

2023年7月7日星期五

分析师推荐

【东兴银行】基本面触底，配置价值凸显——2023年中期投资策略报告（20230706）

下半年展望：经济尚未显现牢固恢复势头，预计政策延续发力，货币政策稳健宽松，信贷政策保持积极。我们预计上市行全年营收/净利润增速有望呈V型回升。部分城农商行得益于规模维持高速扩张，净息差率先企稳，净利润有望继续领跑行业。

①量：上半年信贷靠前发力特征明显，预计下半年规模增速稳中略降。我们维持全年新增信贷23.5万亿美元的判断，信贷增速有望保持在11%左右，较上半年平稳略降。根据以往上半年偏重对公、下半年偏重零售的信贷投放安排，若居民端需求修复乐观，贷款增速有望维持平稳。

②价：净息差仍是影响上市行盈利的核心因素，我们预计息差降幅逐季收窄。我们判断，后续监管降实体融资成本将通过降低银行负债成本的途径达成。2022年主要上市行平均存款付息率为2.1%，存款利率仍有较大调降空间。

③质：预计资产质量延续改善，局部不良可控。短期零售不良生成压力仍存，长期来看，伴随经济修复，零售信用风险有望修复。房地产销售持续低迷、地方政府化解隐性债务压力或引发相关贷款风险暴露，仍需持续跟踪观察。在底线思维下，贷款风险整体可控。

④其他非息：非息增速回升，伴随市场回暖有望平稳上行。展望后续，基于资本市场回暖、理财规模平稳上升的前提、加之去年下半年较低基数的考虑，我们预计下半年上市行非息收入增速有望保持平稳向上。

投资策略：高股息，配置价值凸显。当前部分上市行股息率超过5%，在利率下行的大趋势下，对中长期资金吸引力加大。我们认为当前板块配置价值明显，看好下半年绝对收益表现。区域经济优势加持，优质区域性银行延续高成长。我们重点推荐江浙区域性银行，如体制机制市场化程度高、多元利润中心基础进一步夯实的宁波银行；小微业务领跑者、打开异地增长空间的常熟银行。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905；分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66555383）

【东兴宏观】衰退延迟——2023年年中海外经济展望（20230706）

海外实体经济：美国消费可支撑年内经济，投资有望止跌。商品冷服务热是

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,196.61	-0.28
深证成指	10,888.55	-0.73
创业板	2,169.21	-1.05
中小板	7,101.29	-0.77
沪深300	3,825.7	-0.44
香港恒生	18,365.70	-0.90
国企指数	6,198.86	-1.11

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
博盈特焊	47.58	机械设备	20230710
苏州规划	26.35	建筑装饰	20230710
智信精密	39.66	机械设备	20230710
航材股份	78.99	国防军工	20230710
锦波生物	49.00	医药生物	20230710
福事特	31.89	机械设备	20230711
维科精密	-	汽车	20230711
港通医疗	-	医药生物	20230711
康鹏科技	-	基础化工	20230711
光格科技	-	社会服务	20230713

*价格单位为元/股

A股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
恒工精密	36.90	机械设备	20230710
天承科技	55.00	电子	20230710
华信永道	10.38	计算机	20230710

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

全球普遍现象，服务消费恢复性增长、低失业率仍将高于通胀对经济的影响。家庭负债健康是美国经济不陷入衰退的重要支撑。美国国内投资有望止跌，底部震荡。地产虽受到加息的压制处于底部，但供需处于紧平衡状态，有望跌幅收窄。三季度美国劳动力市场仍将较为紧张。下半年通胀环比小幅回落，CPI 同比基数效应在 6 月达到顶峰，随后年末回升至 5% 附近。考虑到下半年为欧美传统消费旺季，年内衰退概率不大。

海外货币政策：美联储加息接近尾声，短期可承受 5.5~6.25% 之间的政策利率终点。加息终点和维持在终点的时间长短决定美国是否衰退。维持超过 5.25% 衰退概率加大的观点。家庭部门处于低杠杆状态，可承受高利率。企业部门杠杆高位，但基于企业负债的利率结构，需更长时间显现。我们认为美国政策利率高于 5.25% 以上的时间不会过长：若能及时跟随通胀回落下调回 5.25% 附近，则衰退概率可再次下降。美国年内通胀回落幅度取决于住宅分项。近三年的全球通胀局面基本印证我们在 2020 年初对本轮通胀周期的判断，即通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，随后回落幅度比美联储预期的要小。相较于美国，欧洲地区通胀压力较大，加息的必要性远高于美国。预计欧洲地区的利率终点比欧洲央行当前给出的预期略高。

