

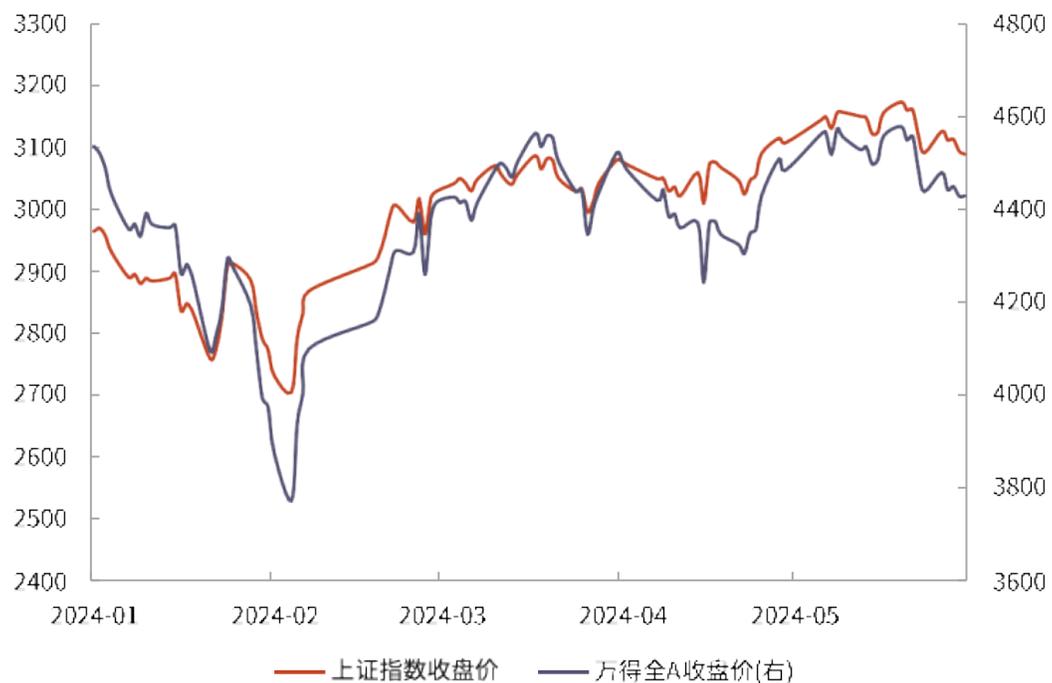
- **核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色。**年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，甚至一度超过了2020年盈利预期的下调幅度，不过近期已经有所企稳。历史来看，一季报之后盈利预期的超季节性调整可能会给市场带来一定影响，而今年前期过度悲观的盈利预期的再修正可能会给A股市场提供支撑。
- **核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注。**预计6月份政策方面仍值得关注。近期，地产利好政策密集出台，除了在房贷利率、首付比例等方面有进一步的调整之外，央行推出了保障性住房再贷款。未来，存量房“收储”可能会促进房地产行业加速去库存，从而达到供需平衡，因此，未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

