

企業盈利築底反彈 A股拐點已至

瑞銀孟磊：旅業復甦快 消費零售及汽車板塊看俏



▲強勁的出口數據，帶動汽車板塊盈利增長。

「現實情況沒有這麼糟糕，隨着近期一系列政策寬鬆措施落地，我們對下半年A股走勢持較樂觀態度。」瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊向《大公報》表示，A股過度反映了市場悲觀情緒，以及經濟增長放緩的憂慮，市場可能已經觸底，二季度或為全年盈利底部，A股後市不太可能出現「單邊上漲」或一蹴而就，但市場拐點已至，下半年盈利同比增速，有望在政策寬鬆和經濟企穩帶動下，逐步回升。



孟磊對下半年A股走勢持較樂觀態度。



大公報記者 倪巍晨

二季度以來，中國出台包括放寬房地產行業政策、下調股票交易印花稅和個人所得稅等一系列支持政策；同時，地緣政治緊張局勢緩和，中美官員之間溝通頻率開始增加，部分中國宏觀數據已經觸底，但A股整體表現仍不盡如人意。

孟磊分析，今年二季度全部A股單季盈利同比下滑8%，剔除金融股後的單季盈利同比下滑11%，一定程度顯示當季房地產活動趨弱、消費動能放緩，以及對歐美等地區出口減少等因素，對A股上市公司盈利造成利淡影響。此外，儘管大宗商品價格在二季度總體小幅下滑，但非金融板塊的盈利，受累資本市場低迷而回落，令其毛利率仍大致環比持平於今年一季度的歷史低位水平。

經濟逐步企穩 拉動各行業恢復

然而，中國經濟逐步企穩，令不少行業呈現恢復勢頭。孟磊提到，民眾出遊熱情持續高漲，帶動旅遊服務等相關板塊快速復甦。在「低基數效應」下，休閒服務的盈利狀況在二季度迎來躍升，且隨着客流量的不斷提升，交通運輸板塊的盈利同比增速，從一季度的3%提升至二季度的39%。

孟磊補充說，在大消費領域，食品飲料、家用電器等行業展現出一定的盈利韌性，其二季度的單季盈利同比增速分別達9%和11%。得益於政策的扶持，以及強勁的出口數據支撐，汽車板塊盈利增速，從一季度的4%躍升至二季度的46%。同樣受益於強勁出口的，還有機械設備行業，上半年盈利同比已經轉正。不過，受房地產行業和工業活動疲軟影響，中上游行業的鋼鐵、化工、建材、有色、採掘等行業下滑幅度居前，二季度單季盈利同比分別下滑73%、51%、20%、36%和33%。

政策陸續出台 提振市場信心

孟磊指出，從歷史經驗看，A股觸底時通常會顯現出一些跡象。一是月度外資的大量流出，通常外資單月大規模流出後的三個月內，A股平均回報率約8%；二是人民幣兌美元匯率與十年期國債收益率均處極端水平；三是A股交易量較低，且H股賣空交易量較高。此外，相關底部跡象還包括製造業PMI、信貸脈衝等宏觀經濟基本面的趨勢性改善等。

「提振宏觀信心，仍是下半年需要做的最大的目標。更多的政策將開始支持市場往好的方向走。」孟磊坦言，不同的政策寬鬆力度，以及經濟復甦的節奏，將對下半年A股行業配置產生顯著影響，7月末召開的中央政治局會議設定了更積極的政策基調，隨着近期一系列寬鬆政策措施的兌現，「我們相信A股市場拐點已至。」

瑞銀下半年關注板塊

房地產產業鏈 家電、傢俱、建材等板塊具有穩健的需求

高端白酒板塊 有望受益於商務活動的復甦，以及公募倉位的回補

保險板塊 有望憑藉高beta屬性，以及其對「中特估」的敞口而跑贏市場

公用事業、高股息公司 對政策寬鬆持續性持觀望態度的投資者，可考慮將其作為防禦性持倉

大公報記者倪巍晨整理

▼民眾出遊熱情高漲，帶動旅遊服務等相關板塊快速復甦。



▼中國經濟穩增長，A股顯現觸底跡象。

瑞銀分析師觀點速覽

瑞銀中國內地及香港公用事業首席分析師廖啟華

中國能源轉型行業前景樂觀，預計2022至2025年瑞銀覆蓋的中國能源轉型公司的盈利，將以22%的CAGR強勁增長。

瑞銀證券石油化工分析師郭一凡

下半年油公司將保持較好盈利，對原油市場維持樂觀態度，天然氣、成品油業務將受益於政策；化工板塊有望底部復甦；新材料領域建議關注氫能、電子化工材料、POE等產品的長期增長

瑞銀證券中國科技硬件行業分析師俞佳

半導體行業，看好國產化確定性高、有技術壁壘、有品類擴張、有估值吸引力的公司；IC設計行業，看好受益於中國手機需求復甦、國產化確定性高、單機價值量提升的公司；半導體封測行業，看好經營效率、客戶結構以及技術壁壘更高、估值有吸引力的公司

