

策略周思考

地产政策加码后看 A 股走势

核心观点

地产政策宽松程度加码，A 股长期胜率改善。2024 年 5 月 17 日，重磅地产政策出台，需求侧方面“降首付、降商业贷利率、降公积金贷利率”多箭齐发，供给侧切实做好保交楼工作，着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，设立 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国企以合理价格收购已建成、未出售商品房，预计撬动 5000 亿银行贷款，合理折扣下消化当前商品房库存约 10%。过去两年需求端政策落地后，全 A 温和上涨，开工端钢铁表现较好，竣工端黑电相对亮眼。本轮政策刺激绝对宽松程度突破前两轮周期（2008&2014），长期利好风险偏好改善，中观数据拐点确认后有望进一步作用于 A 股整体盈利改善。

财政节奏前置+力度提升改善微观企业盈利。5 月 13 日财政部公布 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，5 月 17 日超长期特别国债首发，用于国家重大安全战略和重点安全能力建设。历史上特别国债为完成特定宏观目标提供有力支撑，从实际宏观影响看，特别国债发行有助于扩大国内需求，且在推动新质生产力发展和地方化债的大背景下，匹配长周期重大项目资金需求，提升财政资金使用效率。目前全 A 净利率基本企稳，剔除上游、金融地产后的毛利率持续回升，后续在稳增长存量政策演进、增量政策推出的过程中，A 股有望打开由 ROE 回升、盈利驱动、不透支估值与情绪的健康上行窗口。

价值风格因子与核心资产的轮动观测锚指向短期增配价值。参考地产基本面复苏预期下的市场演绎特征，经济强相关品种、价值风格均有望率先迎来修复。具体到顺周期核心资产(300 为代表)和价值风格因子(国证价值)的轮动上，相对估值、利润率轧差、市场整体轮动情况和外资回补动能四大观测锚中的三者指向增配价值。

继续增配价值并沿长期胜率改善方向进行配置。1) 短期增配价值风格，地产博弈过程中，竣工端关注黑电；2) 现金流框架下的长期胜率改善方向：机械设备、专用设备、电机、航海装备、军工电子、电子化学品等；3) 自下而上聚焦符合 GARP 策略审美的个股，食品饮料、医药未分配利润改善助力分红，公用事业涨价潮进一步释放分红潜力；4) 资本周期优选出清-成熟阶段的行业：油服工程、商用车、通用设备、饰品、纺织制造、光学光电子、环境治理、教育、种植、广告营销、医药商业等。

风险提示：海外货币政策前景不明，房企信用风险事件冲击等。

策略研究·策略专题

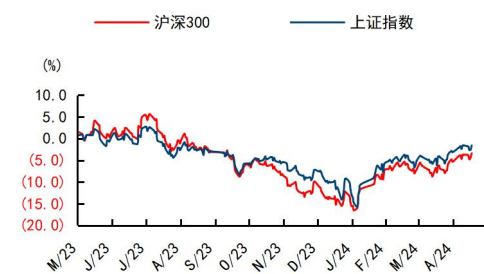
证券分析师：陈凯畅 021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开 021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	5973.08/3.85
创业板/月涨跌幅(%)	1864.94/3.76
AH 股价差指数	133.31
A 股总/流通市值(万亿元)	103.95/92.45

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略实操系列专题（六）-A 股等权指数 ERP 构造和投资实践》——2024-05-16
《中观高频景气度和基本面混频预测图谱（2024.05）——下游消费行业景气度分化》——2024-05-15
《策略周聚焦——关注资本周期定位变迁行业》——2024-05-12
《全球 ESG 资金追踪表（2024 年第三期）-科技/通信领域资金转为净流入》——2024-05-12
《ESG 月度观察——绿色金融发展步入快车道》——2024-05-09

内容目录

重磅地产政策出台，脉冲效应显著	4
需求侧重政策“多箭齐发”，供给侧聚焦保交楼、防风险	4
历次地产政策下的行情演绎规律	6
财政节奏前置+力度提升改善微观企业盈利	7
“价值先行”的轮动与“长期胜率”的改善	9
风险提示	14

图表目录

图 1: 房屋竣工面积同比下行	4
图 2: 期房销售面积同比持续走弱	4
图 3: 商品房待售面积及累计同比	5
图 4: 商品房销售面积及累计同比	5
图 5: 城镇储户对未来房价预期	5
图 6: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数	5
图 7: 各能级城市首套房贷利率走势	5
图 8: 各能级城市二套房贷利率走势	5
图 9: 2022 年来历次需求端政策落地后的全 A、地产相关板块演绎规律	6
图 10: 历史上两轮地产宽松周期下的行情演绎规律	6
图 11: 目前地产行业处于机构低配区间	7
图 12: 2024 年超长期特别国债发行安排	8
图 13: 2024 政府工作报告安排及特别国债典型特征	8
图 14: 剔除上游及金融地产后的净利率有所恢复	8
图 15: 剔除上游及金融地产后周转率基本企稳	8
图 16: 全 A 各口径下的 ROE 对比	9
图 17: 全 A 各口径下的资产周转率对比	9
图 18: 国证价值与沪深 300 长期比价与估值特征	9
图 19: 国证价值与沪深 300 利润率对比	10
图 20: 国证价值利润率变化与相对核心资产比价规律	10
图 21: 估值是价值风格与核心资产轮动的重要观测锚	10
图 22: 价值风格与核心资产的轮动受市场轮动速率影响	10
图 23: 价值风格与核心资产的轮动受外资流向影响	11
图 24: “四位一体”现金流创造体系下的制造业行业比较	11
图 25: “四位一体”现金流创造体系下的行业选择	12
图 26: 基于 2023 年报分红预案, 市场整体股息率分布情况	12
图 27: 一级行业分红个股占比与股息率中枢一览	12
图 28: 现金流量表与企业盈利的一般关系	13
图 29: 反弹以来“GARP”强于纯价值、纯成长、纯红利	13
图 30: 医药生物、食品饮料、公用事业未分配利润环比改善较多	13

重磅地产政策出台，脉冲效应显著

需求侧重磅政策“多箭齐发”，供给侧聚焦保交楼、防风险

5月17日，重磅地产政策出台，需求侧方面，“降首付”、“降商业贷利率”、“降公积金贷利率”多箭齐发。《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》、《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》、《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》中提到：1) 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，此前全国首套房利率下限为 LPR-20BP、二套房利率下限为 LPR+20BP；2) 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85% (约为当前五年期 LPR3.95% 的 0.72 倍)；3) 对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15% (此前为 20%)，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25% (此前为 30%)。通过降低首付比例、公积金贷款利率和取消商业性个人住房贷款利率下限，有望一定程度上降低置业门槛，释放刚需置业需求。周五当日申万房地产指数上涨 7.37%，全周上涨 12.65%。

供给侧方面，5月17日国务院政策例行吹风会介绍切实做好保交楼工作配套政策情况，配套措施持续跟进。1) 中央政治局委员、国务院副总理何立峰提到“要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益”；2) 人民银行副行长陶玲表示，设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿；3) 具体手段上，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。

图1：房屋竣工面积同比下行



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：期房销售面积同比持续走弱



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

结合保障性住房再贷款对银行贷款的撬动，合理折扣下预计消化当前商品房库存10%。根据国信证券地产组测算，考虑到截至2024年4月末，全国已建成未出售的商品房库存面积74553万 m^2 ，如按照2024年1-4月全国商品房销售均价9595元/ m^2 计算，货值约为71534亿元。考虑收购价格的合理折扣，预期约能消化当前库存量的10%。尽管再贷款使用标准较为严格，要求地方国企不涉及隐债，收购商品房后还需迅速用作配售或配租型保障性住房，但一定程度上仍能切实加快存量商品房去化、增加保障性住房供给。

