

内容目录

1、策略：9月若能明显降息将“吹响”市场进攻“号角”	4
1.1 2024H1 中报业绩点评：寻找相对确定性	4
1.2 降息落地前维持“防御策略”：高股息进一步“缩圈”，该买什么？	8
1.3 若降息落地，市场反弹“进攻策略”该买什么？	10
2、核心观点	17
2.1 交通运输——郑树明：唐山港、京沪高铁、宁沪高速	17
2.2 公用事业——李蓉：皖能电力	18
2.3 通信——张真桢：中国移动	18
2.4 机械设备——满在朋：中国船舶	18
2.5 有色金属——李超：湖南黄金、山东黄金	18
2.6 医药生物——袁维：科伦博泰生物-B	19
2.7 非银金融——舒思勤：中国太平	19
3、风险提示	20

图表目录

图表 1：A 股 2024 年中报披露业绩超预期情况汇总	5
图表 2：2024H1 各板块业绩增速及变化情况	5
图表 3：2024H1 业绩超预期的公司主要在银行、非银、有色、煤炭、餐饮、医药等行业	6
图表 4：2024H1 业绩增速较高的行业主要有农林牧渔、社会服务、电子汽车、公用事业等	6
图表 5：电子、汽车、公用等行业的一二季度业绩增速均相对较高	7
图表 6：银行、公用事业等 PB 均处低位	8
图表 7：煤炭、石化 PB 虽高，但仍处 50% 分位以下	8
图表 8：2024H1 高股息相关行业 ROE-TTM 测算情况	9
图表 9：公用、交运 24H1 增速测算为高股息内部前二	9
图表 10：公用、交运、纺服等 ROE 呈趋势上行	9
图表 11：2024H1 高股息相关行业中分红率排名靠前的行业有通信、纺服。	10
图表 12：2024H1 高股息相关行业中经营性现金流占营收比例较高的行业有银行、电信运营商、公用事业。	10
图表 13：2022 年下半年以来，新兴市场生产端表现明显强于发达市场	11
图表 14：新兴市场制造业 PMI 自 2023 年以来持续位于扩张区间，发达市场则偏弱	11
图表 15：我国主要出口产品对应各出口国的占比情况	12
图表 16：筛选外需维持相对景气或者具备景气边际改善逻辑的细分板块	12
图表 17：2023 年 12 月以来设备更新和以旧换新相关政策	13
图表 18：《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》政策内容梳理	13

图表 19: 2024H1 二级细分领域业绩增速及超预期情况 14

图表 20: 2024H1 二级细分领域业绩增速及超预期情况 15

图表 21: 新船价格、船舶订单量延续上行趋势 15

图表 22: 今年以来船舶出口持续高增 15

图表 23: 国内商用车销量仍然偏弱, 后续关注补贴政策效果 16

图表 24: 2024 年以来在东盟为代表的新兴市场地区需求改善带动下, 外需维持相对景气 16

图表 25: 白电内销数据边际走弱 16

图表 26: 图表 26: 去年下半年以来家电外需边际回暖 16

图表 27: 今年以来全球智能手机销量弱修复 16

图表 28: 2024 年以来全球半导体销售额持续修复, 6 月已经上升至 18.3% 16

图表 29: 下半年可能的主题投资机会 17

1、策略：9月若能明显降息将“吹响”市场进攻“号角”

1.1 2024H1 中报业绩点评：寻找相对确定性

回顾 8 月 A 股市场表现，整体呈现震荡下行趋势。数据显示，截至 8 月 31 日 A 股主要宽基指数基本收跌，其中，上证 50、上证指数、沪深 300 等指数跌幅较小，月度环比分别录得 -1.6%、-3.2%、-3.5%；而中证 1000 为代表的中小成长则跌幅较大，月度环比录得 -5.3%。结构层面上，行情表现主要以杠铃策略相对占优，其中，所有一级行业中仅石油石化、煤炭、传媒、银行等跌幅较小，月度环比分别录得 -0.1%、-0.9%、-1.6%、-1.7%。其背后原因在于：宏观经济数据不及预期，基本面进一步走弱，且 8 月降息预期的落空导致市场进一步下跌。

海外层面，海外多头资产偏谨慎，勿要“恋战”。9 月美联储降息概率几乎“板上钉钉”，市场目前正在交易“软着陆”情形，但我们通过①失业率-自然失业率趋势及阈值、②萨姆法则、③全球景气、④降息幅度等四个维度判断美国经济“硬着陆”概率已近 70%+。我们重点关注的全球景气指标，包括：制造业 PMI、中国出口（-4.2%）及美国产能利用率等均再次加速回落，意味着全球景气仍呈现下行态势，将导致美国职位空缺继续减少；同时，在贝弗里奇曲线走平的作用下，美国失业率或仍将加速上升。一旦确认“硬着陆”对全球资产的冲击影响将是重大、显著的，并将可能形成“硬着陆”-“流动性陷阱”-“日元升值”三大风险交织的负向反馈。届时，随着美国资产加速下跌，因其负债端钝化、高企，将可能演绎：从美国政府-居民到企业的“资产负债表”渐进式衰退，其后果轻则出现“流动性危机”，出现全球资产“多层次下跌”；重则甚至将引发其他更多国家出现风险。显然，海外风险的演绎及冲击影响可能比想象中更持久，且深度及广度亦可能不断超出市场预期。就大宗商品及海外权益资产而言，我们维持核心观点及建议：（1）除黄金以外大宗商品偏谨慎，逢高减持，甚至静待美国进一步走弱的劳工数据，可做多“金银价比”、“金铜价比”和“金铝价比”。（2）美股在降息预期下会反弹，但在“弱经济+降息幅度加码预期”影响下，美股大概率再次开启调整，建议逢高“止盈”。（3）港股风险来自海外“硬着陆”+“流动性陷阱”，届时，港股将因对国内经济基本面的高敏感度及离岸美元收紧，再次走弱，相比

