

关注盈利预期与地产的共振 ——2024年6月策略观点



分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

2024年6月2日



证券研究报告

- **核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色。**年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，甚至一度超过了2020年盈利预期的下调幅度，不过近期已经有所企稳。历史来看，一季报之后盈利预期的超季节性调整可能会给市场带来一定影响，而今年前期过度悲观的盈利预期的再修正可能会给A股市场提供支撑。
- **核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注。**预计6月份政策方面仍值得关注。近期，地产利好政策密集出台，除了在房贷利率、首付比例等方面有进一步的调整之外，央行推出了保障性住房再贷款。未来，存量房“收储”可能会促进房地产行业加速去库存，从而达到供需平衡，因此，未来政策的实施情况值得关注。此外，节能降碳相关政策也有望给部分行业带来新一轮供给侧结构性改革的可能。
- **核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会。**从年初至5月以及5月的市场行情来看，地产链行业有相对不错的表现。展望未来，随着地产政策密集出台，地产或将迎来较好的投资机会，地产链中的高质量资产或值得关注。此外，地产利好政策密集出台或将推动市场对经济企稳的预期升温，消费板块中的高质量资产也值得关注。具体来看，银行、家电、食品饮料等行业值得关注。而对于地产板块本身，建议从估值、盈利以及机构持仓等角度优选弹性较大的标的。
- **A股市场：盈利预期的再修正与政策的共振。**预计下一阶段市场上行的动力将逐步从宏观经济转向微观层面的上市公司盈利预期的再修正。一季报之后，分析师对A股的盈利预期有望迎来超季节性的上修，这或将成为未来一段时间市场上行的重要动力。在市场行情演绎的节奏方面，政策出台前后可能会是市场迎来上涨的关键时间点，尤其是地产链相关政策进一步优化，或将推动市场迎来新一轮上行区间。总体来看，市场行情有望修复至去年的乐观水平。预计市场风格将偏均衡，建议关注家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业。
- **港股市场：仍有贝塔机会。**当前，海外投资者对港股市场并不悲观，预计港股市场仍有贝塔机会。从旨在追踪富时中国A50指数的香港ETF基金来看，无论是南方富时中国A50ETF还是iShares安硕富时A50中国ETF均在5月维持净流入。此外，市场对港股的盈利预期有望迎来上修，或将支持港股维持强势表现。
- **风险提示：**盈利预期向上调整的幅度不及预期；地产政策落地不及预期；经济增长不及预期；中美关系波动压制市场风险偏好；地缘冲突加剧。

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：盈利预期的再修正与政策的共振
- 3、港股市场：仍有贝塔机会
- 4、风险提示

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

➤ 5月A股先扬后抑，整体小幅收跌。随着地产利好政策密集出台，5月上中旬，A股市场逐步震荡回升，但5月下旬开始，市场情绪较为低迷，A股市场逐步震荡回落，整体小幅收跌，上证指数、万得全A指数5月分别下跌0.6%、1.2%。从主要宽基指数来看，多数宽基指数收跌，北证50、科创50指数跌幅居前，而中证红利指数则小幅收涨。

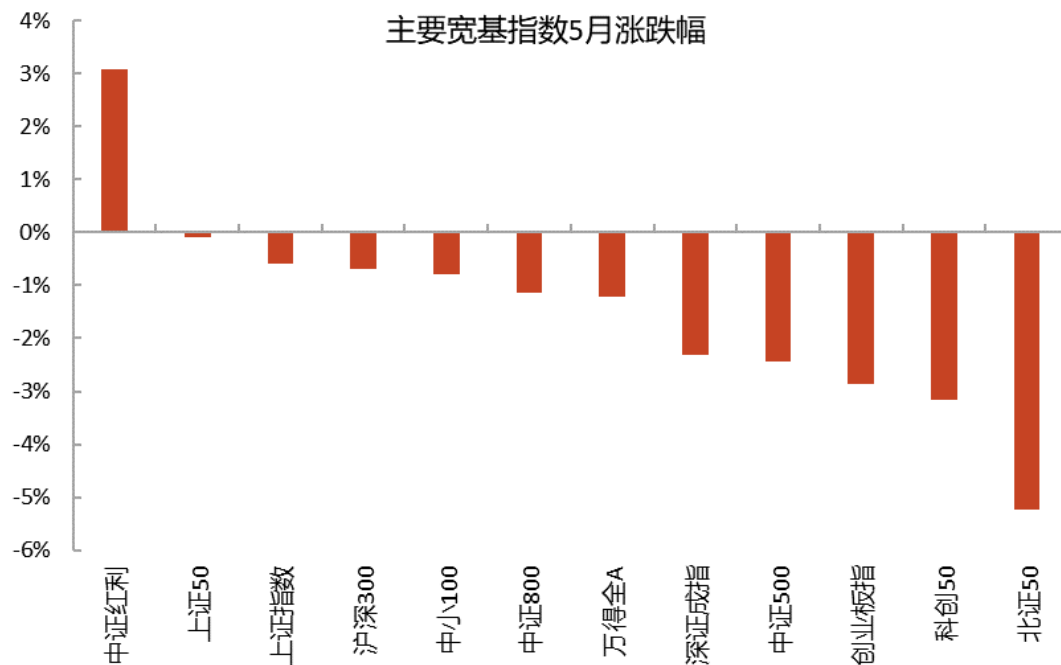
图表1：5月A股先扬后抑，上证指数、万得全A小幅收跌



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/05/31

图表2：5月多数宽基指数收跌，北证50、科创50指数跌幅居前

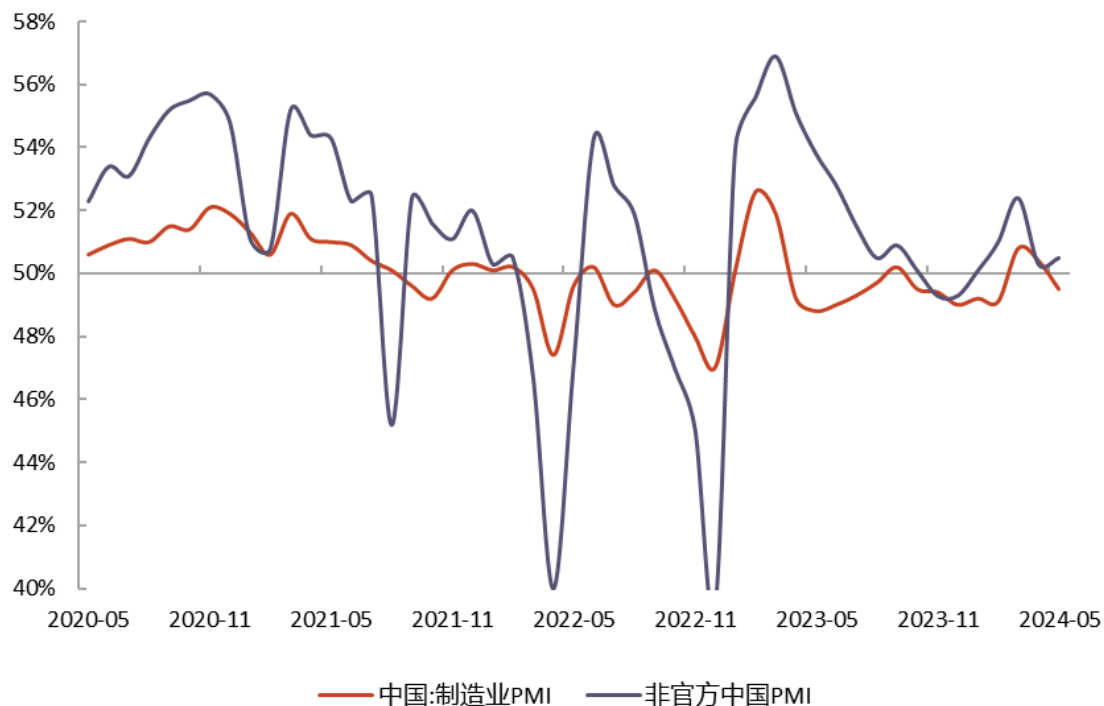


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

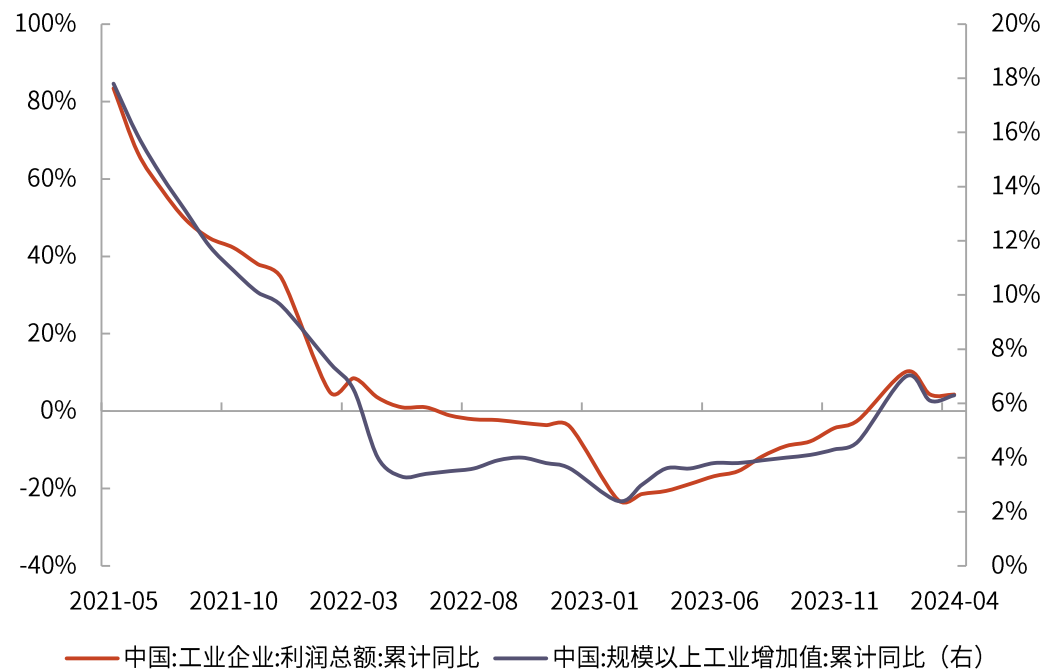
➤ 经济数据短期内仍处于边际改善之中，但未出现明显地超预期。5月制造业PMI为49.5%，回落至收缩区间，较前值下降0.9pct。从工业企业来看，4月规模以上工业增加值累计同比较前值回升，而工业企业利润总额累计同比与前值持平。整体来看，当前经济数据仍处于边际改善之中，但前期的政策效果仍有待显现，经济短期内未明显地超预期。

图表3：5月制造业PMI回落至收缩区间



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/05

图表4：4月规模以上工业增加值累计同比较前值回升

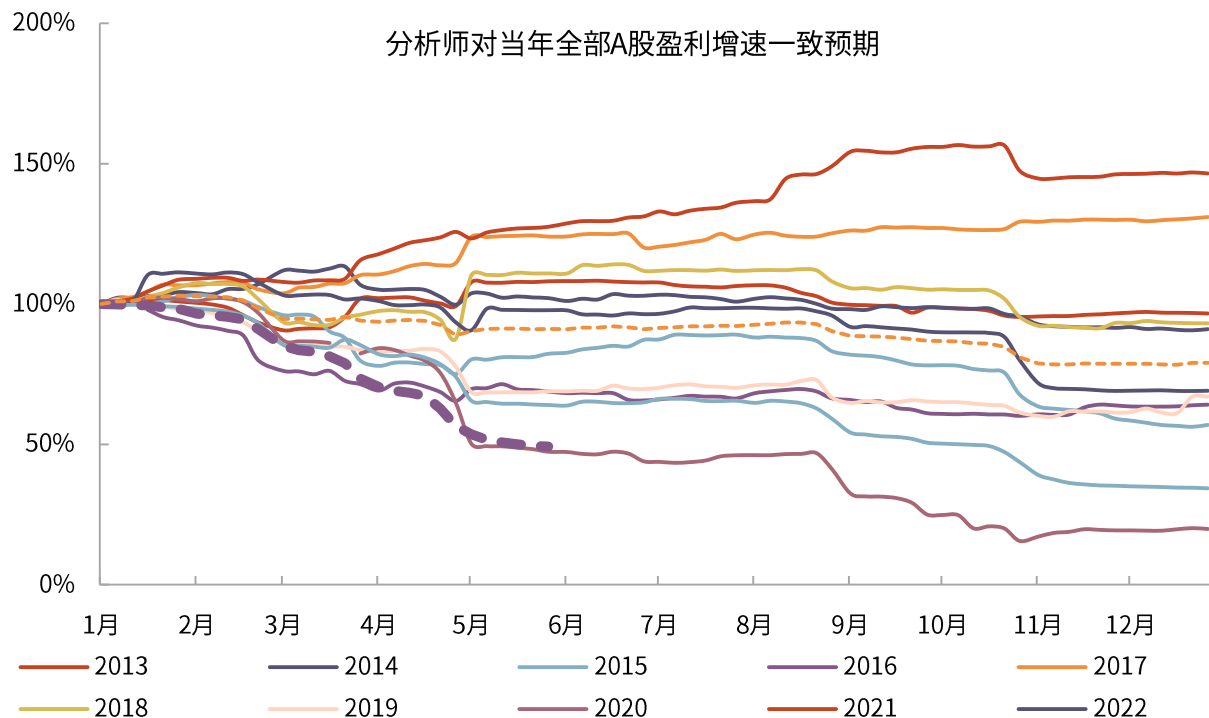


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/04

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

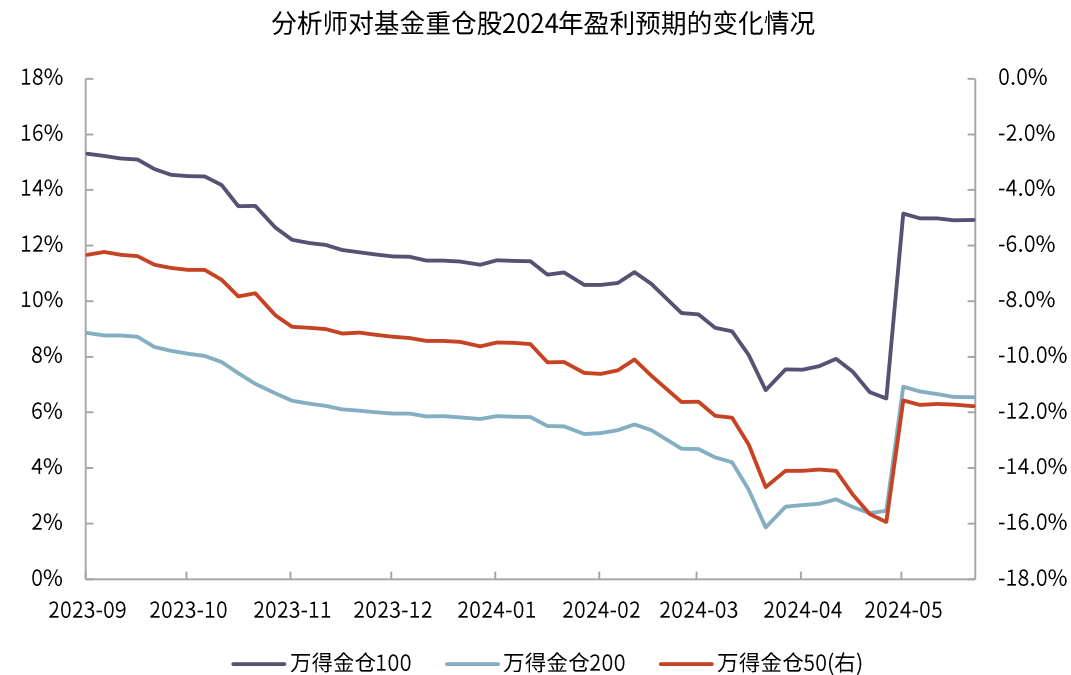
年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，近期有所企稳。从盈利预期来看，年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，远超历史平均水平，甚至一度超过了2020年盈利预期的下调幅度，而近期有所企稳。此外，从分析师对基金重仓股的盈利预期来看，年初以来，分析师对基金重仓股的盈利预期出现一轮显著下调，近期有所企稳。

