



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年06月26日

新中枢下的新均衡

——2023年A股中期投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001

联系人：任思雨 SAC执业证书号：S0010121060026

联系人：张运智 SAC执业证书号：S0010121070017



结论：底部蓄力，科技为王，复苏乍现

大势研判：底部蓄力

- 增长新中枢正在确认中，对应市场估值、企业盈利、交易主体等多方均需要在新中枢基础上逐步达成新均衡。

上有顶

下有底

- 若向上，多为阶段性超跌反弹，难言趋势性向上。
- ✓ ①新均衡达成前，经济弱复苏，盈利没有持续支撑；
- ✓ ②缺乏总量政策刺激，对转型过程中的风险担忧更甚；
- ✓ ③重建信心还需要时间、事件及数据逐步验证。

- 当前即较为明确的市场底部区域，难言继续探底。
- ✓ ①市场对经济环比快速走弱自5月至今反应较为充分；
- ✓ ②市场主要指数（创业板除外）估值分位数整体已经回落至1/3左右的历史分位，；
- ✓ ③内部政策虽然没有刺激，但有明确托底，外部增长风险、政治风险等年内看暂时缓释。

行业配置：科技为王，复苏乍现

- 主线围绕科技展开，年末关注增长的内生修复。
- 中特估围绕“改革”展开主题类机会。

科技领域

- 主要在“数字经济”和“集成电路”中展开，对应着泛TMT板块中优选。

“中特估”

- 伴随二十届三中全会改革，尤其是国企改革以及“一带一路”高峰论坛，再次演绎。

内生修复

- 年末伴随增长的内生修复，食品饮料、医药生物等有望回归。



目录

1 基本面：新中枢下的新均衡

2 风险偏好：内生修复，有托底

3 盈利与估值：弱改善，底部蓄力

4 配置：科技主导，复苏乍现



增长：环比快速下滑在二季度末结束，全年实现5%目标基本无忧

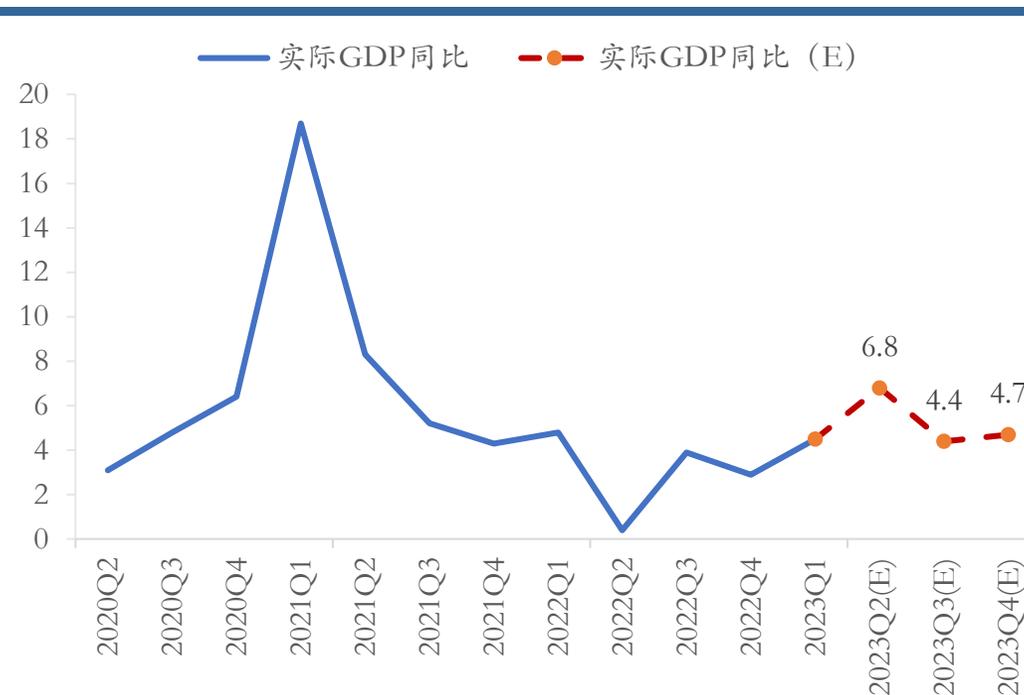
- 全年实现5%目标基本无忧。一季度经济实现良好开局，但经济修复斜率逐步回落，二季度环比压力增大、但基数影响下同比仍为高点。上半年环比快速下滑有望在二季度末结束，三季度经济增长环比开始企稳、四季度有望小幅回升。
- 考虑到基数后，预计Q2、Q3、Q4的GDP增速分别为6.8%、4.4%和4.7%，全年GDP增速约5.1%，相对于2021年的两年平均增速为4%。

上半年环比快速下滑在二季度末结束，全年实现5%基本无忧

	类别	2023全年 (E)	2023Q4 (E)	2023Q3 (E)	2023Q2 (E)	2023Q1
增长	GDP	5.1%	4.7%	4.4%	6.8%	4.5%
消费	社会零售	8.1%	7.6%	6.5%	12.9%	5.8%
投资	固定资产投资	3.1%	2.6%	0.5%	0.7%	5.1%
	制造业投资	5.4%	5.8%	4.8%	4.9%	7.0%
	基建（统计局）	2.9%	0.8%	1.4%	3.2%	8.8%
	房地产投资	-8.8%	-4.7%	-11.1%	-11.3%	-6.5%
外贸	出口	0.3%	1.6%	-0.5%	-0.4%	0.5%
通胀	CPI（季度平均）	0.9%	1.3%	0.6%	0.4%	1.3%
	PPI（季度平均）	-3.0%	-2.8%	-3.2%	-4.6%	-1.6%
流动性	社融	10.2%	10.2%	10.4%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融外，其余数据均为当季同比。

四季度经济增速向5%靠拢



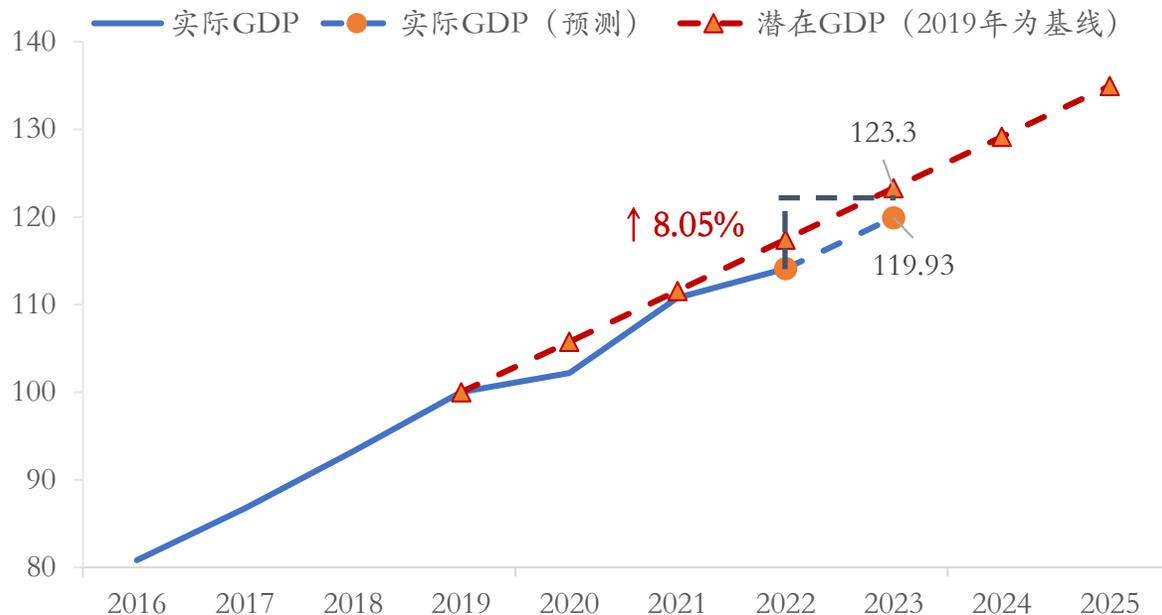
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



如何理解全年5.1%增长？——新增长中枢正在形成中

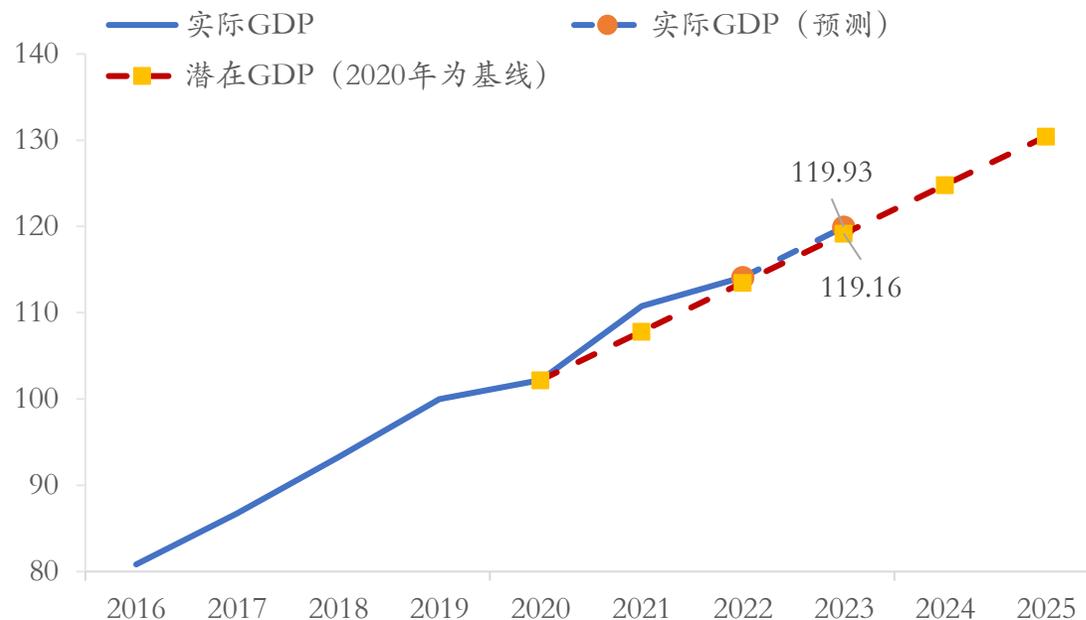
- ▶ 全年5.1%增长意味着尚未回到2019年以来的增长中枢。假定疫情前2019年为正常年份（当年GDP增速为6%）、记为基期（100），按照每年潜在增速较上年下降0.25个百分点来测算，2023年GDP增速需要达到8%才能重回2019年以来的增长中枢。但目前来看，2023年实现7%-8%的增速难度较大。
- ▶ 全年5.1%增长略高于2020年以来的新增长中枢。以2020年为基期，仍使用前述潜在增速（2019年开始每年潜在增速较上年下降0.25个百分点）进行测算，2023年GDP增速只需4.42%就能稳定在2020年以来增长中枢上。因此若2023年全年实现5.1%增速，则略高于2020年以来的新增长中枢。疫情短期冲击长期化，原先的增长中枢可能已经下移，新增长中枢正在形成中。

以2019年为基期推算，增长尚未回到增长中枢



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点（2019年=100）。注：1.按照每年GDP增速下降0.25个百分点作为潜在增速计算；2.2023年增速按前文预测5.1%测算。

以2020年为基期推算，增长略高于新增长中枢



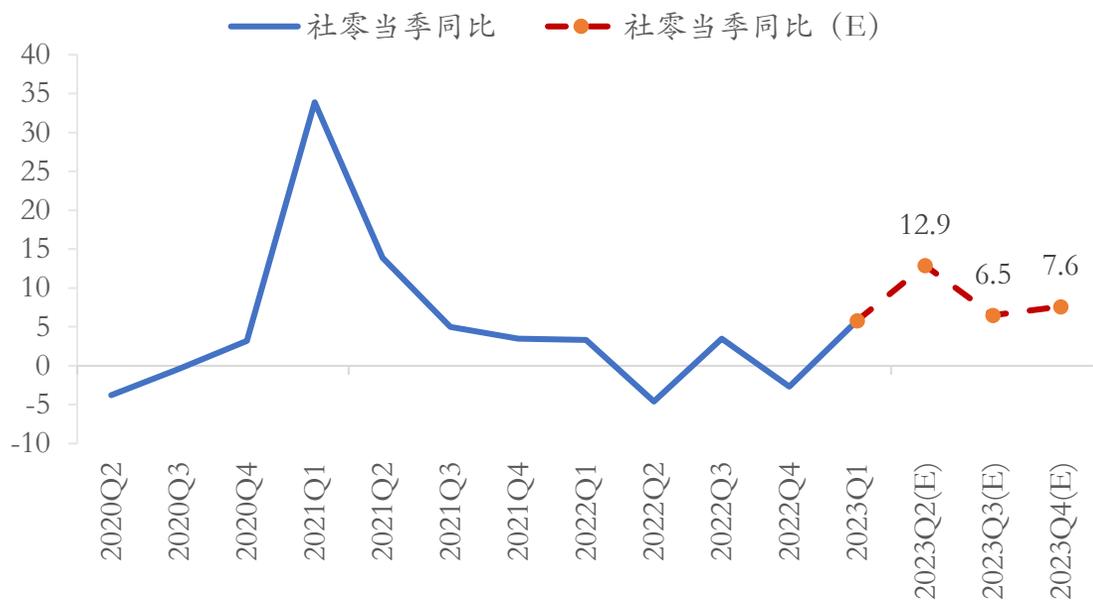
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点（2019年=100）。注：1.按照每年GDP增速下降0.25个百分点作为潜在增速计算；2.2023年增速按前文预测5.1%测算。



5.1%增速的两大支撑（1）：消费回升至8.1%左右

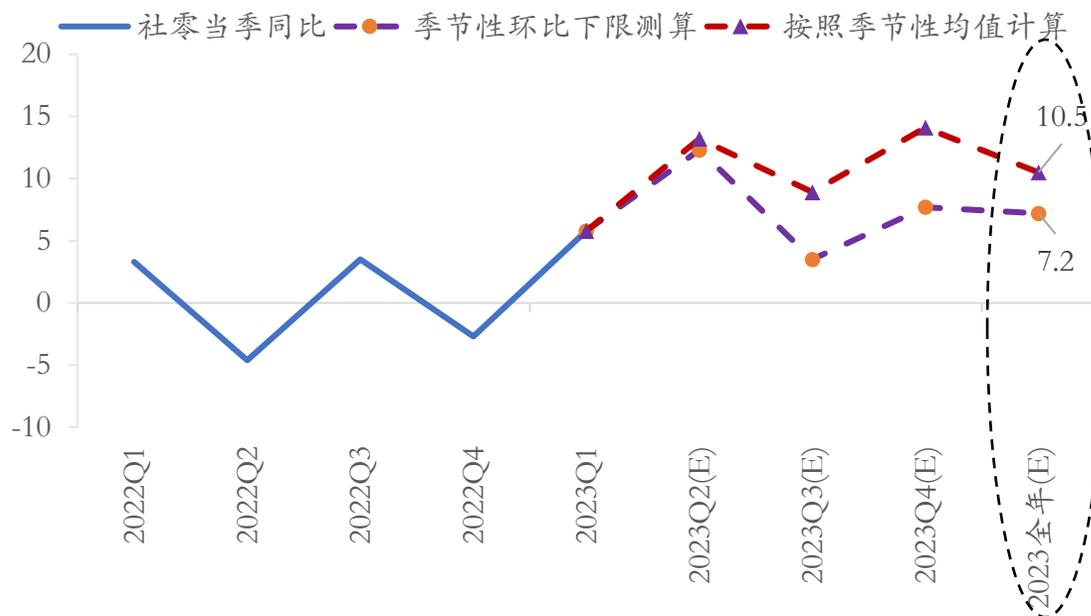
- ▶ **全年社零增速消费回升至8.1%左右。**以Q1社零为基数，按照社零季度环比中枢推算，以2016年以来季节性环比（剔除存在口径调整的2020年以及疫情冲击的2022年）的下限测算，社零全年增速能达到7.2%。按照季节性环比中枢进行推算，则全年社零增速有望达到10.5%。考虑到Q1季节性环比远超以往季节性，即使下半年社零偏向于季节性环比下限运行，社零增速也大概率不会低于7.5%。

