

相关研究

《“海通总量”大类资产配置数据库-20240319》2024.03.19

《日本和印度股市为何表现靓丽?》2024.03.04

《扩容继续推进,行情边际回暖——北交所研究月报-20240304》2024.03.04

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23185660

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

联系人:陈菲

Tel:(021)23187260

Email:cf15315@haitong.com

三个维度前瞻一季报

投资要点:

- **核心结论:** ①维度 1: 从宏观高频数据看,一季度汽车和消费数据亮眼,年后基建数据改善。②维度 2: 从工业企业利润看,增速边际回升,电子、汽车、纺服、食品饮料表现亮眼。③维度 3: 从盈利一致预期看,TMT、汽车以及消费行业业绩预期边际上修。④业绩披露期市场更关注基本面,短期行业轮涨或将持续,中期应重视硬科技制造。
- **从三个不同维度出发,上市公司一季报或均有亮点。**通常来说,一季报前瞻可以从三个角度入手:其一从宏观高频数据看,一季度汽车和消费数据亮眼,年后基建数据改善。制造业:汽车供需两端双强,行业景气度持续回升。消费:线上家电销量超去年同期,服务消费也在改善。基建:年后基建持续走强,开工施工数据不断改善。其二从工业企业利润看,增速边际回升,电子、汽车、纺服、食品饮料表现亮眼。整体来看,若剔除去年数据的基数影响,1-2月工业企业利润增速边际回升。分产业链看,1-2月中游、下游行业利润同比增速有所提升,上游表现一般。具体行业看,1-2月电子、汽车等装备制造,纺服、食品等消费增速较快。其三从盈利一致预期看,TMT、汽车以及消费行业业绩预期边际上修。分宽基指数看,小盘股业绩明显上修,科创板、创业板业绩下修。分具体行业看,分析师主要上修TMT、汽车、部分消费行业的业绩预期。
- **当前仍处在底部第一波向上反弹行情中。**我们在《策略周报-反弹的时间和空间-20240218》中首次提出,随着政策面和资金面的积极因素不断积累,市场或已迎来底部的第一波反弹行情。往后看,我们预计今年稳增长政策仍将进一步发力,加强宏观政策的逆周期和跨周期调节,宏观层面有望实现5%的增长目标。叠加即将步入4月,后续将进入业绩密集披露窗口期,市场焦点或重回基本面验证,后续应密切跟踪基本面边际变化情况。对于后市行情的持续性,我们认为或可借鉴历史底部第一波反弹:回顾过去四次大盘筑底的第一波反弹行情,行情往往持续2-3个月左右、指数涨幅25%-30%左右。本轮行情目前持续约1.5个月,上证综指自低点最大涨幅为17%,沪深300为16%,万得全A为25%,对比历史来看本轮行情或尚未结束。但我们认为,对照历史本轮行情上涨速率明显较快,市场也积累了一定的获利盘压力,接下来也应注意,短期市场上涨节奏或有放缓。
- **短期行业补涨轮涨或仍将持续,行业层面中期重视硬科技制造。**短期行业补涨轮涨或仍将持续。回顾历史,结构层面上,由于底部第一波反弹期间驱动市场上涨的动力往往是情绪修复,因此期间往往呈现各行业普涨、轮涨的特征,同时成长价值风格也较均衡。因此参考历史经验,短期应关注前期滞涨行业的补涨机会。行业层面,中期重视硬科技制造。24年政府工作报告强调要发展新质生产力,为未来产业发展指明方向。具体而言,我们认为,未来应当重视受益于两会政策催化的硬科技制造及医药,硬科技制造重点关注电子、数字基建和数据要素、AI应用,医药重点关注成长+价值均衡,优选24年业绩有望占优的创新药/高值耗材/中药流通。此外,后续或可逐步关注上市公司治理改善带来的投资机会。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