图表5：当前分析师对A股整体的盈利预期有所企稳



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据是将全部A股当年年初归母净利润增速一致预期标准化为1后得到，2024年的数据截至2024/5/31

图表6：当前分析师对基金重仓股的盈利预期有所企稳

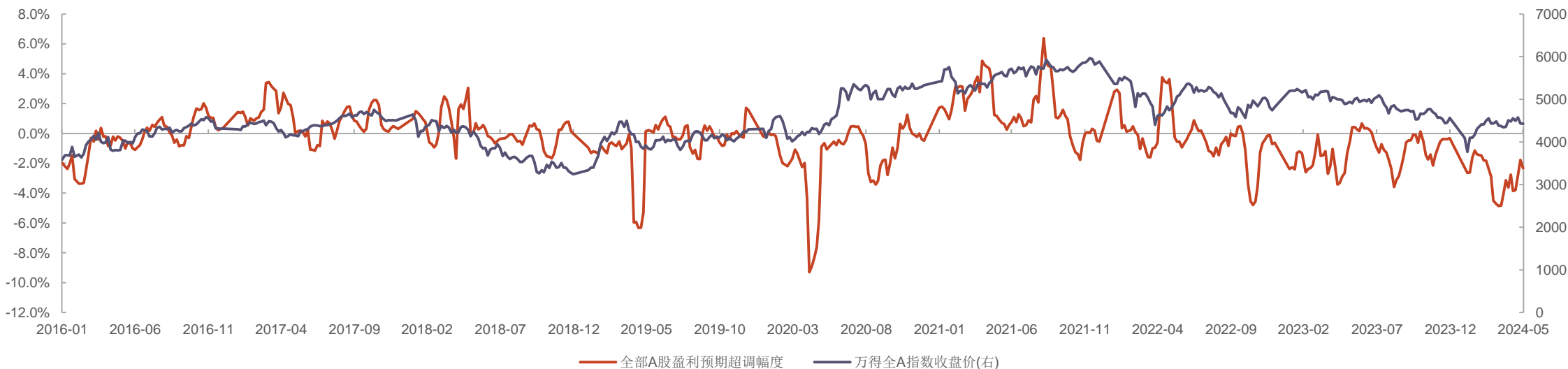


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/5/31

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

- 历史来看，剔除掉季节性因素之后，盈利增速预期的调整对于市场存在一定的影响。历史来看，分析师对于A股盈利增速的预期通常是会过度乐观的，因此，大多数年份，分析师的盈利增速预期都会出现下行，因而盈利预期本身的调整对市场的影响相对有限，而剔除掉季节性调整的盈利增速预期变化对于市场的影响则更加明显，尤其是在2016年之后，盈利增速预期超季节性的调整对于市场存在一定的影响。
- 从时间点来看，一季报之后的盈利预期超季节性调整对于市场的影响相对更加明显。从时间点来看，一季报之后市场受到盈利预期超季节性调整的影响高于当年4月份之前。因此，在一季报披露完之后，我们有必要关注盈利预期的超季节性调整。

图表7：剔除掉季节性调整之后的盈利增速预期变化对市场的影响更加明显

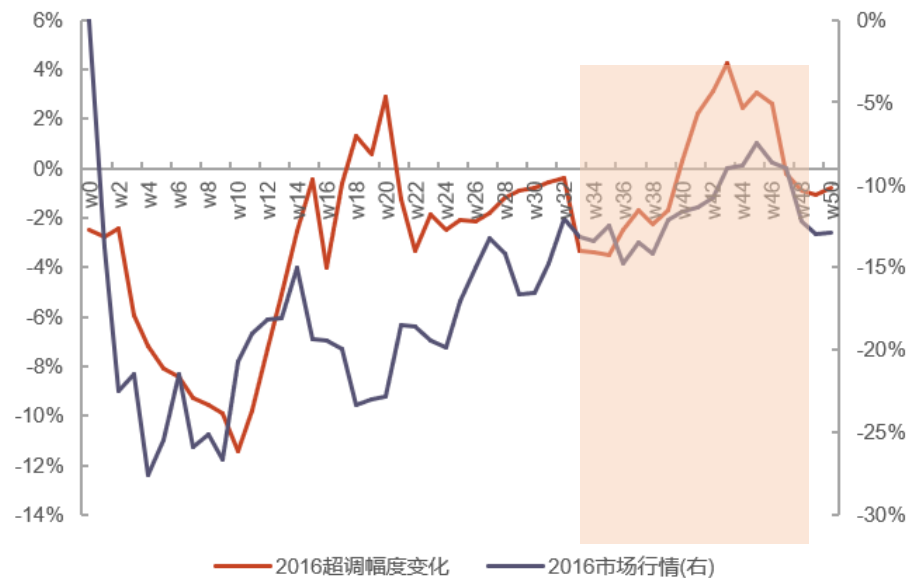


资料来源：Wind，光大证券研究所，全A盈利预期超调幅度为当前时点分析师对全部A股当年盈利增速预期相较于前一月的变化幅度减去历史移动均值，数据截至2024/5/31

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

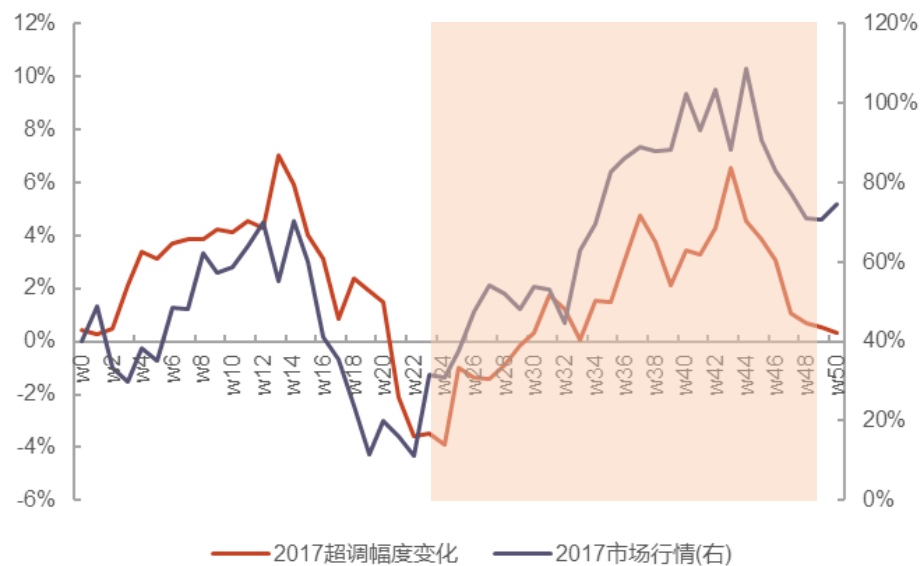
➤在2016年之后，除2018年四季度之外，下半年剔除掉季节性调整后的盈利增速预期的调整方向与市场波动方向基本一致。例如2016年、2017年下半年全A盈利预期超调幅度出现了明显的上行，而市场行情也对超调幅度上行做出了及时的反应。2016年36周-44周，超调幅度不断上行，而市场行情也累计上涨了7.4%，2017年下半年也出现了类似的情况。

图表8：2016年全A盈利预期变化与市场行情



资料来源：Wind，光大证券研究所，市场行行情为万得全A指数收盘价相对于当年年初的涨跌幅，预期超调幅度为当年当周相较于前一月盈利预期调整幅度与累计平均调整幅度的差值

图表9：2017年全A盈利预期变化与市场行情

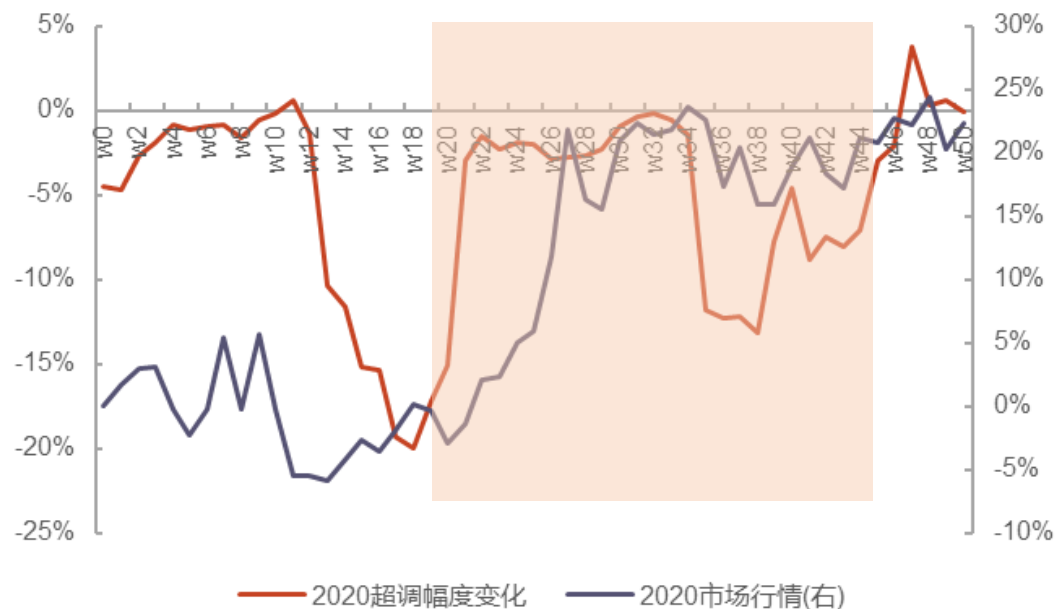


资料来源：Wind，光大证券研究所，市场行行情为万得全A指数收盘价相对于当年年初的涨跌幅，预期超调幅度为当年当周相较于前一月盈利预期调整幅度与累计平均调整幅度的差值

1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

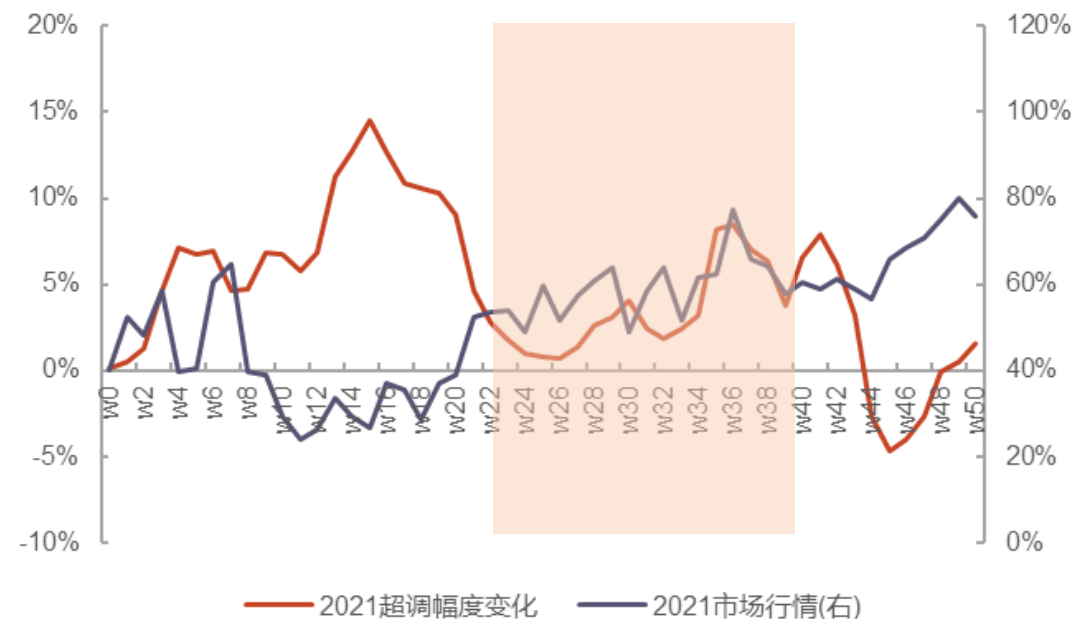
➤即使在疫情期间，盈利预期的超季节性调整对于市场的影响仍然很明显。2020年从第20周开始，盈利预期变化对市场行情的影响增强，剔除季节性调整之后的盈利预期变化较为准确地刻画出了市场行情的变化，2021年第28周-40周也有类似的情况出现。

图表10：2020年全A盈利增速预期变化与市场行情



资料来源：Wind，光大证券研究所，市场行情为万得全A指数收盘价相对于当年年初的涨跌幅，预期超调幅度为当年当周相较于前一月盈利预期调整幅度与累计平均调整幅度的差值

图表11：2021年全A盈利增速预期变化与市场行情



资料来源：Wind，光大证券研究所，市场行情为万得全A指数收盘价相对于当年年初的涨跌幅，预期超调幅度为当年当周相较于前一月盈利预期调整幅度与累计平均调整幅度的差值

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

- ▶ **近期地产利好政策密集出台。**近期，央行推出四项政策措施，包括设立3000亿元保障性住房再贷款，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，并调整个人住房贷款最低首付款比例。此外，上海、广州、深圳等一线城市调整了住房信贷政策，上海新措施主要包括放松限购、降首付比例、降利率、支持企业购房等政策，深圳主要调整首付比例与房贷利率，广州在限购、限贷、鼓励以旧换新及收储等方面全方位进一步优化地产政策。

图表12：近期地产利好政策密集出台

类别或事件	日期	相关内容
沪广深调整住房信贷政策	2024年5月	上海新措施主要包括放松限购、降首付比例、降利率、支持企业购房等政策，深圳主要调整首付比例与房贷利率，广州在限购、限贷、鼓励以旧换新及收储等方面全方位进一步优化地产政策。
央行推出四项政策措施	2024年5月	设立3000亿元保障性住房再贷款，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点并调整个人住房贷款最低首付款比例。
重要会议	2023年7月至2024年4月	2023年7月政治局会议指出，要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。 2023年10月中央金融工作会议强调，促进金融与房地产良性循环，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，加快保障性住房等“三大工程建设，构建房地产发展新模式。 2023年12月中央经济工作会议强调，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。 2024年4月政治局会议强调，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
降准降息	2023年9月至2024年2月	2023年9月14日中国人民银行宣布，决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。 2024年1月24日中国人民银行宣布，决定自2024年2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。 2024年2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，5年期以上LPR利率下降25个基点。
住房租赁	2024年1月	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》发布，支持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场。
存量房贷利率	2023年8月	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》发布，推动降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率。
差别化住房信贷		《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》发布，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%，二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限LPR加20个基点。
税收		《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》发布，延续实施支持居民换购住房个税退税优惠政策。
二套房认定		《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》发布，推动落实“认房不认贷”政策措施。
城市更新	2023年7月	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》在国务院常务会议上审议通过。

资料来源：国务院官网、光明网、住建部官网、每日经济新闻等，光大证券研究所整理

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

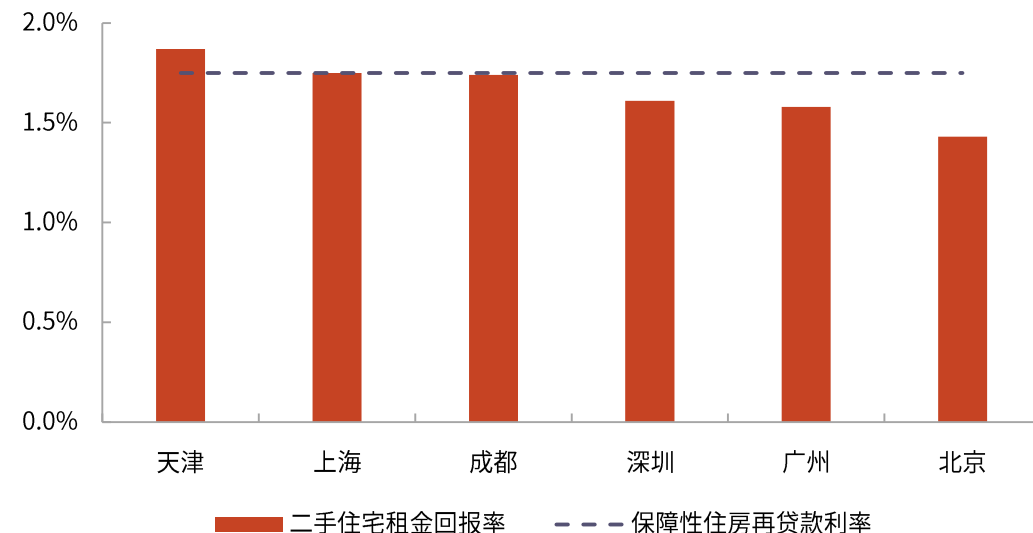
- 保障性住房再贷款将助力房地产库存去化，将对目前房地产库存量大、去化周期长的城市起到支持作用。5月17日，央行宣布由人民银行提供低成本再贷款资金，激励21家全国性银行机构按照市场化原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作保障性住房，保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。预计保障性住房再贷款将助力房地产库存去化，将对目前房地产库存量大、去化周期长的城市起到支持作用，但当前部分城市二手住宅租金回报率低于保障性住房再贷款利率，考虑到租赁回款时间长、不确定性大，因此，部分城市在实践中的租赁收入或难以覆盖利息，后续政策实施情况仍值得关注。

