

希望在发芽

——2023 年下半年策略投资报告

2023 年 06 月 19 日

投资要点:

- **2023 年上半年 A 股市场回顾:** 今年以来 A 股运行呈低位回升态势, 近期波动有所加大。截至 6 月 15 日, 上证综指收于 3252.98 点, 较年初上涨 5.30%。主要指数涨跌不一, 科创 50、中证 500 累计分别上涨 7.70%、3.96%, 表现较好。从风格看, 稳定、成长风格领涨, 小盘股持续占优。从估值看, 当前 A 股估值处于修复通道中, 性价比依然突出。从盈利看, 一季度 A 股上市公司财务指标处于修复通道中, 营收增速与净利润增速均较 2022 年四季度有所提升。
- **国内流动性延续充裕, 有助于提振市场情绪:** 结合 4 月政治局会议与一季度货币政策执行报告看, 推动经济回升依然是政策重点。货币政策更为精准有力, 保持总量适度、节奏平稳。6 月央行降息 10bp, 加大逆周期调节力度, 宏观流动性维持合理充裕, 有利于提振资本市场情绪。从 A 股市场看, 5 月以来, 资金呈净流出态势, 但成长板块和部分热门赛道交投热情仍高, 资金流入规模较大。当前 A 股全面注册制实施, 市场生态继续向好, 投资者关注度不减。同时, 在流动性较为充裕的宏观环境下, 随着热门赛道景气度上修, 资金回流权益市场意愿将提高, A 股市场对于长线资金吸引力不减。预计下半年偏股基金发行有望回暖, 主题基金或更受市场青睐。
- **市场情绪逐步修复, 风格表现分化:** 海外方面, 地缘政治风险仍在发酵, 全球范围内由于发展不均衡引致的冲突呈现增多态势, 一定程度上压抑投资者风险偏好。此外, 海外主要发达经济体的货币政策收紧导致的金融市场风险引起广泛关注。在人民币出现贬值压力、美债收益率高位运行时, 国内货币政策空间或收窄, A 股投资者观望情绪较浓。国内方面, 展望下半年, 随着经济数据的改善, 市场对经济企稳回暖信心将更加坚定, 有利于提振投资者风险偏好。在投资决策中, 对于稳定、周期、消费风格更为关注确定性的业绩增长, 风格取向偏保守。对于成长赛道则更为关注技术突破、产品应用的空间, 愿意给予更高的估值溢价。
- **总体看, 预计下半年市场仍将对科技成长保持较高关注。** 在经济增长动能逐步回升、经济结构调整继续深化、宏观政策释放更强“稳增长”信号、产业政策精准落地等背景下, 技术取得关键突破、具备广阔市场空间的 TMT 领域将继续获得资金青睐, “中特估”主线仍有亮点, 配置资金需精选细分赛道。同时低估值且前期回调力度较大的板块

分析师:

于天旭

执业证书编号:

S0270522110001

电话:

17717422697

邮箱:

yutx@wlzq.com.cn

研究助理:

宫慧菁

电话:

020-32255208

邮箱:

gonghj@wlzq.com.cn

相关研究

行业估值表现分化

把握 ESG 投资机遇

市场风险偏好有望企稳回升

值得关注。行业配置推荐:(1)技术取得突破且应用前景广阔,成长板块中科技赛道有望延续热度;(2)央国企价值提升思路清晰,“中特估”主线挖掘绩优领域;(3)绿色发展步伐加快,关注新能源板块结构性机会。

- 我国已陆续出台了多项人工智能领域的支持政策,涉及相关法律保障、技术体系标准、人才梯队建设、应用落地指引等多个维度。近期,多个一线大城市宣布积极布局人工智能行业,发展速度有望进一步加快。从产业链看,基础层的算力提升与模型研发具有举足轻重的地位。当前国内已有多家公司及科研机构成功研发 AI 模型,并持续迭代创新,为后续抢占市场份额奠定基础。据测算,到 2026 年末我国智能算力水平将有望突破 1200 百亿亿次浮点运算/秒。在终端需求上,基于人工智能的应用与产品呈现迅猛增长态势,“数字+”、智能化等赛道逐渐火热。
- 年初以来,随着中国特色估值体系概念的提出,相关政策与指引陆续出台,国企改革与价值提升建设进一步加力。从估值看,内地国有企业估值相对民营企业存在较大提升空间。截至 5 月 31 日,国有企业、民营企业和全部 A 股的市盈率分别为 8.69 倍、22.53 倍和 13.43 倍;国有企业、民营企业和全部 A 股的市净率分别为 1.00 倍、3.09 倍和 1.53 倍。在“稳增长、扩内需”基调下,大型基础设施建设类央企、国企业绩增长预期走高,估值提升空间较大。此外,科技创新、绿色发展、数字经济等多个领域央企、国企加速布局,在政策支持下,市场对未来业务的发展寄予厚望,成长性可期。“中字头”企业具备雄厚的资金优势,且行业地位凸显,或更为受益于中国特色估值体系重塑。
- 绿色发展推进清洁能源布局。绿色发展主要包含了形成绿色空间格局、调整优化产业结构、推行绿色生产方式、发展绿色生活方式,形成绿色发展体制机制、推进对外绿色发展建设等内容。当前我国对绿色发展的重点领域、重点行业主要集中于能源、工业、交通运输、城乡建设、钢铁、有色金属、水泥等方面。可从能源安全和低碳发展两条主线推进产业布局。细分产业上可率先关注海上风电产业和储能产业。
- **风险因素:**地缘政治风险;国内经济恢复不及预期;技术进步不及预期;市场结构发生重大变化。

正文目录

1 2023 年上半年 A 股回顾	5
1.1 市场走势: A 股呈低位回升态势, 近期波动有所加大	5
1.2 宽幅指数表现: 主要指数涨跌不一, 成长板块表现突出	5
1.3 市场风格偏好和投资主线: 稳定、成长风格领涨, 小盘股持续占优	6
1.4 估值水平: 估值处于修复通道中, 性价比依然突出	7
2 2023 年下半年市场环境展望	9
2.1 A 股盈利展望: 盈利增速低位回升	9
2.2 流动性展望: 国内流动性延续充裕, 有助于提振市场情绪	12
2.3 风险偏好展望: 市场情绪逐步修复, 风格表现分化	15
2.4 投资风格展望: TMT 赛道热度最高, 地产金融预期较弱	16
3 行业配置推荐	18
3.1 技术突破与应用落地加速, 科技成长势如破竹	18
3.1.1 政策支持力度加大, 多地抢抓产业布局	19
3.1.2 算力、模型仍是核心, 应用场景愈发丰富	21
3.2 把握“中特估”主线, 推动央企价值提升	23
3.2.1 央企估值提升空间大	24
3.2.2 建筑类央企受益于国内投资发力与“一带一路”建设推进	28
3.3 绿色发展助推清洁能源布局	29
3.3.1 双碳“1+N”政策体系形成, 助推绿色发展	30
3.3.2 从能源安全、低碳发展两条主线绿色发展推进产业布局	32
4 风险提示	35
图表 1: 2023 上半年同花顺全 A 走势	5
图表 2: 2023 上半年 A 股主要指数涨跌幅 (%)	5
图表 3: 各风格指数涨跌幅 (%)	6
图表 4: 2023 上半年申万一级行业涨跌幅 (%)	7
图表 5: A 股主要指数当前市盈率、市净率历史分位数 (%)	7
图表 6: A 股一级行业当前动态市盈率较 2022 年底变化 (%)	8
图表 7: A 股一级行业 2023 年预测市盈率和预测 ROE 情况	8
图表 8: A 股单季度营业收入同比增速 (%)	9
图表 9: A 股单季度归母净利润同比增速 (%)	10
图表 10: 2023 年主要经济数据预测	11
图表 11: CPI、PPI 单月同比增速 (%)	11
图表 12: 各板块企业利润增速 (%)	12
图表 13: A 股盈利增速预测 (%)	12
图表 14: 主动偏股型公募基金资产净值 (万亿元)	13
图表 15: 偏股型基金新成立份额 (亿份)	13
图表 16: 北向资金单月净买入额 (亿元)	14
图表 17: 人民币即期汇率和美元指数走势	14
图表 18: A 股日成交额 (亿元) 和换手率 (右轴)	15
图表 19: 月度两融余额和两融交易额占 A 股成交额比 (右轴)	16
图表 20: 主动权益型公募基金股票配置比 (一级行业)	17
图表 21: 北向资金当前行业持股市值 (亿元) 和同比市值变化	17

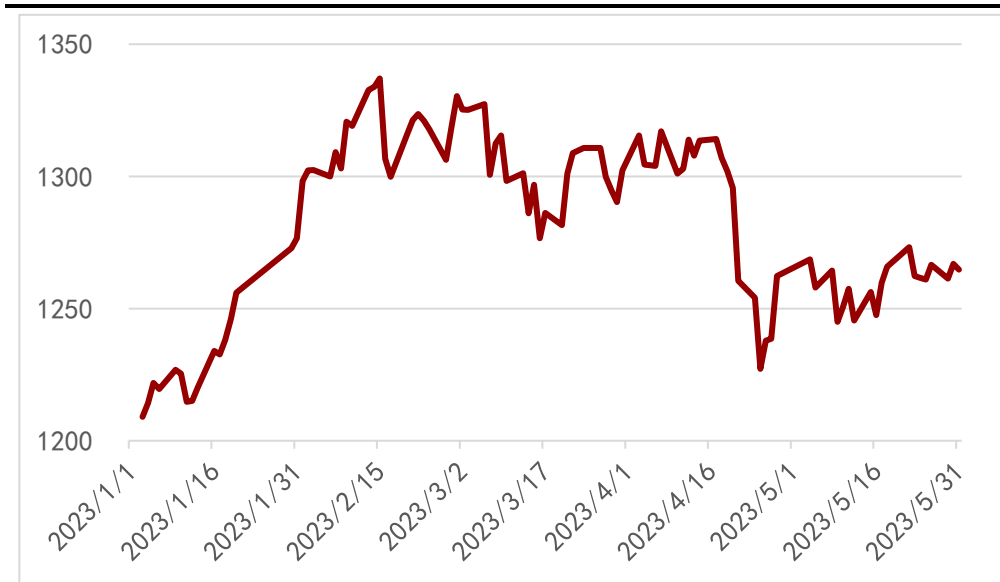
图表 22:	人工智能产业链.....	18
图表 23:	中国人工智能行业最新政策汇总一览表.....	19
图表 24:	一线城市加速布局人工智能领域.....	20
图表 25:	国内 AI 大模型项目.....	21
图表 26:	典型智能产品示例.....	22
图表 27:	2019-2026 年中国智能算力能力水平预测 (百亿亿次浮点运算/秒).....	22
图表 28:	2023 年国企改革相关政策.....	23
图表 29:	国有企业、非国有企业、全部 A 股 PE 估值对比.....	24
图表 30:	国有企业、非国有企业、全部 A 股 PB 估值对比.....	25
图表 31:	央企和地方国企 PE 分布.....	25
图表 32:	央企和地方国企 PB 分布.....	25
图表 33:	各行业国企相比非国企的 PE 估值折价率 (%).....	26
图表 34:	各行业国企相比非国企的 PB 估值折价率 (%).....	27
图表 35:	“中特估”行情走势 (标准化).....	27
图表 36:	八大央企海外收入 (亿元) 及同比增速 (%).....	28
图表 37:	建筑央企海外新签合同金额 (亿元) 及增速 (%).....	28
图表 38:	基建投资及分项增速 (%).....	28
图表 39:	大项目投资增速 (%).....	28
图表 40:	各省市 2023 年重点项目投资计划.....	29
图表 41:	碳达峰碳中和“1+N”相关政策.....	30
图表 42:	环保、公用事业、电力设备行业估值情况.....	31
图表 43:	环保行业 2023-2025 年预测 EPS 平均值.....	31
图表 44:	我国海上风电新增装机容量预测 (GW).....	32
图表 45:	各省公布“十四五”规划新增海上风电装机量.....	33
图表 46:	储能行业估值情况.....	34
图表 47:	储能行业 2023-2025 年预测 EPS 平均值.....	34
图表 48:	2023-2027 年新型储能累计规模预测 (MW).....	35

1 2023 年上半年 A 股回顾

1.1 市场走势：A 股呈低位回升态势，近期波动有所加大

从全部A股走势看，2023上半年市场总体呈现低位回升、波动有所加大。具体走势可分为以下阶段：(1)1月初到2月中旬，伴随疫情政策调整以及产业链供应链加速运转，终端需求大幅回暖，经济复苏预期向好，市场情绪明显改善，A股单边上涨；(2)2月中旬到3月中旬，受美联储加息及海外银行风险事件影响，叠加刺激政策预期落空，市场情绪回落，A股震荡下跌；(3)3月中旬到4月中旬，两会后政策举措密集落地，央行降准保障流动性合理充裕，一季度GDP数据和2月净出口数据超预期，市场信心有所修复；(4)4月中旬至下旬，海外金融市场风险发酵，全球经济增长预期走弱，同时国内企业盈利修复偏慢，高频经济指标显示经济复苏动能边际转弱，市场信心不足。同时，受人民币贬值、外资流出等不利因素扰动，A股快速下跌。(5)5月以来，随着美联储加息步伐放缓，海外风险因素逐步消退，市场风险偏好有所回升，热门赛道高景气延续，A股呈现震荡回升态势。

图表1：2023上半年同花顺全A走势



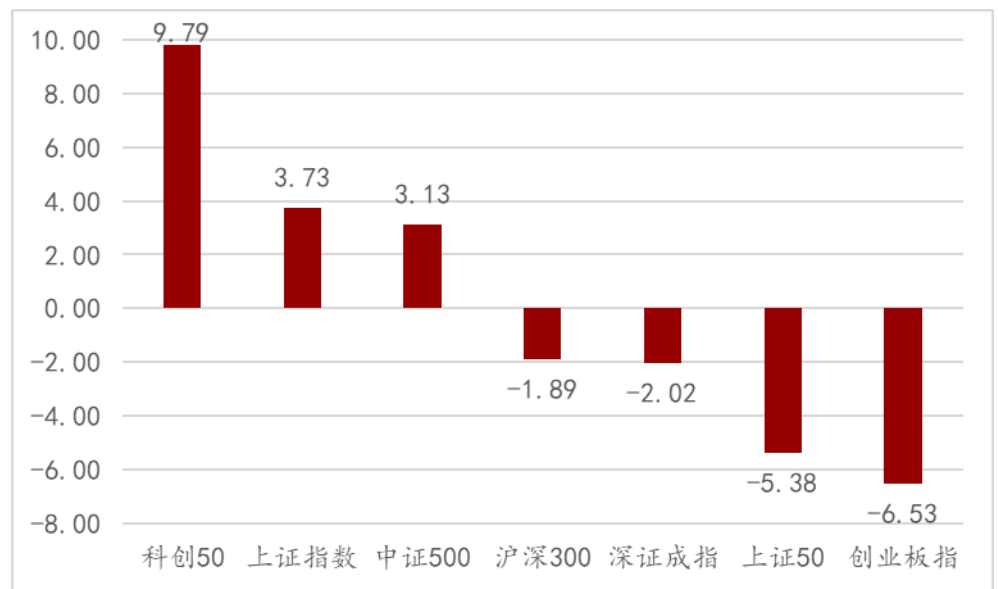
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