图目录

图 1	春节以来汽车半钢胎开工率持续高于近年同期.....	4
图 2	乘用车批发、零售当周日均销量逐步回暖.....	4
图 3	家电线上线下销售额同比均有所回升.....	5
图 4	一季度航班数量较过去两年有所提升.....	5
图 5	春节以来石油沥青装置开工率整体季节性回升.....	5
图 6	建筑用钢成交量与去年同比由负转正.....	5
图 7	1-2 月工业企业利润增速边际回升.....	6
图 8	中游、下游利润当月同比增速有所上升.....	6
图 9	电子设备、汽车、纺服、食品等行业利润当月同比增速提升幅度较大.....	6
图 10	近一个月中证 1000 指数 24 年盈利预期上修.....	7
图 11	近一个月 TMT、汽车、消费行业 24 年盈利预期上修.....	7
图 12	历史大底第一波反弹期间成长价值风格较为均衡.....	8
图 13	历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低.....	8
图 14	24 年电子盈利增速改善或更明显.....	8
图 15	23/24 年医药盈利有望向上.....	8

表目录

表 1 过去四次大底后的第一波反弹行情	7
---------------------------	---

当前即将迎来一季报集中披露期，从全年维度看，进入4月之后，随着政府工作报告规划的政策逐渐落地、一季度宏观数据陆续公布，全年政策和经济格局逐渐清晰，投资者的焦点将重新聚焦于基本面上。因此本文主要就一季报可能的亮点展开分析。

三个维度前瞻一季报

通常来说，一季报前瞻可以从三个角度入手，其一可以跟踪宏观高频数据，尤其是周度数据，自上而下对一季报的情况进行预判；其二可以观察工业企业利润数据，目前工业企业利润已经披露1-2月的数据，虽然3月份数据未披露，但我们仍能从中提前窥看一季报的线索；其三可以研究业绩预期的边际变化，分析师盈利预测往往具备一定领先性，因此观察盈利一致预期或能为一季度前瞻提供一定的参考。

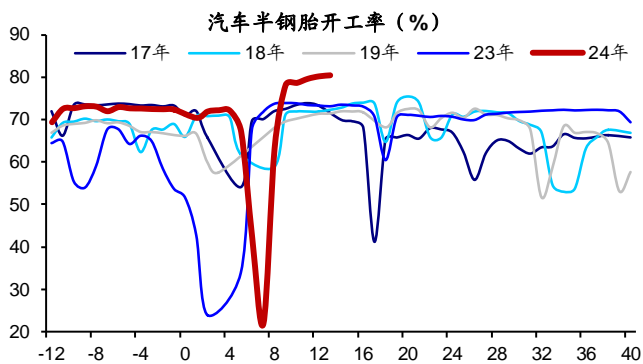
维度1：从宏观高频数据看，一季度汽车和消费数据亮眼，年后基建数据改善。在稳增长政策发力背景下，宏观经济出现回暖迹象。从更高频的周度指标看，近期宏观数据主要有以下三大亮点：

制造业：汽车供需两端双强，行业景气度持续回升。从生产看，春节以来半钢胎开工率快速提升，截至24/03/28，半钢胎开工率已升至80.4%，绝对水平处于近年同期最高值；从销售看，汽车批发和零售销量的四周平均值出现季节性回升，与19年同期比均在改善，其中批发销量更优，3/24四周平均值同比达5.2%，从一季度整体来看，虽然零售销量与批发销量同比波动较大，但绝对值均明显高于去年同期。随着行业景气转好，汽车行业在一季报中的表现或值得期待。

消费：线上家电销量超去年同期，服务消费也在改善。家电消费方面，家电线上与线下销售额的四周平均同比增速持续改善，截至24/03/17，分别为40.9%、-15.4%，其中一季度家电线上销售情况明显优于去年，因此可以关注家电行业一季报的表现。服务消费也在边际改善，出行消费方面，一季度国内、国际航班数较过去两年明显上升，显示出行需求回暖；餐饮消费方面，1-2月社零餐饮收入增速为12.5%，已恢复至19年之前的水平，因此一季报或可关注社服、交运等行业。

