



月度市场策略：回归业绩主线，关注“两会”受惠领域

- **指数全线反弹，短期行情或受基本面和政策面的支撑。**2月，中国股票市场有所反弹，创业板和中概股涨幅领先。上证综指上涨8.1%，创业板指数上涨14.9%，恒指上涨6.6%，中概股指数上涨12.3%。3月为业绩公布期，基本面或重回市场关注重点。根据彭博，MSCI中国指数中大部分板块的盈利增速将于一季度转正。此外，历次“两会”结束后一个月内，在密集政策刺激下，中国股指录得正回报的几率较高。然而，后续行情的可持续性可能需要持续的政策刺激支持，在政策利好落地后，部分前期涨幅较多的板块或有一定的回调风险。
- **盈利预期下调或于业绩期后暂告一段落，估值仍较吸引。**相对全球主要股票市场，中国股市估值修复空间较大，盈利增速更强劲。截至3月6日，MSCI中国指数、恒指、沪深300指数的前瞻市盈率分别为8.8倍、7.7倍、11.0倍，分别低于其过去五年均值1.4、1.9、0.9个标准差。近期，盈利预期下调趋势明显缓和，卖方分析师调整MSCI中国指数2024年/2025年盈利增速至10.9%/14.7%(2月初:14.0%/13.6%)。
- **国内增量资金月度净流入再创新高，北向资金转为净流入。**我们的月度全球**资金流报告**显示，2月外资净流出中国股市显著放缓，被动型外资净流入大幅扩大，显示对冲基金仍在积极地交易中国股票。在“国家队”持续入场带动下，国内增量资金净流入保持强劲，月度净流入创下2019年以来新高。北向资金转为净流入，扭转了连续6个月净流出的态势，南向资金净流入保持强劲。
- **短期成长风格或占优。**行业配置上，可关注或受惠于“两会”重点政策的信息技术板块(硬件+软件)。市场风格上，根据我们对过去十年“两会”结束后市场风格的分析，发现“两会”结束后一个月内，成长股小幅跑赢价值股。然而，需要注意风格切换，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、关注业绩有望超预期的板块和个股。**MSCI中国指数行业中，电信服务、可选消费和公用事业4Q23盈利增速有望领先。A股发布盈喜预告的公司中，日常消费(食品、饮料与烟草)、可选消费(汽车与汽车零部件、耐用消费品与服装)、工业(资本货物)板块市值占比较大，短期可能受资金关注。**二、受惠于“两会”重点产业政策的领域。**包括：1. 传统消费+新型消费；2. 产业升级+数字经济；3. 新兴产业+未来产业；4. 国有企业估值重塑。
- **浦银国际重点关注股票组合：加入理想汽车，移出比亚迪股份和时代电气。**自**上次更新**至今，组合录得上涨5.6%，跑赢MSCI中国指数，但略跑输恒生科技指数和中概股指数。期间，时代电气和珀莱雅表现相对较好，但再鼎医药和舜宇光学科技表现较为疲弱。目前，组合包含拼多多、滔搏、蒙牛乳业和比亚迪电子等9只股票。
- **投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。**

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2024年3月8日

相关报告：

[浦银国际策略观点：把握“两会”重要政策窗口期结构性机会 \(2024-3-5\)](#)[浦银国际月度资金流：北向资金重新录得净流入，高股息板块获青睐 \(2024-2-27\)](#)

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
估值仍较为吸引	8
盈利增长预期下调或于业绩期结束后暂告一段落	10
资金流向：北向资金重新录得净流入	12
行业配置、轮动与风格切换.....	14
短期投资交易策略.....	18
一、把握“两会”重要政策窗口期结构性机会	18
二、关注年报业绩有望超预期的板块和个股	22
浦银国际重点关注股票组合更新	24

图表目录

图表 1：有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会	4
图表 2：2 月，主要中国股指明显反弹，离岸市场涨幅相对较大	6
图表 3：MSCI 中国指数中，估值扩张驱动下，信息技术、可选消费、医疗健康的涨幅居前	6
图表 4：恒生综合指数中，估值扩张驱动下，工业、医疗健康、材料和必选消费的涨幅居前	7
图表 5：沪深 300 指数中，估值扩张驱动下，信息技术、电信服务和可选消费的涨幅居前	7
图表 6：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 7：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引	9
图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率	9
图表 9：恒生指数前瞻市盈率	9
图表 10：沪深 300 指数前瞻市盈率	9
图表 11：近期 AH 溢价小幅缩小，但仍位于高位	9
图表 12：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 13：MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：下调幅度有所缓和	11
图表 14：恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：下调趋势同样有所缓和.....	11
图表 15：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 16：2 月，主动型基金仍维持净流出，被动型基金维持净流入.....	12
图表 17：.....国内资金净流入保持强劲，外资净流出规模大幅减小.....	12
图表 18：2 月，北向资金转为净流入，南向资金保持净流入.....	13

图表 19: MSCI 中国各板块: 医疗健康、公用事业和房地产板块 2024 年 EPS 增速较为领先, 房地产、消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先	15
图表 20: 近一月, MSCI 中国指数中大部分板块盈利预期均有下调, 医疗健康和消费板块下调幅度较大	15
图表 21: MSCI 中国指数行业中, 材料、电信服务和公用事业板块兼具高成长和低估值.....	16
图表 22: 恒生综合指数轮动热力图	16
图表 23: 沪深 300 指数轮动热力图	17
图表 24: 2 月成长股略跑赢价值股.....	17
图表 25:大盘股和小盘股并无出现明显分化.....	17
图表 26: 经济目标一览, 除地方政府专项债额度外均和去年持平	19
图表 27: 有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会	19
图表 28: 历次“两会”期间及之后主要中国股指表现.....	20
图表 29: 历次“两会”期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现.....	20
图表 30: 历次“两会”期间 A 股各板块表现: 家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务表现较佳, 但保险和多元金融表现较弱	21
图表 31: 历次“两会”结束后一周和一月内 A 股各板块均录得正回报.....	21
图表 32: 2023 年年报发布盈喜的 A 股公司数量较 2022 年有所上升.....	22
图表 33: 发布盈喜公司较多的行业为消费、工业和信息技术	22
图表 34: MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增长.....	23
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	24
图表 36: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑	25

焦点图表

图表 1: 有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会

投资主题	政府工作报告中相关产业政策	具体投资领域
一、传统消费+新型消费	积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。 鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。 推动养老、育幼、家政等服务扩容提质。	家居、家电、电子、体育用品、养老育幼家政服务、酒店、旅游等消费领域。
二、产业升级+数字经济	以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化。 积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用。	人工智能中，建议关注上游基础层，包括芯片，服务器等板块。 数字经济中，建议关注信创、工业软件、ERP等领域的投资机会。
三、新兴产业+未来产业	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。 开辟量子技术、生命科学等新赛道。	一是科技成长，如通信、计算机、半导体、机器人等板块； 二是新能源与新材料，如新能源汽车、风电和光伏等板块； 三是创新药等具成长性的医药板块。
四、“中特估”国有企业估值重塑	要深入实施国有企业改革深化提升行动，做强做优主业，增强核心功能、提高核心竞争力。	基本面良好、低估值、高分红、现金流充裕的央国企短期有望得到重估，尤其是在基建、能源、通信等领域。

资料来源：政府工作报告，浦银国际预测

月度中国市场回顾与展望

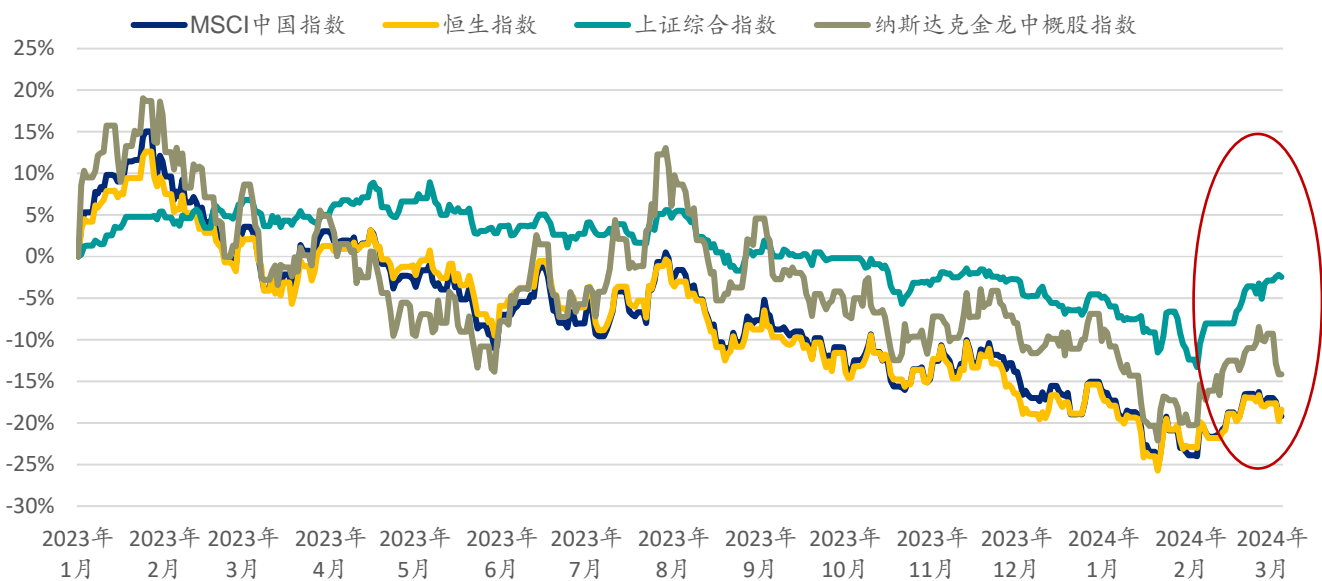
2024年2月，主要中国股指明显反弹，创业板和中概股涨幅领先。2月，中国主要股指明显反弹，创业板和中概股相对涨幅较大，纳斯达克中概股指数上涨12.3%，MSCI中国指数上涨8.6%，恒生指数上涨6.6%，上证综指和创业板指数分别上涨8.1%/14.9%（图表2）。

