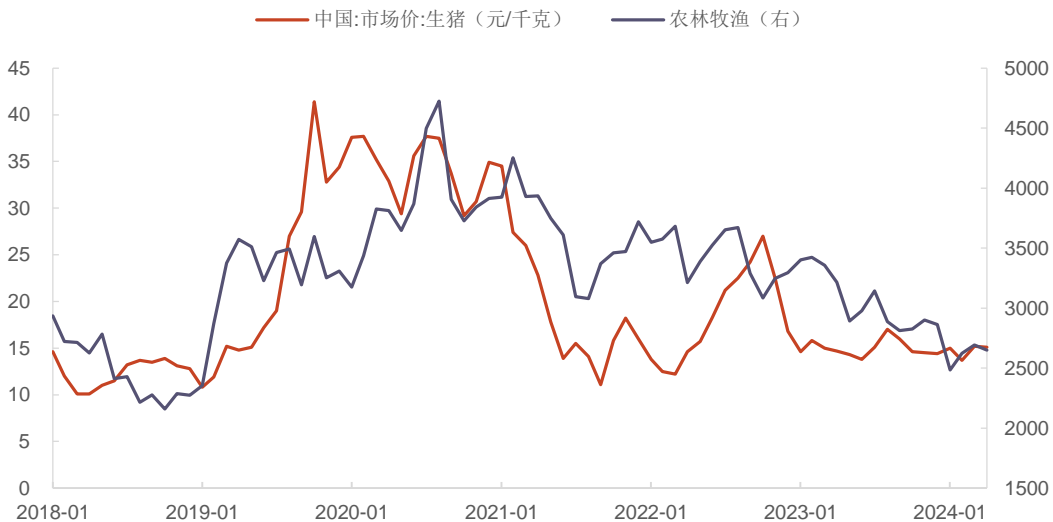
图55：4月碳酸锂价格上行



4.2 周期上游——农林牧渔

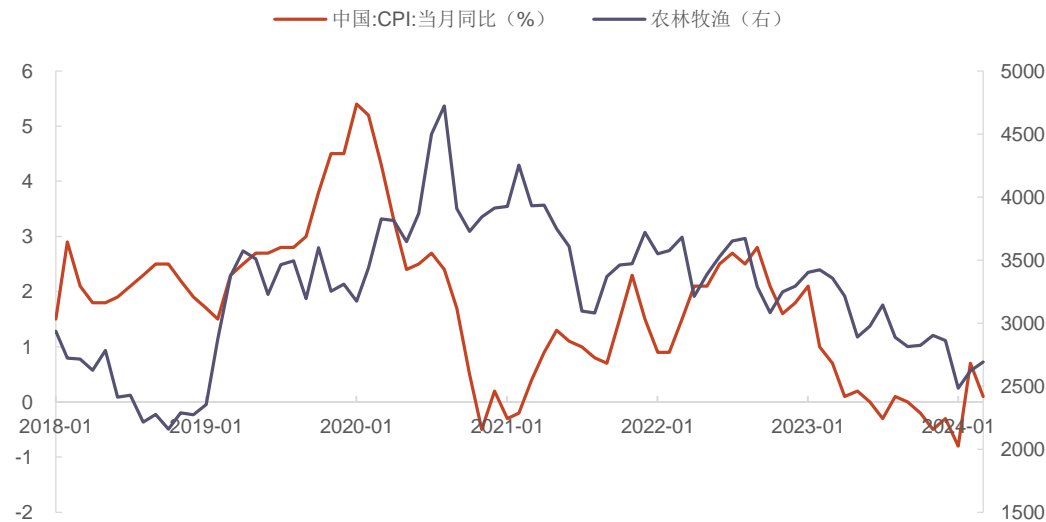
- 4月生猪价格上行，3月CPI同比下行明显。4月生猪价格为15.1元/千克，同比+2.7%，五年分位数处于29%水平。3月CPI同比下行至0.1%，五年分位数处于17%的位置。

图56：4月生猪价格上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图57：3月CPI同比下行明显

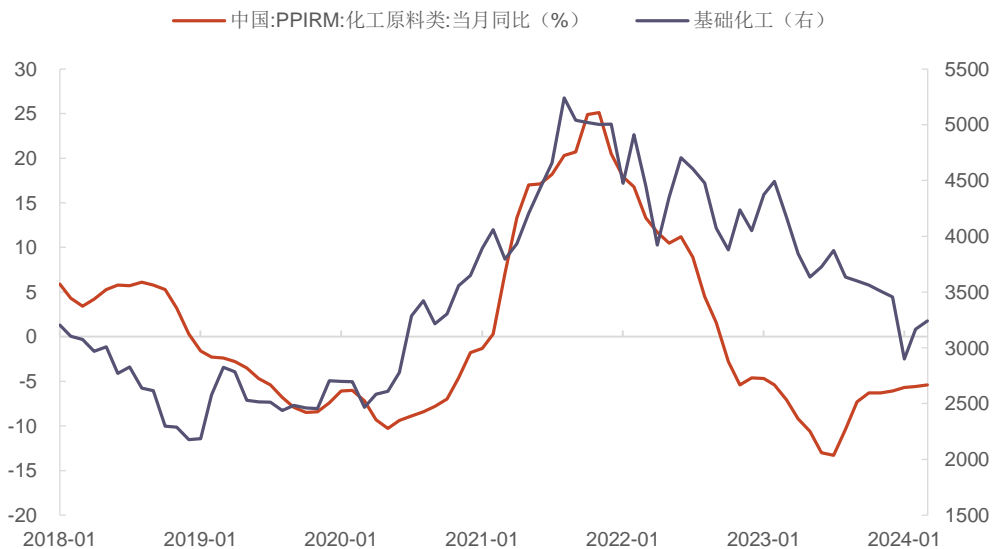


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——基础化工

➤ 3月化工原料PPIRM同比跌幅收窄。3月化工原料类PPIRM同比-5.4%，较上月跌幅有所收窄，五年分位数处于46%水平。

图58：3月化工原料PPIRM同比跌幅收窄

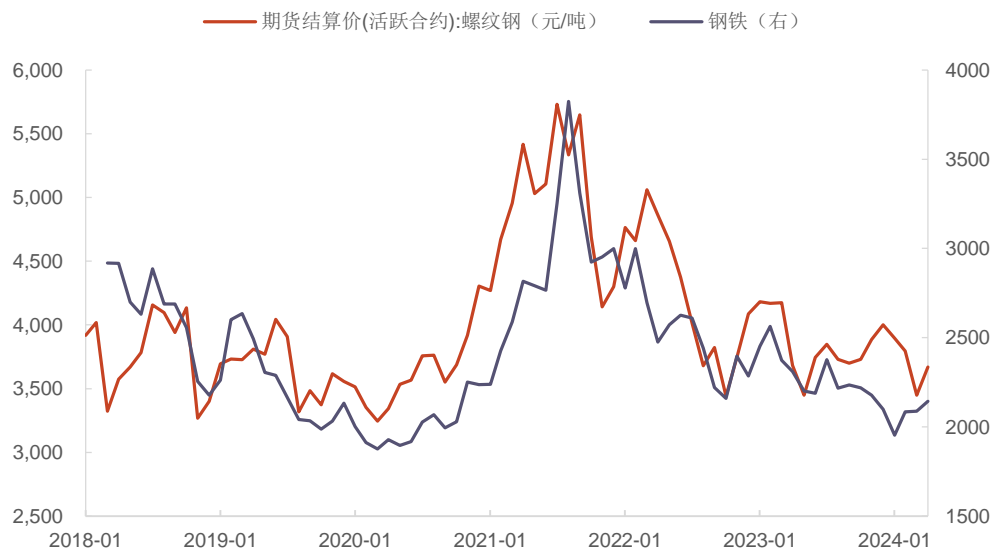


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——钢铁

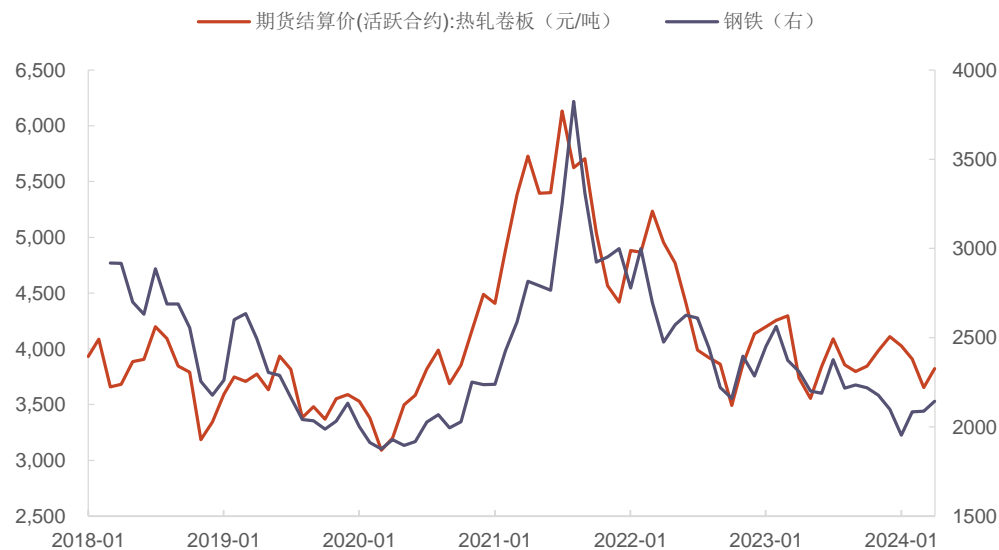
- 4月螺纹钢价格上行，热轧卷板价格上行。4月螺纹钢价格上行，价格为3670元/吨，同比-0.2%，五年分位数处于25%水平。4月热轧卷板价格为3823元/吨，较3月上行，同比-2.3%，五年分位数处于34%水平。

