

国都证券研究所晨报 20230712

【财经新闻】

- 消费市场平稳恢复，将继续担当经济“主引擎”
- 6月新增信贷显著回升，下半年社融有望稳步增长

【行业动态与公司要闻】

- 招商局出手
- “消失”的审计机构

【国都策略视点】

- 策略观点：熊末牛初转承阶段，基本面好转有待库存周期上行

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3221.37	0.55
沪深300	3869.49	0.65
深证成指	11028.68	0.78
中小综指	11899.25	0.83
恒生指数	18659.83	0.97
恒生中国企业指数	6295.85	0.97
恒生沪深港通AH股溢价	145.99	0.31
标普500	4439.26	0.67
纳斯达克指数	13760.70	0.55
MSCI新兴市场	994.89	1.33

资料来源：wind、Ifind

昨日A股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	汽车	5123.66	3.18
2	电子	4425.99	2.21
3	机械设备	3747.50	1.34
4	通信	1930.12	1.23
5	国防军工	1503.69	1.11

资料来源：wind、Ifind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	74.81	2.19
纽约期金	1937.60	0.35
伦敦期铜	8337.50	-0.54
伦敦期铝	2168.50	0.67

研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 消费市场平稳恢复，将继续担当经济“主引擎”

【上海证券报】今年以来，消费对经济增长拉动作用逐步提升。一季度最终消费支出对经济增长的贡献率达到 66.6%，前 5 个月社会消费品零售总额同比增速比一季度加快 3.5 个百分点，市场呈现服务性消费增势良好、大宗消费蓄力回升、新业态新模式不断涌现等特点。

受访专家称，随着下半年促消费政策持续发力，市场有望保持平稳增长势头，消费仍将发挥经济增长的“主引擎”作用。

汽车“挑大梁”，大宗商品消费蓄力增长

夏日炎炎，北京北三环外的汽车园内，前来看车买车的消费者络绎不绝。“我们的新能源车型很受 90 后的青睐。今年新能源汽车的政策优惠很多，带动了我们的销量。”一汽红旗 4S 店销售负责人告诉上海证券报记者。

在部分地区加大补贴力度的带动下，汽车消费保持较快增长。乘联会最新数据显示，6 月全国新能源车市场零售 66.5 万辆，同比增长 25.2%，环比增长 14.7%。今年以来累计零售 308.6 万辆，同比增长 37.3%。

作为消费的“四大金刚”，汽车、家电、家居、餐饮共占社会消费品零售总额的四分之一左右，是消费的“顶梁柱”，也是扩大消费的重点领域。

一系列扩大重点领域消费的政策加快部署。国务院常务会议审议通过的《关于促进家居消费的若干措施》即将发布，商务部等四部门出台了关于促进绿色智能家电消费的若干措施。

“促消费措施的效果会逐步显现，内需潜能将逐渐释放，家居、家电等行业的市场销售有望逐步回暖。”星图金融研究院高级研究员付一夫说。

旅游“链条长”，服务消费持续回暖

7 月的天津古文化街，挤满了前来游玩的年轻面孔。有人品尝着耳朵眼炸糕、天津麻花等特色小吃，有人围在杨柳青画社、泥人张彩塑工艺品等民俗店铺。“刚放假我们就相约来天津找同学玩，虽然热了点，但可逛的店还挺多的。”暑期出游的大学生小王告诉记者。

旅游消费不断升温，端午假期刚过，暑期游热潮又来袭。多家旅游平台统计预测，今年暑期市场热度有望全面超过 2019 年同期。文化和旅游部数据中心初步研判，今年暑期旅游可能实现全年 27% 至 30% 的市场份额。

去哪儿大数据研究院研究员肖鹏分析，积累了 3 年的亲子暑期出游需求将在今年释放，许多旅客为孩子购买了“人生第一张机票”，开启新的旅程。从这些新用户中，可以看到消费恢复的潜力。

“今年上半年的旅游经济运行可以用‘高开稳走、逐季回暖’来概括。”中国旅游研究院院长戴斌表示，今年二季度居民出游意愿为 92.87%，同比增长 5.9%，已达到近 10 年最高的出游意愿水平。

旅游回暖不仅能带动景区门票收入，而且有利于“吃住行游购娱”整个旅游链条发展。数据显示，今年上半年，全国演出票房收入 167.93 亿元，同比增长超 6 倍；5 月，全国餐饮收入同比增长 35.1%，增速比商品零售高 24.6 个百分点。