全年消费增速有望达到8.1%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

按照社零环比中枢推算，消费增速大概率不会低于7.5%



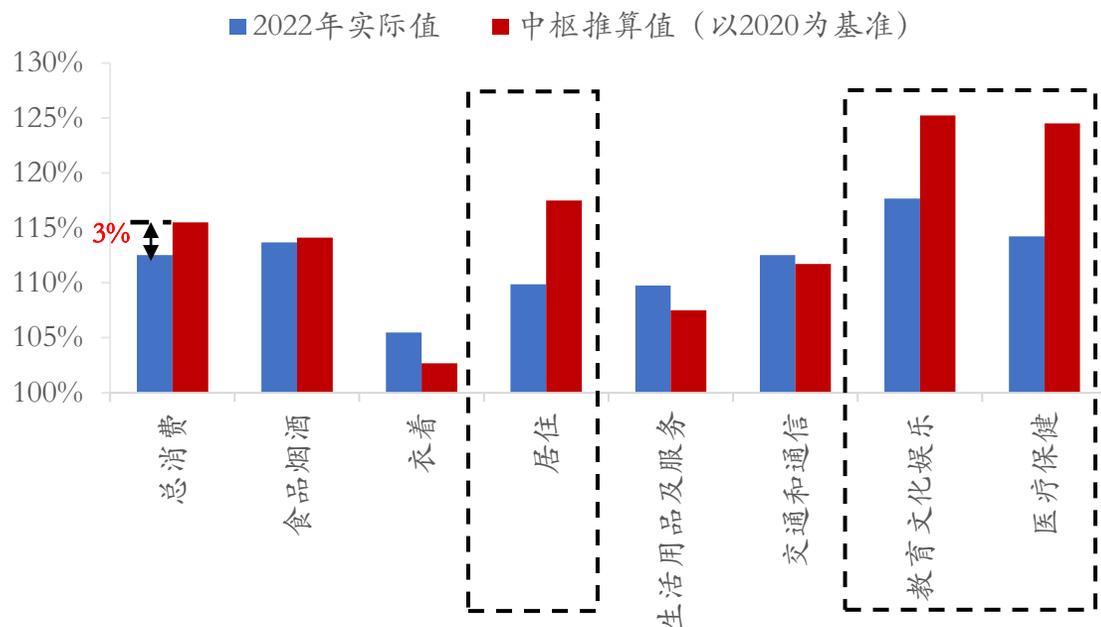
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：季节性环比上下限及均值使用的是2016年-2021年（剔除2020年）测算。

消费8.1%增速来自哪里 (1) : 与2020年中枢相比, 消费复苏仍有较大空间

➤ 与2020年中枢相比, 消费复苏仍有较大空间。

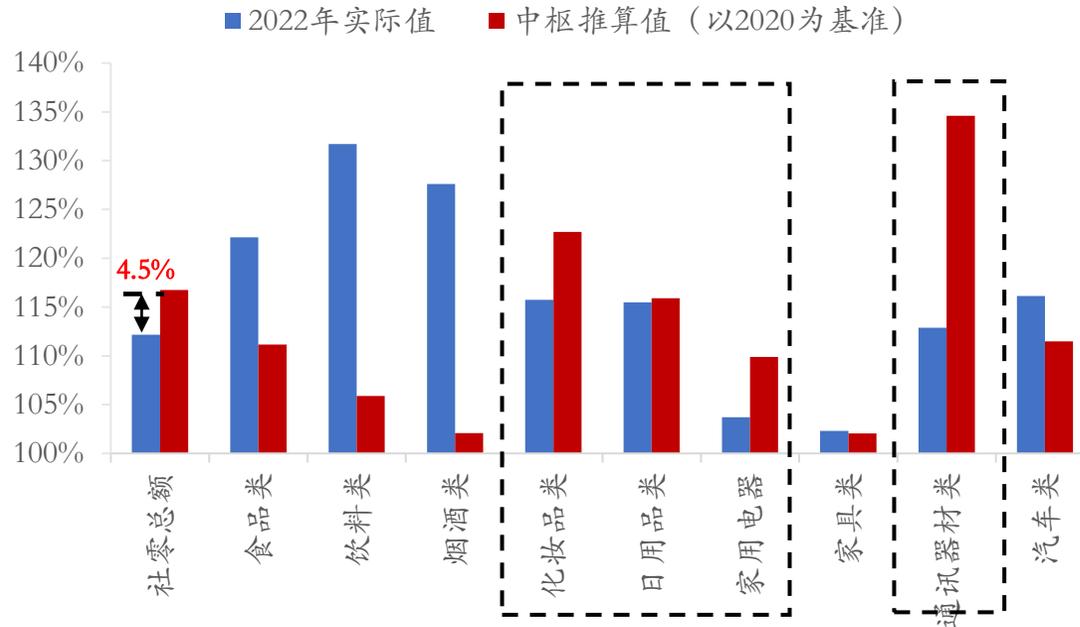
- ①以城镇居民人均消费支出进行测算, 以2020年基期 (=100%), 使用2019年人均消费支出及分项增速推算2022年中枢值, 人均消费支出较2020年中枢仍有3%的修复空间, 主要集中在居住、教育文化娱乐以及医疗保健等可选消费。
- ②以社零总额和分项零售额进行测算, 以2020年基期 (=100%), 使用2019年总额及分项增速推算2022年中枢值, 社零总额较2020年中枢仍有4.5%的修复空间, 主要集中在化妆品、家电、通讯器材等可选消费品上。

人均消费支出中, 居住、教育、医疗等复苏空间大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 基期2020年 (=100%), 人均消费支出及分项增速使用2019年增速推算中枢。

社零中可选消费品均有复苏空间



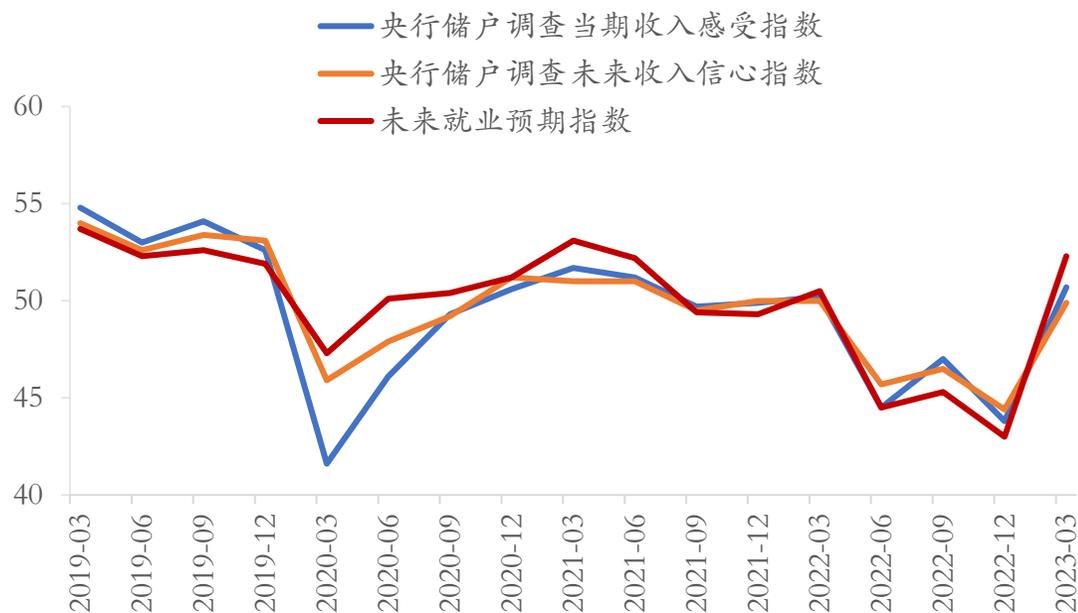
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 基期2020年 (=100%), 社零及分项增速使用2019年增速推算中枢。



消费8.1%增速来自哪里（2）：消费者信心逐步修复，储蓄转化仍有空间

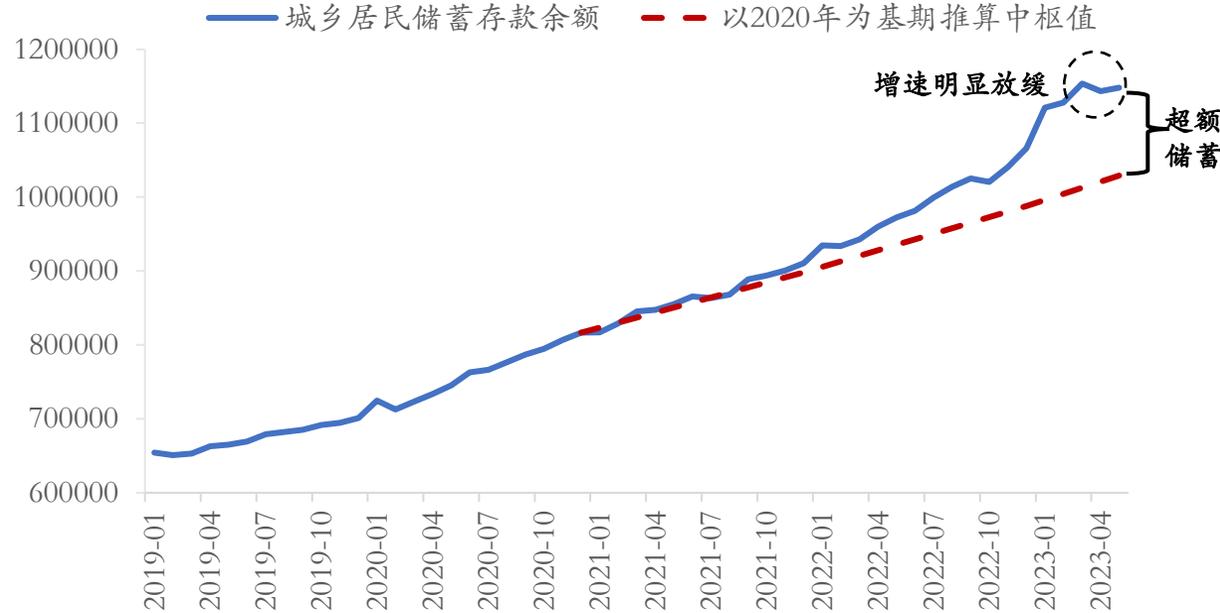
- ▶ 消费者信心逐步修复，储蓄转化仍有空间，支撑消费逐步恢复。
- ①根据央行储户调查，居民部门对当前收入和未来收入预期恢复至2021年水平，支撑消费向好。
- ②疫情以来，居民储蓄率明显高于疫情前水平，形成了较多的超额储蓄。随着居民对经济中长期信心逐步恢复，储蓄有望逐步释放、转化为消费。尤其是2023年3月以来，城乡居民储蓄存款余额增速明显放缓。

居民部门对当前收入和未来收入预期恢复至2021年水平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

居民部门超额储蓄仍有较多释放空间



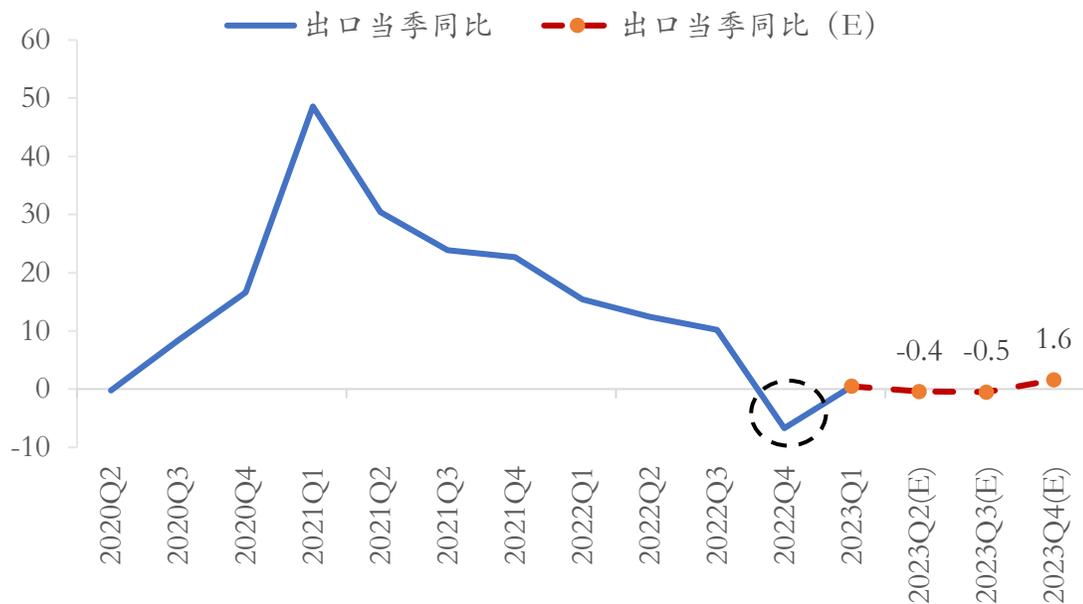
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2022年10月之后的居民储蓄余额按照其占金融机构存款余额之比推算。



5.1%增速的两大支撑（2）：出口全年零增长或小幅正增长

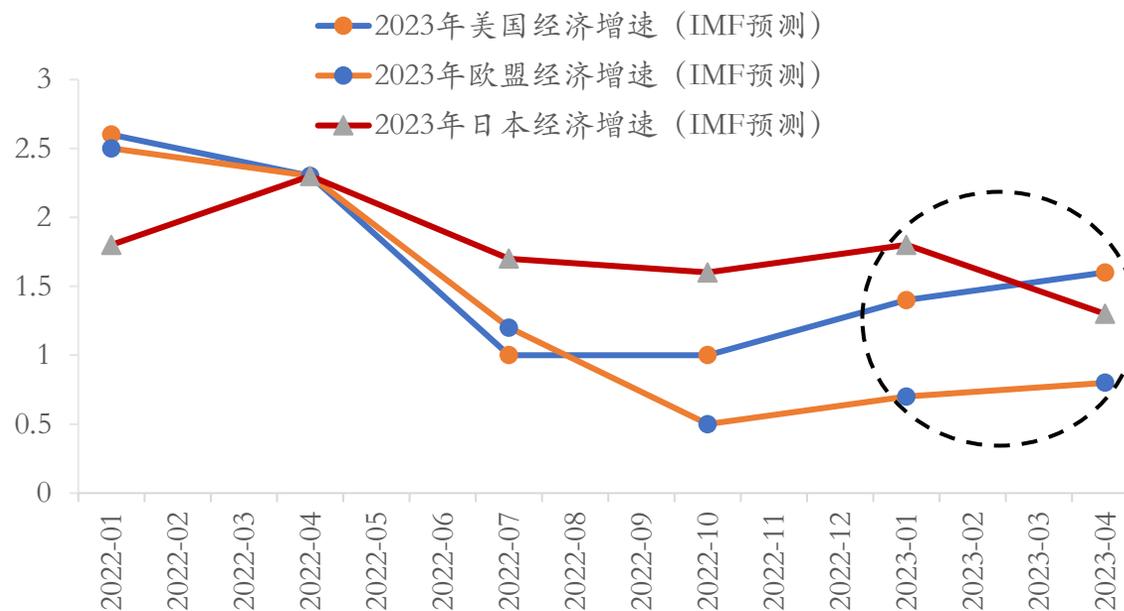
▶ 积压订单或已释放完毕，外需并未明显走弱依旧托底出口增速，出口全年零增长或小幅正增长。与去年疫情扰动出口相类似，年初因疫情积压订单利好已在3月、4月两个月全部释放完毕。去年同期基数较高，但从两年平均增速来看，5月增速为3.8%并不低，前期积压订单释放完毕后，1-5月累计出口依然维持0.3%正增速，亦显示外需并未明显走弱。近期世界银行再次上调全球主要经济体增速，外需展望向好。此外，除6-7月之外去年同期基数并不高，去年末月出口规模回落至3000亿美元以下，全年实现零增长难度不大。