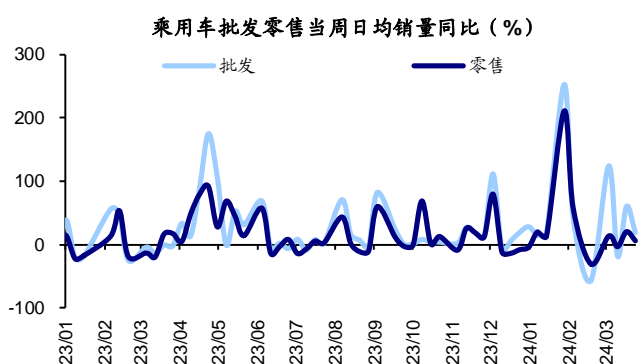
基建：年后基建持续走强，开工施工数据不断改善。分具体施工指标来看，沥青方面，截至24/03/24，石油沥青装置开工率达30.2%，春节以后整体季节性回升，当前绝对水平高于22年同期。此外，其他建材指标也显示基建项目或在加速开工施工，例如截至24/03/22，水泥出货率回升至45.5%，环比继续改善；建筑用钢成交量回升至15.9万吨，与去年同比由负转正。结合以上分析，一季报建筑建材行业的业绩或可期待。

图1 春节以来汽车半钢胎开工率持续高于近年同期

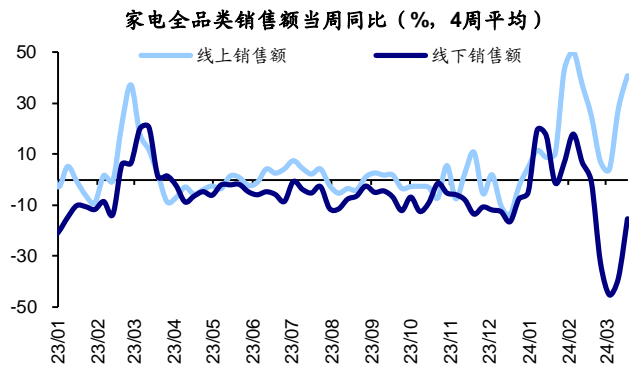


资料来源：Wind，海通证券研究所，横坐标为距元旦周数

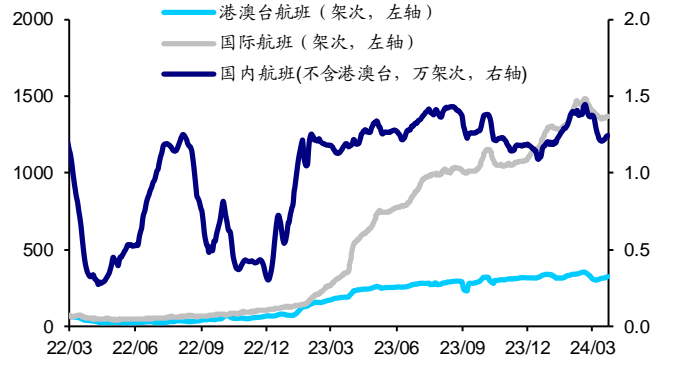
图2 乘用车批发、零售当周日均销量逐步回暖



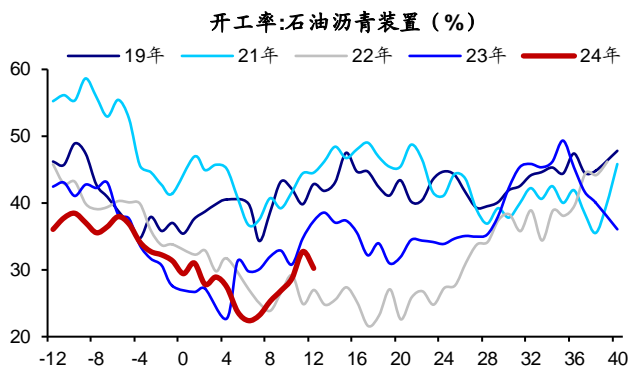
资料来源：乘联会，海通证券研究所

图3 家电线上线下销售额同比均有所回升


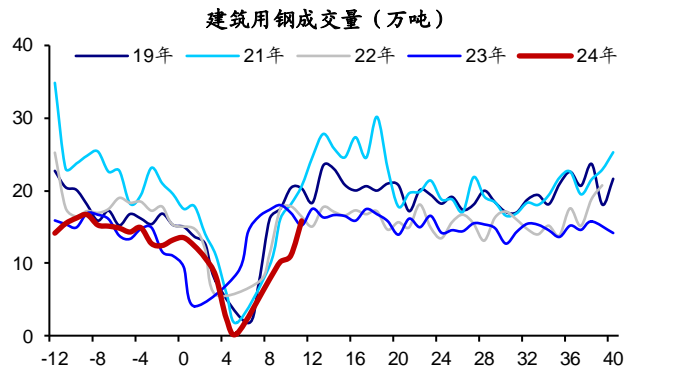
资料来源：奥维罗盘，海通证券研究所，2023年为两年年化平均增速

图4 一季度航班数量较过去两年有所提升


资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 春节以来石油沥青装置开工率整体季节性回升


资料来源：Wind，海通证券研究所，横坐标为距元旦周数

图6 建筑用钢成交量与去年同比由负转正


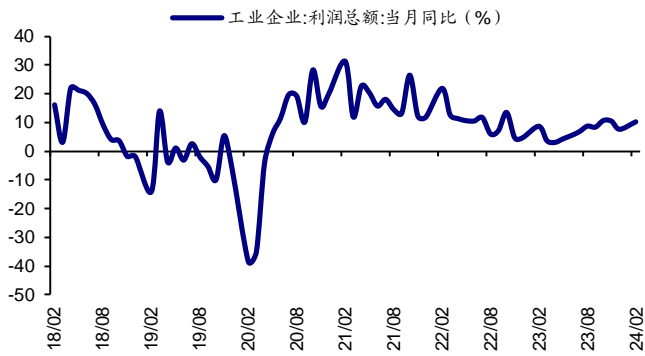
资料来源：Wind，海通证券研究所，横坐标为距元旦周数