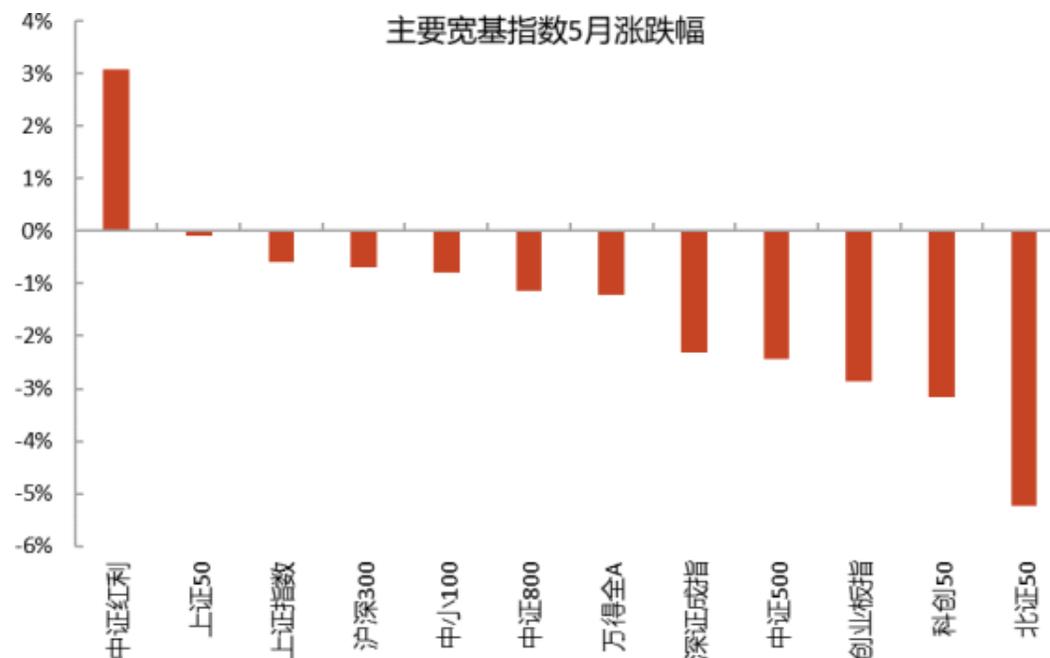
1.1 核心问题一：盈利预期的企稳将会为市场提供温暖的底色

➤ **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



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

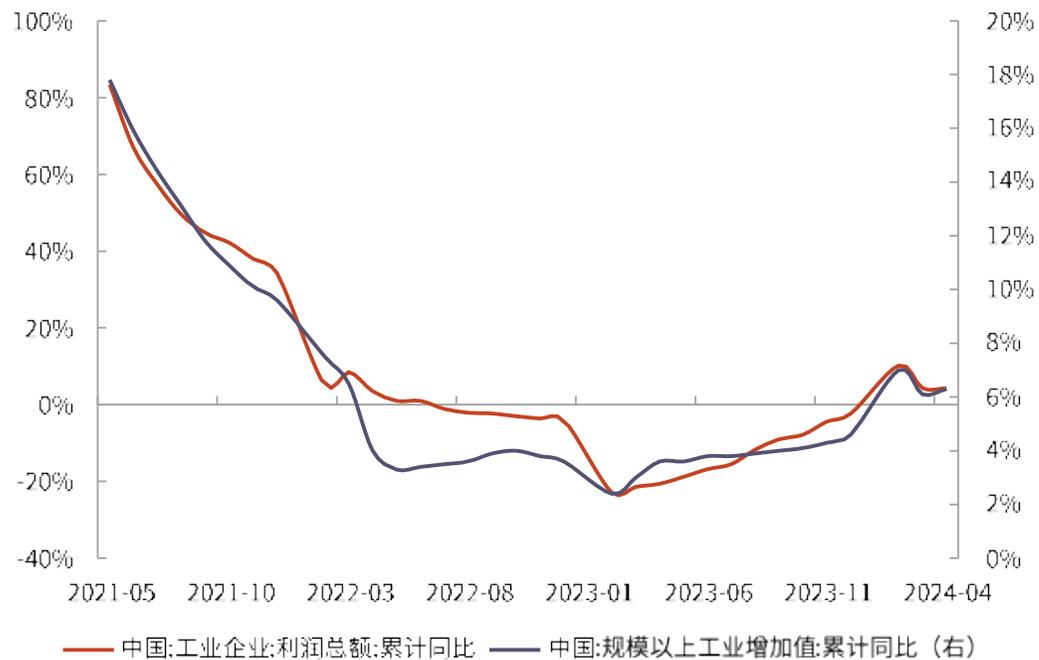
➤ 经济数据短期内仍处于边际改善之中，但未出现明显地超预期。5月制造业PMI为49.5%，回落至收缩区间，较前值下降0.9pct。从工业企业来看，4月规模以上工业增加值累计同比较前值回升，而工业企业利润总额累计同比与前值持平。整体来看，当前经济数据仍处于边际改善之中，但前期的政策效果仍有待显现，经济短期内未明显地超预期。