预计Q4出口同比增速受益于低基数有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

IMF连续两次上调2023年美国、欧盟增速预测



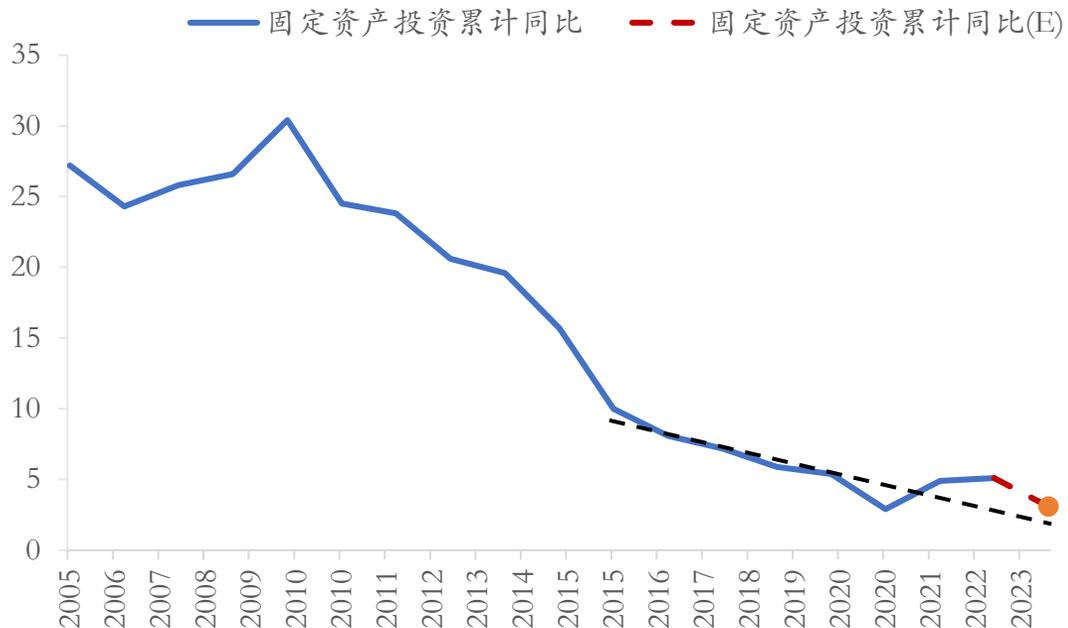
资料来源：IMF《全球经济展望》，华安证券研究所。单位：%。注：坐标轴上时间为IMF发布预测的时间（非实际经济增速对应时点）。



投资端走弱，但消费复苏能够对冲其下行影响

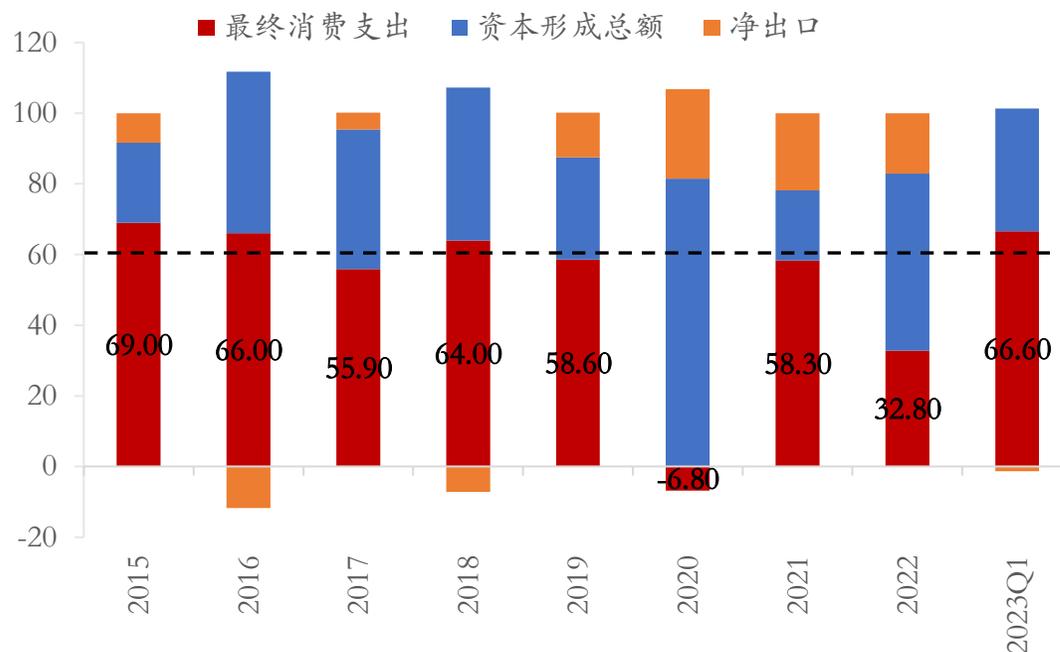
- ▶ **投资端走弱，全年在3.1%左右。**①基建端仍是稳定年内经济增长的重要手段，但去年下半年高基数下，基建投资绝对量可能略高于去年，但对于增长拉动作用减弱。②库存高企、产能利用率处于低位，但出口景气有所改善，预计制造业投资增速缓慢回落。③如调控政策有所放松，叠加去年Q4基数较低，房地产投资降幅年底有望收窄。
- ▶ **消费复苏能够对冲其下行影响。**2020年与2022年，投资（资本形成）作为经济增长主要贡献的情况是防疫趋严下的特例，投资端显著发力稳增长的模式可持续性不强。因此，2023年3%左右的固定资产投资增速是向疫情前趋势回归，也是经济增长驱动因素继续向以最终消费为主要拉动因素回归。

固定资产投资增速向疫情前趋势回归



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2023年预测值见前述PPT。

消费回归经济增长主要拉动因素



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

宏观流动性：年内信贷增速放缓，降准概率加大

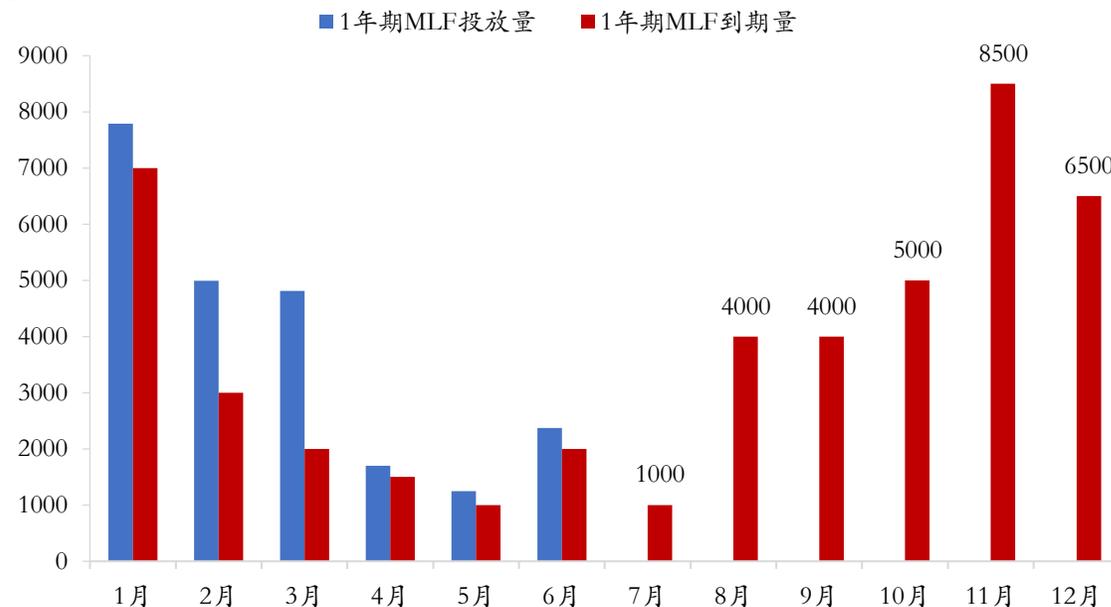
- “信贷总量适度”要求下新增贷款节奏放缓。一季度信贷“开门红”特征明显，而随后央行在一季度货政报告中明确要求下一阶段“信贷总量适度”，5月社融数据显示信贷供给明显低于去年同期。预计信贷三季度或有所回升，但货币需求减缓下总体年内新增信贷节奏放缓。
- 降准概率增大，预计四季度前落地：下半年MLF到期规模较大，降准置换概率增大。2023年上半年MLF到期总量为1.65亿元，但下半年整体到期规模2.9亿元，降准置换MLF概率加大。

社融窄幅震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

下半年MLF到期压力增加

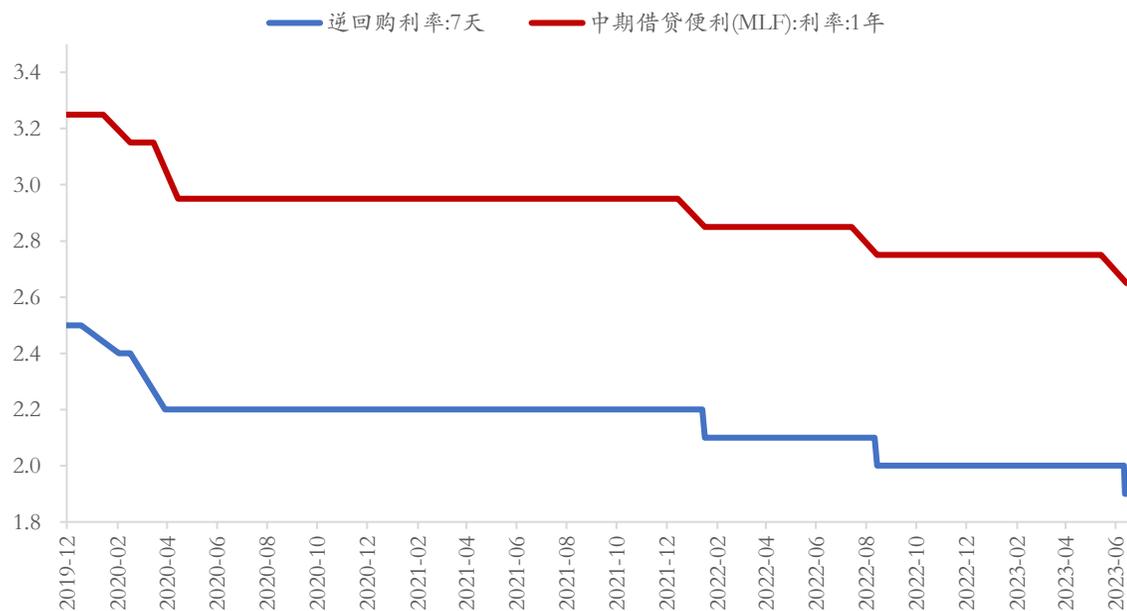


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

宏观流动性：利率震荡为主，存在结构性利率压降空间

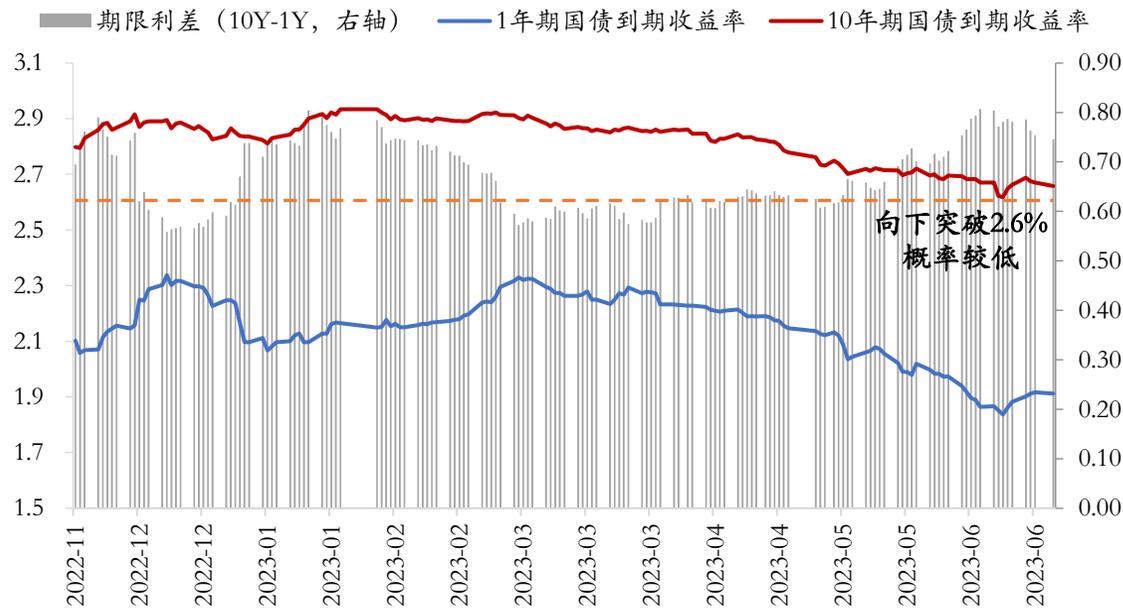
- ▶ 长端利率持续震荡，年末预计有所回升：①四季度经济增速小幅回升，对长端利率支撑增强。四季度GDP当季同比小幅回升，经济修复大方向不变，下半年基本面对长端利率的支撑将逐步增强；②下半年降准存在可能性，如降息大概率会采取结构性压降为主，政策对长端利率向下的推动力减弱。
- ▶ 存在结构性利率压降空间。在今年3月超预期降准、6月降息后，“宽货币”已就位，后续更需政策推动“宽信用”。目前来看，降息可能性仍存，结构性利率压降概率较大，以托底地产。①通过非对称下调5年期LPR，带动房贷利率整体下调；②当前首套房贷利率加点下限已建立动态调整机制，二套房贷加点下限在政策端仍有调整空间。

逆回购利率与MLF利率调整同频



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

10年期国债利率预计下半年以震荡为主，年末有望回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 基本面：新中枢下的新均衡

2 风险偏好：内生修复，有托底

3 盈利与估值：弱改善，底部蓄力

4 配置：科技主导，复苏乍现

政策：无刺激，有托底，重点产业引领内生修复

政策基本逻辑

- 休养生息，内生修复。
- 无刺激，有托底。
- 底线思维清晰：地方政府债务强约束与房住不炒

财政政策

- ✓ 政策性开发性金融工具
- ✓ 长期建设债券

货币政策

- ✓ 降准
- ✓ 结构性降息

消费

- 中央层面消费券❌，鼓励有条件的地区做
- 恢复和扩大消费的若干举措
- 大宗品消费：汽车、家电、电子产品等下乡

投资

- 基建：政策性开发性金融工具
- 制造业：结构性再贷款
- 房地产：一线外的热点城市继续因城施策，优化二套房认定标准等

产业

- 新能源（汽车、光伏、储能等）
- 集成电路与工业母机
- 数字经济

改革

- 二十届三中全会新一轮全面深化改革



地产调控政策还有哪些空间？（1）——首付比例

➤ **首付比例：**首套房基本无空间，二套房地方规定距离央行的政策下限仍有空间，同时对当地二套房贷相关的认定标准尚存优化空间。22个热点城市中部分城市将二套房首付比例予以下调，但下调后还有部分城市距离央行规定的政策下限仍有调整空间。二套房贷认定规则尤其是“认房又认贷”、一线城市“非普线”亦有调整空间。

四个一线城市中，北京、上海非普线仍有调整空间

	房屋类型	建筑面积	成交价格	成交总价
国标	住宅小区建筑容积率在1.0（含）以上	单套建筑面积在120平方米（含）以下	实际成交价格低于同级别土地上住房平均交易价格的1.2倍（含）	各地根据自身实际情况确定。
北京	同国家标准	建筑面积140平方米以下	同国家标准	五环内：单价低于39600元/平方米或总价低于468万元；五至六环之间：单价低于31680元/平方米或总价低于374.4万元；六环以外：单价低于23760元/平方米或总价低于280.8万元。
上海	五层以上(含五层)的多高层住房；不足五层的老式、新式里弄、旧式里弄等	建筑面积140平方米以下	1.44倍	内环以内：总价低于450万元(含)；内外环之间：总价低于310万元（含）；外环以外总价低于230万元（含）。
广州	同国家标准	建筑面积144平方米以下或单套住房套内建筑面积120平方米（含）以下	同国家标准	无
深圳	同国家标准	同国家标准	同国家标准	总价低于750万元。