海外资本市场：美股趋势性泡沫再次出现。考虑到年内美国经济衰退概率不大，以及 AI 技术的突破，三季度略积极。但纳斯达克为代表的指数再次出现长期趋势性泡沫，类似 1997~2000 年的科技泡沫，因此长期仍维持中性。上调美十债利率上限至 4~4.25%，政策利率正常化或带来市场利率正常化。由于美联储再次加息，在停止加息前，美元相对略强势，但趋势性弱于前期。在高利率背景下，大宗商品很难走出震荡市。

(分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

重要公司资讯

- 云从科技**：公司与华为联合发布从容大模型训推一体化解决方案，该方案基于云从从容大模型算法及工具，降低了用户训练、构建和管理大模型的难度；同时，其配备了华为昇腾 AI 硬件及分布式计算平台，可以在短时间内完成大规模数据的训练和推理任务，提升训练效率和精度。（资料来源：同花顺）
- 金山办公**：金山办公旗下大语言模型智能办公助手 WPS AI 官网宣布上线，并开启招募智能办公体验官通道，WPS Office 个人用户和 WPS365 企业用户均可申请。（资料来源：同花顺）
- 阿里巴巴**：阿里云宣布推出通义大模型家族新成员通义万相，该模型为一款进化中的 AI 绘画模型，支持文生图等功能，目前已经上线，并正式面向公众展开邀测。（资料来源：同花顺）
- 保利发展**：公司发布业绩快报，2023 年上半年净利润 119.99 亿元，同比增长 10.84%；报告期内实现签约金额 2368.21 亿元，同比增长 12.65%。（资料来源：同花顺）

5. **三星医疗**：公司预计 2023 年上半年实现归母净利润 7.5 亿元-9.8 亿元，同比增加 113.52%-178.99%。报告期内，公司智能配用电板块得益于充足的业务订单及上半年大宗原材料价格同比下降，并通过内部的不断降本增效，盈利能力同比有较大提升；医疗板块得益于医院整体经营管理提升，同时，康复医疗业务并购整合取得成效。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. **央视新闻**：国务院总理李强 7 月 6 日下午主持召开经济形势专家座谈会并指出，我国正处在经济恢复和产业升级关键期，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。要围绕稳增长、稳就业、防风险等，抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。要围绕高质量发展首要任务，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫。要建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业的常态化沟通交流机制，通过增强工作互动性来增强决策科学性。（资料来源：同花顺）
2. **ADP**：2023 年 6 月美国 ADP 就业人数（“小非农”）增加 49.7 万人，为 2022 年 2 月以来最大增幅。（资料来源：同花顺）
3. **住建部**：《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》发布，文件提出：坚持城市体检先行，发挥城市更新规划统筹作用，强化精细化城市设计引导，创新城市更新可持续实施模式，明确城市更新底线要求。（资料来源：同花顺）
4. **去哪儿网**：去哪儿数据显示，2023 年暑期机票预订量从 6 月 23 日起逐日增长，7 月 3 日-7 月 9 日进入首个高峰期，提前预订量已超过 2019 年同期七成。北京、上海、成都、广州、西安等大城市热门景区的门票“一票难求”。受高温影响，“清凉游”成为主题之一，海边、山林、水上项目和室内场馆更受欢迎。（资料来源：同花顺）
5. **半导体行业协会**：2023 年 5 月全球半导体行业销售额总计 407 亿美元，环比 4 月增长 1.7%，尽管市况相较 2022 年仍低迷，但是已连续三个月小幅上升。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴汽车】汽车行业报告：混动化趋势方兴未艾，零部件企业进入成长机遇期（20230707）

