

2023年12月A股交易正式收官，同时也意味着整个2023年的交易画上句号。整体而言，本月市场调整蓄力为主。年内最后2个交易日市场出现一定程度的回暖，此前已沉寂许久的光伏、新能源等赛道，以及大金融等权重板块集体表现，伴随着成交量亦明显反弹。分不同指数看，本月A股主要股指普遍下跌，北证50指数一枝独秀录得近13%的涨幅。

回顾2023全年A股走势，市场经历了较大波动，行业的频繁轮动和不断变更的主题投资成为市场的结构性主线，以人工智能为代表的科技领域异军突起，引发产业链上下游行情迭起。受风险情绪积累、全球宏观环境等因素拖累，A股市场在上半年冲高回落后步入震荡行情，三大指数年内均出现了不同程度的回撤。而以北证50指数为代表的北交所市场成为全年最大的亮点。在市场估值处于历史低位的当下，已有资金借道ETF快速布局。

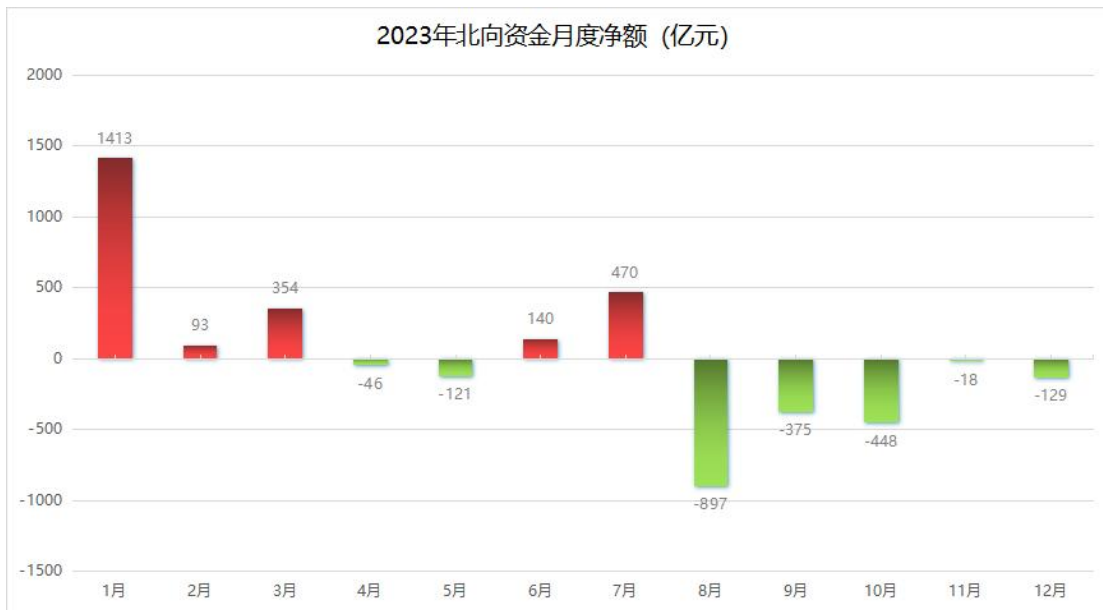
东吴策略梳理认为，市场震荡调整、结构分化。从基本面方面，内部疫后强修复预期证伪、消费动能不足，土地经济下坡下地产基建偏弱，围绕政策预期、政策实际落地与政策效果的博弈持续演绎；外部全球衰退+去全球化，出口乏力。流动性与估值方面，美国强财政下经济高韧性+油价高位，美债利率坚挺，资金风险偏好承压；地产滑坡叠加地方债务风险，下半年外资加速流出，市场陷入存量博弈。大盘走弱下，2023年以结构性行情为主，体现为科技强势、获得绝对收益，高股息相对抗跌。

从风格&热点方面看，小盘优于大盘，AI领跑、红利资产抗跌。沪深300明显走出负超额；8月以来陆股通加速流出，以核心资产为代表的机构与外资定价品种陷入资金面负反馈；活跃资金规避上述板块、交易小盘甚至微盘；11月微盘风格一度外溢至北证新股。

存量博弈下，市场聚焦2个方向：1）TMT（AI）、汽车（智驾）等有独立产业逻辑的成长板块；2）优质类固收资产（高股息）。成长价值均衡：由于上述两种板块均跑赢大盘，故全年成长和价值风格相对均衡。非典型成长：但显著领跑的赛道以泛科技题材为主，故A股整体呈现一种非典型成长特征——少数题材如AI等领先、获得绝对收益，红利资产相对抗跌、获得超额收益。

从估值方面看，全A估值仍处于2010年以来中低水平，核心资产低估明显。目前全A的市盈率为16.3，处于2010年以来不足1/3分位，较年初略有下降。其中以沪深300为代表的核心资产2023年以来估值收缩明显，从年初的28%分位调整至年末不足20%分位。创业板指市盈率已跌至2010年以来不足1%分位，以新能源、医药为代表的大盘成长明显处于低估状态。而人工智能板块估值由年初不足35%分位扩张至近90%分位，高估值系市场定价新科技周期中的高增速预期。

北向资金方面，从全年来看，2023年买卖总额达25万亿元，累计净买入437亿元，连续十年净买入。



来源：大智慧 vip 终端



来源：大智慧 vip 终端

## 展望 2024 年

2023 年中央经济工作会议针对“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”等困难和问题，要求 2024 年强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。其中，积极的财政政策要适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。

银河证券认为，2024 年货币政策方面，总量“灵活适度”、结构“精准有效”。

具体来看，银河证券观点指出，当下中国经济的挑战更多是经济转型过程中中长期结构性问题的显性化。在此背景下货币政策强调“逆周期”和“跨周期”都是不同于传统理解的，是对于货币政策四个目标的再平衡：稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，因此现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，与市场一般认为跨周期调节意味着货币中性偏紧是不同的，央行近期强调跨周期调节并非意味着流动性边际收紧。同样，经济转型期的逆周期政策意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。展望 2024 年，货币政策将总量“灵活适度”、结构“精准有效”。中央经济工作会议将“稳中求进、以进促稳、先立后破”作为 2024 年宏观政策基调。当下全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。面对百年变局，中国的应对策略是在统筹安全和发展的大框架下，通过加大结构性改革和化解风险，重构经济增长新模式，来加大自身的确定性。“以进促稳”是通过结构性改革实现经济的长期稳定发展，“先立后破”则是新旧动能切换过程中化解风险的需要。在此背景下，货币政策“灵活适度，精准有效”，总量和结构政策双重发力，既托底总量增长又推动结构改革，支持防范化解风险，着力营造良好的货币金融环境，高质量服务实体经济。

2024 年有望实现宽信用。央行将呵护流动性合理充裕，以配合政府债券发行协同财政政策逆周期发力以支持经济增长和化解金融风险。积极的财政政策和地方政府债务的风险化解将共同助推财政扩张，带动基建投资上行，拉动制造业投资带来企业部门信用扩张。同时财政加大民生支出和房地产销售的边际好转将共同拉动居民部门信用扩张。央行政策性金融工具、结构性货币工具将加大对“三大工程”的支持。2024 年呈现政府信用扩张最终拉动私人部门信用扩张的局面，预计社融存量增速上行至 10.1%。