1.2 宽幅指数表现：主要指数涨跌不一，成长板块表现突出

截至2023年5月31日，2023上半年A股主要指数涨跌不一，成长板块表现突出，科创50累计上涨9.79%，涨幅居前。上证指数、中证500表现较好，分别上涨3.73%和3.13%；创业板指、上证50下跌幅度则超过5%。

图表2：2023上半年A股主要指数涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

1.3 市场风格偏好和投资主线：稳定、成长风格领涨，小盘股持续占优

从2023年上半年市场风格偏好角度看，截至5月31日，与2022H2相比，风格指数表现分化、轮动加快，其中成长、稳定板块止跌回升，分别上涨6.12%、12.25%，涨幅较2022H2提高20.16pct和14.59pct；金融、周期和消费风格则延续下跌，但跌幅均较2022H2明显收窄。稳定板块得益于其自身波动性小、防御属性较高的特点而获得投资者青睐，涨幅领先，成长板块也受益于人工智能发展浪潮，表现较为优异。按规模划分，小盘股持续占优，2023H1上涨6.29%，大盘指数与中盘指数均下跌。与2022H2不同，今年上半年业绩因素对股价解释程度降低，微利股表现优于绩优股，上涨3.62%，高市盈率股（1.60%）表现略优于低市盈率股（1.48%）。

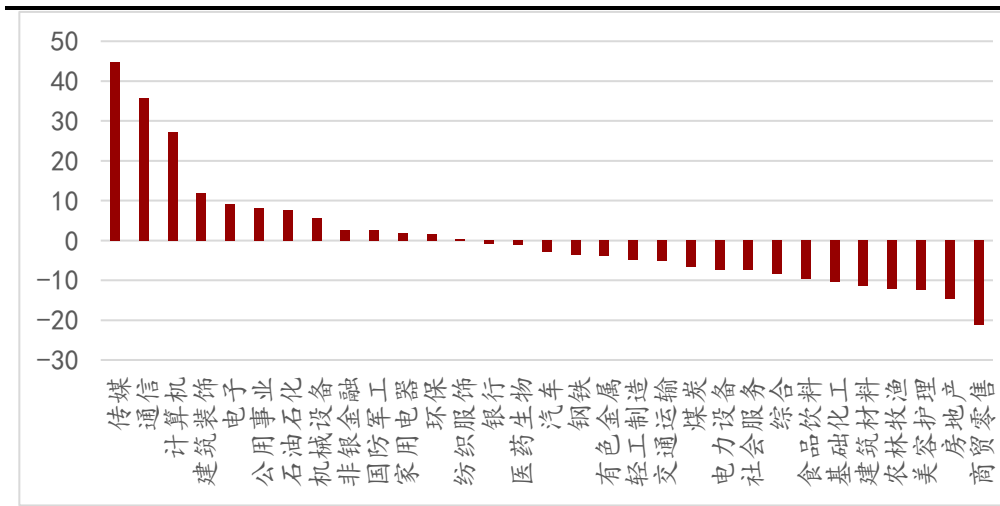
图表3：各风格指数涨跌幅（%）

分类	指数	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1
风格	金融	-0.22	-4.16	-6.01	-4.47	-5.68
	周期	-2.80	-11.15	-5.05	10.58	12.01
	消费	-3.62	-7.51	-7.82	-7.44	3.02
	成长	6.12	-14.04	-14.80	8.72	9.31
	稳定	12.25	-2.34	-3.08	15.43	0.90
规模	大盘指数	-3.61	-14.28	-8.42	-6.14	1.76
	中盘指数	-1.22	-11.90	-11.36	4.07	4.89
	小盘指数	6.29	-8.98	-13.19	15.38	6.32
估值	高市盈率指数	1.60	-13.32	-14.12	-3.22	19.24
	中市盈率指数	-5.89	-16.64	-15.74	14.06	8.13
	低市盈率指数	1.48	-9.93	-2.12	-5.56	-3.93
股价	高价股指数	-9.60	-18.42	-9.12	-8.06	4.73
	中价股指数	8.08	-4.21	-6.23	6.65	6.72
	低价股指数	2.10	-2.42	-6.22	19.75	14.41
业绩	绩优股指数	0.24	0.57	-9.20	17.49	5.43
	微利股指数	3.62	-9.18	-16.67	17.59	10.26
	亏损股指数	-11.45	-21.09	-11.14	-20.50	0.33

资料来源：同花顺，万联证券研究所

分行业看，截至2023年5月31日，2023上半年绝大多数行业下跌。受需求恢复不及预期影响，资金呈现净流出，商贸零售、房地产、美容护理板块跌幅居前，有六个行业的跌幅超过10%。受人工智能产业发展驱动，TMT板块涨幅居前，其中传媒行业以44.90%的涨幅居于首位，通信（35.83%）、计算机（27.26%）紧随其后。

图表4: 2023上半年申万一级行业涨跌幅(%)



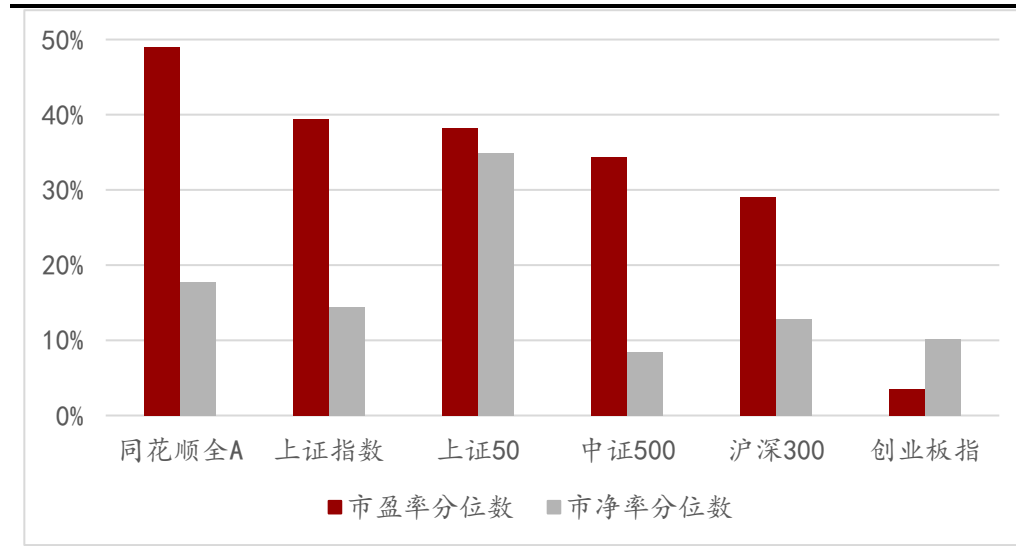
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

综上，2023上半年A股投资主线可以概括为以下两条：1) 稳定风格优势突显，稳定的盈利与分红能抵御外部环境波动的风险，给予投资者信心；2) 受益于人工智能技术应用的数字经济主线，如传媒、通信、计算机等。

1.4 估值水平：估值处于修复通道中，性价比依然突出

截至2023年5月31日，主要指数当前估值水平仍处于2013年5月31日以来50%水平以下，同花顺全A当前市盈率所处历史分位数水平最高，达49.06%，上证指数、上证50、中证500当前市盈率分位数位于历史30%-40%区间。创业板指当前市盈率历史分位数最低，约为3.58%。除创业板指外，A股主要股指动态市盈率与2022年年末相比均走高，估值处于修复通道中。

图表5: A股主要指数当前市盈率、市净率历史分位数(%)



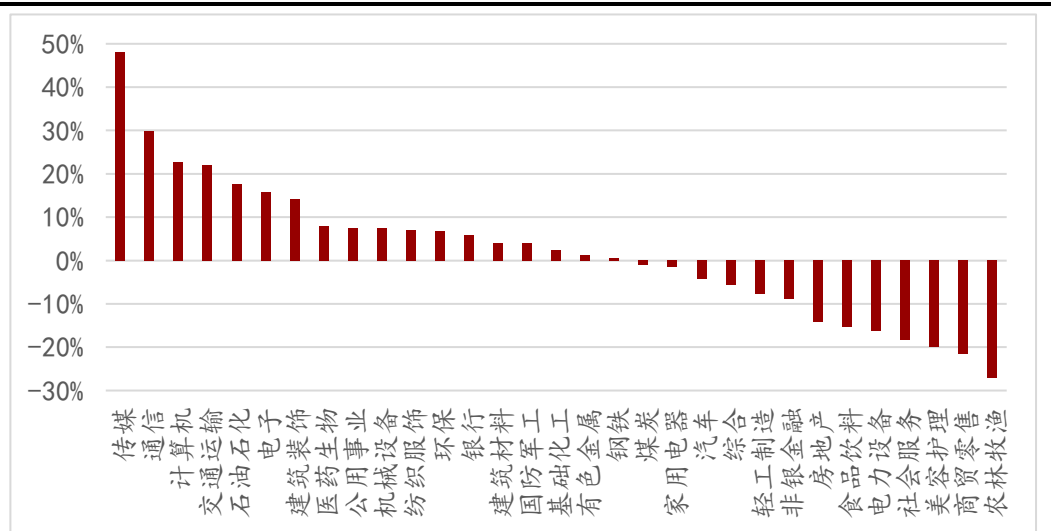
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：历史分位数为2013年5月31日以来的分位数

分行业看，截至2023年5月31日，多数一级行业动态市盈率较2022年末回升，TMT板块估值提升幅度最大，传媒、通信、计算机市盈率分别提升48%、30%和23%；此外，交通运输、石油石化等行业受益于“中特估”行情，行业估值重塑，估值提升幅度亦较大。与2022年末相比，市盈率回落幅度较大的行业包括农林牧渔、商贸零售、美容护理、社会服务等。

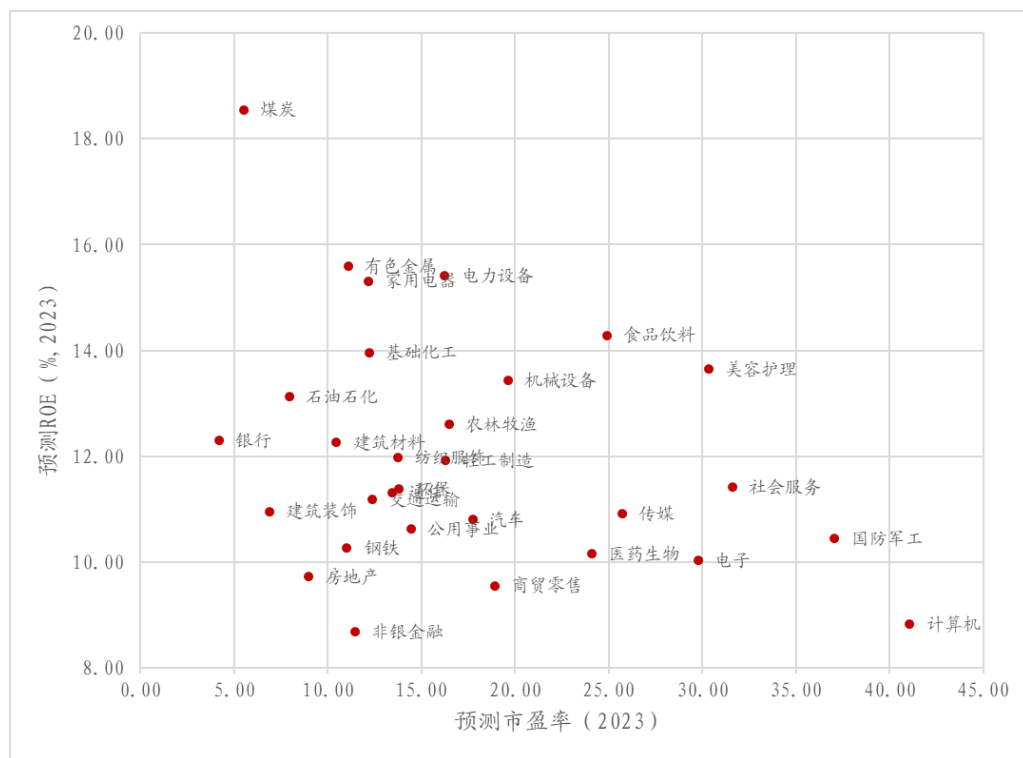
结合行业ROE一致预期分析，截至6月1日，部分预测净资产收益率较高的行业如煤炭、银行、石油石化等行业的预测市盈率仍在10倍以下，估值优势突出。而年内估值提升幅度较大的TMT板块如计算机、传媒等ROE预期未显著走高，技术突破与应用场景的拓宽是当前行业发展的主要推动力，业绩兑现或需时日。

图6: A股一级行业当前动态市盈率较2022年底变化 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图7: A股一级行业2023年预测市盈率和预测ROE情况



资料来源: Wind, 同花顺, 万联证券研究所

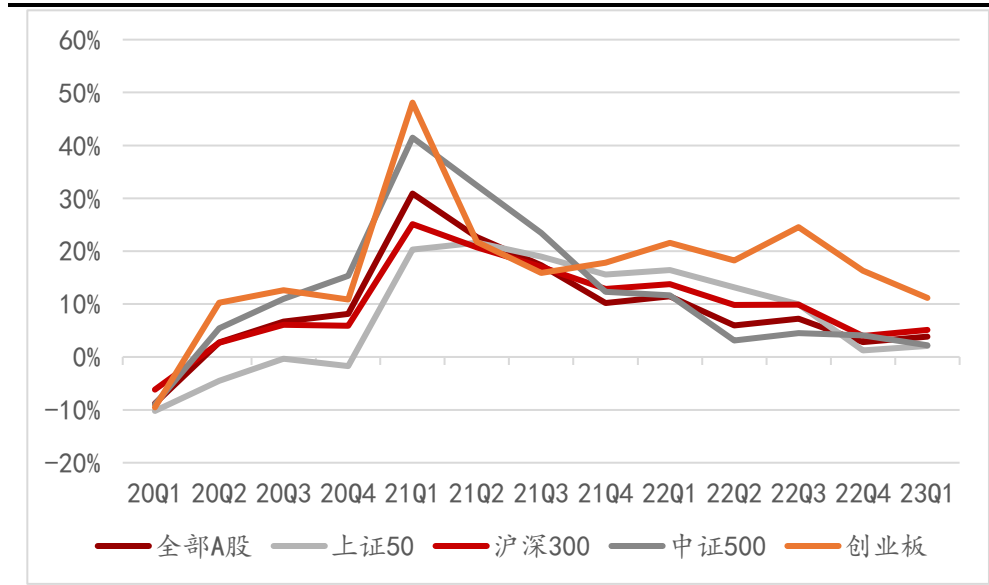
注: 数据截至2023年6月1日。综合行业未在图上标出。

2 2023年下半年市场环境展望

2.1 A股盈利展望: 盈利增速低位回升

营收端: 2023Q1全部A股营收增速较22Q4小幅回升, 创业板增速表现最优。截至6月15日, 2023Q1全部A股营收达17.04万亿, 同比增速降至3.82%, 较2022Q4营收增速则小幅提高0.99pct, 企业生产环比去年四季度加快。分规模来看, 2023Q1上证50/沪深300/中证500/创业板营业收入分别为4.83万亿元/10.22万亿元/2.70万亿元/0.82万亿元, 三年平均增速分别为11.74%/14.33%/17.94%/28.66%。