资料来源：Wind，各地住建局，华安证券研究所。单位：%。

2022年以来22个热点城市中有部分城市下调了二套房首付比例

城市	首套	二套	2022年以来政策变更
北京	35% 40%（非普）	60% 80%（非普）	
上海	35%	50% 70%（非普）	
广州	30% (无房但有贷款记录40%、非普70%)	50% 70%（贷款未结清或非普）	
深圳	30% (无房但有贷款记录50%、非普60%)	70% 80%（非普）	
南京（主城区）	30%	40% 30%（贷款已结清）	2022年8月12日起，首套房（无房但有贷款记录）首付比例从 50%下调为30% ；二套房（房贷未结清）首付比例从 80%下调为60% 。2022年12月二套房（房贷未结清）首付比例从 60%下调为40% 。
苏州	30%	40% 30%（贷款已结清）	2022年8月12日，苏州下调二套房首付比例，贷款结清再购房，首付比例从之前的 50%降低至30% ；贷款未结清的，首付比例也从此前的 80%降低至60% 。
杭州	30% 40%（房龄超过20年）	40%	银行确认自2022年11月11日起，杭州调整住房贷款政策，二套房首付比例从 60%下调为40% 。
厦门	30% 50%（有住房贷款未结清）	50% 40%（贷款已结清）	2022年8月24日起，厦门购买二套房已结清住房贷款首付比例从 50%下调为40% ，未结清住房贷款首付比例从 70%下调为50% 。
福州	30%	50% 40%（户籍人员、贷款已结清）	2022年8月17日，福州房贷首付比例下调，在五城区有一套房产且贷款已结清，首付比例由 50%调整为40% ；非五城区户籍购买五城区首套房且无未结清贷款，首付比例由 40%下调为30% 。
重庆	30%	40%	
成都	30%	60%（11个住宅限购区域） 40%（非限购区域）	
武汉（限购区）	30%	40%	2022年9月28日起，家庭购买第二套商品住房的首付比例由 原先50%或70%以上，最低降至40% 。
郑州（限购区）	30%	40%	2022年6月15日起，二套房首付比例从 60%下调为40% 。
青岛（限购区）	30%	40%	2023年6月限购区域首付比例不变，首套最低30%、二套最低40%。非限购区域首付比例首套由 30%下调为20% 、二套最低由 60%下调至30%
济南（限购区）	30%	40%	
合肥（限购区）	30% 40%（无房但有贷款记录）	50% 40%（贷款已结清）	
长沙	30%	40%	2023年1月二套房比例由原来的 60%下调至40% 。
沈阳	30%	40%	2022年5月10日起，居民家庭购买第二套住房贷款最低首付比例由 50%调整为40% 。
宁波	30%	60%	
长春	20%	30%	2022年7月8日，吉林长春市出台12条稳楼市措施，其中提出，首套房贷款首付比例降至 20% ，二套房首付比例 降至30% 。
天津	30%	40%	2022年9月16日，天津市出台楼市新政，明确首套房首付最低30%，二套房首付最低从此前的 60%下调为40% 。
无锡	30%	40% 30%（贷款已结清）	2022年8月12日起，无锡银行已开始执行新的商品住房贷款政策，名下有一套住房但未结清贷款的购房者，二套房最低首付从 60%下调为50% ；名下有一套住房且贷款已结清的购房者，二套房首付最低从 40%下调为30% 。2022年12月二套房（房贷未结清）首付比例从 50%下调为40% 。

资料来源：Wind、各地本地宝、链家等，华安证券研究所整理。注：更新于2023年5月底。

地产调控政策还有哪些空间？（2）——房贷利率、限购与交易税费

22个热点城市LPR加点下限仍有一定调整空间

- **房贷利率：**央行层面在5年期LPR、二套房贷LPR加点下限仍有调整空间，地方层面除一线城市外房贷利率加点下限均已接近央行政策规定下限，需中央层面调整后跟进调整。
- 从22个热点城市来看，已经有多个城市根据动态调整机制下调首套住房贷款利率LPR加点下限，其他城市需先满足动态调整机制的触发条件。二套房利率下限自2019年8月以来长期保持LPR+60BP不变，绝大多数城市均执行此标准。因此，房贷利率政策空间只能由央行打开：一是央行推动LPR下调，进而带动首套、二套房贷利率下降；二是由央行下调二套房贷款利率LPR加点下限。
- **限购：**热点城市均存在优化调整的空间。目前未在公开渠道发现中央层面对于地方是否实施限购制定严格标准，且限购举措几乎都以地方政府、地方住建部门名义出台，因此我们倾向于认为地方政府有权自主决定是否实施限购以及实施何种类型的限购。
- 从22个热点城市看，自2022年以来，已有多个热点城市优化调整了限购政策，后续22个热点城市均有放松空间。原则上一线城市可优化的空间较大，但事实上在其他热点城市放松空间尚存以及“房住不炒”的背景下，一线城市很难率先优化调整。
- **交易税费：**预计中央层面不会进行调整，地方层面可出台契税补贴，或指导中介费率下降等。

城市	首套	二套
北京	+55BP	+105BP
上海	+35BP	+105BP
广州	-20BP	+60BP
深圳	+30BP	+60BP
南京	-20BP	+60BP
苏州	-20BP	+60BP
杭州	-20BP	+60BP
厦门	-50BP	+80BP
福州	-50BP	+60BP
重庆	-20BP	+60BP
成都	-20BP	+60BP
武汉	-40BP	+60BP
郑州	-50BP	+60BP
青岛	-20BP	+60BP
济南	-20BP	+60BP
合肥	-30BP	+60BP
长沙	-20BP	+60BP
沈阳	-50BP	+60BP
宁波	-20BP	+60BP
长春	-50BP	+60BP
天津	-40BP	+60BP
无锡	-50BP	+60BP

资料来源：Wind，各地本地宝，华安证券研究所。单位：%。注：数据更新于2023年6月6日。



下半年国内外重要事件一览（11月之前）

预计召开时间

会议

关注重点

7月底

1 中央政治局会议讨论
半年度经济形势

下半年政策基调以及政策举措。

2 第三届“一带一路”
高峰论坛

“一带一路”国家参会情况、新增订单情况

3 二十届三中全会

经济社会制度重大改革，如新一轮国有企业改革等

4 APEC峰会

各国领导人参会情况以及对地缘政治风险的潜在影响

5 美国大选启动

大选走势以及大选中美国两党对华政策表态

6 全国金融工作会议

金融监管、金融改革、金融风险处置的政策基调

10-11月

暂不确定



改革：二十届三中全会新一轮全面深化改革

改革关键词

科技创新

财税改革

国企改革

教育改革

二十届三中全会
(预计2023年11月)

重点/关注点

- 二十大报告强调，必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力。重点关注**新型举国体制**。
- 二十大报告强调，优化税制结构。重点关注**完善直接税制度并逐步提高比重**，即所得税和财产税（如房地产税）制度调整优化。
- 二十大报告强调，要深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整。重点关注**新一轮国有企业改革深化提升行动**。
- 二十大报告强调，实施科教兴国战略，强化现代化建设人才支撑。重点关注**构建服务全民终身学习的教育体系**。

重大改革历程

十八届三中全会

积极发展混合所有制

国有企业完善现代企业制度

加快政府职能转变

深化财税体制改革

时间	会议	重要文件
2018-2-28	十九届三中全会	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》
2013-11-12	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》
2008-10-12	十七届三中全会	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》
2003-10-14	十六届三中全会	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》
1998-10-14	十五届三中全会	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》
1993-11-14	十四届三中全会	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》



海外：美国经济有望软着陆，预计美联储下半年再加息25BP

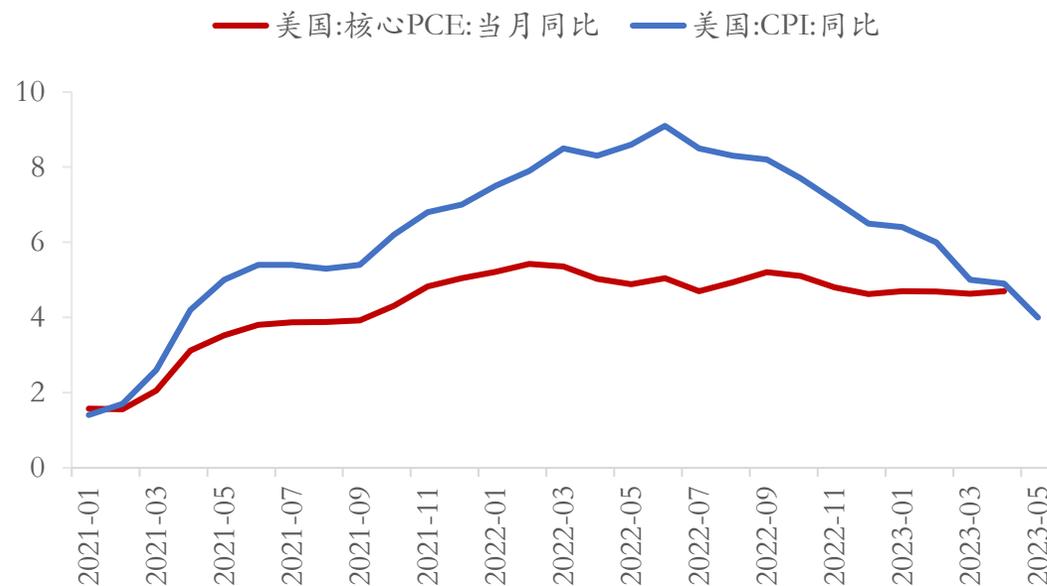
▶ 美国经济有望软着陆，预计美联储下半年再加息25BP。6月FOMC会议表示“暂停”加息，但美联储同时上调了2023年美国GDP增速预测（0.4%上调至1%）以及核心PCE通胀预测（3.6%上调至3.9%），同时18位参会者中有12位支持年内将利率上调至5.5%-5.75%区间。考虑到当前美国核心通胀指标仍有粘性，同时美联储内部对于后续加息仍有分歧，预计美联储下半年的政策路径为：7月份再加息25BP，之后维持不变。

CME观测器显示市场预期美联储下半年加息25BP

	4.5-4.75	4.75-5.0	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75
2023/7/27			28.10%	71.90%	
2023/9/21			23.60%	64.90%	11.50%
2023/11/2		1.00%	25.40%	62.60%	11.00%
2023/12/14	0.20%	6.40%	33.70%	51.10%	8.60%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：数据更新时间2023年6月15日。

美国CPI明显回落，但核心PCE仍有粘性

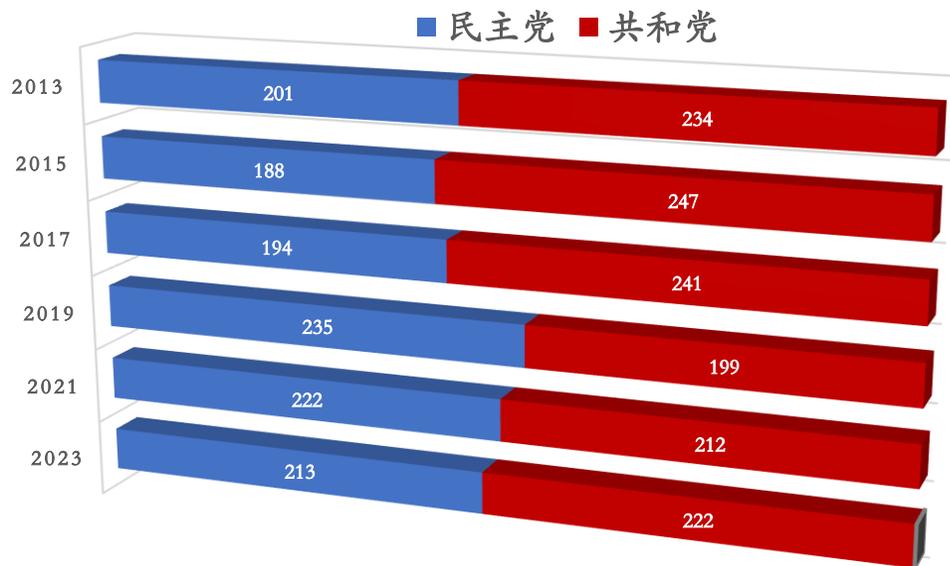


资料来源：IMF《全球经济展望》，华安证券研究所。单位：%。

海外：年内选举影响不大，关注美国两党对华政策的表态

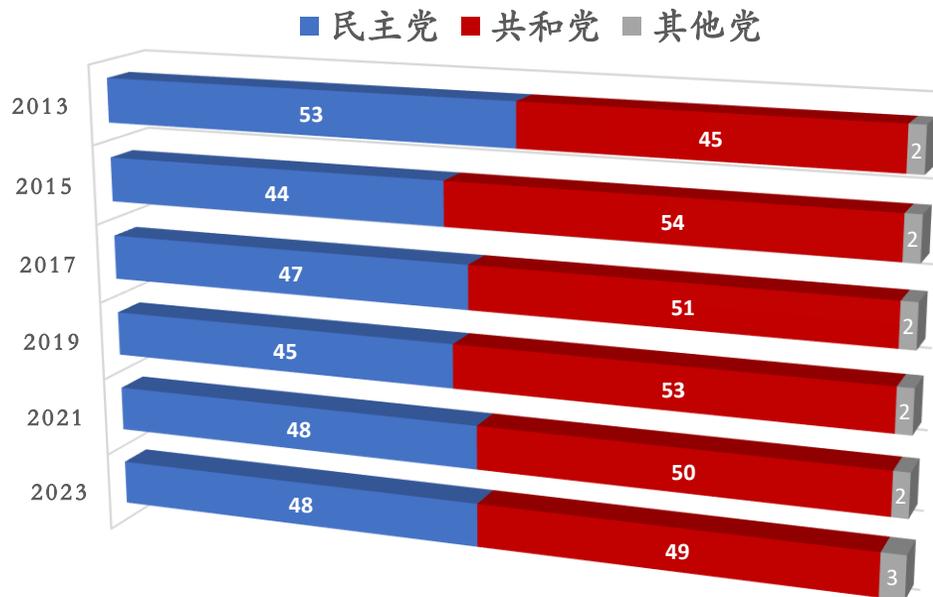
- ▶ **美国大选2023年内影响有限。**2023年美国的选举主要包括一些州级和地方级的选举，其中包括三个州的州长选举（肯塔基州、路易斯安那州和密西西比州），以及三个州的检察长、州务卿、财政司和农业委员选举，直接影响有限。11月有至少二场填补空缺的国会众议院的特别选举，民主党议员大卫·西西林（David Cicilline）和共和党议员克里斯·斯图尔特（Chris Stewart）。不过被替换议员的选区都为各自党派的安全选区，因此对国会席位分布情况影响不大。
- ▶ **关注美国两党对华政策的表态。**尽管上述选举年内影响不大，但美国两党竞选过程中涉及对华政策表态需要关注，民众参与投票过程会反映出民众对当前政策态度也需关注。