图表13：保障性住房再贷款相关情况

保障性住房再贷款相关情况	
再贷款规模	3000亿元
带动银行贷款规模	人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。
利率	1.75%
期限	期限1年，可展期4次
发放对象	包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行
使用范围	所收购的商品房严格限定为房地产企业已建成未出售的商品房，对不同所有制房地产企业一视同仁。按照保障性住房是用于满足工薪收入群体刚性住房需求的原则，严格把握所收购商品房的户型和面积标准。

资料来源：央广网，光大证券研究所整理

图表14：部分城市二手住宅租金回报率低于保障性住房再贷款利率

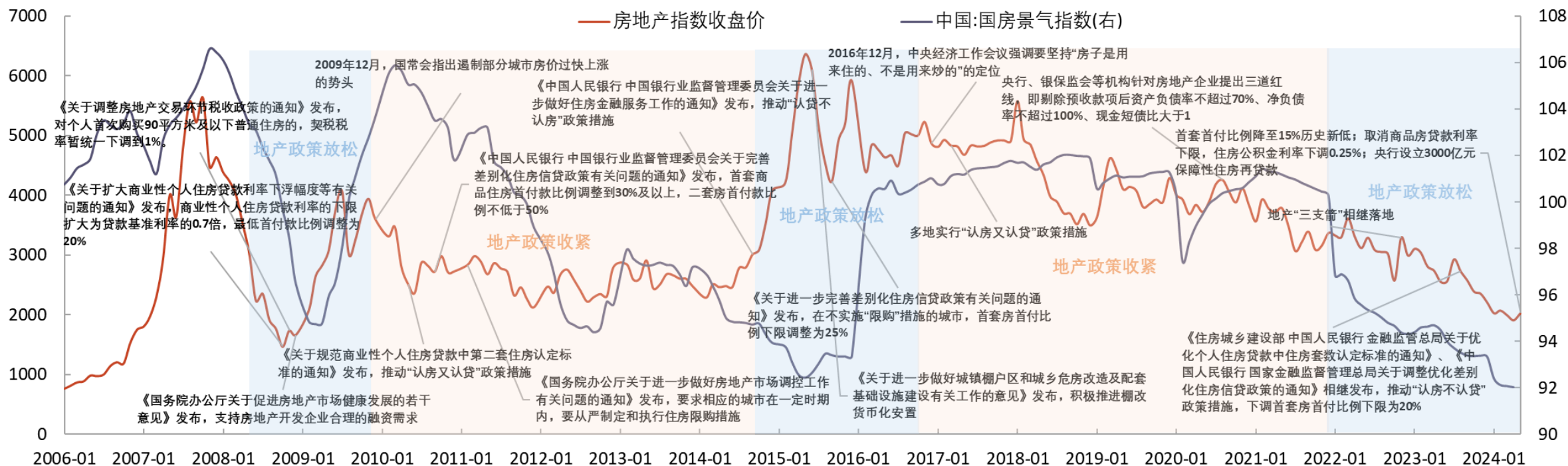


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：二手住宅租金回报率为2024年4月的数据

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

➤ 当前地产政策处于新一轮宽松周期之中。2008年10月以来，我国地产经历了多轮调控，当前房地产政策进入新一轮放松周期。2008年10月以来，我国地产经历了5轮调控，调控政策主要分为需求端和供给端政策，对于需求端主要包括调整首付比例、房贷利率、购房资格、交易环节税费等，而对于供给端主要包括土地供应、房地产企业融资、保障性住房供应等。2022年以来，我国房地产政策调控进入新一轮放松周期，房地产放松政策从供需两端同时发力，供给端政策包括出台“金融16条”、“三支箭”，推出保交楼贷款支持计划等，需求端政策包括下调个人住房贷款首付比例、支持保障性住房等“三大工程”建设、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限等。

图表15：当前地产政策处于新一轮宽松周期之中



资料来源：国务院官网、人民银行官网、Wind等，光大证券研究所整理
2024年5月31日，国房景气指数截至2024/04

注：房地产指数收盘价数据截至

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

- 从首付比例、首套房认定标准等方面来看，本轮地产政策的放松力度较大。从首付比例、首套房认定标准来看，当前首套房首付比例降至15%，二套房首付比例降至25%，并且首套房的认定标准也改为“认房不认贷”，与2008/10-2009/12、2014/09-2016/09两轮地产放松的力度相比，当前地产政策的放松力度较大。

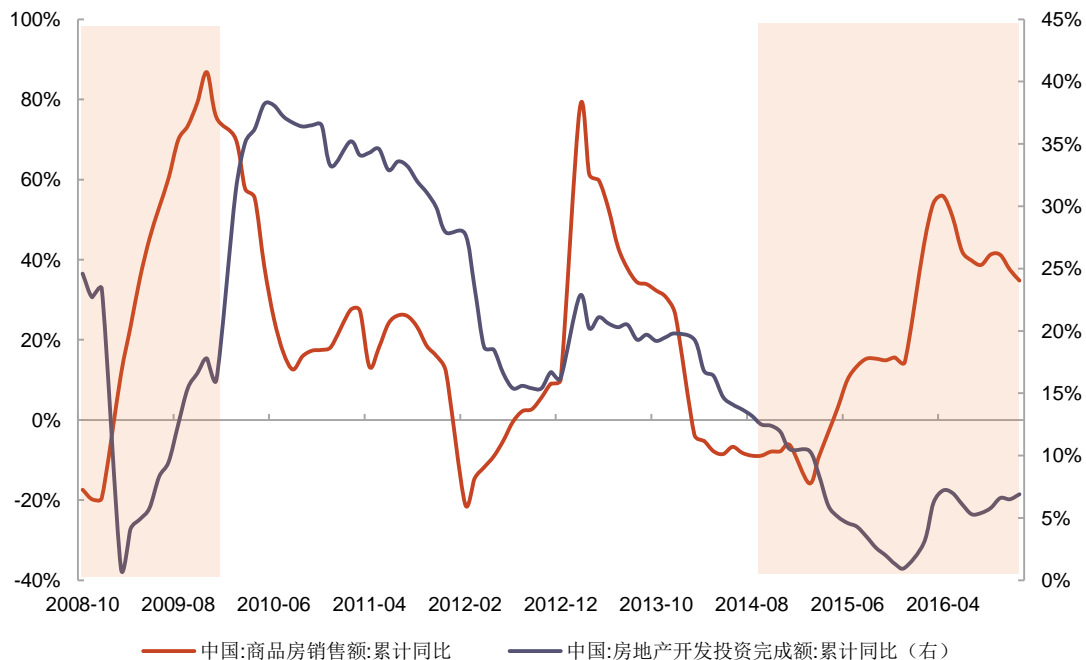
图表16：从首付比例、首套房认定标准等方面来看，本轮地产政策的放松力度较大

		2008/10-2009/12	2009/12-2014/09	2014/09-2016/09	2016/09-2021/12	本轮（2021/12-至今）
首付比例	首套房	20%	20%→30%	原则上为25%，各地可向下浮动5个百分点(不限购城市)	35%（因城施策，此处为北京的政策）	前值→20%→15%
	二套房	40%	40%→60%	30%(不限购城市)	60%（因城施策，此处为北京的政策）	前值→30%→25%
首套房认定标准		认房	认房又认贷	认贷不认房	认房又认贷	认房不认贷
贷款利率	个人住房贷款加权平均利率	4.94%→4.42%	4.42%→6.96%	6.96%→4.52%	4.52%→5.63%	5.63%→3.69%
	个人住房公积金贷款利率(5年以上)	3.87%→3.87%	3.87%→4.50%	4.50%→3.25%	3.25%→3.25%	3.25%→2.85%

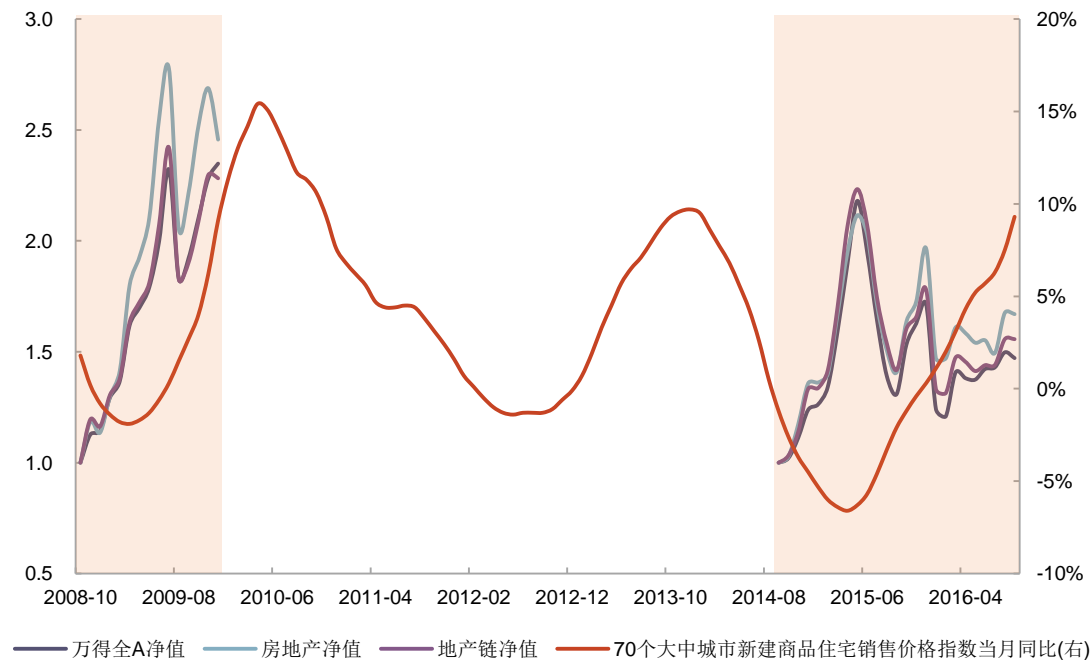
1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

➤ 2008/10-2009/12以及2014/09-2016/09轮地产政策放松期间，地产基本面均企稳回升，A股房地产及地产链行业整体表现相对较好。具体来看，2008/10-2009/12以及2014/09-2016/09两轮地产政策放松期间，地产基本面均逐步回升，商品房销售额累计同比和房地产开发投资完成额累计同比均震荡上行。而从A股市场的表现来看，2008/10-2009/12以及2014/09-2016/09两轮地产政策放松期间，房地产指数区间涨跌幅分别为103.7%、79.8%，而同期万得全A指数的区间涨跌幅为74.4%、61.4%，相比之下地产链中家用电器、轻工制造等行业两次较万得全A均取得超额收益。

图表17：2008/10-2009/12以及2014/09-2016/09轮地产政策放松期间，地产基本面均企稳回升



图表18：2008/10-2009/12以及2014/09-2016/09两轮地产政策放松期间，地产及地产链行业均表现较好



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据时间区间为2008/10-2016/12

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：房地产、地产链净值是分别将2008/10、2014/09月末的起始值设为1后得到，其中，上图地产链行业选取了建筑材料、建筑装饰、钢铁、家用电器、轻工制造等行业，数据时间区间为2008/10-2016/09

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

- 能源、工业、建筑、交通等多个行业有望迎来新一轮供给侧结构性改革。近期，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，围绕能源、工业、建筑、交通、公共机构、用能设备等重点领域和重点行业，部署了节能降碳十大行动。《行动方案》提出，2024年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右。2025年，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。该文件为相关行业提供了明确的行动方向和目标，能源、工业、建筑、交通等多个行业有望迎来新一轮供给侧结构性改革。

图表19：能源、工业、建筑、交通等多个行业有望迎来新一轮供给侧结构性改革

文件	重点任务	相关内容
《2024—2025年节能降碳行动方案》	化石能源消费减量替代行动	加强煤炭清洁高效利用，推动煤电低碳化改造和建设。严格实施大气污染防治重点区域煤炭消费总量控制，重点削减非电力用煤。优化油气消费结构，加大非常规油气资源规模化开发。
	非化石能源消费提升行动	加大非化石能源开发力度，提升电网对可再生能源的消纳能力。大力发展储能、微电网、虚拟电厂、车网互动。强化绿证交易与节能降碳政策衔接，大力促进非化石能源消费。
	钢铁行业节能降碳行动	加强钢铁产能产量调控，深入调整钢铁产品结构，大力推进废钢循环利用，支持发展电炉短流程炼钢。加快节能降碳改造，加强氢冶金等低碳冶炼技术示范应用。
	石化化工行业节能降碳行动	强化石化产业规划布局刚性约束，合理调控产能规模。实施能量系统优化，推广先进技术和节能设备，加快石化化工行业节能降碳改造和工艺流程再造。
	有色金属行业节能降碳行动	优化有色金属行业产能布局，大力发展再生金属产业。严格新上项目能效和环保准入，推进存量项目节能降碳改造和用能设备更新。
	建材行业节能降碳行动	严格落实水泥、平板玻璃产能置换政策，严格新增建材项目准入，大力发展绿色建材。优化建材行业用能结构，推动原料低碳化替代。
	建筑节能降碳行动	加快建造方式转型，严格执行建筑节能降碳强制性标准，推广使用绿色低碳建材。结合城市更新行动、老旧小区改造等加快推进建筑节能改造。强化建筑运行管理。
	交通运输节能降碳行动	推进低碳交通基础设施建设，提升交通枢纽场站用能电气化水平。推动交通运输装备低碳转型，加快发展多式联运，推动重点行业清洁运输。
	公共机构节能降碳行动	严格实施公共机构节能降碳评价考核，探索能耗定额预算制度。实施公共机构节能降碳改造和用能设备更新，推进煤炭消费减量替代。
	用能产品设备节能降碳行动	提升重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平，推动重点用能设备更新升级，加快数据中心节能降碳改造。加强废旧产品设备循环利用。

1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

- 2016年以来供给侧结构性改革，为我国经济高质量发展奠定了坚实基础。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议强调在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。同年12月，中央经济工作会议强调2016年经济社会发展特别是结构性改革任务十分繁重，战略上要坚持稳中求进、把握好节奏和力度，战术上要抓住关键点，主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。随后，地产、煤炭、钢铁等行业开启了供给侧结构性改革。