图3: 商品房待售面积及累计同比



资料来源：万得，国信证券地产组《保交房工作配套政策点评》，国信证券经济研究所整理

图4: 商品房销售面积及累计同比



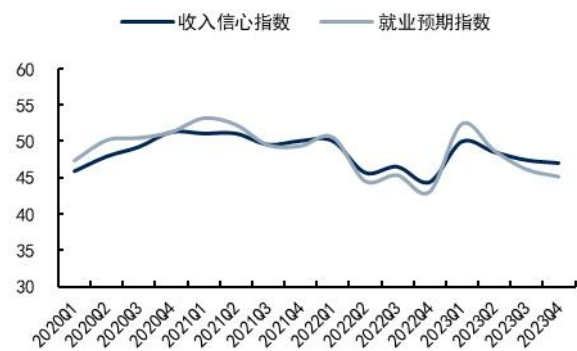
资料来源：万得，国信证券地产组《保交房工作配套政策点评》，国信证券经济研究所整理

图5: 城镇储户对未来房价预期



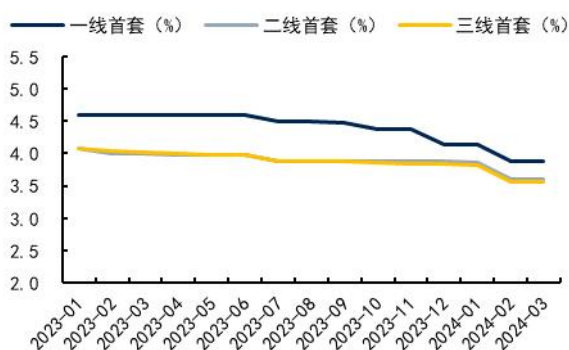
资料来源：央行城镇储户问卷调查报告，国信证券地产组《保交房工作配套政策点评》，国信证券经济研究所整理

图6: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数



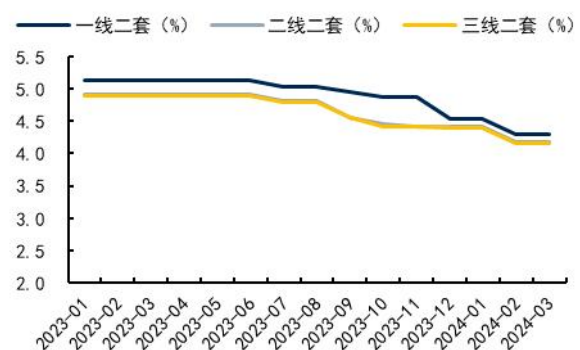
资料来源：央行城镇储户问卷调查报告，国信证券地产组《保交房工作配套政策点评》，国信证券经济研究所整理

图7: 各能级城市首套房贷利率走势



资料来源：贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

图8: 各能级城市二套房贷利率走势



资料来源：贝壳研究院，国信证券经济研究所整理

历次地产政策下的行情演绎规律

央行对需求端政策的调整向前追溯包括下列重要节点：1) 2022 年 5 月将首套房贷利率下限调整为五年期 LPR-20BP；2) 2022 年 9 月将首套个人住房公积金贷款利率下调 0.15pct；3) 2023 年 8 月将首套和二套最低首付比例统一调整为不低于 20% 和 30%，以及将二套房贷利率下限调整为五年期 LPR+20BP。本轮政策的绝对宽松程度超越前两轮周期：1) 2008 年 10 月，央行宣布最低首付款比例调整为 20%、房贷利率下限为基准利率的 0.7 倍；2) 2014 年 9 月，央行、银监会联合出台“930 新政”最低首付款比例为 30%，房贷利率下限为基准利率的 0.7 倍。

过去两年需求端政策落地后，全 A 温和上涨，开工端钢铁表现较好、竣工端黑电相对亮眼。考虑过去两年“降首付”、“降商业贷利率”、“降公积金贷利率”等需求端政策落地后的市场表现，不难发现在边际资金定价不明显的时候（即除了 2023 年 8 月），A 股整体呈现温和上涨的局面。对于地产股而言，政策落地后的跌幅扩大，更多是“政策落地→中观路径验证→业绩趋势确认”的传导不畅造成的，纵使有一定的需求刺激和政策加码，实际效果受制于居民部门对未来收入的悲观预期和刚需递延情绪的蔓延，待售面积和库存同比持续走高。考虑到地产行业处于机构低配区间，1Q24 相较 4Q23 进一步下滑 0.2pct 以上，强政策刺激带来更大概率的中观路径验证背景下，仍存在较强的博弈。

本轮政策刺激绝对宽松程度突破前两轮周期，长期利好风险偏好的改善，中观数据拐点确认后有望进一步作用于 A 股整体的盈利改善。2008、2014 年两轮宽松周期看，20-250 个交易日市场均有提振，无论是开工端还是竣工端、后周期对应的行业均表现为长期上涨。

图9：2022 年来历次需求端政策落地后的全 A、地产相关板块演绎规律

			地产相关行业表现										
时间	政策		房地产	全A	钢铁	水泥	装修建材	煤炭	建筑装饰	家用电器	白电	厨电	黑电
2022/5/15	首套房贷利率下限调整为五年期LPR-20BP	T+10	-2.84	1.38	3.88	-1.09	0.74	14.78	0.37	-2.94	-5.45	-1.41	4.81
		T+20	-7.45	7.20	7.87	-4.47	1.75	20.95	-2.26	-3.47	-8.80	-2.45	7.95
		T+60	-9.19	10.68	3.13	-10.08	-4.46	4.85	-8.04	2.98	-7.92	0.51	15.55
2022/9/30	将首套个人住房公积金贷款利率下调0.15pct	T+10	-3.91	1.75	2.14	-3.02	-3.04	-4.97	3.34	-6.40	-8.25	-6.07	4.47
		T+20	-11.21	4.07	2.37	-6.55	2.23	-7.77	2.76	-6.08	-10.09	-7.39	9.95
		T+60	-0.90	2.89	2.95	-3.90	15.05	-16.37	3.95	-0.09	2.24	0.41	2.07
2023/8/31	将首套和二套最低首付比例统一调整为不低于20%和30%，以及将二套房贷利率下限调整为五年期LPR+20BP	T+10	-2.58	-0.82	2.75	1.18	-2.14	11.65	-0.65	0.25	0.51	-0.39	4.72
		T+20	-5.49	-1.09	0.80	2.48	-4.23	9.61	-0.91	0.15	-0.60	-1.94	6.07
		T+60	-13.10	-2.70	-1.33	-5.57	-17.81	14.70	-7.18	-5.27	-9.74	-9.74	19.08