在估值大幅扩张驱动下，全部板块均录得正回报，信息技术、可选消费和医疗健康板块涨幅领先。过去一个月，MSCI中国指数中，信息技术、可选消费和医疗健康板块涨幅较大；恒生综合指数中，工业、医疗健康和材料板块录得涨幅居前；沪深300指数中，信息技术、电信服务、可选消费板块涨幅领先（图表3-5）。

市场或回归基本面，关注业绩有望超预期的板块。MSCI中国指数行业中，电信服务、可选消费和公用事业4Q23盈利增速有望领先。A股发布盈喜预告的公司中，日常消费（食品、饮料与烟草）、可选消费（汽车与汽车零部件、耐用消费品与服装）、工业（资本货物）板块市值占比较大，短期可能受资金关注。然而，发布盈警预告的公司中，房地产、材料、信息技术板块占比较大，业绩期内可能有一定卖压。

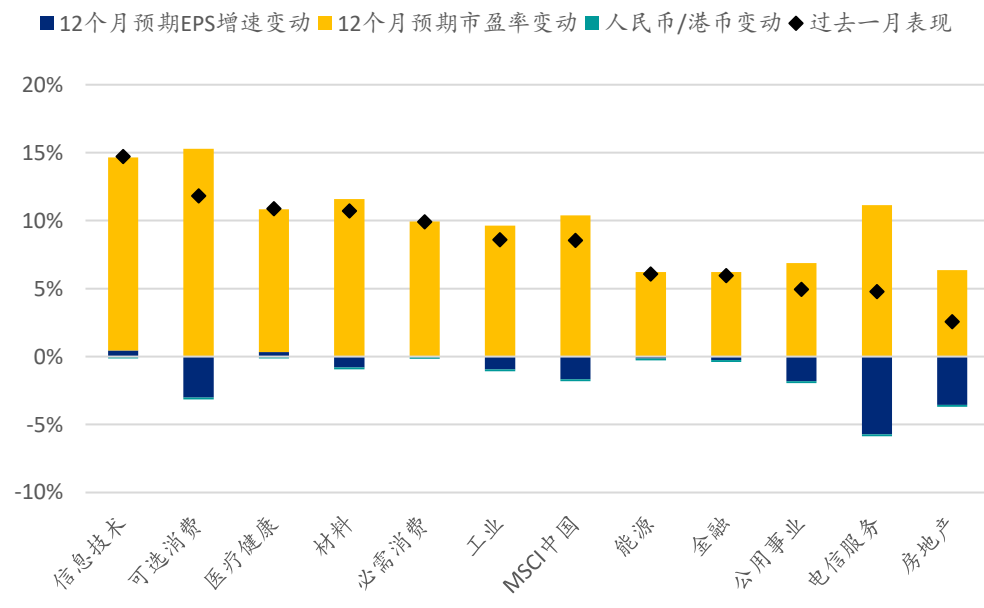
把握“两会”政策窗口期结构性机会。根据我们的回测，历次“两会”结束后一个月内，在密集政策刺激下，中国股指录得正回报的几率较高。然而，后续行情的可持续性可能需要持续的政策刺激支持，在政策利好落地后，部分前期涨幅较多的板块或有一定的回调风险。全年可关注有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会：1. 传统消费+新型消费；2. 产业升级+数字经济；3. 新兴产业+未来产业；4. 国有企业估值重塑。

图表 2: 2月, 主要中国股指明显反弹, 离岸市场涨幅相对较大



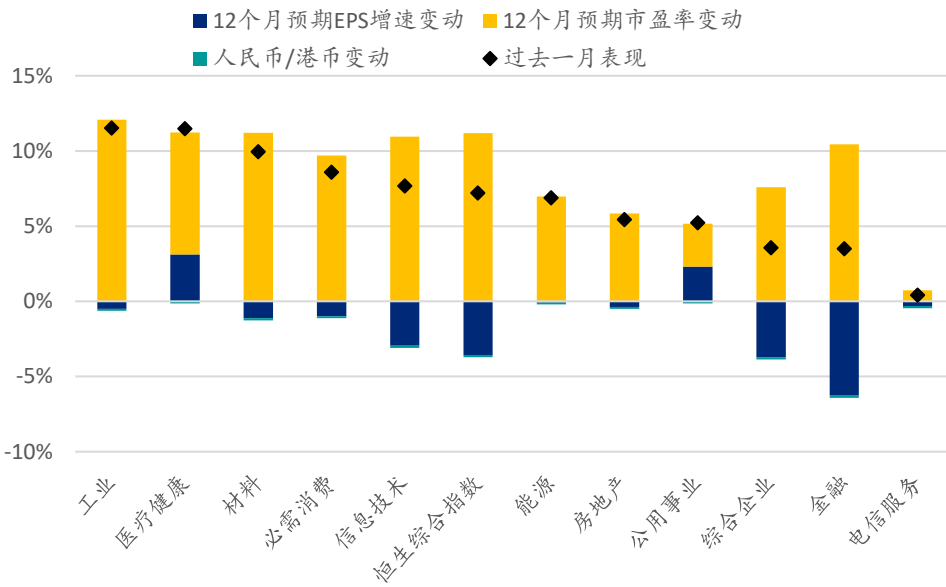
注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: MSCI 中国指数中, 估值扩张驱动下, 信息技术、可选消费、医疗健康 的涨幅居前



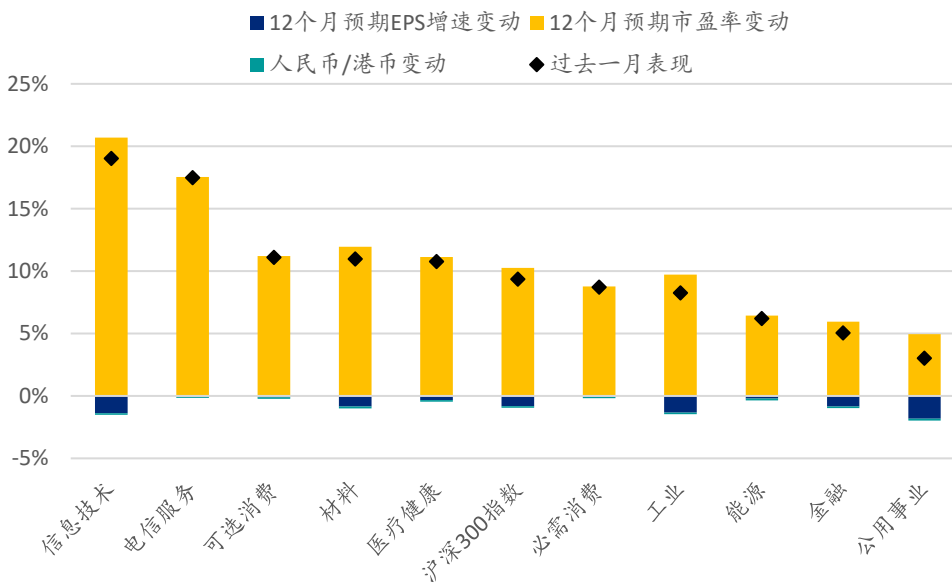
注: 数据截至 2024 年 2 月 29 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 恒生综合指数中, 估值扩张驱动下, 工业、医疗健康、材料和必需消费的涨幅居前



注: 数据截至 2024 年 2 月 29 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 5: 沪深 300 指数中, 估值扩张驱动下, 信息技术、电信服务和可选消费的涨幅居前



注: 数据截至 2024 年 2 月 29 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

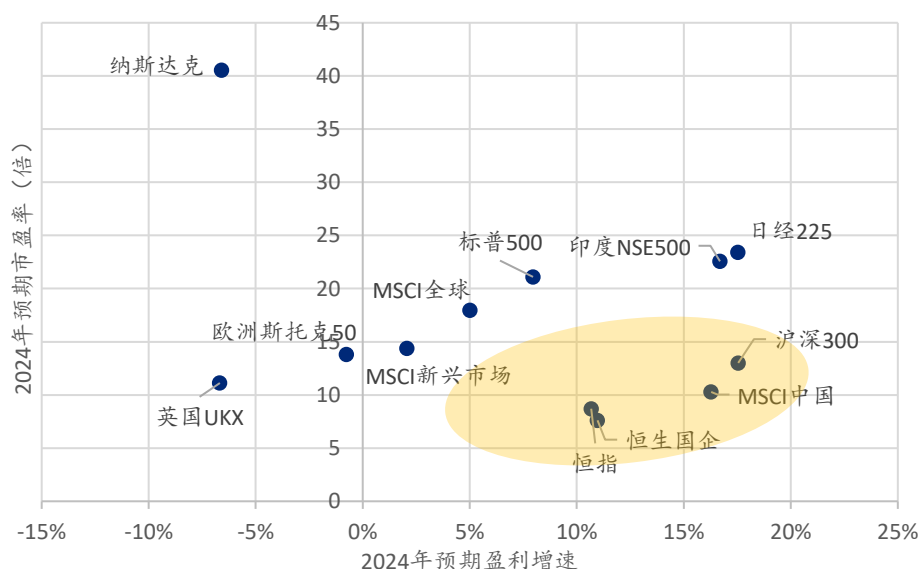
估值仍较为吸引

“两会”政策窗口期有利于改善市场情绪，估值修复空间较大。虽然过去一月中国主要股指的估值均有所上升，但仍处于历史低位。短期内，预计“两会”期间和之后或会陆续出台更多稳经济的具体刺激政策，有利于市场情绪持续改善，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 6-7）。截至 2024 年 3 月 6 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 8.8 倍和 7.7 倍，分别位于过去五年均值负 1.4 倍和负 1.9 倍标准差附近。沪深 300 指数前瞻市盈率在 11.0 倍，比过去五年均值低 0.9 倍标准差（图表 8-10）。