图表20：2016年以来供给侧结构性改革，为我国经济高质量发展奠定了坚实基础

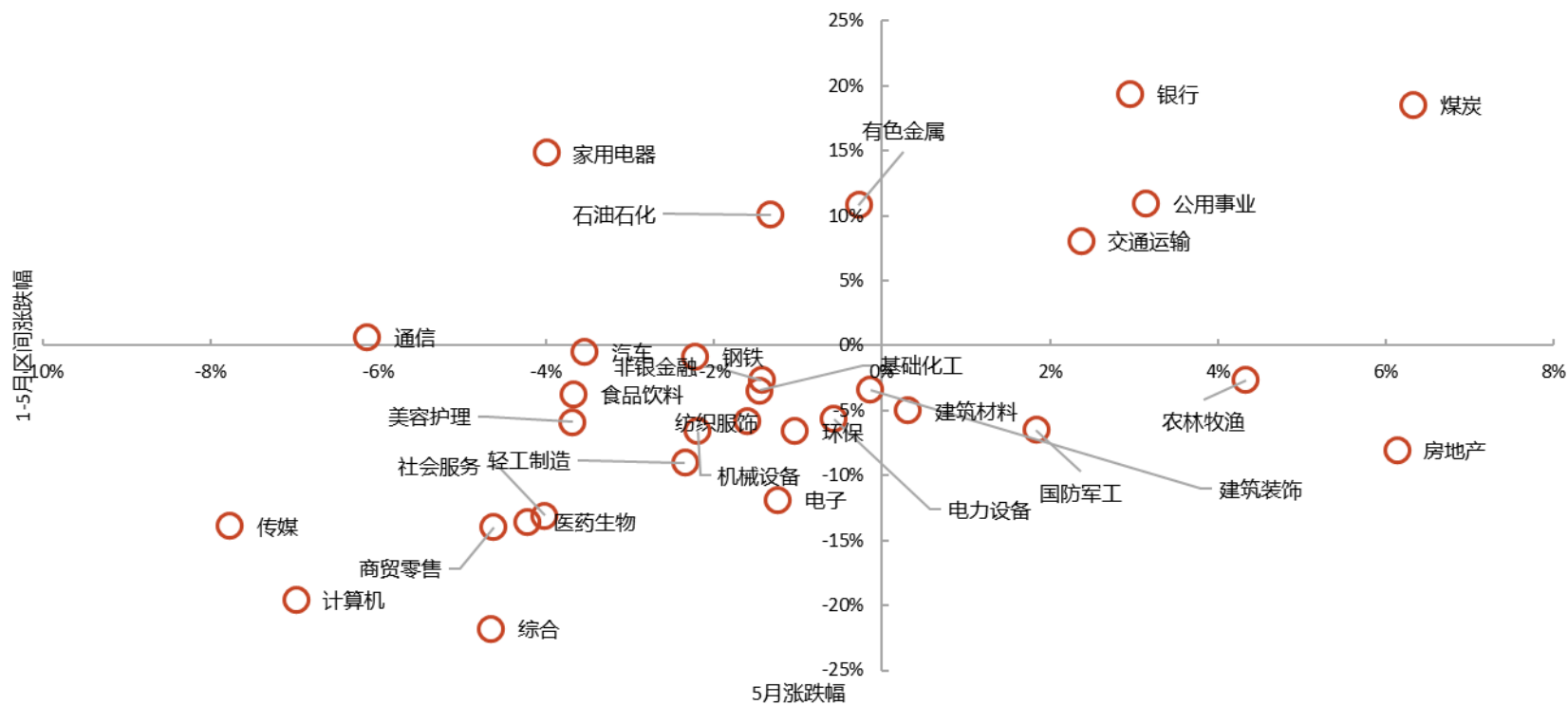
行业类别	会议或文件	日期	相关内容
总体要求	中央财经领导小组第十一次会议	2015年11月	会议强调在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。
	中央经济工作会议	2015年12月	会议认为，2016年经济社会发展特别是结构性改革任务十分繁重，战略上要坚持稳中求进、把握好节奏和力度，战术上要抓住关键点，主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。
钢铁	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	2016年2月	严禁新增产能，化解过剩产能，严格执法监管，推动行业升级等。
煤炭	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	2016年2月	严格控制新增产能，加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能，有序退出过剩产能，推进企业改革重组，促进行业调整转型，严格治理不安全生产，严格控制超能力生产，严格治理违法违规建设，严格限制劣质煤使用。
房地产	中央经济工作会议	2015年12月	化解房地产库存。要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场。要鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。要取消过时的限制性措施。
消费品	《消费品标准和质量提升规划（2016—2020年）》	2016年9月	改革标准供给体系，构建政府主导制定标准与市场自主制定标准协同发展、协调配套的新型标准体系。优化标准供给结构，满足消费结构升级的需求。发挥企业质量主体作用，激发企业质量提升内生动力。夯实消费品工业质量基础，提升质量技术创新能力。加强消费品品牌建设，提高中国消费品知名度和美誉度，消费品质量竞争力指数稳定在84以上。改善优化市场环境，进一步激发市场活力和消费潜力。创新消费品质量安全监管模式，保障消费品质量安全。
农业	《中共中央国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	2016年1月	推进农业供给侧结构性改革，加快转变农业发展方式，保持农业稳定发展和农民持续增收，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的农业现代化道路。

资料来源：国务院官网、农业农村部官网等，光大证券研究所整理

1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

➤ 从年初至5月以及5月的市场行情来看，地产链行业有相对不错的表现。随着地产利好政策密集出台，地产及地产链相关的行业逐步反弹，从年初以来的市场行情来看，广义地产链相关的银行、家用电器等行业涨幅居前，其中，银行1-5月累计上涨19.4%，领涨申万一级行业。而5月房地产、银行、建筑材料、建筑装饰等广义地产链相关的行业涨幅靠前，其中，房地产上涨6.1%。

图表21：从年初至5月以及5月的市场行情来看，地产链行业整体表现相对较好

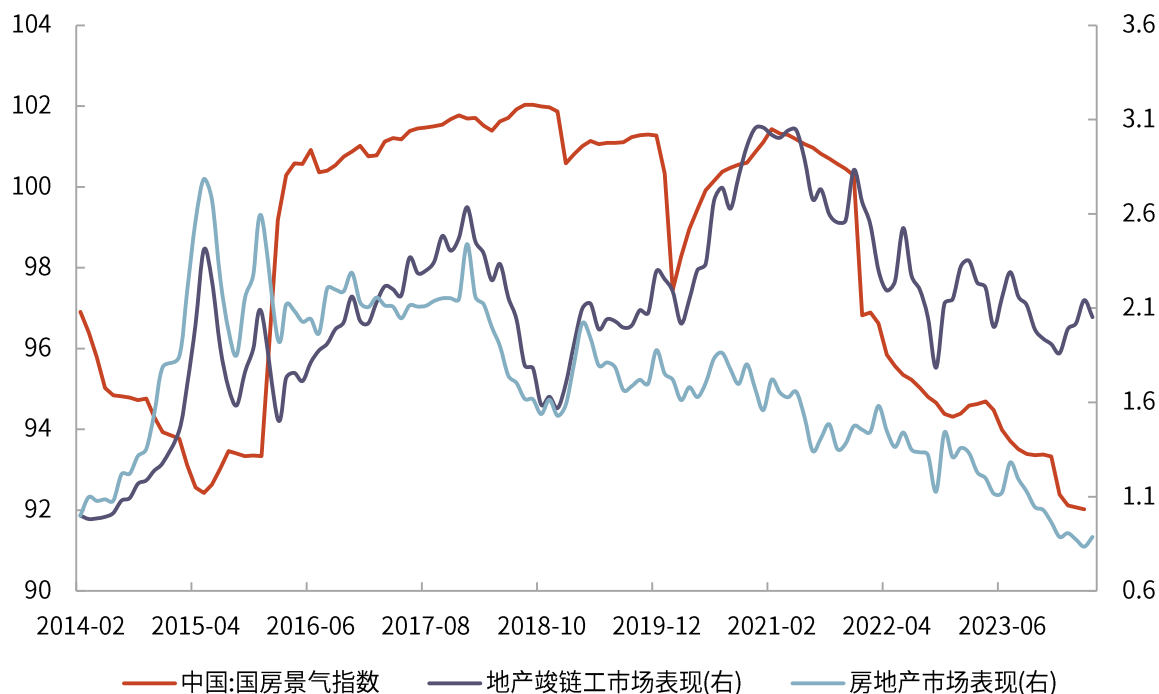


资料来源：Wind，光大证券研究所

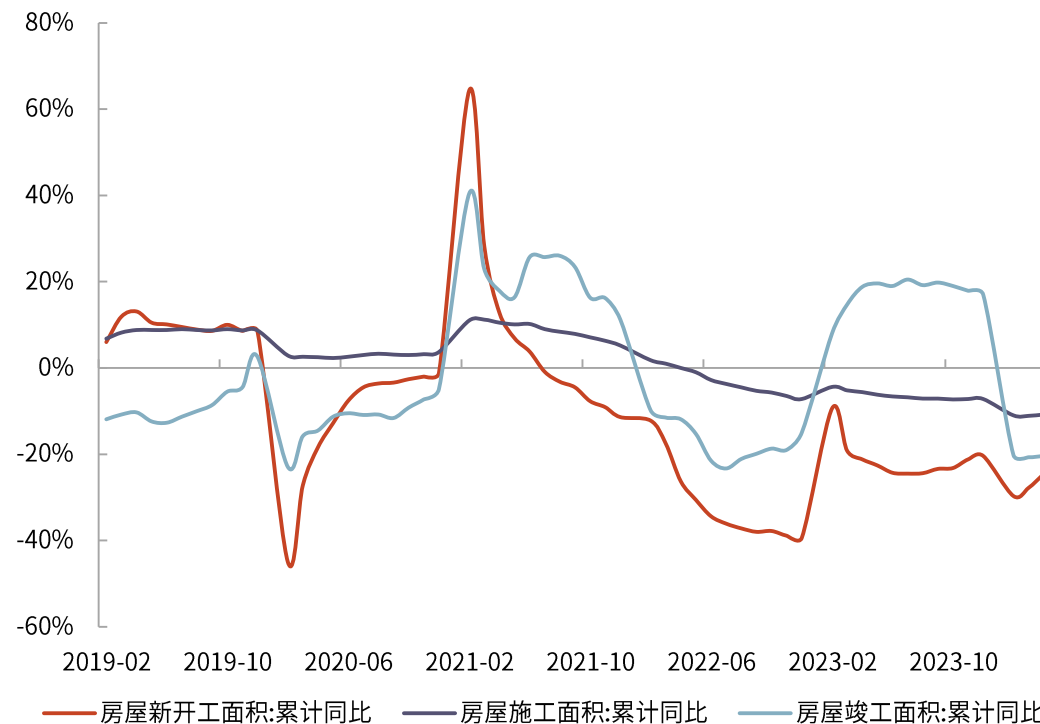
1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

➤ 随着地产政策密集出台，市场对地产企稳的预期有望升温，地产竣工链或将迎来较好的投资机会。从历史来看，2014年以来，随着房地产景气度的提升，地产竣工链的表现整体略好于房地产本身。而当前随着地产政策的密集出台，市场对地产企稳的预期有望持续升温，因此，地产竣工链或将迎来较好的投资机会。

图表22：2014年以来，随着房地产景气度的提升，地产竣工链的表现整体略好于房地产本身



图表23：房屋新开工面积、竣工面积、施工面积累计同比降幅有所收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：地产竣工链和房地产市场表现是将2014/02的月末值设为1后得到，其中地产竣工链主要包括玻璃玻纤、装修建材、厨卫电器、家居用品、白色家电等行业，数据截至2024/05，国房景气指数数据截至2024/04

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/04

1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

- ▶ 预计广义地产链中的高质量资产或将有更好的投资机会，银行、家电等行业值得关注，此外，地产利好政策密集出台或将推动市场对经济企稳的预期升温，消费板块中以食品饮料为代表的高质量资产也值得关注。虽然4月以来地产板块本身反弹幅度较大，但从1-5月的市场表现来看，广义地产链中的盈利稳定、资产回报较高的银行、家电等表现相对更好。因而，随着地产利好政策密集出台，预计广义地产链中的高质量资产或将有更好的机会。

图表24：各行业资产质量及股息率情况

行业代码	行业名称	资产回报		资本开支 2021-2023年 资本支出每年平均增速	股息率 2021-2023年 平均股息率	基金配置	
		2021-2023年 每年平均ROE	2021-2023年 最高ROE-最低ROE, pct			2024Q1 配置比例	2010年以来 配置比例分位数
801120.SI	食品饮料	20.9%	1.6	12%	1.7%	13.2%	54%
801110.SI	家用电器	16.3%	1.7	6%	2.9%	4.4%	68%
801960.SI	石油石化	10.8%	3.5	7%	4.6%	1.2%	58%
801780.SI	银行	10.4%	0.9	10%	5.5%	2.5%	12%
801720.SI	建筑装饰	8.5%	0.5	-2%	2.2%	0.7%	33%
801790.SI	非银金融	8.0%	3.6	-2%	2.2%	0.7%	2%
801730.SI	电力设备	11.4%	4.1	41%	0.8%	10.6%	81%
801150.SI	医药生物	10.5%	5.4	11%	1.0%	11.6%	26%
801980.SI	美容护理	9.4%	5.5	-9%	0.8%	0.4%	47%
801080.SI	电子	8.0%	6.4	4%	0.8%	11.9%	93%
801950.SI	煤炭	17.7%	6.7	19%	6.3%	1.4%	82%
801050.SI	有色金属	14.1%	7.1	21%	1.2%	6.0%	100%
801710.SI	建筑材料	9.3%	9.8	10%	2.6%	0.5%	2%
801030.SI	基础化工	13.0%	10.0	25%	1.4%	3.1%	77%
801890.SI	机械设备	7.6%	1.1	15%	1.2%	3.9%	72%
801170.SI	交通运输	7.4%	4.7	6%	2.4%	2.4%	86%
801140.SI	轻工制造	7.4%	3.2	5%	1.4%	1.2%	70%
801770.SI	通信	7.1%	4.8	1%	1.6%	3.8%	96%
801130.SI	纺织服饰	7.0%	4.6	18%	2.5%	0.7%	65%
801040.SI	钢铁	6.9%	10.9	4%	3.6%	0.4%	70%
801880.SI	汽车	6.8%	2.9	36%	1.2%	5.1%	89%
801970.SI	环保	5.9%	0.7	-13%	1.4%	0.4%	44%
801160.SI	公用事业	5.7%	5.3	16%	2.0%	2.3%	100%
801740.SI	国防军工	4.8%	0.3	17%	0.4%	2.7%	67%
801760.SI	传媒	4.7%	4.0	-3%	1.5%	0.9%	30%
801750.SI	计算机	4.1%	2.5	8%	0.7%	4.0%	28%
801200.SI	商贸零售	0.1%	6.2	-8%	1.2%	0.6%	4%
801180.SI	房地产	-0.6%	6.2	-8%	2.8%	1.0%	4%
801010.SI	农林牧渔	-1.7%	10.4	-22%	0.9%	2.0%	75%
801210.SI	社会服务	-1.8%	11.6	4%	0.4%	0.5%	19%
801230.SI	综合	-3.6%	3.9	-12%	0.3%	0.0%	39%

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

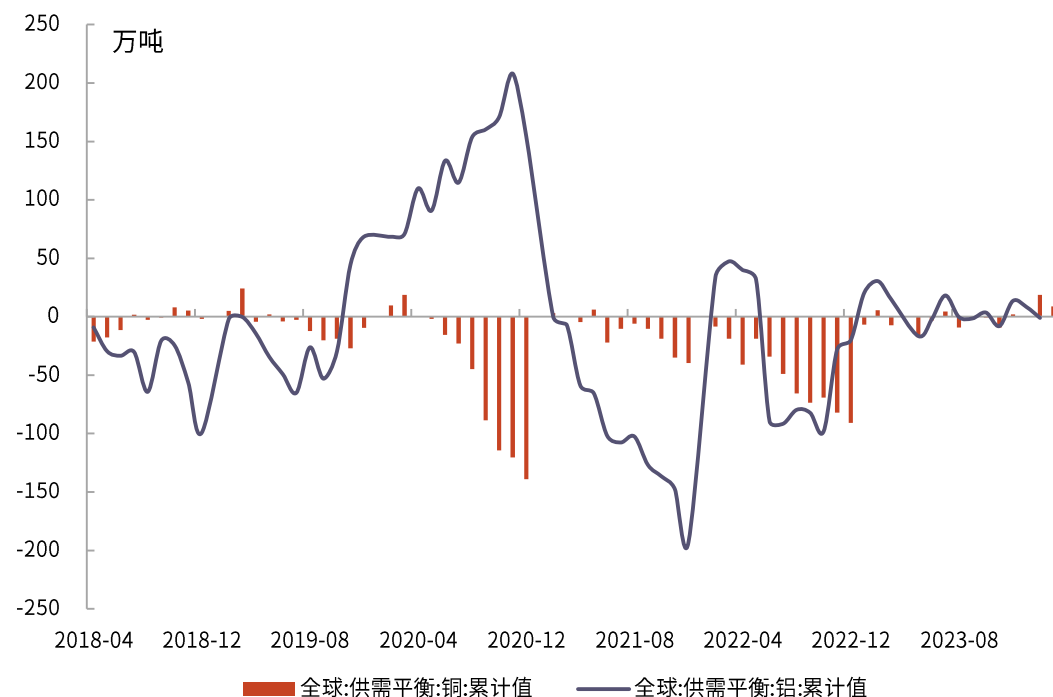
➤ 以铜、铝为代表的上游资源品的行情持续性需要关注供需平衡以及供给侧结构性改革的实施情况。近期，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》中提出了有色金属行业节能降碳行动，部署了优化有色金属产能布局、严格新增有色金属项目准入、推进有色金属行业节能降碳改造等任务。年初以来，市场对上游资源板块的涨价预期催化了相关板块的市场行情，当前供给侧结构性的改革或将带来相关行业供需平衡的变化，因此，以铜、铝为代表的上游资源品的行情持续性需要关注供需平衡以及供给侧结构性改革的实施情况。