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：历史上两轮地产宽松周期下的行情演绎规律

时间	政策		地产相关行业表现										
			房地产	全A	钢铁	水泥	装修建材	煤炭	建筑装饰	家用电器	白电	厨电	黑电
2008/10/22	最低首付款比例调整为 20% 、房贷利率下限为基准利率 的0.7倍	T+10	-11.30	-8.31	-10.80	-0.41	-5.92	-7.50	-2.64	-4.58	-3.04	-7.47	-8.42
		T+20	5.99	7.97	3.81	43.35	23.08	7.46	25.39	10.04	9.54	34.41	11.33
		T+60	15.86	14.41	5.34	61.88	49.05	21.43	26.92	18.00	17.06	64.61	20.30
		T+100	52.76	38.89	21.60	113.21	92.83	49.87	36.88	48.20	46.38	71.10	52.24
		T+250	128.20	90.04	48.60	147.66	223.94	181.77	54.38	142.11	155.38	113.31	103.20
2014/9/30	最低首付款比例30%，房贷利率 下限为基准利率的0.7倍	T+10	0.31	-0.55	1.45	-0.38	-2.19	-3.01	-0.40	-0.23	-0.84	1.60	1.59
		T+20	3.12	2.49	9.22	3.98	1.59	2.05	11.63	3.93	1.66	11.00	10.76
		T+60	28.56	21.74	42.44	32.35	4.69	17.01	61.36	13.58	15.74	3.54	6.94
		T+100	38.30	35.29	53.46	29.80	21.63	13.32	65.51	36.39	32.10	25.40	49.26
		T+250	56.77	48.64	55.19	15.74	51.00	8.91	81.04	37.75	36.34	54.97	41.93

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：目前地产行业处于机构低配区间

大类行业	一级行业	仓位变化	标配比例		超配比例		超配情况	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	
			仓位环比Q4	总市值	流通市值	总市值									流通市值
上游资源	石油石化		0.38%	5.40%	1.58%	-4.60%	-0.78%	低配	1.19%	0.81%	1.96%	1.44%	1.46%	1.11%	1.02%
	煤炭		0.20%	2.26%	1.50%	-1.08%	-0.32%	低配	1.38%	1.18%	0.96%	0.62%	0.86%	0.78%	1.39%
	有色金属		1.88%	3.18%	4.27%	0.94%	-0.14%	超配	6.01%	4.13%	3.72%	3.35%	3.84%	3.72%	4.83%
	钢铁		-0.05%	0.94%	0.94%	-0.49%	-0.48%	低配	0.41%	0.46%	0.39%	0.31%	0.22%	0.30%	0.31%
	基础化工		-0.17%	3.47%	4.36%	-0.26%	-1.15%	低配	3.04%	3.21%	2.98%	2.58%	3.11%	3.24%	3.31%
中游制造	建筑材料		-0.06%	0.84%	0.94%	-0.31%	-0.41%	低配	0.45%	0.53%	0.77%	0.64%	0.77%	0.79%	0.59%
	机械设备		-0.01%	4.21%	5.12%	-0.03%	-0.94%	标配	3.87%	4.18%	3.43%	3.21%	2.55%	2.36%	2.07%
	建筑装饰		-0.00%	2.02%	2.10%	-1.43%	-1.52%	低配	0.49%	0.58%	0.75%	0.80%	0.79%	0.51%	0.58%
	电力设备		0.73%	5.91%	7.94%	4.18%	2.14%	超配	10.82%	10.09%	9.95%	13.69%	13.68%	16.62%	19.74%
	国防军工		-0.70%	2.29%	2.81%	1.18%	0.66%	超配	2.77%	3.47%	3.16%	3.47%	3.01%	3.92%	4.55%
下游可选消费	汽车		0.26%	4.04%	4.19%	0.75%	0.60%	超配	5.05%	4.79%	4.90%	4.40%	3.51%	3.72%	3.83%
	家用电器		0.97%	1.87%	2.56%	1.40%	0.71%	超配	4.24%	3.27%	2.83%	2.49%	1.75%	1.30%	1.58%
	轻工制造		0.32%	0.99%	1.04%	-0.15%	-0.19%	超配	1.17%	0.85%	0.78%	0.71%	0.72%	0.95%	0.71%
	商贸零售		0.09%	0.99%	1.10%	-0.48%	-0.60%	低配	0.60%	0.51%	0.65%	0.56%	0.99%	1.49%	1.63%
	社会服务		-0.15%	0.50%	0.66%	0.16%	0.00%	标配	0.50%	0.66%	1.66%	1.59%	1.92%	2.58%	0.91%
下游必选消费	美容护理		0.06%	0.39%	0.40%	-0.10%	-0.11%	低配	0.35%	0.29%	0.34%	0.42%	0.65%	0.78%	0.83%
	食品饮料		0.03%	6.00%	6.73%	7.11%	6.38%	超配	13.14%	13.11%	13.32%	12.21%	15.22%	14.46%	15.62%
	纺织服装		0.13%	0.73%	0.73%	-0.15%	-0.15%	标配	0.71%	0.58%	0.71%	0.68%	0.81%	0.88%	0.26%
	医药生物		-2.08%	6.96%	8.64%	7.57%	5.90%	超配	11.66%	14.54%	12.89%	11.47%	11.37%	11.55%	9.81%
	农林牧渔		-0.18%	1.45%	1.72%	0.70%	0.43%	超配	2.02%	2.15%	1.27%	1.30%	1.46%	1.47%	1.87%
TMT	电子		-1.37%	7.43%	9.06%	5.90%	4.26%	超配	11.95%	13.32%	9.70%	9.47%	7.94%	7.39%	8.56%
	计算机		-1.22%	3.91%	5.47%	1.78%	0.22%	标配	3.98%	5.70%	5.74%	7.48%	7.96%	4.66%	3.57%
	通信		1.13%	4.88%	2.79%	-2.15%	-0.06%	低配	3.86%	2.73%	3.65%	4.26%	2.23%	1.25%	1.44%
	传媒		0.12%	1.59%	2.20%	-0.77%	-1.37%	低配	0.95%	0.83%	3.53%	4.08%	3.87%	2.81%	0.54%
大金融	银行		0.51%	12.32%	6.59%	-10.37%	-4.64%	低配	2.46%	1.95%	2.36%	1.96%	1.85%	2.81%	2.83%
	非银金融		-0.02%	6.21%	5.86%	-5.11%	-4.77%	低配	0.68%	1.10%	1.91%	1.12%	1.29%	1.79%	0.99%
	房地产		-0.20%	1.25%	1.41%	-0.06%	-0.22%	低配	0.98%	1.19%	1.69%	1.66%	1.86%	2.46%	2.71%
环保公用	公用事业		0.85%	3.78%	3.38%	-2.26%	-1.86%	低配	2.37%	1.52%	1.48%	1.67%	1.26%	1.24%	0.75%
	交通运输		0.52%	3.32%	2.91%	-1.44%	-1.03%	低配	2.40%	1.88%	2.13%	1.97%	2.69%	2.70%	2.83%
	环保		0.08%	0.75%	0.84%	-0.41%	-0.50%	低配	0.41%	0.33%	0.32%	0.33%	0.29%	0.29%	0.25%
综合	综合		0.03%	0.12%	0.16%	-0.04%	-0.08%	标配	0.11%	0.08%	0.06%	0.05%	0.09%	0.09%	0.09%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

财政节奏前置+力度提升改善微观企业盈利

政治局会议提出“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，保持必要的财政支出强度”，5月17日超长期特别国债首发。5月13日，财政部公布今年一般国债、超长期特别国债发行有关安排；5月17日，30年期、总额400亿元的超长期特别国债首发，用于国家重大战略实施和重点安全能力建设。本次发行计划是在两会政府工作报告的基础上落地实施，从具体安排来看，特别国债发行节奏较为均衡，一方面有助于平抑国债发行对资金的影响，另一方面也将缓解项目储备不足对发行节奏的限制。