A 股难以走出超额收益。

国内方面，刚刚公布的 2024H1 财报：全 A 业绩跌幅收窄，但全 A 非金融业绩继续下行。截至 2024/08/30，全 A 已有 5320 家企业披露 2024H1 实际盈利，披露率为 99.8%。在已披露 2024H1 实际盈利的公司中，全 A 有 10.2% 的公司实际盈利超分析师一致预期，16.8% 的公司实际盈利超盈利预告。业绩增速层面，2024H1 全 A 整体业绩增速约为 -2.8%，较 2024Q1 环比提升 1.6pct，但全 A 非金融（含地产）整体业绩增速约为 -8.6%，较 2024Q1 环比下行 -3.2pct。

分板块来看，主板上市公司实际盈利增速改善较多且超分析师一致预期的占比较高，双创板块业绩跌幅扩大。具体来看：在披露了 2024H1 实际盈利的公司中，主板上市公司中有 12.7% 的公司实际盈利超分析师一致预期，创业板上市公司中有 6.3% 的公司实际盈利超分析师一致预期，科创板上市公司中有 9.8% 的公司实际盈利超分析师一致预期。业绩增速层面，24H1 主板业绩同比增速约 -2.4%，跌幅环比改善 +2.1pct。创业板和科创板业绩增速分别较 Q1 环比下跌 -2.8pct 和 -15.7pct。

从风格上来看，金融和传统消费业绩超预期比例占优。在已披露 2024H1 实际盈利的公司中，实际盈利超分析师一致预期的风格排序为：金融（24.6%）>传统消费（11.6%）>周期（9.4%）>成长（9.8%）。

行业层面，电子、食品饮料、社服、农林牧渔、汽车、公用事业等行业，在一、二季度业绩均维持较高增速，表现相对景气。实际盈利超一致预期的公司主要分布在：银行（61.9%）、非银金融（28.6%）、有色金属（17.6%）、煤炭（13.5%）、食品饮料（23.6%）、医药生物（17.3%）。此外，留意实际盈利超分析师一致预期超额占比最高的 Top5 行业：医药生物（6.0%）、银行（3.9%）、非银金融（2.7%）、交通运输（2.1%）、食品饮料（3.0%）、公用事业（2.5%）。2024H1 业绩增速测算靠前的行业主要有：农林牧渔（183.8%）、社会服务（94.7%）、电子（39.1%）、汽车（20.4%）、公用事业（20.9%）等。

考虑到 M1 仍在持续创出新低，以及 M1 向 PPI 约 9 个月的传导周期，预计即便美国经济“软着陆”的情形下，国内“盈利底”最快也要到 2025H1；倘若美国经济在今年 11 月之前确认“硬着陆”那么，该“盈利底”到来的时点可能将进一步推迟到 2025H2 甚至以后。

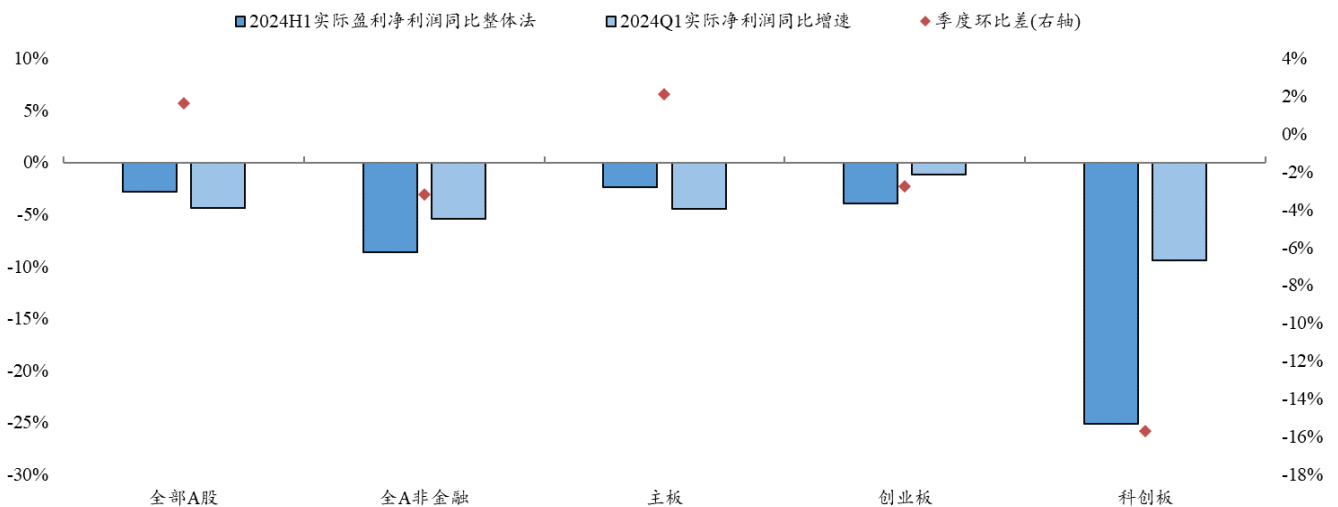
图表1：A股2024年中报披露业绩超预期情况汇总

板块 指标	全部A股		主板		创业板		科创板	
	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比
公司总数	5332	100.0%	3208	60.2%	1341	25.2%	570	10.69%
分析师覆盖预测的公司总数	2894	54.3%	1715	53.5%	625	46.6%	432	75.8%
已披露盈利预告公司	1698	31.8%	1447	45.1%	157	11.7%	80	14.0%
盈利预告超分析师一致预期	182	10.7%	122	8.4%	36	22.9%	20	25.0%
盈利预告超上季实际盈利_年化处理	970	57.1%	782	54.0%	116	73.9%	63	78.8%
已披露实际盈利公司	5320	99.8%	3200	99.8%	1338	99.8%	570	100.0%
实际盈利超分析师一致预期	542	10.2%	407	12.7%	84	6.3%	56	9.8%
实际盈利超盈利预告	867	16.3%	731	22.8%	84	6.3%	42	7.4%
实际盈利超上季实际盈利_年化处理	3077	57.8%	1789	55.9%	789	59.0%	356	62.5%
2024H1盈利增速%	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数
整体	-39.9%	-2.4%	-25.0%	0.1%	-78.0%	-5.3%	-47.18%	-4.45%
2024H1盈利增速区间%	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
前30%	22.2%	9821.1%	22.0%	8516.1%	21.5%	9821.1%	28%	2305%
中间	-35.6%	22.2%	-30.8%	22.0%	-45.5%	21.5%	-43%	28%
后30%	-51638.5%	-35.6%	-14394.5%	-30.8%	-51638.5%	-45.5%	-6402%	-43%