维度 2: 从工业企业利润看，增速边际回升，电子、汽车、纺服、食品表现亮眼。3月27日国家统计局公布了1-2月份工业企业经营数据，我们可以从中大致了解国民经济中各行业企业的盈利情况，并且自上而下映射至上市公司。

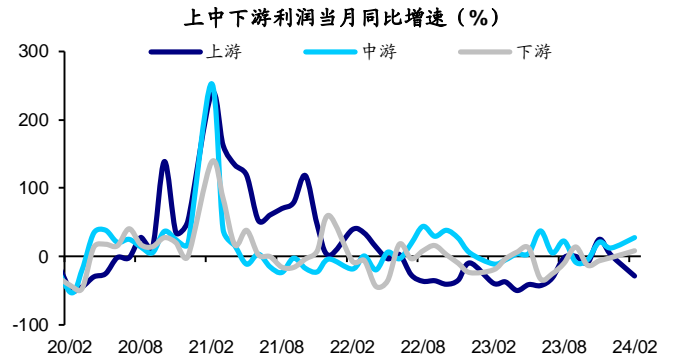
整体来看，若剔除去年数据的基数影响，1-2月工业企业利润增速边际回升。2024年1-2月规模以上工业企业利润累计同比增速为10.2%，增速低于去年12月的当月同比增速16.8%，但这部分是由于去年数据基数较大。通过取四年年化增速对去年的数据剔除基数后，23/12同比增速为7.6%，实际低于1-2月的增速水平。从这个角度来看，工业企业利润增速结束了连续两个月的回落，修复的速度较前期有所抬升。

分产业链看，1-2月中游、下游行业利润同比增速有所提升，上游表现一般。我们对15个重点行业的当月利润按上、中、下游进行分组加总，下游行业增速由负转正，由23/12的-1.0%回升至9.1%，主要受春节期间消费拉动；中游行业增速的增幅最大，从23/12的13.2%升至28.4%，或由于春节需求带动行业生产持续增长；上游行业利润当月同比增速回落至负数，从23/12的2.5%降至-28.0%，主要受上游价格回落影响。

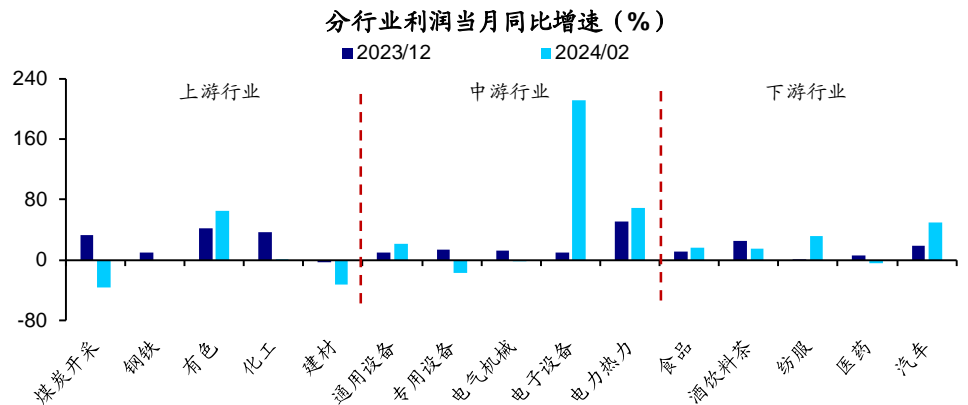
具体行业看，1-2月电子、汽车等装备制造，纺服、食品等消费增速较快。取四年年化平均增速后，我们发现上游行业中，除有色增速回升，其他行业利润均在边际回落，其中煤炭增速由正转负；中游行业中，电子设备、电力热力和通用设备行业利润边际改善，其中电子设备利润改善最为明显，从去年12月的10.2%升至210.9%；下游行业中，汽车、纺服、食品利润增速均在回升，其中汽车利润改善最为明显。