历史上特别国债为完成特定宏观目标提供有力支撑，实际影响上有助于扩大国内需求。此前我国共计进行过5次特别国债发行，包括3次新发和2次续发。其中，3次新发均为解决重大宏观问题提供了有力支撑，具体包括：1998年定向发行2700亿元特别国债向四大行注资，改善银行资本金不足的问题；2007年分8期发行1.55万亿元特别国债购买外汇作为即将成立的国家外汇投资公司的资本金来源；2020年公开发行1万亿元特别国债为疫情防控和复工复产提供资金支持。此外，在1998年-2000年，为应对亚洲金融危机带来的不利冲击，也曾经连续3年发行长期建设国债用于建设性支出。总体上看，历次特别国债和长期建设国债发行均实现了既定发行目标，特别国债和长期建设国债的适时发行为90年代末以来我国经济长期平稳运行提供了有力支撑。从实际宏观影响来看，特别国债发行有助于扩大国内需求，且在推动新质生产力发展和化解地方债务的大背景，特别国债能够更好匹配较长期限重大项目资金需求，提升财政资金使用效率。

剔除金融、地产后，上市企业净利率基本企稳，“财政节奏前置+力度提升”语境下有望在2H24看到全A盈利改善。从微观层面看，年报一季报业绩增速磨底，

受周转率拖累 ROE 下行超过 11 季度，但是 1Q24 主要的拖累在于资产周转率的下行，剔除上游、金融、地产后，中游制造及下游消费领域周转率下行边际收窄，毛利率自 2Q23 开始回升，净利率也从 4Q23 开始回升。后续在稳增长相关存量政策演进，增量政策推出的过程中，财政力度提升有望进一步促进企业盈利修复，A 股打开由 ROE 回升、盈利驱动、不透支估值与情绪的长期健康上行。

图12：2024 年超长期特别国债发行安排

期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5 月 24 日	首发	按半年付息
	6 月 19 日	续发	
	7 月 19 日	续发	
	8 月 14 日	首发	
	9 月 20 日	续发	
	10 月 18 日	续发	
30	11 月 8 日	续发	按半年付息
	5 月 17 日	首发	
	6 月 7 日	续发	
	6 月 21 日	续发	
	7 月 5 日	续发	
	7 月 24 日	首发	
	8 月 2 日	续发	
	8 月 21 日	续发	
	9 月 6 日	续发	
	9 月 24 日	首发	
	10 月 11 日	续发	
50	10 月 25 日	续发	按半年付息
	11 月 15 日	续发	
	6 月 14 日	首发	
	8 月 9 日	续发	
	10 月 16 日	续发	

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

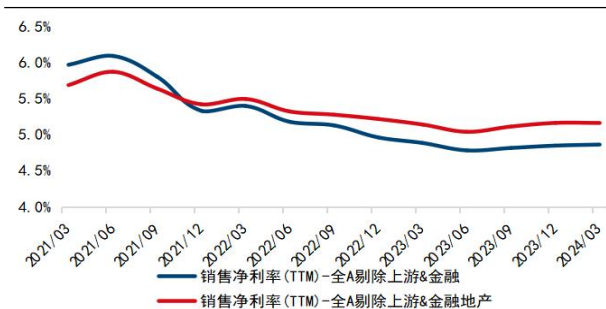
图13：2024 政府工作报告安排及特别国债典型特征

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
GDP 实际增速（%）	5	5	5.5	6		6-6.5	6.5	6.5
新增就业（万人）	1200	1200	1100	1100	900	1100	1100	1100
失业率上限（%）	5.5	5.5	5.5	5.5	6	5.5	5.5	4.5
通胀（%）	3	3	3	3	3.5	3	3	3
财政政策表述	积极的财政政策要适度加力，提质增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	积极的财政政策要提质增效，更可持续	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要更加积极有效
赤字率（%）	3	3→3.8	2.8	3.2	3.6	2.8	2.6	3
实际赤字率（%）		3.9	2.8	3.1	3.7	2.8	2.6	2.9
财政赤字（亿）	40600	38800→45800	33700	35700	37600	27600	23800	23800
新增专项债（亿）	39000	38000	36500	36500	37500	21500	13500	8000
特别国债	连续几年超长期特别国债，今年 10000 亿	10000 亿，计入中央赤字			10000 亿抗疫特别国债			
预算内投资（亿）	7000		6400	6100	6000	5776	5376	5076

	一般国债	特别国债
发行审批流程	年初由政府向预算审批部门申请并安排发行额度	国务院向全国人大常委会或人大常委会审议
是否纳入财政赤字	是	否
资金管理	一般公共预算	政府性基金
资金用途	弥补财政赤字	特定用途、专款专用
发行方式	通常为公开发行	公开发行和定向发行结合

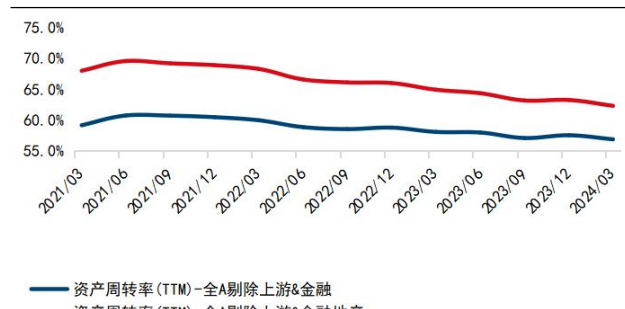
资料来源：中国政府网，财政部，国信证券经济研究所整理

图14：剔除上游及金融地产后的净利率有所恢复



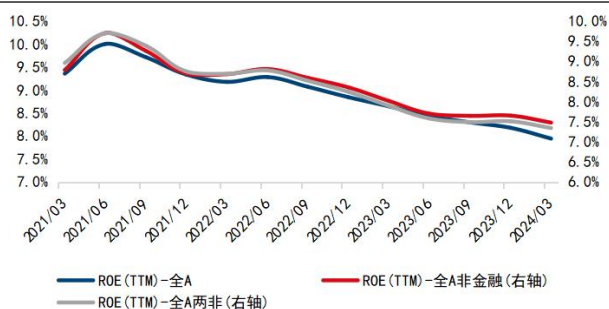
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图15：剔除上游及金融地产后周转率基本企稳



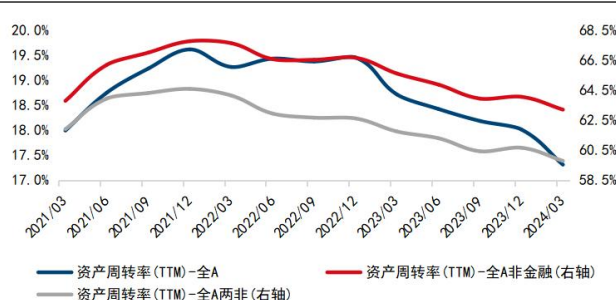
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图16: 全 A 各口径下的 ROE 对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图17: 全 A 各口径下的资产周转率对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“价值先行”的轮动与“长期胜率”的改善