中长期视角：央行利率调控遵循着黄金法则，以自然利率为锚实施跨周期调节。黄金法则的含义是“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。潜在增速决定着我国利率水平变化。从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，如果潜在增速在 5.5%，与之匹配的名义政策利率水平在 3.0%左右。现阶段 1 年期 LPR 利率水平在 3.45%，仍然偏高。

对于 2024 年 A 股市场展望，多数券商机构观点偏向谨慎乐观，认为慢牛可期。中央金融工作会议中所提出的一一“坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑”。在此背景下，“产业升级”与“发展支撑”或是 2024 年的两大投资主线。

具体来看，东吴证券在 2024 策略报告中，对于大势研判一一牛市起点的“五条线索”总结指出，从当前影响市场走势的核心五条线索来分析，判断 2024 年 A 股市场整体走势和风格的特征。

线索一：A股弱势，市场到底在交易什么。过去两年半时间市场交易的核心是中美名义增速差的拉大。拐点出现的核心考虑是中美名义经济增速差收窄，将是中国资产价格重回上行的核心条件。

表：政治局会议后，各类政策频繁出台

主要措施/表态总结	
财政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>措施：9月27日，内蒙古打响地方化债第一枪。10月24日，增发万亿国债。</li> <li>防风险措施：规范实施政府和社会资本合作新机制，坚决遏制新增地方政府隐性债务</li> <li>表态：加力提效实施好积极的财政政策、加快地方政府专项债券发行使用、防范化解地方政府债务风险</li> </ul>
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>措施：8月央行下调7天逆回购利率10bp至1.8%，下调MLF利率15bp至2.5%，下调1年期LPR利率10BP至3.45%，5年LPR利率保持4.2%不变。9月15日央行降低存款准备金率0.25%。</li> <li>表态：保持货币信贷总量适度、节奏平稳；结构性货币政策聚焦重点、合理适度、有进有退；构建金融有效支持实体经济的体制机制。货币政策保持稳健 将更加注重跨周期和逆周期调节。</li> </ul>
汇率政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>措施：自9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，由现行的6%下调至4%。</li> <li>表态：深化利率汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险。</li> </ul>
产业政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>措施：新型工业化、智能制造、量子通信、工业母机、绿色电力、数据要素、机器人等多领域出台相关措施。</li> </ul>
房地产政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>信贷：调整优化差别化住房信贷政策，9月25日起，银行正式降低存量首套住房贷款利率。</li> <li>认房不认贷：三部门共同推进，各地积极落实，一线城市均已跟进调整。</li> </ul>
资本市场政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>融资端：阶段性收紧IPO与再融资、规范减持行为等。</li> <li>交易端：调降印花税率等。</li> <li>投资端：引导中长期资金入市、降低融资保证金等。</li> <li>板块端：修订转板指引，“深改19条”出台。</li> </ul>

来源：东吴证券

图：中美名义经济增速差和利差走势（单位：%）



来源：东吴证券

线索二：美债利率是否将趋势下行。随着超储消耗殆尽，美国消费将可能出现刚性缺口，导致美国通胀、消费和就业数据进一步下行，此外宽财政受阻也将加速上述过程，因此，美元利率将趋势性下行。

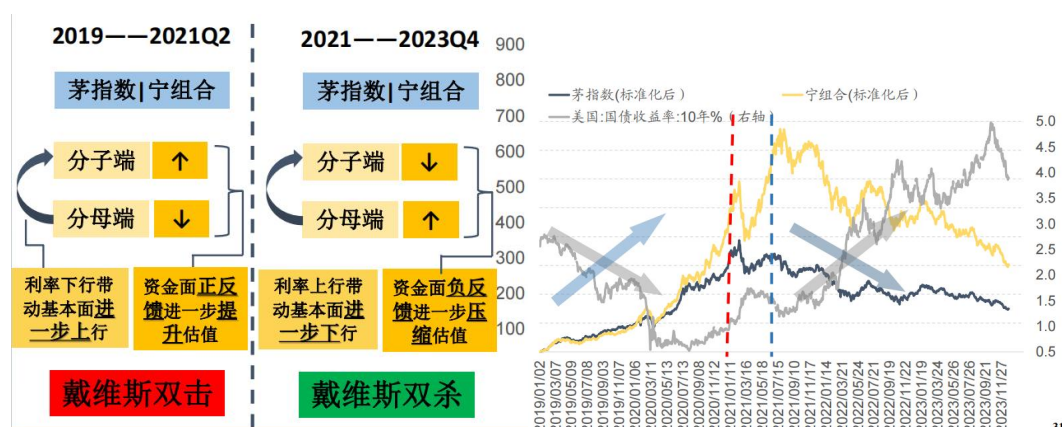
线索三：美债利率趋势下行的影响。美元利率↓——全球需求↑——我国政策效率↑的推演将实现。因此，A股成长风格崛起、微盘和高分红风格走弱以及我国宏观政策效率的上升。

线索四：市场上有哪些线性推演。非线性推演：超储消耗完毕——经济和通胀进一步下行——海外利率下行——套利资金的负反馈消退——交易全球经济共振复苏预期——中国政策效率提升——A股分母和分子同时好转——资产价格负反馈消退——预期好转。

线索五：资产价格下跌因素拆分和修复、反转的可能。市场高估了内部基本面预期的走弱，而低估了外部基本面和利率走强对资产价格的影响，故以上两方面将在外部发生变化时修复股价。

我国经济主要靠投资和出口拉动，2018年后地产和基建“托而不举”，因此内需波动性大幅降低，带来国内利率波动性降低。2020年以后，全球产业链重构、地缘冲突频发等因素导致内需相对承压、外需波动性增加，外部利率波动性增强。

二分法视角，若中国资产价格的下跌因素分为内部（基本面，基本面预期）和外部（利率，基本面）；随着2022年以来中美名义经济增速差持续处于高位，利差持续上行，并且无论是经济增速差或者利差上行，均是外部因素变化占主导，市场高估了内部基本面预期的走弱，而低估了外部基本面和利率的走强对资产价格的影响，因此以上两个方面将在外部（名义经济增速和利率）发生变化时修复股价。



来源：东吴证券

在以上五个核心因素推演下，2024年中国资产价格将迎来修复，过去两年半跌幅最大的相关核心资产品种的估值修复确定性较高，相对应的微盘风格和高分红风格则可能受到风格轮动的影响而走弱。

资金面——内外资共振，破局存量博弈

2024年，站在美联储降息周期和第六轮资本市场政策周期的起点，外资有望重回流入，与国内中长期资金、机构资金形成共振、重新掌握市场定价权，打破现下存量博弈和“非理性投机”持续发酵的格局。2024年A股增量资金或将达1.2-1.7万亿元。

图：2023年引导中长期资金入市部分政策举措

时间	会议/文件	内容
2023年8月18日	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	证监会将加强跨部委沟通协调， <b>加大各类中长期资金引入力度</b> ，提高权益投资比例， <b>包括推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模；引导和支持银行理财资金积极入市；支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场。</b>
2023年8月24日	全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会	将认真研究相关机构提出的意见建议，主动加强与有关部门的政策协同，共同为 <b>养老金、保险资金、银行理财资金</b> 等中长期资金参与资本市场提高更加有力的支持保障，促进资本市场良性互动
2023年9月4日	《关于开展保险资金长期入市情况调研的通知》	<b>开展保险资金长期入市情况的调研，了解保险资金长期入市的情况。</b> 主要调研内容包括国外（欧美）市场历史演变、政策支持；国内投资情况、投资方式、考核方式；国内发展中存在困难问题；以及政策建议等
2023年9月10日	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	对于 <b>保险公司投资沪深300指数成份股，风险因子从0.35调整为0.3；投资科创板上市普通股股票，风险因子从0.45调整为0.4。</b> 对于投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）中未穿透的，风险因子从0.6调整为0.5。意味着保险公司可以将更多资金投入市场，为险资入市进一步打开空间。
2023年10月30日	《财政部关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险资金长期考核的通知》	财政部发布关于 <b>引导保险资金长期稳健投资，加强国有商业保险资金长期考核的通知</b> ，将《办法》中经营效益类指标的“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，实施三年长期考核

