

企業盈利修復 A股下半年迎升浪

王勝：關注新質生產力主題 AI與低空經濟概念看俏



從企業盈利表現來看

從企業盈利表現來看，A股上半年業績預計表現不差，全年A股兩非（非公開發行、非上市交易）盈利增速有望從去年負增長轉為增長2.8%，全年增速或呈「倒U形」，但上市公司淨資產收益率（ROE）和業績增長仍有磨底過程。申萬宏源研究所副所長、首席策略分析師王勝判斷，二、三季度A股將呈現「震盪市」，市場總體穩定性和結構亮點高度依賴政策催化，四季度市場基本面將向2025年切換，「投資者對基本面的預期應鎖定到2025年，屆時自下而上的結構性機會有望增加，指數中樞將再上台階」。

大公報記者 倪巍晨

從盈利增長驅動力而言，上半年量價利潤率貢獻的齊升，將帶動A股盈利增速加速修復，但下半年量和利潤率的貢獻將趨弱。「新質生產力」是今年中國產業領域發展的一大主方向。王勝指出，「加快發展新質生產力」被提高到今年重點工作的首位，戰略地位已經凸顯。

留意新經濟政策受惠產業

從歷史經驗看，新經濟政策刺激後，市場很容易找到順應產業趨勢的投資方向，特別是在產業趨勢與政策形成共振後，相關行業或公司的業績、股價均有較大彈性。他並相信，「新質生產力」投資層面，今年僅是醞釀期，明年才是爆發期。

「5月是小盤成長新的機會窗口期。」王勝建議，關注新經濟產業趨勢的驗證情況，以及新質生產力發展、設備更新改造具體受益方向的進一步明確。他說，對於已發酵過多階段行情的主題方向，對業績兌現的要求將逐步提升。相比之下，處在概念或導入期的新主題方向，目前仍在產業趨勢行情的第一、第二波，股價阻力明顯更小，可重點關注腦機接口、人形機器人，以及低空經濟第二波的方向。



▲AI行業短期業績兌現確定性相對較高，後續可關注算力技術路線的變化等。



▲AI機器人的「以舊換新」迎來商機。

王勝直言，人工智能（AI）行情自2022年以來已演繹至第四波，內地產業催化，以及業績驗證線索的更趨明確，是未來AI行情延續的主要條件。A股算力標的與海外產業鏈直接關聯，屬於AI行業中較佔優的方向，短期業績兌現確定性相對較高，後續可關注算力技術路線的變化等。

在王勝看來，高股息投資已成為一種思潮，分紅比例、折現率、業績可見度、商業模型穩定性等對A股估值的權重影響將獲提升。他說，4月A股業績發布期，分紅比例的提升迎來集中驗證，這會強化高股息思潮，增強高股息的進攻屬性。

高息股尋寶 分清「穩態」「動態」

「建議從穩態及動態高股息公司中，尋找估值重估的機會方向。」王勝解釋，穩態高股息的股價彈性來自周期性業績增長和無風險利率的下

▶王勝估計「新質生產力」投資層面，今年是醞釀期，明年是爆發期。



行。動態高股息中，ROE波動率低的行業公司股價彈性，來自基本面預期、正常更新需求、政策驅動「以舊換新」的加速、「出海」打開新市場，以及分紅比例的提升；ROE波動率高的行業公司股價彈性，來自ROE波動率的下降，年內可關注大宗商品價格下限的夯實（見附表）。

申萬宏源分析不同高股息標的驅動力

高股息類型	涉及行業	股價彈性驅動力
穩態高股息	電力、煤炭龍頭、鐵路公路、運營商、食品乳品、服裝家紡等	股價彈性來源於周期性的業績增長和無風險利率的下行
低ROE波動率動態高股息	家電等	股價彈性源自基本預期、正常更新需求、政策驅動「以舊換新」的加速、「出海」打開新市場，及分紅比例的提升
高ROE波動率動態高股息	煤炭、鋼鐵、建材龍頭等	股價彈性來自ROE波動率的下降，年內重點關注大宗商品價格下限的夯實
靜態股息率不高的龍頭企	此類龍頭可通過賬面現金用於分紅+新增負債用於投資的組合，以及降低新增項目總體融資成本、優化財務槓桿等方式提升公司價值	