图59：4月螺纹钢价格上行明显



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图60：4月热轧卷板价格上行

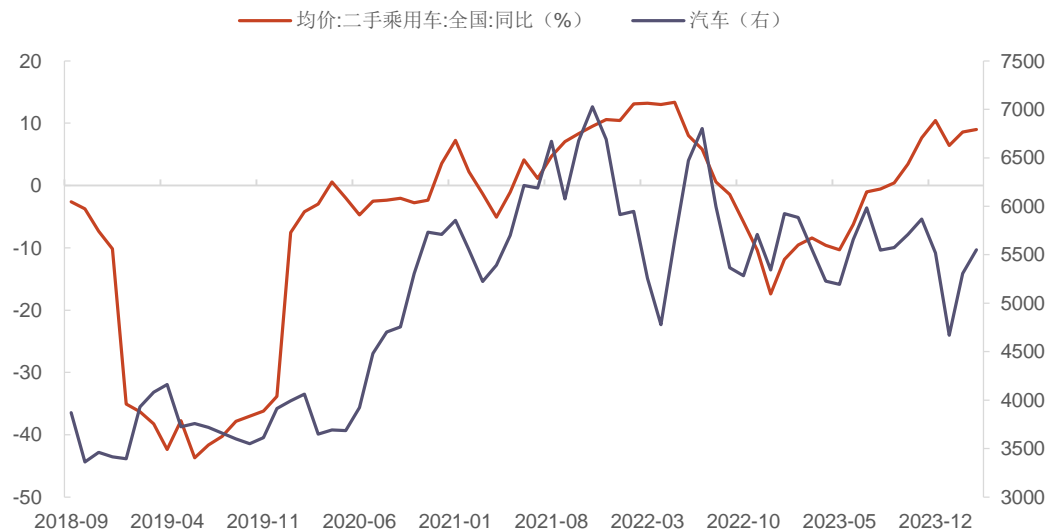


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.3 中游制造——汽车

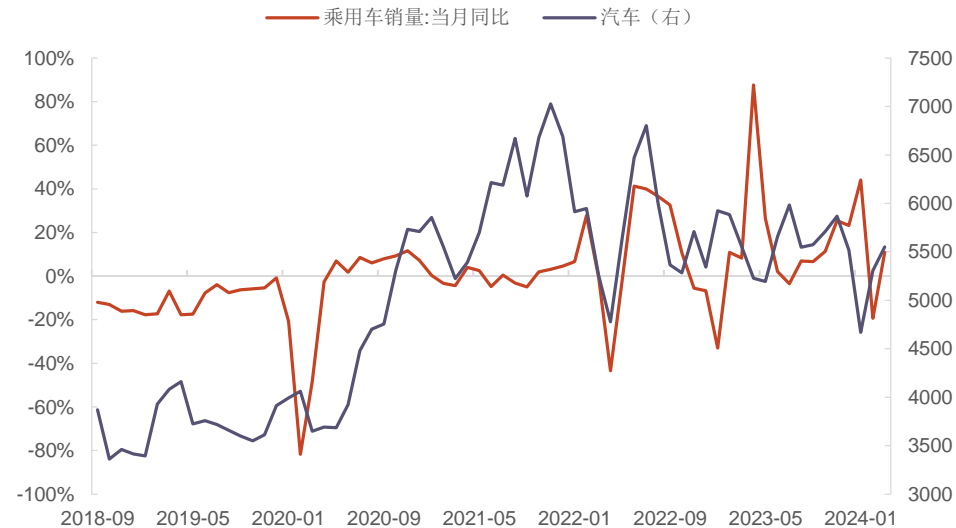
- 3月二手乘用车均价同比较上月上行，乘用车销量同比较上月上升明显。3月二手乘用车均价同比+9.01%，较上月上行，五年分位数处于86%水平。3月乘用车销量同比+10.87%，较上月上升明显，五年分位数处于78%水平。

图61：3月二手乘用车均价同比上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图62：3月乘用车销量同比较上月上升明显

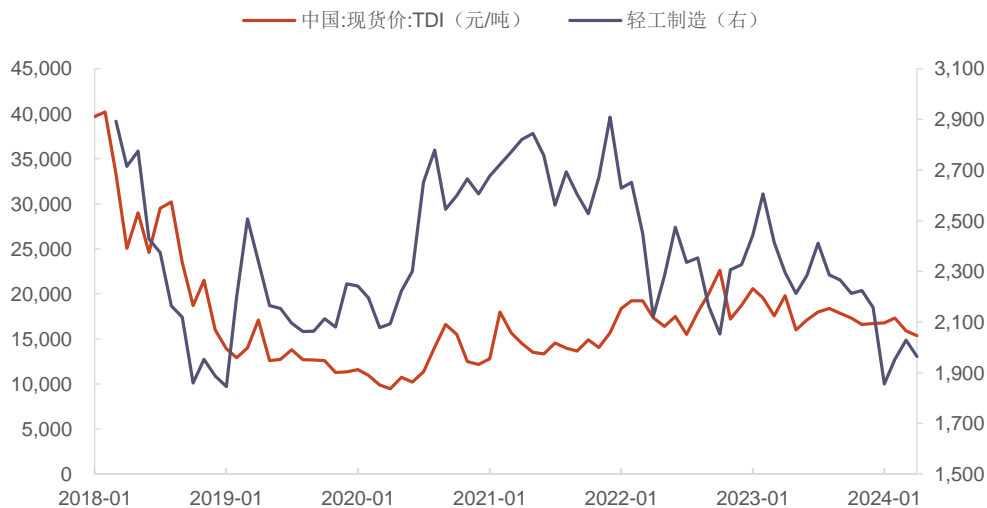


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——轻工制造

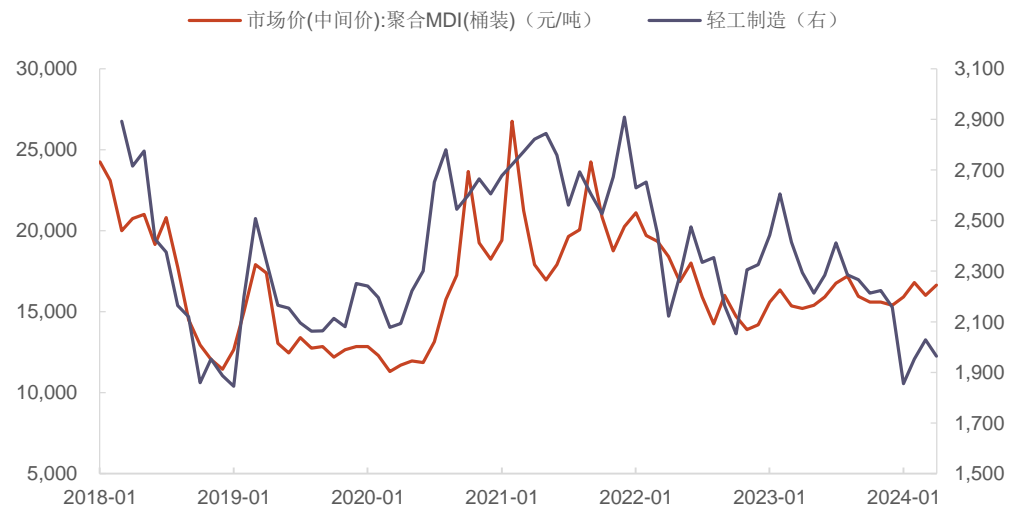
- 4月TDI现货价下行，聚合MDI价格上行。4月TDI现货价为15350元/吨，较上月价格下行，同比-22.5%，五年分位数处于46%的位置。4月聚合MDI中间价为16650元/吨，高于3月水平，同比+9.5%，五年分位数处于57%位置。

图63：4月TDI现货价下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图64：4月聚合MDI价格上行