2013年至2023年美国众议院的党派席位分布情况



资料来源：<https://history.house.gov>，华安证券研究所整理。

2013年至2023年美国参议院的党派席位分布情况



资料来源：<https://www.senate.gov>，华安证券研究所整理。



目录

1 基本面：新中枢下的新均衡

2 风险偏好：内生修复，有托底

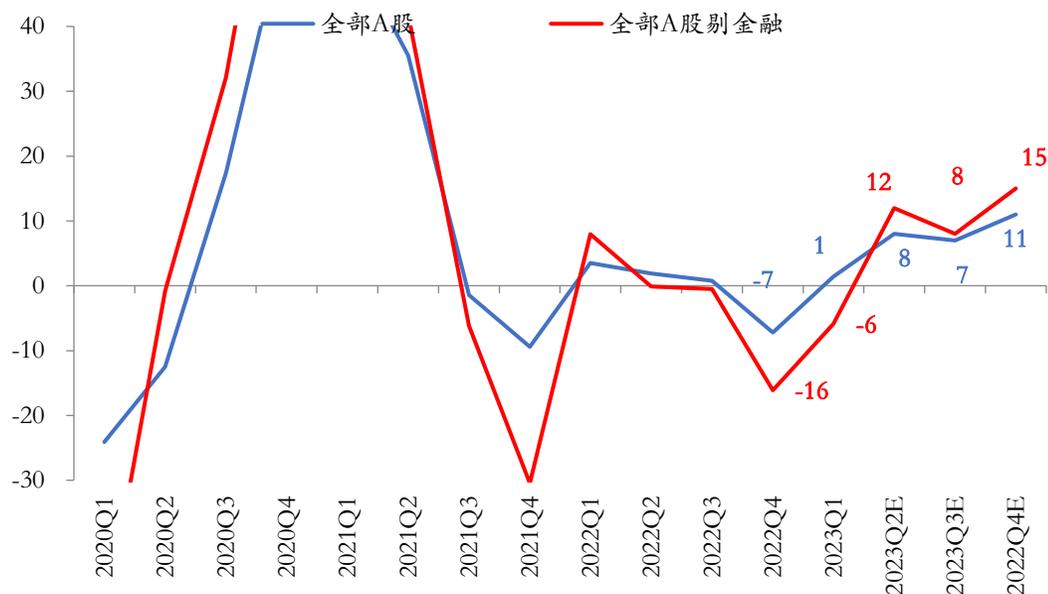
3 盈利与估值：弱改善，底部蓄力

4 配置：科技主导，复苏乍现

盈利预测：2023年下半年盈利增速有望较上半年小幅改善

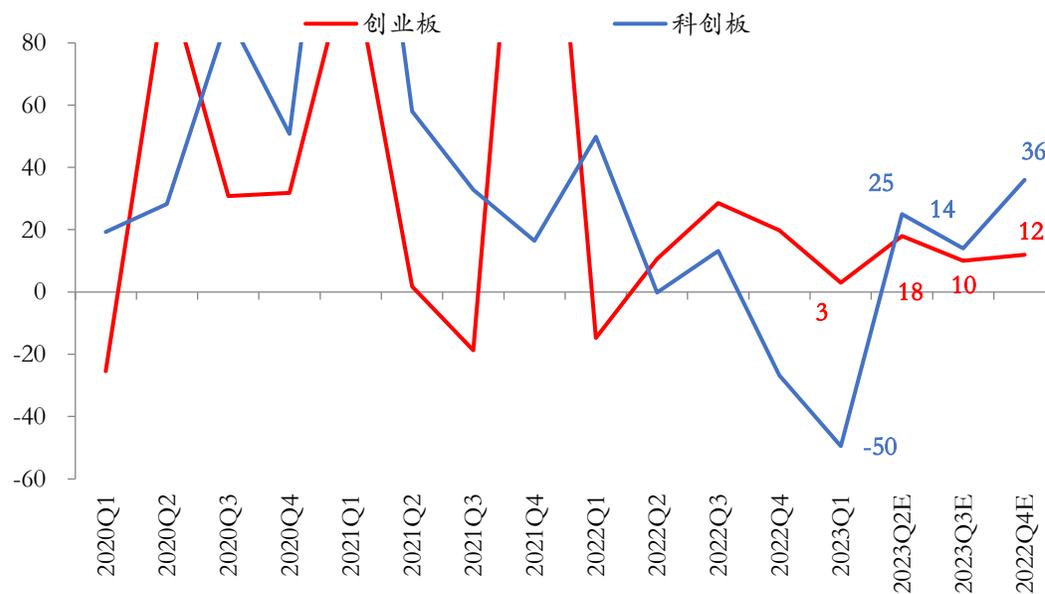
- 预计2023年下半年各上市板盈利增速将整体逐季小幅改善，下半年将好于上半年。根据我们对四个季度经济增速4.5%、6.8%、4.4%、4.7%的假设，测算：
 - 全A和全A剔金融的盈利增速水平在下半年有望迎来整体小幅改善。2023年盈利增速预计分别为6.3%和6.0%。
 - 创业板和科创板下半年季度内盈利增速也有望维持在较高增速水平。2023年盈利增速预计分别为11.4%和6.0%。

预计全A和全A剔金融2023年盈利增速将逐季小幅改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%。

创业板和科创板盈利增速下半年预计将维持较高增长

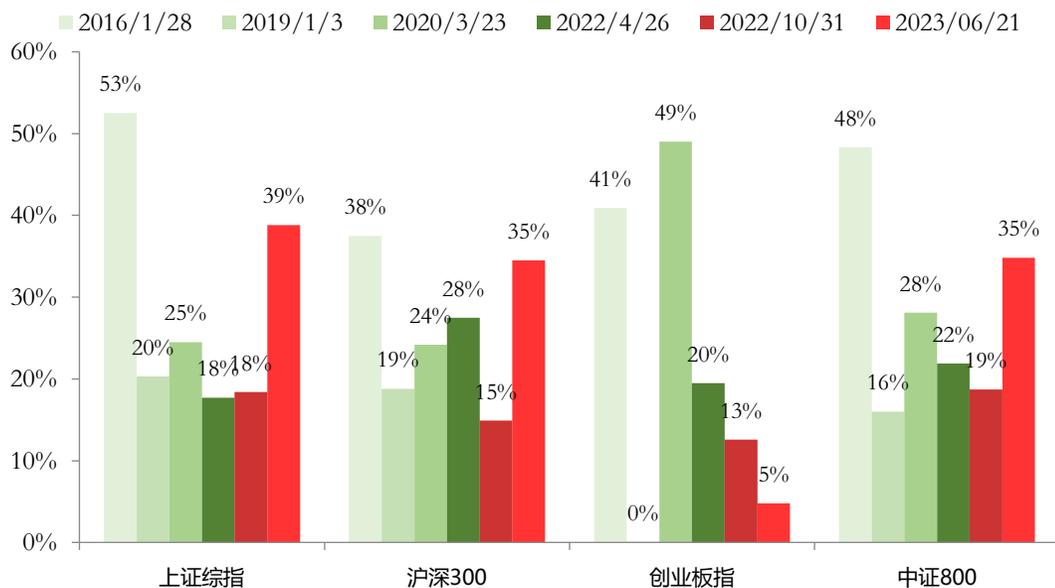


资料来源：Wind，华安证券研究所。归母净利单季度同比增速：%。

估值：主要指数估值分位已偏低，创业板及各风格分位媲美数次底部

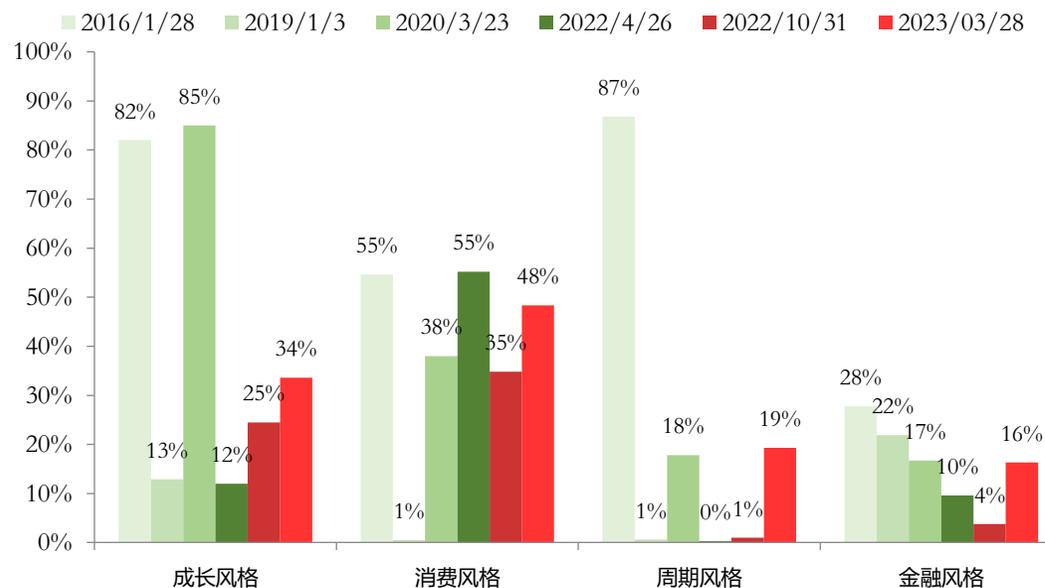
- ▶ 截至2023/06/21日，市场主要指数（创业板除外）估值分位数整体已经回落至1/3左右的历史分位，而创业板估值分位数已经低于过去数次底部。
- ▶ 各风格指数的估值分位数较2022年10月底普遍回升，但截至到当前，回升幅度相对有限均在10%左右。从其本身的估值分位数绝对值水平来看，都处于中枢偏低或者显著偏低的位置。从其本身的估值分位数相对水平来看，已经距离过去数次的市场底部相差无几。

主要指数估值较2022/10/31底有一定修复，但仍属偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。

各风格估值分位整体媲美过去数次底部水平

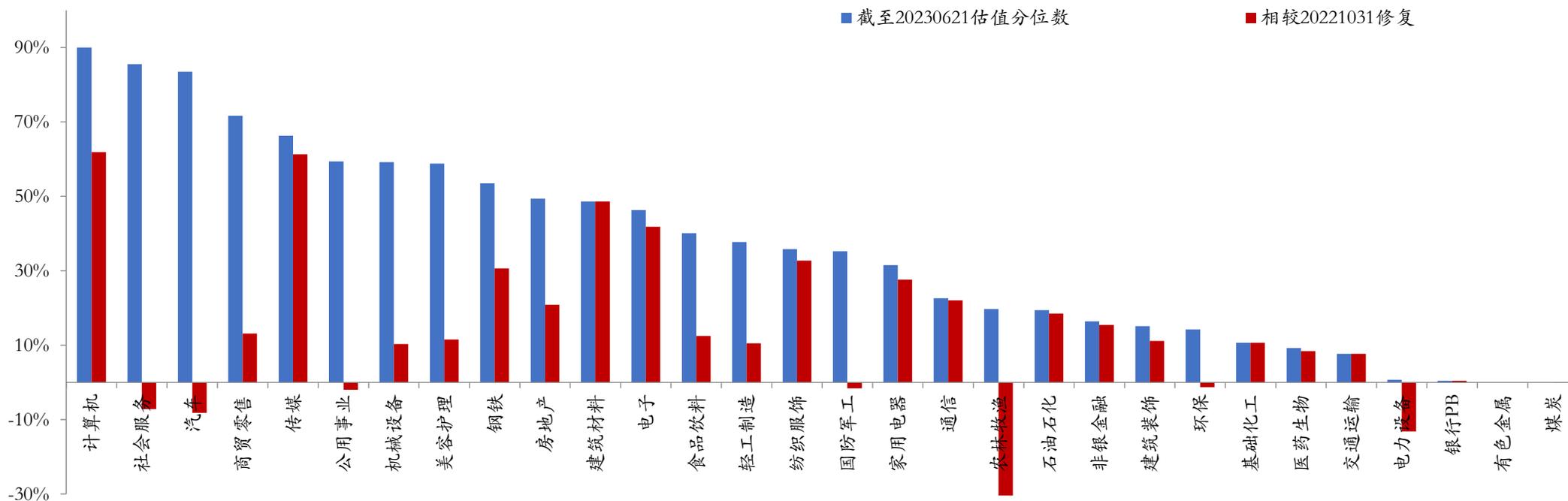


资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。

估值：TMT+可选消费行业估值分位较高

- ▶ 泛TMT和中特估相关板块的估值分位得到了显著修复。截至2023年6月21日，TMT板块+可选消费板块相关行业的历史估值百分位高。如计算机当前估值分位已至历史90%，且较2022年10月31日低点修复了60%以上；社服、汽车、商贸估值百分位持续维持在高位水平；传媒当前估值分位已至接近70%，也较前低出现显著修复。
- ▶ 部分行业估值分位已至历史底部。如电力设备估值百分位仍在大幅回落，当前已是仅1%的历史百分位水平；医药生物估值分位有所修复，但仍属于不足10%的低位等。

泛TMT和中特估板块估值显著修复，目前高估值板块集中在TMT+可选消费方向上

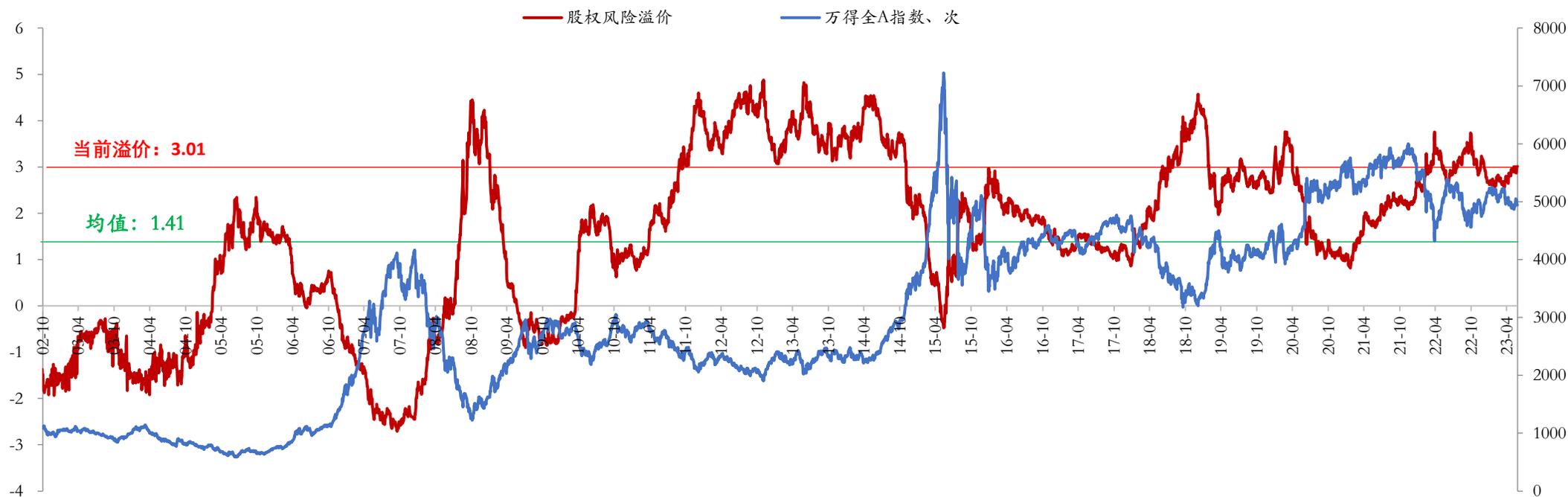


资料来源：Wind，华安证券研究所。根据2010年以来估值计算分位。

股权风险溢价率：长期向下趋势明确，短期下行动能偏弱

- 股权风险溢价率当前处于偏高位置，长期来看向下趋势明确。截至2023年06月25日，股权风险溢价率报收3.01%，重新回到3%以上，处于2002年以来的78%历史分位，整体处于历史偏高位置。也显著高于历史均值1.41%，因此从长期维度来看，股权风险溢价率下行的趋势是明确的。
- 但短期来看股权风险溢价率是否能下行，目前并不明确，一方面经济运行动能偏弱，长债利率难以趋势上行，这是阻碍股权风险溢价率下行的因素之一；另一方面短期来看A股估值还难以看到大幅提升的催化，例如政策刺激。

股权风险溢价率处于高位，长期向下趋势明确，但短期下行动能偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点/%。