新能源乘用车渗透率持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2023.1-5月新能源乘用车渗透率提升至31.1%，较2022年提升3.4pct。2023.4-5月连续两个月渗透率在33%以上。新能源乘用车销量增速仍然明显高于行业，但有所放缓。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2023年1-5月，新能源乘用车累计销售278万辆，同比增长46.6%，较2021-2022年增速明显放缓（分别为181.2%、96.5%），这与新能源汽车整体规模较大以及2023年行业需求复苏偏弱有关。PHEV增速领先BEV：我国新能源乘用车以纯电动乘用车为主，据乘联会，2023.1-5月BEV销量占比为71.5%，插电式混合动力乘用车占比28.5%。但自2021年以来，PHEV占比逐年提升，PHEV销量增速超过BEV。2023年1-5月，PHEV销量同比增速为96%，而BEV同比增速为33.2%。我们认为，混动车型在购置成本、使用体验逐渐得到市场认可，以及更多有竞争力产品的推出，PHEV的市场份额有望持续提升。

PHEV将是紧凑型乘用车市场电动化的有效方案：我们挑选四个主流细分市场，紧凑型SUV（对应A级车）、紧凑型轿车、中型轿车（对应B级车）和中大型SUV（B级及以上，价格区间30万左右），选择各动力形式的主流车型进行参数对比。1）与BEV、增程式相比，PHEV能有更好的成本优势，实现与燃油车更低的价格差。2）增程式更适合中型及中大型车：对比可知，增程式车型单车带电量基本高于PHEV，这与增程车辆的驱动模式有关。而紧凑型车型受车内空间限制，同时搭载发动机、电驱动系统和更大电池包的能力有限。3）纯电动更适合小型（A0级以下）及中型车，中型轿车领域的竞争程度低于紧凑型车。这就使得该领域燃油车标杆车型如凯美瑞、雅阁和帕萨特价格维持在相对较高的位置，即中型轿车燃油车的比价基础较高，给了BEV拉低价格差的机遇。但BEV并非在紧凑型车没有机会，BEV可以通过较大产销量带来的规模效应实现成本的降低。4）中大型SUV领域，国产新能源迎来挑战BBA的市场机遇。该细分市场竞争不够充分，BBA具备更多的品牌溢价。同级别BEV车型也可以实现价格优势，PHEV和增程式则可以实现“降维式”产品与之竞争。

汽车零部件企业进入成长机遇期：智能电动化对汽车零部件行业的冲击史无前例，汽车零部件原有的格局有望被打破。我国汽车零部件企业规模小，运营灵活，在服务、效率上具备优势。且部分企业经过多年的技术积累，已经具备同步研发能力，有望借力智能电动化浪潮，获得更大的成长机遇。

多元化是汽车零部件公司成长的必经之路：汽车零部件的市场规模取决于单车价值量和汽车市场销量，从事单一部件的汽车零部件企业较容易达到业务“天花板”。产品、客户和市场区域的多元化是汽车零部件企业打破市场天花板的必经之路。本文以大陆集团的多元化之路为例，通过分析，我们认为，产品多元化应借力原有业务，通过协同性产生1+1>2的效果。大陆集团1995年将产品横向拓展至底盘控制领域，这与其在轮胎及底盘减震等业务的技术和经验积累有关，并非进入完全陌生的业务领域。这是大陆集团能有效融合Teves业务的关键。多元化是公司治理模式的成功复制。技术和成本的领先是汽车零部件公司在竞争中胜出的关键，而技术和成本的竞争优势来自于公司治理能力。产品、客户和市场的多元化是公司治理能力在不同领域的成功复制。

投资策略：零部件板块，我们遵循“自下而上”的选择思路，更关注公司自身竞争力，更倾向诸如在研发（技术）、成本等具备优势，具备更好的运营效率、稳定公司治理架构等公司，公司自身竞争力是成功其实现多元化的前提条件。结合我们前期发布的覆盖报告，建议重点关注新坐标（603040）、爱柯迪（600933）、永贵电器（300351）等。整车板块，我们更看好混动化未来的发展趋势，借力政策的保驾护航（购置税减免至2025年），以及成本和使用体验优势，PHEV有望成为电动化的有效解决方案，混动化趋势方兴未艾。整车企业，我们仍看好广汽集团（601238）的中长期发展，尤其在混动、纯电领域的布局，有望在电动化进程中获得更高的市场份额。