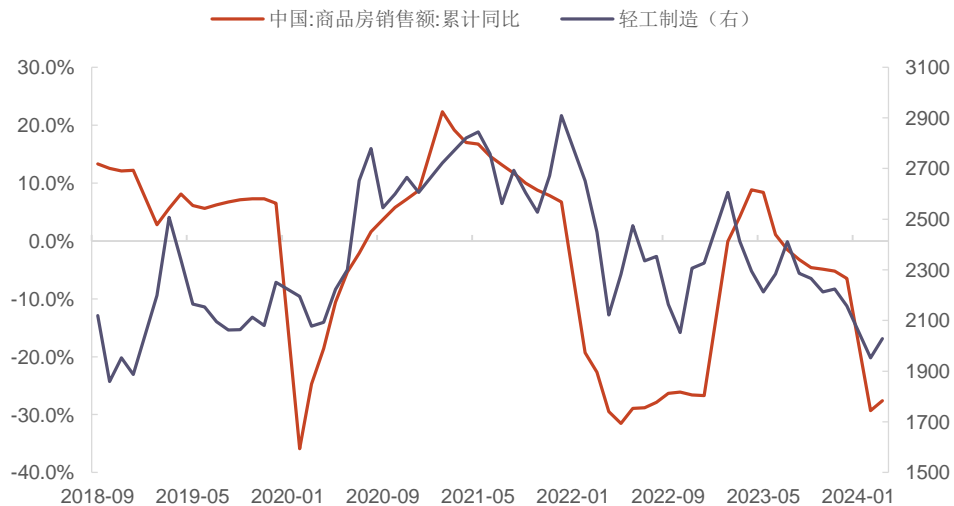


51 资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.3 中游制造——轻工制造

- 3月中国商品房销售额同比跌幅有所缩窄。3月中国商品房销售额累计同比有所回升，收窄至-27.6%，五年分位数处于13%位置。

图65：3月中国商品房销售额同比跌幅缩小

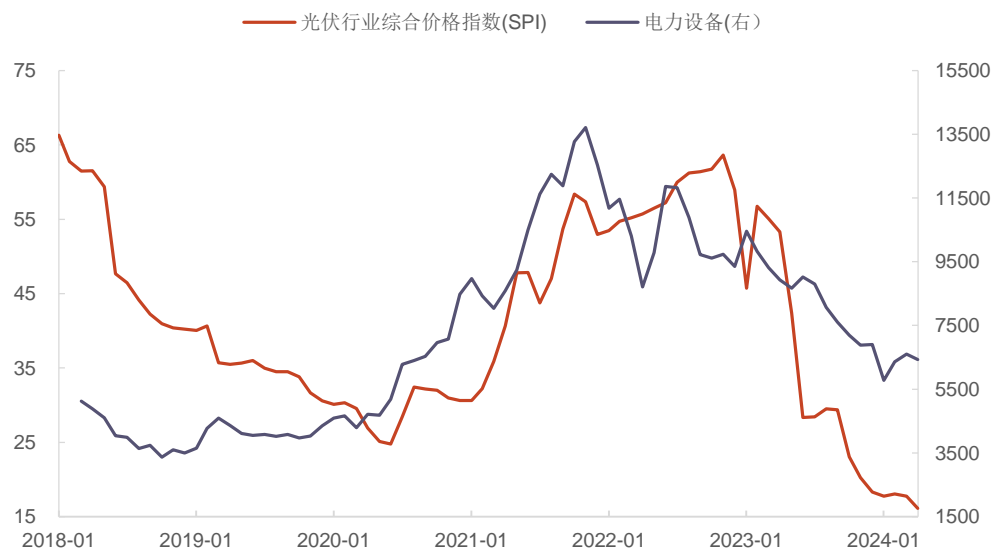


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——电力设备

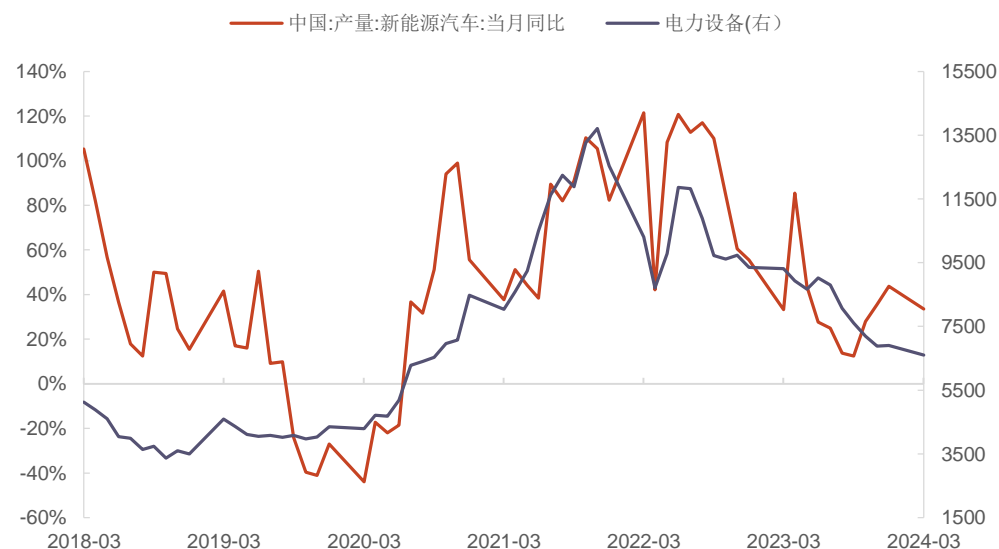
- 4月光伏行业价格指数较上月下行，3月新能源汽车产量同比下行。4月光伏行业综合价格指数为16.10，较上月有所下行，同比-69.8%，五年分位数处于历史低位。2024年3月新能源车产量同比-10%，较上月下行，五年分位数处于39%水平。

图66：4月光伏行业价格指数较上月下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图67：2024年3月新能源汽车产量同比下行

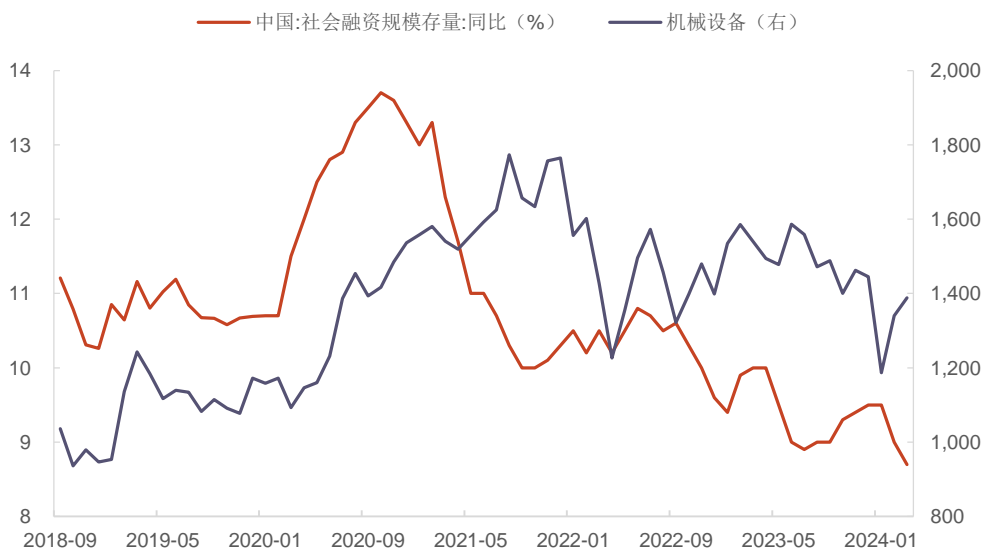


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——机械设备

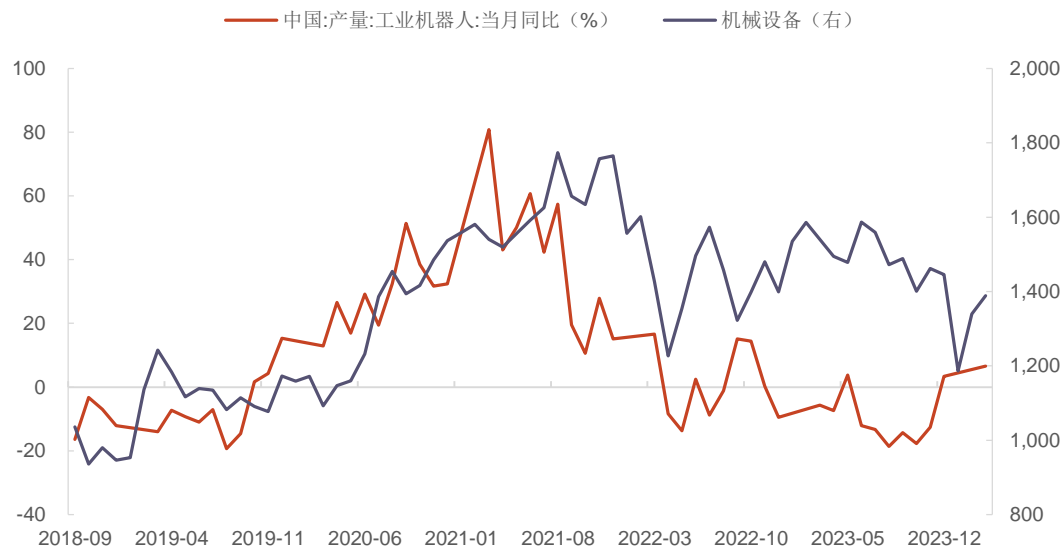
- 3月社融存量同比较上月下行，2024年3月工业机器人产量同比上升。3月社融存量同比+8.7%，较上月下行，五年分位数处于历史较低水平。2024年3月工业机器人产量同比+6.6%，较上月上升，五年分位数处于51%水平。

图68：3月社融存量同比较上月下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图69：2024年3月工业机器人产量同比上升