东方金诚首席宏观分析师王青表示，预计下半年社会消费品零售总额同比增速将回升，以旅游、文化娱乐为代表的服务消费将继续处于较快增长状态，并成为拉动下半年消费增长的主力。

新业态迸发，激发新消费增长点

朝外一盒是北京市内朝外老商圈今年新开发的商业空间，已陆续有多家首店和品牌独家概念店入驻。23 岁的上班族李玉说：“这里有各种有趣又可爱的东西，衣服、潮玩、文创等，很多原创品牌，我很喜欢，一有空就会约着朋友一起来吃吃喝玩逛逛。”

今年以来，以美食文化旅游为代表的消费新场景不断涌现，直播带货、即时零售、首店经济等新商业模式热度不减，为消费市场增添活力。

国家统计局数据显示，前 5 个月，社会消费品零售总额同比增长 9.3%，比 1 至 4 月加快 0.8 个百分点。多家机构预测，下半年整体消费增速有望继续回升。

植信投资研究院首席经济学家连平分析，下半年，传统消费旺季到来、房地产行业企稳和汽车销售持续向好等多重积极因素将推动消费保持较快增长，预计全年消费增长 10% 左右。

近期，国家发展改革委、商务部等多部门不断释放促消费政策还将加码的信号。国家发展改革委透露正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，商务部表示将围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量发展，出台针对性的配套举措。

王青说，在一批稳增长政策陆续出台带动下，三季度经济复苏动能有望转强，这也将带动居民就业和收入情况好转，改善消费能力，提振消费信心。

■ 6月新增信贷显著回升，下半年社融有望稳步增长

【上海证券报】在经历连续两个月的慢节奏后，6月信贷投放再次提速。根据中国人民银行7月11日发布的数据，6月人民币贷款增加3.05万亿元，同比多增2296亿元；6月末，广义货币（M2）余额287.3万亿元，同比增长11.3%；初步统计，2023年6月社会融资规模增量为4.22万亿元，比上年同期少9859亿元。

从整个上半年看，人民币贷款增加15.73万亿元，同比多增2.02万亿元；人民币存款增加20.1万亿元，同比多增1.3万亿元；社会融资规模增量累计为21.55万亿元，比上年同期多4754亿元。

分析人士称，6月新增信贷显著回升，信用扩张再度加速，信贷结构有所优化。下半年，需求恢复与宏观调节力度加大，将继续推升信贷和社融稳步增长。

新增信贷显著回升

中国民生银行首席经济学家温彬表示，从金融数据可以看出，在季节性效应和政策加力下，6月新增信贷明显回升，信用扩张再度加速，企业与住户贷款均大幅放量，票据融资同比减少，信贷结构有所优化。

“从整个上半年看，信贷投放靠前发力，有效满足了实体经济融资需求。”招联首席研究员董希淼表示，在5月触底之后，6月社会融资和信贷投放呈现季节性回升态势，部分数据好于预期。这表明随着支持经济持续回升的政策措施陆续出台，市场信心和预期回暖，融资需求有所修复。

从贷款结构看，上半年，住户贷款增加2.8万亿元，企（事）业单位贷款增加12.81万亿元。

温彬表示，4月至5月信贷投放节奏有所放缓。6月以来，逆周期调节政策加力，降息落地刺激投资和生产需求，在季末信贷冲量和政策继续引导支持制造业、基础设施建设等领域作用下，企业贷款仍有支撑，企业中长期贷款依然是新增信贷的重要拉动力量。票据融资同比大幅少增，信贷结构较去年明显优化。

“住户部门贷款延续自年初以来的长短端分化格局。”中信证券首席经济学家明明表示，“618”促销活动、端午假期等因素叠加低利率环境，推动零售端信贷表现较好。但居民对中长期贷款的需求相对低迷、仍待提振，这主要是因为居民提前还贷现象延续叠加购房需求不强。

M2增速延续回落

初步统计，2023年上半年社会融资规模增量累计为21.55万亿元，比上年同期多4754亿元。6月，社会融资规模增量为4.22万亿元，比上月多2.67万亿元，比上年同期少9859亿元。

温彬表示，在高基数效应下，6月社融规模同比增速有所下行。在结构上，人民币贷款仍然是新增社融的主要贡献项；在基数效应下，政府债净融资是社融的主要拖累，后续伴随地方债发行加快，政府债净融资有望触底回升，进一步增强对社融的支撑；企业债券融资较上个月季节性改善；委托贷款、信托贷款和股票融资等实现同比多增。