来源：东吴证券

图：2024年增量资金预测与展望

流入项	2022年(亿元)	2023年最新(亿元)	2024E(亿元)	理由
融资净流入	-2,675.40	1,470.74	1500-2000	证监会在2023年8月27日修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，该调整由2023年9月8日开始实施。融资成本的降低，边际上或有利于融资业务的发展。
陆股通	900.20	566.30	1500-2500	随着美联储加息周期结束，甚至可能在2024年开启降息周期，预计美元指数和美债收益率将进入下行通道。外围流动性环境改善，外资有望重新回流A股。
新发公募基金	4694.49	2857.72	3000	预计随着海外流动性趋松，A股将转好，公募基金发行情况有望小幅回暖。
ETF净申购	2308.56	3414.10	0-1000	ETF基金申赎往往呈现高抛低吸的特征，随着2024年A股行情好转，预计ETF净申购将有所同比回落。
银行理财资金	-800	400	200-300	A股复苏形势逐渐明朗，资本市场政策的积极引导下，银行理财市场存续规模及权益资产配置比例企稳回升。
保险资金	2323.88	2003.67	4850	展望2024年，预计资产负债两端均面临改善，保险资金运用余额有望保持温和增长。
社保资金	536.86	494.81	400-500	在政策推动社保等中长期资金入市的背景下，预计明年有望延续社保持股市值提升的趋势，或将为A股带来400-500亿元增量资金。
国家队	-1759.06	2980.00	1000-3000	年初至今，国家队三次入场增持，汇金与国新投资公告未来将持续增持，有效提振股市信心。
合计	5,529.53	14,187.34	12450-17150	

来源：东吴证券

2024年A股资金面的破局点首先在于外资：从外资视角来看，2023年在一定程度上可以类比2018年。2024年在全球流动性宽松之际，外资有望重演2018年末至2019年的流入节奏。

第六轮资本市场政策周期开启，中长期资金入市在即：政策引导中长期资金入市，保险、社保、银行理财等长线资金将是2024年微观流动性好转的关键。



来源：东吴证券

2024 年公募有望迎来拐点：机构和小盘风格往往呈现周期性的“此消彼长”。过去连续两年，机构持续走弱。2024 年公募或将迎来拐点。



来源：东吴证券

行业比较——盈利温和修复，行业景气分化

业绩预测：全 A/两非归母净利增速 5%/6.5%，节奏呈现“倒 U 型”；盈利能力温和修复。

行业景气：2023 全年行业景气分化，库存周期仍在去化。2024 年进入补库周期，行业景气迎来修复。

行业比较线索：景气反转（关注库存率先出清进入补库，行业龙头进阶，市场占有率提升，基本面处于周期底部的行业，如养殖猪板块、教培）、出海增量（海外进入补库周期，关注出海带来增量空间的行业，如家电、高端制造板块）、前沿产业（AI+细分赛道领域、创新药板块、半导体）。

产业趋势——基于经济新常态和顶层政策指引的产业投资选择

美债利率下行周期中，中美利差和名义增速差收窄，估值对于利率更加敏感的成长股有望走出超额行情。

对于成长股投资方向的选择，从宏观局势变化和策略导向 2 大角度进行分析：

- 基本面：经济增速中枢下台阶，新增长引擎依赖全要素生产率的提升，有产业结构优化、微观技术进步 2 大手段。
- 政策面：首要强调“高质量发展”，多次提及“高水平安全”，彰显“优化结构”目标。

华安证券 2024 策略观点则认为，渐入佳境，慢牛可期，成长、消费交替演绎。核心观点如下：

1、国内：渐入佳境，5%增速犹可期。经济持续稳定修复，房地产和地方债两大系统性风险正在解除，长期解决路径逐渐清晰。增长的高度取决于消费的弹性和地产何时企稳。中性情景下，内生增长大约在 4.6%附近，辅以政策发力，全年依旧有望实现 5%左右增长。

消费与制造业投资拉动经济企稳

类别	2024全年 (E)	2024Q4 (E)	2024Q3 (E)	2024Q2 (E)	2024Q1 (E)	2023全年 (E)	
增长 GDP	4.6%	4.4%	4.5%	5.3%	4.2%	5.2%	
消费 社会零售	5.3%	4.9%	4.6%	6.5%	5.1%	7.1%	
投资	固定资产投资	3.2%	3.5%	2.5%	2.2%	1.9%	2.9%
	制造业投资	4.3%	4.9%	4.1%	3.3%	5.7%	5.8%
	基建	5.1%	4.7%	4.7%	5.7%	5.7%	5.3%
	房地产投资	-8.7%	-7.2%	-8.6%	-8.8%	-9.9%	-9.5%
外贸 出口	0.8%	4.3%	2.9%	0.2%	-4.7%	-4.7%	
通胀	CPI (季度平均)	1.6%	2.2%	1.3%	1.8%	0.9%	0.3%
	PPI (季度平均)	0.5%	0.5%	1.0%	1.1%	-0.7%	-2.9%
流动性 社融存量	9.4%	9.4%	9.6%	9.7%	9.3%	9.2%	

来源：华安证券

全年内生增速有望在 4.6%附近



来源：华安证券

2、海外：补库接续，衰退后延。从库存周期的维度看美国经济，当前处于被动去库的阶段，2024 年有望进入补库阶段。此外，从产出缺口角度观察，美国经济软着陆概率在增加，衰退进一步后延。但是美国大选年，当前选情扑朔迷离，存在较大的不确定性。

3、政策：万象更新，向阳而动。政策的稳定性、连续性均有望增强。围绕高质量发展展开，芯片、人工智能、医药等产业是重点支持方向。托底的抓手在于基建和地产。资本市场长期制度性建设可以期待，改革开放力度有望加大，大国外交姿态进一步显现。

4、盈利：显著改善，慢牛基石。伴随经济持续稳定修复，全 A 盈利较 2023 年会有明显改善，全年有望实现 8%左右的利润增速。叠加整体估值水平处于较低水平，A 股慢牛可期。核心风险在于美国经济衰退引致美股大跌，进而对 A 股形成抑制。



## 5、配置：成长、消费交替演绎

从行业配置看，华安证券认为 2024 成长热场、金融出力、消费唱戏。成长科技主线引领全年，消费类有望在经济企稳后占优。在经济尚未有显著起色之前，成长风格整体占优，电子、通信等行业是优选。伴随地产企稳，服务类消费显著向上，经济修复步伐进一步夯实后，消费风格有望逐渐占优。