目录

1 基本面：新中枢下的新均衡

2 风险偏好：内生修复，有托底

3 盈利与估值：弱改善，底部蓄力

4 配置：科技主导，复苏乍现



成长风格及细分行业—2023下半年投资机会展望

风格	投资观点及主要逻辑	细分行业	支撑或压制逻辑
成长	<p>投资观点 主题性机会精彩纷呈，但缺乏产业景气周期支撑，主要以估值机会为主。因此更多呈现出较为频繁的阶段性行情。</p> <p>主要逻辑 1、流动性维持宽松之势不变，易松难紧； 2、催化剂有望持续不断出台，如支持电子、数字经济等政策； 3、在没有明显的产业景气周期启动的情况下，成长风格取得持续的业绩相对优势较难，因此难以形成类似过去新能源有基本面支撑的持续性行情</p>	电力设备	<p>中长期角度，电力设备预计仍面临较大的下行压力。原因在于：新能源车渗透率已经超过30%，后续较难持续快速提升；同时新能源车价格战开始打响，行业间的竞争格局有所恶化，增量逻辑逐步过渡至增量并存的逻辑；此外无论是内资还是外资陆股通拥堵在电力设备行业内的资金或持仓仍处高位，并且面临较高的成本压力，在交易层面存在长期制约。</p> <p>更多可能呈现出阶段性的小幅反弹行情为主。一方面在于新能源车和光伏发展仍是国家政策支持或者促消费着力方向，可能出现带来短期行情的催化剂；另一方面在TMT、中特估等热门行情的冷却期，有可能迎来短期的行业轮动机会。</p>
		国防军工	<p>行业特殊情况，订单跟踪难以透明化，同时由于2022年业绩基数较高，因此市场普遍担心军工企业的盈利释放能力。</p> <p>下半年更多关注能否出现催化剂，如地区地缘冲突、大国关系变动、二十届三中全会国企改革中军工企业效率提升等。</p>
		电子	<p>具备良好的中长期配置价值：一方面电子作为泛TMT概念，与本轮TMT行情的催化剂因素相关，可作为TMT上游的算力支持概念引入，从而承接TMT行情的估值扩散机会。同时也是政策长期鼎力支撑的科技创新方向，催化剂不断；二方面根据报告《TMT拔估值行情的天花板在哪里？》中的估值百分位天花板位置，当前电子行业估值百分位距离历史可比天花板仍有充足的上涨空间，因此电子行情未来仍有估值继续提升的上涨支撑；三方面同样在报告《TMT拔估值行情的天花板在哪里？》中指出TMT行情的关键在于估值能否提升以及多大提升空间，而电子既可以受益于估值单方面提升（上半年即是），同时又能受益于盈利的支撑，哪怕估值百分位到达天花板后回落只要盈利支撑在，电子仍能继续上涨。市场普遍共识认为当前已经处于电子行情的景气周期底部，有望在下半年迎来景气的上行周期，也将为估值提升后的行情重新提供基本面支撑动能。</p>
		通信	<p>具备良好的中长期配置价值：一方面通信行情后续仍有望面临持续不断的催化剂，如AI、数字经济等方面海内外发展进程、新闻、政策、海外龙头业绩等，甚至也会受到国企改革、中特估等催化；二方面通信行业的业绩相对其他TMT行业而言更稳定；三方面根据报告《TMT拔估值行情的天花板在哪里？》中指出对通信行业来讲，估值能否有提升的契机（靠催化剂）以及估值能有多大的提升空间（天花板）决定了通信行情的上涨空间和性价比，而当前时点通信行业的估值历史百分位仍处于低位区间，距离历史可比天花板仍有非常充分的空间。因此通信行业下半年仍有望继续受益于估值提升的逻辑。</p>
		计算机	<p>当前时点再进行中长期配置性价比较低，但后续仍有估值消化后的阶段性行情。一方面报告《TMT拔估值行情的天花板在哪里？》中指出对计算机、传媒行业而言，估值能否有提升契机（靠催化剂）以及估值能有多大提升空间（天花板）决定了计算机、传媒行情的上涨空间和性价比。当前时点看，计算机、传媒行业的历史估值百分位已经分别提升至高位水平90%、80%以上，同时也触及历史可比天花板位置，且近期交易拥挤度等均高，因此其估值在当前位置基础上再有很大提升空间的可能性较小，当前时点再进行中长期配置的性价比就较低。二方面下半年AI、数字经济、数字中国等仍有持续不断的催化剂出炉，因此计算机、传媒也会出现阶段性行情，但可能需要先对当前的高估值进行有效消化后，同时考虑到基于计算机底层或传媒应用的新产业景气周期尚未观察到迹象，因此想通过基本面高增长消化估值的难度较大，更多可能以调整的方式进行估值消化。细分方向上，考虑计算机设备具备中长期配置价值。</p>
传媒	<p>当前时点再进行中长期配置性价比较低，但后续仍有估值消化后的阶段性行情。一方面报告《TMT拔估值行情的天花板在哪里？》中指出对计算机、传媒行业而言，估值能否有提升契机（靠催化剂）以及估值能有多大提升空间（天花板）决定了计算机、传媒行情的上涨空间和性价比。当前时点看，计算机、传媒行业的历史估值百分位已经分别提升至高位水平90%、80%以上，同时也触及历史可比天花板位置，且近期交易拥挤度等均高，因此其估值在当前位置基础上再有很大提升空间的可能性较小，当前时点再进行中长期配置的性价比就较低。二方面下半年AI、数字经济、数字中国等仍有持续不断的催化剂出炉，因此计算机、传媒也会出现阶段性行情，但可能需要先对当前的高估值进行有效消化后，同时考虑到基于计算机底层或传媒应用的新产业景气周期尚未观察到迹象，因此想通过基本面高增长消化估值的难度较大，更多可能以调整的方式进行估值消化。细分方向上，考虑计算机设备具备中长期配置价值。</p>		

资料来源：华安证券研究所整理。



消费风格及细分行业—2023下半年投资机会展望

风格	投资观点及主要逻辑	细分行业	支撑或压制逻辑
消费	<p>投资观点 从中观行业入手，食品饮料和医药生物具备中长期配置价值。</p> <p>主要逻辑 1、下半年经济仍将处于波动之中，尽管波动幅度将显著小于上半年，但类似波动环境下，消费板块难以出现持续性业绩相对优势，因此消费风格主线行情的到来仍需等待。当经济回到正常化小幅波动水平时，消费更容易形成业绩相对优势。</p>	食品饮料	具备良好的中长期配置价值。一方面，前期餐饮的持续下跌已经反应了市场的多重悲观预期，包括年初以来市场对消费复苏预期的不断下修、汇率贬值下的外资流出等，当前的餐饮已经处于多重悲观预期下的较低估值状态，截至6/21日，餐饮整体估值水平不到30X，历史分位数处于40%，属于中枢偏低状态；二方面，食品饮料景气一直处于比较稳定的状态，比如白酒一批价持续稳定、下半年高温炎热啤酒景气有望好转等，白酒业绩也具备稳定性，如茅台业绩维持15-20%增长确定性高；因此在当前预期低+景气稳定的组合下，已经具备中长期配置价值。
		医药生物	具备优异的中长期战略配置价值。与食品饮料类似，且比之反馈更加极致。一方面，经过集采、美国制裁等各种因素的压制，医药生物整体估值已经处于历史底部的水平，截至6/21日，估值仅不足27X，处于历史不足10%的百分位水平上；二方面，医药生物当前估值基本上已经反应了各种各样过度悲观的预期，市场预期再继续下修的可能性很低，反而行业所存在的研发创新积极性降低、商业模式迷惘等因素，均可能引发政策纠偏或进行针对性支持。三方面，疫情结束后，待经济恢复常态化，医药生物的需求有望重新恢复至疫情之前的状态。
		汽车	政策受制于力度，景气受制于收入预期。恢复和扩大消费，汽车促销仍是重要手段，因此后续仍有望继续出台汽车促消费的措施，但类似措施已经为市场所预期或者很难超乎市场所希望的力度，因此政策对汽车股的持续性行情支撑逻辑较弱；另一方面，汽车更多属于可选消费品，属于经济后周期消费品，因此需等待经济明显或持续好转后更有望迎来持续的景气改善，而当前新能源车面临价格战、竞争格局在弱化，再者经济和居民收入改善可能还需要积累一定时间。
		家电轻工家居	需等待终端需求见拐点。当前终端需求较为疲弱，一方面海外出口近月下行压力巨大，另一方面地产景气仍然延续弱势并且这种弱势在下半年可能仍将会持续较长一段时间，由此导致整体的终端需求难以持续改善。然而今年夏天属于高温酷暑期间有望带来空调等家用电器的销售阶段性改善，有望带来阶段性行情。与汽车类似，绿色家电促销仍是恢复和扩大消费的重要手段，但政策力度及效果难超市场预期。
		美容护理	需等待经济预期和收入预期明显改善。美容护理属于典型的可选消费品行列，因此景气的持续性改善也需等待经济预期和收入预期出现明显改善的时候。
		社会服务	服务类消费恢复仍然缓慢乏力，市场预期亦处低位，需待景气恢复加速。端午节出行和旅游数据显示，人数较2019年同期有所改善，但消费较2019年同期仍有不足，说明出行旅游消费能力仍然较弱，这延续了春节、五一以来的弱势，也基本在市场的预期之中。当前疫情已不再成为掣肘服务类消费复苏的障碍，而更多受居民的经济预期和收入预期所左右，而这恢复尚需时间和信心。因此持续性行情的到来需要服务类消费出现持续加速的迹象才更有可能，而这将在何时到来，目前尚未可知，下一次重要观察时间窗口在十一黄金周。
		农林牧渔	新一轮价格上行周期未至，大行情仍需等待。端午期间，猪肉价格仍在下行，意味着当前这轮猪肉价格的下行周期尚未结束。而影响猪肉供给的因素目前未发现显著扰动的迹象，需求处于稳步弱回落的态势中，因此持续性行情仍需等待。



金融风格及细分行业—2023下半年投资机会展望

风格	投资观点及主要逻辑	细分行业	支撑或压制逻辑
金融	<p>投资观点 下半年后半程关注金融风格可能发生的切换行情。</p> <p>主要逻辑 1、根据我们测算，四季度经济环比有望改善，同时流动性宽松不变，符合经济改善+流动性宽松的利好金融风格的组合环境，届时有望迎来金融风格的上涨契机； 2、四季度有望再次出现因为公募基金进行排名竞争而导致的风格切换行情，而且通常在公募基金中位数收益率小幅为负+收益率集中度低的情况下发生年尾的风格切换行情，当前环境来看正好符合这种组合，因此年末冲刺排名契机一到就有可能发生风格切换至金融的可能。</p>	银行	从基本面角度看，四季度经济有望重新恢复环比上行的动能，有望带来长端利率回升，改善银行资产。从催化剂角度看，年尾发生的金融风格切换行情，通常在金融风格内部各行业均将有所受益。
		保险	保险同样有望受益于长端利率回升的过程，此外假如经济改善、预期转好，保险业务也将改善，从而带来负债端保费收入的改善。同样的，假若年尾发生的金融风格切换行情，通常在金融风格内部各行业均将有所受益。
		券商	券商行情的弹性除了受到年尾可能发生的金融风格切换行情的整体利好以外，还取决于通常年末年初启动的春季躁动行情，券商在春季躁动行情的早前期通常都有较好的表现，而我们对今年末或者明年年初的春季躁动行情给与较高的期待，一方面据我们测算经济环比动能有可能在四季度迎来改善，市场经济预期也将改善，另一方面通常年末年初都是流动性常见最宽松的时候。
		地产	地产也会受到年尾可能发生金融风格切换行情的整体利好。此外重要观察点在于，下半年或者四季度时地产景气是否能有较为明显明确的改善回升。



周期风格及细分行业—2023下半年投资机会展望

风格	投资观点及主要逻辑	细分行业	支撑或压制逻辑
周期	<p>投资观点 整体趋弱，中观角度把握催化剂机会或供给扰动机会。</p> <p>主要逻辑 1、下半年经济整体仍是处于弱势状态，绝非强上行周期，因此预计难以带来周期品、资源品景气的大幅回升 2、此外，海外经济下半年整体也将是弱势向下，甚至不排除衰退担忧或者衰退到来，对周期资源品同样难以进行景气支撑； 3、下半年整体施工条件可能并不好，三季度高温炎热、四季度北方天气寒冷也不具备良好的施工条件； 4、整体评估下来，景气预计仍然延续弱势，至少难以形成持续的业绩相对优势。</p>	建筑装饰	下半年预计仍将上演频繁的受催化剂带动的主题性投资机会，和“中特估”相关，如今年是一带一路的十周年，今年也是二十届三中全会的召开之年，有望涉及较深刻的国企改革等，都有望给中特估带来催化剂行情，而建筑装饰是最传统最受认可的中特估概念。
		机械设备	传统工程机械当前仍然处于机械设备的大的景气下行周期之中，下半年宏观政策刺激的必要性不强，因此需求层面难以出现大的弹性。而自动化设备仍然受制于当前产成品去库周期，制造业投资整体仍然面临继续下行的压力，因此自动化设备的需求预计也难以有效爆发。
		建筑材料	下半年施工条件较为艰难，三季度高温酷暑、四季度进入传统的施工淡季，因此水泥、玻璃的有效需求也难以持续改善，预计景气弱势难改。
		基础化工	化工品CCPI景气指数已经处于持续下行的周期中，这主要是受到了经济周期的影响，当下经济弱势复苏，下半年整体仍呈现弱势因此需求层面难以有效改善，预计景气仍将处于下行通道中。
		公用事业	夏季用电高峰、同时叠加煤炭价格下行，发电成本下降，发电企业尤其是火电企业两端向好，因此火电具备良好的配置价值；而冬季属于国内外的采暖高峰，关注四季度燃气需求的弹性。
		有色金属	国内外下半年经济形势较弱，工业金属需求不振，景气难以形成持续支撑；能源金属主要跟随新能源车或电池装机量的影响，但新能源车销量和电池装机整体景气也在逐步减弱，因此能源金属的需求也难以有效支撑；贵金属受下半年全球经济形势的弱化或美联储加息周期趋于结束、降息周期预期到来，而实际利率下行，利好贵金属，因此贵金属实际上具备中长期的配置价值，尤其是在美联储本轮加息周期结束更明确的信号出现时，配置性价比会更高。
		石油石化	同样受制于下半年全球经济形势的逐步弱化，石油需求将逐步减小，带来油价的下行压力；同时油价下行的时候，对炼化企业而言可能意味着成本下降，但同时需求也在下降，并且需求下降是更加重要的矛盾。因此国际原油价格回落，整体并不利好石油石化企业。
		交通运输	港口航运主要受全球经济弱势的影响，景气预计将继续回落；快递主要受消费的影响，消费在经济企稳前预计也难以见到显著起色，带弱快递需求；机场航空主要受服务类出行消费的制约，端午节出行数据显示，出行消费恢复仍然偏弱，当前预期也处于低迷状态。
		钢铁	基建用钢需求和建筑用钢需求疲弱，同时库存影响下，工业用钢需求也处于疲弱状态，因此整体需求不足的矛盾较为明显，为钢价景气下行带来压力。
		煤炭	国内煤炭产能持续释放，然而需求提振不足，因此供大于求格局下，煤炭价格出现持续下行压力。后续关注会否出现供给受限的情况。

资料来源：华安证券研究所整理。

行业配置：TMT和“中特估”主线不变，年尾重视复苏链及金融

配置逻辑

细分领域、重点关注

1

泛TMT优选结构

下半年经济整体偏弱，海内外流动性易松难紧；AI、数字经济、数字中国等催化剂不断；风格业绩相对优势不突出，主题性机会更易演绎

经济恢复节奏较预期缓，流动性充裕利于成长行业。人工智能等政策持续不断落地，海外龙头业绩验证，提供催化剂。考虑到估值提升空间，建议关注**通信、电子**。计算机、传媒仍有阶段性机会，但需估值有所消化后。

2

“中特估”

国企改革持续推进，能源保供、粮食安全及科技创新支撑强劲，“一带一路”高峰论坛催化等

国企改革持续推进，①**能源保供与粮食安全**；②**科技创新**两链条将成为重要主题投资机会。此外“一带一路”峰会也将提供催化剂，建议关注③**建筑央国企**。