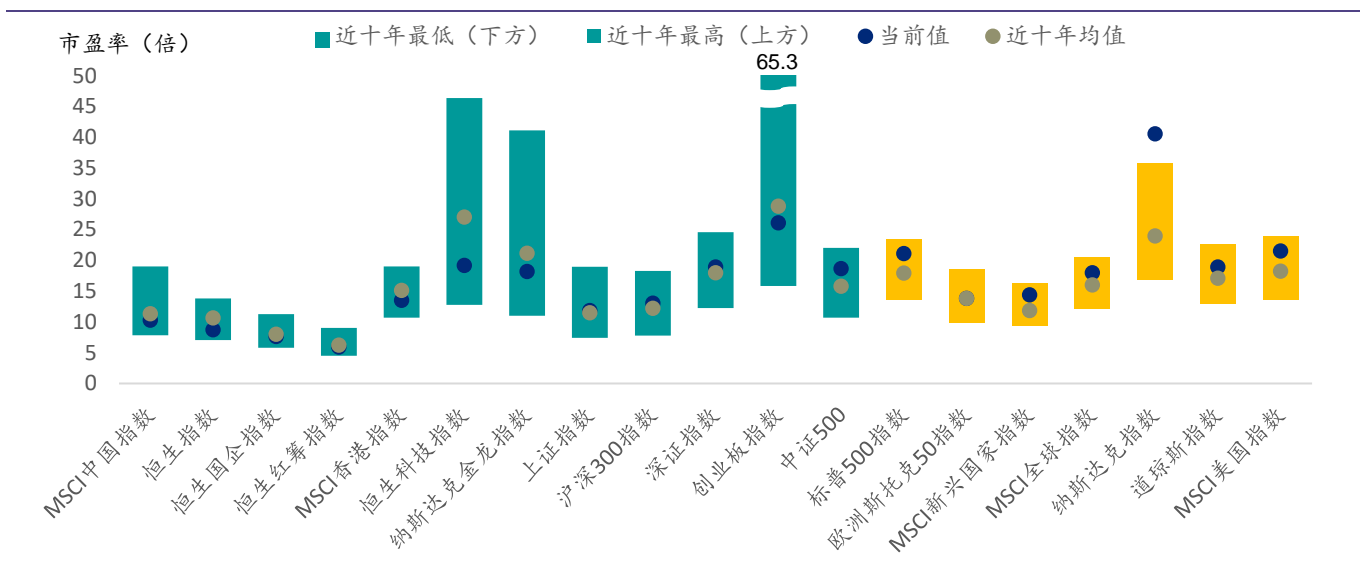
美联储政策或在年内转向，中美利差有望持续收窄。截至 3 月 6 日，AH 溢价较上月的 55% 有所缩小，但仍位于 51% 的偏高水平，港股进一步凸显配置价值。由于港股受海外风险因素影响较大，中美利差扩大会对港股估值有所压制。预期今年美联储政策或将转向，地缘政治风险有所缓和，海外不确定性有望逐步降低，AH 溢价将有所收缩（图表 11）。

图表 6：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 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 7：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 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



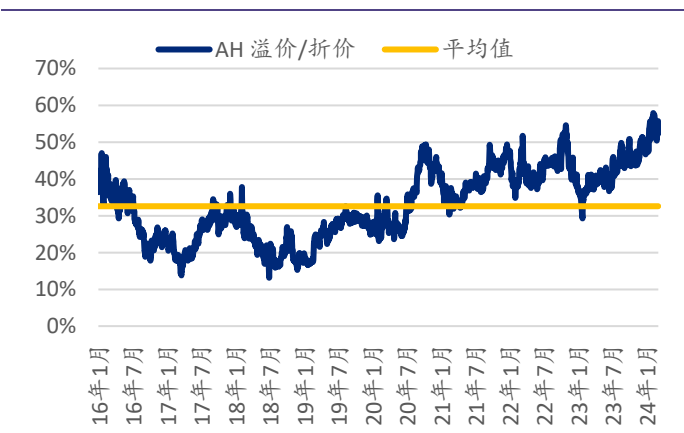
注：数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：近期 AH 溢价小幅缩小，但仍位于高位



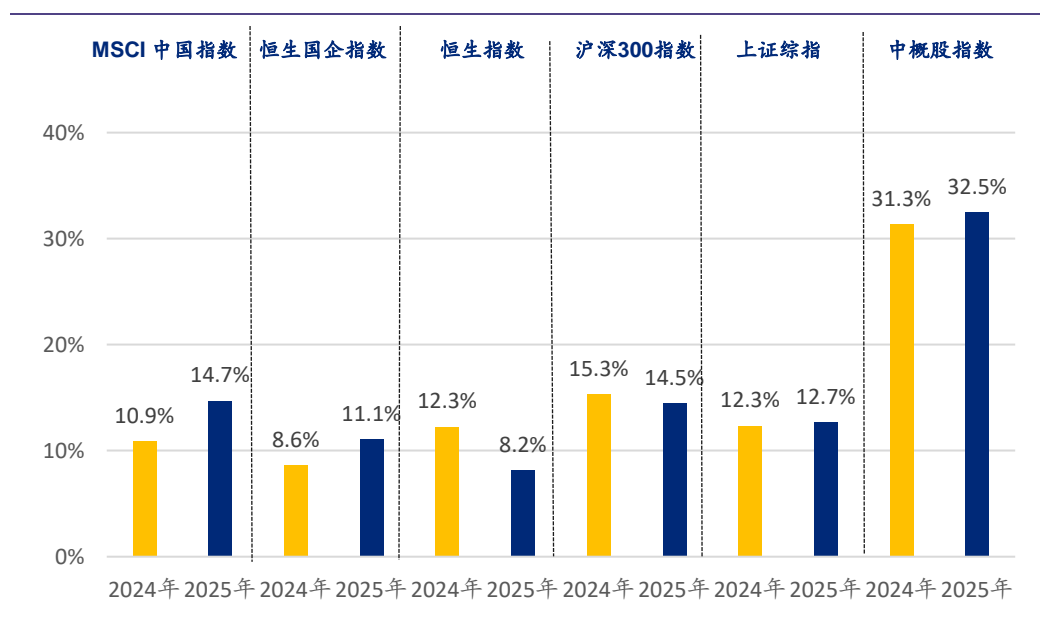
注：数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

盈利增长预期下调或于业绩期结束后暂告一段落

2月，主要中国股票指数的2024年预期盈利增速仍呈现下调趋势。根据彭博，卖方分析师下调MSCI中国指数2024年至10.9%，上调2025年盈利增速至14.7%（2月初：14.0%/13.6%）。上调恒生指数2024年/2025年预期盈利增速至12.3%/8.2%（2月初：8.9%/7.8%）。下调上证综合指数2024年预期盈利增速至12.3%，上调2025年预期盈利增速至12.7%（2月初：12.6%/12.0%）。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31.3%（2月初：35.2%），上调2025年预期盈利增速至32.5%（2月初：20.5%）（图表12-15）。

盈利下调的趋势或于业绩期结束后暂告一段落，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，我们判断2023年四季度企业盈利增长或将进一步改善，2024年盈利增长有望维持较快速度。我们预期2024年中国经济结构转型加速，有望驱动盈利增长重新成为市场向上的主导力量。

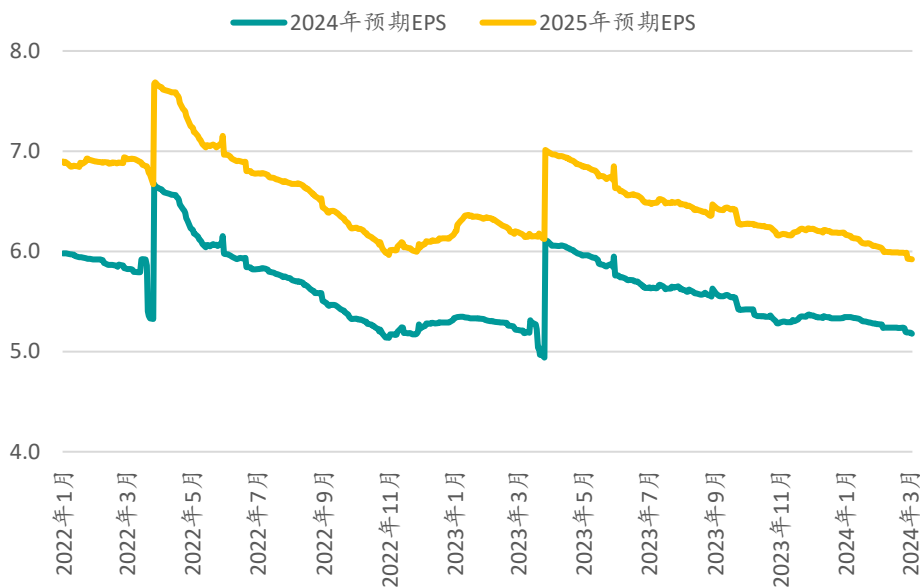
图表 12：主要中国股指 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股较领先