图7 1-2月工业企业利润增速边际回升


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 21-23年为与19年的年化平均增速

图8 中游、下游利润当月同比增速有所上升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

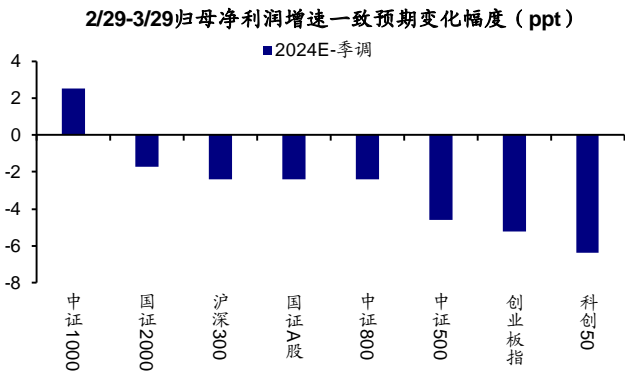
图9 电子设备、汽车、纺织、食品等行业利润当月同比增速提升幅度较大


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 2023年12月为四年年化平均, 2024年为1-2月累计值

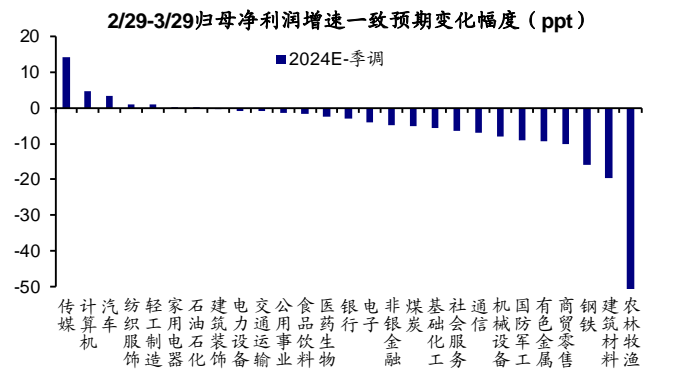
维度3: 从盈利一致预期看, TMT、汽车以及消费行业业绩预期边际上修。分析师一致预期是基于专业分析师对公司业绩的调研和分析得出的结果, 这些预期蕴含了各种信息, 具备一定的准确性和领先性。因此, 我们或可以通过观察近期业绩预期的变化, 发掘正在被定价的积极因素, 继而探知上市公司一季报的情况。下文主要采用通联一致预期数据作为分析对象, 所有数据均经过季调处理。

分宽基指数看, 小盘股业绩明显上修, 科创板、创业板业绩下修。截至 24/03/29, 2月底以来分析师对小盘股 24 年的盈利预期边际上修, 中证 1000 指数归母净利润增速的一致预期上调 2.5 个百分点; 小幅下调国证 2000、沪深 300、国证 A 股、中证 800 的业绩预期, 下调幅度在 1.5-2.5 个百分点左右; 明显下调对科创 50、创业板指的业绩预期, 下调幅度超 5 个百分点。