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

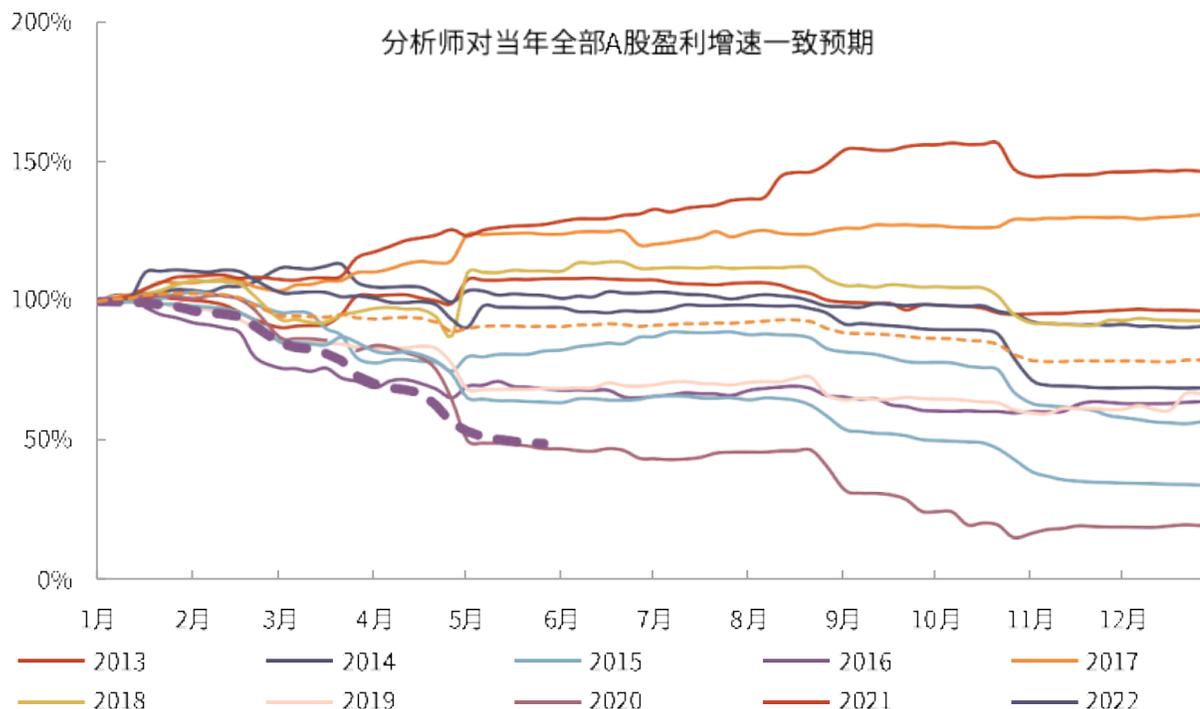


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/04

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

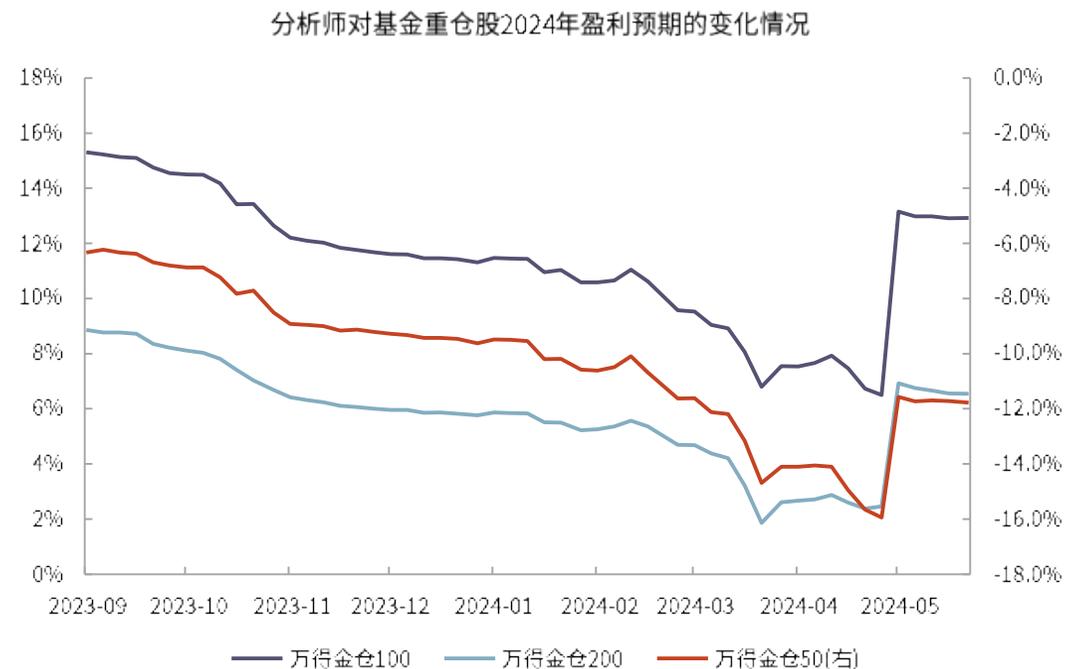
年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，近期有所企稳。从盈利预期来看，年初以来，分析师对A股整体的盈利预期的下调幅度达到2013年以来的高位，远超历史平均水平，甚至一度超过了2020年盈利预期的下调幅度，而近期有所企稳。此外，从分析师对基金重仓股的盈利预期来看，年初以来，分析师对基金重仓股的盈利预期出现一轮显著下调，近期有所企稳。