2024 年全年整体风格配置上成长>消费>金融>周期，具体配置上关注三条主线+七个细分方向：

	配置方向	细分领域配置逻辑
1 成长热场	1、电子和通信的中期机会 2、计算机和传媒的主题行情	1、不管是华为突破而来的华为手机链、华为造车链还是中美关系有望迎来阶段性缓和最受受益的科技板块，均指向了 <b>电子和通信</b> 。此外电子行情一阶段估值抬升、二阶段业绩支撑，当前属于第一阶段中，产业景气周期正处复苏前期。而通信仍有充足估值百分位提升空间。 2、数字经济、人工智能等技术和应用不断突破，但预计难以形成大规模产业应用周期，因此 <b>计算机和传媒</b> 行情在2023/6/20日是本轮行情高点，此后大方向是估值消化即行情下跌。但估值消化过程中也会有反弹行情，而技术突破、个别应用落地等事件将带来主题性行情催化。
2 金融出力	1、银行和保险 2、券商的行情旗手和主题机会	1、 <b>银行和保险</b> 的阶段性情具备较好的同步性，且机会通常存在于年初和年末两头。年初通常增量新增社融信贷投放，银行景气上行，同时经济和政策开门红预期高；年末通常存在经济边际改善+年末流动性宽松的宏观组合，同时伴随公募排名争夺切换至金融风格的交易机会。 2、在行情的早前期， <b>券商</b> 往往承担旗手的角色。同时如果行情幅度和持续性超预期，券商也有补涨机会。此外“培育一流投行”政策要求下，“合并”类主题性机会也会涌现。
3 消费唱戏	1、医药生物困境反转 2、农牧景气新周期 3、餐饮和家电家居商品消费高性价比	1、 <b>医药</b> 行业困境反转、演绎戴维斯双击行情。2023年初以来，基本面从底部逐步走出；政策预期逐步明朗，低估值将逐步修复。重点关注创新药、医疗器械、医疗服务等。 2、 <b>农牧</b> 行业有望在2024年迎来新一轮新的猪价上行周期。预计猪肉价格上涨的新一轮周期有望在2024年Q2季度开启，将有养猪供给减少和开春后猪病猪瘟疫情共同驱动。 3、商品消费的“业绩预期-当前估值”组合已经极具配置性价比，重点关注 <b>食品饮料和家电家居</b> 。一方面，食品饮料盈利增速能稳定维持在中等增速，且有望重获业绩相对优势，家电家居在出口和地产竣工支撑下，景气改善；二方面，板块估值已经偏低；三方面，二者受北上资金流动影响较大，但2024年汇率将是升值趋势，外流有望重回净流入。

来源：华安证券

## 2024 年四大风格投资机会及具体逻辑全面展望

成长方面。以结构性机会或主题性机会为主，且上半年有望频繁演绎，但类似于 2010、2013-2015、2020-2021 年大级别的持续性行情概率很小。核心在于新一轮电子产业景气周期强度可能并不大，以及人工智能真正形成大规模应用落地为时尚早而更多以技术进步事件催化居多。具体逻辑如下：①持续业绩相对优势主要取决于具体的产业周期，当经济处于下行期时，政策更有动力助推产业周期的兴起。②较为确定性的是电子行业可能迎来一轮新的产业周期，但新一轮产业周期目前来看尚未出现类似 2010 年智能手机、2013-2015 年移动互联网、2020-2021 年新能源汽车般如此的革新性技术，创造出巨大的需求，因此其产业周期的强度可能并不高。③流动性环境上，海外日益边际宽松、国内维持宽松，叠加算力租赁、人工智能技术进步等催化剂不断，因此容易出现较为频繁的主题性机会。

消费方面。下半年有望取得持续业绩相对优势，公募景气趋势投资机会有望出现；结构上，预计商品消费和服务消费都将迎来机会，但整体上商品消费表现有望好于服务消费。具体逻辑如下：①当经济趋稳或上行期内，更容易形成稳定的消费预期或某一领域消费升级，从而给消费风格带来相对其他风格更大的业绩弹性以取得持续业绩相对优势。②经济在下半年恢复潜在中枢水平。消费风格存在较大概率在下半年出现持续的业绩相对优势。而再经过 2024 年上半年的经济信心和收入预期修复后，疫情疤痕效应逐步淡化，居民边际消费倾向有望提升。③资金层面，2024 年北上资金有很大概率将净流入，一方面汇率升值趋势将在 2024 年更

明朗，经济基本面东升西落，尤其是在美联储出现较明确降息信号后，目前市场普遍预期美联储降息在 2024Q2；另一方面外资投行对 2024 年 A 股表现展望积极，如高盛预测沪深 300 将上涨 15%，有望带给外资流入信心。而从外资流入结构倾向上对消费白马和龙头更加青睐。

金融方面。全年出现持续性主线行情概率较低，年初春季躁动行情和年尾交易性行情的时候出现结构性、阶段性的行情概率较大。此外考虑到中央金融工作会议提出要培育一流投行、证监会支持头部券商并购重组做优做强等表态，有望出现催化剂的主题性行情。具体逻辑如下：①其持续业绩相对优势更大概率会在经济持续回落的过程中出现。主要原因在于利润体量巨大、弹性较小，只能是在利润增速普遍回落的情况下，其降幅更小而取得业绩相对优势。如 2010-2013 年、2014-2015 年。②2014 年经济偏向于温和复苏以及从节奏上看，也非是下行周期，因此无论是想取得正向的持续业绩相对优势还是负向的业绩相对优势没那么差，概率都很小。③全年预计难以呈现出时间较为持续（2 个月以上）的主线级别机会。但通常在年初和年尾，会出现一些季节性行情，如年初时的春季躁动行情，以券商为代表的金融行业容易受益，而年尾的交易性行情，以银行、保险为代表的金融行业容易受益。此外也有望出现阶段性的主题性机会等，如当券商做大做强、有合并预期催化的时候。

周期方面。出现一轮大级别的周期板块行情可能性较小，更可能呈现的是结构性阶段性的个别品种行情。具体逻辑如下：①其持续业绩相对优势主要来自于两种情形：一种情形是显著且持续的需求提振，即经济处于一轮大的上行周期，如 2009-2010 年、2020-2021 年；另一种情形是政策主导的战略性供给结构调整，如 2016-2017 年供给侧结构性调整。只有在这两种情况下，周期品才能形成持续的景气改善趋势，从而形成持续业绩相对优势。②2024 年经济将持续修复，但修复性质更加倾向于温和复苏，而非是持续强劲上行周期，节奏也并非是一轮持续的且显著的经济上行周期。有过一轮产能出清，2024 年再出现一轮战略级供给收缩政策的可能性较低。因此出现持续业绩相对优势的可能性很低。③在国内外需求分化、战略性供给收缩概率偏小的情况下，能源品、资源品、原材料出现持续普遍的价格上涨可能性较小。但当前原材料价格普遍偏低，在经济恢复过程中，个别品种价格有望出现阶段性上涨，因此可能出现个别品种的阶段性结构性机会。

德邦证券 2024 策略观点指出，预计经济恢复内生动能稳中有进，逐步释放，A 股 2024 年 Q1-Q4 预测盈利单季同比增速分别为-2.2%、2.6%、1.4%、14.1%，全年累计为 2.7%。基于最新盈利预测及 A 股市值，可以得到 2024 年的预期估值水平为 16.65。