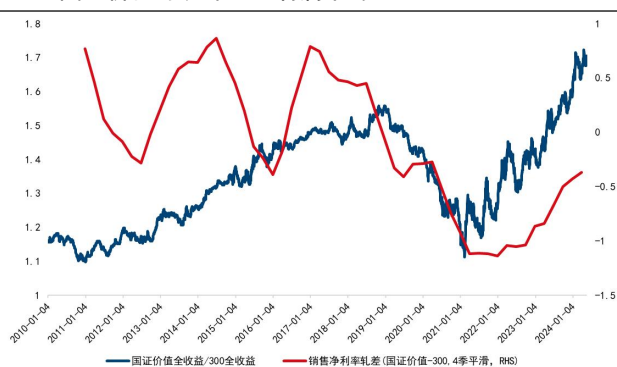
参考地产基本面复苏的前期特征，价值风格短期占优，关注风格因子与核心资产的轮动规律。地产链超过月度级别的修复信号下，经济强相关品种、价值风格有望率先迎来修复。顺周期核心资产与价值风格因子之间存在轮动，综合考虑四个轮动观测锚的变化情况有助于进一步增厚收益：1) **相对估值**：2019 年以前国证价值全收益和 300 全收益指数的估值整体呈现窄箱体震荡的特征，PE 比值在 0.8 到 0.9 之前，在估值比价接近 0.8 附近增加价值因子的权重能够提升超额收益；近三年来在 PB 分位数之差处于 15pct 以上的位置进行择时，同样能够增厚超额 2) **利润率轧差**：国证价值近三年长期跑赢核心资产的原因在于利润率和 ROE 轧差的持续上行，利润率轧差的拐点与长期相对比价的拐点更吻合；3) **市场整体轮动速率**：基于国信行业轮动指数与“国证价值全收益/300 全收益”的变化规律看，轮动中枢抬升或全市场处于较高的轮动状态下，更利于国证价值的长期跑赢；4) **外资回补动能**：外资流入对 300 的短期边际定价效应更强，“国证价值全收益/300 全收益”在 2023 年以前与外资流入的 60 日均线高度负相关，外资流入状况改善时，国证价值全收益跑输 300 全收益，外资流入放缓或开始流出时，国证价值大概率跑赢 300。

图18: 国证价值与沪深 300 长期比价与估值特征



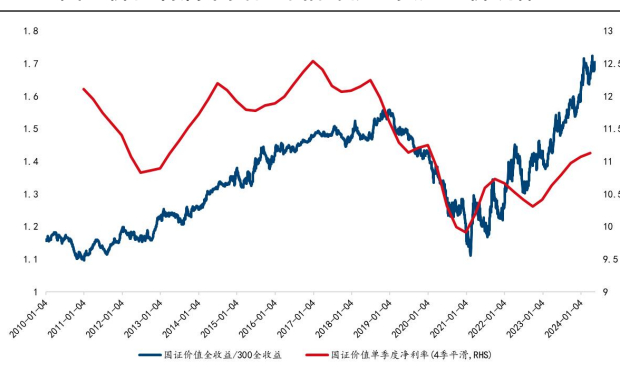
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图19: 国证价值与沪深 300 利润率对比



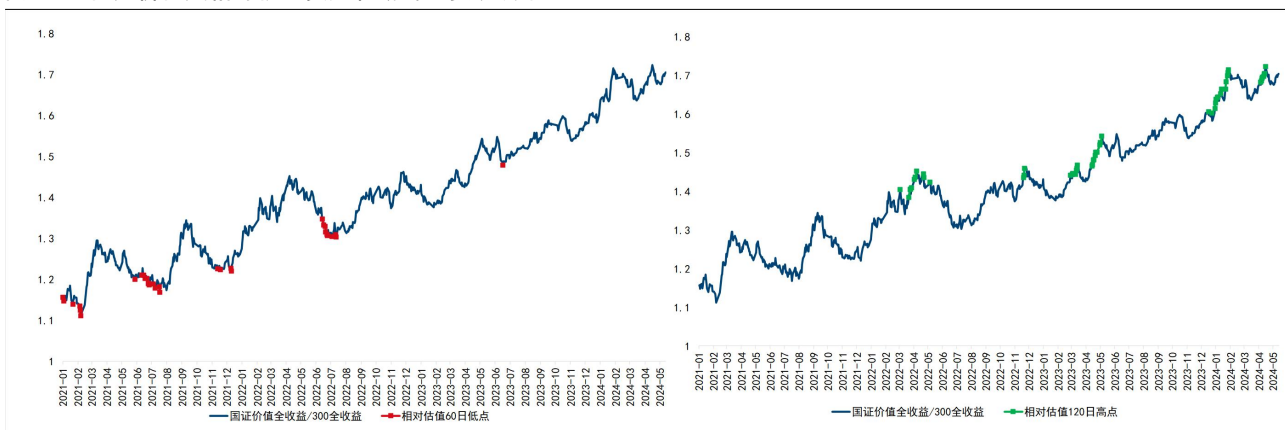
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图20: 国证价值利润率变化与相对核心资产比价规律



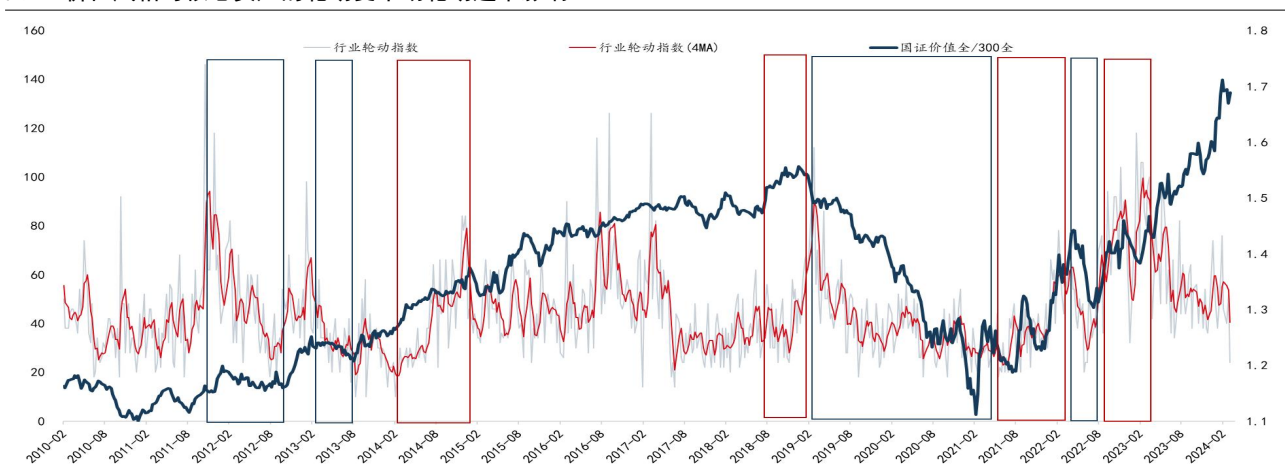
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图21: 估值是价值风格与核心资产轮动的重要观测锚



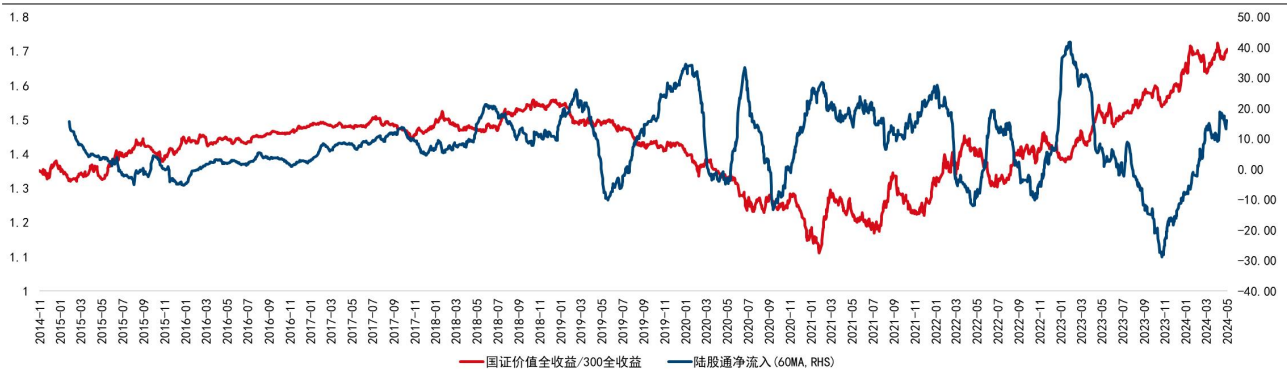
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图22: 价值风格与核心资产的轮动受市场轮动速率影响