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

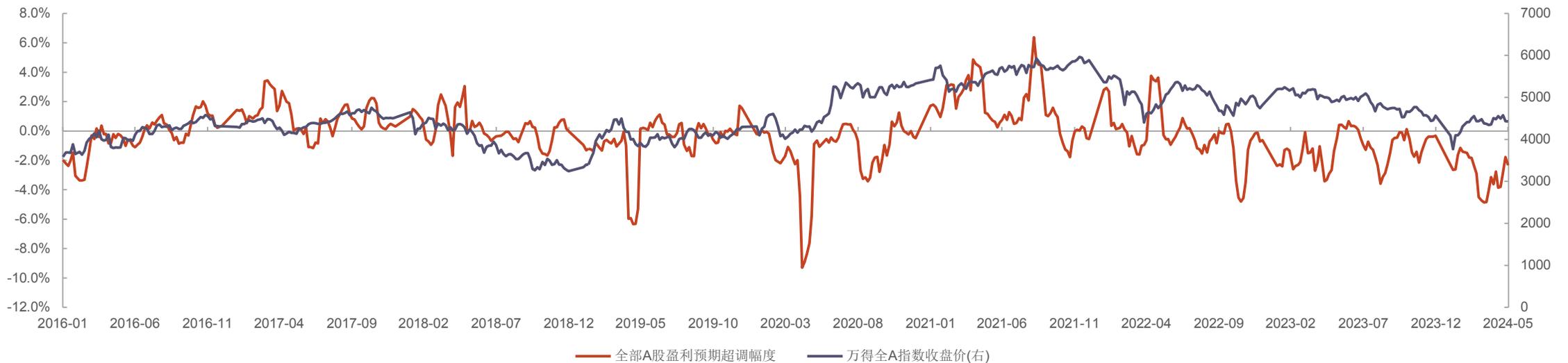


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/5/31

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个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



图表9：2017年全A盈利预期变化与市场行情



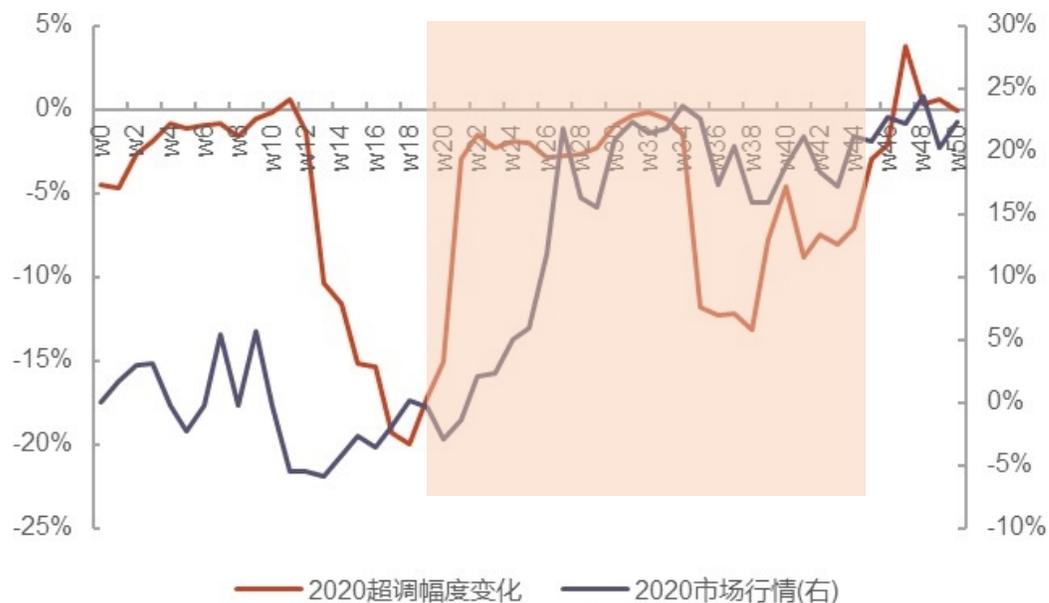
资料来源：Wind，光大证券研究所，市场行行情为万得全A指数收盘价相对于当年年初的涨跌幅，预期超调幅度为当年当周相较于前一月盈利预期调整幅度与累计平均调整幅度的差值