注：数据截至2024年3月6日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

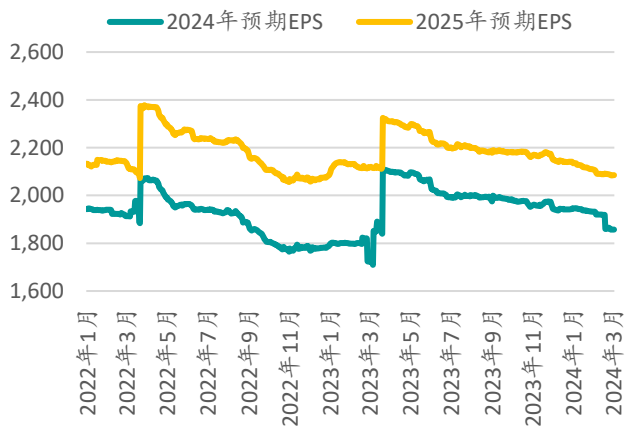
图表 13: MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 下调幅度有所缓和



注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

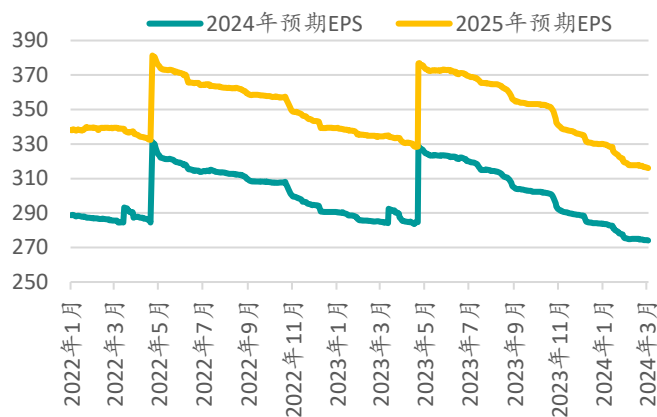
图表 14: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 下调趋势同样有所缓和



注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 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 3 月 6 日。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

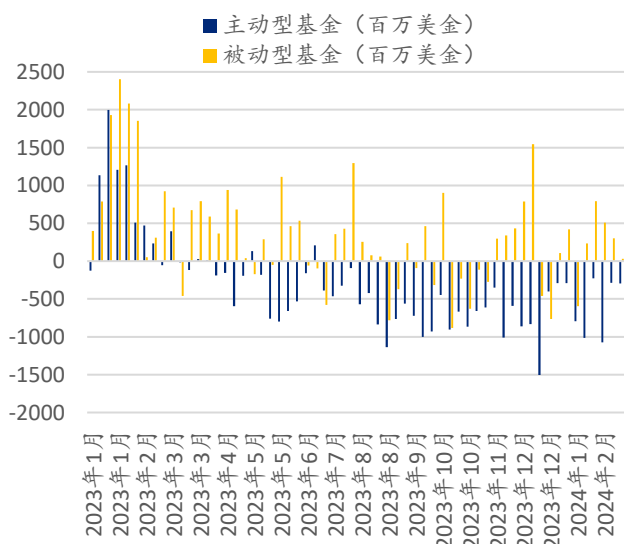
资金流向：北向资金重新录得净流入

外资主动型基金净流出幅度有所减少，被动型基金净流入规模显著加大。根据 EPFR，截至 2 月 23 日，2 月有 2.6 亿美元资金净流出中国市场，较 1 月净流出 22 亿美元大幅减少，其中主动基金净流出 18.9 亿美元（1 月：-23.9 亿美元），被动基金净流入 16.3 亿美元（1 月：+1.6 亿美元）。值得注意的是，虽然主动型基金是外资净流出中国股市的主要驱动力，但被动型基金净流入的幅度较此前大幅加大，显示对冲基金可能在积极地交易中国股票（图表 16）。

“国家队”持续入场，国内增量资金净流入较强劲。根据 EPFR，截至 2 月 23 日，2 月共有 261 亿美元的国内增量资金净流入中国股票市场，月度净流入规模创下 2019 年以来新高，环比持续增加（1 月：净流入 257 亿美元）。我们观察到，在“国家队”持续入场驱动下，近期追踪大盘指数的股票型 ETF 净申购额持续放量（图表 17）。

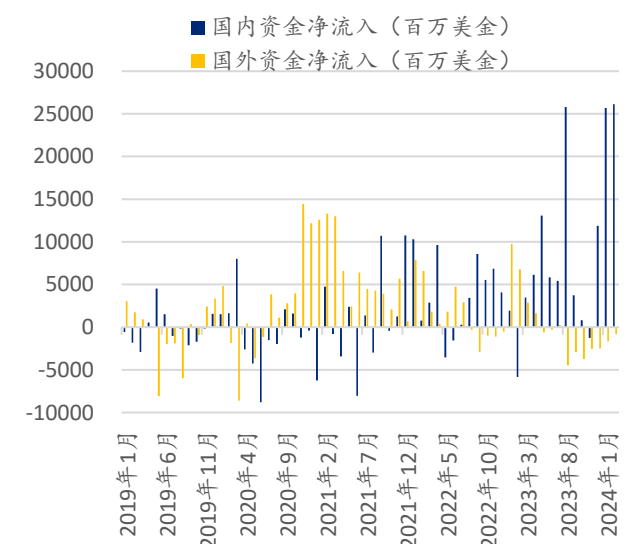
北向资金转为净流入，南向资金保持净流入势头。2 月，北向资金重新转为净流入，共流入人民币 607 亿元（1 月：净流出 145 亿元），扭转了连续 6 个月净流出的态势。2 月，南向资金仍保持净流入趋势，录得净流入 245 亿港元（1 月：净流入 227 亿港元），表明内地投资者对港股兴趣仍然较浓厚（图表 18）。

图表 16：2 月，主动型基金仍维持净流出，被动型基金维持净流入.....



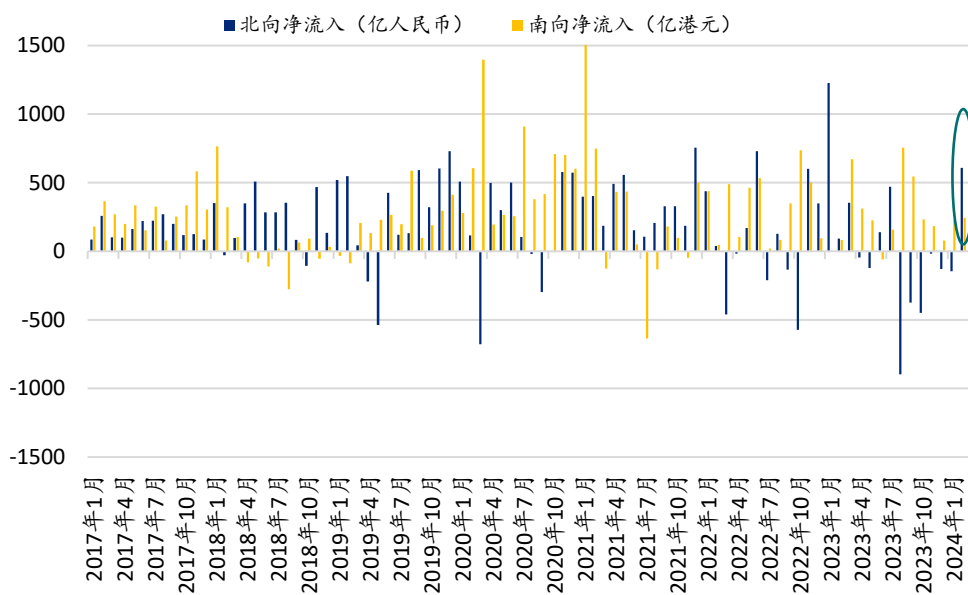
注：数据截至 2024 年 2 月 23 日。
资料来源：Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 17：.....国内资金净流入保持强劲，外资净流出规模大幅减小



注：数据截至 2024 年 2 月 23 日。
资料来源：Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 18: 2月, 北向资金转为净流入, 南向资金保持净流入