图表25：有色金属行业有望迎来新一轮供给侧结构性改革

主要任务	日期	相关内容
优化有色金属产能布局	2024年5月	严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。大力发展再生金属产业。到2025年底，再生金属供应占比达到24%以上，铝水直接合金化比例提高到90%以上。
严格新增有色金属项目准入		新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平，新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值。新建多晶硅、锂电池正负极项目能效须达到行业先进水平。
推进有色金属行业节能降碳改造		推广高效稳定铝电解、铜钼连续吹炼、竖式还原炼镁、大型矿热炉制硅等先进技术，加快有色金属行业节能降碳改造。到2025年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，可再生能源使用比例达到25%以上；铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到50%；有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约500万吨标准煤、减排二氧化碳约1300万吨。

资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

图表26：当前铝的需求略大于供给



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：供应过剩为正值，供应不足为负值，铜相关数据截至2024/03，铝相关数据截至2024/02

1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

➤ 地产板块建议从估值、盈利以及机构持仓等角度优选弹性较大的标的。从4月25日以来地产板块的反弹情况来看，地产板块个股之间的市场表现存在一定的分化，部分个股涨幅超过50%，而部分个股涨幅则相对较低，因而，未来随着地产利好政策的逐步出台，对于地产板块则需要注意个股市场行情向上的弹性，建议从估值、盈利以及机构持仓等角度优选弹性较大的标的。

图表27：地产板块建议从估值、盈利以及机构持仓等角度优选弹性较大的标的

证券代码	证券简称	年初以来涨跌幅	4月25日以来涨跌幅	2024Q1ROE(TTM)	2024Q1归母净利润增速	PE(TTM)估值分位数	PB(LF)估值分位数	2024Q1基金持股比例
000560.SZ	我爱我家	26.2%	80.9%	-9.2%	-51.0%	-	15.0%	1.9%
300917.SZ	特发服务	58.5%	76.0%	11.4%	2.7%	98%	98.1%	0.3%
002244.SZ	滨江集团	14.0%	42.9%	10.1%	17.8%	43%	26.7%	6.4%
000517.SZ	荣安地产	17.6%	37.1%	1.3%	-37.0%	86%	12.7%	0.3%
600266.SH	城建发展	-2.5%	34.5%	0.7%	-627.4%	96%	15.1%	2.4%
002305.SZ	南国置业	12.1%	34.1%	-169.6%	260.1%	-	88.5%	1.7%
002146.SZ	荣盛发展	4.1%	33.8%	4.6%	108.0%	38%	9.6%	0.5%
600383.SH	金地集团	-3.0%	32.6%	0.2%	-154.4%	100%	2.0%	1.4%
000863.SZ	三湘印象	-4.6%	30.0%	0.5%	47.7%	90%	27.1%	0.0%
601155.SH	新城控股	-6.7%	29.1%	0.5%	-65.5%	99%	3.6%	3.0%
600094.SH	大名城	55.3%	28.0%	0.6%	-139.9%	95%	30.4%	0.0%
600048.SH	保利发展	3.2%	27.8%	5.8%	-18.3%	78%	3.0%	8.1%
001979.SZ	招商蛇口	1.3%	26.8%	5.3%	22.2%	52%	4.3%	6.0%
000002.SZ	万科A	-21.1%	26.1%	4.1%	-125.0%	53%	0.8%	3.0%
600743.SH	华远地产	-9.2%	25.2%	-58.7%	-55.5%	-	99.7%	0.0%
600663.SH	陆家嘴	15.9%	24.6%	4.6%	-4.8%	85%	27.6%	0.9%
000514.SZ	渝开发	-9.6%	21.6%	2.7%	-30.6%	44%	5.4%	0.6%
600649.SH	城投控股	11.4%	21.5%	1.7%	-108.9%	86%	10.3%	0.5%
002968.SZ	新大正	16.1%	20.3%	12.5%	-16.9%	6%	5.6%	2.6%
600162.SH	香江控股	2.9%	20.1%	0.1%	-71.9%	100%	7.6%	0.3%
600376.SH	首开股份	-8.9%	19.4%	-29.7%	14.6%	-	3.4%	0.3%
600325.SH	华发股份	-0.8%	18.8%	7.3%	-35.3%	68%	13.5%	11.1%
000965.SZ	天保基建	-2.6%	18.2%	0.2%	-45.5%	97%	8.9%	0.3%
002285.SZ	世联行	21.2%	17.3%	-10.8%	-212.4%	-	4.8%	0.9%
001914.SZ	招商积余	-4.7%	16.4%	7.5%	3.3%	46%	14.6%	9.2%
601512.SH	中新集团	12.2%	16.4%	9.6%	13.1%	37%	10.5%	0.3%
600665.SH	天地源	29.6%	16.2%	-12.8%	-614.7%	-	2.5%	0.6%
000031.SZ	大悦城	-9.4%	15.9%	-12.6%	-154.7%	-	9.5%	0.8%
000797.SZ	中国武夷	-9.7%	15.9%	3.5%	151.5%	24%	4.0%	0.3%

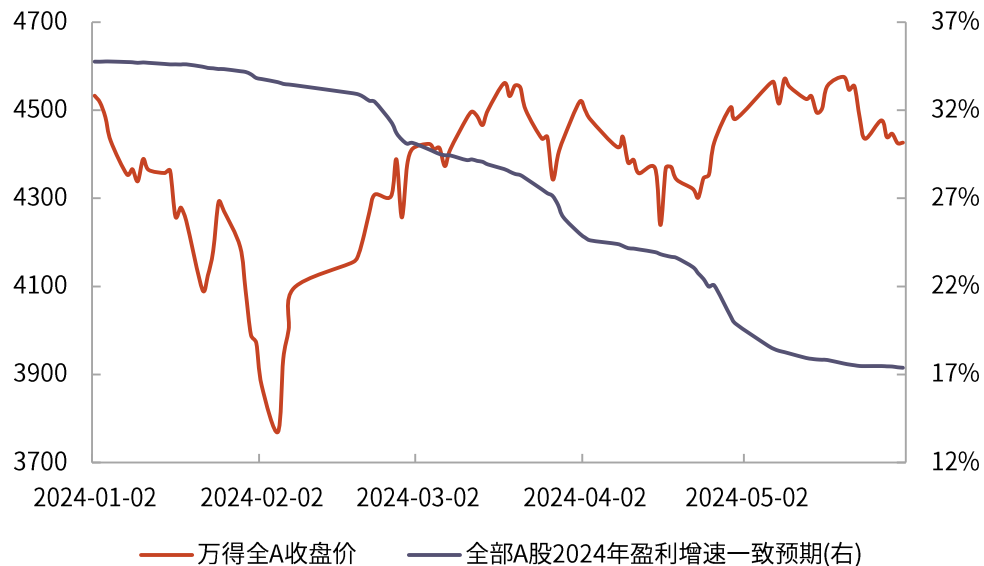
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：估值分位数为2010年以来的估值分位数，数据截至2024/5/31

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：盈利预期的再修正与政策的共振**
- 3、港股市场：仍有贝塔机会
- 4、风险提示

2.1 盈利预期的再修正与政策的共振

- **盈利预期的向上修正可能会成为市场的上行动力。**当前市场或许已经初步反映了经济数据好转、政策逐步宽松等预期，我们认为下一阶段市场的上行动力将逐渐从宏观经济转向微观层面的上市公司盈利预期的再修正。随着政策效果的逐步显现，上市公司二三季度的盈利增速或将持续改善。因此，我们认为一季报之后，市场的盈利预期将会出现超季节性的上修，这可能会成为未来一段时间市场上行的重要动力。
- **此外，政策可能会成为市场阶段性上涨的重要驱动因素。**市场行情演绎的节奏方面，政策出台前后可能会是市场迎来上涨的关键时间点，尤其是地产链相关政策进一步优化，或将推动市场迎来新一轮上行区间。

图表28：年初以来盈利预期持续下调，近期有所企稳



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/05/31

图表29：当前市场的估值仍处相对低位

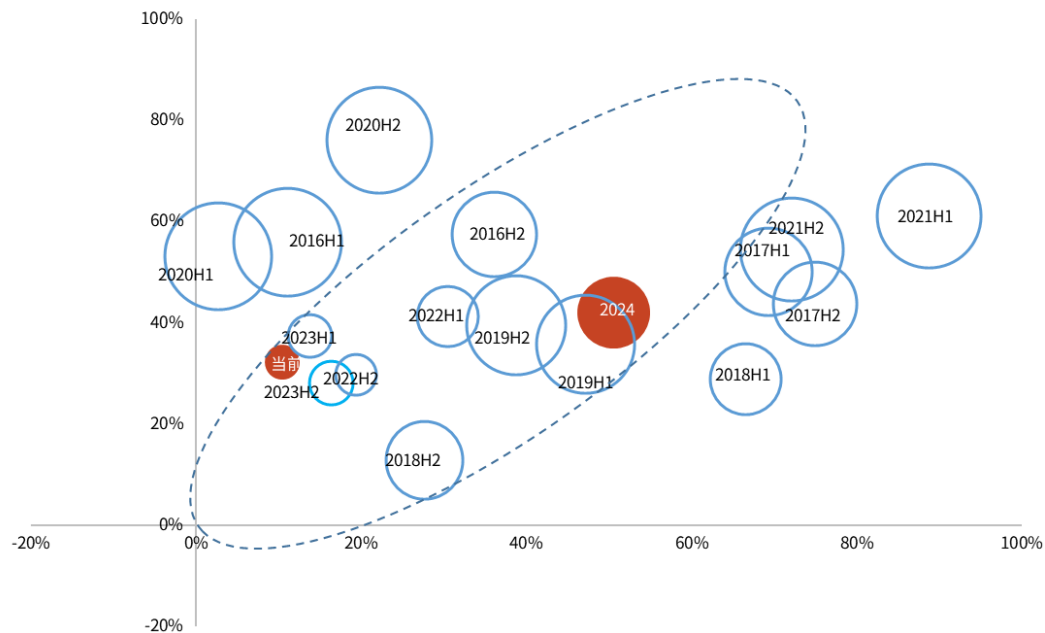


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/05/31

2.2 市场行情有望修复到去年的乐观水平

- 市场行情有望修复到去年的乐观水平。随着利好政策的陆续出台，叠加海外风险因素逐步收敛，市场估值水平或将逐步抬升，逐步回到与当前流动性、盈利相匹配的水平。因此，政策积极发力的背景下，政策效果有望显现，基本面或将持续改善，叠加估值水平有望逐步抬升，预计市场行情有望修复到去年的乐观水平。

图表30：市场估值水平有望逐步回到与当前流动性、盈利相匹配的水平

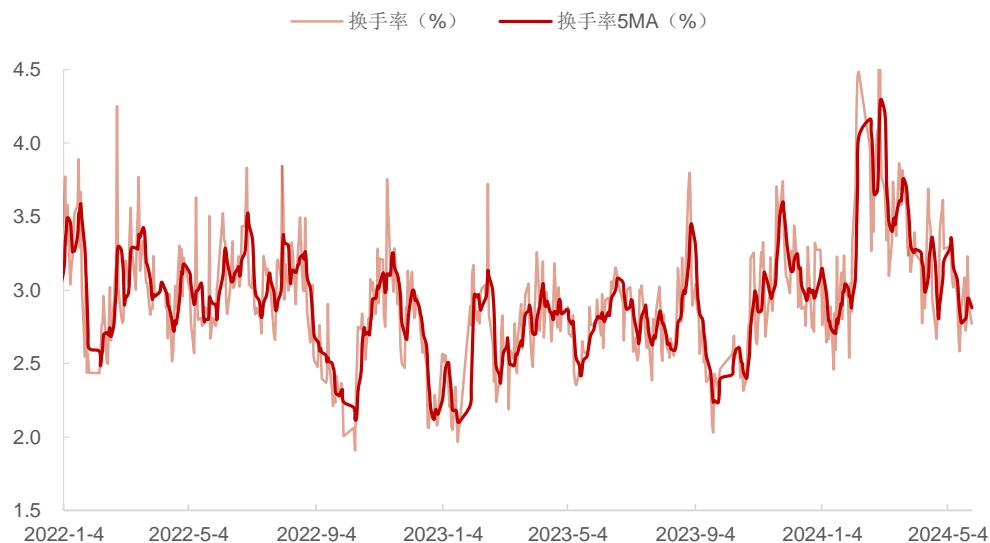


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：横轴为万得全A历年盈利增速的历史分位数(2007年以来全部A股各年归母净利润增速的分位数以此代表盈利增速的相对高低)，纵轴为万得全A指数PE估值的历史分位数，气泡大小代表美国10Y国债收益率历史分位数。越靠近右上角代表盈利增速越高，估值越高，气泡越大代表利率水平越低，当前气泡对应的盈利增速为A股2024Q1的盈利增速，2024年气泡的盈利增速为光大策略团队对2024年盈利增速的一致预期，相应的估值分位数为假定回到近三年以来的均值。估值分位数和美国10年期国债收益率数据为2006年初以来的分位数，数据截至2024/5/31

2.3 市场风格：未来“情绪”预计小幅回暖

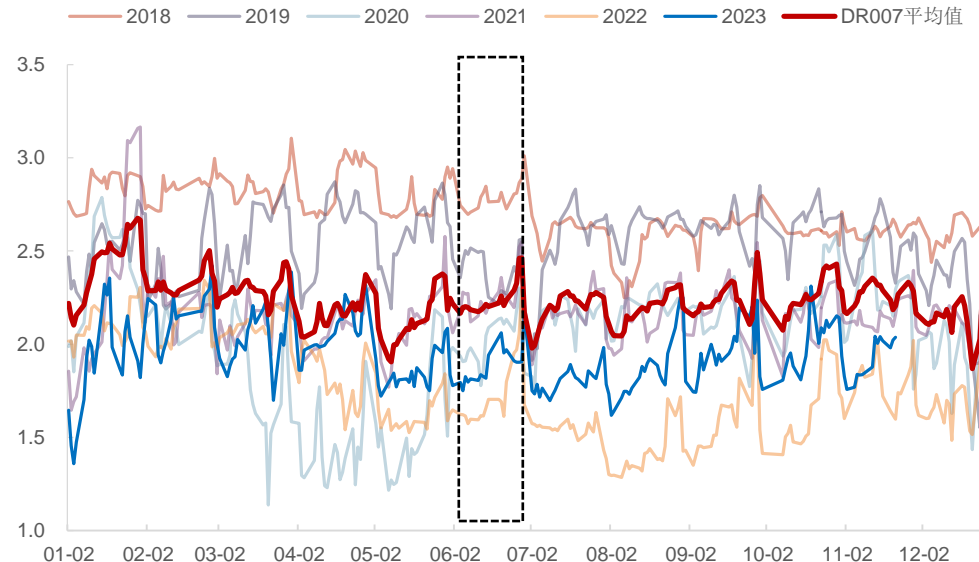
- 5月份市场情绪出现波动，预计6月份市场情绪会小幅回暖。受部分资金止盈等因素影响，5月份市场情绪出现一定降温。展望6月，我们认为市场情绪可能会出现小幅的回暖。一方面，从市场近几年的情况来看，6月市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关，当前来看，历史规律或仍将有效。另一方面，活跃资本市场政策仍较为积极，或将对市场情绪形成较强支撑。
- 6月受季末效应的影响，资金面通常会略紧。临近季末，受部分企业美化财报报表需要以及银行季末考核的影响，资金面在6月份可能会略偏紧。从DR007的走势来看，其在6月份整体的利率水平通常要高于前后若干月，这对于市场的情绪面可能会有一定的影响。