新國九條從源頭提升上市企質量

提升質量

國務院今年4月印發《關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見》（下稱，新國九條），是近10年來第三個針對資本市場的指導性文件。王勝指出，「新國九條」進一步強化「嚴監嚴管、強本強基」的導向，一方面強化上市公司發行端、上市後價值管理端，以及退市端的全流程監管；另一方面，強化證券基金市場機構監管，推動機構功能建設。基於監管層面的變化，不僅是對歷史經驗和總結的反思、糾偏，更是對未來監管新趨勢的方向引導。

監管思路「先規範後發展」

王勝表示，「新國九條」進一步壓實上市公司、中介機構、交易所、監管部門在發行端的主體責任、明確「問責機制」，對於IPO、分拆上市、再融資等重要業務環節均有涉及，將從源頭上提高上市企業質量。上市公司端，政策以「限制減持、鼓勵分紅回購」為抓手，強化「投資者為本」的導向。

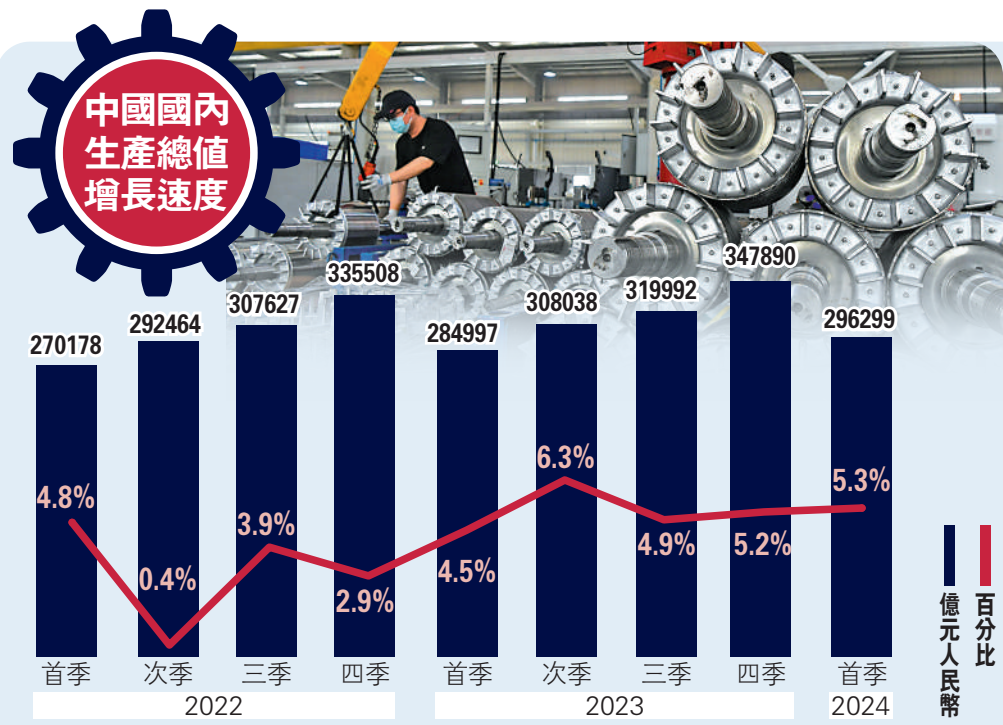
強化機構監管已成為首要目標和舉措。王勝分析，監管層正引導市場機構朝着有利於資本市場高水平建設，以及長期資金壯大的方向發展，未來機構的發展須建立在規範經營基礎上。他說，政策從執行端布局了跨部門的協同，一是着眼於針對違法違規的協同執法和聯合打擊，二是央地、部際層面協調服務實體經濟的聯動，上述措施體現了「先規範、後發展」的監管思路。

王勝相信，「新國九條」的監管思路從「建制度、不干涉、零容忍」，朝着「強監管、防風險、促高質量發展」的方向轉變。監管層正在推動的資本市場法制化建設，與市場所偏好的「規模體量較大的底倉資產、公司治理優化趨勢」或形成共振，有望成為未來趨勢性行情的關鍵線索。他並提醒，今年國企、央企的外延成長或是「中特估」強化的重要看點，而科技企業透過併購方式突破關鍵技術瓶頸，也有望令其外延正常彈性恢復，這也是「啞鈴型策略」科技成長行業新增長點的來源。

資本市場三次「國九條」政策重點

時間	政策名	政策重點
2004年1月	《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》	擴大直接融資、積極穩妥解決股權分置問題。政策推動下，2005年至2006年，股權分置改革走向深入，上市公司質量得到改善，股市融資功能進一步發揮
2014年5月	《關於進一步促進資本市場健康發展的若干意見》	擴大市場雙向開放、鼓勵併購重組與混合所有制、放鬆私募發行審批，該指導性文件在當時構成了活躍市場的重大政策條件
2024年4月	《關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見》	加強監管、防範風險擺在首位，是繼去年市場趨弱、今年初市場波動加大後，政策的首次全面思考與布局，意在推動解決資本市場長期積累的深層次矛盾