风格 指标	成长		周期		传统消费		金融	
	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比
公司总数	2127	39.9%	1895	35.5%	1085	20.3%	237	4.4%
分析师覆盖预测的公司总数	1227	57.7%	963	50.8%	574	52.9%	129	54.4%
已披露盈利预告公司	584	27.5%	596	31.5%	412	38.0%	94	39.7%
盈利预告超分析师一致预期	69	11.8%	68	11.4%	43	10.4%	2	2.1%
盈利预告超上季实际盈利_年化处理	356	61.0%	345	57.9%	221	53.6%	42	44.7%
已披露实际盈利公司	2124	99.9%	1891	99.8%	1082	99.7%	236	99.6%
实际盈利超分析师一致预期	198	9.3%	177	9.4%	126	11.6%	58	24.6%
实际盈利超盈利预告	293	13.8%	305	16.1%	209	19.3%	52	22.0%
实际盈利超上季实际盈利_年化处理	1258	59.2%	1141	60.3%	550	50.8%	117	49.6%
2024H1盈利增速%	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数
整体	-47.4%	-5.2%	-46.1%	-3.1%	2.1%	4.5%	-117.3%	-15.0%
2024H1盈利增速区间%	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
前30%	22.0%	2161.9%	21.4%	9821.1%	29.0%	8516.1%	4.1%	274.0%
中间	-42.8%	22.0%	-32.7%	21.4%	-24.9%	29.0%	-47.6%	4.1%
后30%	-6877.5%	-42.8%	-51638.5%	-32.7%	-8225.8%	-24.9%	-7815.2%	-47.6%