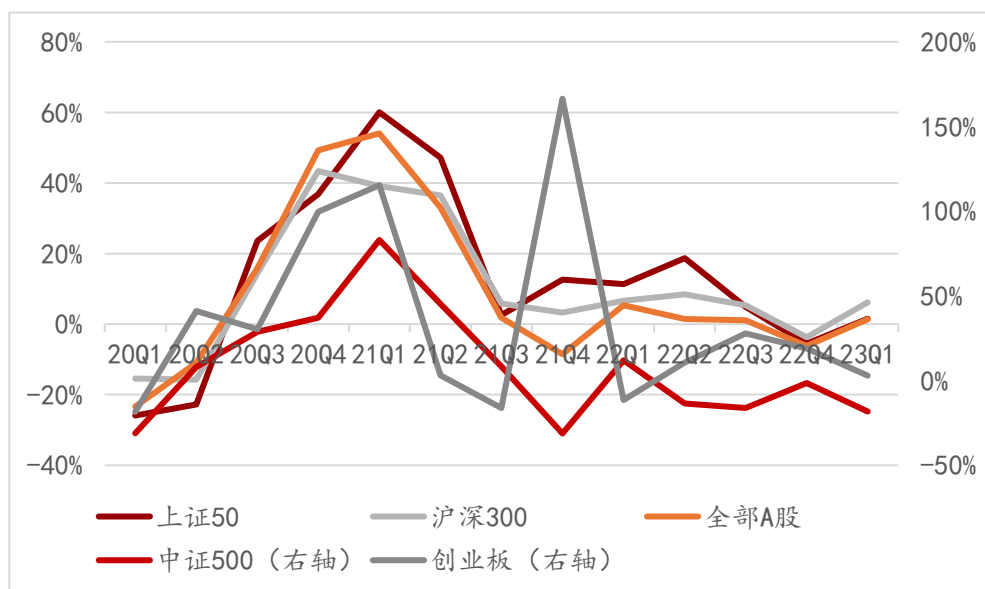
图表8: A股单季度营业收入同比增速 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

利润端：2023一季度全部A股归母净利润为1.49万亿元，同比增速较22Q1小幅回落4.02pct至1.34%，较2022年四季度增速提高7.54pct。分规模看，上证50/沪深300/中证500/创业板2023第一季度归母净利润分别为5108.07亿元/11500.63亿元/1426.11亿元/567.15亿元，三年平均增速分别为22.32%/17.69%/19.58%/27.88%。

图表9：A股单季度归母净利润同比增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

从经济基本面看，根据政府工作报告，今年我国GDP增速的预期目标为5%左右，一季度GDP增速为4.5%。截至6月6日，按Wind预测，预计二、三、四季度GDP增速分别为7.4%、5.0%、5.7%，经济呈现回升向好态势。政治局会议指出，当前国内经济内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力。从外需看，海外高通胀问题继续发酵、美联储以及欧央行持续加息为经济前景蒙上阴影，影响国内企业排单生产意愿。预计我国实际货物出口量或走弱，出口额增速承压，仍需加力稳住外贸基本盘。从内需看，积极的宏观调控政策基调不变，预计政策仍将关注提振居民收入以促进终端消费回暖，其中汽车消费以及文化旅游等服务消费备受瞩目。投资作为稳定宏观经济大盘压舱石，多方合力正推动加速形成实物工作量，基建投资增速有望维持高位运行。整体看，经济企稳向好态势确立，动能的提升有赖于需求的进一步回暖。在加力提效的财政政策与精准有力的货币政策支持下，随着经济结构的优化与政策成效显现，下半年企业经营信心有望增强，在需求恢复以及成本压力缓释下，企业利润增速或逐步改善。

通胀方面，PPI仍处于下行通道中，上游能源类商品价格走弱是主因。若需求回升力度不如预期，PPI或维持疲弱。下游终端消费回暖幅度仍需观测。重点群体就业情况、居民收入增速及预期仍是主要影响因素。核心CPI延续低位运行，下半年总体通胀水平维持温和。

产业扶持政策仍然可期。从政治局会议定调看，要加快建设以实体经济为支撑的现代

化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。其中，科技自主、新能源汽车、人工智能等赛道被重点强调。

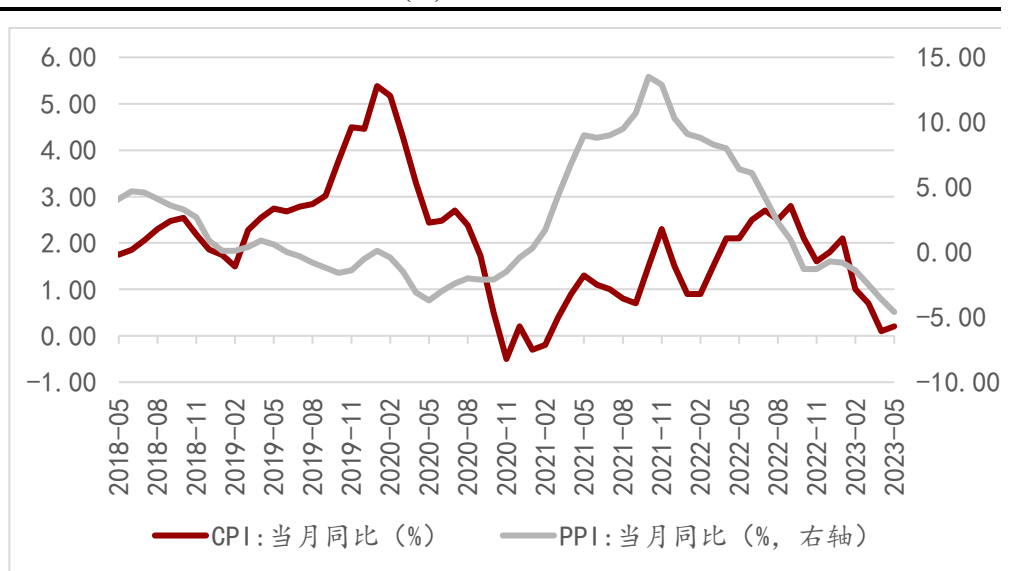
图表10: 2023年主要经济数据预测

单位 (%) 截至0606	202312F	202311F	202310F	202309F	202308F	202307F	202306F
经济							
GDP: 当季	5.73	--	--	4.97	--	--	7.36
固定资产投资: 累计	4.86	--	--	3.5	--	--	4.3
工业增加值	5.2	--	5.3	4.1	5.7	5.7	3.85
社会消费品零售	12.5	14.4	10.9	5.3	6.4	5.8	2.9
出口	10	--	12.1	-2.1	-3	-7.4	-6.05
进口	--	--	--	--	--	--	1.9
贸易差额(亿美元)	--	--	--	--	--	--	750
通胀							
CPI	0.8	0.65	0.45	0.25	0.35	0.15	0.2
PPI	-1.5	-1.65	-1.6	-1.55	-1.65	-2.95	-4.25
金融数据							
M2	10.98	--	--	11.55	--	--	11.95
人民币贷款	10.1	10.6	10.7	11.15	11	11.1	11.45
1年期存款利率	1.5	--	--	--	--	--	--
1年期贷款利率	--	--	--	--	--	--	--
美元/人民币	6.81	--	--	7.02	--	--	7.1

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年6月6日

图表11: CPI、PPI单月同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

在一季度经济实现良好开局下，二季度需求不足的问题再度扰动市场。经济增长动力回落影响企业盈利修复进程。从规模以上工业企业表现看，前四月工业企业利润总额同比下滑20.6%，企业经营压力仍大。预计盈利企稳修复仍有待经济基本面稳固改善。剔除基数效应影响，下半年随着内需的进一步修复，成本端压力缓释，企业盈利有望改善。分结构看，预计在大宗商品价格低位震荡的背景下，上游行业利润率回落。而下游行业或受益于成本压力下降，在需求向好的假设下，中下游企业利润有望逐步回

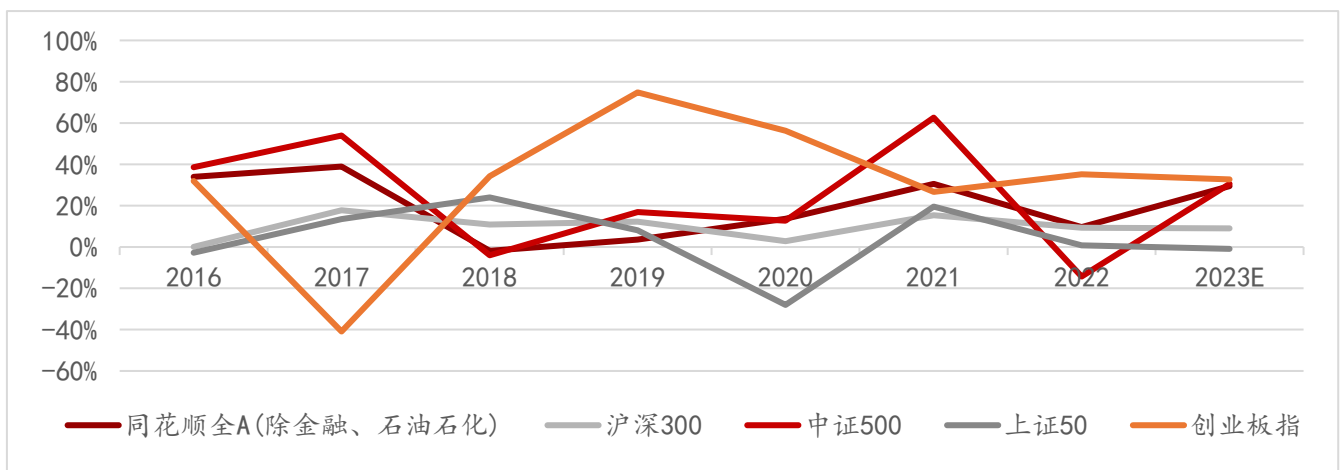
升。其中，在技术突破、政策扶持、应用场景丰富等利好下，科技成长板块利润有望明显改善，中游制造业则需密切留意出口表现与内需修复力度。

图表12: 各板块企业利润增速(%)

板块	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
TMT	-74.65%	40.15%	-44.94%	342.90%	-16.58%	8.71%
可选消费	-66.77%	27.95%	-77.53%	143.97%	22.43%	-22.83%
必须消费	-61.38%	1.59%	26.29%	121.93%	-31.00%	-12.90%
周期	-58.73%	-13.37%	-68.86%	118.47%	48.39%	-34.23%
中游制造	-72.35%	36.69%	19.03%	129.25%	17.44%	8.68%
地产基建	-66.74%	19.67%	-36.44%	35.34%	-15.39%	-2.37%
大金融	-63.23%	40.23%	-8.13%	13.84%	-15.45%	38.93%
支持服务	-69.07%	13.91%	-52.01%	-91.26%	2.28%	15.49%

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表13: A股盈利增速预测(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 2023年数据为2023年6月16日预测值

2.2 流动性展望: 国内流动性延续充裕, 有助于提振市场情绪

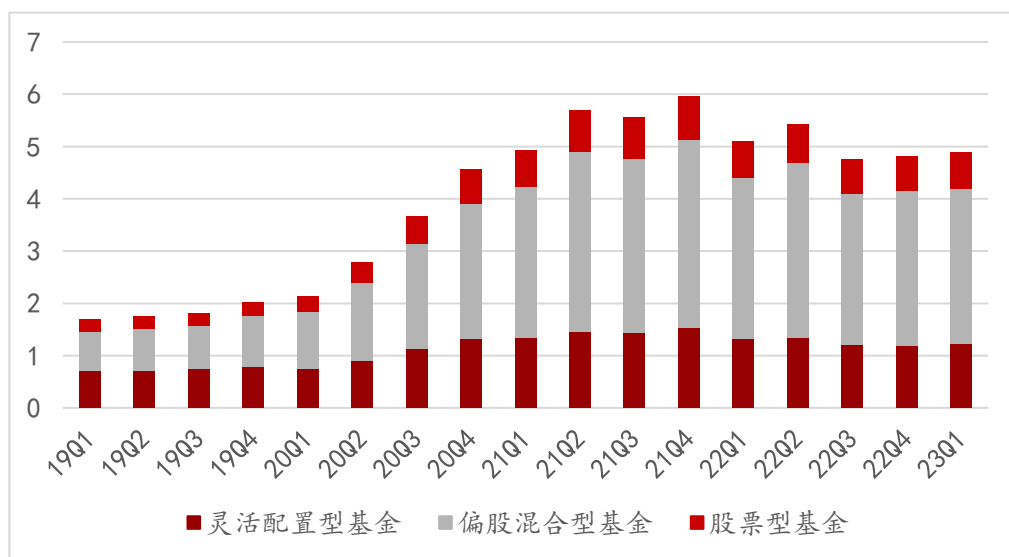
结合4月政治局会议与一季度货币政策执行报告看, 推动经济回升依然是政策重点。预计宏观调控政策继续侧重关注“稳增长”, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合, 着力支持扩大内需, 为实体经济提供有力、稳固支持。货币政策更为精准有力, 保持总量适度、节奏平稳。6月央行降息10bp, 加大逆周期调节力度, 支持“稳增长”。预计后续流动性延续合理充裕, 有利于提振资本市场情绪。从A股市场看, 若经济回升基础更为稳固、增长动能增强, 企业盈利预期有望改善。同时, 在流动性较为充裕的宏观环境下, 随着热门赛道景气度上修, 资金回流权益市场意愿将提高, A股市场对长线资金吸引力不减。

今年2-4月资金中枢有所抬升以来整体回落, 银行间市场资金利率下行至2022年末水平。截至6月15日, DR007为1.82%, 相比年初上行约17bp。今年前五个月公开市场操作累计实现净投放-1.64万亿, MLF连续多月超额续作, 其中5月实现净投放250亿。6月13日, 央行下调逆回购利率10bp, 有望带动利率中枢整体下行, 释放更强的“稳

增长”信号。随着金融支持政策发力，实体流动性有所改善，一季度我国宏观杠杆率为289.6%，较2022年末提升8.0pct。2023年一季度社会融资规模增量累计为14.53万亿元，比上年同期多2.47万亿元。当前政策基调明确，宏观调控侧重于稳增长、扩内需，预计流动性依然维持充裕状态，精准支持需求薄弱领域。在经济数据出现稳固改善前，货币政策基调不改，节奏延续平稳，结构上将更为精准支持内需的回暖。政府债发行将继续发力，节奏仍前置，年内额度预计在三季度末前完成发行。从新增信贷情况看，中长期融资需求回升，信贷结构延续改善，实体流动性向好。