3

复苏链条

下半年经济波动幅度减小，经济有望在四季度企稳，过度悲观的消费预期存预期差

建议重点关注景气和基本面稳定，但此前由于过度悲观预期超跌的**食品饮料**以及估值安全垫较厚的**医药生物**。

4

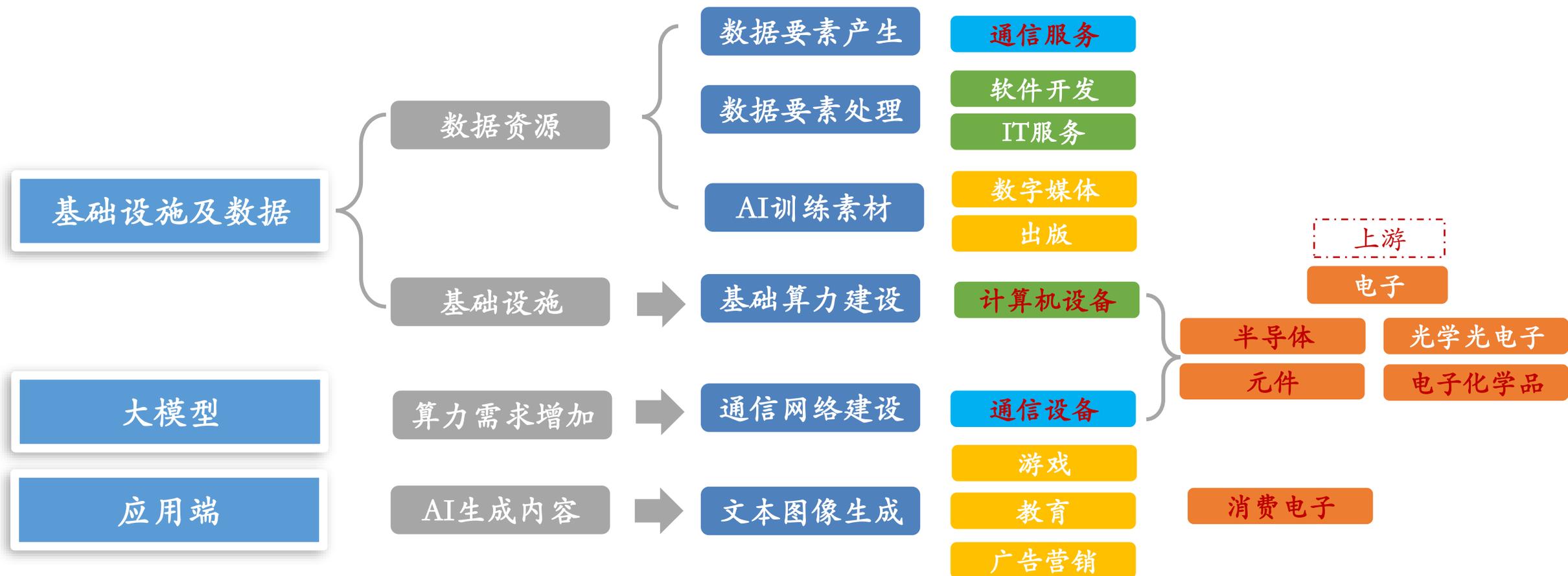
金融

四季度经济环比动能有望改善叠加流动性宽松组合利好金融，年尾有望演绎公募排名冲刺下的金融切换行情

金融风格板块均可关注，重点关注**银行和保险**，证券的弹性取决于市场对春季躁动行情的预期，房地产取决于年底景气是否迎来显著改善

主线一：人工智能细则各地迅速落地，电子周期下半年有望上行

▶ 人工智能政策细则快速落地、全球电子周期下半年有望迎来上行，支撑通信、电子等泛TMT行情。人工智能政策快速推进、以ChatGPT为代表的AI商用落地将从数字资源、算力基础设施和AI应用等方面推动TMT产业的升级扩张。

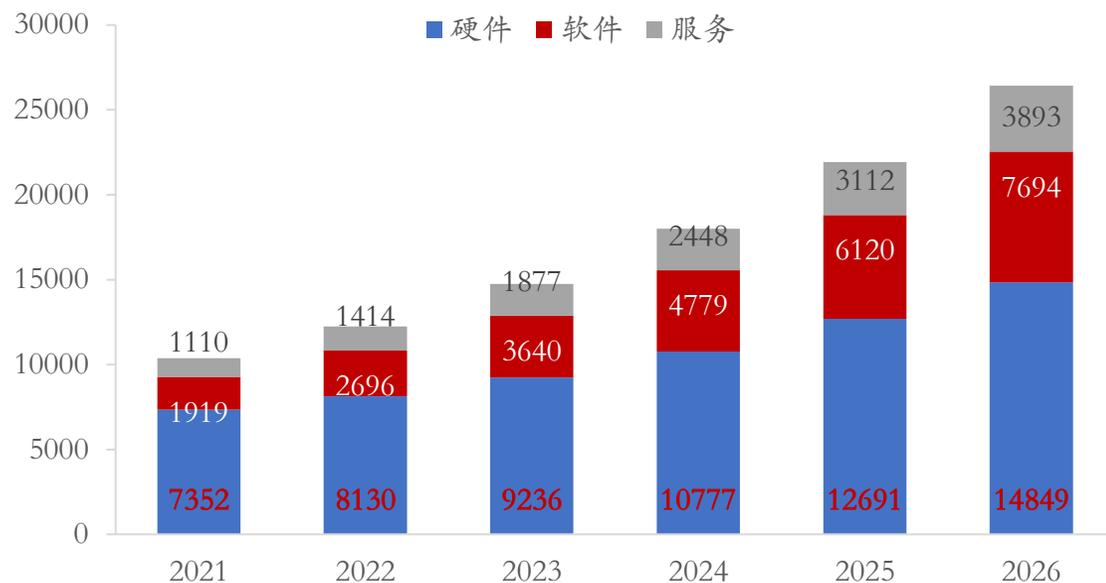


资料来源：华安证券研究所整理。注：红色字体为需重点关注的泛TMT行情中二级行业细分方向。

主线一：政策催化叠加全球电子周期触底有望上行，泛TMT结构行情延续

- **政策催化再发力。**继工信部等十四部门联合印发了《关于进一步深化电信基础设施共建共享促进“双千兆”网络高质量发展的实施意见》部署推进新一轮电信基础设施共建共享工作后，北上深三地均快速出台相应部署细化文件。下半年预计各地政策都将陆续出台，利好泛TMT结构行情延续。
- **半导体需求增加，全球电子周期下半年有望迎来上行。**人工智能推动的加速将明显增加对计算机设备和通信设备的需求，同样AI商用大量增加对算力的需求，均将传导至半导体。据IDC预测，2026年中国AI市场将实现264.4亿美元市场规模，2021-2026五年复合增长率将超20%。此外在上一轮电子周期中，半导体销售额由高位到低点共计24个月。本次电子周期中半导体销售额在2021年5月达到高位水平至今已24个月，2023年5月数据显示或已至低点，后续有望迎来上行周期。
- **政策催化与需求预期好转，两者共同推动泛TMT结构性行情延续。**

我国人工智能市场规模预测



资料来源：IDC，华安证券研究所整理。单位：百万美元。

全球电子周期已触底，后续有望迎来上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%。

主线一：配置半导体、元件、消费电子、计算机设备、电子化学品

- 在考虑TMT估值历史百分位天花板的制约下，还有多少估值提升的空间是决定其配置性价比的关键。而电子行业除了考虑历史估值百分位的天花板外，其业绩同样能提供支撑。将二级细分行业的当前估值及百分位与历史天花板相对比：
- 电子行业中：半导体、元件、消费电子仍有充足的估值提升空间，同时考虑到下半年有望迎来的电子行业景气上行周期，因此具备良好的中长期配置价值；而电子化学品同样具备较好的配置价值；但光学光电子的估值提升已经触及历史可比天花板，估值继续大幅提升的空间受限，未来配置时机更取决于其景气上行周期的确认。
- 计算机行业中：计算机设备仍有充足的估值提升空间；但IT服务和软件开放当前估值已经高于历史可比天花板，性价比比较低。

电子二级行业历史估值百分比天花板对比

半导体			元件			光学光电子			消费电子			电子化学品		
拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位
20150612	189.1	94%	20150612	146.4	100%	20150615	87.2	73%	20150615	97.8	100%	20150605	130.1	100%
20150724	141.0	92%	20150817	88.6	96%	20151222	64.7	67%	20150724	83.3	98%	20151218	107.4	98%
20151231	137.9	91%	20151126	84.0	94%	20161021	80.9	75%	20151231	71.4	92%	20160628	94.4	93%
20160627	127.3	85%	20160726	61.9	79%	20200904	64.5	73%	20170324	59.6	68%	20180510	49.5	34%
20180425	85.1	47%	20200225	57.4	79%	20230621 68.3 79%			20200825	54.1	65%	20200713	93.1	95%
20200714	170.0	96%	20200713	56.8	79%	触及可比天花板			20220104	40.5	28%	20210802	87.6	92%
20210802	100.6	65%	20210812	40.0	37%				20220818	34.5	18%	20220117	68.6	74%
20220811	44.0	6%	20230621 32.7 27%						20230621 32.2 17%			20220811	50.4	43%
20230621 55.5 20%			仍有充足空间						仍有充足空间			20230621 51.4 48%		
仍有充足空间									预计仍有空间					

资料来源：Wind，华安证券研究所。

计算机二级行业历史估值百分比天花板对比

计算机设备			IT服务			软件开发		
拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位	拨估值行情终时	估值	历史百分位
20150612	106.8	100%	20150604	167.8	100%	20150604	258.1	98%
20150724	77.0	95%	20150724	117.9	96%	20150724	165.6	93%
20151126	74.8	94%	20151231	114.8	95%	20151126	201.6	95%
20170706	82.4	98%	20160415	93.8	89%	20160222	154.0	89%
20180404	67.1	80%	20180426	54.5	56%	20160415	160.9	90%
20190404	65.1	80%	20190404	55.7	62%	20160726	117.1	78%
20200713	79.9	97%	20200713	54.5	65%	20170907	104.1	73%
20211210	53.6	59%	20220120	55.4	70%	20180403	104.8	75%
20230621 46.4 43%			20230621 71.0 85%			20190404	110.3	81%
仍有充足空间			高于可比天花板			20200903	126.0	88%
						20230621 131.3 91%		
						高于可比天花板		

资料来源：Wind，华安证券研究所。



主线一：配置通信服务、通信设备

- 通信行业中：通信服务同样具备广阔的估值提升空间；同样通信设备也具备较好的估值提升空间。均可中长期配置。
- 传媒行业中：游戏、广告营销、数字媒体、出版当前估值百分位已经不低，或接近历史可比天花板位置，因此预计提升空间有限，而性价比同样有限；影视院线和广播电视当前估值百分位已经高于历史可比天花板，当前位置上中长期继续大幅提升的空间受限，因此性价比低。

通信二级行业历史估值百分比天花板对比

通信服务			通信设备		
拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位
20150610	59.0	70%	20150615	105.5	100%
20150820	43.5	58%	20150724	79.8	98%
20151112	48.8	65%	20151231	66.3	93%
20170320	404.8	100%	20160726	55.6	82%
20190312	83.4	71%	20171009	60.3	91%
20190910	48.3	51%	20180312	53.1	70%
20200226	45.1	50%	20190418	46.0	47%
20230621	27.8	28%	20190910	41.0	37%
仍有充足空间			20200713	54.2	80%
			20211124	44.7	51%
			20220818	40.0	40%
			20230621	39.4	42%
			预计仍有空间		

资料来源：Wind，华安证券研究所。

传媒二级行业历史估值百分比天花板对比

游戏			广告营销			影视院线			数字媒体			出版			广播电视		
拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位	拔估值行情终时	估值	历史百分位
20150615	126.0	100%	20150615	130.7	100%	20150612	116.7	100%	20150603	203.5	100%	20150612	60.6	95%	20150615	147.3	100%
20150723	99.8	95%	20150724	91.1	90%	20150724	90.3	94%	20150724	117.9	89%	20150817	46.6	83%	20150817	107.2	98%
20151218	109.9	97%	20151231	137.4	100%	20151221	122.0	100%	20150814	111.9	84%	20151126	42.3	74%	20160415	37.2	34%
20160415	96.1	92%	20190410	19.0	6%	20160222	86.6	87%	20151126	215.9	100%	20160415	32.0	46%	20190322	25.5	13%
20200714	46.0	39%	20201109	64.3	61%	20160414	88.4	89%	20160224	149.1	91%	20160829	32.5	51%	20200224	27.3	24%
20220105	29.9	27%	20220105	31.6	18%	20190419	20.7	7%	20160414	149.1	91%	20190325	19.7	12%	20200714	32.3	46%
20230621	56.1	64%	20230621	47.3	47%	20200108	24.5	11%	20161117	159.2	92%	20200713	16.7	16%	20220120	44.2	76%
预计空间有限			预计空间有限			20200908	97.5	96%	20180312	101.2	63%	20220106	15.2	15%	20230621	53.2	85%
						20220117	128.5	100%	20190409	56.8	26%	20230621	21.3	40%	高于可比天花板		
						20220902	111.0	98%	20200714	86.8	53%	预计空间有限					
						20230621	150.8	99%	20210122	82.2	49%						
						高于可比天花板			20210527	68.5	40%						
									20220105	55.3	29%						
									20220621	48.7	17%						
									20230621	67.8	48%						
									预计空间有限								

资料来源：Wind，华安证券研究所。

主线二：现代产业“链长” 关键工程助力“中特估” 央国企提质增效

- “链长”制，“十四五”期间打造现代化产业链的关键举措。2021年1月总书记明确指出，中央企业等国有企业要勇挑重担、敢打头阵，勇当原创技术的“策源地”、现代产业链的“链长”；2021年9月国资委遴选出首批6家“链长”企业；2022年5月国资委召开中央企业现代产业链链长建设工作推进会，并于会上为第二批链长企业授牌；2022年底国资委披露现代产业链链长建设工作见到新成效，中央企业正在逐步实现由单一产品视角向产业链视角转变，16家链长企业完成强链补链投资近1万亿元。
- 新一轮国改央企全面聚焦①能源保供、粮食安全以及②科技协同创新，追求产业链构建与托底产业安全等目标，助力“中特估”行情。央国企投资思路将不再局限于单一企业及企业自身生产经营情况，而以产业视角找寻投资机会。下一阶段“链长”央企在战略新兴产业链中的主导优势更明显，而产业链相关的上市公司也更有望受益下一阶段现代化产业体系的建设。

2023年3月国资委发布新一轮国改行动内容

新一轮国企改革深化提升行动内容	
总体目标	以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点...坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大，在建设现代化产业体系、构建新发展格局中发挥更大作用。
	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
一	1)更大力度布局前瞻性战略性新兴产业。加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短板强弱项，促进支撑国家算力的相关产业发展，推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级。 2)强化在产业链循环畅通中的支撑带动作用。深入推进战略性重组和专业化整合，发挥龙头企业优势 3)围绕产业链部署创新链，加快在重要领域和节点实现自主可控。 4)积极参与全球产业链优化布局。以高质量共建“一带一路”为重点。
二	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 1)加快原创性引领性科技攻关。 2)构建以实效为导向的科技创新工作体系，强化以企业为主导的产学研深度融合，牵头建设更多高效协同的创新联合体，打通产业应用“最后一公里” 3)加快建设科技创新国家战略人才力量。
三	围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平 1)增强重要能源资源托底作用。(煤炭/新型电力系统/种子) 2)强化重要基础设施建设。(通信网络/主干电网管网)
四	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	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

资料来源：根据国资委官网整理，华安证券研究所。

可能的“链长”企业及产业链方向

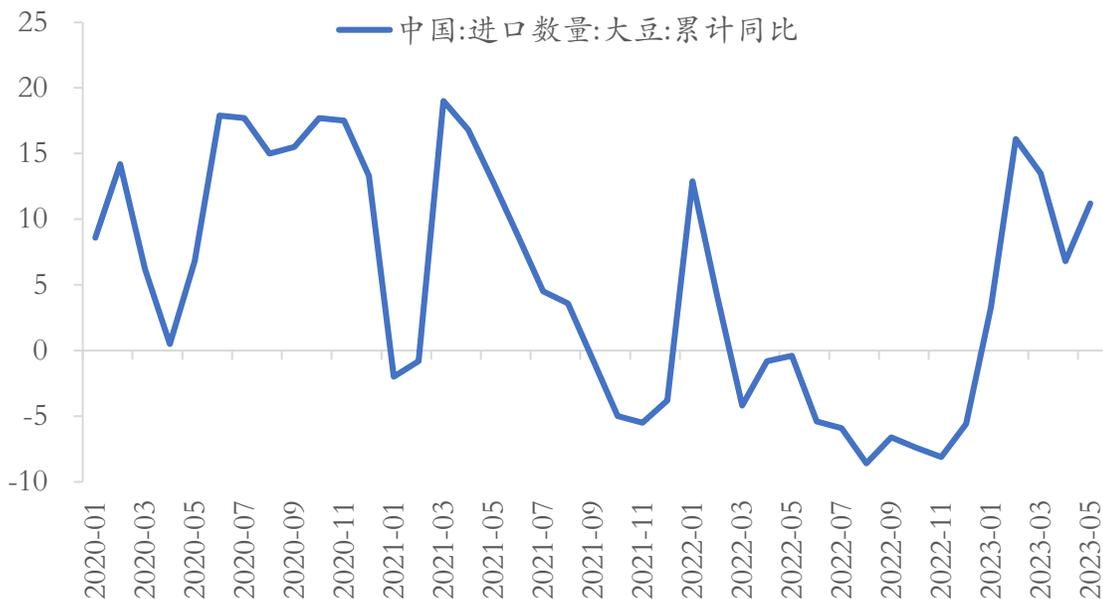
能源保供、粮食安全		科技创新	
央企集团	产业链方向	央企集团	产业链方向
中国铁建集团	高铁施工装备产业	中国电科集团	电子信息产业
中交集团	综合交通产业	中国电子集团	安全先进绿色计算产业
中国海油集团	深海产业	中国联通	网络安全产业
中国石化集团	氢能产业	中国移动	移动信息产业
国家电投集团	清洁能源产业	中国商飞	大飞机产业
中国中化控股	种业产业	中国电信	数字产业
中粮集团	现代农粮产业	东风汽车	汽车产业
中国冶金地质总局	战略矿产资源安全保障	华润集团	中药产业
中国中车集团	轨道交通装备产业	通用技术集团	工业母机产业
中智集团	人力资源和人力资本服务	中国机械总院	工业母机原创技术
		中国电气装备	智慧电气装备产业