来源：wind、

图表2：2024H1各板块业绩增速及变化情况



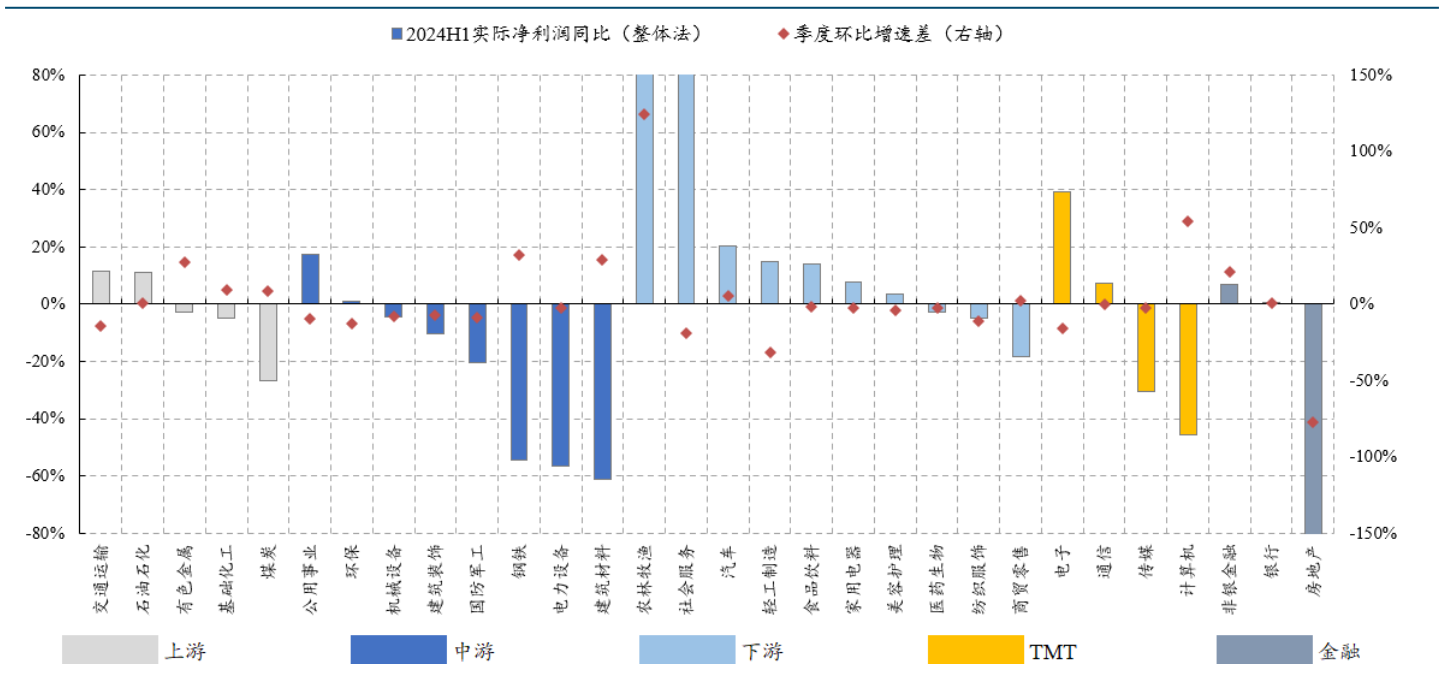
来源：wind、。

图表3：2024H1 业绩超预期的公司主要在银行、非银、有色、煤炭、食品饮料、医药等行业

行业	个股总数	已披露实际盈利公司数量	实际盈利超预期公司数量	实际盈利超预期预告公司数量	已披露盈利预告占比 (%)	盈利预告超预期比例 (%)	已披露实际盈利占比 (%)	实际盈利超一致预期比例 (%)	实际盈利超预期预告比例 (%)	实际盈利超预期预告行业占比 (%)	实际盈利超预期预告行业超额占比 (%)
银行	42	42	26	0	-	-	100.0%	61.9	-	-	3.86
非银金融	85	84	24	14	25.9%	9.1	98.8%	28.6	16.7	1.61	2.71
食品饮料	127	127	30	25	34.6%	1.9	100.0%	23.6	19.7	2.88	2.98
公用事业	133	133	28	28	33.8%	0.8	100.0%	21.1	21.1	3.23	2.51
交通运输	126	125	25	14	26.2%	2.2	99.2%	20.0	11.2	1.61	2.12
有色金属	136	136	24	36	45.6%	27.4	100.0%	17.6	26.5	4.15	1.74
医药生物	491	490	85	49	20.4%	5.0	99.8%	17.3	10.0	5.65	6.00
商贸零售	102	102	17	17	33.2%	0	100.0%	16.7	16.7	1.96	1.12
石油石化	48	48	7	8	33.6%	10.5	100.0%	14.6	16.7	0.92	0.35
煤炭	37	37	5	13	62.2%	4.3	100.0%	13.5	35.1	1.50	0.20
美容护理	33	33	4	4	21.2%	42.9	100.0%	12.1	12.1	0.46	0.10
纺织服装	106	106	12	14	34.0%	5.6	100.0%	11.3	13.2	1.61	0.15
农林牧渔	111	111	12	30	53.2%	10.2	100.0%	10.8	27.0	3.46	0.06
家用电器	102	102	10	15	26.5%	3.7	100.0%	9.8	14.7	1.73	-0.13
电子	464	463	45	82	33.3%	19.3	99.8%	9.7	17.7	9.46	0.65
汽车	287	285	27	57	33.9%	15.1	99.3%	9.5	20.0	6.57	-0.53
传媒	130	130	12	18	46.2%	2.6	100.0%	9.2	13.8	2.08	-0.30
社会服务	78	77	6	23	69.9%	11.1	98.7%	7.8	29.9	2.65	0.37
房地产	103	103	8	38	33.8%	0.0	100.0%	7.8	36.9	4.38	-0.50
轻工制造	161	161	12	28	32.1%	7.8	100.0%	7.5	17.4	3.23	0.88
国防军工	137	137	10	17	35.1%	6.8	100.0%	7.3	12.4	1.96	0.79
基础化工	416	415	30	81	32.8%	11.6	99.8%	7.2	19.5	9.34	-2.43
通信	131	131	9	22	51.1%	7.0	100.0%	6.9	16.8	2.54	0.85
钢铁	45	45	3	12	11.1%	4.3	100.0%	6.7	26.7	1.38	-0.31
环保	138	138	9	11	22.5%	9.7	100.0%	6.5	8.0	1.27	-0.98
机械设备	571	570	36	68	22.9%	9.2	99.8%	6.3	11.9	7.84	-2.27
建筑材料	74	74	4	16	48.6%	0.0	100.0%	5.4	21.6	1.85	0.68
电力设备	374	374	17	54	31.0%	4.3	100.0%	4.5	14.4	6.23	-3.99
计算机	356	355	16	47	24.2%	8.1	99.7%	4.5	13.2	5.42	-3.81
建筑装饰	166	165	6	18	28.3%	2.1	99.4%	3.6	10.9	2.08	-2.03

