



A股投资策略周报

策略资讯周刊

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

翻多 A 股：8 月将可能成为新一轮上涨行情起点

前期报告提要与市场聚焦

5 月以来在人民币贬值的压力下，A 股呈现反复调整。期间，背后影响逻辑有二：一是中美经济预期差持续收窄；二是中美货币政策预期背离，导致资本回流美国。只有上述掣肘因素“被击破”A 股方有望走出阶段性反弹甚至反转。

市场聚焦：1、国内经济形势判断、趋势演变？2、7 月美联储议息会议及货币政策“拐点”何时出现？3、A 股调整时间与空间？4、A 股何时反转，条件几何？

国内经济核心驱动力：已现筑底迹象

我们认为国内经济的其他领域依然存在亮点，甚至已经观察到筑底迹象：（1）工业生产加快修复，预计 2023Q3 国内工业企业利润有望加快回升。然而，期待企业利润“阶梯式”显著改善（即质变），仍需静待 PPI 转正；（2）基建与制造业为投资端亮点，新动能表现较优；（3）内需将有望持续性改善，静待 2023H2 消费复苏“由弱转强”。

A 股上涨的“第一把火”：美国经济实质性衰退开启及美联储货币政策首次转向

站在当前时点，我们对 A 股市场的展望，将通过两个维度展开分析：一是下行空间。二是上行驱动。前者，无论从风险溢价（ERP）还是股债收益比来看，均显示向下空间已较为有限。后者我们认为驱动有两个方面：（1）国内经济的核心驱动力已出现筑底迹象，考虑到 7 月度政治局会议召开，经济企稳回升预期将有望得到不断强化。（2）预计最快 2023Q3 美国经济与通胀或共振回落，故我们判断 7 月美联储货币政策或将迎来“首次转向”。基于我们此前构建的美债收益率“驱动三因子”模型，判断 2023Q3 美债收益率或大概率中枢下行。2023H2 A 股上涨的“第一把火”，即美国经济实质性衰退开启及货币政策首次转向（停止加息），届时，中美经济预期差扩大及利息差“倒挂”的不利形势方有望“扭转”，人民币汇率的贬值压力才可能得到持续缓解。倘若后续国内经济复苏的相关指标，包括：M1 及工业用电量回升、PPI 筑底回升、储蓄率明显下降、CPI 企稳等持续兑现，并走向“被动去库”的全面复苏阶段，回首当下：7 月末~8 月初将可能就是 A 股新一轮上涨行情的起点。

三、配置建议

（一）抓住有业绩驱动、业绩拐点预期的“硬科技”，重点配置：（1）一是“智能汽车/无人驾驶”大赛道的确定性机会；（2）机械自动化（包括机器人、工业母机等）更受益于行业景气周期筑底回升；（3）公用事业，尤其电力行业，受益于成本下降及用电量回升，净利率改善明显；（4）医药生物或受益于美国利率中枢下行，有利于海外医药投资回升；（5）电力设备有望反弹：包括：大储、充电桩、电网、光伏（HJT）等未来仍具成长性，且目前估值已经降至合理偏下水平的细分领域。（二）AI 依然有机会，将受益于业绩拐点逐步清晰+流动性趋势回升+机构加仓，但大概率出现分化，择股性价比方向。