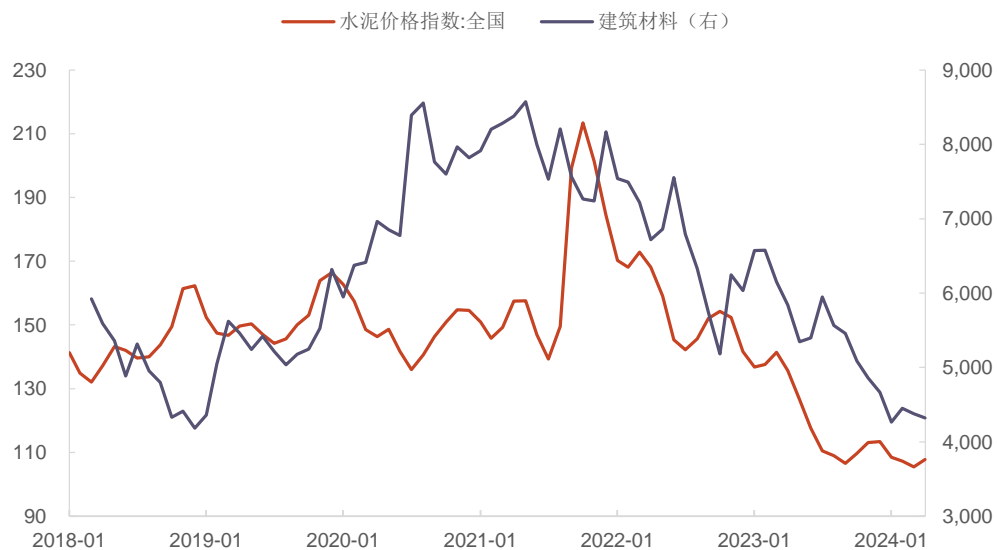


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.3 中游制造——建筑材料

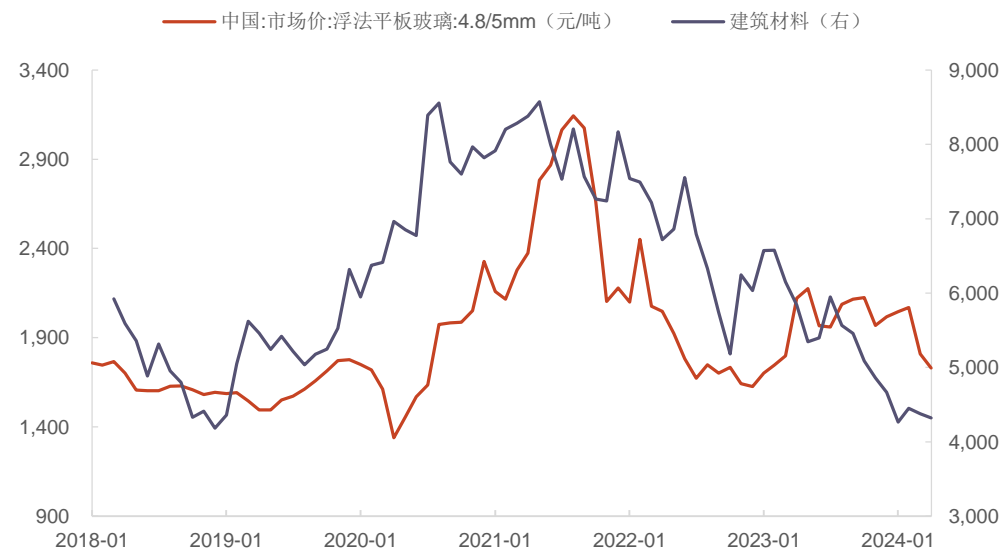
- 4月水泥价格指数上升，浮法平板玻璃价格下行。4月水泥价格指数为108，较上月有所上行，同比-20.6%，处于历史绝对低位。4月浮法平板玻璃价格为1730元/吨，较上月有所下降，同比-18.5%，五年分位数处于29%水平。

图70：4月水泥价格指数上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

图71：4月浮法平板玻璃价格下行

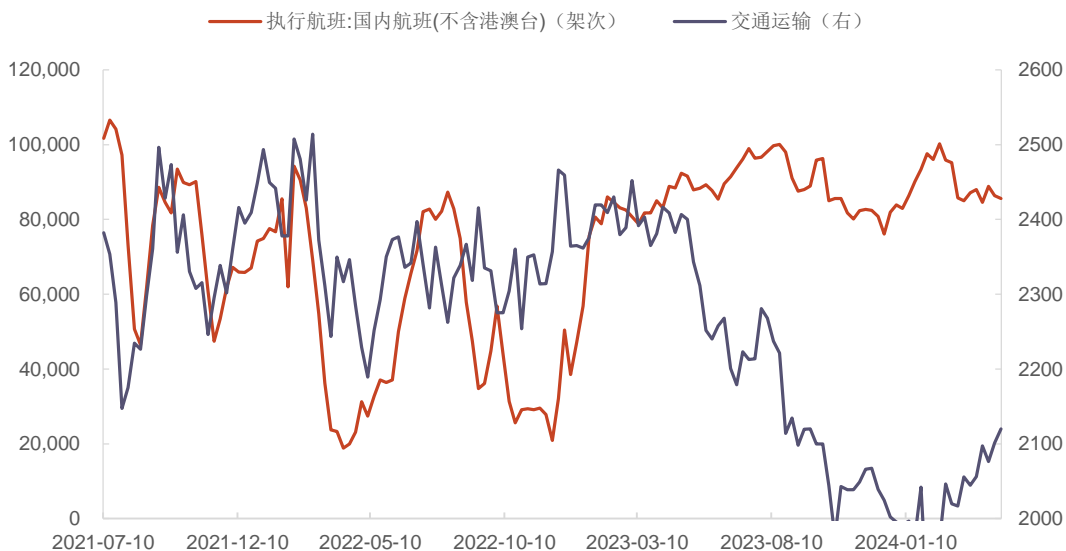


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.3 中游制造——交通运输

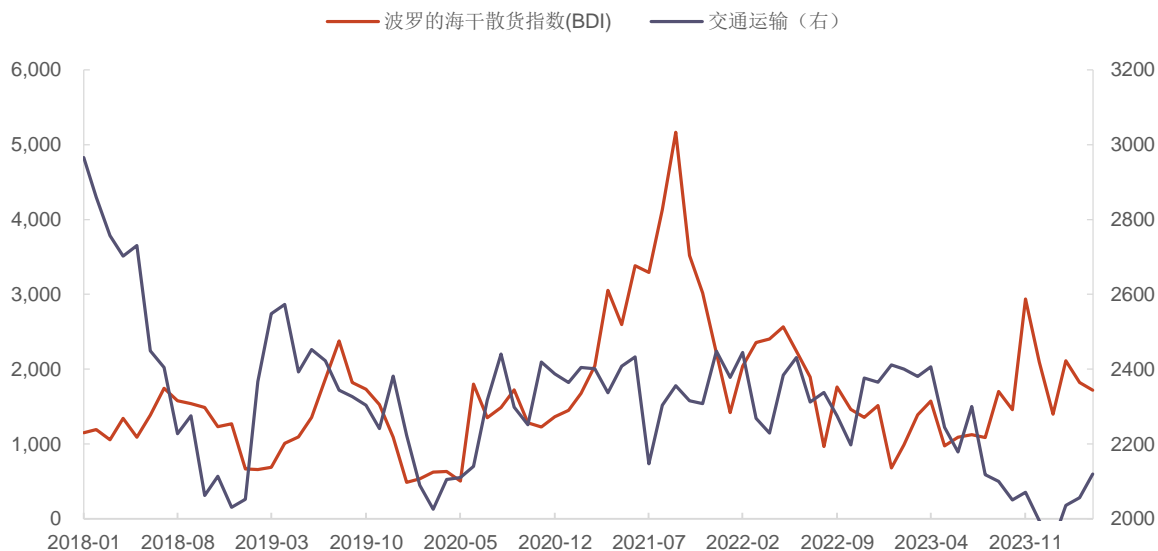
- 4月国内航班执行航班数较上月有所下行，波罗的海干散货指数下行。截至4月27日，国内航班当周执行航班数合计85615架次，低于3月水平，同比-2.7%，五年分位数61%。4月波罗的海干散货指数为2120，较上月下行，同比+9.2%，五年分位数处于56%水平。