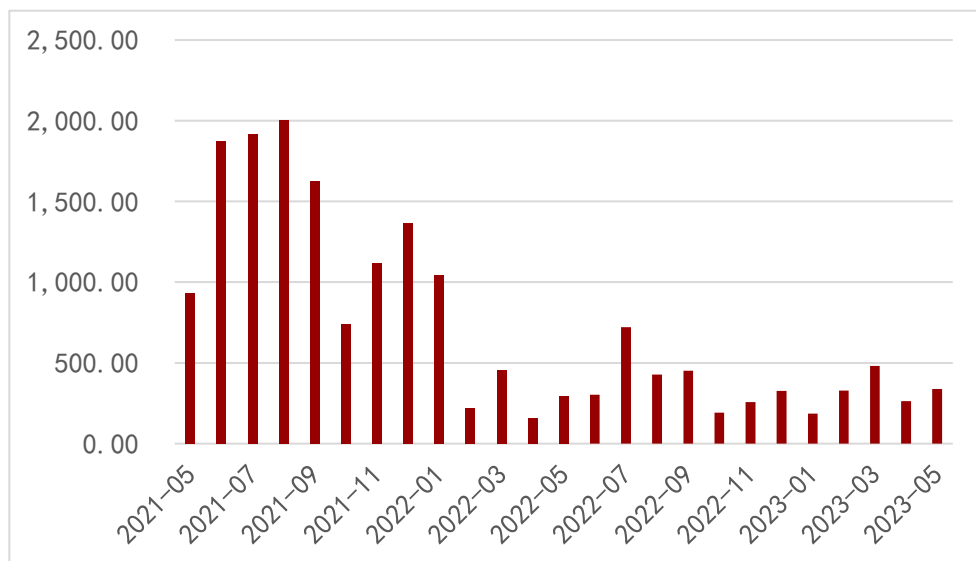
3月以来A股市场结束单边上扬行情，波动有所加大，部分资金止盈导致市场信心回落。其后在宏观景气预期转弱，海外风险事件发酵影响下，股市流动性表现偏弱。5月以来，资金呈净流出态势，但成长板块和部分热门赛道交投热情仍高，资金流入规模较大。当前A股全面注册制实施，市场生态继续向好，投资者关注度不减。预计下半年偏股基金发行有望回暖，主题基金或更受市场青睐。

图表14: 主动偏股型公募基金资产净值 (万亿元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表15: 偏股型基金新成立份额 (亿份)

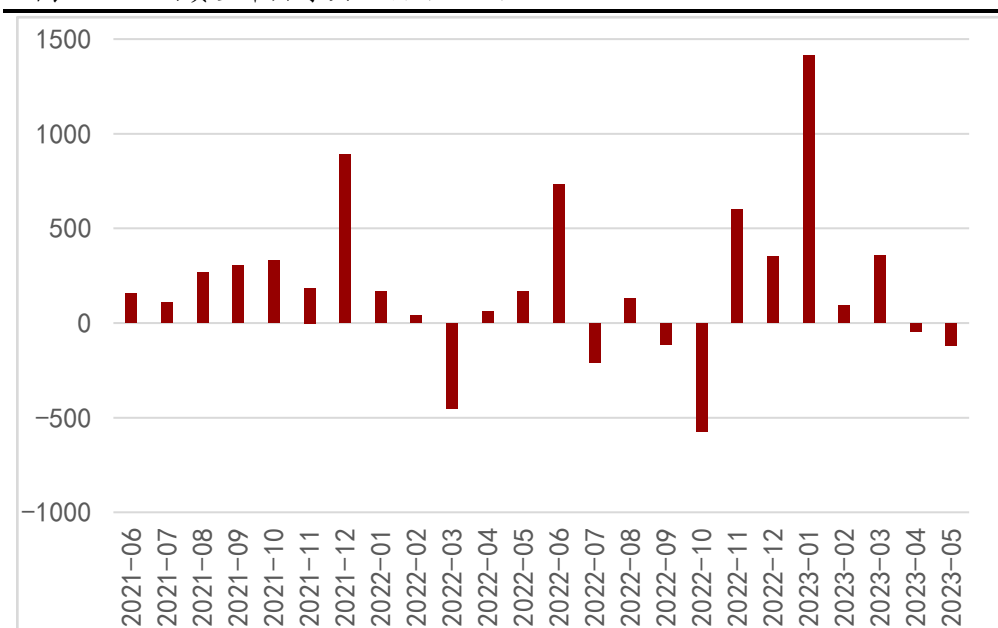


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

2023年1月北向资金大幅净流入A股市场，单月净买入额超1400亿元，4-5月在市场震荡走弱，板块轮动加快下，北向资金转为净流出，但金额相对较小。6月以来北向资金恢复净流入态势。从6月美联储议息会议看，美联储宣布维持5%至5.25%的联邦基金利率目标区间不变。但经济前景预期显示联储官员对今年联邦基金利率的预测中值从3月的5.1%升至5.6%，暗示今年仍会再度加息。截至6月15日，近一个月以来美元指数再度回升，人民币兑美元汇率走低至7.15左右。若海外维持高利率，金融市场波动风险加大。需要警惕对A股市场带来的资金、情绪波动的风险。但值得注意的是，对权益类投资资金而言，加码布局A股市场或为优选。一是当前国内具有更为稳定的流动性环境，二是我国资本市场持续健康发展，三是整体估值性价比优势突出，且具备主题投资主线。预计下半年或将成为外资重新流入A股市场的时点。

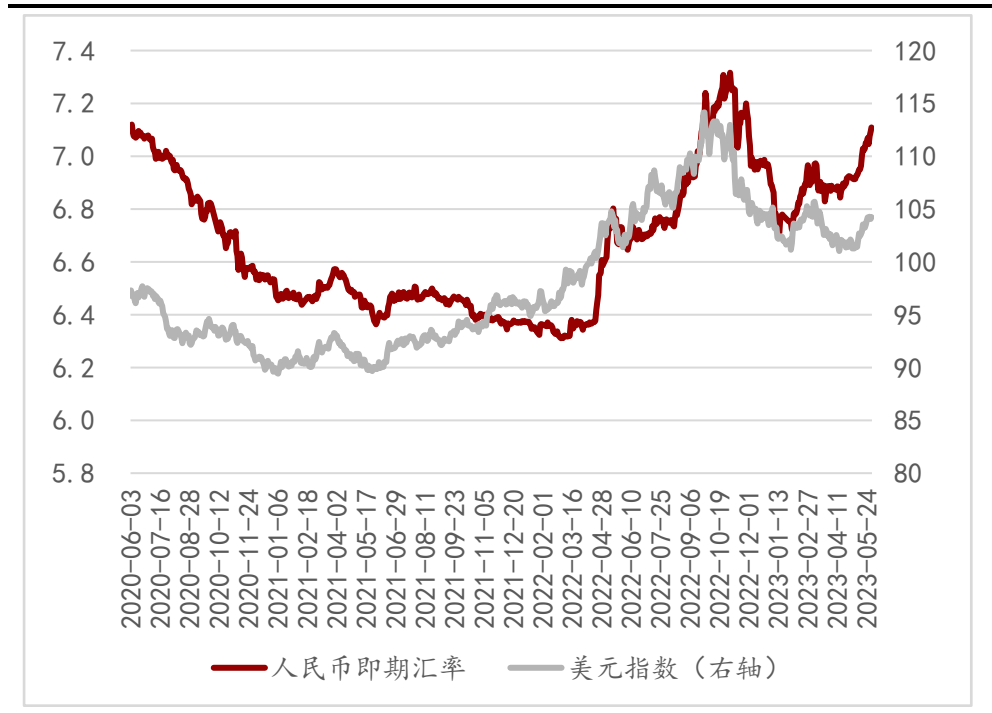
图表16: 北向资金单月净买入额（亿元）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

图表17: 人民币即期汇率和美元指数走势



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

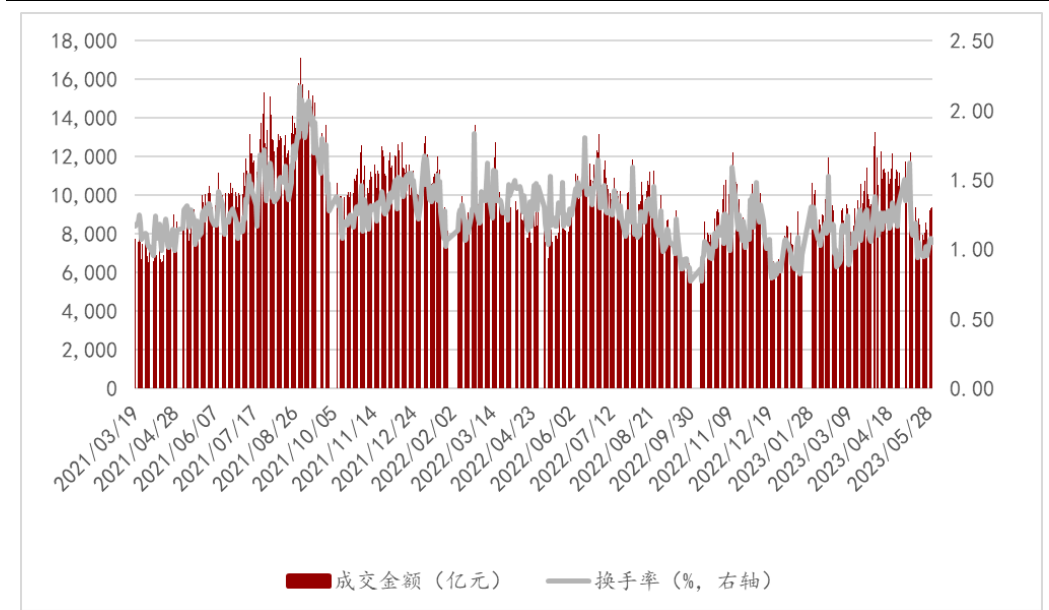
2.3 风险偏好展望：市场情绪逐步修复，风格表现分化

海外方面，以俄乌冲突为代表的地缘政治风险仍在发酵，全球范围内由于发展不均衡引致的冲突呈现增多态势，一定程度上压抑了投资者的风险偏好。此外，海外主要发达经济体的货币政策收紧导致的金融市场风险引起广泛关注。在人民币出现贬值压力、美债收益率高位运行时，国内货币政策空间或收窄，A股投资者观望情绪较浓。海外加息的外溢影响仍需警惕。

国内方面，A股市场生态建设继续推进，资本市场改革继续深化，全面注册制实施长期有利于市场走向开放，对二级市场投资者而言需要进一步加强投研能力。未来投资者更趋专业化和机构化。除了海外波动及政策变动外，经济运行态势成为当前影响投资者情绪的关键因子。展望下半年，随着经济数据的改善，市场对经济企稳回暖信心将更加坚定，有利于提振投资者风险偏好。在投资决策中，对于稳定、周期、消费风格更为关注确定性的业绩增长，风格取向偏保守。对于成长赛道则更为关注技术突破、产品应用的空间，愿意给予更高的估值溢价。

截至5月31日，2023上半年A股日均成交额为9,382.38亿元，较2022年下半年有所回升。2023上半年两融余额持续上行，两融交易额占A股总成交额比例在3月和4月保持在7.53%较高水平上，5月以来随着市场情绪转弱，下降至6.41%。预计下半年在企业经营压力缓释、企业盈利改善、市场流动性转好带动下，A股日成交额与两融交易额占比有望继续上行。

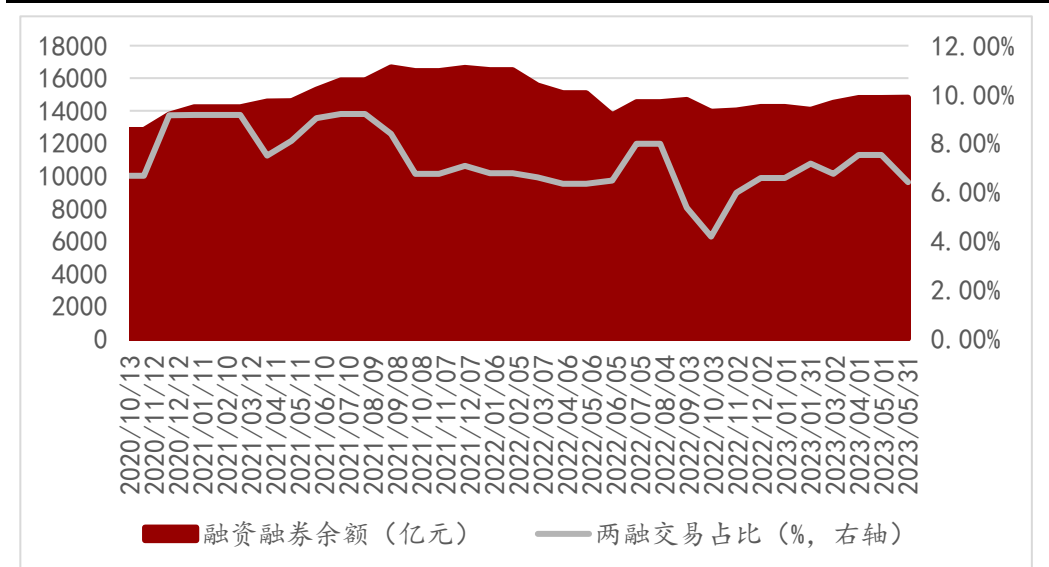
图表18: A股日成交额(亿元)和换手率(%, 右轴)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

图表19：月度两融余额和两融交易额占A股成交额比（右轴）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

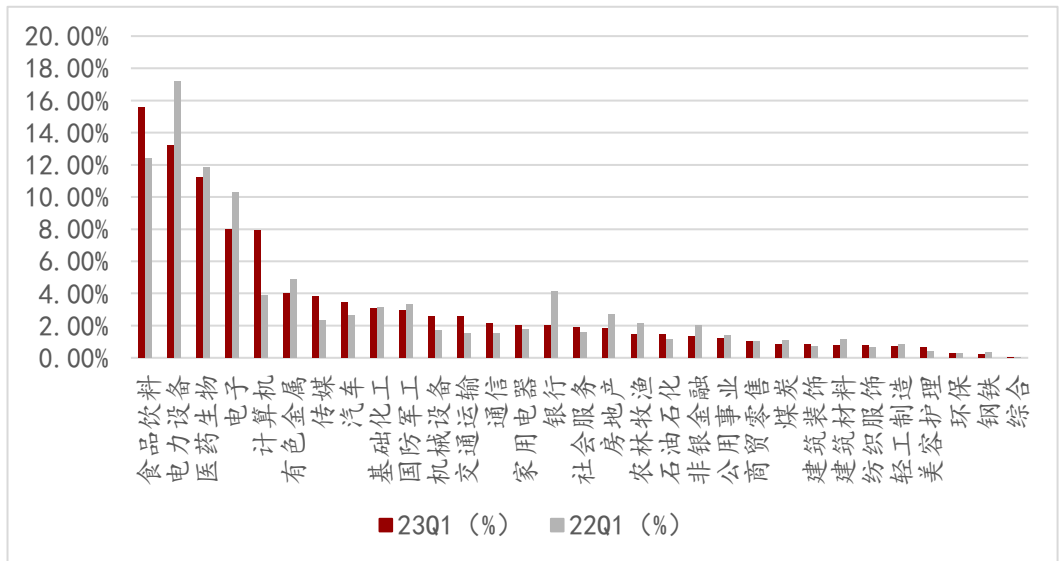
2.4 投资风格展望：TMT 赛道热度最高，地产金融预期较弱

从主要机构投资者投资偏好风格来看，截至2023年第一季度，公募基金主要持仓的前五大行业为食品饮料、电力设备、医药生物、电子、计算机，持仓占比分别为15.59%、13.23%、11.23%、7.96%、7.91%。与去年第一季度相比，基金加仓较多的行业为计算机、食品饮料、传媒、交通运输，持仓市值占比均增加1个百分点以上，其中计算机获得大幅加仓，持仓市值占比增加逾1个百分点。减仓较多的行业为电力设备、电子、银行、房地产，持仓市值占比降幅较大，其中电力设备持仓市值占比下滑3.94个百分点。