风险提示

国内经济复苏不及预期；美国通胀及货币紧缩超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 国内经济核心驱动力：已现筑底迹象.....	4
2.2 A股上涨的“第一把火”：美国经济实质性衰退开启及美联储货币政策首次转向.....	5
三、市场表现回顾.....	6
3.1 市场回顾：市场主要指数全线下跌，风险偏好回落.....	6
3.2 市场估值：A股主要指数估值全线下跌.....	8
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比上升.....	9
3.4 盈利预期：多数指数盈利预期下调.....	12
四、下周经济数据及重要事件展望.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 2023 年 6 月工业生产修复加快.....	4
图表 2： 2023Q2 房地产表现持续低迷.....	4
图表 3： 制造业投资具备韧性且高技术制造业表现较优.....	5
图表 4： 制造业（尤其高技术）中长期贷款保持较快增长.....	5
图表 5： 6 月单月数据来看社零增速存在边际改善的迹象.....	5
图表 6： 居民可支配收入：往往受益于企业利润改善.....	5
图表 7： 2016 年以来人民币汇率贬值初期，市场往往趋于下跌；贬值中后期，市场可能出现反弹.....	6
图表 8： 本周（7.14-7.21）A股主要指数全线下跌，海外权益市场主要指数涨跌互现.....	7
图表 9： 本周（7.14-7.21）一级行业跌多涨少，房地产、建筑材料、农林牧渔等行业涨幅居前.....	8
图表 10： 本周（7.14-7.21）A股主要指数估值全线回落，海外主要指数估值涨跌互现.....	9
图表 11： 本周（7.14-7.21）各行业估值多数下跌.....	9
图表 12： 万得全 A ERP 接近“1 倍标准差上限”.....	10
图表 13： 上证指数 ERP 接近“1 倍标准差上限”.....	10
图表 14： 沪深 300 ERP 超过“1 倍标准差上限”.....	10
图表 15： 创业板指 ERP 超过“2 倍标准差上限”.....	10
图表 16： 万得全 A 股债收益差刺破“2 倍标准差下限”.....	10
图表 17： 上证指数股债收益差刺破“2 倍标准差下限”.....	10
图表 18： 沪深 300 股债收益差刺破“2 倍标准差下限”.....	11
图表 19： 创业板指股债收益差刺破“2 倍标准差下限”.....	11



图表 20: 金融的 ERP 超过“1 倍标准差上限”	11
图表 21: 周期的 ERP 接近“1 倍标准差上限”	11
图表 22: 消费的 ERP 接近“1 倍标准差上限”	11
图表 23: 成长的 ERP 超过“1 倍标准差上限”	11
图表 24: 金融股债收益差接近“2 倍标准差下限”	12
图表 25: 周期股债收益差刺破“2 倍标准差下限”	12
图表 26: 消费股债收益差刺破“2 倍标准差下限”	12
图表 27: 成长股债收益差刺破“2 倍标准差下限”	12
图表 28: 本周 (7.14-7.21) 主要指数盈利预期均下调	13
图表 29: 本周 (7.14-7.21) 多数行业盈利预期下调	13
图表 30: 下周全球主要国家核心经济数据一览	14
图表 31: 下周全球主要国家重要事件一览	14



一、前期报告摘要与市场聚焦

前期观点回顾：5月以来在人民币贬值的压力下，A股呈现反复调整。期间，背后影响逻辑有二：一是中美经济预期差持续收窄；二是中美货币政策预期背离，导致资本回流美国。只有上述掣肘因素“被击破”A股方有望走出阶段性反弹甚至反转。

当下市场聚焦：1、国内经济形势判断、趋势演变？2、7月美联储议息会议及货币政策“拐点”何时出现？3、A股调整时间与空间？4、A股何时反转，条件几何？

二、策略观点及投资建议

2.1 国内经济核心驱动力：已现筑底迹象

二季度GDP当季同比6.3%，低于Wind一致预期6.8%；剔除基数效应后，两年复合增速来看，二季度GDP当季同比3.31%，增速环比一季度回落了1.34pct。这意味着总量经济数据不仅低于市场预期，同时随着疫后积压的需求逐步释放，二季度经济复苏动力已出现放缓压力。结构上来看，二季度经济主要受到地产和外需的拖累。不过，我们认为国内经济的其他领域依然存在亮点，甚至已经观察到筑底迹象。具体来看：