大公報記者倪巍晨整理



外需逐步回穩 利好中國出口表現

穩中向好

中國國內生產總值（GDP）首季同比增長5.3%，實現「開門紅」。王勝認為，商品需求的回復、服務消費的集中釋放，以及規模以下工業生產的持續改善，是中國經濟表現勝預期的主因。未來半年，中國出口環境仍有支撐，服務業「補庫存」將推動下游企業迎來恢復，而穩增長的發力亦會帶動投資端的階段性改善，「維持今年全年中國GDP『倒U形』走勢的判斷不變，上半年經濟將溫和改善，總體表現好於去年四季度」。

「上半年中國經濟將繼續溫和改善。」王勝認為，一季度中國經濟數據反映的三大亮點，也是未來半年可持續的改善方向。一方面，發達經濟體出口增速向需求水平回歸，對中國出口環境構成支撐。另一方面，服務業「補庫存」將帶動下游企業迎來恢復，預計下游消費品工業生產和規模以下工業生產均將改善，限額以下商品零售表現亦將優於限額以上消費。此外，穩增長政策的持續加碼，將帶動投資階段性改善，而服務業庫存回補也將支撐服務業投資。

王勝補充說，鑒於中國房地產銷售高點出現在2021年，按三年交付周期推算，今年或有較大期房交付壓力，加之現時期房竣工率偏低，後續仍要關注「保交樓」工作進展。

人行9月或降準

王勝相信，新一輪貨幣政策操作或仍待美聯儲政策的轉向，上半年人民銀行有望更多使用諸如設備更新投資再貸款等結構性工具。鑒於下一輪「貨幣乘數」增速壓力較大階段在今年9月，屆時人民銀行或開展年內第二次降準，但降幅可能從50個基點收窄至25個基點。

對美股年內走勢的判斷

判斷	經濟及政策	表現
基準假設	美經濟有望「軟著陸」，年內料開啟「預防式降息」，或在三季度啟動降息周期	美股在降息周期後面臨一定波折，寬鬆周期啟動後或迎來更好機會，標指年內漲幅4%，中小市值於再復甦預期發酵後補漲
樂觀假設	美經濟「軟著陸」，美聯儲三季度啟動降息周期，節奏3次以內	AI競賽延續、應用超預期，風險偏好走強支撐估值進一步擴張，標指年內漲幅17%，納指表現優於標指
悲觀假設A	美經濟超预期下行並衰退，美聯儲年中開始降息，節奏3次以上	AI應用遲遲未兌現，疊加數據、反壟斷等監管風險，美股估值面臨較大收縮壓力，標指年內跌幅21%，納指表現弱於標指
悲觀假設B	美經濟滯漲風險加劇，美聯儲年內未開啟降息操作	國際油價超预期上行，AI進展溫和，標指年內跌幅11%，標指表現比納指更弱

大公報記者倪巍晨整理

美股估值貴 科企業績難現高增長

勢須回調

美股年初以來的上漲主要由盈利和估值共同驅動。王勝提醒，對比全球股市，美股估值已偏貴，後市上漲與否取決於盈利增長預期能否持續兌現。當前美股盈利預期反映了美國經濟的「軟著陸」預期，若未來美國經濟超预期下行，美股估值有下修風險。

王勝表示，基準情形下，美國經濟有望「軟著陸」，美國聯儲局年內料開啟「預防式降息」，但大幅寬鬆預期

持續演繹的空間有限。且在估值偏貴背景下，今年標指每股盈利（EPS）增速預計約11%，且呈現逐季向上之勢，納指EPS增速預計約17.3%。

今年以來，美股中的半導體產品與設備漲強，傳媒娛樂、生物科技、零售、銀行等板塊跑超額收益。不過，「科技七巨頭（M7）」內部有所分化，英偉達漲強，特斯拉、蘋果等股價下跌。王勝認為，「M7」業績增速最快階段已經過去，未來或處在盈利消化估值的階段。剔除「M7」後，金融、

醫藥、信息技術等板塊業績已於去年三季度觸底，今年首季業績有望逐季向上，全年業績增速或約21%。



▲美股科技七巨頭之一的蘋果，其產品iPhone 15銷量下跌。