图表31：5月份市场换手率整体震荡下行



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/5/27

图表32：历史来看，6月份资金面通常会略紧

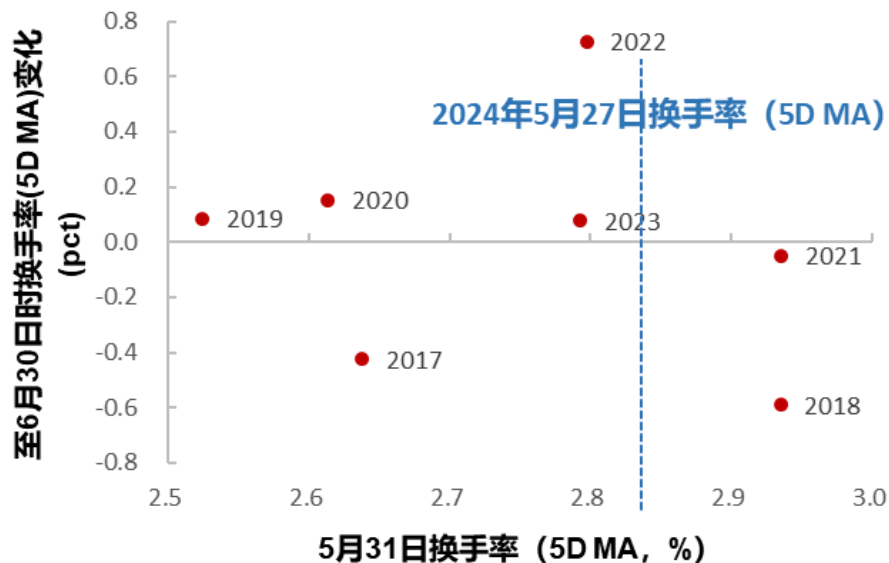


资料来源：wind，光大证券研究所。注：单位为%

2.3 市场风格：未来“情绪”预计小幅回暖

- 不过从市场近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，或与部分风格漂移基金调仓有关。尽管6月份资金面通常会偏紧，但是对于股票市场而言，可能不需要过度担忧。从近5年的情况来看，市场情绪有4年均出现了小幅回暖，包括2019年、2020年、2022年及2023年。这可能是与基金的调仓行为有关，受基金披露定期报告的影响，一些风格出现漂移的基金可能会在季末选择将持仓调回，客观上会使得市场交易变得更加活跃。
- 当前来看，历史规律或仍有效，叠加活跃资本市场政策较为积极，预计6月市场情绪可能会小幅回暖。基金风格漂移的现象在今年可能同样会存在，这在客观上有利于市场交易变得更加活跃。此外，当前活跃资本市场政策仍然在持续出台，5月24日证监会发布了《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，对严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，坚决防范各类绕道减持等做出了明确安排。未来围绕新“国九条”，我们有望看到更多配套政策出台及落地，资本市场信心或将持续受到提振。

图表33：最近5年中4年市场情绪在6月出现回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表34：《上市公司股东减持股份管理暂行办法》主要内容

领域	主要内容
严格规范大股东减持	明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。
有效防范绕道减持	要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。
细化违规责任条款	明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。

资料来源：证监会官网，光大证券研究所整理

2.3 市场风格：“现实” 或会呈现弱修复

- 当前国内经济整体正处在修复的进程之中，IMF也于近期上修了2024年国内经济增长预期。总体来看，国内经济正在持续复苏中，花旗中国经济意外指数自今年2月9日以来始终维持正值，而4月的多项经济数据也出现了一定程度的好转，包括工业增加值、进出口、通胀数据等等。5月29日，国际货币基金组织(IMF) 宣布上调2024年中国经济增长预期至5.0%，与4月IMF的预测相比上调了0.4个百分点。
- 展望未来，在外需持续改善的背景下，我国出口有望继续修复。全球制造业PMI正处在从底部回升的过程中，且当前处于景气区间；美国的库存总额整体也处于历史低位，未来有望出现持续补库。在外需仍继续改善的背景下，预计我国出口有望继续修复，二季度出口单季度同比增速或将转正。

图表35：花旗中国经济意外指数近期始终维持正值



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/5/28

图表36：4月份多项经济指标有所好转

领域	指标	202404	202403
制造业	中国制造业采购经理指数(PMI, %)	50.40	50.80
	工业增加值(%)	6.70	4.50
进出口	进口(%)	8.40	-1.90
	出口(%)	1.50	-7.50
消费	社会消费品零售(%)	2.30	3.10
固投	固定资产投资:累计(%)	4.20	4.50
	固定资产投资:制造业:累计(%)	9.70	9.90
	固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	7.78	8.75
	固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-9.80	-9.50
通胀	CPI(%)	0.30	0.10
	PPI(%)	-2.50	-2.80
金融	M2(%)	7.20	8.30
	人民币贷款(%)	9.60	9.60
	社会融资规模存量(%)	8.30	8.70
失业率	城镇调查失业率(%)	5.00	5.20

资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 市场风格：“现实”或会呈现弱修复

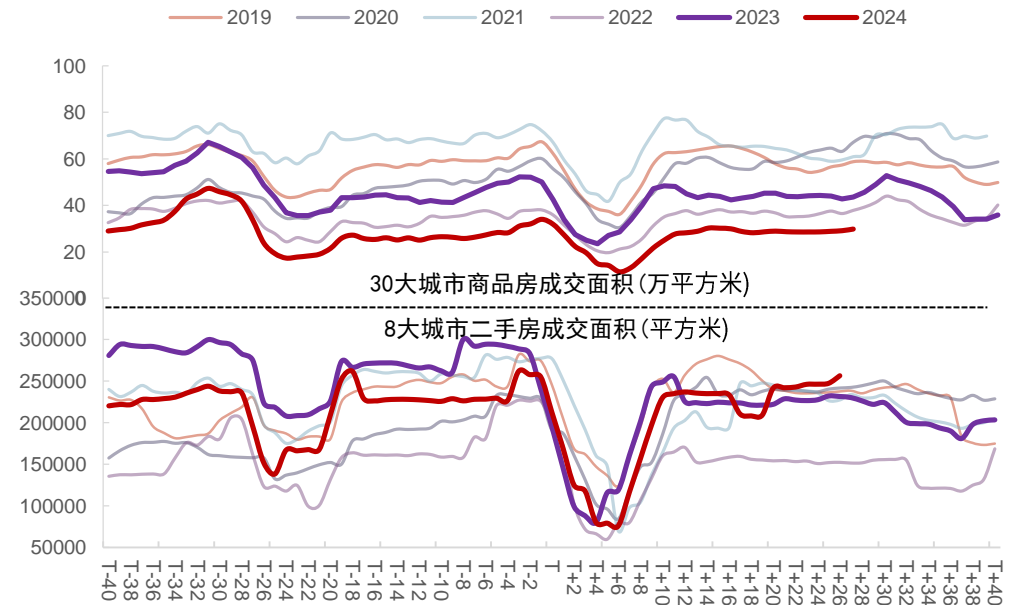
- 地产在政策的不断发力下，或许也会逐渐企稳。5月17日央行推出四项政策措施，包括设立3000亿元保障性住房再贷款、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点、并调整个人住房贷款最低首付款比例。整体而言，此次地产政策力度相对较大，从近期的地产高频数据来看，二手房成交数据已经出现了一定程度的回暖。随着政策效果的逐渐显现，未来地产各环节的数据或许会逐渐企稳。
- 综合来看，6月份“经济现实”有望继续修复。展望未来，在外需持续改善的背景下，我国出口有望继续修复；地产在政策的积极发力下，二手房销售数据已经有所回暖，随着政策效果的逐渐显现，未来地产各环节数据或许会逐渐企稳；此外，未来专项债发行大概率会加速，这将为基建投资带来支撑。综合来看，我们对于国内经济的复苏较为乐观，6月份国内经济有望继续修复。

图表37：5月17日，央行推出四项政策措施

政策或事件	相关内容
中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限
中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
设立3000亿元保障性住房再贷款	设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

资料来源：中国人民银行官网，光大证券研究所整理

图表38：二手房成交数据近期出现了回暖

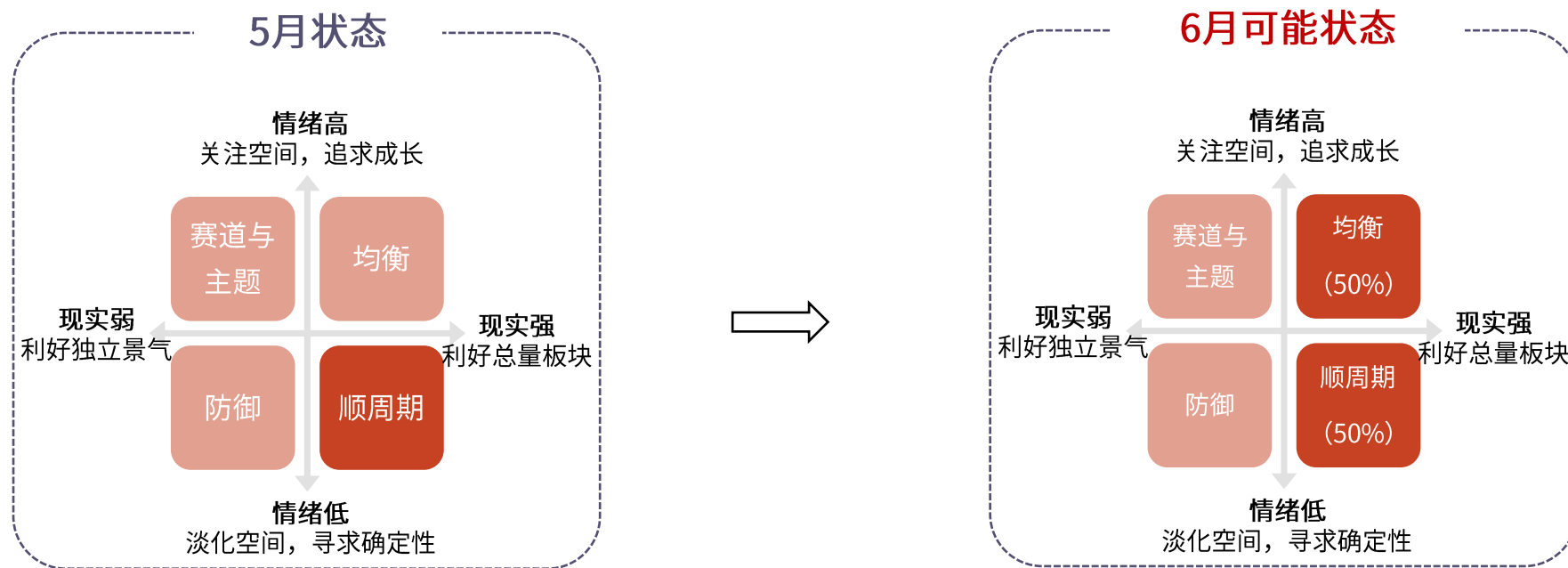


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：选取的8个城市为北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、成都；数据进行了7日移动平均；T表示五一当日，T+1表示五一后1日，以此类推，数据截至2024/5/27

2.3 市场风格：6月或介于均衡与顺周期

- 综合来看，我们认为6月市场介于均衡与顺周期。情绪方面，6月可能会出现小幅回暖。一方面，从股市近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关。站在当前，历史规律或许仍将有效。另一方面，活跃资本市场政策仍然较为积极，这或将对市场情绪形成较强支撑；现实方面，在出口及地产均有望改善的背景下，6月份国内经济或继续修复。综合来看，未来市场大概率会处于“强现实、强情绪”或“强现实、弱情绪”情景，风格将会介于均衡与顺周期。

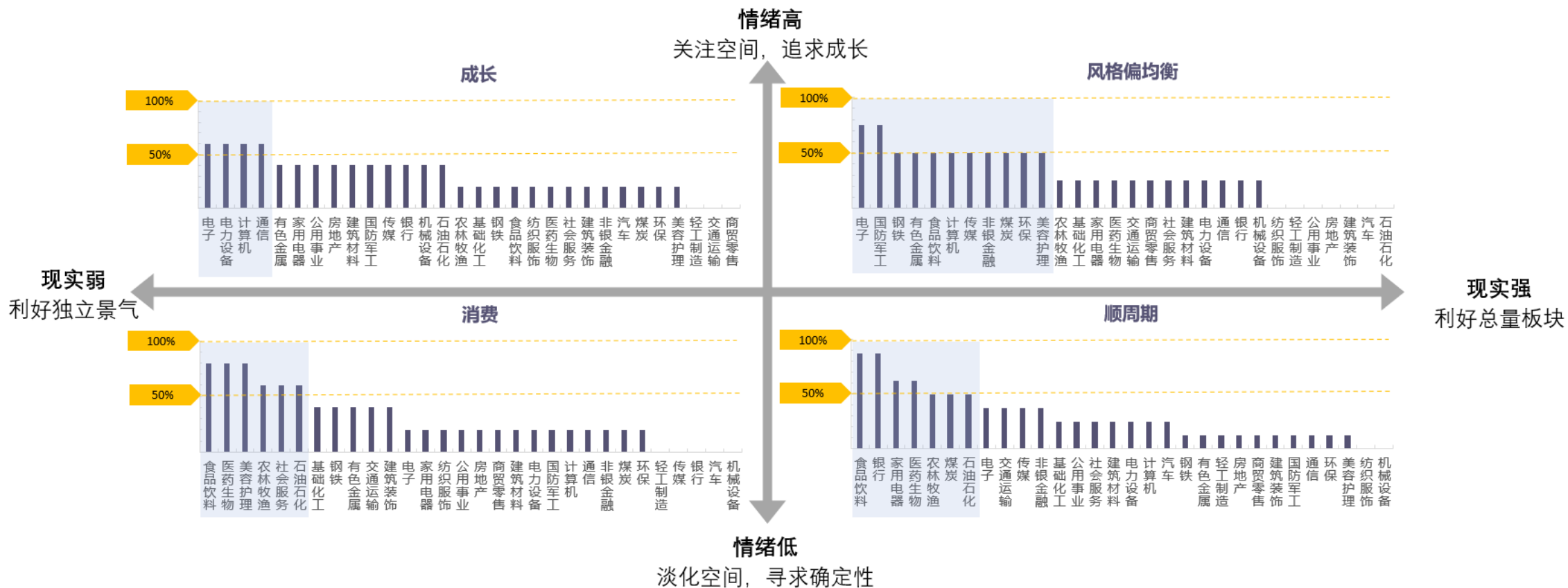
图表39：未来市场风格或介于均衡与顺周期



2.3 市场风格：6月或介于均衡与顺周期

- “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。

图表40：不同情景下各行业的相对表现（涨幅排名前30%概率）

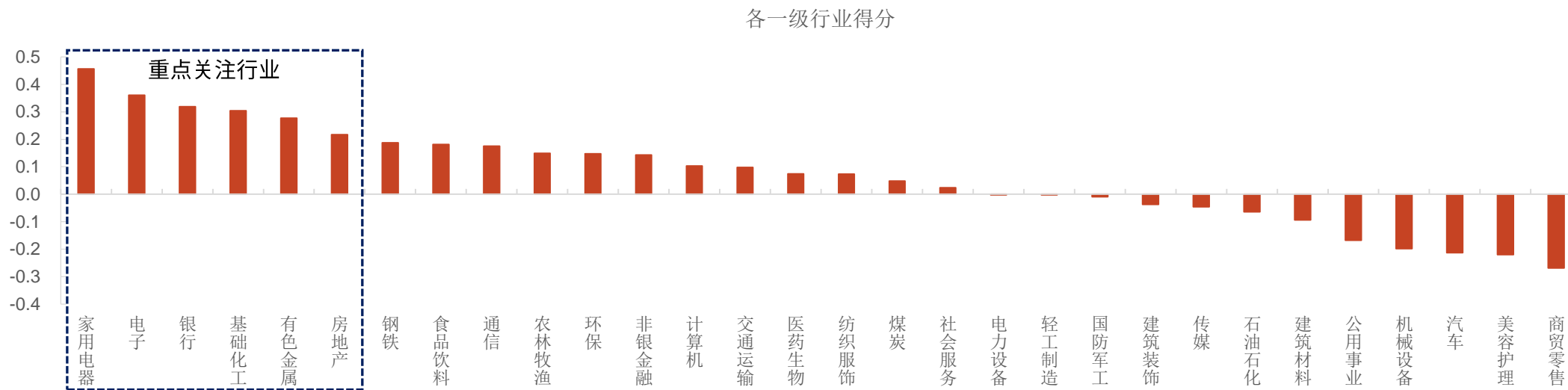


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示2017年1月1日至2023年6月19日在该情境下历史涨幅在前30%的概率，总量板块指顺周期板块