风险提示：汽车行业景气度不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，相关产品新产品或新车型销量不及预期等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142）

【东兴有色金属】金属行业2023半年度展望：关注周期性、成长性及对冲性的配置价值（20230706）

金属行业仍处供给周期底部。行业的供给制约体现为弱供给及低库存。从弱供给角度观察，全球矿端勘探投入低迷所导致的主要矿产产出增速在近 20 年内维持平缓，中国金属行业固定资产投资累计完成额趋势性下滑且主要金属产量累计增速 10 年延续低位运行。低库存角度观察，金属产业链库存系统性偏低。全球金属交易所显现库存持续处于低位，中国金属行业显性库存可用天数亦降到十年极低水平（部分已低于 2.5 天）；此外，从国内工业金属产业链库存角度观察，冶炼厂、加工企业、制品企业的产成品及原材料库存均有去化且处数年低位，鉴于当前期现倒挂的商品数量已创近十年最高，需求的强韧性有望推动产业链补库存的弹性。而从近十年数据观察，三次补库小周期的显现均有效提振金属行业估值水平。

金属行业已显现较强成长性。行业成长聚焦于新能源、新基建产业链的相关金属原材料的需求扩张。成长属性体现于新能源基建持续执行所推动的各金属品种需求曲线的系统性右移，具体包括新能源产业链（汽车产业链及发电产业链），储能及产业升级链（储能、温控以及电机设备升级等）以及再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。行业的成长性源于政策的有效性及其项目的实际执行力度，鉴于当前新能源产业链细分行业已经出现产销规模的结构性扩大，中国制造业占 GDP 比例亦出现再次攀升均显示了政策引导的有效性及其项目执行的有效性。从品种角度观察，新能源金属（导电、储能、轻量化、催化、合金性能优化等要素金属）及金属粉末新材料（代表冶金最上游的原材料端）成长属性强且成长空间大，这种偏强的成长属性有助于弱化流动性因素对于定价的扰动，亦有助于优化相关板块估值由周期性向成长性转变。

金属行业依然面对对冲性的冲击。对冲主要聚焦于“胀”与“不确定”风险，主要对冲标的资产为黄金。通胀角度观察，当前全球经济体仍处系统性的高通胀阶段（至 22 年 10 月），考虑到全球利率市场的极端冲击已过（2022 年全球央行累计加息超 290 次），利率冲击弱化叠加经济弱增长或令全球显现阶段性滞胀。历史数据显示，黄金在滞胀阶段平均回报率近 20%，在历史四个 FED 紧缩周期下 12 个月平均回报率为 7.6%，显示黄金资产具有较强的抗通胀溢价。而从风险角度观察，黄金与多类风险资产相关性均小于 30%，近 40 年内出现的 11 次高风险事件中黄金资产取得正收益率概率高达 91%，显示黄金资产具有较强的避险属性。此外，黄金供需基本面延续紧平衡态势（矿端供给增速有限，金饰金条及央行购金等实物需求出现系统性攀升），对冲属性的强化有助黄金资产配置属性的提升。

投资建议：建议关注周期、成长及对冲三条主线。金属行业配置属性显现优化，行业景气度及基金持仓比例双抬升。从行业景气度观察，有色行业盈利能力（行业平均毛利升至 12.75%）、运营能力（平均负债率由 58%降至 50.6%，费用率由 5.26%降至 2.64%）及回报能力（股息率由 0.53%增至 1.42%，平均 ROE 由 0.66%升至 18.28%）均出现有效提升（20-22），显示成长性强化对行业景气度攀升起到实质性的推动。从基金持仓角度观察，有色行业基金持仓比例由 2020 年 1.32%大幅增至 3.78%，其中能源金属及其他金属自 22Q2 持仓结构出现分化，能源金属持仓回落明显（3.75%=>1.27%），但工业金属（0.78%=>1.47%）、贵金属（0.21%=>0.62%）及金属新材料（0.05%=>0.2%）同期持仓出现趋势性增加。鉴于基金持仓比例提升幅度明显大于行业总市值比例提升幅度（基金持仓+259BP，行业同期市值占比+71BP），可有效反映行业配置属性已出现的实质性优化。考虑到金属行业景气度的系统性攀升以及我们认为金属行业在 2023 年下半年需关注三条主线，分别是仍处供需紧平衡状态下工业金属的补库弹性释放（以铜行业为代表），行业成长属性强化下新材料金属的需求曲线右移（以金属软磁粉为代表），以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的黄金行业。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