金融房建板块占全 A 利润比重偏大，因此预测全 A（非金融房建）利润作为参考，预计 2024 年增速为 3.2%。

测算相应的回报率空间，采用万得全 A 的周频 PE-TTM 计算滚动 3 年的均值以及±1 倍标准差（18.78、16.78、20.82，截至 2023 年 11 月 17 日），测算 PE-2024E 变化至均值、±1 倍标准差以及上一轮最低水平（2018/12/28 的 13.1 倍）时的变化幅度，可以得到乐观、中性、悲观、极端悲观情况下分别为 25.02%、12.78%、0.79%、-21.32%。

2024 年投资主线方面，德邦证券认为迎接新考验，加快产业升级，保障发展支撑。展望 2024 年，正如近期中央金融工作会议中所提出的——“坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑”。在此背景下，“产业升级”与“发展支撑”是 2024 年的两大投资主线。产业升级方面，关

注数字中国和制造强国两大板块，发展支撑关注能源安全和金融强国两大板块。1、数字中国，关注半导体、计算机、传媒；2、制造强国，关注汽车、工业母机、工业机器人和消费电子；3、能源安全，关注煤炭、核电、光伏、风电；4、金融强国，关注券商、银行。

## 行业前瞻

### （一）种业

2023年12月19日至20日，2023年中央农村工作会议在京举行。会议传达学习了“三农”工作的重要指示，并部署2024年“三农”工作。中信证券表示，本次会议精神将是未来一个时期农业政策主线，对农业产业、相关板块及上市公司产生重大政策影响。粮食种植方面，会议强调抓好粮食和重要农产品生产，预计将强化板块高质量发展预期。种业及生物育种方面，会议强调加速推进种业振兴，种企或继续获强政策支持。

种业是什么？顾名思义，就是从事农作物种子、种苗生产销售的行业。种业位于农业产业链的最顶端，属于农业领域中科技含量最高且不可或缺的生产资料，种业是一个具备战略性、基础性的核心产业，对于作物产量、质量和抗性等方面都具有重要的决定意义，在农业现代化进程发挥不可取代的作用，也有学者将种子比喻做种业的“芯片”。

我国现在已经面临人口增速放缓、农村劳动力人口减少以及耕地面积受限的大背景下，要保证粮食安全，必须要想办法提高单位面积的农作物产量，高质量的种子就成为了破局的关键。也正是因为这个原因，世界各国政府均把促进种业发展作为促进农业发展的重要举措。

我国种子市场主要由玉米、水稻、小麦以及大豆以组成。目前，玉米在我国农作物中的市场份额最高，主要种植区域在东北与华北地区，其下游消费端主要包括饲料消费、工业消费与食用等其他消费。其中，饲料消费是玉米的主要需求来源。

行业现状：

国金证券认为，海内外粮价仍处于高位运行，粮价景气提升农户种植积极性，支撑用种需求，促进企业种子扩大制种面积，行业种子逐渐累库，但考虑到近两年部分制种基地出现减产，且制种成本持续抬升，或将对优势品种的种子价格形成有力支撑。随着农作物种子市场整体供需形势有所缓和，但品种需求结构分化，市场竞争仍然激烈，粮食种植逐渐向规模化服务、订单农业方向发展。在政策鼓励种业自主自强的背景下，不具备独立研发能力的中小型种企难以维持发展，预计国内种企集中度有望持续提升。

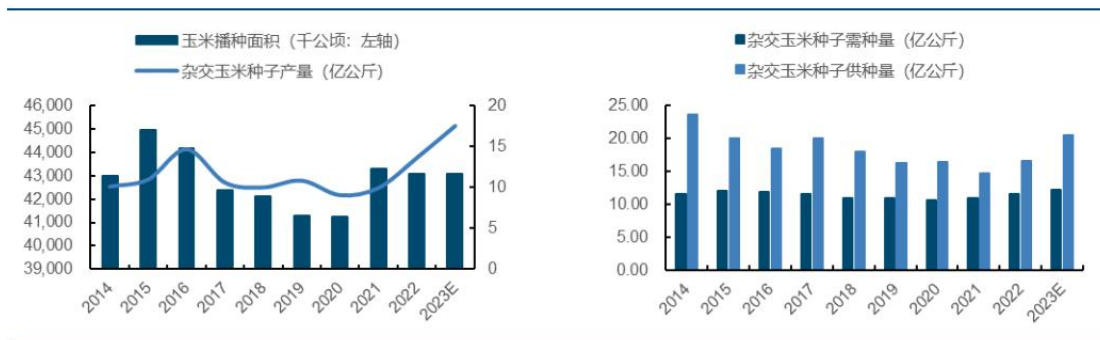
图：全球主要农作物库存消比（%）



来源：国金证券

玉米种子进入去库存期，有效库存量不断下降：2015 年我国进行供给侧改革，开始调减玉米种植面积，2016 年玉米临储政策取消后，玉米种植面积下滑导致玉米种子需求持续走弱，我国玉米种子进入去库存周期。2021 年以来由于下游需求旺盛，玉米价格处于历史高位，玉米种子行业迎来景气周期，制种面积与播种面积开始大幅上涨。今年虽然玉米种子供给相对充足，但是玉米价格依旧处于高位，农民播种积极性较高，国金证券预计玉米种子景气度有望延续。

图：我国玉米种植面积和种子供需情况



来源：国金证券

市场空间=种子价格\*玉米种植面积\*渗透率。目前我国玉米种植面积为 6.5 亿亩，假设未来几年玉米种植景气度持续，玉米种植面积稳定在 6.5 亿亩左右。目前行业普遍认为转基因作物可以增产 10%-15%之间，同时转基因种子可以减少杀虫药的使用，增加的收益将会分配给农民、性状公司、种子公司和渠道商。国金证券称假设转基因种子拥有 50%的提价空间和 80%的终局市占率，考虑到目前技术水平相对成熟，预计转基因种子 5-6 年实现渗透率达峰，从而得到转基因玉米终局利润空间为 100 亿元左右。

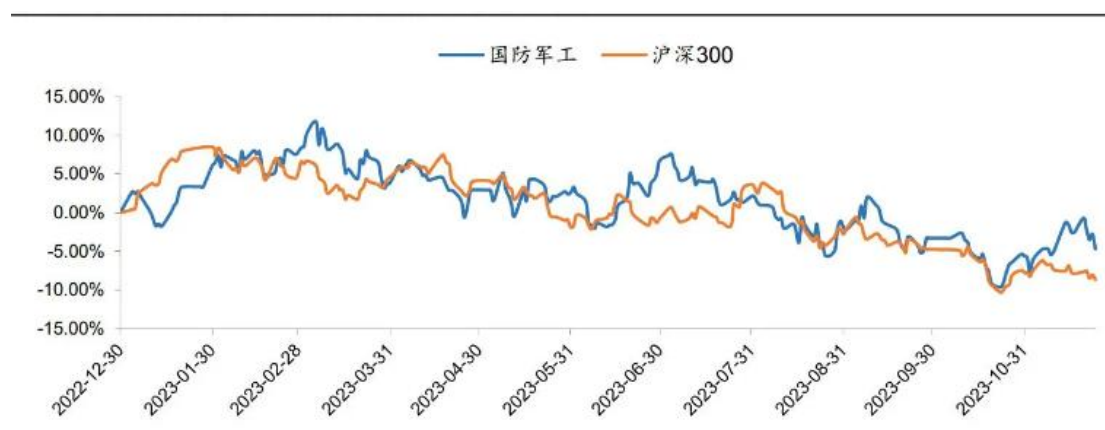
民生证券表示，2022 年我国大豆和玉米进口量分别为 9108、2062 万吨，根据二者分别 130、419 公斤/亩的单产水平，若要填补进口缺口，理论上我国分别还需要增加 7.5 亿亩土地，粮食增产难以通过增加耕地面积来解决。对比全球最大的农产品输出国美国，2021 年我国大豆、玉米单产分别仅有美国的 55.1%、56.6%，仍存在显著的差距。因此，提高作物单产至关重要，良种培育成为我国种业振兴的主旋律。海外天气异常高发对农产品的生产带来比较严峻的挑战，国家仍然高度重视种业的发展，转基因技术或能缓解减产压力，有望迎来新机遇。