2.4 行业配置：一级行业打分表

- 从实际打分情况来看，6月份家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业最值得关注。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，家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业的得分最靠前，6月份值得重点关注。

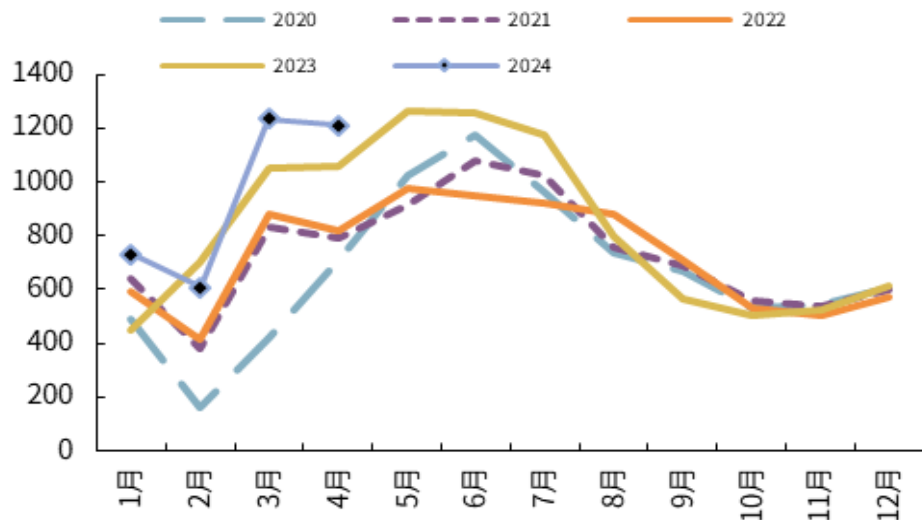
图表41：申万一级行业中，家用电器、电子、银行等行业得分靠前



2.4.1 细分行业推荐之家电：白电

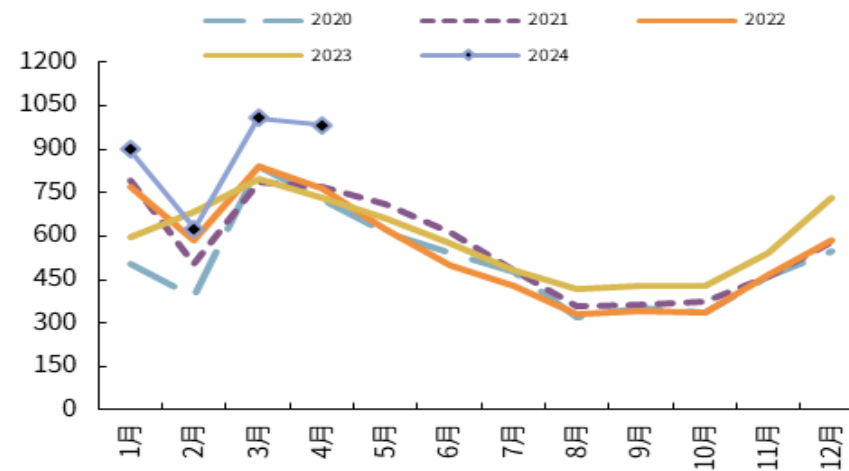
- 三大白电内销稳增长，出口高增，政策推动下行业有望持续上涨。
- 白电内销平稳增长，出口数据亮眼。4月空调内销1210万台（yoy+14%），同比延续增长，内销增长主要系渠道备货旺季，1-4月内销累计同比+16%；3月冰箱内销同比+12%，主要系以旧换新补贴落地+原材料上涨促使渠道提前备货，1-3月内销累计同比+8%；3月洗衣机内销同比+3%，1-3月内销累计同比+1%，市场实现小幅回升。4月空调出口984万台（yoy+35%），1-4月累计同比+25%；3月冰箱外销同比+20%，1-3月外销累计同比+30%；3月洗衣机外销同比16%，1-3月累计同比22%。
- 5月政策密集推出，有望提振白电需求。5月24日，六部门出台《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，有利于释放中央空调、恒温恒湿设备等家电需求。5月17日，新一轮支持房地产的金融举措出炉，明确取消全国层面房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率、拟设立保障性住房再贷款，通过降低购房门槛有望提振购房需求，地产链相关行业均有望受益。
- 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。

图表42：2020年1月-2024年4月家用空调内销量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图表43：2020年1月-2024年4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

2.4.2 细分行业推荐之电子：半导体、AI

- 半导体行业整体业绩复苏明显，大基金三期成立有望推动国内半导体行业持续发展进步。2024年一季度电子行业整体业绩逐步复苏，半导体行业表现亮眼。2024年Q1全行业（A股）642家公司（我们以申万电子、中信电子、长江电子三个指数成分股作为光大证券电子行业样本）归母净利润为368.3亿元，同比+39.8%，环比-8.1%。我们把电子行业分为23个子行业，其中，24Q1归母净利润增速排名前3的子行业为XR供应链、激光器供应链、半导体；大基金三期注册资本超一二期总和，有望持续推动半导体产业向前迈进。
- 北美四大云厂商均将上调全年资本开支，AI景气度持续上行。微软：公司预计全年资本开支将逐季增长，将增加资本开支进行数据中心建设；Meta：公司全年资本支出指引为350-400亿美元，预计同比增长26%-44%。公司资本开支倾向AI，目标将AI服务高效商业化；谷歌：24Q1资本开支为 120 亿美元，预计全年季度资本支出将保持或高于120亿美元，2024年资本支出将增长50%以上，达到480亿美元以上；亚马逊：首席财务官表示计划上调 2024 年资本开支，以投入生成式 AI 项目、扩充 AWS 容量。
- 风险提示：半导体景气复苏不及预期；海外对国内半导体制裁加剧；AI产业进展不及预期。

图表44：电子子行业2024Q1归母净利润增速排名（单位：亿元，%）

24Q1净利润增速排名	子行业	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)					同比增速 (%)				
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
1	XR供应链	711	1.6	3.8	5.6	2.7	4.6	-83%	-69%	-69%	扭亏	180%
2	激光器供应链	2,045	9.8	13.6	12.4	6.3	18.7	-25%	-16%	-37%		92%
3	半导体	28,276	40.1	84.6	66.6	24.8	69.6	-71%	-52%	-44%	-57%	74%
4	英伟达供应链	8,393	40.4	53.6	82.5	96.3	65.9	-10%	8%	33%	-1%	63%
5	AI供应链	12,686	48.4	62.9	92.3	114.7	77.7	-6%	-3%	26%	9%	61%
6	消费电子	18,264	94.6	151.4	205.2	169.2	148.4	-19%	-3%	7%	91%	57%
7	科学仪器	573	0.6	2.0	1.6	1.2	1.0	-59%	-35%	-41%	-89%	52%
8	苹果供应链	10,874	65.7	88.7	141.6	156.7	94.7	-4%	10%	12%	30%	44%
9	服务器供应链	1,856	6.9	8.0	11.5	17.9	9.9	-35%	-52%	-32%	24%	44%
10	PCB	4,885	23.7	29.5	43.6	25.4	33.5	-33%	-30%	-11%	-40%	42%
11	汽车电子	12,698	114.7	139.0	136.7	147.1	130.5	265%	52%	8%	-8%	14%
12	LED	2,593	9.9	11.4	12.4	5.4	11.0	-35%	-43%	-18%	扭亏	11%
13	特斯拉供应链	3,554	30.3	34.2	39.6	16.1	30.9	27%	25%	-2%	-54%	2%
14	元件	2,741	22.2	27.1	24.8	15.6	20.9	-20%	-13%	6%	-17%	-6%
15	安防	4,645	24.2	47.4	36.1	84.6	21.3	6%	1%	24%	190%	-12%
16	工业母机	1,219	7.5	7.9	5.8	-4.0	6.6	-3%	-11%	-27%	-365%	-12%
17	连接器和线束线缆	2,433	11.3	11.3	10.8	5.7	9.5	30%	10%	16%	5%	-16%
18	军工电子	4,315	38.0	47.5	33.4	22.4	23.6	-3%	6%	-18%	-29%	-38%
19	分销	596	3.3	2.9	3.0	3.5	1.9	-40%	-53%	-18%	-41%	-42%
20	能源电子	908	7.8	6.6	6.5	6.4	4.3	20%	-25%	-29%	-28%	-45%
21	卫星电子	663	4.0	5.8	2.4	-2.2	1.3	9%	-12%	-38%	-140%	-66%
22	显示	4,960	-20.7	-1.2	6.5	6.4	3.8	-137%	-106%	扭亏	-61%	扭亏
23	泛光学	2,946	-1.6	3.0	5.7	8.8	8.3	-112%	-79%	扭亏	扭亏	扭亏
	合计	78,697	263.4	448.0	479.7	400.9	368.3	-45%	-23%	-4%	31%	40%

图表45：北美四大云厂商季度资本开支(BBG 调整)

亿美元	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E
微软	89.43	99.17	97.35	109.52	129.99	127.84
meta	62.16	65.43	76.65	64.00	93.36	102.56
亚马逊	114.55	124.79	145.88	149.25	153.66	159.10
谷歌	68.88	80.55	110.19	120.12	121.81	122.80

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；注：(1)注：各细分板块内组分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。(2)市值时间为2024年5月7日。(3)负负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示，正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

2.4.3 细分行业推荐之银行

- 地产利好政策频发，银行板块估值有望得到提振。
- 房地产政策加力有助于提振板块估值表现。房地产风险为前期压制银行板块估值的主要因素之一，在房地产增量利好频出背景下，银行板块与房地产板块往往能够走出共振行情。例如2022年7月，面临“按揭贷款”停贷风波，“7·28”政治局会议首提保交楼，此后住建部、人民银行、银保监会等部门相继出台支持政策，在此期间，银行股与地产股走势相关系数升至0.82，呈现出较历史均值更高的相关性。伴随着本轮房地产市场的增量利好进一步出台，也将有助于提振银行板块估值表现。
- 风险提示：经济下行压力持续加大可能拖累银行基本面，区域性风险因素也可能进一步累积；短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量。

图表46：房地产政策转暖时期，银行股与地产股往往能够同时跑出较好的收益表现



2.4.4 细分行业推荐之基础化工：化工龙头和国产替代

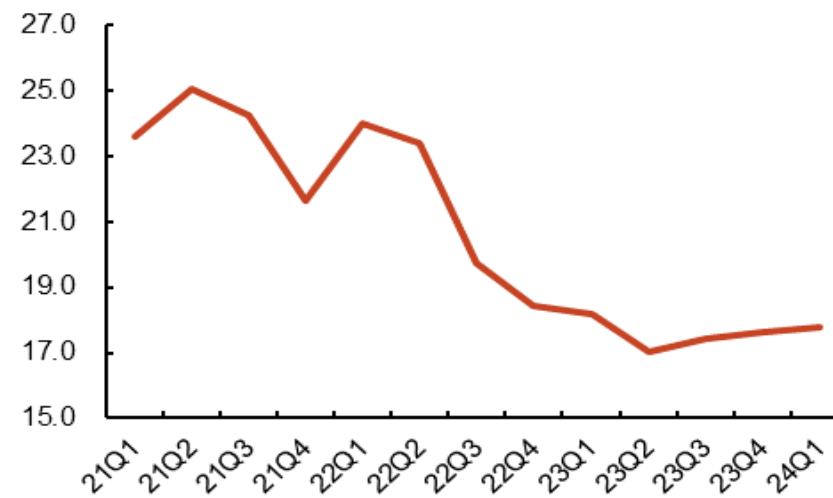
- 化工品价格提升带动行业景气回暖，龙头公司有望率先受益，国产替代企业有望实现技术突破。
- 化工品价格稳步抬升，化工上市公司毛利率逐步恢复。根据Wind数据，截至5月27日中国化工产品价格指数（CCPI）为4776点，相较于2024年初上涨约3.4%。得益于化工产品价格的上涨，以及化工产业链上游资源价格向中下游产品的有效传导，基础化工行业整体盈利能力得以改善，基础化工行业上市公司单季度毛利率自23Q3开始持续好转。根据Wind数据，24Q1中信基础化工行业指数对应上市公司整体销售毛利率为17.8%，环比增长0.2pct。
- “国产替代”主线企业有望实现“卡脖子”材料国产化。我国“安全发展”的大目标下，实现“卡脖子”材料的突破、设备与工艺技术的国产化替代是我国实现“安全发展”的必经之路。一方面，对于半导体等存在“卡脖子”风险的行业而言，提升上游材料的自主供应能力有利于提升行业整体的产业链安全性；另一方面，对于OLED、AR/VR、人形机器人等快速扩张的行业而言，实现核心“卡脖子”材料的国产化，在为行业的快速发展提供上游供应支撑的同时，也有利于降低终端产品生产成本，进而拓宽终端产品的应用场景。
- 风险提示：原材料快速下跌和维持高位的风险；下游需求不及预期风险。

图表47：中国化工产品价格指数（CCPI）回升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024/5/27

图表48：中信基础化工行业上市公司单季度销售毛利率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024Q1

2.4.5 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。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。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%。根据光大证券研究所金属组的计算，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。
- 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；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。

图表49：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		

资料来源：SMM, USGS, 各公司公告, 财联社, 非洲矿业圈, 光大证券研究所(假设 Sossego 停产、赞比亚电力限产至年末)

2.4.6 细分行业推荐之房地产：地产开发、物业服务

- 近期地产利好政策频发，地产销售数据有望边际改善，地产开发及物业服务值得关注。
- 地产销售数据有望边际改善，地产开发具备底部配置价值。2024年1-4月，全国商品房销售额2.8万亿元，同比减少28.3%，其中4月商品房销售额6712亿元，同比-30.4%；24年1-4月百强房企销售额累计同比-48.5%，其中4月销售额同比-47%，降幅边际收窄，考虑到近期地产利好政策频出，有望促进行业基本面企稳与修复，叠加 23 年下半年销售基数有所降低，后续销售数据同比有望逐步企稳修复。地产开发估值处于历史底部且基本面数据在 24 年下半年有望边际修复，从长期维度看，地产逐步具备底部配置价值。
- 物业公司地产关联业务影响逐步出清，物管风险溢价下降，长期配置价值凸显。2023年光大地产团队重点关注的物业公司非业主增值服务收入同比-14.6%，收入占比为8.9%(同比-2.6pct)；非业主增值服务毛利同比-22.7%，毛利占比8.4%(同比-2.9pct)，开发商相关业务负增长拖累业绩，但影响较为有限，国家从供需两端积极发力稳定房地产市场，有助于提振市场信心，改善行业经营，物业公司地产关联业务有望企稳，关联方应收款偿付保障性提升，应收款减值对利润的影响有望逐步缓解。物业基本面稳健，风险因子逐步出清，看好后续板块涨势延续。
- 风险提示：房地产行业宽松政策推进不及预期风险；房地产市场需求不及预期风险；物业外拓竞争加剧。

图表50：5月17日，央行推出四项政策措施

政策或事件	相关内容
中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限
中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
设立3000亿元保障性住房再贷款	设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