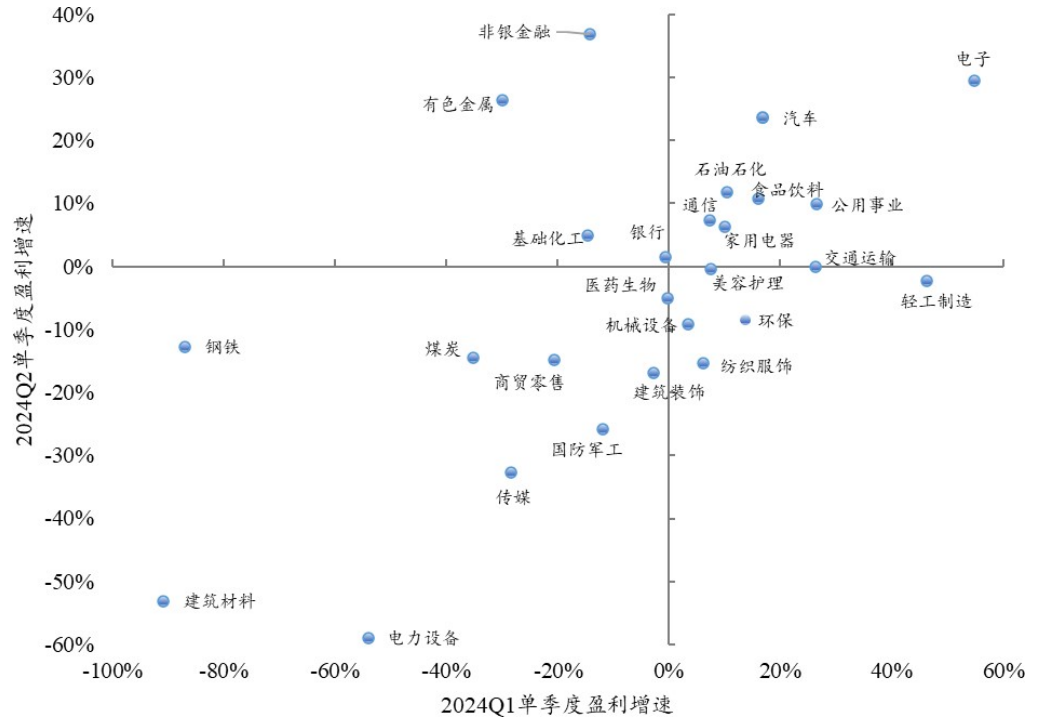
来源：wind、。

图表4：2024H1 业绩增速较高的行业主要有农林牧渔、社会服务、电子汽车、公用事业等



来源：wind、。

图5：电子、汽车、公用等行业的一二季度业绩增速均相对较高



来源：wind、 。（注：社会服务和农林牧渔因数值偏离未在图上标出）

静待 9 月降息落地，再行风格切换之事。在此前的系列报告中，我们提出“市场底”为何？①即估值底，房地产风险可控、最坏的时候过去；②即信用底，居民与企业肯消费、生产和投资。考虑到前文的分析结论国内“盈利底”最快 2025H1、甚至可能因美国“硬着陆”而被进一步推后。同时，考虑到居民、企业“资产端”修复均在“盈利底”之后，故当前有且只有降低居民、企业“负债端”压力，控制价格继续下行风险及引导居民消费、企业生产，方可促成“市场底”——这便是降息的“必要性”。考虑到海外经济“硬着陆”风险，将加剧国内出口压力，迫使国内价格继续下探、企业实际回报率有可能降至“负值”，故亦提出期待“尽早降息”，即降息窗口最好在 7 月、8 月、9 月形成连续性降息，以提振市场信心及弥补汇率掣肘所导致的单次降息力度不足等问题——这便是降息的“迫切性”。2024 年以来人民币“即期汇率-中间价”溢价程度为 2015 年以来最高水平，反应人民币贬值压力较大，然而随着 8 月海外公布的经济明显走弱，该汇率溢价已明显收敛；同时考虑到我国存量贷款利率 3.8% 以上，规模高达 38 万亿占整个贷款规模约 1/5，意味着即便 5 年期 LPR 下调 100bp，存款利率调整幅度仅 20bp 便可维持商业银行较为稳定的息差水平——这便是降息的“可行性”。

近日市场消息央行或考虑下调 38 万亿存量贷款利率，符合我们系列报告所提出的“市场底”先决条件。我们维持预判：只有 9 月先行降息，尤其 5 年期 LPR 50bp 以上，且中国出口还不能出现明显下滑，保住企业实际回报率在可控区间（-1%~0%），年内方有望看到“市场底”。建议“右侧交易降息逻辑”，静待降息落地再行风格切换，从银行、高股息逐步切换至消费，尤其是中小盘成长“进攻”。在此之前，A 股市场波动率仍有上行压力，维持防御。

9 月行业配置总体思路：维持“大盘价值防御”策略，建议：①银行底仓；②黄金+创新药“进攻”；③非周期类潜在持续的高股息行业。扩散策略包括：（1）大宗品仅保留“黄金”。随着美国降息预期临近，此前受益于全球流动性剩余的大宗品，包括：铜、铝等将可能受到“流动性陷阱”约束；仅黄金将继续受益于实际利率下行及美元走弱的“双向”驱动。

（2）创新药静待美国失业率突破“4.2%”以上，将受益于美债利率趋势性下降。（3）高股息叠加潜在股息率上修逻辑，包括：银行、交运、公用事业和通信。静待降息“落地”，再行风格切换之事。

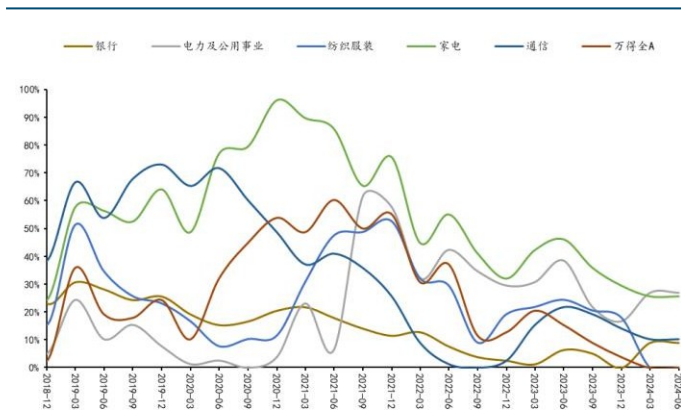
1.2 降息落地前维持“防御策略”：高股息进一步“缩圈”，该买什么？

此前报告中我们提到驱动高股息行业超额收益主要来源于以下几因素：估值因素+盈利因素+分红意愿+分红能力。当前结合已披露中报数据，观察高股息板块内部的最新情况，并进一步筛选出具备持续配置机会的高股息板块，具体逻辑如下：

- ① 不存在因估值贵剔除的行业：横向比较方差明显超过全行业均值水平，且突破 70% 以上分位数。虽然煤炭、石油石化估值相对较高，但分位数仍处于 50% 以下，故不存在因估值被调出的行业；
- ② 保留 ROE 较高，且预期上修的行业。基于 2024H1 已披露实际盈利的企业数据测算（截至 8 月 30 日不完全统计），ROE 较高且被上修的非周期类高股息行业包括：交运、公用事业。其中公用事业 ROE 自 2022Q2 筑底以来持续上行持续 8 个季度，交运和纺服 ROE 于 2023Q1 扭头向上至今持续 5 个季度，且这三行业当前测算 ROE-TTM 均处于 8% -9% 左右的水平。进一步考虑中报业绩增速情况，公用事业 2024H1 业绩同比增速约 17.2% 处于全行业中的 TOP5 水平，交运 24H1 增速约 11.6% 在高股息板块仅次于公用事业。但纺服业绩增速偏弱为-4.7%。因此，从实际盈利和预期来看，这两个行业的盈利因子普遍强于行业其他行业。
- ③ 分红率特别高，横向比较方差明显高于全行业均值，反映分红意愿最强。截至 2023 年 8 月 30 日最新分红公告数据汇总来看，各行业分红率排中，通信第一高达 64% 其次为纺服 61%，均远胜于全 A 约 38% 均值水平。其中，通信板块自 2021 年以来，连续 2 年分红率均大幅增长。而纺服和煤炭分红率虽然均较高，但当前两者盈利能力偏弱且景气呈下行趋势，一定程度上压制未来的分红意愿。
- ④ 经营性现金流占营收比重特别凸显，横向比较方差明显高于全行业均值，反映分红能力最强。从已披露的中报数据测算 2024H1 经营性现金流占营收比 TTM 靠前的行业仍旧为银行、电信运营商、公用事业。其中，2024Q1、2024Q2 银行经营性现金流占比高达 86.0% 和 35.6%，远超全 A 约 16.6 和 12.5% 的均值水平。电信运营商分别为 26.9% 和 26.1%，公用事业分别为 23.4% 和 24.8%。三者均明显优于其余高股息行业，充足且丰厚的现金流水平体现出整个行业板块较强的分红能力。