图72：4月国内航班执行航班数较上月有所下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月27日

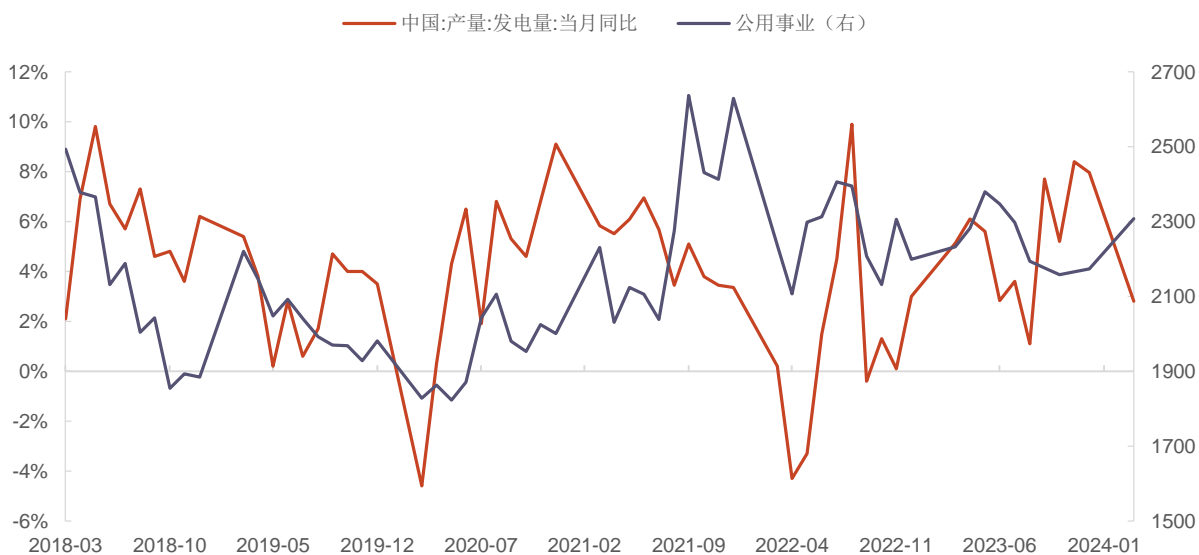
图73：4月波罗的海干散货指数下行



4.3 中游制造——公用事业

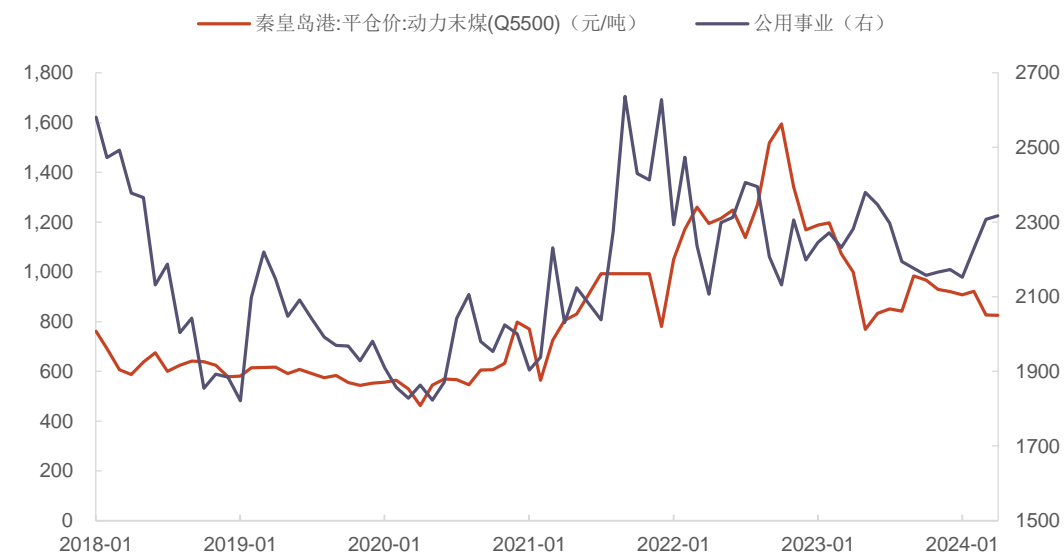
- 2024年3月发电量同比较上月下行，4月秦皇岛港动力末煤价下行。2024年3月我国发电量同比+3%，较上月下行，五年分位数处于35%的水平。4月秦皇岛港动力末煤平仓价为825元/吨，低于3月水平，同比-17.5%，五年分位数处于29%水平。

图74：2024年3月发电量同比较上月下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图75：4月秦皇岛港动力末煤价下行

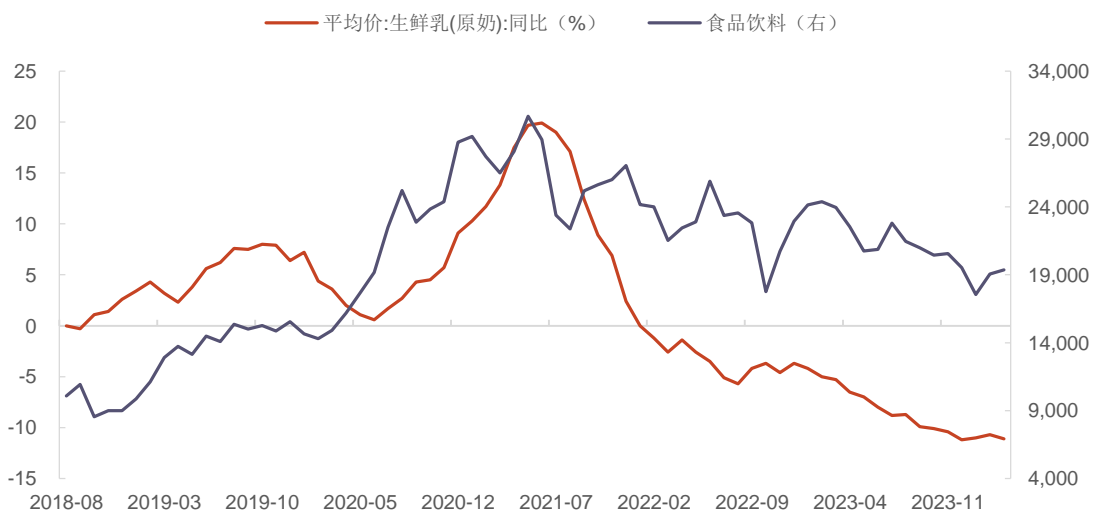


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.4 下游消费——食品饮料

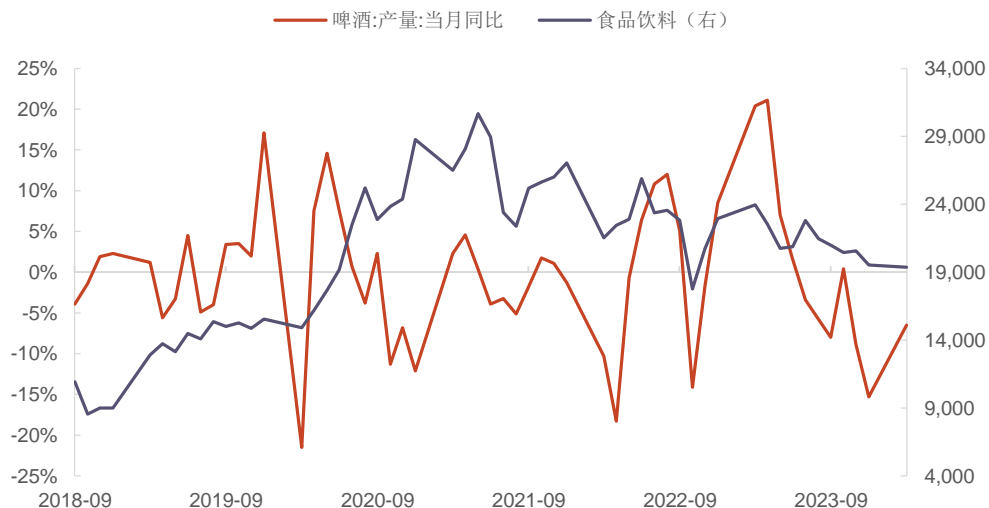
- 3月生鲜乳平均价同比降幅扩大，2024年3月啤酒产量同比较上月上行。3月生鲜乳平均价同比-11%，较上月降幅扩大，五年分位数处于历史低位。2024年3月啤酒产量同比降幅缩窄至-6.5%，较上月下行，五年分位数处于20.4%水平。

图76：3月生鲜乳平均价同比降幅扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图77：2024年3月啤酒产量同比较上月上行