分具体行业看, 分析师主要上修 TMT、汽车、部分消费行业的业绩预期。具体而言, 近一个月以来, 传媒、计算机行业的业绩上修幅度最明显, 上修幅度分别达 14.1 个百分点、4.8 个百分点, 反映到现实是以 Sora 为代表的 AI 技术、发展新质生产力的政策定调等积极因素正持续被定价; 汽车行业业绩预期也出现上修, 上调幅度为 3.4 个百分点, 说明近期汽车供需双强的格局也已在被定价; 此外, 纺织、轻工、家电等行业的盈利一致预期也边际上调, 变化幅度分别达 1.0 个百分点、1.0 个百分点、0.1 个百分点, 显示近期较强劲的商品消费已逐步反映在预期中。

图10 近一个月中证1000指数24年盈利预期上修


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 数据均经季调处理, 剔除异常值

图11 近一个月TMT、汽车、消费行业24年盈利预期上修


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 数据均经季调处理, 剔除异常值

当前仍处在底部第一波向上反弹行情中。我们在《策略周报-反弹的时间和空间-20240218》中首次提出, 随着政策面和资金面的积极因素不断积累, 市场或已迎来底部的第一波反弹行情。2/5 低点以来市场风险偏好已明显修复, 虽然近一周以来行情有所放缓, 但市场对于积极信号的关注度仍在提升。往后看, 我们预计今年稳增长政策仍将进一步发力, 加强宏观政策的逆周期和跨周期调节, 宏观层面有望实现 5% 的增长目标。叠加即将步入 4 月, 后续将进入业绩密集披露窗口期, 市场焦点或重回基本面验证, 根据前文分析, 无论从宏观高频数据、工业企业利润还是盈利一致预期出发, 上市公司一季报或均有亮点, 后续应密切跟踪基本面边际变化情况。

对于后市行情的持续性, 我们认为或可借鉴历史底部第一波反弹: 回顾过去四次大盘筑底的第一波反弹行情, 行情往往持续 2-3 个月左右、指数涨幅 25%-30% 左右。本轮行情目前持续约 1.5 个月, 上证综指自低点最大涨幅为 17%, 沪深 300 为 16%, 万得全 A 为 25%, 对比历史来看本轮行情或尚未结束。但我们认为, 对照历史本轮行情上涨速率明显较快, 市场也积累了一定的获利盘压力, 接下来也应注意, 短期市场上涨节奏或有放缓。

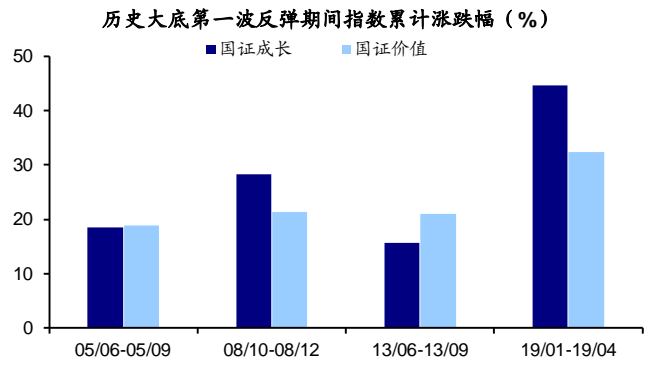
表 1 过去四次大底后的第一波反弹行情

年份	上证指数				沪深 300				万得全 A			
	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)	第一波上涨 (熊市低点- 修复后高 点)	上涨时 间(天)	涨幅 (%)	上涨 速率 (点/ 日)
2005 年	998-1224	106	22.6	2	808-972	105	20.3	2	577-748	63	29.6	3
2008 年	1665-2101	42	26.2	10	1607-2108	35	31.2	14	1207-1634	37	35.3	12
2013-14 年	1849-2270	79	22.7	5	2023-2527	79	24.9	6	1879-2480	112	32.0	5
2019 年	2441-3288	94	34.7	9	2936-4126	108	40.5	11	3170-4525	94	42.7	14
均值	-	80	26.6	7	-	82	29.2	8	-	76.5	34.9	9