注: 数据截至 2024 年 2 月 29 日

资料来源: 港交所, Bloomberg, 浦银国际

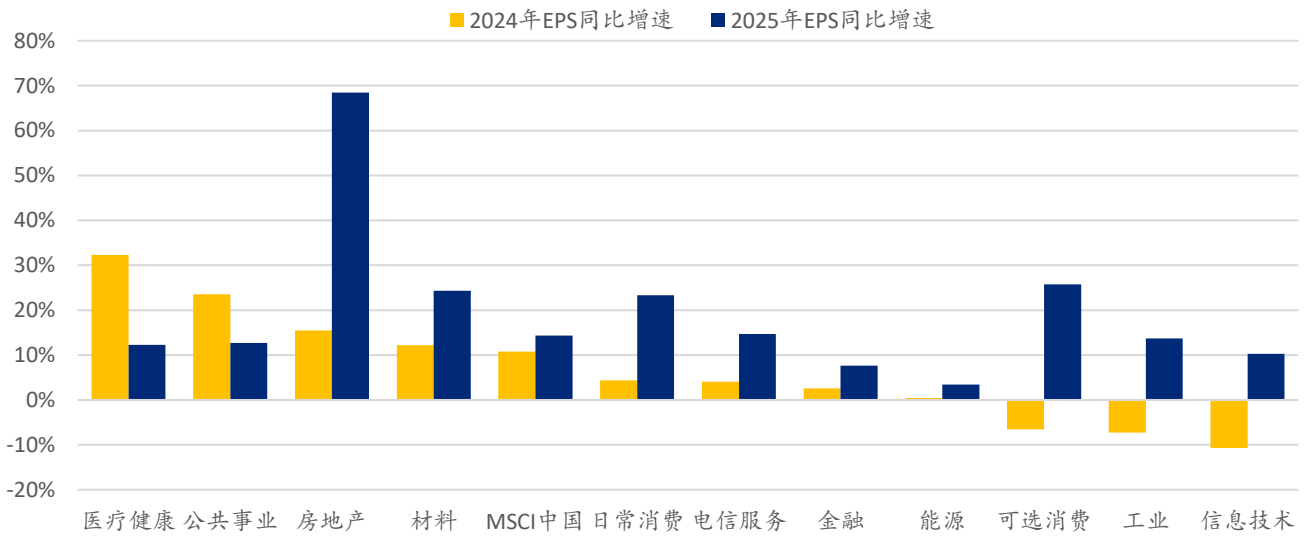
行业配置、轮动与风格切换

“两会”期间及结束后，建议短期关注信息技术板块（硬件+软件），尤其是驱动中国未来经济增长的细分行业，如高端和先进制造业、人工智能等。但需要注意行业轮动，若市场波动加大，防御性较强的电信服务和公用事业板块可能重新受到资金关注，它们的估值仍然偏低，今明两年盈利预期增速较强（图表 19-21）。

近期行业轮动仍然较快，公用事业、能源和金融行业的动能较强。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，大部分板块集中在领先和落后象限，公用事业、综合企业、电信、能源、金融等板块的动能较强，可选消费板块上行的动能有所改善，医疗健康、信息技术和必选消费板块较为落后（图表 22）。沪深 300 指数中，公用事业、能源和金融板块的动能较强势，电信、工业和材料板块上行的动能有所改善，医疗健康、信息技术和必选消费板块的动能较为落后（图表 23）。

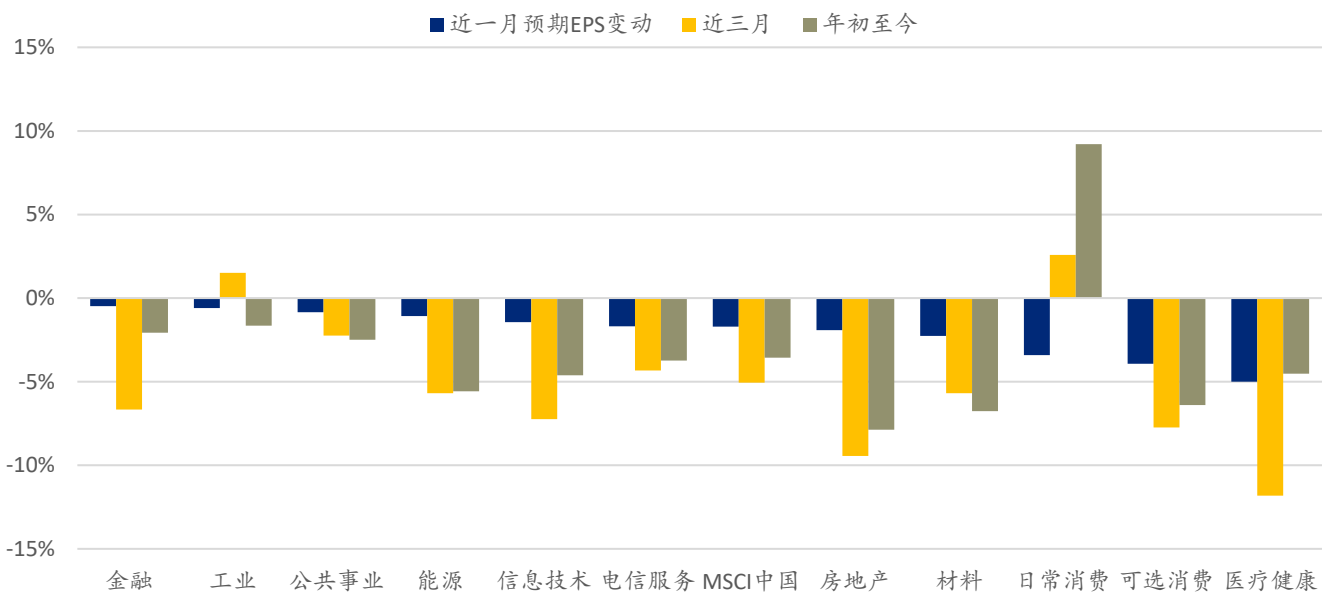
短期成长风格或仍占优。过去一个月，投资者风险偏好有所上升，成长股小幅跑赢价值股，但大盘股与小盘股并未出现明显分化（图表 24-25）。根据我们对过去十年“两会”结束后市场风格的分析，发现“两会”结束后一个月内，成长股小幅跑赢价值股。所以，短期投资者或持续青睐成长股。然而，需要注意风格切换，由于海内外风险仍存，市场情绪仍未完全扭转，若市场波动上升，价值股或将重新受到投资者的青睐。

图表 19: MSCI 中国各板块: 医疗健康、公用事业和房地产板块 2024 年 EPS 增速较为领先, 房地产、消费和材料板块 2025 年 EPS 增速较为领先



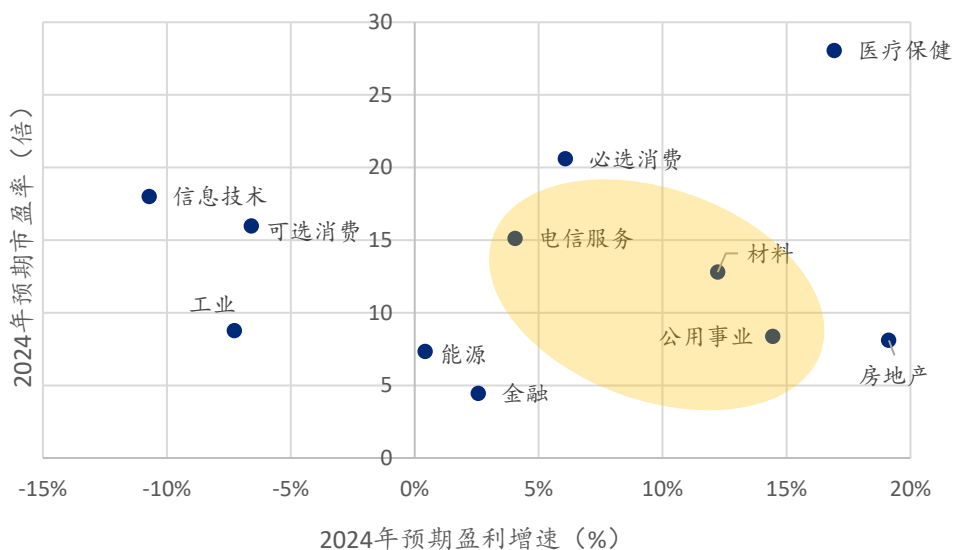
注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 近一月, MSCI 中国指数中大部分板块盈利预期均有下调, 医疗健康和消费板块下调幅度较大



注: 数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 21: MSCI 中国指数行业中，材料、电信服务和公用事业板块兼具高成长和低估值