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

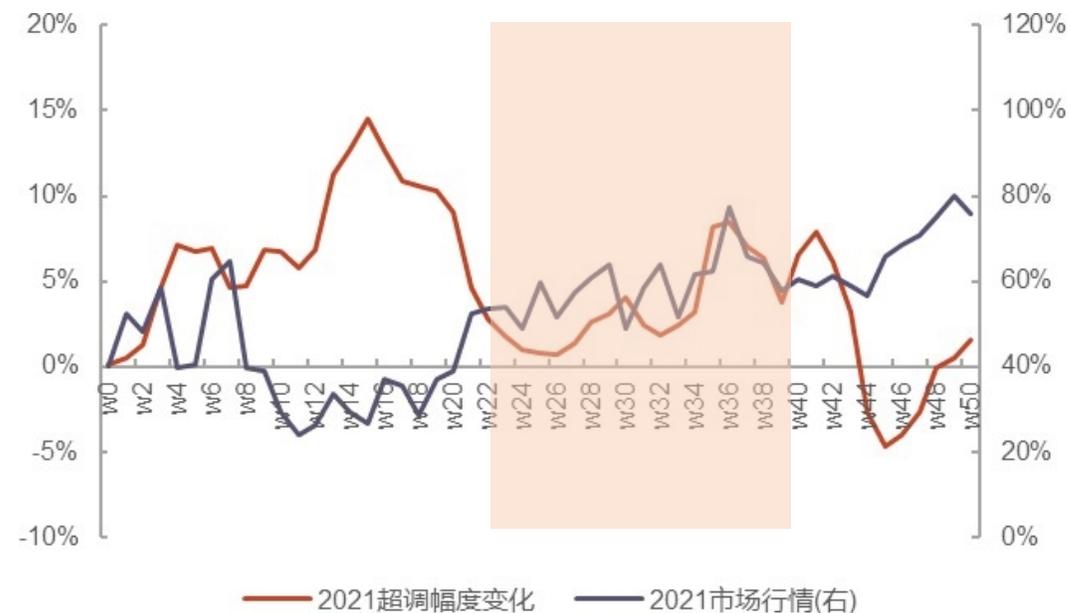
➤即使在疫情期间，盈利预期的超季节性调整对于市场的影响仍然很明显。2020年从第20周开始，盈利预期变化对市场行情的影响增强，剔除季节性调整之后的盈利预期变化较为准确地刻画出了市场行情的变化，2021年第28周-40周也有类似的情况出现。

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

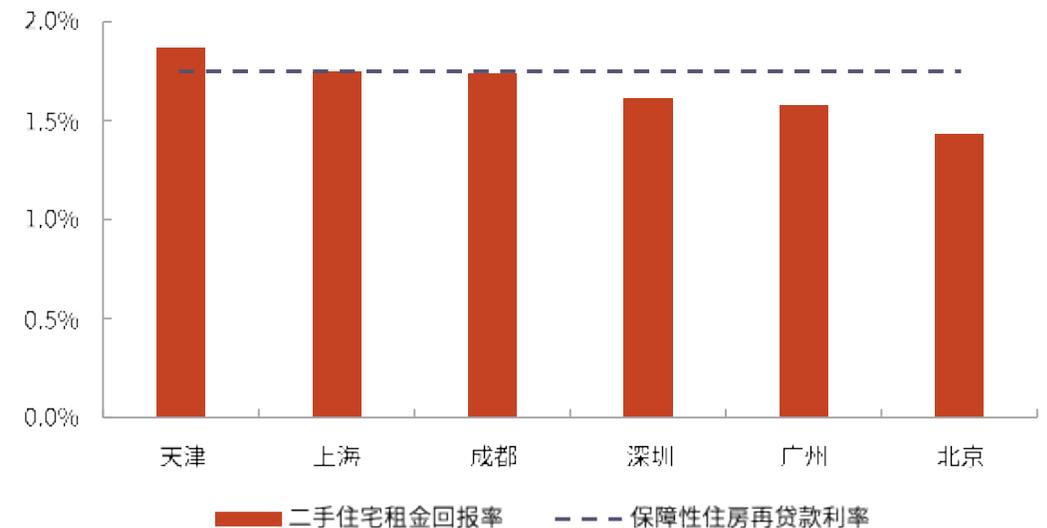
- 保障性住房再贷款将助力房地产库存去化，将对目前房地产库存量大、去化周期长的城市起到支持作用。5月17日，央行宣布由人民银行提供低成本再贷款资金，激励21家全国性银行机构按照市场化原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作保障性住房，保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。预计保障性住房再贷款将助力房地产库存去化，将对目前房地产库存量大、去化周期长的城市起到支持作用，但当前部分城市二手住宅租金回报率低于保障性住房再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