截至5月31日，北向资金主要持仓行业为食品饮料、电力设备、医药生物、银行、家用电器，持仓占比分别为14.36%、13.94%、9.18%、7.58%、6.15%；市值较年初增长最多的行业为传媒、通信、计算机、石油石化，增幅均超过30%；市值较年初降幅较大的行业为美容护理、房地产、食品饮料、商贸零售等，市值回落幅度均超过8%。

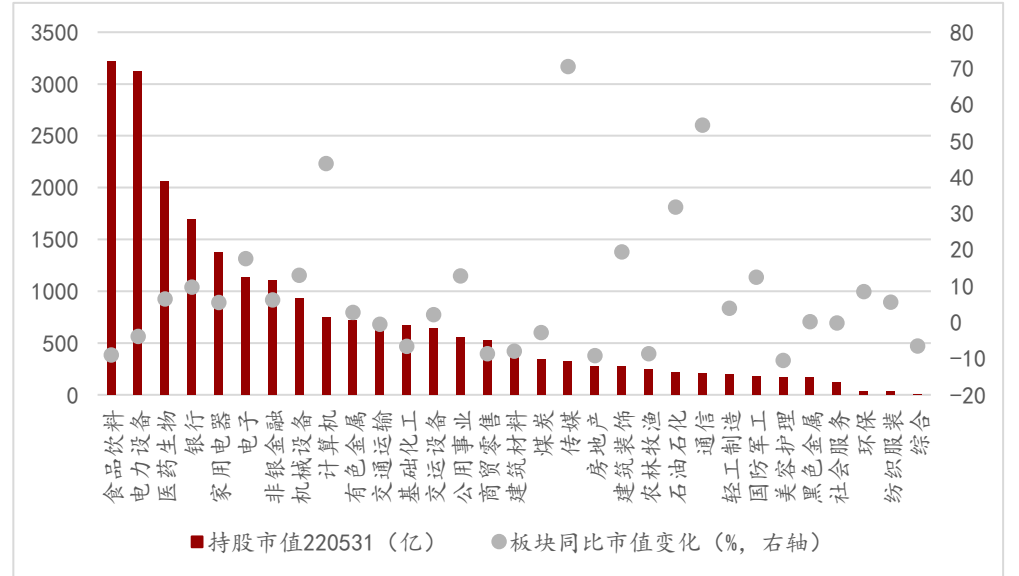
作为当前A股主要机构投资者的公募基金和北向资金重仓风格略有差异，前五大重仓行业中有三大行业一致，主要偏好赛道包括大消费（医药生物、食品饮料）、周期中游制造（电力设备）；公募基金年内大幅增持科技/TMT、必选消费板块，减仓周期中游制造、地产基建、金融板块，而北向资金从年初至今大幅增配科技/TMT板块、减仓可选/必选消费、地产板块，对前期仓位较高的消费板块进行调仓。

图表20: 主动权益型公募基金股票配置比（一级行业）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表21: 北向资金当前行业持股市值（亿元）和同比市值变化



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

今年以来，促进经济企稳回升是政策主线，聚焦于“稳增长、扩内需”的逻辑。上半年A股主要股指呈现冲高回落态势，其中以上证50、沪深300为代表的大盘蓝筹指数在2月以来回调幅度较大，创业板表现也较为疲弱。而中证500指数则在前四月明显回升。市场风格切换较快，板块轮动明显加快。投资主线思路有“中特估”概念下大型央企、国人的价值重塑以及以ChatGPT为代表的科技成长引领。部分热门赛道创出新高，超额收益可观。总体看，预计下半年市场仍将对科技成长保持较高关注。在经济增长动能逐步回升、经济结构调整继续深化、宏观政策释放更强“稳增长”信号、产业政策精准落地等背景下，技术取得关键突破、具备广阔市场空间的TMT领域将继续获得资金青睐，“中特估”主线仍有亮点，配置资金需精选细分赛道。同时低估值且前期回调力度较大的板块值得关注。

3 行业配置推荐

行业配置推荐：(1) 技术取得突破且应用前景广阔，成长板块中科技赛道有望延续热度；(2) 央国企价值提升思路清晰，“中特估”主线挖掘绩优领域；(3) 绿色发展步伐加快，关注新能源板块结构性机会。

3.1 技术突破与应用落地加速，科技成长势如破竹

今年3月OpenAI发布GPT-4，在此前GPT-3.5基础上进一步提高文本输入上限和答案准确度，并且支持从图片格式到文本的多形式输入，具备了强大的语言理解和生成能力。这一重大突破迅速获得了全球范围内的关注，为人工智能行业发展注入无限想象。

根据中国人工智能系列白皮书释义，人工智能产业链可分为基础层、技术层、应用层三个层次，分别对应产业链的上游、中游和下游。其中，基础技术支撑由数据中心和运算平台构成，涉及数据传输、运算和存储等；AI技术是基于基础层提供的存储资源和大数据，通过机器学习建模，开发面向不同领域的应用技术，包含感知智能和认知智能两个阶段，感知智能如语音识别、图像识别、自然语言处理和生物识别等；认知智能如机器学习、预测类API和人工智能平台。AI应用（AI+或智能化）即用AI技术为千行百业赋能，实现不同场景的应用，如无人车、智能家居、智能医疗等。

图表22: 人工智能产业链



资料来源：《中国人工智能系列白皮书-智能产品与产业》

3.1.1 政策支持力度加大，多地抢抓产业布局

从2017年工信部发布《新一代人工智能发展规划》开始，我国陆续出台了多项人工智能领域的支持政策，涉及相关法律保障、技术体系标准、人才梯队建设、应用落地指引等多个维度。近期，多个一线大城市宣布积极布局人工智能行业，发展速度有望进一步加快。

图表23: 中国人工智能行业最新政策汇总一览表

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022年8月	科技部	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，充分发挥人工智能赋能经济社会发展的作用，围绕构建全链条、全过程的人工智能行业应用生态，支持一批基础较好的人工智能应用场景，加强研发上下游配合与新技术集成，打造形成一批可复制、可推广的标杆型示范应用场景。首批支持建设十个示范应用场景。
2022年7月	科技部、教育部、工信部等	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	场景创新成为人工智能技术升级、产业增长的新路径，场景创新成果持续涌现，推动新一代人工智能发展上水平。鼓励在制造、农业、物流、金融、商务、家居等重点行业深入挖掘人工智能技术应用场景，促进智能经济高端高效发展。
2021年9月	教育部	《关于实施第二批人工智能助推教师队伍建设行动试点工作的通知》	积极推进人工智能、大数据、第五代移动通信技术（5G）等新技术与教师队伍建设的融合，形成新技术助推教师队伍建设的新的路径和新模式，打造高水平专业化创新型教师队伍，支撑教育强国战略与教育现代化。
2021年7月	科技部	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023）》	构建完善产业链体系。聚焦新型数据中心供配电、制冷、IT和网络设备、智能化系统等关键环节，锻强补弱。加强新型数据中心设施、IT、网络、平台、应用等多层架构融合联动，提升产业链整体竞争优势。推动新型数据中心与人工智能等技术协同发展，构建完善新型智能算力生态体系。
2021年3月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。聚焦高端芯片、操作系统、人工智能关键算法、传感器等关键领域，加快推进基础理论、基础算法、装备材料等研发突破与迭代应用。
2020年9月	科技部	《关于印发国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指（修订版）的通知》	开展人工智能技术应用示范、人工智能政策试验、人工智能社会实验，积极推进人工智能基础设施建设。到2023年，布局建设20个左右的实验区，创新一批切实有效的政策工具，形成一批人工智能与经济社会发展深度融合的典型模式，积累一批可复制可推广的经验做法，打造一批具有重大引领带动作用的人工智能创新高地。

2020年7月	国家发改委等部门	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	到2023年，初步建立人工智能标准体系，重点研制数据、算法、系统、服务等重点急需标准，并率先在制造、交通、金融、安防、家居、养老、环保、教育、医疗健康、司法等重点行业和领域进行推进。建设人工智能标准实验验证平台，提供公共服务能力。
2020年6月	全国人大	《全国人大常委会2020年度立法工作计划》	重视对人工智能、区块链、基因编辑等新技术新领域相关法律问题的研究。继续推动理论研究工作常态化、机制化，发挥科研机构、智库等外脑作用，加强与有关方面的交流合作，抓紧形成高质量的研究成果。
2020年3月	教育部、国家发展改革委、财政部	《关于“双一流”建设高校促进学科融合加快人工智能领域研究生培养的若干意见》	促进“双一流”建设高校加强学科交叉融合，提高人工智能领域研究生培养能力。
2020年3月	教育部	《教育部关于公布2019年度普通高等学校本科专业备案和审批结果的通知》	教育部组织开展了2019年度普通高等学校本科专业设置和调整工作，80所高校开设人工智能专业。
2020年2月	工业和信息化部	《关于运用新一代信息技术支撑服务疫情防控和复工复产工作的通知》	支持运用人工智能等新技术服务疫情监测分析、病毒溯源、患者追踪、人员流动和社区管理；利用人工智能技术加快病毒检测诊断、疫苗新药研发、防控救治。
2019年3月	中央深化改革委员会	《关于促进人工智能和实体经济深度融合的指导意见》	促进人工智能和实体经济深度融合，要把握新一代人工智能发展的特点，坚持以市场需求为导向，以产业应用为目标，深化改革创新，优化制度环境，激发企业创新活力和内生动力，结合不同行业、不同区域特点，探索创新成果应用转化的路径和方法，构建数据驱动、人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济形态。
2017年7月	工信部	《新一代人工智能发展规划》	提出了面向2030年我国新一代人工智能发展的指导思想、战略目标、重点任务和保障措施，部署构筑我国人工智能发展的先发优势，加快建设创新型国家和世界科技强国。

资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院，万联证券研究所

图表24：一线城市加速布局人工智能领域

发布时间	政策名称	主要内容
2023年5月30日	《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025年）》	从突破关键技术、夯实底层基础、构建产业方阵、推动场景建设、构建创新生态五大方向提出任务。着力突破人工智能关键技术，引领产业高水平发展；全力夯实人工智能底层基础，筑牢产业创新发展底座；加快构建人工智能产业方阵，全面提升产业发展能级；加快推动人工智能场景建设，牵引创新成果落地应用；持续构建人工智能产业生态，营造国际一流发展环境。
2023年5月30日	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	针对提升算力资源统筹供给能力、提升高质量数据要素供给能力、系统构建大模型等通用人工智能技术体系、推动通用人工智能技术创新场景应用、探索营造包容审慎的监管环境五大方向，提出具体措施。提升算力资源统筹供给能力；提升高质量数据要素供给能力；系统构建大模型等通用人工智能技术体系；推动通用人工智能技术创新场景应用；探索营造包容审慎的监管环境。
2023年5月30日	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	为切实落实“两个毫不动摇”，进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展，服务构建新发展格局，推动高质量发展制定措施。营造公平的市场准入环境，要着眼于促公平、提信心；优化民间投资环境，要着眼于优服务、提能效；完善民间投资融资服务，要着眼于更便利、更快捷；引导民间投资高质量发展，要着眼于促创新、优结构。
2023年5月31日	《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023-2024年）》	以最充足的算力、最大的政策支持、最优的产业生态、最好的人才环境、最丰富的场景应用，积极打造国家新一代人工智能创新发展试验区和国家人工智能创新应用先导区，努力创建人工智能先锋城市，亮点在于立法先行，营造人工智能产业发展最优生态；强化供给，打造多层次人工智能算力集群；全域全时，发布首批“城市+AI”应用场景清单；技术引领，支持重点企业持续研发商用通用大模型；产业集聚，大力培育企业梯队孵化千亿元龙头企业；统筹资源，设立规模1000亿元人工智能基金群。

资料来源：北京市人民政府官网，上海发改委官网，深圳特区报，深圳市人民政府，万联证券研究所整理

3.1.2 算力、模型仍是核心，应用场景愈发丰富

从人工智能产业链看，基础层的算力提升与模型研发具有举足轻重的地位。当前国内已有多家公司及科研机构成功研发AI模型，并持续迭代创新，为后续抢占市场份额奠定基础。据共研网测算，到2026年末我国智能算力水平将有望突破1200百亿亿次浮点运算/秒。在终端需求上，基于人工智能的应用与产品呈现迅猛增长态势，“数字+”、智能化等赛道逐渐火热。

图表25：国内AI大模型项目

模型名称	所属公司	发布时间	参数规模
悟道2.0	北京智源人工智能研究院	2021年6月1日	1.75万亿
紫东太初	武汉人工智能研究院、中国科学院自动化研究所和华为联合研发	2021年7月9日	千亿级
GLM-130B	清华大学	2022年8月	1300亿
ChatGLM-6B	智谱AI	2023年3月14日	62亿
孟子MChat	澜舟科技	2023年3月14日	10亿
文心一言	百度	2023年3月16日	2600亿
“风鸟”大模型	上海人工智能实验室	2023年4月7日	/
日日新SenseNova	商汤科技	2023年4月10日	/
通义千问	阿里	2023年4月11日	10万亿
自动驾驶生成式大模型DriveGPT	毫末智行	2023年4月11日	1200亿
知海图AI	知乎	2023年4月13日	/
天工	昆仑万维	2023年4月17日	千亿级
天燕大模型AiLMe	麒麟合盛 (APUS)	2023年4月18日	千亿级
序列猴子	出门问问	2023年4月20日	约为几百亿
新版Moss模型	复旦大学	2023年4月21日	开源模型160亿
讯飞星火	科大讯飞	2023年5月6日	/

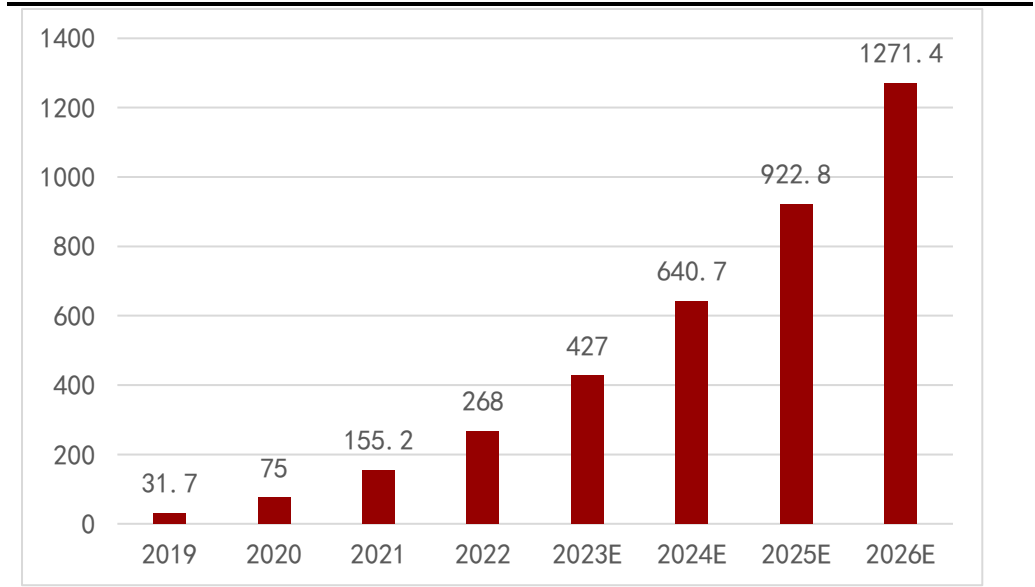
资料来源：新京报，中国日报网，清华知识工程研究室，智谱AI官网，澜舟科技官网，澎湃新闻新闻，央广网，新华网，阿里官网，京报网，新浪网，复旦大学计算机科学技术学院官网，万联证券研究所整理