## （二）军工

军工板块总体回顾：

截至 2023 年 12 月 21 日收盘，申万国防军工板块较年初下跌 11.22%，同期上证指数下跌 5.52%，深证成指下跌 15.97%，创业板指下跌 21.91%，沪深 300 下跌 13.97%。在 31 个申万一级行业中，国防军工板块涨跌幅排名第 19 名，涨跌幅位于市场中游。各二级板块表现分化明显，航天装备和航海装备板块明显表现优于国防军工板块整体，航空装备板块表现最差。

图：2023 年以来国防军工板块与沪深 300 涨跌幅对比



来源：东北证券

基金配置方面：

2023 三季度末基金重仓持股中军工持仓比例达 3.01%，环比有所下滑。根据 2023Q3 公募基金重仓股持仓披露情况，公募基金重仓股中军工股的持仓市值为 892.36 亿元环比下滑 12.35%。从基金重仓股的行业配置角度来看，截至 2023Q3 所有公募基金重仓股中，军工股的配置比例为 3.01%，较上个季度末-0.31pct。

三季度基金重点配置中航光电、振华科技、中航沈飞等军工股。公募基金军工重仓持股总市值排名前五为中航光电、振华科技、中航沈飞、中国船舶、中航重机，基金重仓持股市值分别为 107.57 亿元、84.80 亿元、80.47 亿元、74.33 亿元、62.31 亿元。

图：国防军工重仓持股总市值及军工配置比例情况



来源：东北证券

板块估值：

截至 2023 年 12 月 21 日收盘，申万国防军工板块 PE(TTM)为 47.43 倍，各子板块航天装备为 61.79 倍，航空装备为 38.69 倍，地面兵装为 55.16 倍，航海装备为 118.81 倍，军工电子为 43.39 倍。从历史百分位水平来看,申万国防军工板块估值位于 12.98%历史百分位上,子板块航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子分别位于 22.98%、0.60%、2.34%、6.51%、0.21%的历史百分位上。

国防军工板块内共有 81 家公司估值处于历史偏低水平。截至 2023 年 12 月 21 日收盘，从国防军工板块个股 PE 的历史百分位数据来看，137 家公司中共有 81 家公司 PE 处于 40%以下的历史百分位水平。其中，航材股份、振华风光、陕西华达等公司估值处于历史极低水平，迈信林、中航电测、立航科技等公司 PE 处于 60%以上的历史百分位水平。

东吴证券表示，军工板块估值触底，基本面有望迎来拐点。年初至今军工板块较弱走势影响因素实质上不会构成充分的中长期影响。当前军工行业 PE-TTM 近 48 倍，除 2022 年 4 月底的一日低点 45 倍外，低于过去十年内围绕 55-72 倍的估值区间。部分个股当前位置接近 2022 年 4 月极低点位，对于基本面优秀的个股而言是难得的机会。

东吴证券表示，绝大多数因素已通过前期波动被消化：船舶板块受益于船舶周期与改革潜力领涨、航天板块受益于卫星通信互联网与改革潜力居第二位；航空板块表现相对靠后，产业链各环节在估值和业绩层面受到压制。中期调整订单审批环节在 11 月底落地，近期预期将有越来越多明确的订单相关信息，基本面无疑处于拐点窗口期。

图：军工板块估值变化趋势图



来源：东吴证券

东北证券认为，伴随主力机型加速列装，军工各产业链景气度有望提升。首选电子元器件，军工智能化、信息化的基石：

电子元器件包括主动元件和被动元件，位于军工电子产业链中游。主动元件又称有源器件，指内部有电源存在的器件，包括晶体管、可控硅整流器、集成电路等；被动元件自身不消耗电能，或把电能转变为不同形式的其他能量，只需输入信号，不需要外加电源就能正常工作，包括电阻、电容、电感、陶振、晶振、变压器等。军工电子行业产业链自上而下包括元件、器件、功能组件/模块、微系统以及军工电子装备。

近年来我国相继出台相关政策，行业内上市公司较多。电子元器件行业的上游主要是军品配套企业和通用材料供应商，上游供应商提供的元件、器件具有较好的兼容性，可针对不同的应用场景，灵活满足下游客户的多种定制需求；下游应用领域包括消费电子、军工、通信等，大部分功能组件/模块、微系统级产品和军工电子装备配套关系则较为固定。

随着我国国家军队信息化建设的开展，军费开支保持较快的稳步增长。军工电子行业是国防科技工业的重要组成部分，是国防军工现代化建设的重要工业基础和创新力量，直接对我国综合国力及相关尖端科技技术的发展起着重要作用，为主战装备飞机、卫星、舰船和车辆由机械化向信息化转变提供技术支持和武器装备的配套支持。近年来，我国加大了对国防军事领域的投入，2022年的国防支出达到1.45万亿元，复合增速为7%左右，保持快速增长趋势。在GDP增速放缓的情况下，国防支出的增速充分显示了我国稳步加强国防建设的决心，军工电子行业市场规模有望持续提升。

图：我国国防支出（亿元）及同比增速



来源：东北证券

未来我国国防支出依然具有较大的增长空间。我国国防预算增速较快，但预算总额以及人均国防支出仍远低于美国，2022年，我国军费占政府支出的5.56%，美国则占比11.98%；我国军费支出仅占GDP的1.2%，美国则占比3%。作为世界第二大经济体，中国军费占GDP比重长期保持在2%以下，远低于俄罗斯与美国，同样低于印度等经济体量不如中国的国家，国防实力与经济实力存在较大差距，国防开支占GDP比重仍有较大的提升空间。

军工电子作为武器装备产业链上游，在各类装备中起底层基础支撑作用，是军工信息化、智能化的基石。伴随着我国传统武器装备迭代更新，军工电子产业链日渐完善，军工电子制造和军工电子技术不断提升，军工电子原材料自给率不断提高，我国军工电子行业即将迎来发展的黄金期。随着国防信息化建设的不断深入，新型主战武器的加速列装、老旧装备的更新升级将会为军工电子行业带来新的市场空间。根据前瞻产业研究院的测算，2025年，我国军工电子行业市场规模预计将达到5012亿元，2021-2025年年均复合增长率将达到9.33%。

中泰证券表示，军工装备中期调整进行时，新的需求变化，将一定程度影响市场的投资思路。**主战装备增量订单**：建成以三代为主体、四代为骨干的装备体系，远海防卫、远程打击等新型装备加速发展。在骨干装备建设发展上，四代机成熟度逐渐提升，多重景气加速提振航发需求。**新域新质发展机遇**：在空天攻防、水下、网电对抗、高超、蜂群、军事智能等尖端领域以及巡飞、远火等可消耗领域需要结构性加强。**武器装备新审美**：俄乌冲突中展现的无人机、远火等成为当前中等烈度战争中引人关注的装备，高毁伤、低成本、可消耗一定程度代表了装备列装的需求审美。