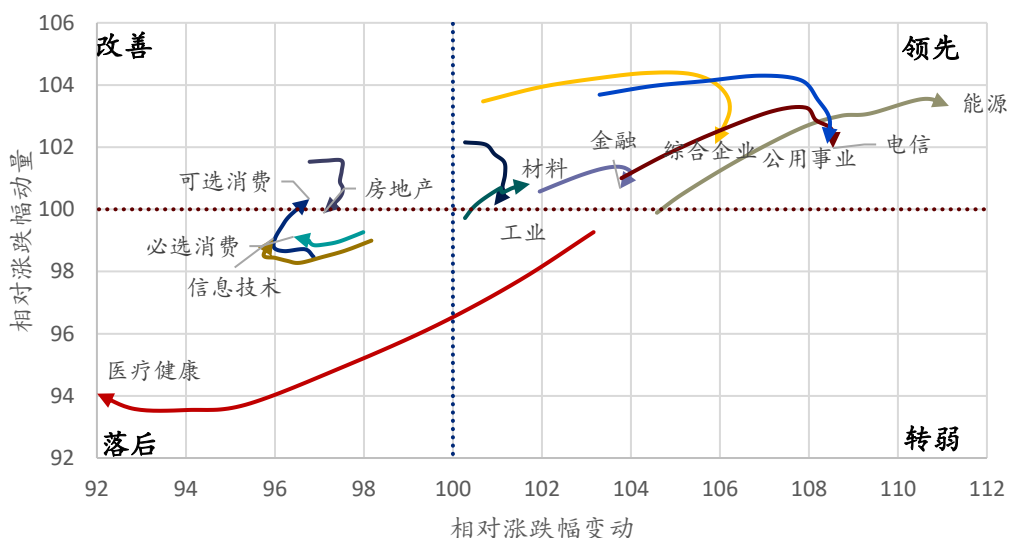


注：数据截至 2024 年 3 月 6 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

行业轮动热力图

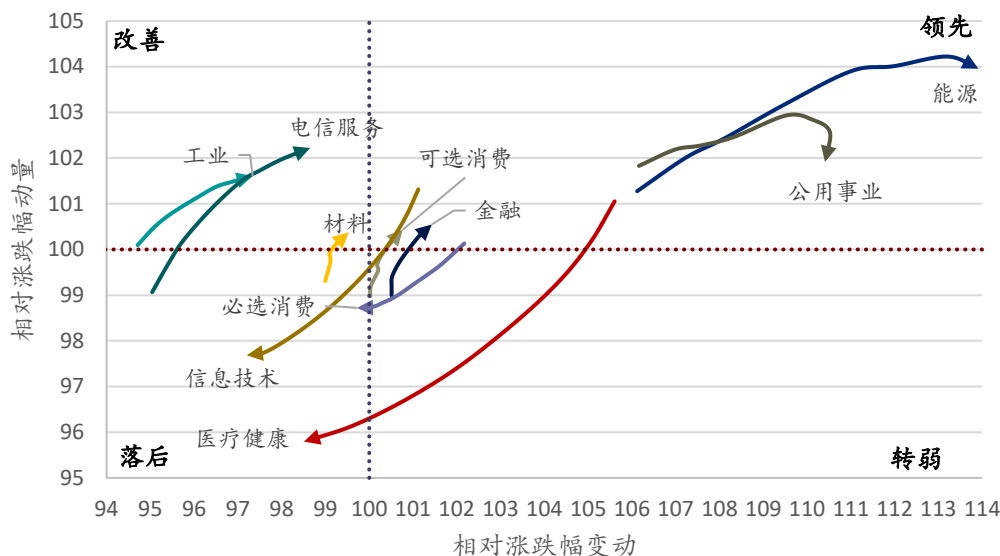
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一一般按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 22: 恒生综合指数轮动热力图



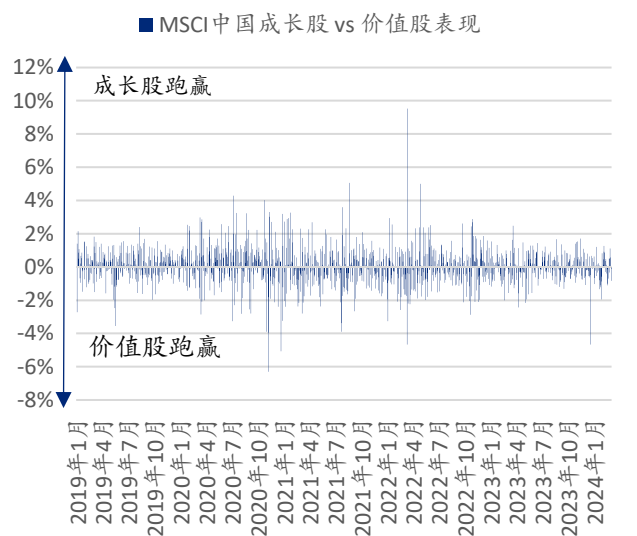
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23: 沪深 300 指数轮动热力图



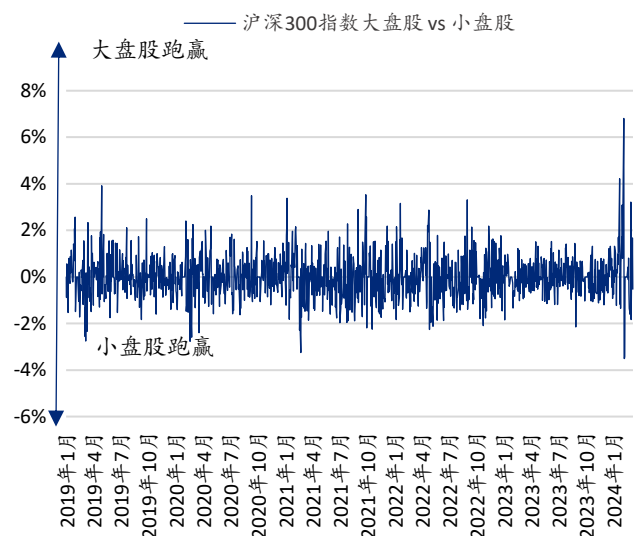
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 24: 2 月成长股略跑赢价值股.....



注：数据截至 2024 年 2 月 29 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 25:大盘股和小盘股并无出现明显分化



注：数据截至 2024 年 2 月 29 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

短期投资交易策略

一、把握“两会”重要政策窗口期结构性机会

“两会”政策窗口期市场如何演绎？ 2024年政府工作报告中核心总量政策目标为GDP增长预期目标为5%左右；赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元；拟连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，基本符合市场一致预期。财政政策的一大亮点或是宣布除了今年之外，今后几年均拟发行超长期特别国债。全年可关注有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会（图表26-27）。

主题一：传统消费+新型消费。 报告指出，“积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。……鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。推动养老、育幼、家政等服务扩容提质”。建议关注家居家电、电子、体育用品、养老育幼家政服务、酒店、旅游等消费领域。

主题二：产业升级+数字经济。 报告指出，“以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化。积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用”。我们预期高端和先进制造业有望成为经济结构转型升级的驱动力。人工智能中，建议关注上游基础层，包括芯片，服务器等板块。数字经济中，建议关注信创、工业软件、ERP等领域的投资机会。

主题三：新兴产业+未来产业。 报告指出，“巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。……开辟量子技术、生命科学等新赛道”。可关注三大重点赛道：1) 科技成长，如通信、计算机、半导体、机器人等板块；2) 新能源与新材料，如新能源汽车、风电和光伏等板块；3) 创新药等具成长性的医药板块。

主题四：国有企业估值重塑。 会议强调，“要深入实施国有企业改革深化提升行动，做强做优主业，增强核心功能、提高核心竞争力”。建议关注“中特估”主题投资，基本面较好的低估值央国企短期有望得到重估，他们还具有高分红的特点，尤其是基建、能源、通信等领域。

图表 26：经济目标一览，除地方政府专项债额度外均和去年持平

指标名称	2024 年目标	2023 年实际值	2023 年目标
经济增速目标	5%左右（持平）	5.2%	5%左右
CPI 目标	3%（持平）	0.2%	3%
财政赤字率（GDP%）	3（持平）	-	3
地方政府专项债额度（亿元）	3.9（个）	4.0	3.8
新增城镇就业（万人）	1200（持平）	1244	1200
城镇调查失业率	5.5%（持平）	5.2%	5.5%左右

资料来源：政府工作报告，Wind，浦银国际估算

图表 27：有望受惠于“两会”重点产业政策的四大主题投资机会

投资主题	政府工作报告中相关产业政策	具体投资领域
一、传统消费+新型消费	积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。 鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。 推动养老、育幼、家政等服务扩容提质。	家居、家电、电子、体育用品、养老育幼家政服务、酒店、旅游等消费领域。
二、产业升级+数字经济	以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化。积极推进数字产业化、产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合。深化大数据、人工智能等研发应用。	人工智能中，建议关注上游基础层，包括芯片，服务器等板块。 数字经济中，建议关注信创、工业软件、ERP 等领域的投资机会。
三、新兴产业+未来产业	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。 开辟量子技术、生命科学等新赛道。	一是科技成长，如通信、计算机、半导体、机器人等板块； 二是新能源与新材料，如新能源汽车、风电和光伏等板块； 三是创新药等具成长性的医药板块。
四、“中特估”国有企业估值重塑	要深入实施国有企业改革深化提升行动，做强做优主业，增强核心功能、提高核心竞争力。	基本面良好、低估值、高分红、现金流充裕的央国企短期有望得到重估，尤其是在基建、能源、通信等领域。

资料来源：政府工作报告，浦银国际预测

历次“两会”期间及之后市场表现回顾

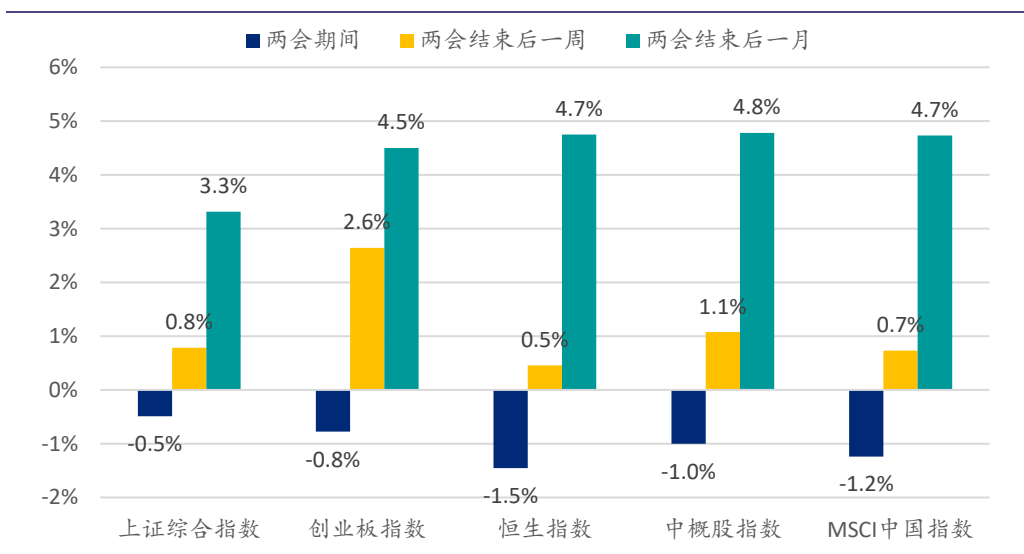
A 股较港股和中概股的波动更低。我们对过去十年“两会”召开期间、以及结束后的短期表现进行了分析，发现在“两会”召开期间，主要中国股指的平均表现较弱，离岸中国指数较 A 股大盘和创业板的跌幅更大。然而，在“两会”结束后一周和一个月均录得正回报，离岸中国股指的相对涨幅更高（图表 28）。