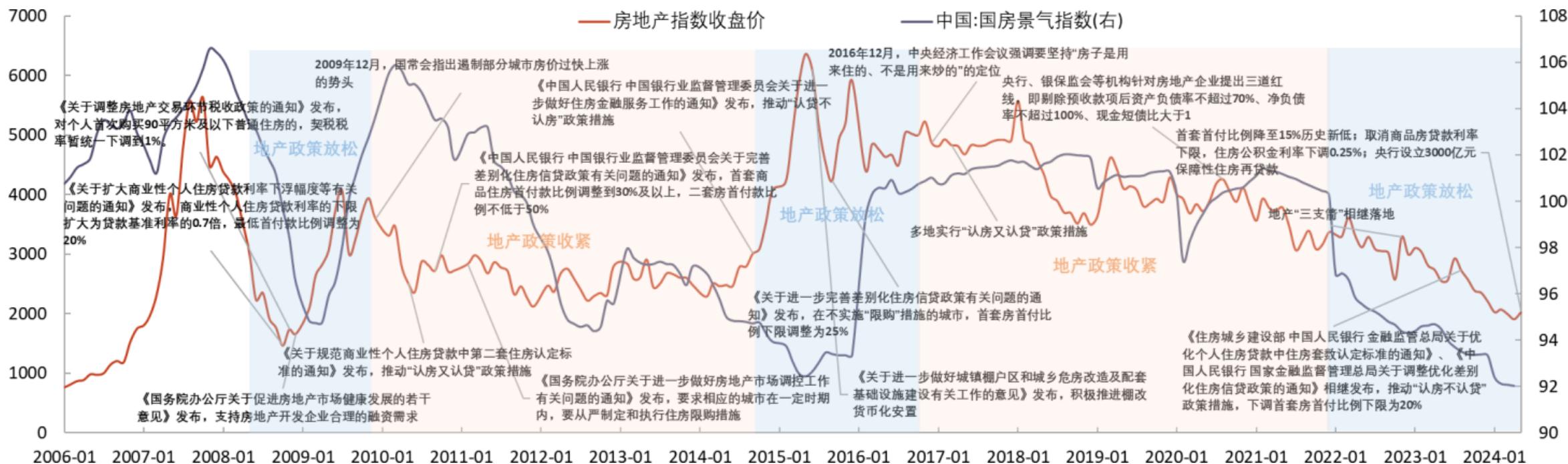


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：二手住宅租金回报率为2024年4月的数据

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。

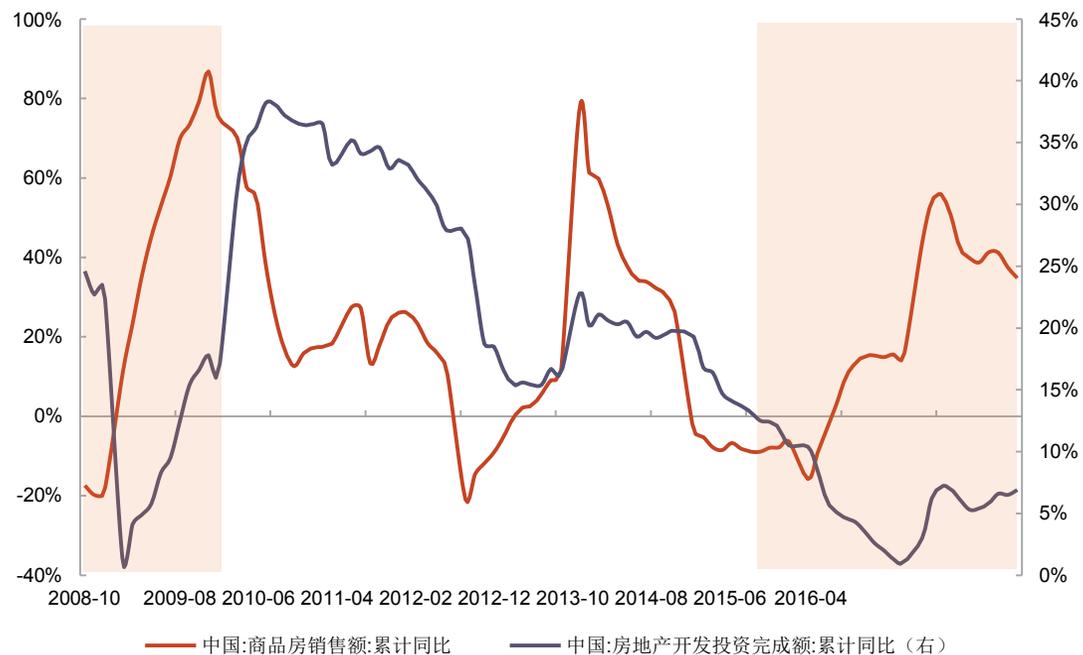
图表16：从首付比例、首套房认定标准等方面来看，本轮地产政策的放松力度较大

		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%

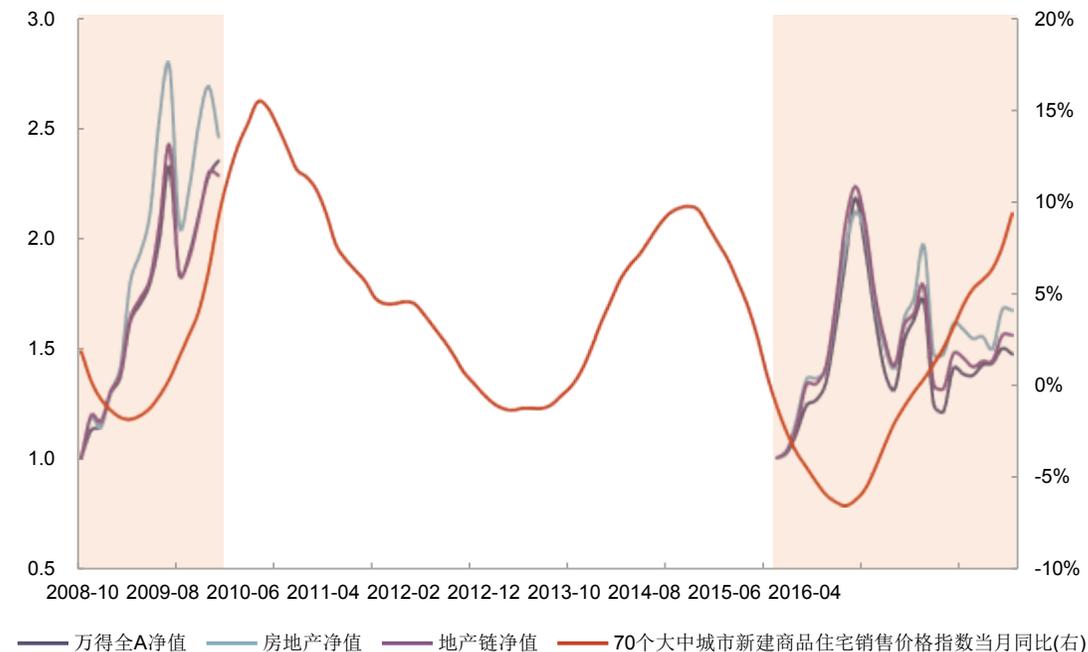
1.2 核心问题二：地产与节能降碳政策值得关注