资料来源：中国人民银行官网，光大证券研究所整理

图表51：房地产开发PB估值当前仍然处于历史低位



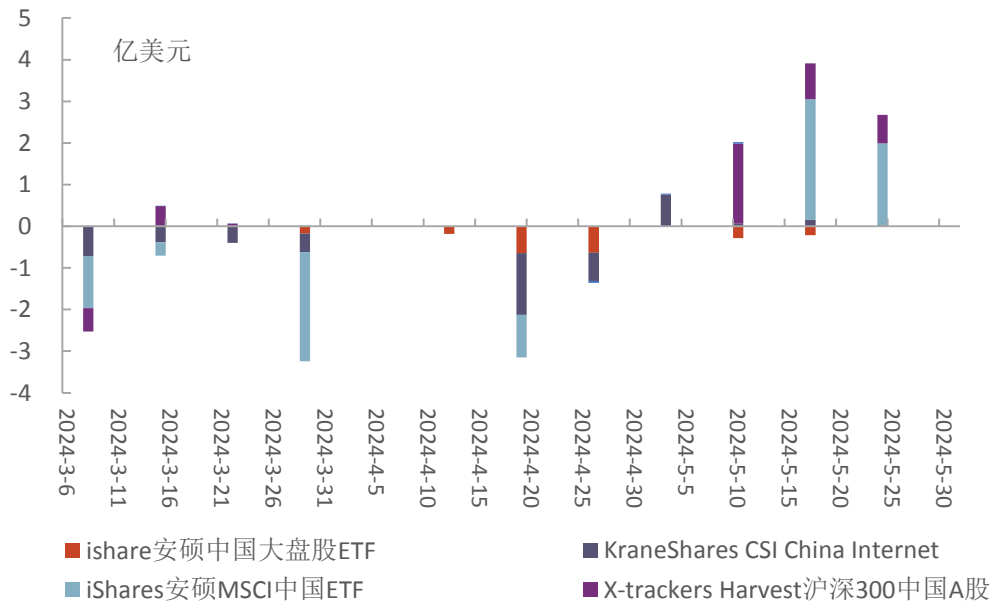
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年5月30日

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：盈利预期的再修正与政策的共振
- 3、港股市场：仍有贝塔机会**
- 4、风险提示

3.1 港股市场仍有贝塔机会

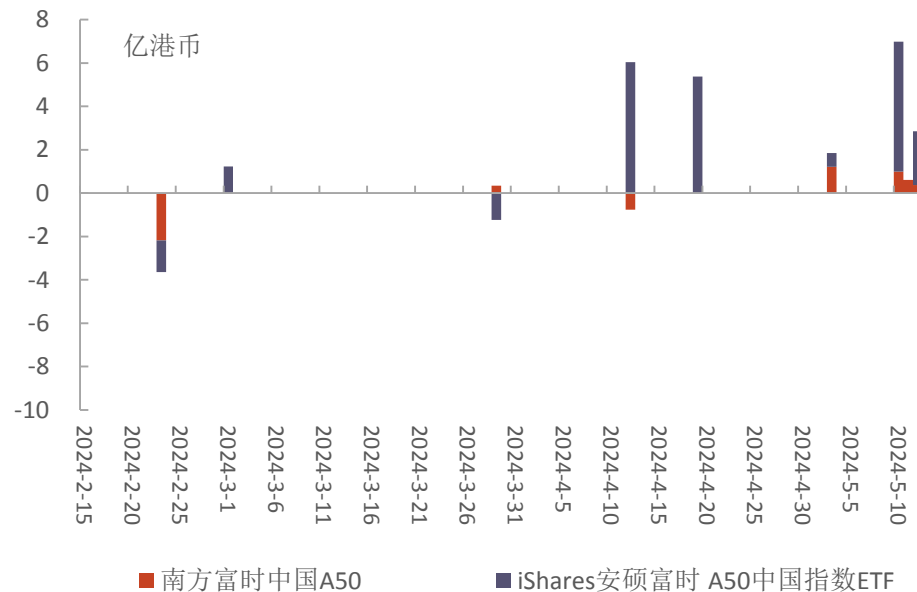
海外投资者对于港股市场并不悲观，港股市场或仍有贝塔机会。从旨在追踪富时中国A50指数的香港ETF基金来看，无论是南方富时中国A50ETF还是iShares安硕富时A50中国ETF均在5月维持净流入。而从主要投资于中国资产的美国ETF基金的资金净流入额来看，KraneShares CSI China Internet、X-trackers Harvest沪深300中国A股、景顺金龙中国ETF基金5月同样维持净流入。上述数据说明外资当前仍在加仓中国资产。

图表52：主要投资于中国资产的美国ETF基金的资金维持净流入



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：数据截至2024/5/31

图表53：主要投资于中国资产的中国香港ETF基金的资金维持净流入

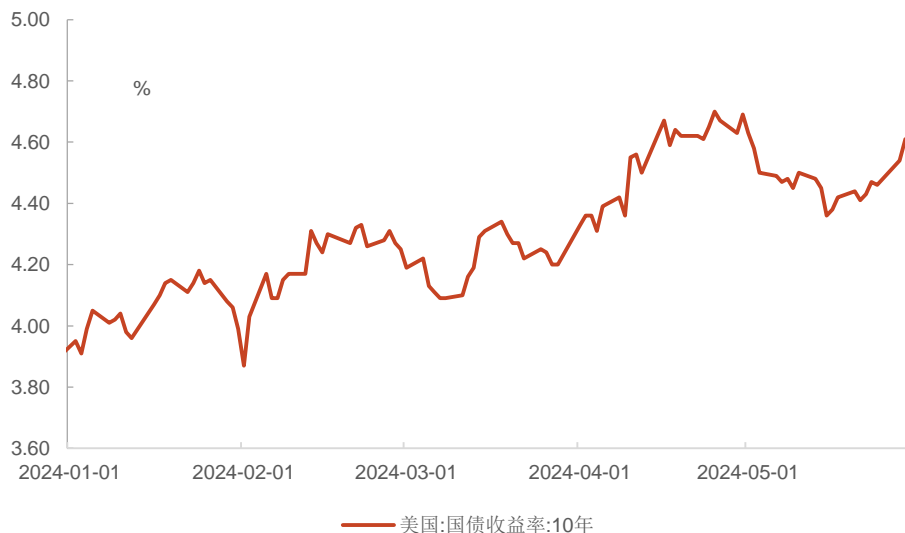


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：数据截至2024/5/31

3.2 美债收益率有望继续回落

- 美债收益率有望继续回落，利好于港股估值修复。5月中旬以来，10年期美债利率小幅反弹，美国超预期的PMI数据与僵持的中东局势是近期美债利率反弹的主要原因。向前看，鉴于美国经济稳步降温、非农就业人数回落、地缘形势边际缓和，美国通胀上行空间的或有限，预计美国大选前的9月FOMC会议将是美联储降息的关键窗口期，预计美债收益率大概率延续回落，利好于港股市场估值的修复。

图表54：5月下旬美债收益率再次反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024年5月29日

图表55：4月通胀数据公布后，市场预期美联储9月开始降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	94.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	33.1%	65.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	21.1%	53.0%	24.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	9.7%	34.8%	40.9%	14.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	6.4%	25.9%	38.7%	23.7%	5.0%
2025/1/29	0.0%	0.1%	3.3%	15.9%	32.1%	31.4%	14.6%	2.6%
2025/3/19	0.1%	2.0%	10.9%	25.7%	31.7%	21.2%	7.3%	1.0%
2025/4/30	0.9%	5.9%	17.3%	28.3%	27.1%	15.2%	4.6%	0.6%

资料来源：CME，光大证券研究所 注：数据统计时间为2024年5月15日

3.3 港股市场的盈利预期有望向上修正

➤ 盈利预期的向上修正或将支撑港股市场维持强势表现。随着港股互联网科技股一季报陆续完成披露，部分权重股公司业绩超市场预期，港股市场整体的盈利增速预期在低位出现企稳迹象。未来随着经济基本面的改善，投资者对港股市场整体的盈利增速预期有望持续向上修正，或将支撑港股市场维持强势表现。

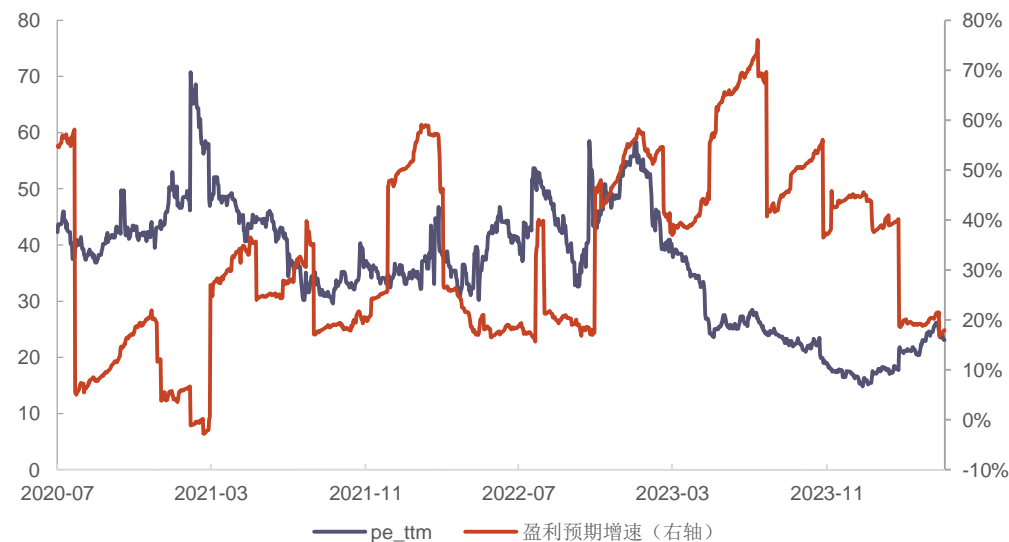
图表56：市场对恒生指数的盈利增速预期出现企稳迹象



资料来源：Bloomberg、Wind，光大证券研究所
=预期未来12个月EPS(1BF)/EPS(TTM)-1

注：数据截止至2024年5月31日，盈利增速预期

图表57：市场对恒生科技的盈利增速预期出现企稳迹象



资料来源：Bloomberg、Wind，光大证券研究所
=预期未来12个月EPS(1BF)/EPS(TTM)-1

注：数据截止至2024年5月31日，盈利增速预期

3.4 港股建议关注列表

图表58：港股建议关注列表

代码	证券名称	行业	EPS (元)		PE (倍)		逻辑	风险提示
			2024(E)	2025(E)	2024(E)	2025(E)		
1072.HK	东方电气	电力设备	1.41	1.75	8	7	能源装备制造龙头企业，构建“六电六业”发展新格局 1、煤电：电力系统的“压舱石”，已进入新增建设加速期。 2、气电：优质的调节电源，新增投运明显加速。 3、核电：核电新增装机的增长空间广阔。	国内火电项目推进和建设不及预期、国内核电项目和抽水蓄能项目推进和建设不及预期、行业竞争加剧使得公司风电业务出现较大亏损。
2018.HK	瑞声科技	TMT	1.09	1.29	21	17	声学&马达业务回暖，光学盈利能力有望改善 1、2H23安卓声学业务逐步回暖，24年A客户马达份额有望补偿性回升。 2、份额提升带动精密结构件业务持续增长，折叠屏铰链、散热板打开长期增长空间。 3、光学产品结构优化+行业价格竞争趋于缓和，有望驱盈利能力改善。 4、拟收购海外汽车音响解决方案供应商PSS，扩大车载声学产品&客户组合。	精密结构件业务增长不及预期；光学盈利能力改善进展不及预期。
1415.HK	高伟电子	TMT	0.11	0.21	25	13	2024年有望切入iPhone后摄，中长期发展逻辑清晰 1、2023年业绩略不及预期，主要系iPad业务承压。 2、24年有望切入iPhone后摄，份额或超此前预期。 3、24年iPad新机发售+光学升规，平板业务有望实现量价双升。 4、LiDAR应用场景广阔，持续深化与速腾聚创合作。 5、MR供应链地位独特，期待Vision Pro放量打开中长期增长空间。	客户结构单一、全球手机出货不及预期、技术升级不及预期等。
0700.HK	腾讯控股	TMT	19.40	21.87	18	16	24年回购潜在影响分析，核心业务亮点梳理 1、资金面：24年腾讯高额回购，金额有望超过大股东减持。 2、基本面：广告、金融科技与企业服务驱动营收上升，净利润高于此前预期。 3、游戏淡季下旗舰产品承压，大流水体量潜力新品仍多。	监管不确定性风险，宏观经济风险，游戏表现不达预期，竞争加剧。
3690.HK	美团-W	TMT	3.55	5.49	30	20	核心业务竞争格局趋稳，新业务有望明显减亏 1、公司4Q2023营收同比增长22.56%，经调整净利润同比增长427.62%。 2、公司4Q2023综合毛利率上升5.75个百分点，期间费用率上升2.84个百分点。 3、4Q2023实时配送交易笔数同比增长25.2%，餐饮外卖日单量峰值7,800万单。	业内竞争加剧，直播电商冲击影响超预期，新业务投入回报不及预期。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：高伟电子EPS采用美元计价，其它均采用人民币计价；PE按照2024年5月27日收盘价计算，汇率1港元=0.91人民币，1美元=7.11人民币

3.4 港股建议关注列表

图表59：港股建议关注列表

代码	证券名称	行业	EPS (元)		PE (倍)		逻辑	风险提示
			2024(E)	2025(E)	2024(E)	2025(E)		
1024.HK	快手-W	TMT	3.71	5.37	14	10	24Q1利润超预期高增，估值具备向上弹性 1、用户：活跃用户数增势稳健，短剧等内容助力用户粘性居高位。 2、商业化：预计快手24Q1线上营销收入165.0亿元 (yoy+26.3%)。 3、预计快手24Q1其他收入（主要为电商）40.1亿元 (yoy+41.4%)。 4、预计快手24Q1直播业务收入84.4亿元 (yoy-9.5%)。 5、财务：毛利率预期改善显著，获客成本&人效持续优化。	用户增长不及预期风险，广告收入增长不及预期风险，电商货币化进展不及预期风险，第三方数据与实际数据存在偏差风险。
1357.HK	美图公司	TMT	0.13	0.18	21	15	美学工具领军者，AI赋能生产力场景 1、影像及设计产品：AI赋能下ToB+ToC业务齐发力，订阅付费率仍有提升空间。 2、美业解决方案：收入快速增长，助力产业数字化升级。	公司AIGC进展不及预期、行业竞争加剧、订阅用户增长不及预期、新业务风险。
0941.HK	中国移动	TMT	6.46	6.80	11	10	资本开支继续下降，现金分红持续提升 1、CHBN 四大业务板块全面增长。 2、网络能力保持领先。 3、CAPEX 保持下降，进一步加大现金分红。	提速降费政策风险，竞争加剧的风险，5G 应用不及预期的风险，股价波动风险。
1579.HK	颐海国际	食品饮料	0.93	1.05	15	13	大幅提升分红比例，24年线上及海外表现值得期待 1、关联方收入改善明显，全年分红比例大幅提升。 2、展望2024年，公司多点发力，线上、海外以及小B端均有望贡献增量。此外，渠道端公司会加大生鲜以及零食量贩渠道的投放；产品端，高性价比方便食品新品的增长将逐步改善老单品吸引力下降的问题。	市场竞争加剧，新品牌推广不及预期，原材料成本上涨超预期。
9896.HK	名创优品	商贸零售	2.22	2.72	18	15	名创中国门店突破4000家，海外直营收入维持高增 1、公司1Q2024营收同增26.0%，公司权益股东应占利润同增25.1%。 2、公司1Q2024综合毛利率同比上升4.09pct，期间费用率同比上升3.86pct。 3、1Q2024开店提速，海外直营保持高增。	门店拓展不及预期，客流恢复不及预期，消费恢复进程不及预期。

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：表中EPS采用人民币计价；PE按照2024年5月27日收盘价计算，汇率1港元=0.91人民币，1美元=7.11人民币

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：盈利预期的再修正与政策的共振
- 3、港股市场：仍有贝塔机会
- 4、风险提示

- ❑ 盈利预期向上调整的幅度不及预期；
- ❑ 地产政策落地不及预期；
- ❑ 经济增长不及预期；
- ❑ 中美关系波动压制市场风险偏好；
- ❑ 地缘冲突加剧。

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。