市场风格出现明显切换，成长风格赢率较高。在“两会”期间，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。“两会”结束后一周内，价值股涨幅较成长股更高。“两会”结束后一个月内，成长股小幅跑赢价值股（图表 29）。

“两会”结束后短期 A 股各板块均录得正回报。在“两会”期间，家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务表现较佳，但保险和多元金融表现较为疲弱。在“两会”结束后一周和一个月内，所有板块均录得正回报。

“两会”结束后一周内，媒体、运输和软件与服务板块领涨。“两会”结束后一个月内，软件服务、房地产和多元金融领涨（图表 30-31）。

图表 28：历次“两会”期间及之后主要中国股指表现



注：数据为 2014 年-2023 年历次“两会”期间 A 股各板块涨跌幅的平均值。

资料来源：Wind，浦银国际

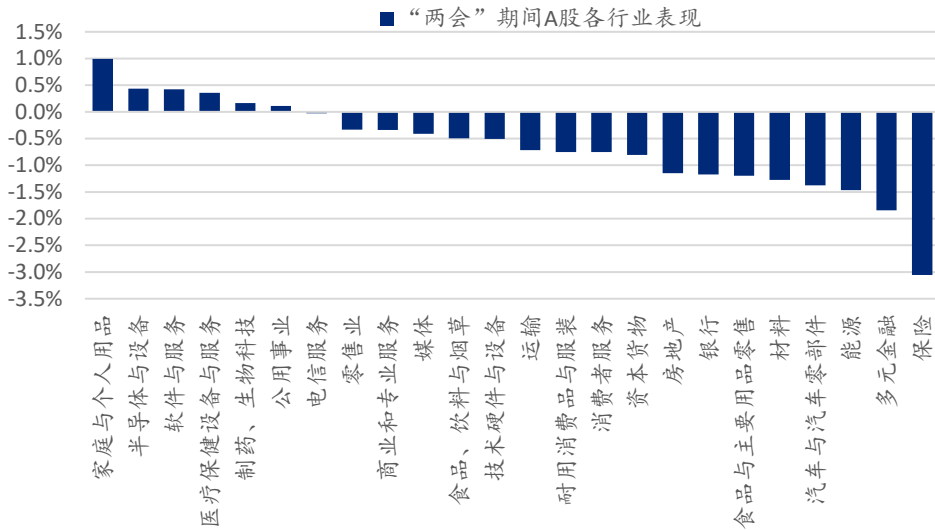
图表 29：历次“两会”期间 MSCI 中国成长股和价值股的表现

	两会期间		两会结束后一周		两会结束后一月	
	成长	价值	成长	价值	成长	价值
2014	-2.7%	0.8%	-1.5%	-2.0%	5.0%	-11.1%
2015	-3.6%	-2.2%	2.3%	6.8%	17.6%	18.0%
2016	1.6%	4.3%	1.8%	-0.3%	5.2%	6.1%
2017	1.0%	2.4%	2.2%	0.1%	2.0%	0.6%
2018	5.6%	4.5%	-2.4%	-7.7%	-3.6%	-8.4%
2019	0.2%	-2.0%	0.3%	-2.9%	2.8%	3.4%
2020	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	5.1%	18.9%
2021	-1.1%	-2.6%	0.4%	3.9%	-0.7%	-9.5%
2022	-6.2%	-18.2%	4.2%	26.3%	3.2%	18.6%
2023	-4.4%	-8.0%	-3.5%	-0.7%	3.3%	0.1%
平均值	-0.9%	-2.0%	0.4%	2.3%	4.0%	3.7%

注：数据为 2014 年-2023 年历次“两会”期间 MSCI 中国成长股与 MSCI 中国价值股的涨跌幅。

资料来源：Wind，浦银国际

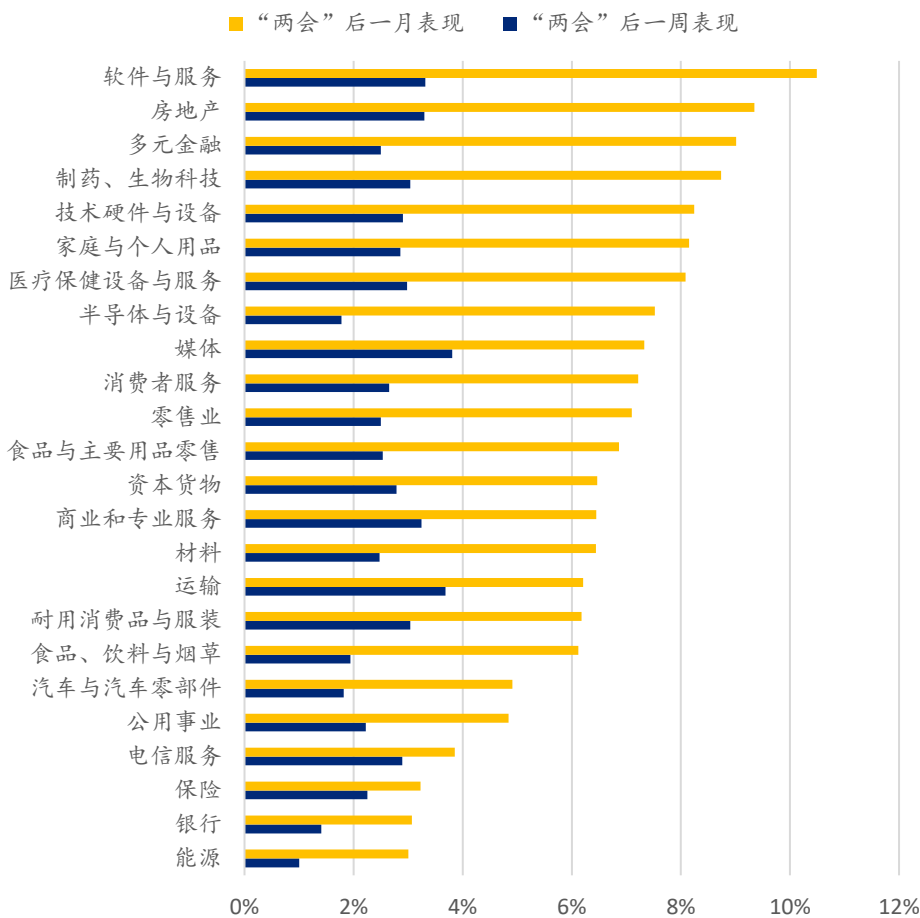
图表 30：历次“两会”期间 A 股各板块表现：家庭与个人用品、半导体与设备、软件服务表现较佳，但保险和多元金融表现较弱



注：数据为 2014 年-2023 年历次“两会”期间 A 股各板块涨跌幅的平均值。

资料来源：Wind，浦银国际

图表 31：历次“两会”结束后一周和一月内 A 股各板块均录得正回报



注：数据为 2014 年-2023 年历次“两会”结束后一周和一月内 A 股各板块涨跌幅的平均值。

资料来源：Wind，浦银国际

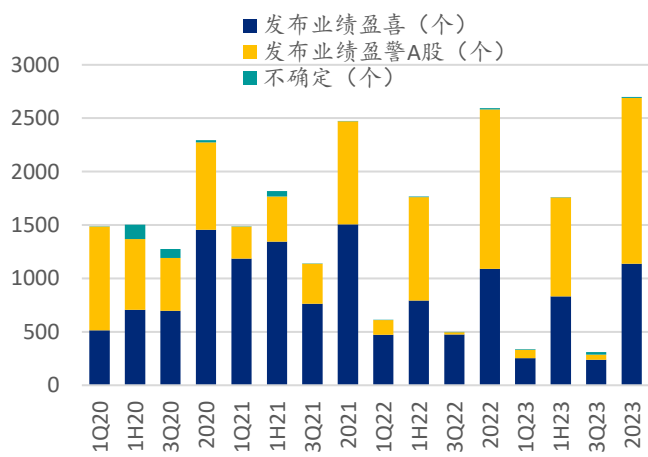
二、关注年报业绩有望超预期的板块和个股

市场焦点或回归业绩主线。3月开始进入年报披露窗口期，虽然年初至今市场核心驱动力在于估值，与业绩的相关性较弱，但随着市场情绪改善，估值有望进一步修复，同时业绩也有望重新成为驱动市场向上的动力。