6月末，M2余额287.3万亿元，同比增长11.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和0.1个百分点。

明明认为，M2增速延续回落，一方面源于中国人民银行在目前相对宽松的流动性环境下延续稳健基调，在货币供给上保持定力，流动性投放较为谨慎；另一方面，去年5月起，M2增速进入上行通道后带来的高基数，也对今年数据形成压力。

信贷社融有望稳步增长

展望下半年，中国首席经济学家论坛理事长、植信投资首席经济学家兼研究院院长连平认为，下半年需求恢复与宏观调节力度加大将继续推升信贷和社融稳步增长，其中信贷恢复节奏可能相对更快。

连平预计，下半年新增信贷有望接近10万亿元，同比多增2.4万亿元，全年增量预计超过25万亿元；社融增量有望接近13万亿元，同比多增2.1万亿元，全年增量超过35万亿元；M2增速保持在11.0%至11.5%左右。

“未来信贷合理增长、节奏平稳的大趋势是明朗的，我们对下一阶段的信贷宜保持理性、乐观的态度。”光大证券首席固收分析师张旭表示。

温彬表示，近期多项经济数据显示，当前经济修复进程放缓，终端需求仍不强，物价延续低位运行，亟需政策进一步加力稳固。当前稳经济政策正在逐步发力，政策加力将驱动下半年信用稳定扩张，并进一步提振经营主体信心、激发内生投资和消费需求，巩固经济稳步回升的基础。

“虽然6月金融数据较5月边际好转，但后续金融数据的改善能否延续仍有待观察。”明明表示，信贷投放提速可能与季末考核等因素有关，票据利率以及贷款需求指数等数据仍反映信贷投放依然承压，实体经济修复过程并非一帆风顺，因此短期内货币政策并不具备转向的前提。往后看，7月是重要的稳增长政策窗口期，市场仍将延续对宽信用政策力度展开博弈。

仲量联行大中华区首席经济学家庞溟预计，下半年我国稳健的货币政策将继续强调精准有力，充分释放出加强逆周期调节、前瞻性指引和预期管理的政策信号，继续推动实际贷款利率、企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。

【行业动态与公司要闻】

■ 招商局出手

【上海证券报】国内数据中心运营龙头秦淮数据的私有化进展再起波澜。

7月10日，招商局资本控股（国际）有限公司（简称“招商资本”）在其官网突然宣布，于2023年6月向纳斯达克上市公司秦淮数据集团控股有限公司（简称“秦淮数据”）董事会特别委员会提出了一份非约束性初步要约，拟以每股A类或B类普通股4.6美元现金，或每股美国存托股份（ADS）9.2美元现金收购该公司所有已发行的普通股，包括以美国存托股份（ADS）代表的A类普通股。

据悉，该笔交易作价约34亿美元，相当于约250亿元人民币。招商资本称，交易完成后，将与秦淮数据集团管理团队紧密合作，以助力公司加速下一阶段的发展战略部署，进一步提升公司作为亚洲领先数据中心平台的核心实力。

招商资本为央企招商局集团旗下公司，也是亚洲最大的另类资产管理公司之一。截至2022年12月31日，其资产管理规模超过400亿美元。

此前，贝恩资本曾计划以约29.3亿美元将秦淮数据私有化。如今，招商资本的陡然出现使这笔交易的走向出现变数。

7月10日（美东时间）收盘，秦淮数据跳涨12%，收报8.13美元/股，总市值29.8亿美元。

两大机构的争抢

招商资本表示，本次提出价格为秦淮数据股东提供了比不受干扰的交易价格（公司ADSs于2023年6月5日的收盘价）高出52.6%的溢价；提供较公司美国存托股份（ADS）于2023年6月5日前最后30个交易日的成交量加权平均收盘价高出61.1%的溢价。

仅在一个月前，贝恩资本刚对秦淮数据提出私有化要约。

6月7日，秦淮数据发布公告称，公司独董洪伟力、于刚、Thomas J.Manning组成的特别委员会，审议此前6月6日由公司控股股东贝恩资本提出的私有化收购要约。

贝恩资本提议，以每股A类或B类普通股4美元的现金，或每股美国存托股票8美元的现金，收购贝恩股东尚未拥有的秦淮数据所有流通普通股，包括由美国存托股票（ADS，每股代表两股A类普通股）代表的A类普通股。根据上述要约，秦淮数据估值为约29.3亿美元。