相关公司：金诚信、铂科新材、银泰黄金。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914）

【东兴电力设备】风光新机遇，锂电新格局——电力设备与新能源行业中期展望报告（20230706）

动力电池：全年利润维持稳健，龙头加速出海分享市场爆发红利。Q2 电池厂排产回暖及减值压力释放接近尾声，叠加原材料端产能走向过剩，价格维持相对低位，电池厂商议价能力或将增强，我们预计 23 年电池厂商盈利水平有望维持稳健，在产业链中利润分配比例有望进一步提升。龙头企业海外布局明显提速，通过合资建厂、技术授权等方式突破政策限制完成海外产能布局，有望获得先发优势分享市场爆发红利，同时龙头企业有望通过一体化布局下高原材料自供比例维持增加自身盈利的稳定性，扩大与其他二线厂商的盈利水平差距，叠加前沿技术储备雄厚，将有望获取 Alpha 成长机遇，我们推荐关注海外布局领先以及一体化布局完善的龙头宁德时代与优质二线电池厂商国轩高科

锂电中游：降本能力或成锂电中游厂商核心竞争力。在下游新能源车需求增速放缓，中游四大主材大幅度扩产的背景之下，降本能力有望成为锂电中游厂商的核心竞争力，其中的佼佼者有望迎来市占率的提升，进一步巩固行业地位，我们认为这是锂电中游 2023 年以来最重要的一条主线。这一过程既伴随着市场出清，也存在竞争格局的进一步优化。我们认为成本控制良好的二线企业有望脱颖而出；降本措施得力的一线企业有望进一步巩固市场地位。

光伏：随着硅料供应逐步释放，电站投资收益率提升将刺激此前积压的光伏地面电站建设需求释放，预计今年全球光伏需求将持续高增，全球新增装机将达 300GW 以上。同时硅料降价带来产业链利润重分配，组件向下游电站的让利压力以及组件对辅材的压价压力都将减小，利好一体化组件企业而非硅环节。我们认为可把握三条主线：1) 行业利润重分配，一体化组件和接线盒等辅材受益；2) N 型电池崛起，配套产业链公司受益；3) 地面电站需求释放，大逆变器和储能 pcs、储能集成需求快速增长。

风电：随着海风造价成本不断下降，沿海各地相继出台规划，“十四五”期间海上风电规模有望大幅提升。建议关注受益海风发展、单位用量提升的零部件环节：1) 大型化淘汰落后产能，码头资源构建进入壁垒的塔桩行业；2) 以及空间广阔、龙头格局稳固，产品持续迭代的海缆行业。

投资策略：展望未来，我们持续看好中国可再生能源与新能源汽车市场发展前景，以及风电、光伏新技术产业化对长期降本增效的推动等。建议关注：通灵股份、阳光电源、国轩高科等优质新能源企业。

风险提示：新能源装机不及预期；产业链价格上涨或影响下游需求释放。

(分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045 研究助理：侯河清 执业编码：S1480122040023 电话：010-66554108)

【东兴交通运输】交通运输行业 2023 年中期策略：左侧配置出行链与快递；高股息板块攻守兼备（20230706）

行业回顾：基本面内需修复外需偏弱，高股息板块强势

今年上半年，由于从疫情中快速走出，交运行业整体基本面有比较明显的恢复。如果再细分一下，可以发现行业表现为内需显著修复，外需偏弱的状态。股价方面，上半年各子板块的股价走势分化明显：低估值高股息板块明显走强，主要系疫后盈利复苏、部分资金风险偏好的下降以及上半年“中特估”行情的催化；航空机场以及快递板块走弱，其中航空机场板块主要受限于前期股价较高，以及今年以来国际航线恢复进度低于预期；快递板块走弱主要是由于市场担心价格战再次兴起。对行业盈利造成负面影响。