▼出口強勁，機械設備行業盈利轉正。

▼中國經濟復甦，餐飲業後市看好。

瑞銀中國互聯網、媒體、教育行業分析師劉耀坤

對中國互聯網公司持樂觀態度。互聯網板塊中配置一些防守性、逆週期的方向，如在線視頻以及教育行業

大公報記者倪巍晨整理



▶未來數月，消費需求料持續溫和復甦。



A股觸底跡象顯現

- 月度外資的大量流出，通常外資單月大規模流出後的三個月內，A股平均回報率約8%
- 人民幣兌美元匯率與十年期國債收益率均處極端水平
- A股交易量較低，且H股賣空交易量較高
- 包括製造業PMI、信貸脈衝等宏觀經濟基本面的趨勢性改善

瑞銀預測今年中國經濟

指標	預測
GDP	今年GDP或增長4.8%，明年預期為4.2%
出口	今年中國出口或下跌5%
消費	今年實際消費增速有望恢復至6.1%
CPI	今年CPI年均增長或僅0.5%，明年有望升見1.2%
PPI	今年平均下降3%，明年或有正增長
貨幣政策	年內或有10至15個基點的降息空間；人行年內或進一步降準25個基點，並降低MLF利率10至15個基點
匯率	維持人民幣年底前小幅升值的判斷不變，但年底人民幣匯率預測值從6.95調整為7.15

大公報記者倪巍晨整理



▶中國經濟進一步復甦，消費動能正在轉強。

人幣匯價反彈 外資勢重返A股

大勢所趨 孟磊觀察到，7月中央政治局會議積極定調後，北上資金在當月25日至8月1日期間淨流入539億元（人民幣，下同）。此後受房地產市場疲弱拖累，市場對經濟放緩的憂慮加劇，8月7日開始的13個交易日，北上資金淨流出779億元。中期看，北上資金普遍會隨着中國經濟活動的企穩，再度回歸至長期淨流入的趨勢線。隨着進一步支持政策落地，並推動經濟活動企穩，外資料重回A股市場。

瑞銀證券量化團隊測算，8月外資公募基

金與對沖基金分別淨流出445億元和420億元。不過，孟磊說，得益於房地產政策持續放鬆，瑞銀宏觀團隊預計，未來數月房地產銷售有望逐步低位企穩，年內基建投資亦將保持穩健增長，且消費料持續溫和復甦。在經歷8、9月經濟企穩修復後，三季度中國GDP環比折年增長率或在2%至2.5%、同比增速約4%，預計4季度中國GDP環比折年增長率進一步反彈至3.5%左右，同比增速約4.5%。

股票ETF增發 揭示長線資金入場

孟磊說，美聯儲加息已近尾聲，美元整體趨勢及美國利率將下行，瑞銀的中國經濟學家預計，到年底人民幣兌美元匯率或約7.15。他判斷，後續人民幣匯率的反彈，以及美元利率的下行，將助推部分北向資金流入A股，更多外資的流入，也有望配合公募基金發行，對A股估值帶來一定助推作用。

他補充說，截至8月末，今年股票型ETF共計淨增3517億份，其中6、7、8月分別淨增520億份、458億份和998億份，預示近期一些長線資金正加速通過ETF在低位布局。



▲未來數月，消費需求料持續溫和復甦。

經濟順周期板塊值博 看好資源股

重獲關注 孟磊介紹，從歷史經驗看，A股市場底部階段，潛在復甦背景下表現最好的行業，包括互聯網電商，以及餐飲、休閒、啤酒等消費子行業。隨着中央政治局會議後，市場寬鬆政策預期顯著升溫，邊際資金或從「數字經濟」等相關板塊，重新回流至與宏觀經濟高度關聯的順周期板塊，從而推動市場風格發生切換，「中字頭」板塊看高一線。

孟磊提到，今年中國經濟的復甦不平衡，餐飲、服務業等復甦較為明顯，但工業需求在房地產下行、外需走弱背景下依然較弱。數據顯示，剔除房地產行業後，二季度下游行業盈利因毛利率回升，實現15%同比增長；同期，消費品企業盈利同比也實現14%的增長，且汽車、醫療保健、電信和公用事業等防禦性行業出現向好趨勢。此外，成本下降環境中，互聯網公司盈利增長超70%。

下半年中國經濟進一步復甦，順周期關聯度較高的板塊將重新獲市場關注。很多「中字頭」股

票均來自順周期板塊，包括石油、能源、材料等板塊，上述板塊在市場下行期有高分紅的保護，在市場上行期將直接得益於整體經濟的復甦。他判斷，下半年「中字頭」板塊表現或優於AI。

商務活動復常 留意白酒股

具體配置可關注三大方向，一是房地產產業鏈中的家電、傢俱、建材等需求端穩健的板塊；二是得益於商務活動復甦和公募倉位回補的高端白酒板塊；三是具有較高beta屬性的保險板塊。對政策寬鬆持續性仍持觀望態度的投資者，未來亦可考慮將公用事業、高股息公司等視為「防禦性持倉」的一部分。

孟磊補充說，瑞銀A股非銀金融分析團隊預期「券商板塊估值已具吸引力」。他介紹，券商板塊的催化劑，包括中央政治局會議後對於資本市場政策的預期，以及中國經濟的持續企穩復甦，具有AI、中特估，以及資管等特色的券商料跑贏大市。