图表26：典型智能产品示例

分类	产品示例
智能机器人	科沃斯地宝DEEBOTT20PRO、DEEBOTPROM1中大场景专业清洁机器人、沁宝AIRBOTAVA
智能运输工具	比亚迪汉DM-i、广汽埃安AIONLXPlus、埃安AIONY
智能终端	iFLYBUDSNano+、乐心智能手表HealthWatchH1、360运动蓝牙耳机SNE1、360儿童手表10X
自然语言处理	讯飞翻译机4.0、讯飞AI翻译笔P20Plus、360安全浏览器
计算机视觉	400万定焦智能筒型网络摄像机、防爆鹰眼、360云台摄像机8Max
生物特征识别	经销人脸门禁一体机、人脸考勤机、指纹读卡器DS-K1201A
人机交互	讯飞智能交互、ADIgo智驾互联生态系统、比亚迪DiLink

资料来源：科沃斯官网，比亚迪汽车官网，广汽埃安官网，科大讯飞官网，海康威视官网，广汽传祺官网，乐心医疗官网，360官网，万联证券研究所整理

图表27：2019-2026年中国智能算力能力水平预测（百亿元次浮点运算/秒）



资料来源：共研网，万联证券研究所

3.2 把握“中特估”主线，推动央企价值提升

年初以来，随着中国特色估值体系概念的提出，围绕央企优化资源布局、完善公司治理、提升资产回报水平、增强服务国家战略等方面陆续出台了相关政策与指引，国企改革与价值提升建设进一步加力。

图表28: 2023年国企改革相关政策

时间	会议	内容
2023/1/6	中央企业负责人会议	巩固三年改革成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划推进新一轮国企改革，深化提升行动。坚持两个毫不动摇，积极稳妥、分层分类深化混合所有制改革。要着力完善中国特色国有企业现代公司治理。新一轮的国企改革要切实加强组织领导，加大科技创新工作力度，着力打造一批创新型国有企业。进一步优化完善中央企业经营指标体系，由2022年的“两利四率”调整为“一利五率”，中央企业经营层面的任务目标，由“两增一控三提高”变为“一增一稳四提升”。
2023/2/23	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	新一轮国企改革深化提升行动，将主要抓好加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业等三个方面的工作。
2023/3/3	国务院国资委视频会议	国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。
2023/3/5	2023年政府工作报告	切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。

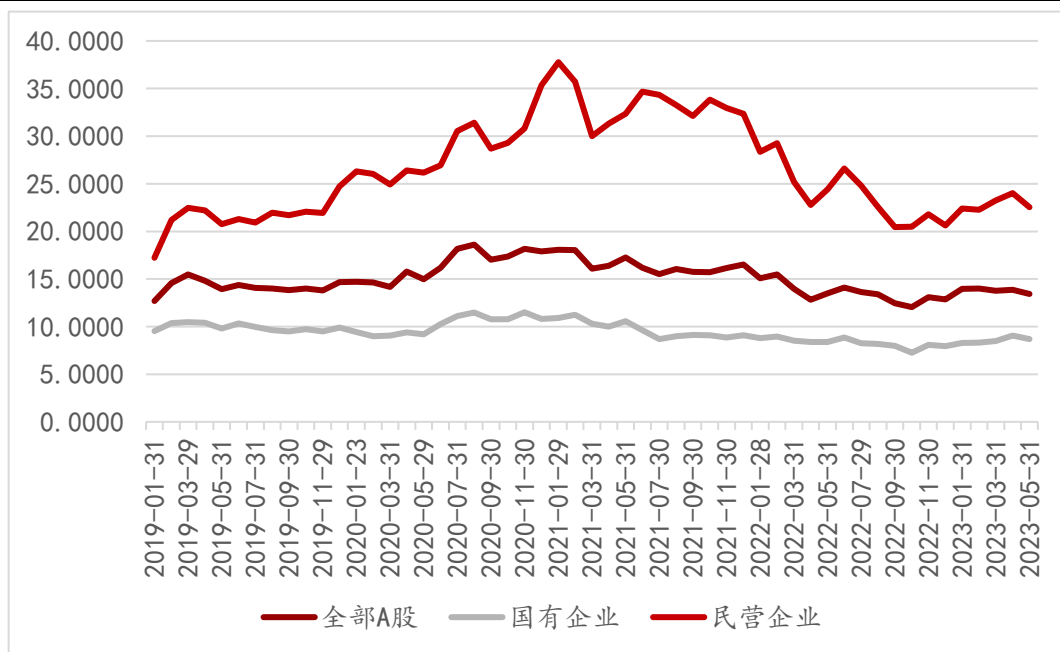
<p>2023/3/21</p>	<p>第二届国有经济研究峰会</p>	<p>以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点,深入实施新一轮国企改革深化提升行动。一是围绕增强产业引领力深化改革,更好推动现代化产业体系建设。二是围绕提升科技创新力深化改革,有效发挥在新型举国体制中的重要作用。三是围绕提高安全支撑力深化改革,提升安全发展能力水平。四是围绕打造现代新国企深化改革,加快完善中国特色国有企业现代公司治理。五是围绕营造公平竞争市场环境深化改革,更大力度促进各类所有制企业共同发展。</p>
<p>2023/3/29</p>	<p>中央企业专业化整合项目集中签约仪式</p>	<p>持续推动专业化整合工作走深走实。要聚焦建设世界一流企业,切实提升核心竞争力、增强核心功能,做好专业化整合整体谋划;把握工作重点,突出发展战略性新兴产业,围绕提升产业链整体竞争力开展市场化并购重组,着力打造一批创新型国有企业;注重方式创新,加大与各种所有制经济深度合作,综合运用标准、品牌、平台服务、商业模式、产业生态等多种方式,引领产业链高质量发展;强化统筹组织,建立健全责任清晰、分工明确的工作机制,确保专业化整合稳妥有序实施,不断增强企业科技创新力、产业控制力、安全支撑力。</p>
<p>2023/4/27</p>	<p>关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知</p>	<p>价值创造行动主要分三个阶段推进。一是研究部署阶段(2023年1-3月):印发专项通知,召开启动会议,全面部署价值创造行动。二是组织落实阶段(2023年4月-2024年12月):按照行动实施方案,全面开展价值诊断,深入查找价值创造的短板弱项,明确工作目标、确定重点任务、提出改进措施、强化监督检查,持续加强企业价值创造体系能力建设,全面提升价值创造水平。三是深化评估阶段(2025年1-3月):深入总结价值创造行动的做法和经验,对取得的成效进行全面深入的评估,建立健全长效工作机制,持续增强企业价值创造能力。</p>

资料来源:国资委,发改委,中国政府网,央广网,经济日报,新华网,万联证券研究所

3.2.1 央企估值提升空间大

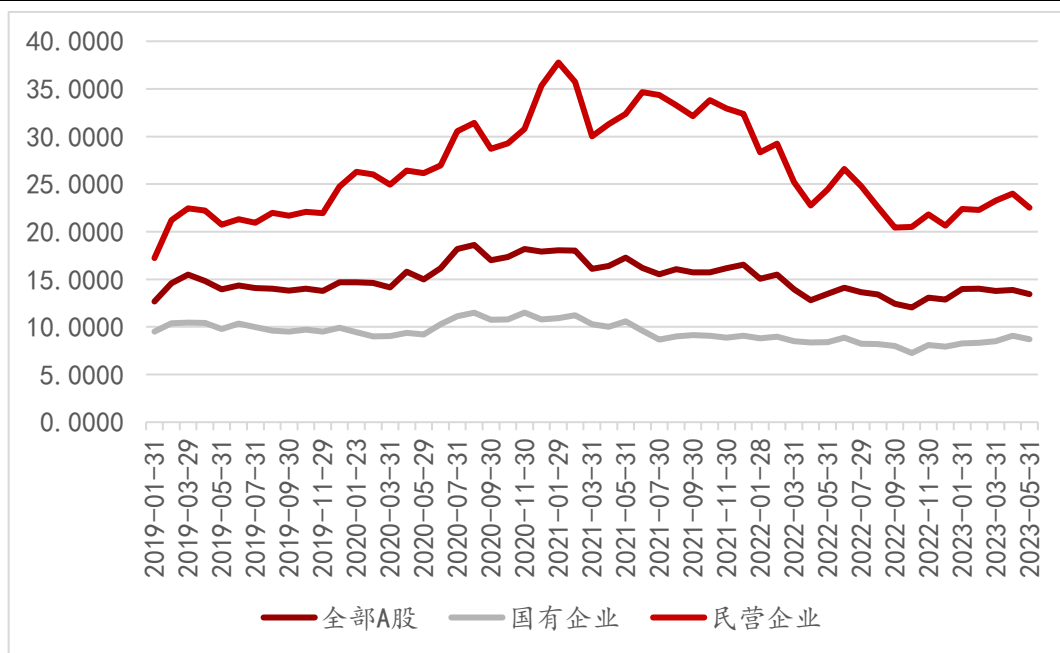
自2019年1月底以来国企与民营企业PE和PB之差均呈现走阔转收敛的趋势,国企估值提升空间较大。从近五年国有企业和民营企业的市盈率与市净率走势来看,国有企业估值呈现小幅下行态势。相对民营企业,国有企业市盈率波动幅度较小,内地国有企业估值相对民营企业存在较大提升空间。截至5月31日,国有企业、民营企业和全部A股的市盈率分别为8.69倍、22.53倍和13.43倍;国有企业、民营企业和全部A股的市净率分别为1.00倍、3.09倍和1.53倍。

图表29: 国有企业、非国有企业、全部A股PE估值对比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表30: 国有企业、非国有企业、全部A股PB估值对比

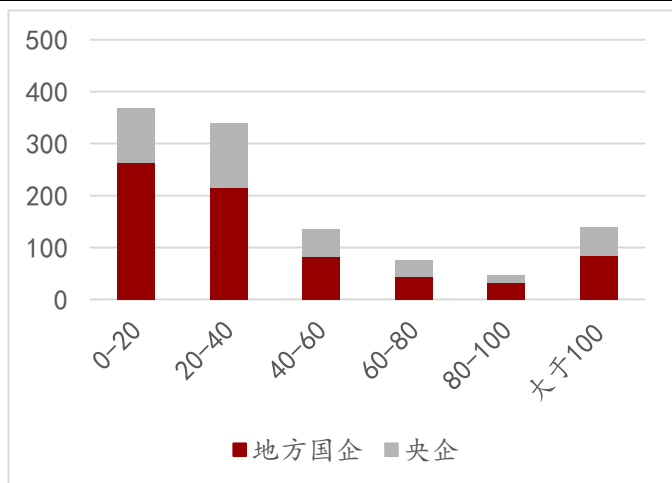


资料来源：同花顺，万联证券研究所

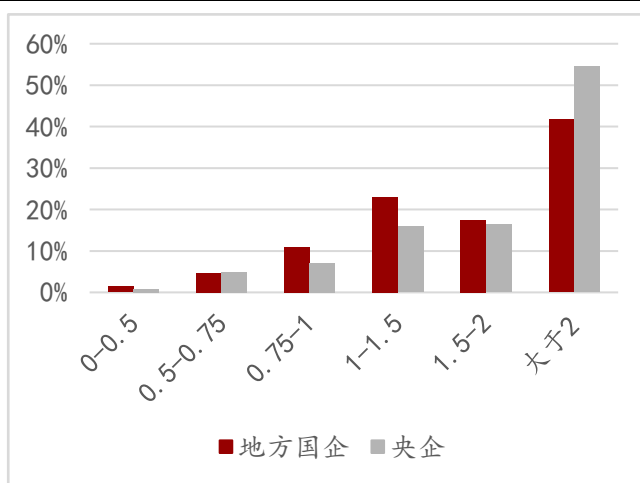
央企和地方国企PE和PB的分布规律类似，多数企业主要分布于低估值区间。截至5月31日，从央企和地方国企估值分布情况来看，大多数央企和地方国企PE集中于0-20倍区间，其次为20-40倍区间。其中在0-20倍市盈率区间，包含央企105家，地方国企264家；在20-40倍市盈率区间中，包含央企124家，地方国企215家。从市净率来看，央企和地方国企PB多数在2倍以上，2家央企PB>2，占全部央企数量的54.48%，有381家地方国企PB>2，占全部地方国企数的41.73%。

图表31: 央企和地方国企PE分布

图表32: 央企和地方国企PB分布



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 图中剔除了市盈率小于0的央企
注: 数据截至2023年5月31日

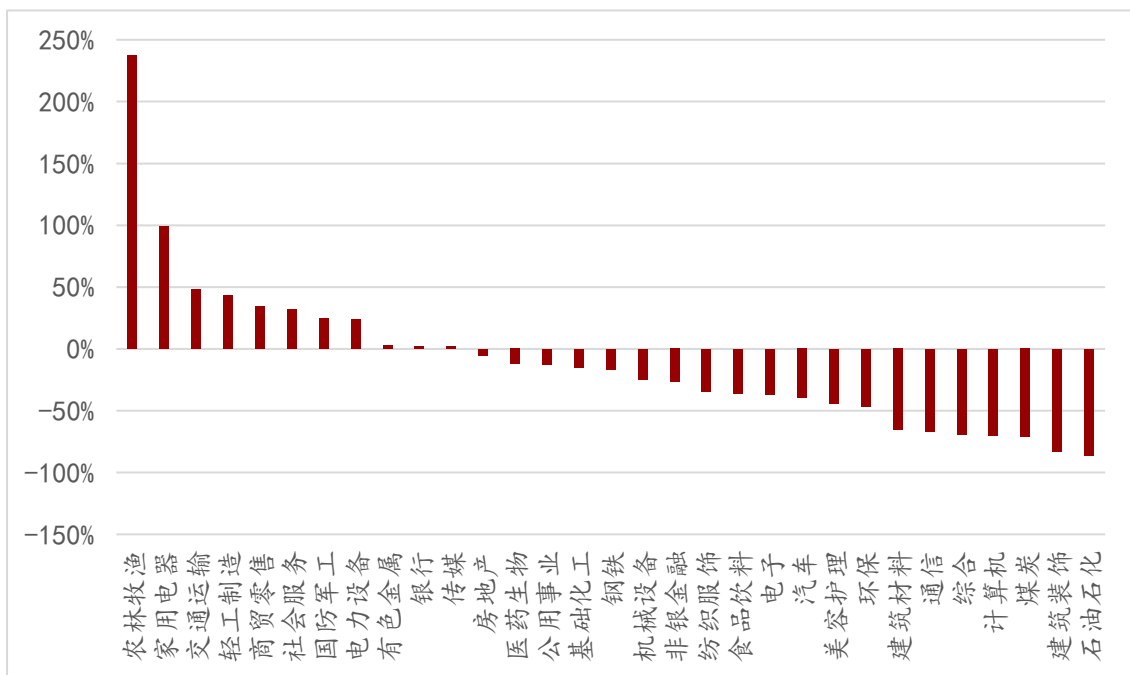


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 图中剔除了市净率小于0的央企
注: 数据截至2023年5月31日