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图23：价值风格与核心资产的轮动受外资流向影响



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

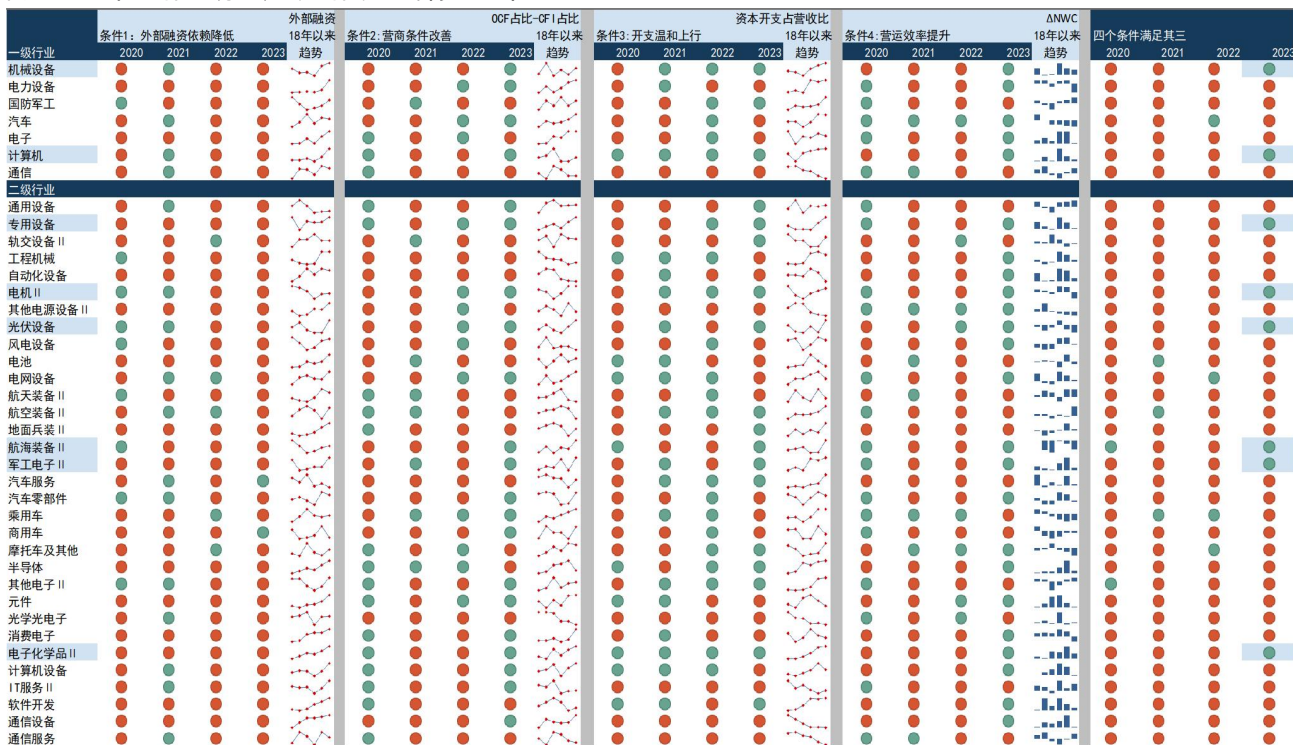
关注现金流框架指向的长期胜率改善方向。从2021-23年报数据看，大部分制造业/新兴产业外部融资依赖度被动提升，汽车服务、商用车外部融资依赖度处于近三年来的最低水平；多数制造业OCF-CFI占比提升，经营性现金流对投资的覆盖度提升；资本开支温和上升的同时，营运效率有提升的细分方向略多于过往两年。一级行业方面关注机械设备、二级行业方面关注专用设备、电机、航海装备、军工电子、电子化学品。