快递：龙头兼具高确定性与低估值，推荐左侧布局

基本面方面，目前不同快递公司经营策略的分化表现出的是行业竞争维度的多元化。经过多年的发展，电商客户对于快递公司的服务要求早已不满足于“送到”。除了更便宜之外，更快，更稳定，以及能否提供针对性的服务成为了客户选择快递公司时的考察重点，价格竞争虽然重要，但早已不是唯一途径。股价方面，投资者已经逐步接受目前竞争格局会较长时间存在的事实，不再把重点放着市场份额，转而重点考察上市公司的盈利能力是否达标。

今年以来板块个股股价普遍大幅下挫，包含的是价格战对盈利造成明显负面影响的预期。但我们判断，一方面行业通过业务量的增长和成本摊薄可以冲淡价格下行的压力；另一方面，行业的价格竞争主要集中在低价件领域，对于以服务质量和稳定性见长的行业龙头来说，所受影响相对可控。

经过这一轮股价的回调，通达系 PE 估值已经普遍处于较低水平，估值最低的圆通 PE-TTM 降至 12 倍左右，是公司上市以来最低水平。我们认为目前的股价调整已经较为充分的反映了行业的悲观预期，是左侧布局的较好时机。

航空：疫后复苏需要循序渐进，关注暑运价格弹性

今年以来，航空板块呈现明显复苏的态势。特别是进入二季度后，国内和国际航线的旅客周转量指标都有明显的好转，但也必须承认，目前的客座率水平与疫情前还有一定差距。航司能够实现减亏的关键在于在低客座率的情况下实现了相对高的票价，这是因为经历了连续 3 年的巨亏之后，航司间价格竞争的意愿明显减弱，都采取了盈利为优先的定价策略，这是目前行业具备较强盈利弹性的最关键原因之一。

从市值表现来看，三大航今年经历了较大幅度的调整，主要是因为年初市场对行业复苏给予了过高的预期。但在市场重回理性之后，我们认为有必要重新审视当前航空股的价值。得益于航司盈利优先的定价策略，航司有望在今年旺季以及明年国际航线全面恢复后获得远超往年的价格弹性和盈利水平，以弥补之前 3 年的巨额亏空。三大航目前市值对应 24 年 PE 约 8 倍左右，处于较低水平。今年暑运是验证航空业价格弹性的重要窗口，在股价大幅下挫的情况下，目前是进行配置的较好时点。

高股息板块：重点推荐受益于改扩建逻辑的公路板块

今年低估值高股息板块股价明显跑赢大盘。我们认为除了市场风格出现转变外，与板块相关公司本身更加重视股东回报有很大的关系。以高速公路为例，2021 年之后行业 PE-TTM 与股息率同向提升，是比较罕见的现象。但通过对相关个股的复盘，我们发现单纯的稳定性与防御性很难构成投资者配置高股息资产的理由。长期来看，高股息率提供的是 PE 估值的锚；当股息率符合一定标准后，最优先考虑应该是公司的内生增长能力，而并非是直接对比各个公司的股息率高低。

我们认为受益于改扩建逻辑的高速公路相关公司会具备较强的成长性。一方面，上市公司通过路产改扩建能够大幅延长主力路产的收费年限，公司的长期经营能力得到加强，年限问题对公司的估值压制也将显著缓解；另一方面，改扩建项目大部分都符合成本小，见效快的特点，通车就能增厚业绩。我们认为这将是未来高速公路板块的重点投资方向。

投资策略总结：重视确定性增长，敢于左侧配置

针对上半年的情况，我们将下半年行业的配置重点总结以下三块：

第一是我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，很可能是长期趋势。投资者对上市公司股东回报的要求会持续提升，因此会持续利好高股息板块。我们选取了内生成长性较强的高速公路板块进行推荐，其中涉及改扩建概念的相关公司，如皖通高速值得重点关注、山东高速也明显受益于改扩建业务。

第二是对于市场预期较为悲观，上半年跌幅最大的快递板块，我们认为这是左侧布局的较好机会。对于龙头公司来说，目前有多种方式对冲价格战对盈利造成的影响，实际利润表现可能会明显好于市场预期，盈利最为稳定的中通值得重点关注，圆通也同样受益。

第三是对于基本面持续改善的航空板块，我们较为看好今年暑运的盈利弹性。航司间弱竞争的环境以及以盈利为导向的定价模式会持续较长的时间，用以修补之前 3 年疫情带来的巨额亏损，为后续盈利的超预期创造了良好的条件随着股价回调，板块出现了左侧布局的机会。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，疫情持续时间超预期，地缘政治风险等。