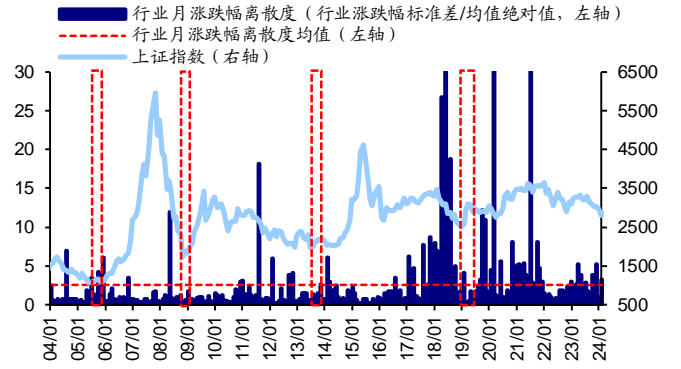
资料来源: Wind, 海通证券研究所

短期行业补涨轮涨或仍将持续。回顾历史, 结构层面上, 由于底部第一波反弹期间驱动市场上涨的动力往往是情绪修复, 因此期间往往呈现各行业普涨、轮涨的特征, 同时成长价值风格也较均衡。以国证成长和国证价值指数来衡量, 05/06-05/09 期间成长/价值累计涨 18%/19%, 08/10-08/12 期间涨 28%/21%, 13/06-13/09 期间涨 16%/21%, 19/01-19/04 期间涨 45%/32%, 即成长和价值的走势并未明显分化。我们进一步比较历次市场大底后第一波反弹期间行业涨跌幅离散度(以行业月涨跌幅标准差/均值绝对值计算), 可以发现 05、08、13-14、19 年第一波反弹期间申万一级行业月涨跌幅离散度分别为 2.4、0.9、1.0、1.7, 均低于 02 年以来 2.6 的均值, 可见大底后第一波反弹期内行业涨幅较为均衡, 因此参考历史经验, 短期应关注前期滞涨行业的补涨机会。

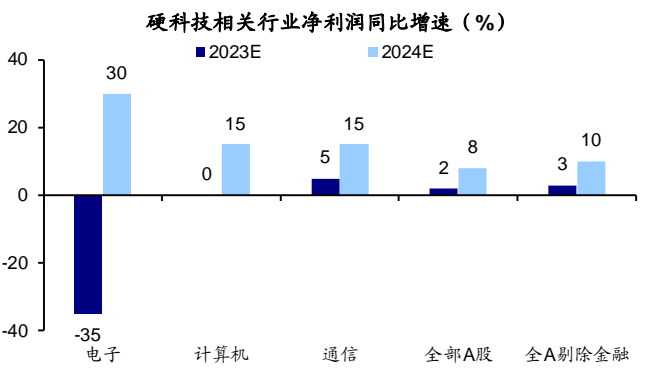
行业层面，中期重视硬科技制造。24年政府工作报告强调要发展新质生产力，为未来产业发展指明方向。3月20日，在湖南长沙召开的新时代推动中部地区崛起座谈会上，习近平总书记强调，“要以科技创新引领产业创新，积极培育和发展新质生产力”，政策对新质生产力的重视程度不言而喻。具体而言，我们认为，未来应当重视受益于两会政策催化的硬科技制造及医药，硬科技制造重点关注电子、数字基建和数据要素、AI应用，医药重点关注成长+价值均衡，优选24年业绩有望占优的创新药/高值耗材/中药流通。此外，今年政府工作报告指出要“增强资本市场内在稳定性”，近期证监会出台多项政策着力提升上市公司质量和投资价值，未来产业并购正在成为上市公司并购重组主流和监管重点支持方向，后续或可逐步关注上市公司治理改善带来的投资机会。

图12 历史大底第一波反弹期间成长价值风格较为均衡


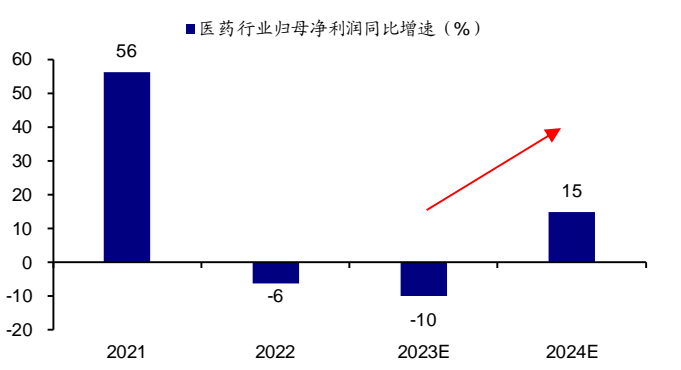
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 24年电子盈利增速改善或更明显


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图15 23/24年医药盈利有望向上


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

风险提示: 稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

吴信坤 策略研究团队
王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。