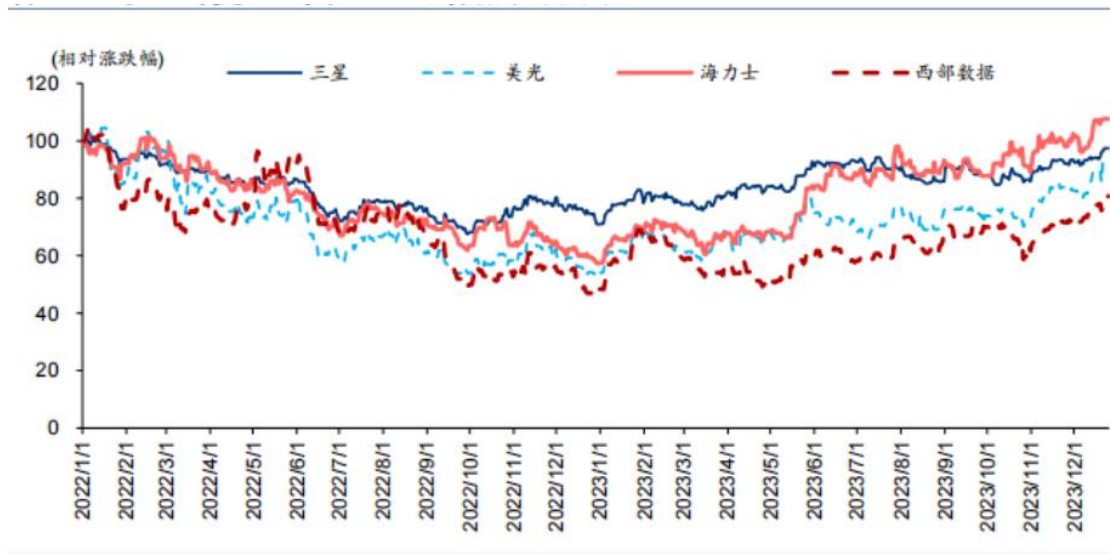
东吴证券认为，从2020年中期军工行业开始一轮大行情以来，核心赛道重点标都表现出了持续的成长性，市值也都有不同程度的提升。当前时点，行业某些环节市场格局有变，基数效应也会带来部分企业业绩增速的下行，行业估值中枢也在下移，部分个股企业估值甚至跌破历史最低。这样的现实变化，也会带来选股审美标准的调整。需要重视两类标的：一是上游环节中具备绝对技术壁垒的高附加值企业，二是下游环节处于链长地位的已经激励到位的拥有改革弹性的央企。



### （三）存储芯片

近一月（11.25-12.25）全球存储器板块总市值上涨 7.8%，其中，西部数据涨幅为 13.0%，美光、SK 海力士、三星电子股价涨幅分别为 12.6%、9.9%、5.9%。价格方面，受终端需求复苏及上游厂商减产的刺激下，存储芯片价格继续反弹，原厂涨价态度明确，TrendForce 预计 4Q23 NAND Flash 全产品 ASP 涨幅将达到 13%，DRAM 合约价上涨 13%~18%。据 Digitimes 消息，西部数据 12 月 5 日对客户发布涨价通知，预告 NAND 将展开浮动涨价，NAND 将在未来几个季度内呈现周期性价格上涨，累计涨幅可能达 55%。行业总收入方面，TrendForce 预计 4Q23 NAND Flash 产品将量价齐升，整体 NAND Flash 产业营收环比增长幅度预估将逾两成；服务器领域因库存水位仍高，拉货态度仍显得被动，因此 4Q23 DRAM 产业的出货成长幅度有限。