图24：“四位一体”现金流创造体系下的制造业行业比较

一级行业	债务融资占比						经营性现金流-投资性现金流占比						资本开支占营收比						△NWC					
	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2018Y	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y
机械设备	28.6%	26.7%	26.9%	25.3%	30.2%	31.7%	13.4%	15.1%	13.1%	14.0%	13.3%	14.3%	5.4%	5.3%	4.9%	5.6%	5.9%	6.1%	374.1	-5.7	54.1	652.0	380.1	286.6
电力设备	34.3%	35.1%	35.5%	35.1%	37.7%	48.2%	17.4%	20.7%	17.8%	19.7%	22.9%	24.0%	9.6%	9.9%	9.4%	12.1%	11.8%	12.1%	168.6	187.0	-186.3	142.5	213.3	-550.9
国防军工	35.3%	27.7%	21.8%	23.5%	25.7%	32.3%	10.6%	17.6%	13.9%	20.4%	13.8%	17.8%	5.7%	6.5%	6.2%	6.4%	6.7%	8.1%	155.6	-65.5	-308.8	117.1	191.5	332.4
汽车	19.4%	20.6%	22.9%	20.3%	21.8%	21.5%	8.7%	13.7%	11.6%	12.5%	14.9%	19.4%	5.8%	5.7%	4.2%	5.6%	8.0%	7.8%	1099.0	78.7	-737.8	-816.6	-1073.8	-1196.8
电子	33.5%	34.0%	38.3%	34.2%	40.9%	45.8%	19.8%	20.1%	23.0%	22.5%	25.2%	25.1%	12.4%	10.0%	11.4%	11.2%	12.0%	11.5%	327.4	521.3	283.4	1192.0	1135.7	9.9
计算机	15.0%	14.7%	15.7%	14.3%	16.8%	20.9%	11.0%	12.0%	15.9%	8.7%	8.7%	10.8%	4.3%	3.9%	4.3%	4.5%	4.5%	4.6%	116.0	298.5	123.7	615.9	311.3	169.0
通信	11.4%	17.2%	17.0%	13.9%	18.9%	17.5%	44.4%	39.8%	51.1%	48.2%	42.3%	42.4%	20.5%	20.9%	19.3%	18.7%	16.9%	15.9%	500.2	892.1	-198.9	-565.2	168.4	596.0
二级行业																								
通用设备	34.5%	42.5%	34.9%	26.0%	27.6%	28.2%	12.9%	17.5%	19.0%	16.2%	16.5%	16.8%	6.9%	7.8%	6.5%	7.2%	7.1%	7.3%	139.8	-31.2	-157.5	133.9	143.8	194.7
专用设备	39.2%	25.6%	34.9%	33.5%	34.2%	39.5%	9.1%	11.2%	12.9%	10.2%	14.3%	17.4%	5.5%	5.0%	5.0%	4.9%	5.9%	6.7%	61.3	19.6	-8.0	98.6	54.9	0.2
轨交设备 II	10.8%	13.7%	13.6%	15.7%	13.2%	13.2%	9.5%	13.4%	3.5%	14.7%	11.3%	10.5%	4.4%	3.8%	3.8%	3.2%	3.2%	4.1%	41.6	27.3	188.8	82.0	-67.7	-7.6
工程机械	34.2%	27.0%	25.2%	25.5%	50.0%	50.4%	24.5%	16.9%	15.2%	14.3%	8.9%	10.7%	3.9%	3.9%	4.1%	6.4%	6.9%	6.0%	55.4	-45.9	-0.2	230.7	157.0	52.5
自动化设备	19.4%	22.0%	26.1%	23.1%	26.2%	25.3%	19.2%	22.7%	22.0%	16.0%	14.9%	14.4%	6.6%	6.6%	6.5%	6.9%	6.7%	6.3%	76.0	24.5	31.0	106.8	92.1	46.9
电机 II	29.9%	27.9%	24.0%	15.9%	20.9%	21.4%	18.1%	15.6%	9.1%	13.9%	21.3%	21.3%	7.9%	6.0%	5.3%	6.4%	6.9%	7.4%	9.5	6.1	-8.0	23.2	17.9	-25.4
其他电源设备 II	39.5%	32.4%	33.8%	43.0%	41.6%	51.4%	5.7%	15.3%	8.8%	-2.0%	20.4%	5.5%	5.2%	6.2%	6.0%	4.5%	4.0%	3.8%	145.8	456.8	40.9	-93.7	-147.6	-206.0
光伏设备	36.0%	40.2%	33.4%	30.8%	30.8%	42.4%	23.8%	26.6%	23.6%	22.0%	25.8%	29.5%	13.9%	11.4%	10.9%	13.3%	11.0%	15.9%	-63.5	-173.3	-81.0	144.8	-138.8	-252.1
风电设备	83.9%	66.1%	46.5%	52.6%	72.9%	79.0%	20.5%	37.2%	18.1%	21.3%	21.7%	15.5%	16.6%	17.6%	10.6%	13.7%	18.3%	16.3%	-60.6	-98.1	-74.1	102.4	117.0	-5.1
电池	31.4%	31.8%	43.7%	39.6%	44.1%	59.5%	27.3%	19.6%	26.0%	32.1%	25.0%	28.0%	12.8%	13.2%	13.8%	18.5%	15.5%	13.2%	-14.7	33.5	3.3	-226.1	250.8	-87.1
电网设备	23.3%	27.8%	28.6%	26.8%	26.6%	31.4%	11.7%	16.1%	12.1%	13.5%	15.9%	18.2%	5.6%	6.7%	6.7%	7.4%	7.9%	6.7%	152.1	-38.0	-67.3	192.1	114.0	24.8
航天装备 II	8.7%	7.2%	6.8%	8.9%	14.2%	12.0%	19.1%	19.3%	22.8%	26.6%	17.1%	15.5%	8.3%	11.7%	9.5%	8.5%	12.0%	9.2%	10.9	33.7	22.5	-22.5	40.6	40.8
航空装备 II	13.3%	16.1%	17.7%	16.0%	12.0%	16.9%	12.1%	15.8%	16.4%	21.4%	18.1%	4.2%	6.2%	6.6%	6.6%	6.7%	6.9%	7.5%	67.0	69.6	-118.8	37.5	-35.8	389.3
地面兵装 II	7.7%	6.6%	7.1%	8.2%	10.6%	12.5%	17.4%	25.7%	33.9%	24.3%	-8.0%	14.1%	3.9%	5.0%	4.2%	4.9%	4.5%	6.2%	-8.2	-50.7	-24.2	7.2	71.4	8.9
航海装备 II	92.3%	66.7%	38.8%	46.2%	60.9%	67.1%	1.8%	19.0%	1.1%	15.4%	11.8%	36.9%	3.6%	4.1%	4.7%	2.7%	2.9%	7.5%	6.1	-169.4	-224.1	-14.8	-53.5	-164.8
军工电子 II	25.7%	17.4%	18.0%	20.2%	19.9%	27.3%	13.2%	15.9%	15.3%	21.6%	13.1%	23.1%	7.2%	7.9%	7.3%	10.1%	9.8%	10.5%	79.9	51.3	35.9	109.8	168.7	58.1
汽车服务	19.1%	17.2%	20.8%	14.9%	16.5%	14.5%	5.1%	7.2%	4.3%	3.5%	-4.3%	2.4%	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.6%	118.7	-20.8	39.3	5.1	107.1	17.6
汽车零部件	27.1%	27.8%	26.8%	25.4%	29.6%	28.6%	16.5%	17.0%	16.4%	12.7%	13.0%	16.9%	7.4%	6.9%	5.6%	6.8%	7.9%	7.3%	72.8	-120.6	-121.0	275.1	211.2	-38.3
乘用车	15.2%	18.7%	24.4%	19.8%	18.5%	19.7%	5.1%	13.4%	10.3%	15.5%	20.3%	24.8%	6.0%	6.1%	4.2%	6.2%	9.7%	9.7%	764.4	404.1	-411.1	-883.2	-1294.1	-1030.1
商用车	15.4%	10.6%	11.0%	12.5%	17.4%	11.0%	4.1%	10.5%	7.1%	7.1%	3.9%	10.1%	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%	3.3%	2.8%	165.1	-172.1	-279.7	-196.1	-67.7	-86.8
摩托车及其他	12.1%	10.5%	19.6%	13.0%	10.8%	14.9%	7.4%	10.9%	16.8%	12.7%	20.4%	18.4%	6.6%	5.8%	4.1%	4.5%	4.8%	7.1%	-22.0	-11.9	34.7	-17.4	-30.4	-59.1
半导体	45.9%	52.9%	60.1%	55.3%	67.7%	81.4%	43.9%	45.6%	53.7%	54.8%	59.3%	47.3%	19.6%	20.9%	28.7%	26.9%	30.0%	31.0%	49.3	146.9	126.7	364.6	771.9	197.2
其他电子 II	9.5%	9.3%	6.0%	3.9%	5.9%	10.0%	0.6%	1.2%	3.9%	1.4%	2.4%	2.7%	0.7%	0.7%	0.7%	1.1%	2.1%	2.2%	54.5	40.6	-146.9	-52.7	40.3	74.5
元件	17.9%	16.0%	19.4%	20.2%	24.5%	33.1%	31.0%	26.5%	31.7%	28.0%	35.0%	35.4%	13.4%	12.1%	15.9%	17.1%	14.8%	12.7%	9.7	34.7	73.5	84.8	36.2	13.7
光学光电子	103%	106%	115%	83%	104%	105%	39.8%	39.9%	38.9%	32.1%	32.0%	29.2%	32.3%	23.2%	22.0%	14.2%	15.6%	12.9%	5.8	72.2	-8.6	337.8	-55.1	11.3
消费电子	5.2%	5.7%	8.7%	9.6%	9.8%	11.4%	11.1%	11.2%	12.2%	10.7%	11.6%	15.9%	5.3%	4.2%	4.7%	5.7%	5.0%	4.7%	195.6	224.2	206.0	429.7	288.0	-309.6
电子化学品 II	14.9%	20.5%	27.9%	24.9%	32.4%	42.7%	27.5%	25.1%	36.5%	29.2%	35.6%	39.6%	13.3%	13.2%	14.1%	15.7%	18.4%	19.0%	12.6	2.6	32.6	27.9	54.4	22.9
计算机设备	27.9%	29.4%	28.8%	24.9%	29.1%	36.5%	10.5%	11.6%	15.3%	7.2%	12.5%	16.0%	4.0%	3.8%	4.2%	4.4%	5.3%	4.6%	10.5	59.3	119.2	243.8	174.7	-11.0
IT服务 II	12.1%	11.6%	11.9%	9.6%	11.5%	14.2%	10.5%	9.4%	13.6%	5.5%	6.9%	7.3%	4.9%	3.9%	4.3%	3.7%	3.2%	3.6%	94.8	69.9	-60.2	210.0	51.0	135.1
软件开发	5.7%	5.0%	6.1%	9.5%	11.5%	13.8%	12.2%	16.0%	20.5%	16.2%	7.3%	10.1%	3.7%	3.9%	4.7%	5.9%	5.8%	6.0%	10.7	169.3	64.7	162.1	85.6	44.9
通信设备	12.4%	21.0%	28.0%	27.9%	29.6%	32.8%	6.4%	14.7%	12.1%	11.0%	11.2%	18.7%	7.5%	6.8%	5.9%	5.4%	5.3%	5.3%	25.6	88.0	68.7	107.3	179.7	20.6
通信服务	11.1%	16.3%	14.4%	10.3%	16.3%	13.9%	52.9%	45.5%	60.2%	57.5%	49.9%	47.9%	23.5%	24.1%	22.4%	22.0%	19.7%	18.3%	474.7	804.0	-267.6	-672.5	-11.2	575.5