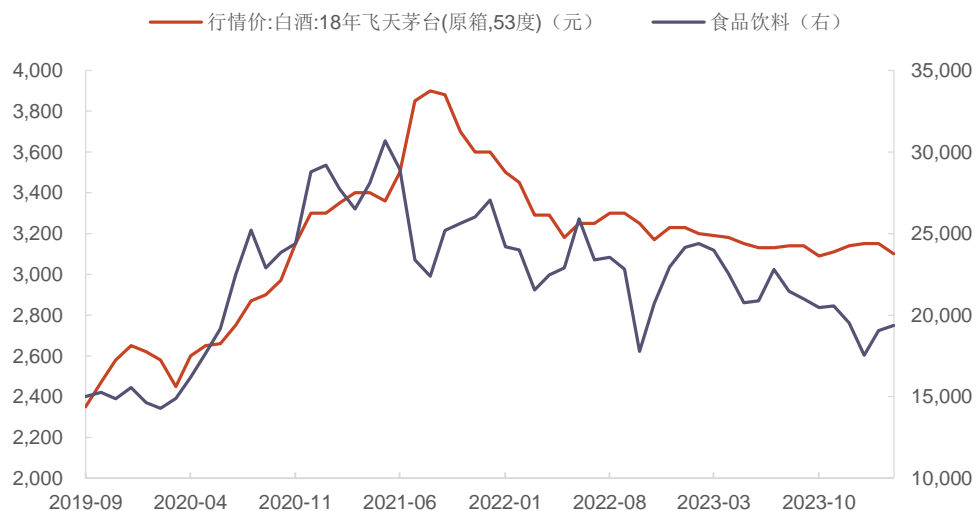


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.4 下游消费——食品饮料

- 3月飞天茅台行情价较上月下行。3月飞天茅台行情价为3100元，较2月价格较上月下行，同比-2.8%，五年分位数处于28%位置。

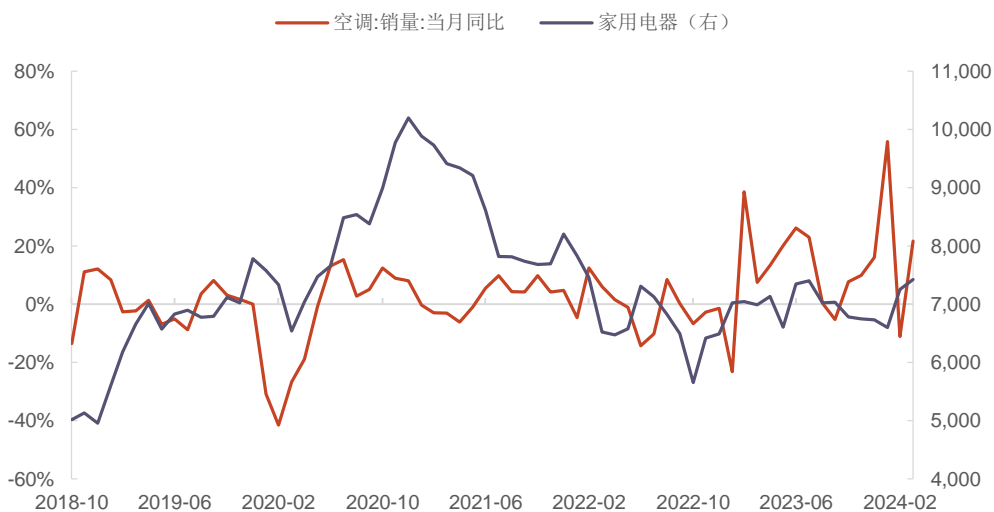
图78：3月飞天茅台行情价较上月下行



4.4 下游消费——家用电器

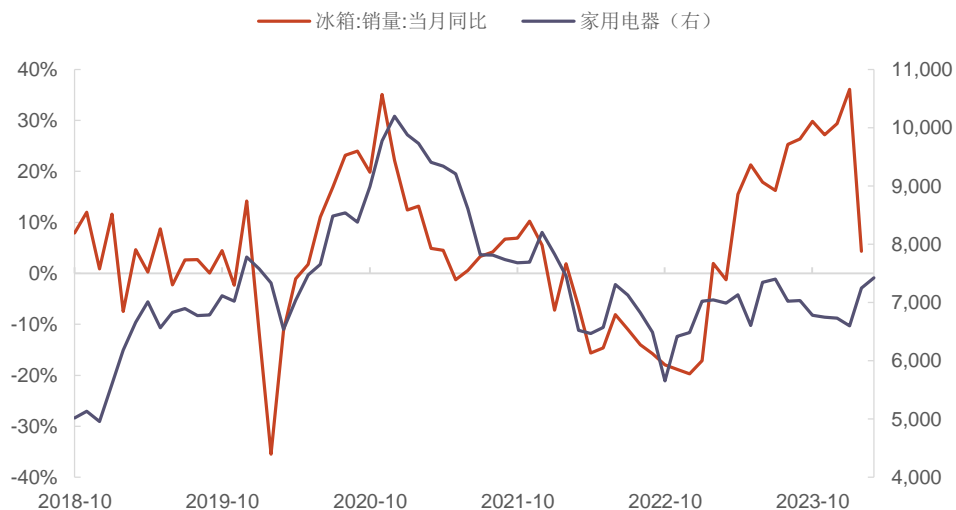
- 3月空调销量同比较上月均上行明显，2月冰箱销量同比较上月下行。3月空调销量同比22%，较上月上升明显，五年分位数处于93%位置。2月冰箱销量同比+4%，较上月大幅下行，五年分位数处于52%位置。

图79：3月空调销量同比较上月上行明显



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图80：2月冰箱销量同比较上月下行

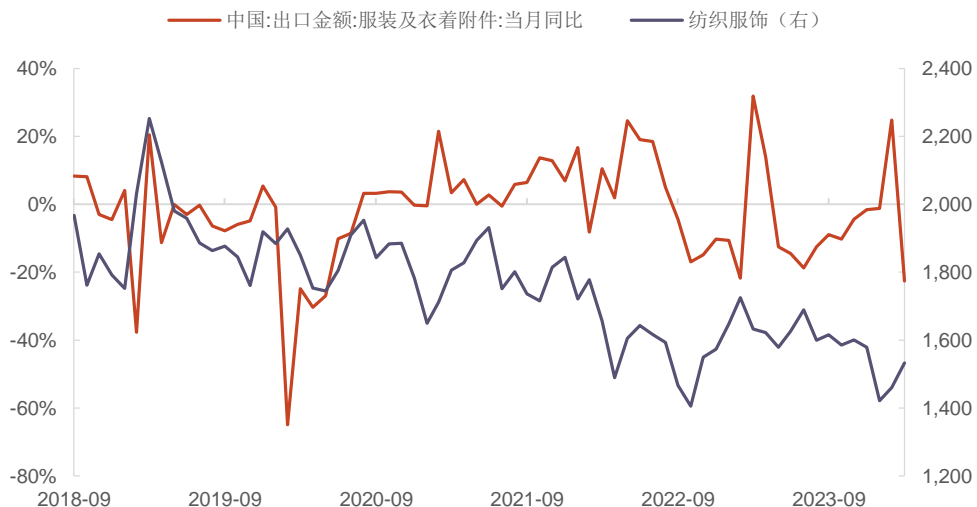


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年2月

4.4 下游消费——纺织服饰

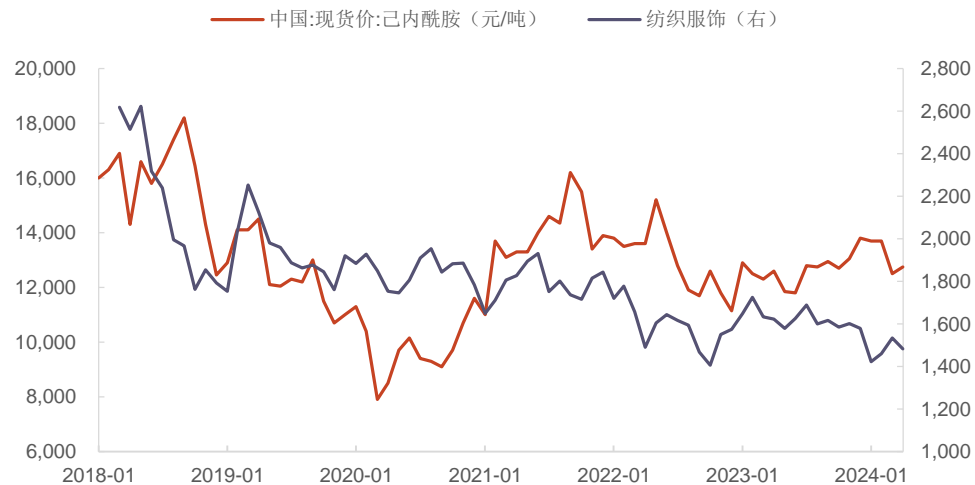
- 3月服装及衣着附件出口金额同比转负，4月己内酰胺现货价上行。3月服装及衣着附件出口金额同比转负至-22.6%，近五年分位数处于7%位置。4月己内酰胺现货价上行至12750元/吨，同比+1.2%，五年分位数处于54%位置。

图81：3月服装及衣着附件出口金额同比转负



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

图82：4月己内酰胺现货价上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.4 下游消费——医药生物

- 3月医药制造业企业营收同比跌幅缩小，中药材价格指数同比小幅下行。2024年3月医药制造业企业营收同比-2%，较上月跌幅有所缩小，五年分位数处于较低位置。3月中药材价格指数同比+11.6%，较上月小幅回落，五年分位数目前处于51%位置。

图83：3月医药制造业企业营收同比跌幅缩小

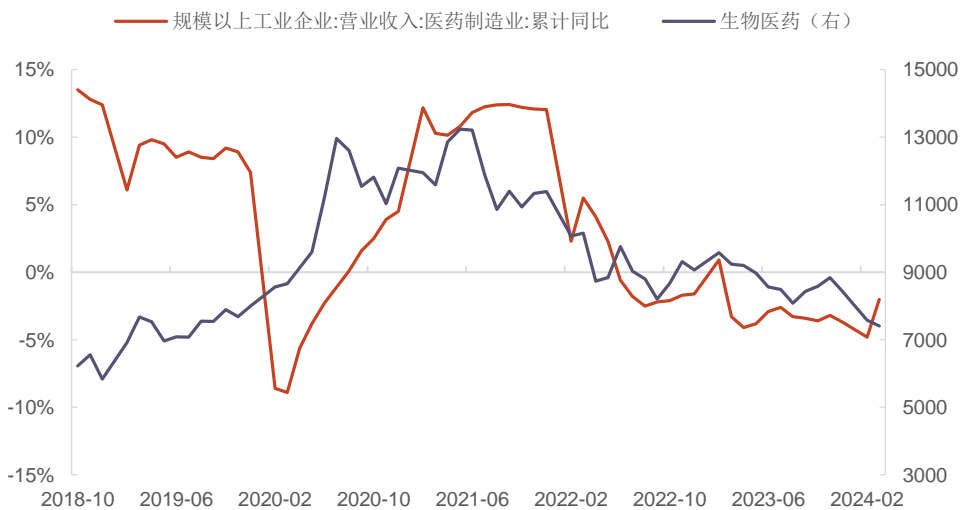
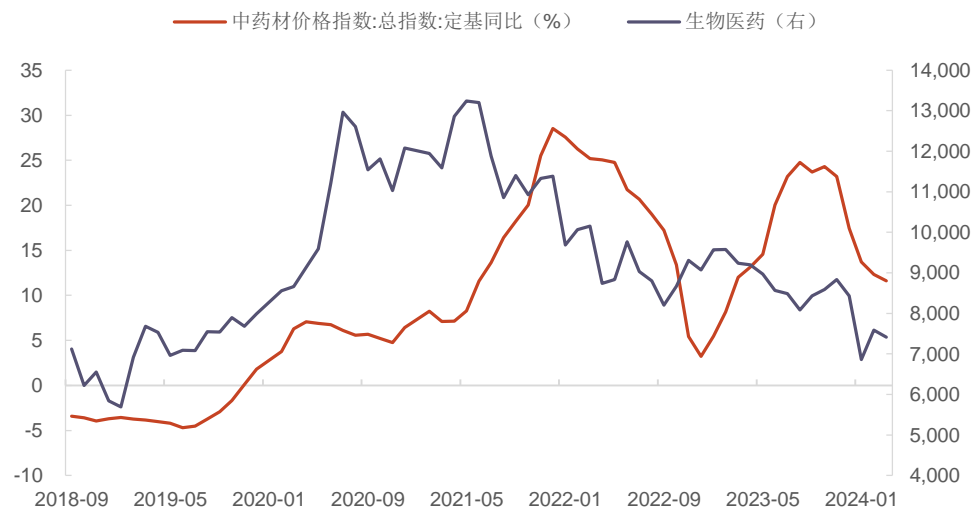