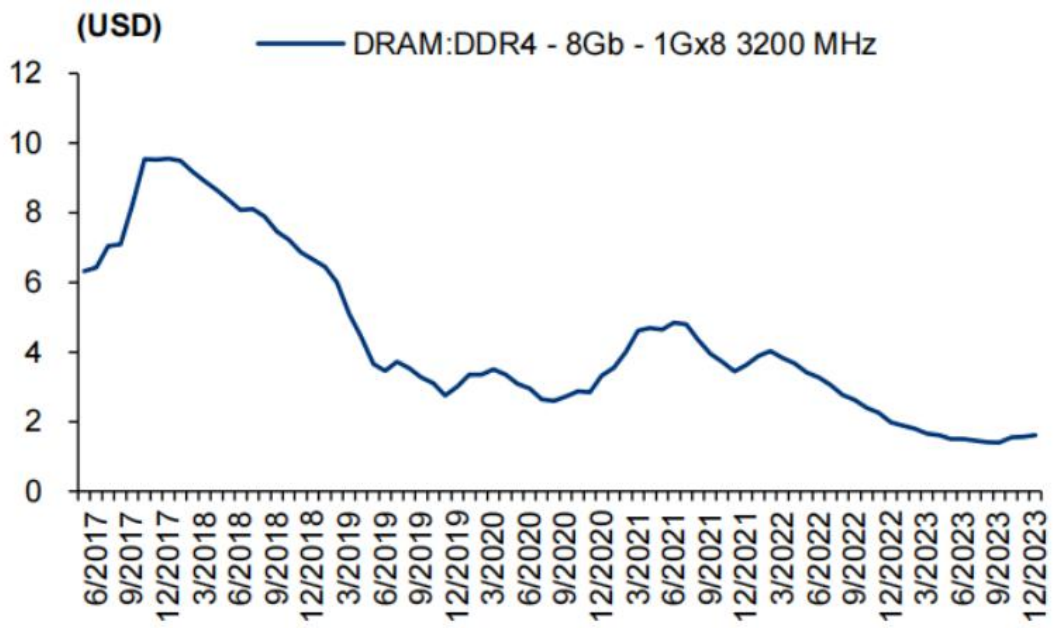
图：三星 vs 美光 vs 海力士 vs 西部数据相对涨跌幅



来源：华泰证券

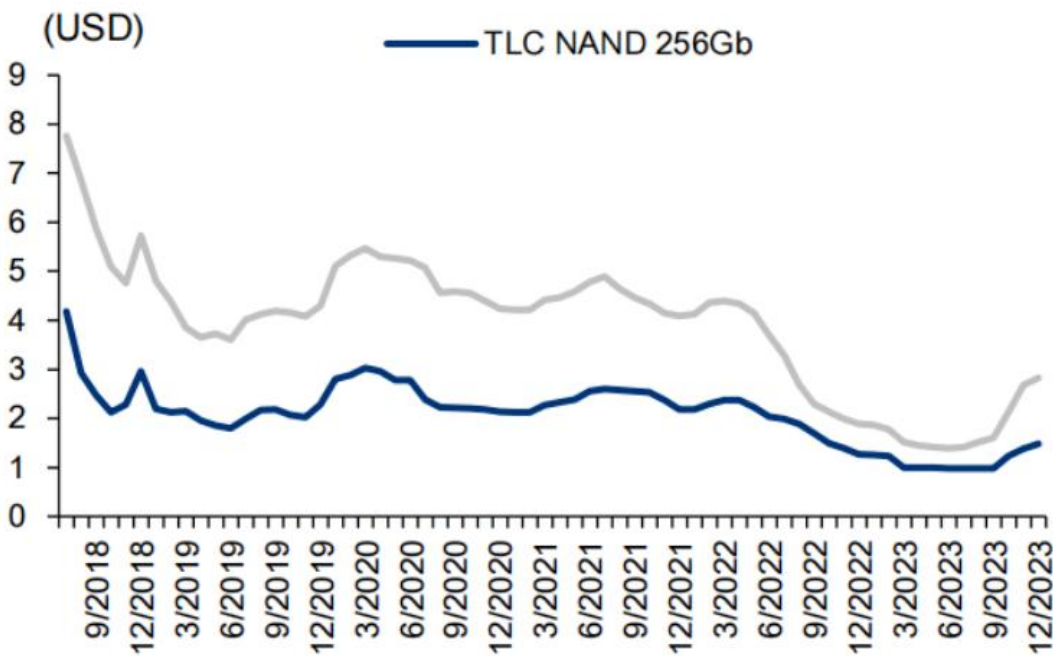
11 月 DRAM 现货价格稳中有升，NAND 现货价格较大幅上涨。11 月主流 DRAM 现货产品中，8Gb DDR 环比上涨 0.6%，较 10 月底涨幅有所减小（10.7%），DRAM 合约价方面，11 月价格环比上月上涨 3.4%。NAND 方面，11 月主流 TLC NAND 现货价格较大幅上涨，其中 256 Gb TLC NAND 价格环比上涨 12.2%，512 Gb TLC NAND 价格环比上涨 25.8%；NAND 合约价格方面，11 月主流 TLC NAND 合约价格均有所上涨，其中 256 Gb TLC NAND 合约价格环比上涨 8.4%，512 Gb TLC NAND 合约价格环比上涨 16.8%。

图：主流 DRAM 现货价格



来源：华泰证券

图：主流 TLC NAND 现货价格



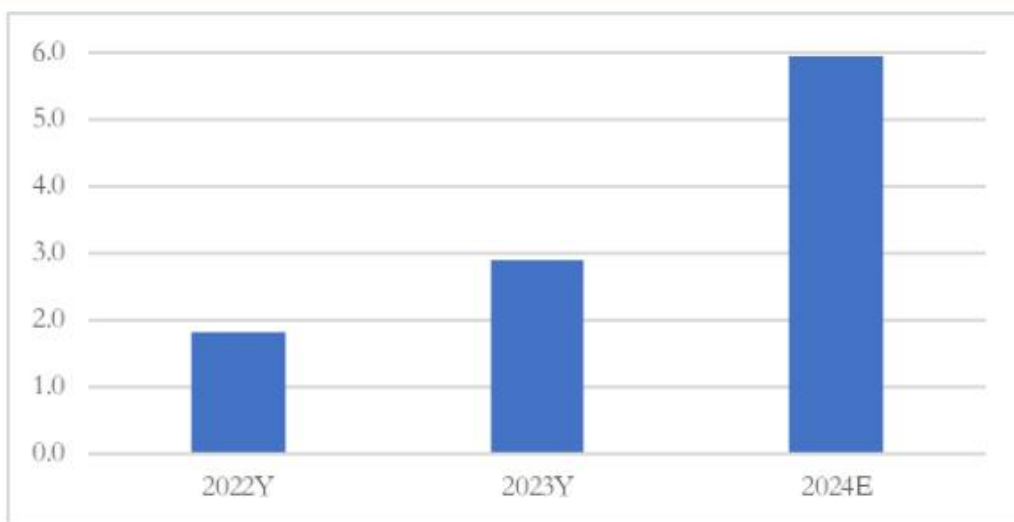
来源：华泰证券

台系主要存储厂商 11 月整体营收略有下跌，南亚科技营收创今年新高。南亚科技 11 月月度营收为 28.7 亿新台币，同比/环比分别为 3.7%/7.7%，创今年新高。华邦电子 11 月月度营收为 63.7 亿新台币，同比/环比分别为-2.3%/1.1%，环比由负转正。旺宏 11 月月度营收为 18.1 亿新台币，同比/环比为-34.6%/-16.5%，同比较 10 月低有所收窄（-41.9%）。而三家厂商 11 月营收总和为 110.5 亿元，同比/环比分别为-8.3%/-0.7%，同比和环比降幅较 10 月均有所收窄（-12.6%/-7.2%）。

作为半导体产业“风向标”，存储芯片是许多半导体产品的重要零部件。中国金融智库研究员表示，下游厂商为了应对可能的成本增加，已经开始提前备货，态度趋于积极，这反映在一些上市公司的行动中，并可能进一步推动市场需求的增长。

湘财证券表示，AI 大模型三要素是数据、算力、算法。存储是 AI 发展的关键基础设施之一，对于 AI 的训练、推理和应用及数据安全性都起着至关重要的作用。受 AI 领域需求驱动，2023 年 HBM 出货量持续提升，TrendForce 预测分析，目前高端 AI 服务器 GPU 搭载 HBM 已成主流，预估 2023 年全球 HBM 需求容量将达 2.9 亿 GB，同比增长近 60%。TrendForce 测算，2023 年 HBM 市场规模预计为 31.6 亿美金，到 2025 年市场规模有望突破 100 亿美金。从目前各原厂规划来看，TrendForce 预估 2024 年 HBM 供给位元量将同比增长 105%。

图：全球 HBM 需求容量（GB）



来源：湘财证券

湘财证券认为，存储行业各类产品价格已呈现触底上行的趋势。根据存储行业的 DXI 指数及主要产品的现货均价变动趋势来看，目前存储行业库存调整已经到位，且市占率较高的存储原厂在持续推进减产并严控供应，通过供给端调整来加速调节存储的供需平衡；需求端也已出现了弱复苏；存储行业周期触底上行的信号已出现。9 月至今 DXI 指数持续上行，截至 12 月 21 日，DXI 指数收于 23976.22 点，9 月至今上行 32.09%，年初至今跌幅缩窄至 11.87%。持续追踪的 DDR 颗粒现货均价中，DDR5 月度现货均价及 DDR4 现货均价显著上行，DDR4 及 DDR3 产品现货均价也缓慢上行。Trendforce 预计 Q4 全球 DRAM 产品的 ASP 季度涨幅高于 10%，2024 年全年 ASP 保持上行趋势；存储产品需求量上行将带动原厂稼动率提升。

近日，镁光公布了 2024 年第 1 财季（2023 年 9-11 月）季报。报告显示，公司实现营业收入 47.26 亿美元，同比增长 15.69%，环比上升 17.86%；净亏损 10.48 亿美元（Non-GAAP），亏损呈现出环比收窄态势（上财季为净亏损 11.77 亿美元）。

平安证券表示，镁光作为全球领先的存储厂商，其经营情况对整个存储市场都有着风向标的作用。可以看到，公司整体环比经营情况向好，产品 ASP 在向上，后续市场、公司经营情况预期较为乐观。尤其是，AI 驱动的数据中心对高性能存储需求的提升，将推动公司加大相关领域的投资，尤其是后道先进封装领域的资本支出。结合镁光的经营情况，对存储行业上行的判断更为乐观和确定，国内产业链将持续受益。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求信息的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本信息为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本信息可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本信息不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本信息中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本信息所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究信息时，应注意甄别、慎重、正确使用研究信息，独立进行投资决策，防止被误导。