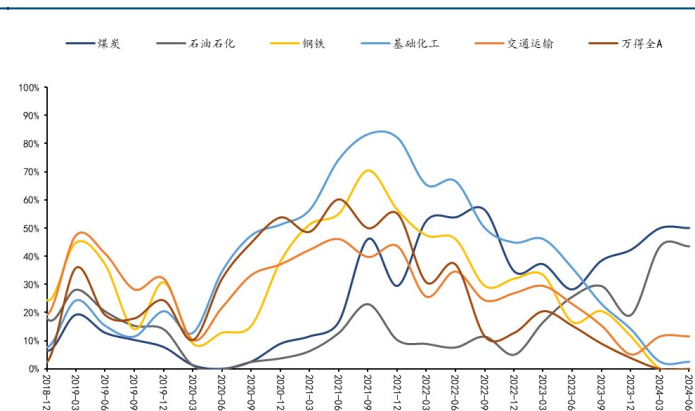
故综合筛选出“市场底”之前继续配置：公用事业、银行、交运和通信等四个非周期类高股息行业。

图表6：银行、公用事业等 PB 均处低位



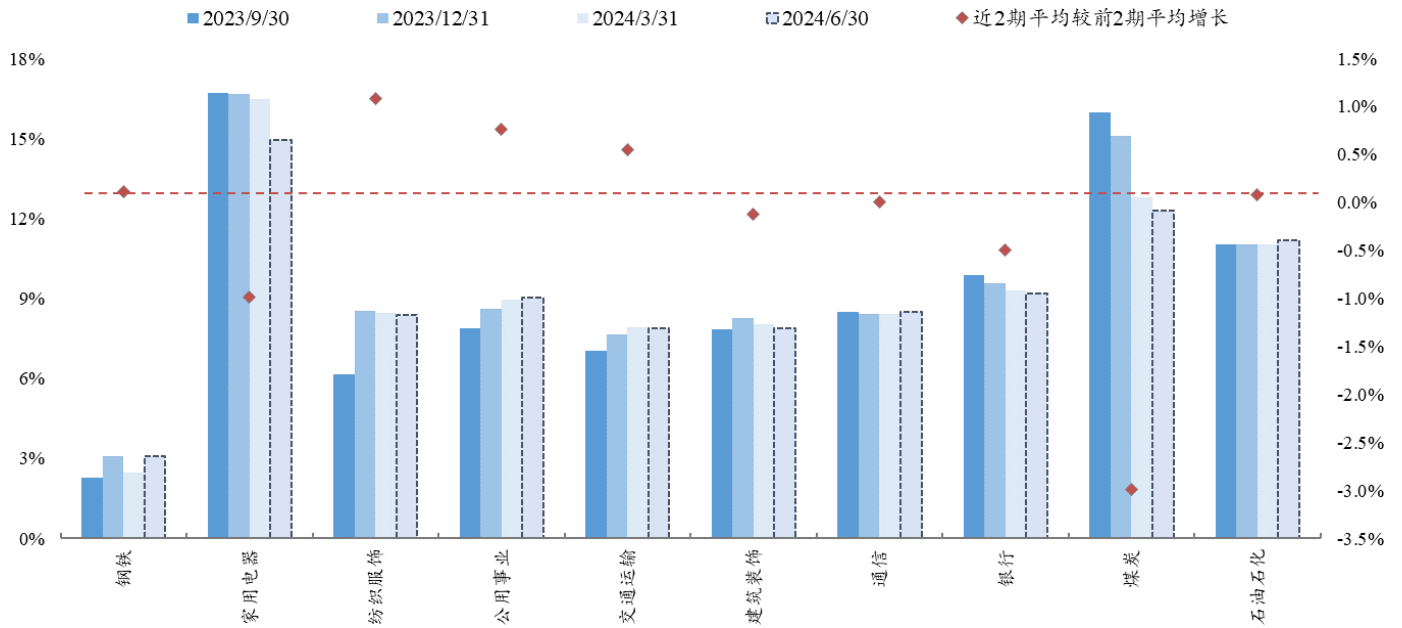
来源：wind、

图表7：煤炭、石化 PB 虽高，但仍处 50 分位以下



来源：wind、

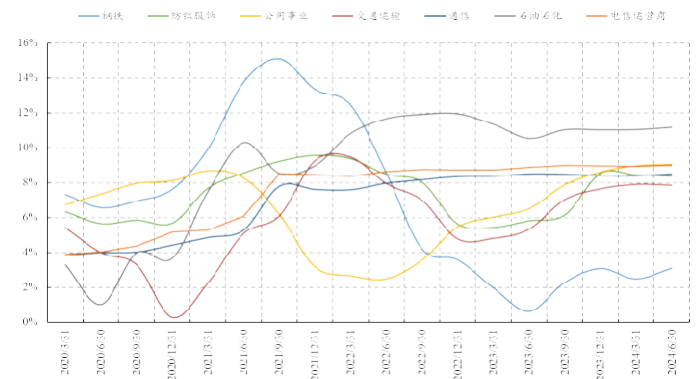
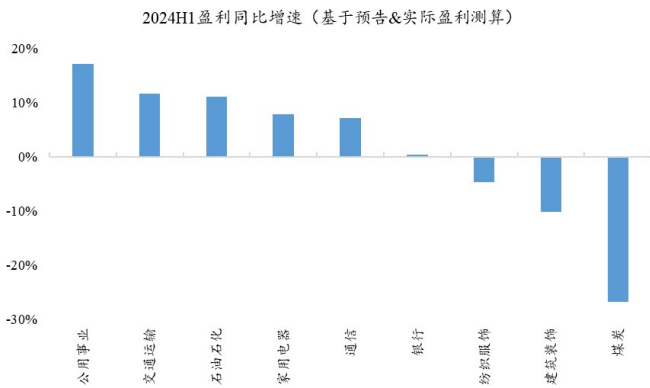
图表8：2024H1 高股息相关行业 ROE-TTM 测算情况