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴房地产】房地产行业 2023 年中期策略：行业格局重塑趋势明显，发展模式变革势在必行（20230706）

行业：销售修复动能减弱，土地市场持续弱势，行业融资未见实质改善

新房市场修复动能减弱、高低能级区域分化显著。新房市场在经历了 3 月份和 4 月份的显著回暖后，5 月开始修复动能明显减弱。整体而言，行业承压之下销售分化显著，经济发展和人口流入更具优势的高能级区域，新房销售的韧性更强。

土地成交持续萎缩，拿地更加聚焦于高能级区域。整体而言，土地市场需求依然较弱。土地成交水平在经历了 1 季度的回稳后开始陷入萎靡。高能级城市的土地市场成交明显强于低能级城市。

行业到位资金未见明显改善，信用分化下融资支持难以全面落地。行业资金面依然较为紧张，部分民营房企依然面临持续的流动性压力和较大的信用风险，金融机构的信贷投放依旧较为谨慎。

房企：房企聚焦高能级区域，央国企销售明显领先、主流房企拿地力度提升

房企更加依靠高能级区域，高均价房企销售复苏强劲，央国企销售明显领先。主流房企的销售结构上更加向高能级城市倾斜，通过销售均价的提升带动了销售额的增长。从我们跟踪的 40 家主流房企销售情况来看，销售均价更高的房企销售增速大幅领先于低均价房企，央国企销售增速大幅领先于非央国企。

主流房企拿地力度提升、拿地偏向于高能级区域、高均价央国企拿地力度更大。从我们跟踪的 38 家主流房企拿地情况来看，销售均价更高的房企拿地积极性高于低均价房企，央国企拿地积极性大幅领先于非央国企。布局高能级区域的房企，在土地市场上也更加积极；过去更多的布局低能级区域的房企，也倾向于在高级区域拿地。

央国企债券融资占比持续提升，股权融资重启下央国企占据先机。央国企债券融资增速明显领先，特别是地方国企的债券融资额还在显著增长，民企债权融资规模大幅缩减。从 A 股股权融资情况来看，国有背景房企在股权融资中依旧占据先机。目前定增落地的六家房企中有三家央企和一家地方国企，四家央国企的预计融资总额占据六家企业预计融资总额的 88.9%。

展望：行业格局正在重塑，模式变革势在必行

当前行业格局正在重塑，央国企在销售、拿地、融资、投资层面获得了全面领先，在未来将有望进一步兑现为市占率和盈利能力的领先。行业持续出清，格局重塑的背景下，当前有能力继续拿地扩张的房企迎来了难得的优质项目储备期。

房地产市场高速增长阶段已经结束，行业金融属性弱化，回归实体经济本源，改善需求成为未来主导。商品房市场的改善性需求占比持续提升。从中长期需求来看，高速工业化、高速城镇化这两个市场重要推动已近尾声，住房面积紧缺的情况已经发生了根本性的转变，叠加人口出生率和适龄购房人口的下滑，购房需求中枢在中长期的下滑已经基本成为共识。

“高负债、高杠杆、高周转”的旧模式过于强调规模和周转，属于低质量的粗放式扩张，高质量转型成为必然。供给侧的加速出清、住房供需结构的逆转和需求端的品质升级，将共同推动行业从粗放式扩张加速向高质量经营转变。我们认为，通过高质量的精细化运营提升开发业务盈利能力和提升经营服务业务的竞争力已经是大势所趋。

投资策略：基于行业格局进一步分化，“高负债、高杠杆、高周转”的粗放式发展模式难以为继的行业趋势，我们推荐两条投资主线：主线一：重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企。优质央国企有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产等龙头央国企将有望受益。主线二：具有优质的经营体系，开发主业稳健，同时在地产运营和服务领域有所建树的优质房企。我们推荐在运营效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚，同时具备较为领先的不动产综合运营能力的龙头房企。开发业务稳健，同时在不动产运营和服务领域具有一定先发优势和布局优势的龙湖集团、万科 A 等龙头房企，有望在行业发展转型过程中抢占先机。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526