- 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

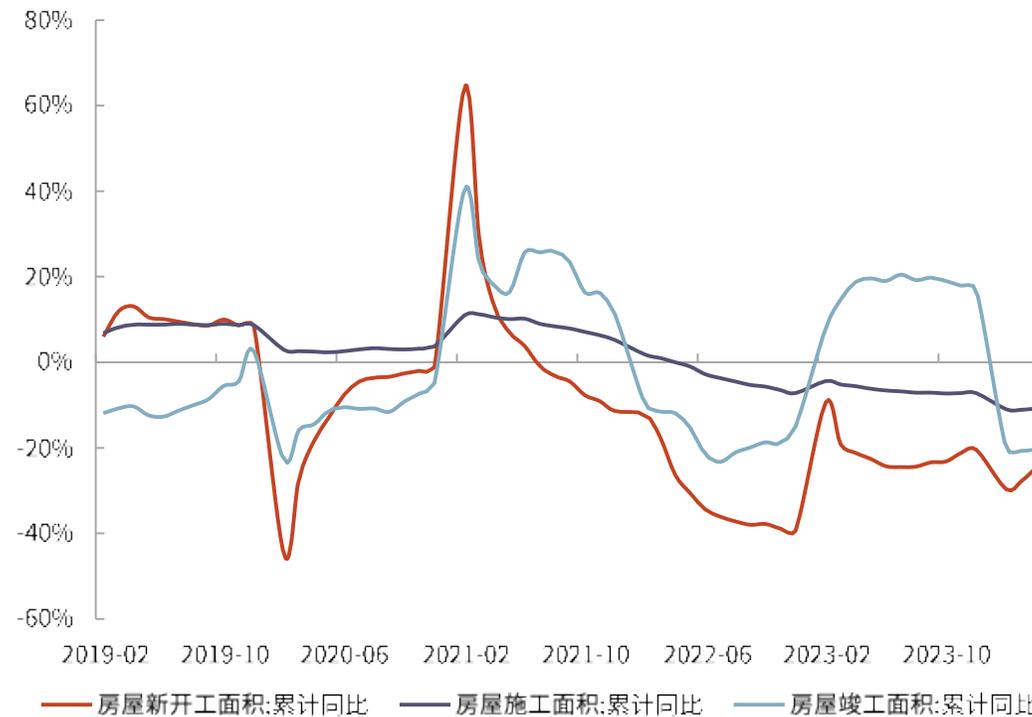
1.3 核心问题三：关注地产链中高质量资产的投资机会

➤ 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

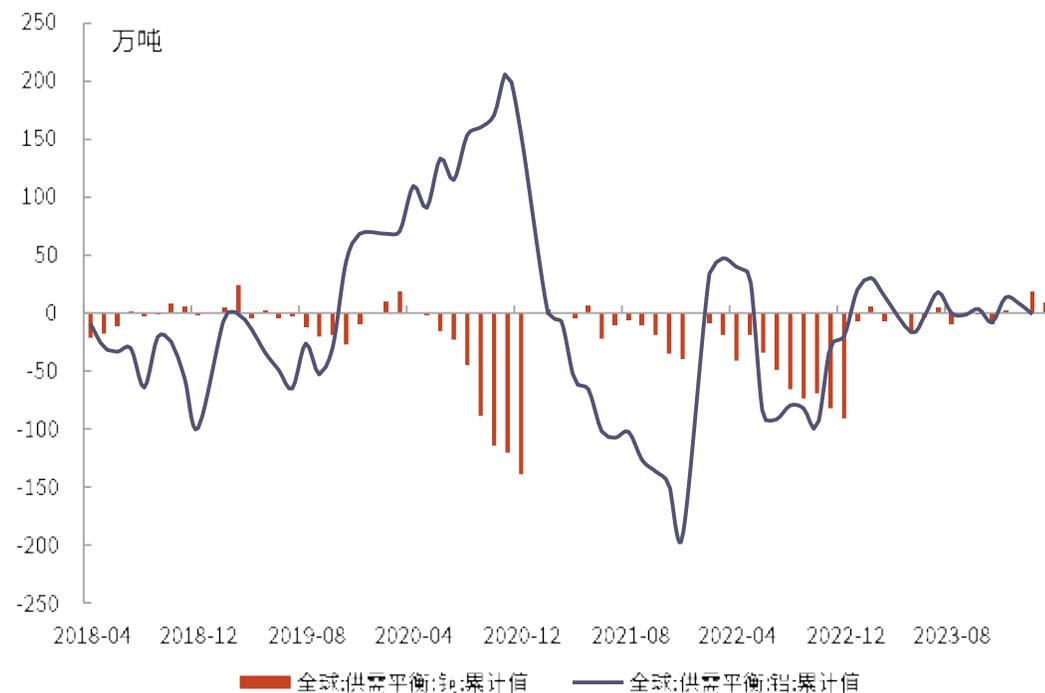
➤ 以铜、铝为代表的上游资源品的行情持续性需要关注供需平衡以及供给侧结构性改革的实施情况。近期，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》中提出了有色金属行业节能降碳行动，部署了优化有色金属产能布局、严格新增有色金属项目准入、推进有色金属行业节能降碳改造等任务。