来源：wind、。

图表9：公用、交运 24H1 增速测算为高股息内部前二

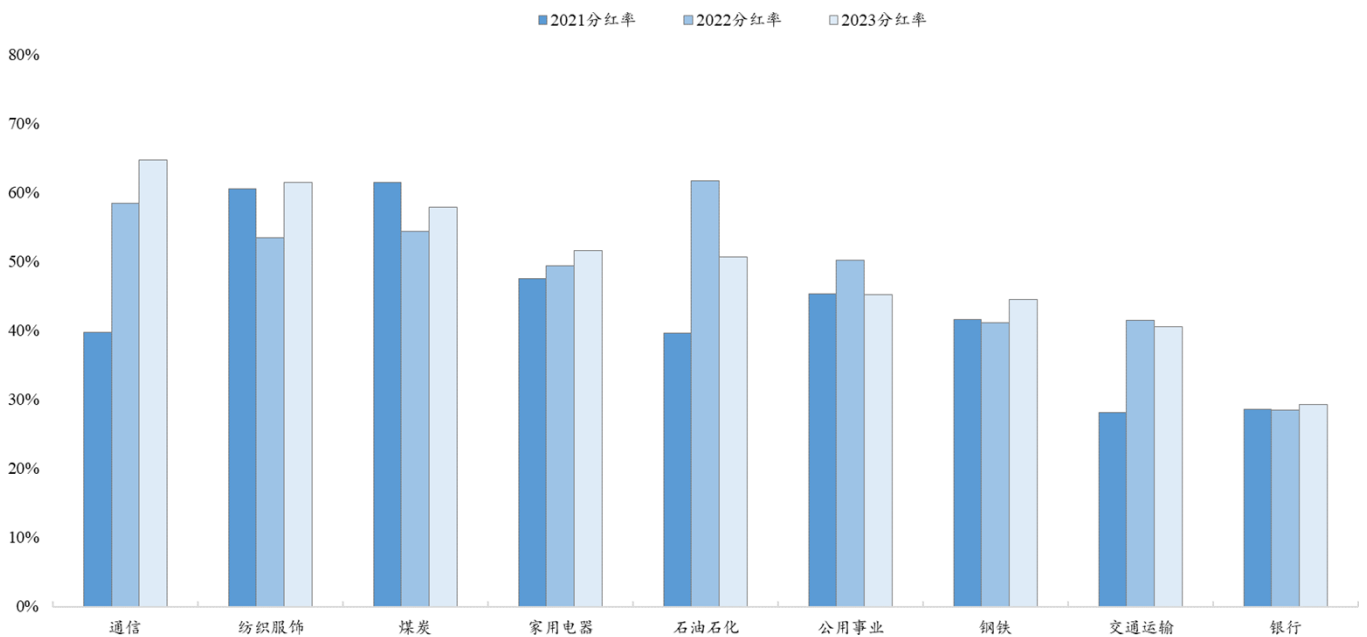
图表10：公用、交运、纺服等 ROE 呈趋势上行



来源：wind、

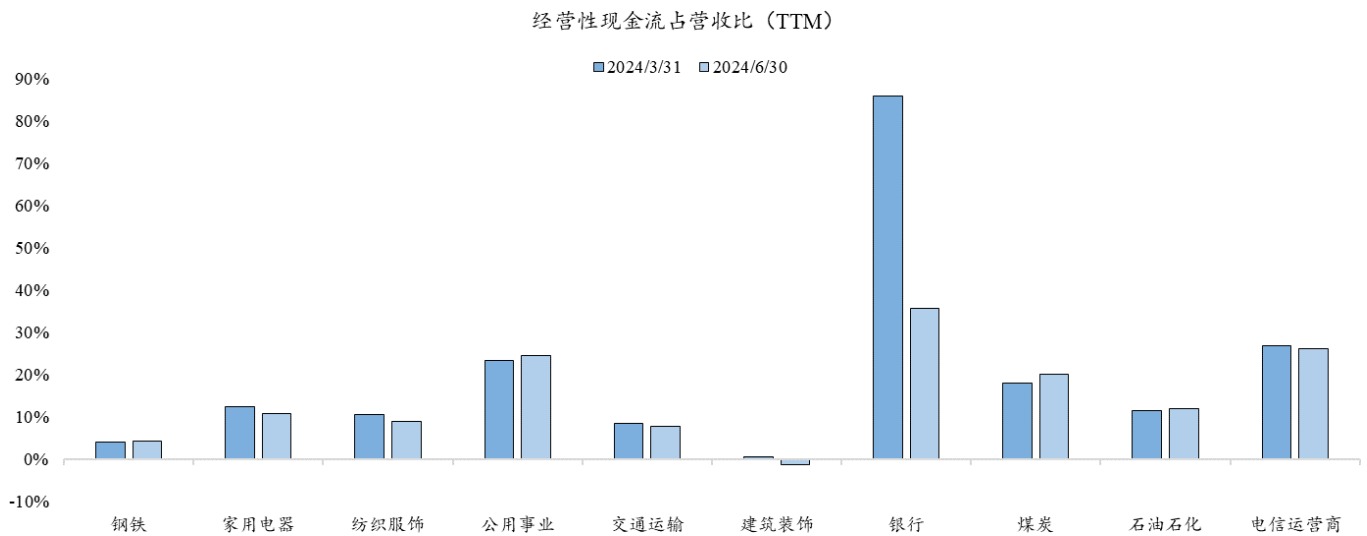
来源：wind、

图表11：2024H1 高股息相关行业中分红率排名靠前的行业有通信、纺服。



来源：wind、 。（注：对行业分红率的测算中，剔除了盈利为负的样本。）

图表12：2024H1 高股息相关行业中经营性现金流占营收比例较高的行业有银行、电信运营商、公用事业。



来源：wind、 。

1.1 若降息落地·市场反弹“进攻策略”该买什么？

外需层面：关注出口贡献持续改善+出口地区景气度上升的产品。我国 2023 年全年以及 2024 年 H1 的出口增速贡献中，发达市场持续负向拖累，而新兴市场均提供了显著的正向拉动。这背后既反映了在“贸易摩擦”、“供应链回流”等叙事背景下，我国出口结构的切换，也与新兴市场国家呈现出更强的基本面景气脱不开关系。考虑到全球宏观环境仍面临经济放缓+贸易政策不确定性两大风险，结合出口需求地区+外需景气度，建议优先选择新兴市场占比高的出口对应产品，关注：①景气改善幅度领先，对整体出口正贡献：船舶、通用机械设备；②短期景气度边际放缓，但维持高增速、对整体出口拉动较多：商用车、叉车为代表的工程机械。上述细分板块对美敞口占比均在 8% 以下，尤其是船舶和商用车，美国占比更低；同时，上述细分产品出口至新兴市场的同比增速今年均出现边际改善或维持相对景气，意味着其受关税风险扰动的概率较小，或将主要受益于新兴市场需求的改善。

内需层面：把握设备更新替代需求，关注朱格拉周期主线受益领域，具备政策支撑的细分领域，景气度或有望率先迎来反转。自 2023 年 12 月以来设备更新和以旧换新政策持续出台，7 月 25 日国家发改委牵头发布文件提出，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。并计划在 8 月底前，将 3000 亿左右资金全部下达。从政策支持领域来看，主要受益行业包括：船舶（内河船、货船、沿海客船）、农业机械、商用车（货车及公交车）、乘用车、家电等。

综合内外需视角来看，当下有望进一步受益且表现相对景气的板块主要有：1、机械，包括：工业机器人、机床、船舶和农机；2、汽车，尤其是商用车和部分零部件；3、家电；4、电子，包括：消费电子、半导体；5、传媒，尤其游戏。对应到微观企业财务层面，具体而言：