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

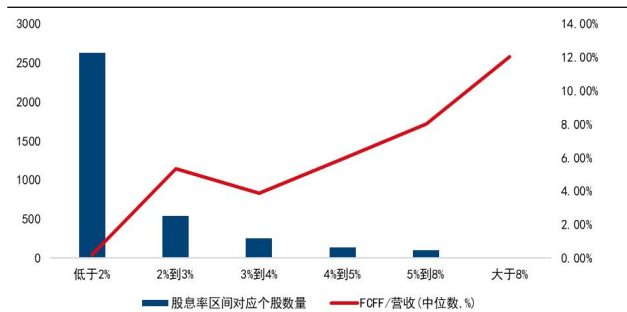
图25：“四位一体”现金流创造体系下的行业选择



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

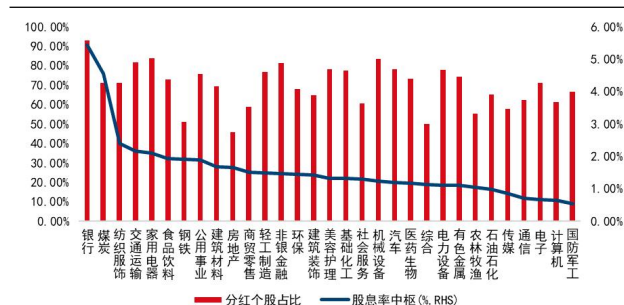
“类 GARP”思路下挖掘食品饮料、医药、公用事业分红潜力。本轮反弹以来，GARP 风格整体表现优于纯价值、纯成长、纯红利，从现金流量表与企业盈利的一般性规律出发，销售收到现金流占比更低、经营性现金流占营收比更高的个股更符合 GARP 策略的审美，与此同时，预期股息率或静态股息率较高则意味着估值处于更为合理的区间。基于年报分红方案与未分配利润环比改善幅度看，食品饮料行业中更容易找到符合 GARP 策略审美的企业；与此同时，公用事业迎来涨价潮，行业利润有望增厚、自由现金流与未分配利润存在二次增长潜力。

图26：基于 2023 年报分红预案，市场整体股息率分布情况



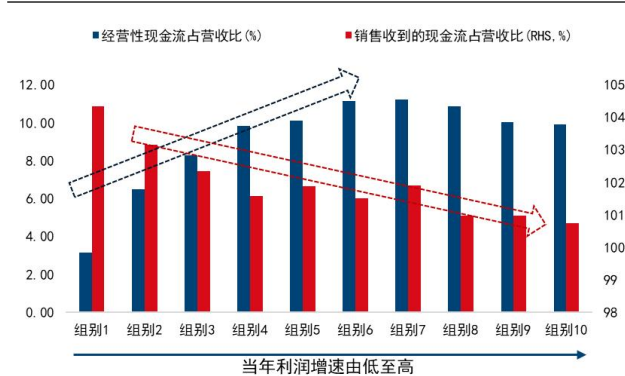
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图27：一级行业分红个股占比与股息率中枢一览



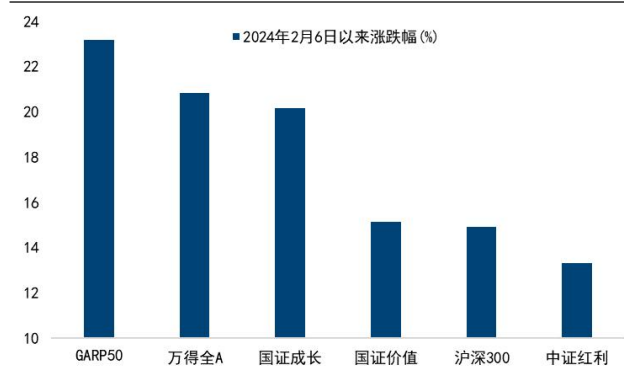
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：股息率基于 2023 年报分红方案和 2024 年 4 月 30 日股价计算

图28: 现金流量表与企业盈利的一般关系



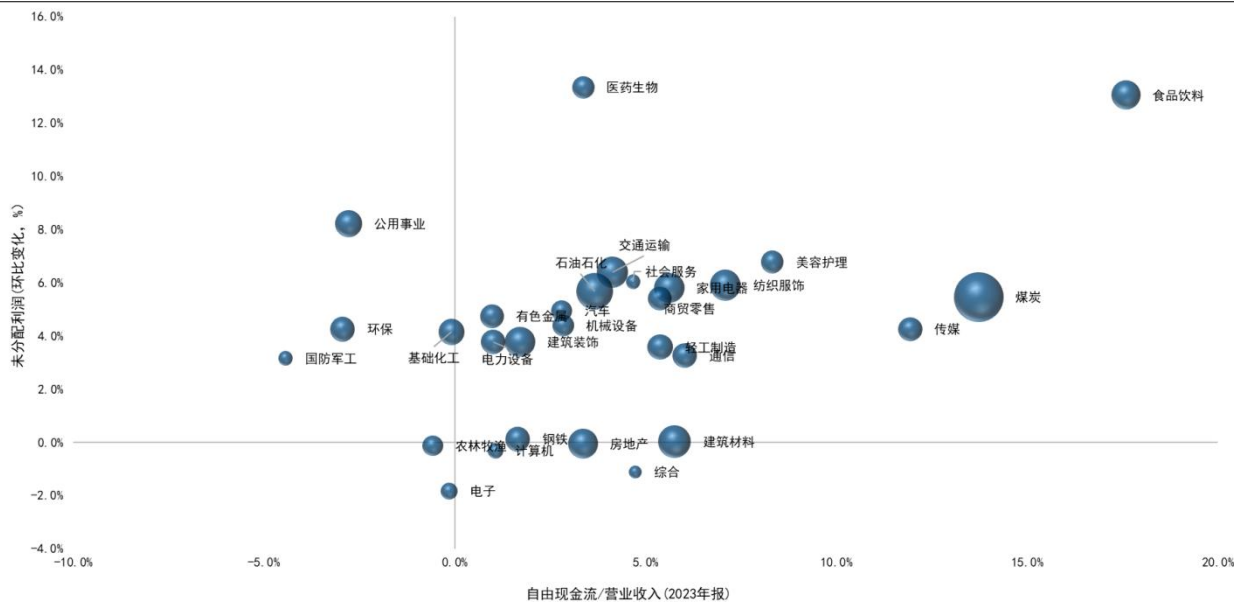
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图29: 反弹以来“GARP”强于纯价值、纯成长、纯红利



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图30: 医药生物、食品饮料、公用事业未分配利润环比改善较多



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- （1）海外货币政策前景不明；
- （2）房企信用风险事件冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032