因此，本次招商资本的出价较贝恩资本提高15%。

截至3月31日，贝恩资本持有秦淮数据44.6%的股权，拥有的投票权比例超过80%。

上述消息发布后，秦淮数据股价大幅跳涨，当日收涨10.51%，但未达到8美元的收购价格。

两家机构的收购价格定价如何？

“虽然贝恩资本、招商资本的要约价格均有溢价，但相比秦淮数据2020年的IPO价格仍缩水较多。同时，出价约为30倍的市盈率，也远低于秦淮数据的海外同行，如Equinix、Digital Realty的估值水平。”一位长期关注数据中心的私募基金负责人对记者说。

秦淮数据的魅力

秦淮数据此前一直是各路资本炙手可热的收购目标。

贝恩资本最早于2019年从网宿科技手中收购了秦淮数据，并将其与自己旗下一家名叫的Bridge Data Centres的公司合并，成为中国三大独立数据中心运营商之一，在马来西亚和印度均有业务。

目前，秦淮数据是亚太新兴市场领先的中立第三方超大规模算力基础设施解决方案运营商，是在中国、印度和东南亚市场建造新一代超大规模数据中心的先行者，同时专注于信息技术产业生态基础设施规划、投资、设计、建造和运营。

截至3月，秦淮数据全球已运营及在建数据中心共33座，运营容量639MW；IT总容量898MW，预计未来一年内总容量突破1000MW。

据公司介绍，一季度新增的78MW签约容量中，69MW来自海外。截至一季度末，海外投运容量75MW，比上年同期增长275%；上架容量49MW，同比提升562%，位于马来西亚的柔佛超大规模数据中心一期满架运行。

在国内，位于山西灵丘的220kV输变电工程正式投产，为亚太最大单体园区数据中心提供稳定电力；与甘肃省人民政府签署零碳算力基础设施项目战略合作协议，未来3-5年将打造150MW数据中心基地。

受此影响，今年一季度，秦淮数据实现营收14.44亿元，同比增长56.8%；实现净利润2.53亿元，同比增长167.5%。

对于秦淮数据未来的经营展望，有券商研究机构表示，随着云服务和人工智能等新技术的兴起，市场对数据存储和计算能

力的需求猛增，将带动运营商业绩长期提升。

■ “消失”的审计机构

【上海证券报】作为一家有着 41 年历史、曾长期在广东排名居前的会计师事务所，广东正中珠江会计师事务所（下称“正中珠江”）因“一案破产”黯然落幕。执业证书被注销后，监管层对正中珠江及其合伙人的追责仍在持续。

今年 6 月以来，包括康美案在内的多起资本市场造假案均有新进展。在这些案件中，中介机构均被判承担一定的赔偿责任。中介担责赔偿不仅将为投资人减小损失，而且是对新证券法对于中介机构责任界定的进一步落实，将震慑中介机构，促使其严格履行职责，营造风清气正的资本市场生态。

审计机构注销，合伙人被追加为被执行人

“零容忍”不仅仅是一句口号，而且是“一追到底”的行动。近日，北京市高级人民法院（下称“北京高院”）终审裁定，康美药业财务造假案涉案会计师事务所正中珠江暂无财产可供执行证监会行政处罚罚没款，证监会有权追加正中珠江合伙人杨文蔚为被执行人。这意味着，杨文蔚将对正中珠江未缴纳罚款金额（5130 万元）承担无限连带责任。

对正中珠江的行政处罚要追溯至 2021 年。当年 2 月份，因在康美药业财务造假案中未勤勉尽责，正中珠江及其相关人员被证监会处罚。其中，正中珠江被罚没合计 5700 万元。作为康美药业 2016 年至 2018 年年度财务报表审计报告签字注册会计师，杨文蔚被处以 10 万元罚款。

面对 5700 万元的巨额罚单，正中珠江在缴纳部分罚没款后，选择注销执业许可。

2022 年 7 月 21 日，广东省财政厅发布会计师事务所终止公告，宣布注销正中珠江执业证书，该所不得以会计师事务所名义开展业务、不得从事注册会计师法定审计业务。

公开资料显示，正中珠江曾长期是广东地区综合排名第一的会计师事务所，2017 年业务收入 4.92 亿元；2020 年业务收入 1.76 亿元，位列中国注册会计师协会的百家排行第 53 名。然而，2021 年的百家排行中，已没有正中珠江的身影。