从各行业国企相比非国企PE和PB折价率对比来看, 大部分行业国企相对民营企业呈现折价情况。从市盈率表现来看, 除农林牧渔(237%)、家用电器(99%)行业等11个行业PE表现为溢价外, 其余行业国企PE相较于民企呈现折价态势。其中国企分布较为集中的石油石化(-86%)、建筑装饰(-83%)、煤炭(-71%)行业折价幅度较大; 从市净率表现看, 国企PB折价情况在建筑材料(-80%)、综合(-76%)、交通运输(-71%)、美容护理(-71%)、非银金融(-68%)、石油石化(-65%)等行业中折价幅度更大。

在“稳增长、扩内需”基调下, 大型基础设施建设类央企、国企业绩增长预期走高, 估值提升空间较大。此外, 科技创新、绿色发展、数字经济等多个领域中央企、国企加速布局, 在政策支持下, 市场对未来业务的发展寄予厚望, 成长性可期。“中字头”企业具备雄厚的资金优势, 且行业地位凸显, 或更为受益于中国特色估值体系重塑。

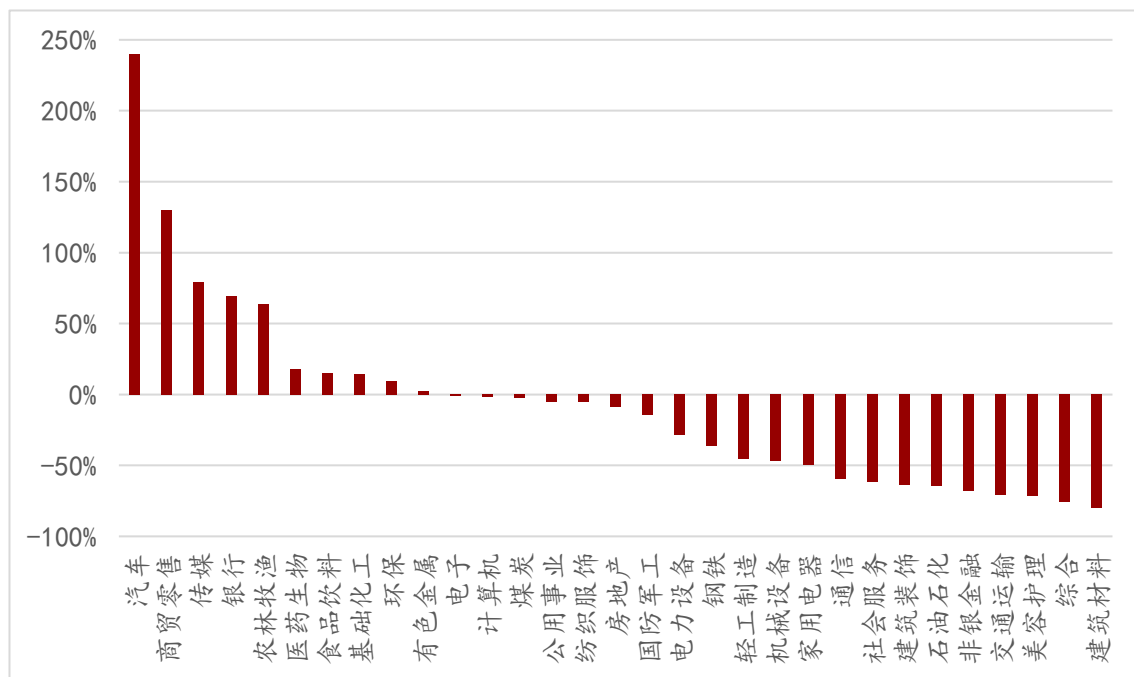
图表33: 各行业国企相比非国企的PE估值折价率(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注：各行业国企和非国企PB采用5月31日对应上市公司总市值在各行业国企市值之和或非国企市值之和占比作为权重加权计算，剔除了市盈率为负的上市公司。

图表34：各行业国企相比非国企的PB估值折价率（%）

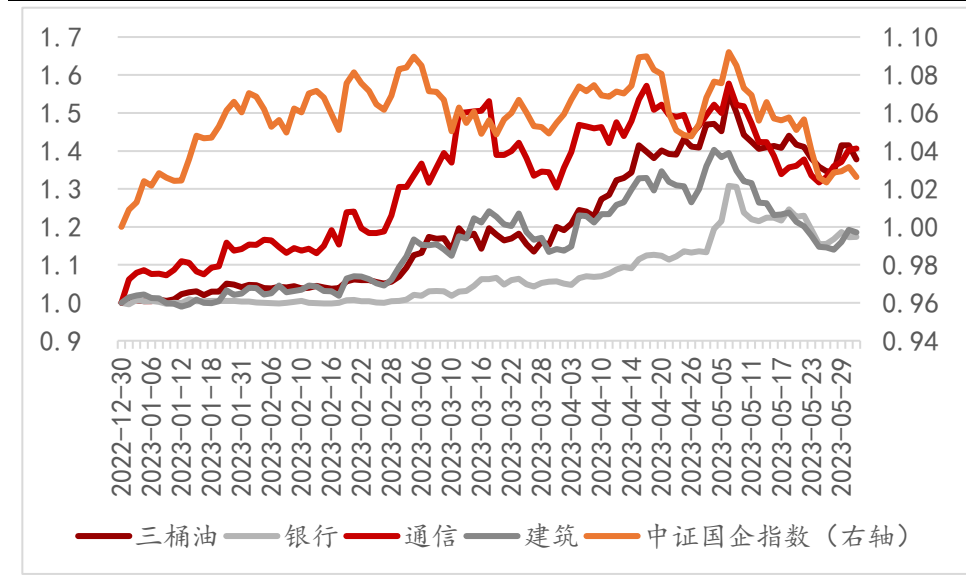


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：各行业国企和非国企PB采用5月31日对应上市公司总市值在各行业国企市值之和或非国企市值之和占比作为权重加权计算，剔除了市净率为负的上市公司。

当前“中特估”概念已经带动多个行业出现轮动上涨行情。其中通信行业中三大运营商和石油石化行业中“三桶油”表现不俗，相对中证国企指数取得较高超额收益，而建筑类央企在5月以来回落幅度较大。展望下半年，受益于国内投资发力与“一带一路”建设的建筑央企值得继续关注。

图表35：“中特估”行情走势（标准化）



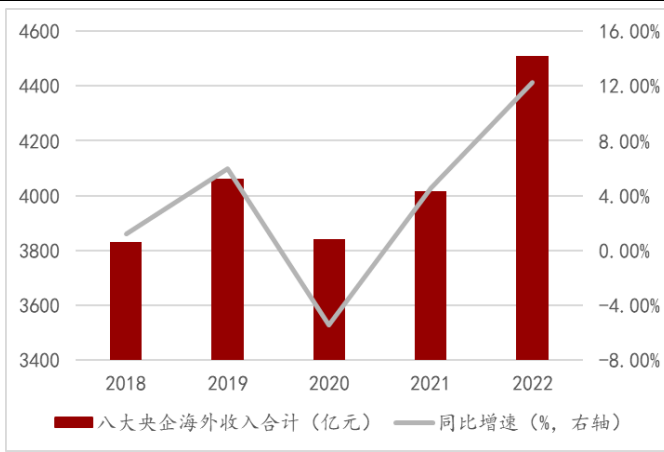
资料来源：同花顺，万联证券研究所

3.2.2 建筑类央国企受益于国内投资发力与“一带一路”建设推进

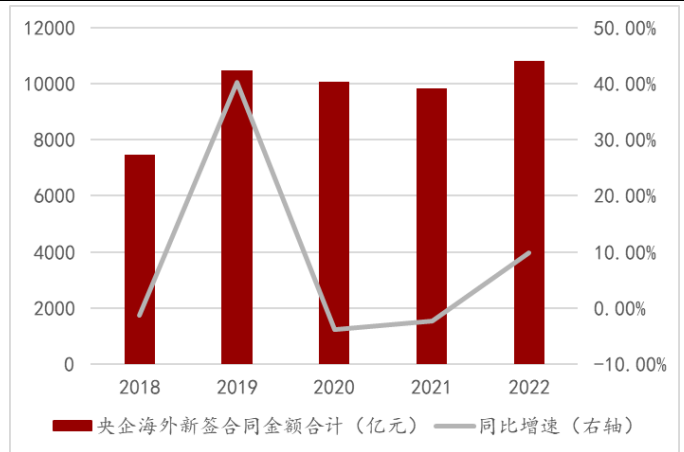
2023年召开的国资委会议上，推动“一带一路”建设被反复提及。今年以来，我国与一带一路沿线国家签署协议，在设施互通、区域协调、重点项目上也提出要求。从服务国家战略角度出发，建筑类央国企有望进一步发力，催化海外业务发展。

从建筑央企海外收入来看，八大建筑央企海外收入自2020年触底后，2021年开启连续高速增长，2022年增速高达12.25%，实现收入4509.06亿元，已超过2019年疫情前水平。2022年建筑央企海外新签合同金额实现较高增长，同比增速由-2.22%转正至9.83%，随着合同金额增长，海外工程将持续落地形成较高实物工作量，预计将对建筑央企2023年的具体收入和利润水平带来一定提振。

图表36: 八大央企海外收入(亿元)及同比增速(%)



图表37: 建筑央企海外新签合同金额(亿元)及增速(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

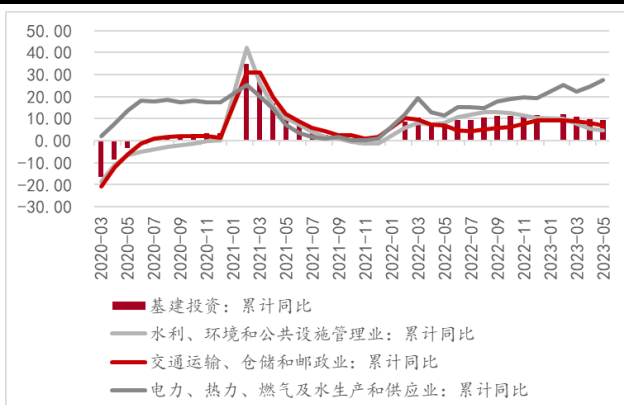
注：八大央企中剔除了只有2021、2022年海外收入数据的中国能建

资料来源：同花顺，万联证券研究所

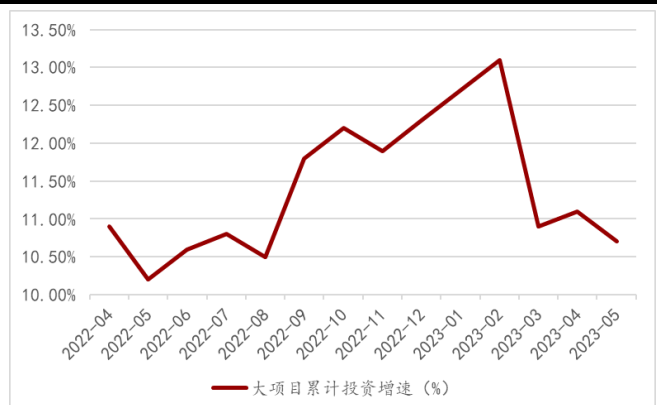
注：统计央企为中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国电建、中国交建和中国化学

基建投资及大项目投资增速高增，带动建筑类央国企业绩增长预期向好。今年1-5月，基建增速为9.53%，持续在高位运行。大项目投资增速为10.70%，拉动全部固定资产投资增长5.5个百分点。稳投资政策成效显著，近期基础设施建设实物工作量加快落地。展望下半年，基建投资作为稳增长的压舱石作用有望进一步发力，建筑类央国企将直接受益。

图表38: 基建投资及分项增速(%)



图表39: 大项目投资增速(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

据不完全统计，截至6月6日，已有26个省市公布了2023年重点项目投资计划，各地纷纷将重大项目投资作为抓手，发挥投资关键性作用，拉动经济。交通、能源、水利等网络型基础设施项目作为重点项目，在构建现代化基础设施支撑体系中的重要性提升，投资额较2022年显著增加。下半年项目开工建设有望继续提速，保持较高景气，建筑央企业务有望进一步增长。

图表40：各省市2023年重点项目投资计划

	重点项目数量(个)	总投资金额 (亿元)	年度计划投资金额 (亿元)
广东省	1530	85000	10000
上海市	191	17000	2150
北京市	217	5065	587
天津市	673	15300	2361
重庆市	1156	30000	4300
浙江省	534	34974	4387
江苏省	220	/	5670
安徽省	1580	/	6480
江西省	3558	45700	15600
河南省	2505	/	19000
湖北省	1154	45000	4600
湖南省	324	21343	4617
四川省	248	32500	3395
山东省	1400	10900	3446
山西省	620	25600	3406
陕西省	643	20356	4818
贵州省	4158	/	8004
广西壮族自治区	2528	46486	4262
宁夏回族自治区	101	4049	667
辽宁省	300	13600	2000
黑龙江省	565	/	3104
甘肃省	287	16512	2511
海南省	204	6116	1019
青海省	800	13000	/
内蒙古自治区	3168	32000	7739
西藏自治区	191	/	1430

资料来源：各省市人民政府官网，万联证券研究所

3.3 绿色发展助推清洁能源布局

绿色发展是以效率、和谐、持续为目标的经济增长和社会发展方式。《新时代的中国绿色发展》白皮书提及“绿色发展是顺应自然、促进人与自然和谐共生的发展，是用最少资源环境代价取得最大经济社会效益的发展，是高质量、可持续的发展”。绿色发展主要包含了形成绿色空间格局、调整优化产业结构、推行绿色生产方式、发展绿

色生活方式，形成绿色发展体制机制、推进对外绿色发展建设等内容。当前我国对绿色发展的重点领域、重点行业主要集中于能源、工业、交通运输、城乡建设、钢铁、有色金属、水泥等方面。

3.3.1 双碳“1+N”政策体系形成，助推绿色发展

当前我国碳达峰碳中和“1+N”政策体系已基本建立，以《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》构成我国双碳工作的顶层设计，其他重点领域、重点行业碳达峰实施方案以及科技、财政等支撑保障方案共同构建我国的碳达峰碳中和“1+N”政策体系。

减碳路径措施重点关注能源、工业、交通、建筑、碳汇、技术六个方面，从控制高排放、发展绿色低碳两个维度考虑减碳措施。能源替代、节能减排、再生资源、生态碳汇是实现碳达峰碳中和目标的重要路径。