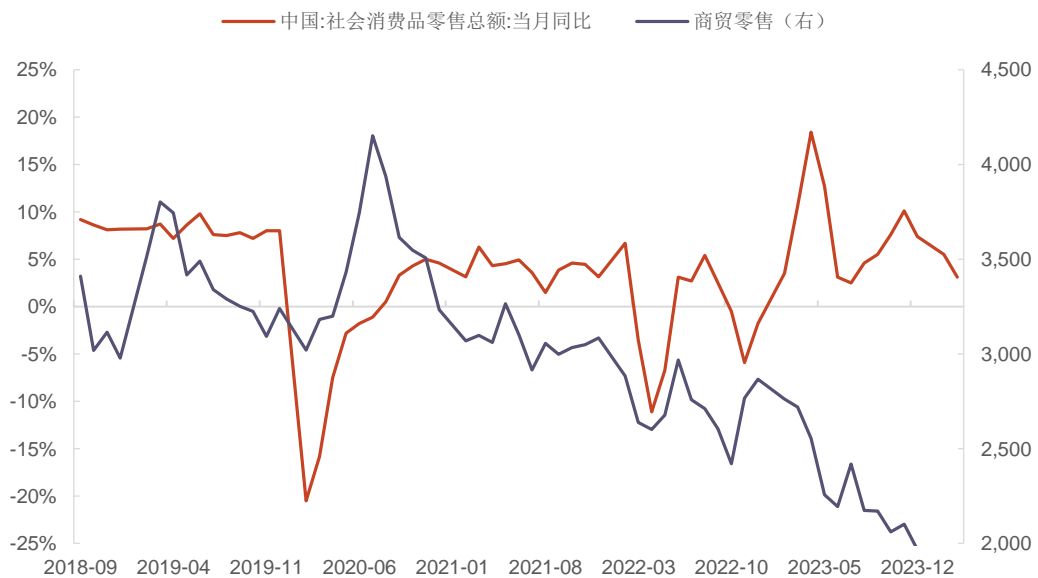
图84：3月中药材价格指数同比下行



4.4 下游消费——商贸零售

➤ 3月社零同比较上月下降。我国3月社会消费品零售总额同比+3%，较2月（+6%）下行，五年分位数处于35%水平。

图85：3月社零同比较上月下降



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.4 下游消费——社会服务

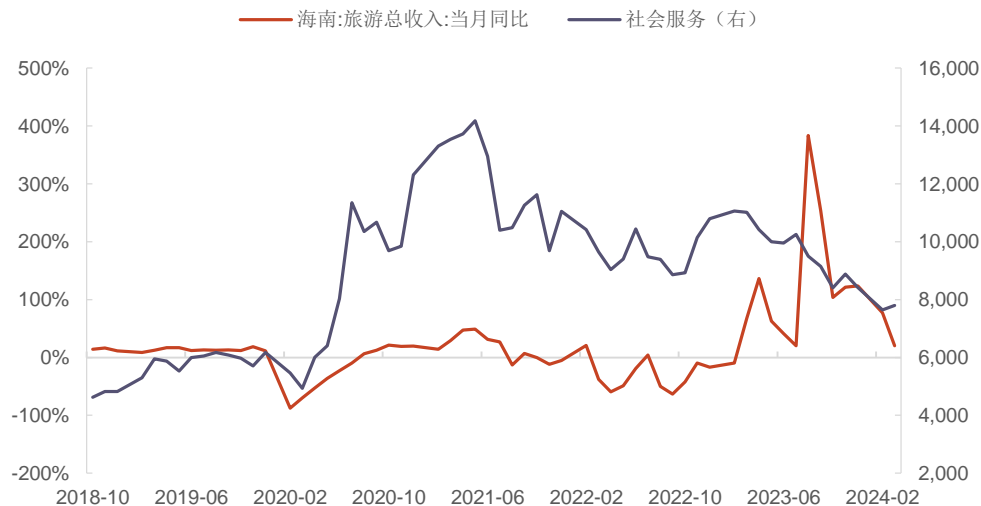
- 4月四城地铁客运量较3月下行，3月海南旅游收入同比较上月下行。4月北上广深地铁客运量总额较3月下行，截至4月27日当周客运总人次达26262万人次，五年分位数处于较高位置。3月海南旅游总收入同比+20%，较上月有所下行，五年分位数处于67%位置。