震慑中介机构，多起造假案处罚落地

6 月以来，除康美案外，亨达股份定增造假案、昆山美吉特灯都欺诈发行案等多起案件均有新进展，其中，亨达股份案为首例新三板定增虚假陈述案，昆山美吉特灯都案为全国首例资产支持证券（ABS）欺诈发行民事赔偿案。

在上述三起案件中，中介机构均被判承担一定的赔偿责任。亨达股份案中，会计师事务所担责 20%、券商担责 2%；昆山美吉特灯都案中，4 家中介机构也被判连带赔偿，其中财务顾问被判承担 100% 连带赔偿责任。

康美案中，对于承担连带责任的正中珠江和杨文蔚而言，后续还将有更大的压力。据了解，2021 年 11 月，广州中院作出一审判决，康美药业被判向 52037 名投资者赔偿投资损失约 24.59 亿元，其中，审计机构正中珠江因未实施基本的审计程序，须承担 100% 的连带赔偿责任，正中珠江合伙人和签字会计师杨文蔚在正中珠江承保范围内承担连带赔偿责任。

多起造假案引发的一系列连锁反应，无疑给中介机构敲响了警钟。广西大学副校长、南开大学金融发展研究院院长田利辉表示，这些案例将推动合伙人更加审慎规范严格地管理事务所、提升中介机构的专业和勤业能力、助力形成风清气正的市场生态。同时，落实事务所合伙人被追加承担无限连带责任能够有效打击财务造假、有效防范财务造假，进而形成不敢造假、不能造假和不想造假的生态。

执业生态将变，部分中介或主动退出

因为一起造假案，一家审计机构从此消失。因执业过程中的重大过失，中介机构接连被判承担连带赔偿责任，个个代价无疑是巨大的。除此之外，这些案例有可能重塑中介机构的生态。

国浩律师事务所合伙人黄江东表示，上述案件的裁定会对中介机构群体形成有力震慑。康美案在中介机构承担连带责任的基础上进一步将责任穿透至中介机构的责任人员，中介机构从业人员将更深刻感受到巨额违法违规成本的威慑力，进而督促从业人员勤勉尽责。

黄江东认为，压实中介机构责任将加速中介机构市场的优胜劣汰。中介机构连带赔偿责任常态化会加速淘汰执业质量差的中介机构。虽然短期内会加大从业人员的压力，但长期来看市场的整体执业质量将会提升。

黄江东说，中介机构民事、行政责任的加重可能会导致部分中介机构的主动退出。除前述由市场端启动的中介机构被淘汰之外，后端责任过重亦会使得中介机构选择主动退出。为避免承担过高的行政与民事责任，中介机构会通过在前端投入更多成本以提高执业质量，然而部分无法有效控制成本与收益平衡的中介机构则会迫于责任风险的压力退出市场。

此外，在压实中介机构责任的同时，执法精准度也应当相应提高。黄江东表示，中介机构责任的加重会影响中介机构规模，过于严苛的执法将会对市场产生负面影响。监管执法的精准度应相应提升，促使中介机构勤勉尽责的认定标准更加精准，进而影

响民事责任的认定。在“比例连带责任”的框架下，中介机构的责任将会与其履职情况相匹配。

【国都策略视点】

■ 熊末牛初转承阶段，基本面好转有待库存周期上行

1、大盘指数估值已调整至历史偏低位置。过去两年半的趋势震荡下行后，A股主要指数下跌幅度普遍达30-45%，对短期经济下行磨底及中期增长中枢下移的预期反应较为充分，估值已处于安全偏低。当前（截至6/29）市场估值普遍下修至近十年偏低分位数，主要指数的滚动PE普遍回落至近十年分位数的20-40%，万得全A、万得全A（剔除金融石油石化）、沪深300、中证500、创业板指、科创50的滚动PE分别为17.5、28.6、11.6、22.9、32.0、42.0倍，分别位于近十年历史分位数的39.3%、42.6%、27.1%、22.1%、4.2%、18.1%；创业板指估值已调整指近十年底部。

行业估值分布来看，近六成一级行业的滚动PE降至近十年分位数40%下方，尤其有色金属、煤炭、锂电池、电气设备及新能源、银行、半导体、交运、保险、医药生物等周期价值与科技成长行业滚动PE已位于近十年分位数的10%下方；而滚动PE位于近十年分位数60-80%较高区间的房地产、传媒、公用事业、休闲服务、计算机、汽车，主要系当前盈利能力位于低谷期所致，其PB普遍位于近十年分位数的20-45%偏低区间。