图表41: 碳达峰碳中和“1+N”相关政策

政策	内容	日期
顶层设计文件		
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	明确实现碳达峰、碳中和目标，要坚持“全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险”的工作原则；提出了构建绿色低碳循环发展经济体系、提升能源利用效率、提高非化石能源消费比重、降低二氧化碳排放水平、提升生态系统碳汇能力等五方面主要目标，确保如期实现碳达峰、碳中和。	2021/10/24
《2030年前碳达峰行动方案》	将碳达峰贯穿于经济社会发展全过程和各方面，重点实施能源绿色低碳转型行动、节能降碳增效行动、工业领域碳达峰行动、城乡建设碳达峰行动、交通运输绿色低碳行动、循环经济助力降碳行动、绿色低碳科技创新行动、碳汇能力巩固提升行动、绿色低碳全民行动、各地区梯次有序碳达峰行动等“碳达峰十大行动”。	2021/10/26
碳达峰重点领域、重点行业实施方案及科技、财政等支撑保障方案（2023年）		
《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	产品设备广泛应用于生产生活各个领域，统筹节能降碳和回收利用，加快重点领域产品设备更新改造，对加快构建新发展格局、畅通国内大循环、扩大有效投资和消费、积极稳妥推进碳达峰碳中和具有重要意义。	2023/2/20
《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》	围绕加快节能标准更新升级、加强节能标准应用实施与监督检查、强化能效领先正向激励、夯实节能标准化工作基础等4个方面部署了12项重点任务。	2023/3/8
《国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	提出针对电力、煤炭、油气等行业数字化智能化转型发展需求，通过数字化智能化技术融合应用，急用先行、先易后难，分行业、分环节、分阶段补齐转型发展短板，为能源高质量发展提供有效支撑。到2030年，能源系统各环节数字化智能化创新应用体系初步构筑，数据要素潜能充分激活，一批制约能源数字化智能化发展的共性关键技术取得突破。	2023/3/28

《碳达峰碳中和标准体系建设指南》	围绕基础通用标准，以及碳减排、碳清除、碳市场等发展需求，基本建成碳达峰碳中和标准体系。到 2025 年，制修订不少于 1000 项国家标准和行业标准（包括外文版本）	2023/4/1
《新型电力系统发展蓝皮书》	全面阐述新型电力系统的发展理念、内涵特征，制定“三步走”发展路径，并提出构建新型电力系统的总体架构和重点任务。	2023/6/1

资料来源：国务院，发改委，国家能源局，标准委，万联证券研究所整理

估值方面，从绿色发展赛道下环保、公用事业和电力设备行业的市盈率与市净率估值来看，截至5月31日，环保行业估值处于低位。从市盈率看，环保/公用事业/电力设备行业当前所处2010年来历史分位数分别为13.23%/76.11%/0.04%，环保行业估值性价比比较为突出；电力设备行业市盈率历史分位数较2022年末下滑8.37pct。从市净率看，环保/公用事业/电力设备行业当前所处2010年来历史分位数分别为2.03%/57.66%/39.88%，环保与公用事业市净率历史分位数较2022年末分别提升1.26pct、20.23pct，电力设备的市净率历史分位数仍在回落，估值提升空间大。

图表42：环保、公用事业、电力设备行业估值情况

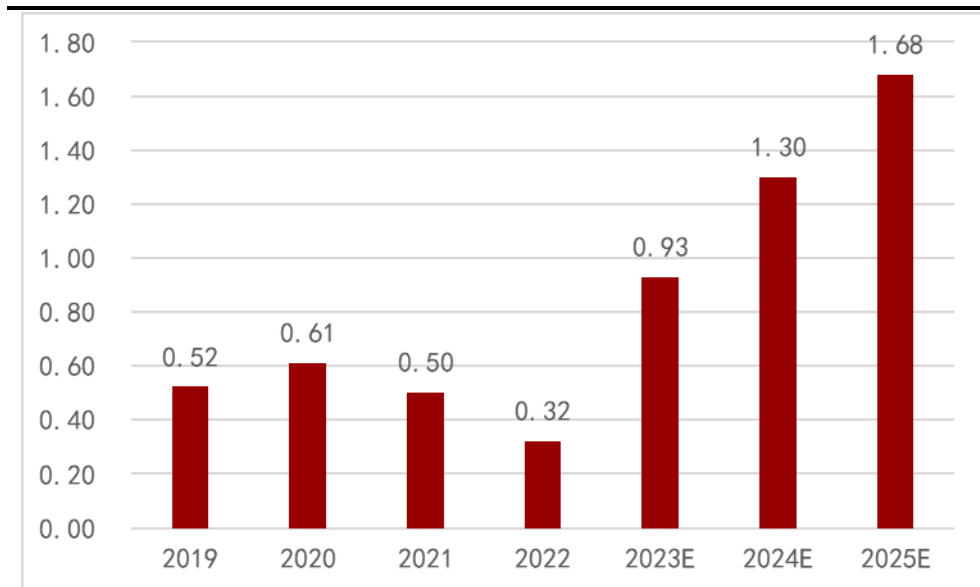
		环保	公用事业	电力设备
PE (TTM)	当前所处2010年来历史分位数 (%)	13.23	76.11	0.04
	2023/4/28	11.51	70.40	0.53
	2022/12/30	8.07	94.20	8.41
PB (MRQ)	当前所处2010年来历史分位数 (%)	2.03	57.66	39.88
	2023/4/28	1.04	43.66	42.72
	2022/12/30	0.77	37.43	62.02

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

从盈利实际表现看，环保行业2019-2022年实际EPS先涨后跌，但市场依然对未来环保行业的盈利能力有信心。从盈利预期看，市场预计环保行业2023-2025年盈利水平总体向好。截至5月31日，2023年环保行业平均预测EPS为0.93，较2022年实际EPS大幅提升188.65%，并且2024、2025年的预测EPS平均值逐年走高。市场对未来三年环保企业的盈利表现预期向好。

图表43：环保行业2023-2025年预测EPS平均值



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

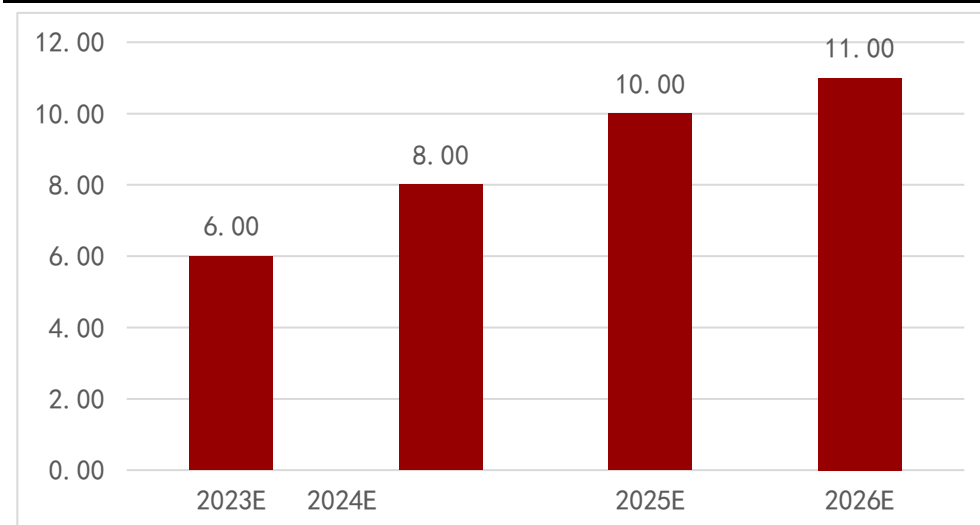
3.3.2 从能源安全、低碳发展两条主线绿色发展推进产业布局

保障能源安全、推进能源转型变革是建设能源强国的重要任务。其中涵盖稳定传统能源生产；保障资源进口供给安全；推进能源科技创新，大力开展能源科技创新合作；完善能源发展体制机制等方面内容，与储能、氢能、新能源、火电灵活性改造等中上游产业紧密联系。细分产业上可率先关注海上风电产业和储能产业。

海上风电规划装机量逐渐增加，瞄准新兴技术漂浮式基础

由于能源成本依赖于电力及输电技术，而全球用电负荷集中于沿海地区，因此全球海上风电产业具有较大发展潜力。海上风电也被列入我国可再生能源发展的重点领域。根据“十四五”规划，“十四五”期间，我国将规划建设山东半岛、长三角、闽南、粤东和北部湾等五大海上风电基地。根据GWEC发布的《2022全球海上风电报告》，我国在2021年海上风电新增装机量飙升至16.90GW，预计至2026年海上风电新增装机量仍将高位运行。

图表44：我国海上风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：GWEC，万联证券研究所

从各省“十四五”规划看，针对海上风电的规划愈发清晰，有关补贴政策也陆续出台。海上风电招标量有望呈现加速扩大趋势。

图表45: 各省公布“十四五”规划新增海上风电装机量

地区	政策文件	规划新增海上风电装机容量(万千瓦)	时间	描述
河北	《唐山市海上风电发展规划(2022-2035年)》	300	2022/10/11	预计到2025年，唐山市累计新开工建设海上风电项目2-3个，装机容量300万千瓦。
天津	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	90	2022/1/27	预计到2025年，加快推进远海90万千瓦海上风电项目前期工作。
山东	《山东省可再生能源发展“十四五”规划》	500	2022/2/8	预计到2025年，全省海上风电力争开工1000万千瓦、投运500万千瓦。
江苏	《江苏省“十四五”海上风电规划》	909	2022/9/13	预计到2025年，实现海上风电项目规模909万kW。
上海	《上海市能源发展“十四五”规划》	180	2022/4/16	预计到2025年，新增海上风电项目规模180万千瓦。
浙江	《浙江省能源发展“十四五”规划》	455	2022/5/7	预计到2025年，新增装机455万千瓦以上，力争达到500万千瓦。
福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	410	2022/6/1	预计到2025年，新增开发规模1030万千瓦。“十四五”期间增加并网装机410万千瓦。
广东	《广东省能源发展“十四五”规划》	1700	2022/4/13	预计到2025年，新增海上风电装机容量约1700万千瓦。
广西	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	300	2022/7/17	预计到2025年，力争核准开工海上风电装机规模不低于750万千瓦，其中并网装机规模不低于300万千瓦。
海南	《海南省海上风电场工程规划》	1230	2022/2/28	预计到2025年，新增海南省“十四五”海上风电规划场址11个，各场址容量50万千瓦-150万千瓦之间，总容量为1230万千瓦。

资料来源: 各省“十四五”规划, 万联证券研究所整理

储能行业溢价潜力高，发展空间广阔

由于新能源发电间歇性、波动性、随机性的特点明显，若高比例接入电网系统，会严

重影响电网的稳定性。因此储能技术将可再生能源发电相结合，有利于减少新能源发电功率波动，提高电力系统应对能力。

从估值看，储能设备行业当前PE和PB的历史分位数均处于近一年以来的低位，分别为8.70%和4.35%，相对于今年4月末分别下跌34.78pct和30.43pct。随着政策支持力度加大、技术进一步突破，行业景气度回升将带来较大溢价潜力。

图表46：储能行业估值情况

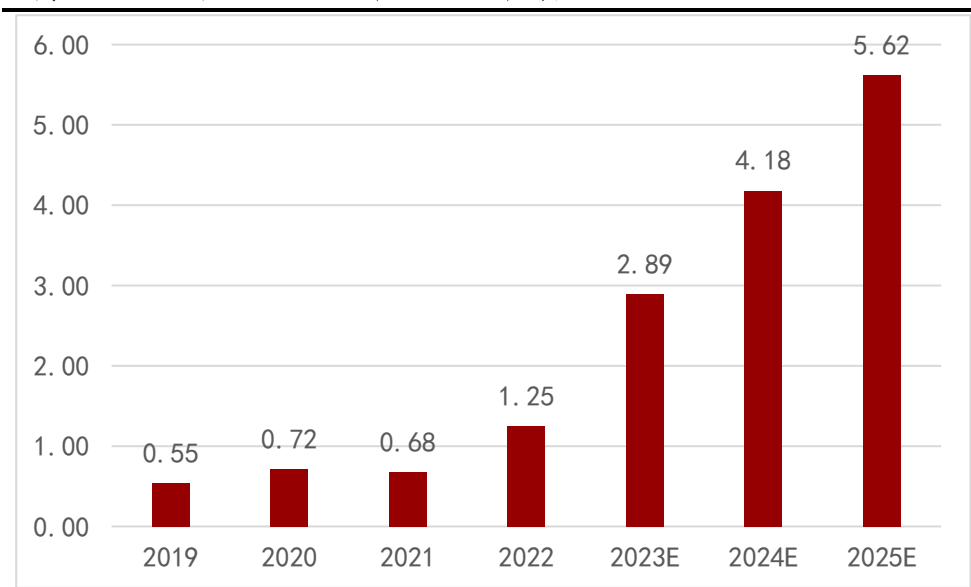
		储能设备
PE (TTM)	当前所处 2022 年 5 月来历史分位数 (%)	8.70
	2023/4/28	43.48
PB (MRQ)	当前所处 2022 年 5 月来历史分位数 (%)	4.35
	2023/4/28	34.78

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日，由于储能设备行业指数自2022年5月17日才有数据，所以储能行业的估值历史分位数以2022年5月17日为基期。

从实际趋势看，储能行业2019-2022年EPS处于上行通道。从盈利预期看，截至5月31日，储能行业2023/2024/2025年的预测EPS平均值分别为2.89元、4.18元和5.62元，2023年预测EPS相比2022年实际EPS提升131.40%。预计未来储能行业盈利势头向好。

图表47：储能行业2023-2025年预测EPS平均值

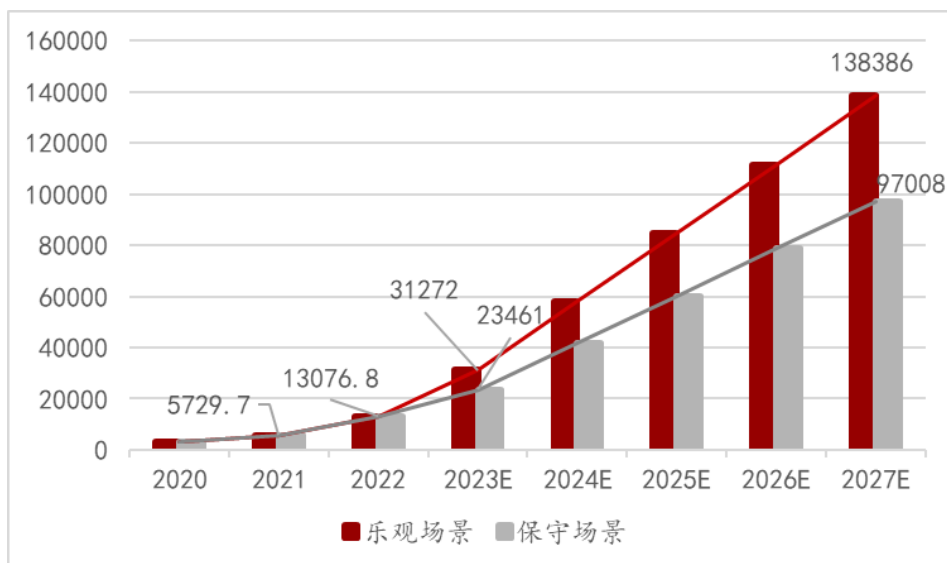


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年5月31日

储能市场发展空间广阔。根据中关村储能产业技术联盟(CNESA)对我国新型储能未来5年市场规模的预测，在政策、成本、技术等因素保守假设下，新型储能累计规模预期将达到97.01GW，2020-2027年复合年均增长率(CAGR)为49.3%。在各省储能规划目标顺利实现的理想场景下，2027年新型储能累计规模预期将达到138.39GW，2023-2027年复合年均增长率(CAGR)为60.3%。

图表48: 2023-2027年新型储能累计规模预测 (MW)



资料来源: CNESA, 万联证券研究所

4 风险提示

地缘政治风险; 国内经济恢复不及预期; 技术进步不及预期; 市场结构发生重大变化。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场