视角一：关注业绩增速水平和业绩超预期水平两个维度

1) 2024H1 盈利增速较高的板块：主要以科技制造行业为主，包括汽车零部件、电子（光学光电子、消费电子、元件等）、高端设备和相关设备以及部分下游消费行业等。其中航海装备属于典型的内外需受益领域之一，中观层面观察来看，近期船舶表现为量价齐升，景气上行。半导体、商用车属于典型的内外需受益领域之一，商用车在外需维持相对景气，内需更关注政策补贴效果。半导体受益于终端需求复苏，2024 年以来持续修复，后续仍能受益于终端需求弱修复+政策支持带动投资增加。

2) 盈利超预期占比较高的行业：主要以金融、消费和防御性高股息行业为主，包括银行、保险、白色家电、白酒、饮料乳品、电力、航运港口等。其中白色家电属于典型的内外需受益领域之一。

视角二：考虑“盈利-估值性价比”。

考虑到行业在不同的发展阶段，对应不同的估值水平，因此在考虑一个行业的估值百分位时，我们需要考虑行业的估值中枢是否发生变化。基于对估值中枢变化的考虑，我们对所有一级行业和二级行业计算估值百分位时，都对时间区间进行了调整。

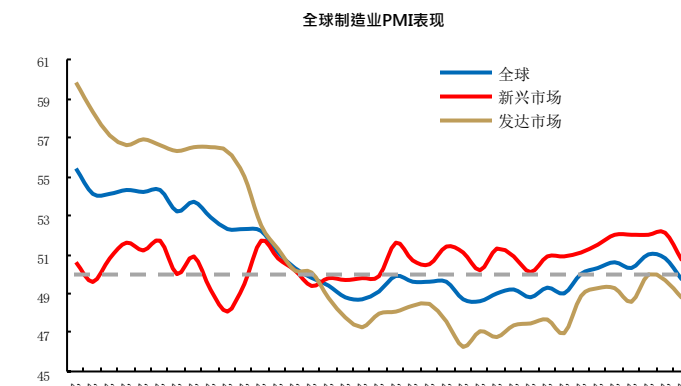
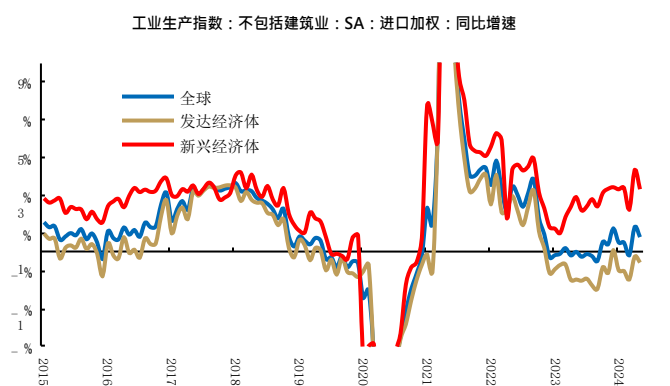
3) 盈利估值性价比占优的行业：以科技制造+部分下游消费行业，主要包括：电子（消费电子、元件）、汽车零部件、通信设备、贵金属、教育、化学制药、食品饮料（调味发酵品、饮料乳品）等。

综上，静待 9 月下旬国内存量利率明显下调 50bp 以上，年内方有望看到“市场底”。投资风格将由“防御”转向“进攻”。基于前文的两个“视角”，综合考虑中观景气、微观盈利预告、流动性、估值及主题等维度，建议：（一）底仓配置：黄金+创新药；（二）进攻首选成长：1、TMT，包括：半导体、尤其消费电子（AI PC、光学光电子及 AI 手机）、卫星互联网、游戏；2、机械，包括：机器人、环保设备、医疗器械和机床；3、汽车，包括：商用车、部分零部件、无人驾驶和低空飞行；（三）次选消费：1、医美；2、白酒；3、家电。

风险提示：国内经济放缓超预期；国内货币政策宽松力度低于预期；美债收益率反弹超预期。

图表13：2022 年下半年以来，新兴市场生产端表现明显强于发达市场

图表14：新兴市场制造业 PMI 自 2023 年以来持续位于扩张区间，发达市场则偏弱



来源： 、Bloomberg、CEIC、 。

来源： 、Bloomberg、 。

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/088057142052006132>