A股2023全年业绩预告盈喜率小幅下降。截至3月6日，A股共有2739家公司公布了2023全年业绩预告（约占A股全部公司数的51%），其中有1177家公司发布了盈喜，1562家公司发布了盈警，10家发布不确定，盈喜率大约为43%。从市值来看，发布盈喜预告的公司中，日常消费（食品、饮料与烟草）、可选消费（汽车与汽车零部件、耐用消费品与服装）、工业（资本货物）板块占比较大，判断短期资金可能会关注这些业绩确定性相对较强的板块。然而，发布盈警预告的公司中，房地产、材料、信息技术板块占比较大，业绩期可能有一定卖压（图表32-33）

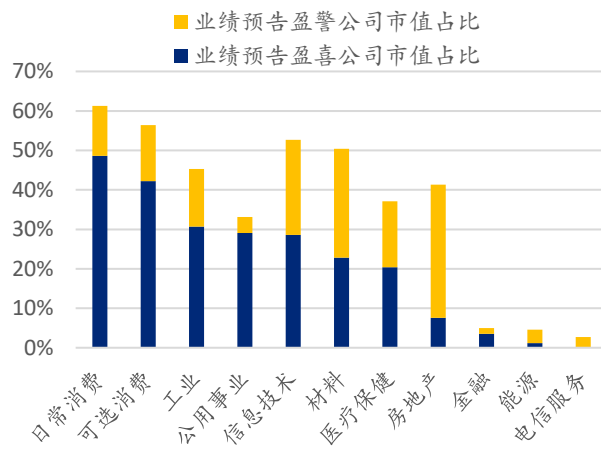
MSCI中国指数行业中，电信服务、可选消费和公用事业4Q23盈利增速有望领先。根据彭博市场一致预期，2023年四季度，电信服务、可选消费、金融和公用事业、材料的盈利增速预期录得正增长，而必选消费、能源、医疗健康、工业、信息技术和房地产预期录得负增长。2024年一季度，除电信服务和信息技术在高基数下盈利负增长外，其他行业有望录得正增长，其中材料、能源和公用事业的季度盈利增长较强劲（图表34）。

图表 32: 2023 年年报发布盈喜的 A 股公司数量较 2022 年有所上升



注：数据截至2024年3月6日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 33: 发布盈喜公司较多的行业为消费、工业和信息技术



注：数据截至2024年3月6日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 34：MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增长

MSCI 中国行业	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
必选消费	8%	9%	-29%	-29%	-3%	-6%	11%	32%	-15%	-29%	50%	43%	15%	43%
可选消费	10%	-43%	-59%	-24%	-23%	39%	91%	57%	52%	26%	4%	52%	16%	25%
能源	397%	18%	410%	60%	75%	17%	-30%	-8%	-39%	-18%	80%	-15%	7%	18%
金融	25%	25%	17%	0%	4%	-21%	-25%	2%	3%	22%	32%	-20%	8%	1%
医疗健康	11%	9%	-31%	-2%	-39%	-38%	91%	13%	3%	-11%	4%	26%	27%	47%
工业	53%	52%	10%	28%	11%	11%	-18%	-24%	-32%	-27%	15%	9%	14%	12%
信息技术	-7%	23%	-12%	-10%	-15%	-22%	10%	9%	-17%	-3%	-27%	-15%	12%	16%
材料	56%	12%	13%	23%	-23%	-39%	-50%	-49%	-53%	16%	120%	90%	155%	52%
电信服务	-26%	-28%	-38%	-13%	-9%	-12%	237%	24%	36%	50%	-50%	31%	27%	22%
公共事业	56%	51%	-85%	-86%	-46%	-46%	346%	604%	29%	24%	74%	124%	6%	17%
房地产	-14%	-14%	-62%	-63%	-59%	-59%	-54%	-52%	-84%	-44%	9%	9%	429%	54%

注：4Q23-4Q24 为彭博一致预期的增速。

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5.6%，表现跑赢了MSCI中国指数，但略跑输恒生科技指数和中概股指数。其中，时代电气和珀莱雅表现相对较好，但再鼎医药和舜宇光学科技相对较弱。本月，组合加入理想汽车（2015.HK），主要考虑其业绩确定性更强，潜在市场增长空间较大；移出比亚迪股份（1211.HK）时代电气（3898.HK），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、滔搏、蒙牛乳业和比亚迪电子等9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	121.33	173.00	43%	12,124	7,648	-3%
蒙牛乳业	2319.HK	日常消费	18.30	23.90	31%	737	350	5%
比亚迪电子	0285.HK	信息技术	30.00	36.70	22%	668	142	8%
舜宇光学科技	2382.HK	信息技术	49.35	80.80	64%	546	411	-9%
珀莱雅	603605.SH	日常消费	95.80	125.90	31%	410	191	21%
滔搏	6110.HK	可选消费	5.23	8.40	61%	337	28	4%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	16.46	20.60	25%	285	156	10%
再鼎医药	9688.HK	医疗保健	15.14	47.00	205%	153	64	-12%
移出								
比亚迪股份	1211.HK	可选消费	191.10	280.40	45%	5,616	1,648	7.4%
时代电气	3898.HK	工业	24.75	38.70	56%	351	59	25.3%
平均表现								5.6%
市值加权表现								3.3%
加入								
理想汽车	2015.HK	可选消费	152.00	210.3	38%	3,247	1,189	N/A
基准指数表现								
MSCI 中国指数	MXCN Index		52.66					4.9%
恒生科技指数	HSTECH Index		3,323.89					7.3%
纳斯达克金龙指数	HXC Index		5,970.86					7.3%

注：收盘价截至3月5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, Wind, 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。
蒙牛乳业 (2319.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 尽管乳制品行业面临增速放缓和高端化空间减小，但我们认为蒙牛产品结构提升空间依然大于竞争对手，费用率有望持续改善，利润率提升确定性强。 - 公司当前估值与其基本面和利润增速明显不匹配。我们预计公司近期将大幅提升派息率，有望推动公司估值水平的回升。
比亚迪电子 (0285.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - Jabil 相关资产的收购已完成交割，有望在 2024 年和 2025 年持续释放利润，同时打开长期大客户业务空间。长期公司还将进一步提升收购工厂的自动化率，降低运营成本，提升业务表现。 - 预计汽车电子业务在未来几年仍将保持较高增速，且毛利率稳定，将持续贡献利润，成为公司越来越重要的利润推动力。 - 比亚迪电子已成为英伟达的授权合作伙伴，AI 服务器业务有望在今年开始贡献收入。
舜宇光学科技 (2382.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 部分国产厂商高端机型斩获较高用户需求，智能手机行业需求边际复苏，且中高端机型占比提升，共同作用带动手机摄像头模组需求改善。 - 手机摄像头行业产品升级重回正轨，潜望式摄像头有望在高阶旗舰机型中采用，提升单机摄像头模组价值量。 - 公司在新能源汽车领域的布局具备优势，车载镜头和模组已成为重要利润来源，且有望在未来几年保持较高的成长动能，支撑公司扩大收入规模、改善利润水平。
珀莱雅 (603605.CH)	<ul style="list-style-type: none"> - 在行业线上平台收入增长受阻期间，线上渠道的多平台布局以及较高的自播比例均赋能公司线上收入较快地增长。 - 旗下多品牌策略相较同业更为成熟，子品牌“彩棠”的收入占比快速提升，为公司提供第二增长曲线。 - 当前珀莱雅的估值处于历史低位，我们认为公司稳健的盈利能力稳健且较强的 2023 年业绩确定性均是珀莱雅估值得以恢复的动力。
滔搏 (6110.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - Nike 在中国市场 2023 年销售收入反弹在行业中具有极强的确定性，并将助力滔搏收入增长。 - 行业中领先的库存新鲜度管理将确保 FY24 零售折扣的同比好转，帮助毛利率同比提升。 - 滔搏卓越的运营资金管理确保了公司经营现金流始终优于净利润表现，从而帮助公司维持较高的派息率。
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 当前晶圆代工产业收入同比增速持续改善，同时行业估值虽然持续提升，但周期推动的估值上行空间仍然可观。从当前的估值百分位判断，华虹半导体的估值上行空间更大。 - 华虹在经历了 4Q23 的业务低点后，公司指引 1Q24 收入同比降幅收窄，毛利率亦略微提升，收入增速和毛利率同步改善。 - 公司当前在手订单开始复苏，电源管理类产品恢复增长，功率和 MCU 产品需求则有望分别于今年二季度和下半年恢复。
再鼎医药 (9688.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 2023-2028 年收入年均复合增速将超过 50%，接下来 3 年有多于 7 款创新药适应症上市。随着销售的放量及利润率的提升，2025 年有望实现盈亏平衡。 - 重磅自免药物 Efgartigimod 今年新加入医保后有望快速放量，外加皮下剂型和其他适应症拓展，有望显著提升未来三年收入增速，我们认为市场尚未完全计入 Efgartigimod 的销售潜力。
理想汽车 (2015.HK)	<ul style="list-style-type: none"> - 作为国内首家实现盈利的新势力，随着公司销量规模的增长、供应降本推进和经营效率的提升，同时产品处于高端价格带，理想的盈利能力具有可持续性； - 销量指引较为乐观，公司预计 3 月份销量重回 5 万台以上。目前，新品 MEGA 进入销售验证期，参考其主要新能源竞品的月销量，期待其随后的销量表现。 - 公司在手现金充沛，能够支持理想不断增加研发投入、扩展业务规模、开拓海外市场，且加快超充站网络的建设亦可和纯电车型销量增长形成良性互促。

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个人。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