资料来源：华安证券研究所整理。

主线二：国企改革红利持续释放，关注：①能源保供；②科技创新

- **国企改革红利持续释放，重点关注：①能源保供、粮食安全。**能源保供稳价、粮食安全及种业振兴涉及经济发展、生活生产大局，两者均处于重要战略地位，党中央政策持续落地、细化，强调**持续推动央企做好能源资源、粮食安全托底**；②**科技创新**。国资委强调对于未来改革主方向将紧盯央企自主创新深化改革，把解决“卡脖子”技术、关键核心技术放在更加突出重要的位置，**科技型央企的吸引力正在持续提升**。
- **当下央企盈利能力提升显著，后续有望持续改善。**据国资委发布的数据显示，2022年，央企全年实现营业收入39.6万亿元，同比增长9.1%；实现利润总额2.6万亿元，增长6.2%；上缴税费2.8万亿元，增长19.3%。国企改革持续深化下，**央企盈利能力有望持续改善**。

我国大豆对外依存度超过80%，是对外依存度最高的粮食作物，也是我国进口最多的粮食品类



资料来源：Wind，华安证券研究所整理。单位：%。

国企投资收益持续上升

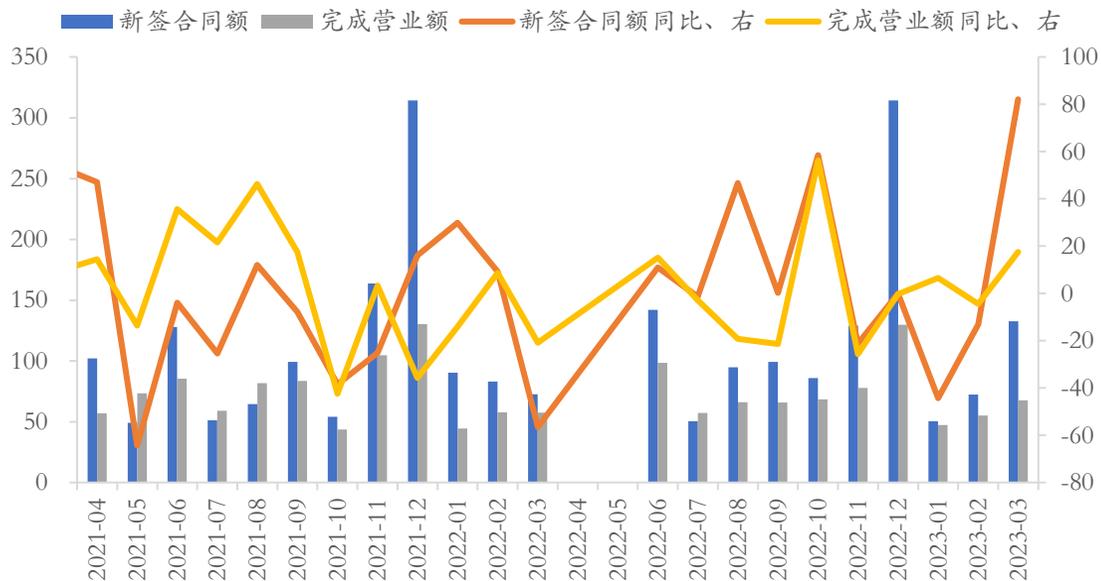


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

主线二：“中特估”全年主题投资③ “一带一路”出海带动建筑装饰

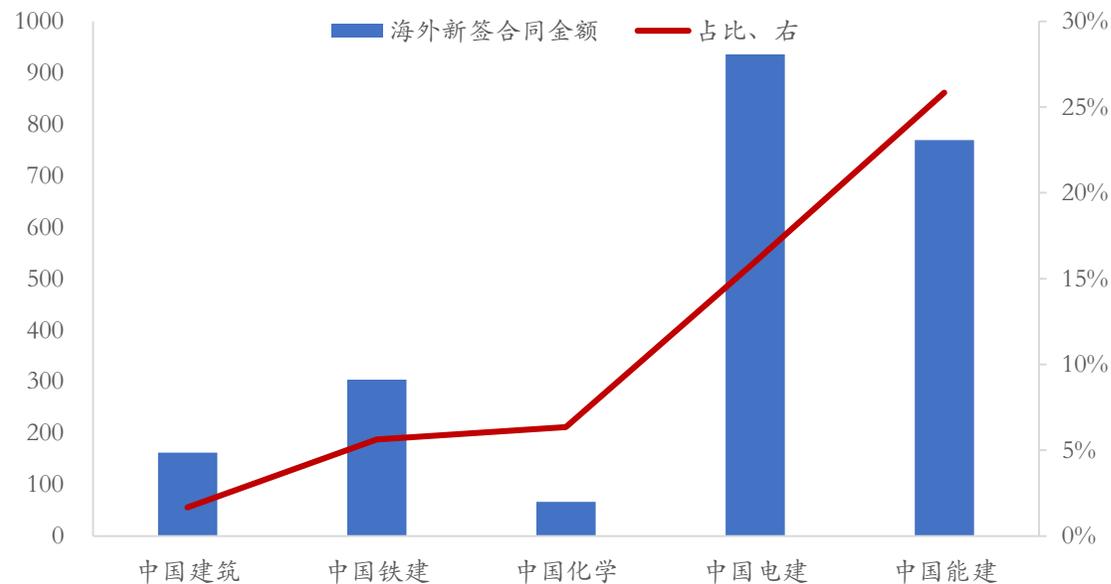
- “中特估”全年主题性投资机会频现，海外投资加持下关注建筑类央国企标的。随着疫情管控放开后，我国对外承包项目合同额上升趋势明显，其中3月合同签订额达132.6亿美元，同比由负大幅攀升至82.14%。年中择期举行第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，“一带一路”建设有望随着重要国际会议召开而加速，催化“中特估”基建出海相关的建筑央国企。

我国对外承包“一带一路”沿线国家海外新签合同及完成营业额持续上升



资料来源：Wind，华安证券研究所整理。单位：亿美元、%。

八大建筑央企中已披露2023年一季度海外新签合同额及占比情况

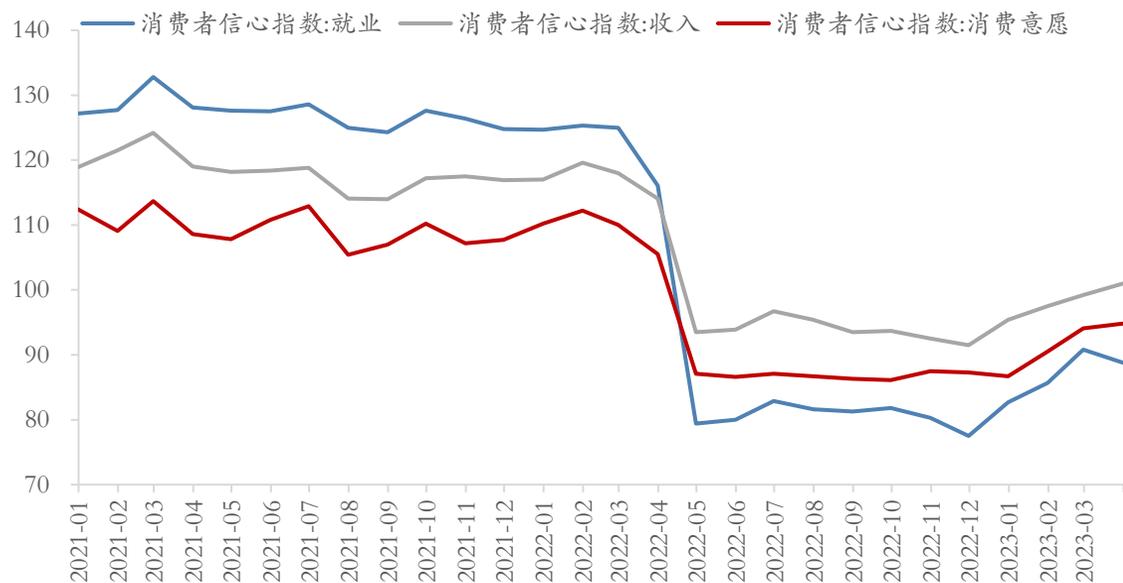


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元、%。

主线三：经济波动减弱、消费存预期差，优选景气估值组合佳食品饮料

- ▶ 下半年经济波动幅度减小，上半年持续下修的消费预期已至过度悲观，消费存在预期差。春节后市场对消费的预期不断下修，二季度后市场对未来经济复苏预期持续下修导致对消费的预期进一步下移，已经达到过度悲观情形。到了下半年，经济波动幅度将显著减弱有利于消费稳定，同时过度悲观的消费预期也有望向预期中枢回归。
- ▶ 消费意愿持续稳步回升，市场对支持政策更加期待，消费将整体改善，优选景气业绩稳定性确定性强且前期受预期影响而跌幅较大的食品饮料。消费场景持续修复，恢复和扩大消费政策持续出台，随着经济波动减弱，消费者预期有望迎来修复，消费意愿也有望回升。而其中高端白酒消费具备韧性、头部龙头酒企全年业绩稳定性高、确定性强，且前期因市场预期过度悲观而导致跌幅较大的食品饮料，当前已经具备良好的配置性价比。

消费者消费意愿有望持续回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

茅酒价格作为食饮板块风向标，4月以来价格持续攀升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/瓶。

主线三：估值安全垫厚，医药生物具备中长期战略配置价值

- ▶ “集采后时代”行业内幸存者优势突出，估值保护垫加厚，提升医药生物配置价值。疫情期间因医疗系统承压有大量医疗手术需求积压，这部分需求将在长期得以释放，由此提升医药生物行业整体的配置价值。此外集采或进入后时代，公司估值和业绩双杀后已进入底部，行业经历一轮出清幸存者优势凸显、逐渐从集采早期的“相对不确定性”向“确定性”转变。集采淘汰落后产能外，也从产品、研发乃至销售渠道等方面提高了医药行业细分领域的进入门槛，医药整体估值有望逐步扩张。
- ▶ 政策有纠偏预期或支持医药尤其是创新药发展的期待。

当前医药生物估值百分位仅为11%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、%。注：2010年以来。

医药制造业产能利用率底部回升



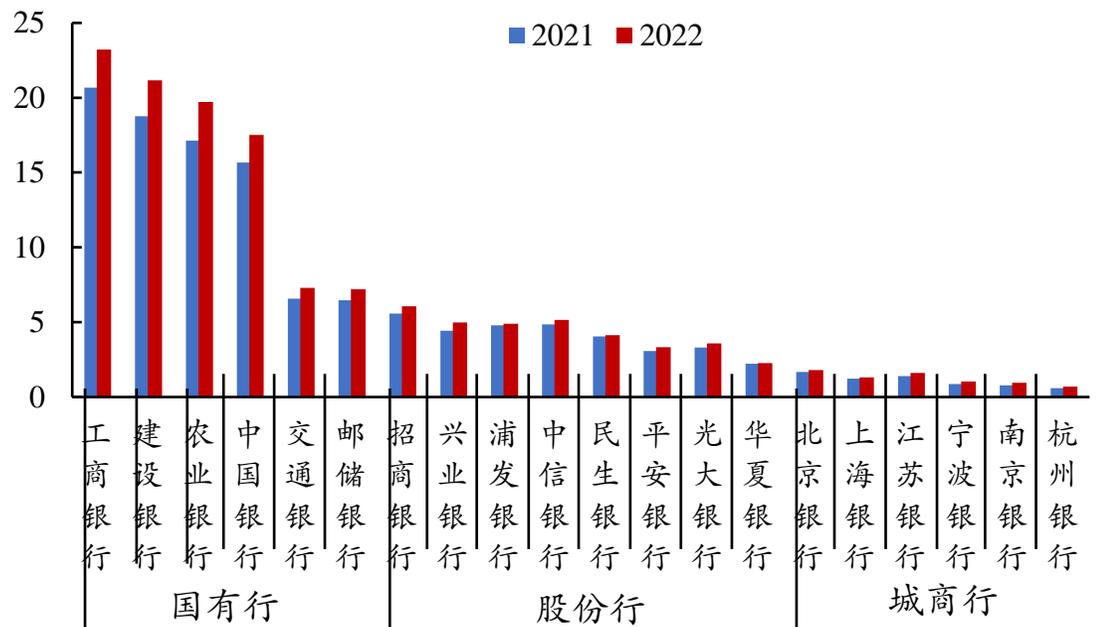
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



主线四：四季度经济环比动能回升叠加流动性宽松，利于金融舞动契机

- ▶ **经济环比动能回升+流动性宽松是有利于金融风格舞动的好契机。**我们在2022/02/09日的金融风格复盘报告中指出经济增速回升动能改善同时叠加流动性宽松将是金融风格起舞的一种良好组合环境。而这种环境有望在今年四季度前后出现，根据我们前面经济基本面测算，四季度增长环比动能将较三季度改善，届时长端利率也有望迎来回升，同时处于年末年初下是常见的流动性最宽松的时刻，因此年尾有望出现利好金融风格起舞的宏观环境。
- ▶ **“中特估”将实质性引导商业银行经营质效提升。**市场此前容易忽略国有行市占率提升潜力，但在金融监管改革和政府主导模式下，金融服务实体经济的战略角色提升，地方平台融资规范性加强，国有行市场份额中长期有提升趋势。

国有行和部分股份行贷款总额占据大比例



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万亿元。

经济预期回升



资料来源：中国人民银行，华安证券研究所。单位：%



主线四：公募基金冲刺排名动力，年尾易发生阶段性金融切换行情

- ▶ 近年来，除2021年外，每年的下半年或者四季度都出现了较明显的金融风格行情。或为收益率不错的绝对收益行业，或为风格切换的金融相对收益行情。并且类似的行情主要都发生在历年的四季度里，原因主要在于往年四季度有保全年增长目标的诉求，因此通常经济将出现企稳或改善叠加年末跨年流动性往往充裕。
- ▶ 尤其当年尾公募基金收益率集中度不高时，年尾更是容易发生金融风格的切换行情。我们在2022/11/15日外发的专题报告《基金收益率是否影响年末风格切换？》中，指出当公募基金四季度初前后的收益率较为分散或者不集中时，往往容易发生风格切换行情，且通常都是切换到金融风格上。而今年由于较为极致的TMT、中特估等结构性行情，导致公募基金的收益率离散程度较高，因此到年尾时有较大概率会发生风格切换行情。

2014年以来，除2021年，下半年均发生了较明显的金融行情

年份	下半年时间	金融风格	消费风格	成长风格	周期风格
2014年	10/28-12/31	80	9	5	14
2015年	08/26-12/23	44	33	38	29
2016年	09/19-11/25	9	8	4	10
2017年	11/07-11/22	8	-1	-1	-1
2018年	10/19-11/19	13	8	17	12
2019年	12/03-12/31	7	6	9	9
2020年	11/03-12/01	12	1	3	9
2022年	11/01-12/09	19	18	4	10

尤其公募基金收益率分散或不集中，年尾发生金融切换概率大

项目		公募基金 收益率集中度	
		集中	分散或不集中
公募基金 收益率高低	高（偏积极）	2013年 2014年	2015年 2017年 2019年 2020年 2021年
	低或不高（偏谨慎）	2010年 2011年 2012年	2016年 2018年



华安策略



感谢关注!

风险提示：经济预测存在方向性偏差；国内宏观政策超预期收紧；美联储加息幅度或扰动超预期；美国经济衰退来临快于预期等



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告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、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。