图86：4月四城地铁客运量较3月上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月27日

图87：3月海南旅游收入同比较上月下行

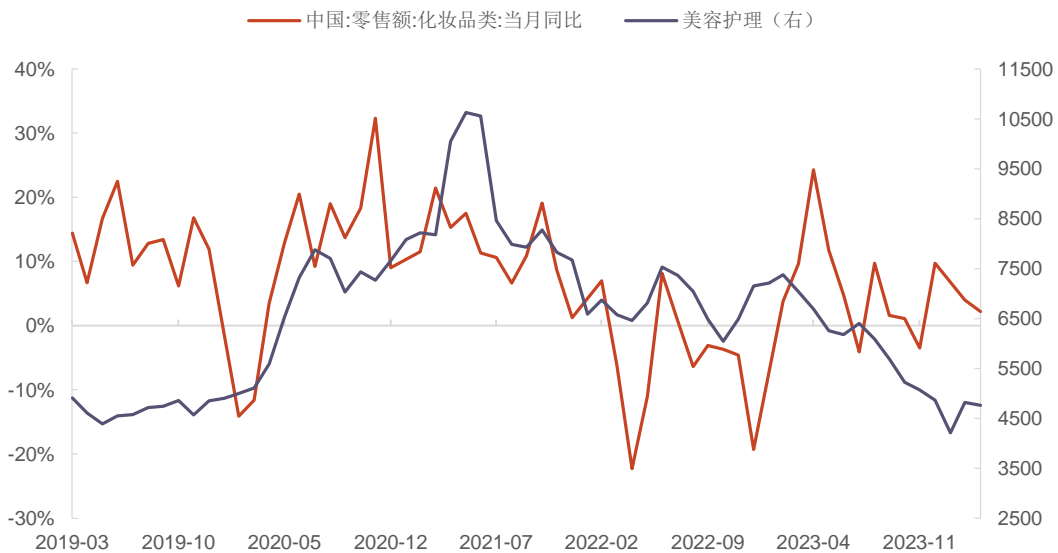


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至3月

4.4 下游消费——美容护理

➤ 3月化妆品类零售额同比下行。3月化妆品类零售额当月同比+2%，较上月下行，五年分位数处于33%水平。

图88：3月化妆品类零售额同比下行

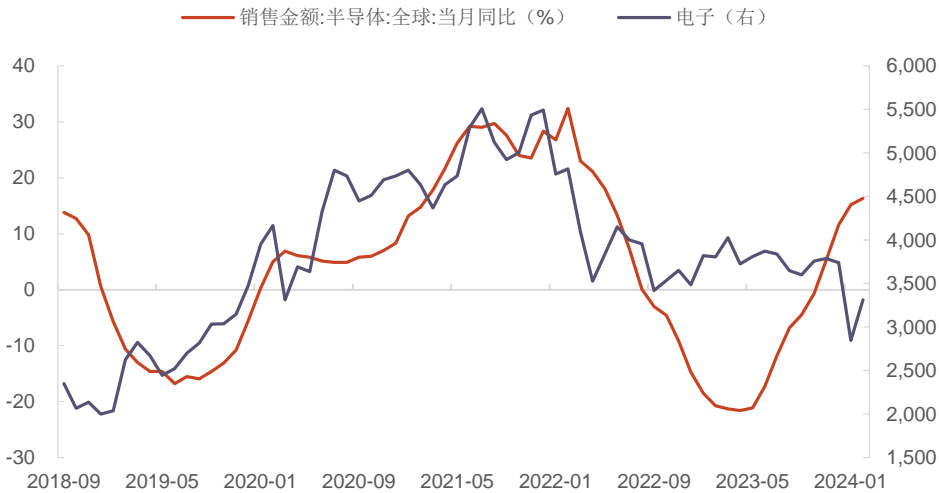


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.5 TMT——电子

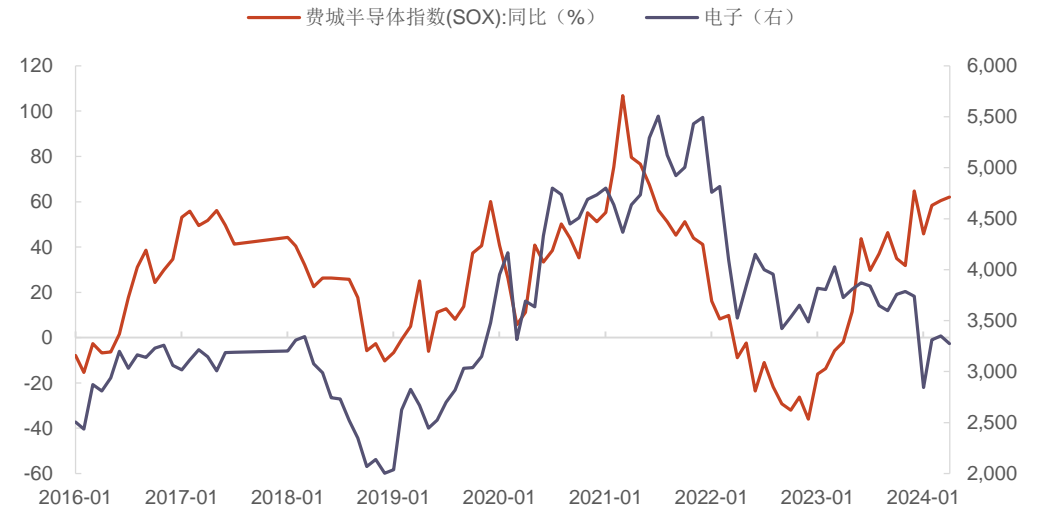
➤ 2月半导体销售金额同比上升，4月费城半导体指数同比小幅上行。2月全球半导体销售金额同比+16.3%，五年分位数处于75%水平。4月费城半导体指数同比+62%，较上月小幅上行，五年分位数位于90%水平。

图89：2月半导体销售金额同比上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年2月

图90：4月费城半导体指数同比小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年4月

4.5 TMT——传媒

- 2月广告投放同比较上月上行，4月电影观影人次下降。2月全媒体广告投放同比+12%，较上月有所上升，五年分位数处于历史96%水平。4月中国电影观影人次低于上月水平，截至4月20日单周观影人次为730万人次，同比-52%，五年分位数处于14%水平。

图91：2月广告投放同比较上月上行

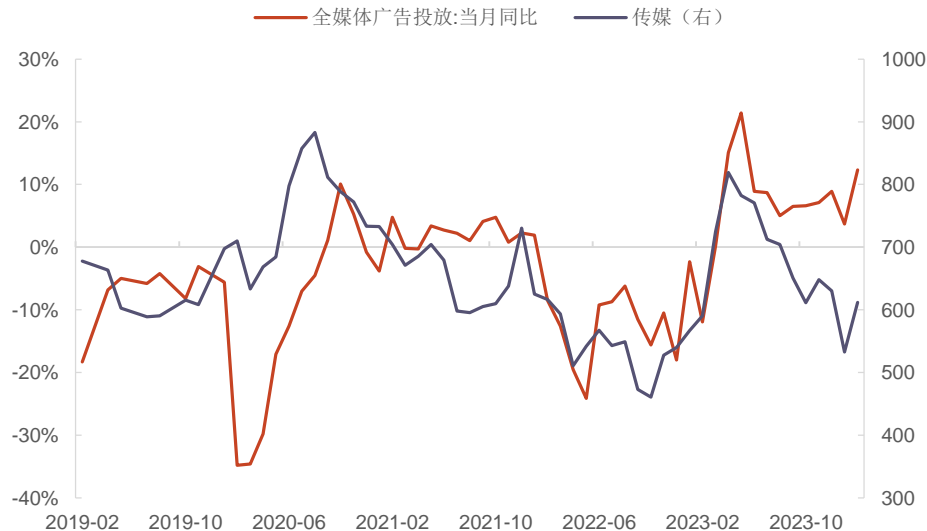
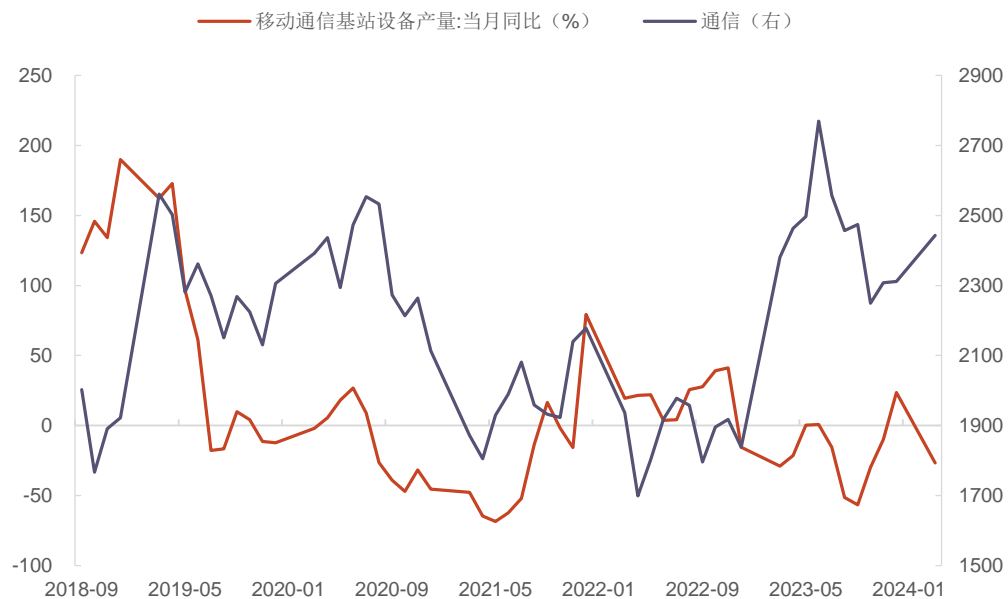


图92：4月电影观影人次下降



➤ 2024年3月移动通信基站产量同比下行。2024年3月移动通信基站设备产量同比-26.7%，较上月下降明显，五年分位数处于27%水平。

图93：2024年3月移动通信基站产量同比下行

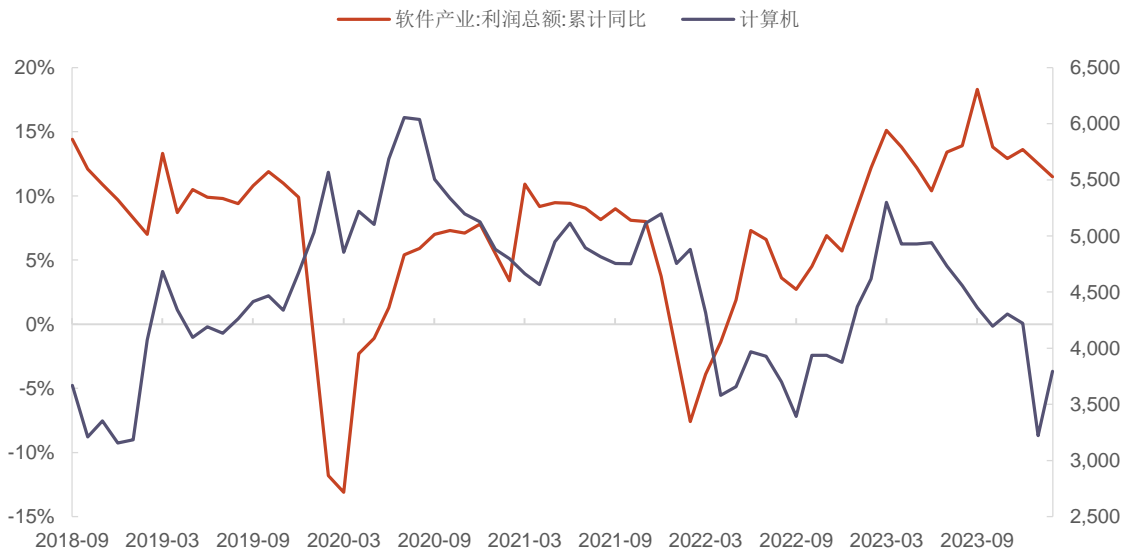


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年3月

4.5 TMT——计算机

➤ 2024年2月软件产业利润累计同比较上月下行。2024年2月软件产业利润累计同比+11.5%，较去年12月小幅下行，五年分位数处于78%水平。

图94：2024年2月软件产业利润累计同比较上月下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年2月

- 一级行业打分表及细分行业推荐
- 自上而下：风格或偏顺周期，美债利率或震荡下行
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- 行业中观景气数据跟踪
- 风险提示

- ❑ 市场情绪大幅回落。
- ❑ 经济增长不及预期。
- ❑ 中美关系波动压制市场风险偏好。
- ❑ 政策出台落地不及预期。
- ❑ 产业发展不及预期。

衷心 感谢

光大证券研究所



策略研究团队

首席分析师

张宇生

📄 执业证书编号: S0930521030001

☎ 电话: 021-52523806

✉ 邮件: zhangys@ebscn.com

分析师

刘芳

📄 执业证书编号: S0930522070002

☎ 电话: 021-52523677

✉ 邮件: liuf@ebscn.com

联系人

王国兴

☎ 电话: 021-52523868

✉ 邮件: wangguoxing@ebscn.com

联系人

郭磊

☎ 电话: 021-52523659

✉ 邮件: guolei66@ebscn.com

联系人

张卓然

☎ 电话: 021-52523418

✉ 邮件: zhangzhuoran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。