年初以来，市场对上游资源板块的涨价预期催化了相关板块的市场行情，当前供给侧结构性的改革或将带来相关行业供需平衡的变化，因此，以铜、铝为代表的上游资源品的行情持续性需要关注供需平衡以及供给侧结构性改革的实施情况。

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%

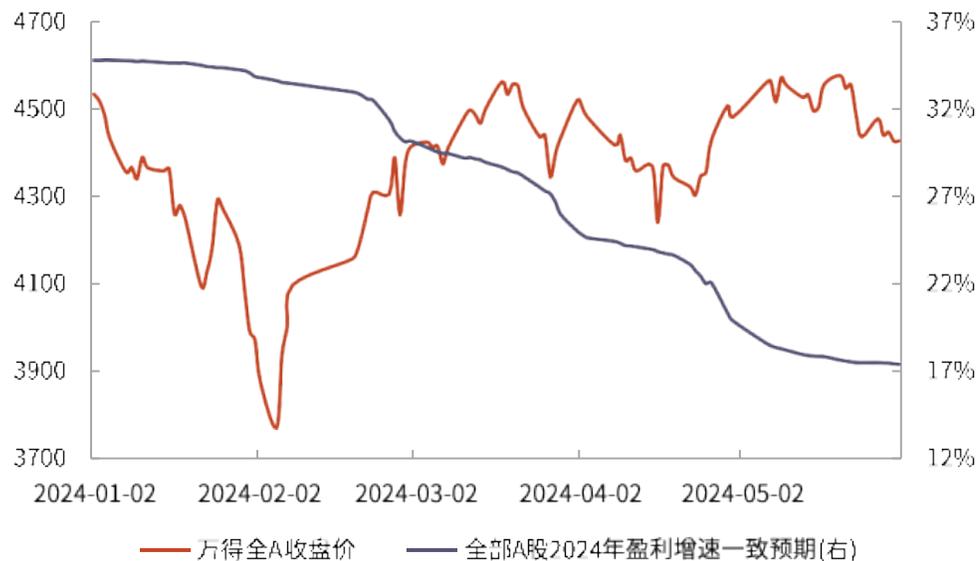
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：估值分位数为2010年以来的估值分位数，数据截至2024/5/31

-
- 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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/557015145161006124>