2、市场驱动力：指数方向以ROE变化为周期核心动力。驱动股市的两大核心变量为业绩与估值，且盈利能力ROE变化为决定中长期指数运行的核心动力，而估值升降为市场周期变化中的先行放大器，反应逆周期政策调整预期的流动性松紧变化与盈利预期曲线变化的提前计入。统计近25年前五轮牛熊转换指数周期的运行规律（A股一轮完整牛熊周期平均4-5年），皆以核心驱动因素，即以上市公司盈利能力ROE变化预期为根本，且指数曲线波动一般领先盈利曲线升降1-2个季度。

回顾最近一轮A股牛熊转换周期曲线来看，主要指数的牛市发轫于18Q4-19Q1，指数趋势上涨至21Q1-Q4，各指数牛市周期2-2.5年不等，随后各指数见顶下行至22Q4-23Q2底部，由指数顶端至底部的熊市回调周期普遍已达2年左右。盈利能力ROE曲线变化来看，19Q1-20Q1触底回升，并相继于21Q2前后见顶回落，指数曲线变化领先ROE曲线1-2个季度。

3、中期市场周期研判：当前处于熊末牛初转承阶段。21年内各指数相继见顶转为趋势下行，大盘指数于22年4、10月二次探底，23年创业板指最后探底，期间主要指数与行业调整幅度普遍达35-40%，各板块调整时长普遍已达2-2.5年，对比前20年四轮大调整期的跌幅与时长，本轮A股调整程度已超过历次均值。过去两年半A股的趋势下行与底部反复震荡，已对美元超预期加息、国内疫情反复、地缘冲突、经济下行等四大压力因素消化殆尽。

22年末随着国内防疫政策的调整，经济恢复预期骤升，提振指数显著反弹2-3个月；但23年3-6月，疫后经济恢复强弱快速变化、稳增长政策力度的不确定、中期经济增长中枢的担忧等多重因素约束，23年上半年主要指数仍处于底部反复盘整阶段；而随着23年下半年国内一揽子稳增长政策有望出台、美元加息步入尾声及A股盈利曲线触底在即，当前A股正处于熊末牛初转承阶段。

从盈利曲线来看，统计近十年A股上市公司的ROE变化曲线，经历了两轮上行、三轮下行周期，且每轮上行、下行周期平均约两年左右；目前A股主要指数的ROE处于自21Q2见顶下行周期，下行时长普遍已达7个季度，大概率位于下行底部末端。

4、库存周期前瞻：工业企业去库存见底在即，三季度末有望转为补库存。4、5月工业生产增速连续低于预期，反应当前内需不足、外需走弱双重压力之下，工业通缩阶段企业盈利下行，工业企业主动去库存压力持续。22年10月至今，PPI同比转负已连续八个月，且23年2-5月同比降幅显著扩大至-4.6%，预计6月同比降幅仍在-4.5%附近低谷；规模以上工业企业利润总额累计同比已连续九个月负增长，但降幅已连续三个月缓慢收窄，前5月同比-18.8%。

工业通缩及工业企业利润持续承压下，企业去库存压力持续，22年4月工业企业产成品存货累计同比+20.0%见顶后，已连续十一个月趋势回落至23年5月的+3.2%，且4、5月主动去库存明显加速，此前四个月产成品存货累计同比增速保持在11-9%小幅回落；同时中采制造业PMI原材料库存指数已连降三个月至5月的47.6%。

此外，以上需求不足、工业通缩及盈利承压下，工业产能利用率也明显下降，生产供给端下行，进一步加速工业去库存。23年一季度全国工业产能利用率为74.3%，同比下降1.5个百分点、环比下降1.4个百分点，且位于2Q20以来最低水平；工业产能利用率回升，也有待下半年工业通缩缓和。

从当前工业产成品库存累计同比已由高点20%趋势下行逾一年，且5月加速去库存至3.2%，已显著低于近十年平均值与中值8.2%；同时，PPI有望于23年8月明显收窄，并结合工业库存周期曲线变化一般滞后于PPI曲线3-6个月的经验，综合判断本轮工业去库存周期有望于23年9月前后见底，即乐观预计四季度或有望转为主动补库存阶段。

风险提示：国内房地产持续下行、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突恶化、海外市场大幅震荡等风险。

(数据来源：Wind，国都证券)

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上