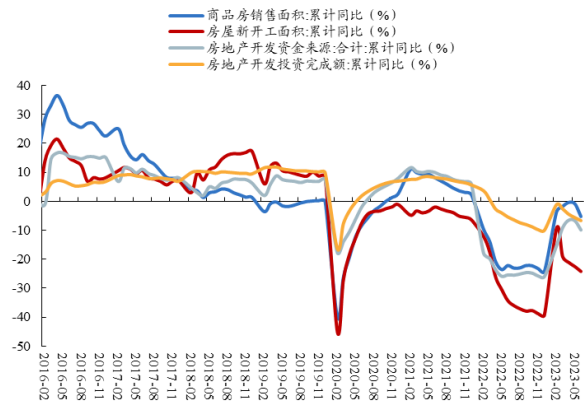
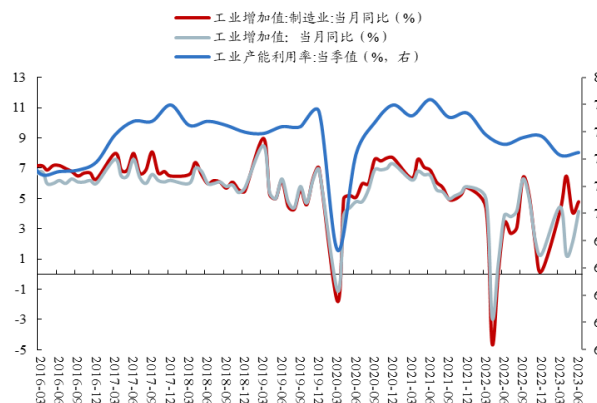
(1) 工业生产加快修复，预计2023Q3国内工业企业利润有望加快回升。从两年复合增速来看，2023年6月工业增加值当月同比4.1%，增速环比上月扩大了2pct，在2022年高基数的背景下同比增速扩张显示6月工业生产修复加快。期间，工业产能利用率亦开始出现底部企稳回升的迹象，2023Q2工业产能利用率为74.5%，环比上季度回升了0.2pct。考虑到2023Q3 PPI进一步下行空间有限，且将有望筑底回升（M1向PPI传导周期约9个月），意味着工业企业利润将有望受益于量、价回升；同时，基于PPI_2年CAGR仍然向下，其与企业净利率保持较强负相关性，综上，我们判断2023Q3国内工业企业利润增速将大概率趋于回升。然而，期待企业利润“阶梯式”显著改善（即质变），仍需静待PPI转正。

(2) 基建与制造业为投资端亮点，新动能表现较优。从两年复合增速来看，2023年6月固定资产投资累计同比为4.9%，虽然自年初以来持续放缓，但结构上基建与制造业投资增速均具备韧性。其中，2023年6月基建投资累计同比为10%，增速连续两个月回升且年初以来持续处于9%以上；制造业投资累计同比为8.2%，尽管增速环比上月略微放缓了0.1pct，但整体表现仍具备韧性且下行斜率趋缓，呈现企稳特征。行业结构上来看，在政策的支撑下呈现出高技术产业优于整体的特征。从两年复合增速来看，2023年6月高技术产业、高技术制造业、高技术服务业的累计同比分别为16.3%、17.6%和13.2%。事实上，根据央行在7月发布会上指出，6月末制造业中长期贷款同比增长40.3%，其中高技术制造业中长期贷款同比增长41.5%。

(3) 内需将有望持续性改善，静待2023H2消费复苏“由弱转强”。从两年复合增速来看，2023年6月社零当月同比3.1%，相比5月的2.5%回升了0.6pct，结束了连续三个月的放缓趋势，这亦与6月居民短期贷款回升、存款回落得到相互验证。同时，就消费能力而言，一方面，6月居民可支配收入同比增长5.4%，环比明显提升了1.4pct；另一方面，5月城镇新增就业人数（剔除换工作）同比增长0.3%，扭转了过去3年以来的长期负增长，且二季度失业率进一步回落至5.2%；不过，我国就业市场结构性分化较大，虽然25~59岁人员失业率已由去年的5%以上将至4.1%，但16~24岁调查失业率则进一步上升至21.3%，或反应企业生产、服务已逐步恢复，但进一步扩张意愿依然较弱。综上，我们认为国内居民消费能力已经出现企稳迹象，且伴随2023Q3企业利润逐步改善，居民薪资有望趋于提高，在此驱动下，社零需求的复苏将大概率具备可持续性，甚至下半年在储蓄率释放的影响下，国内将有望“由弱转强”。

图表1：2023年6月工业生产修复加快

图表2：2023Q2房地产表现持续低迷

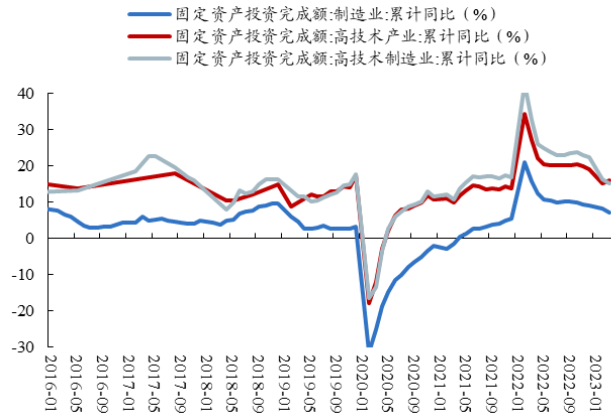


来源：Wind、国金证券研究所

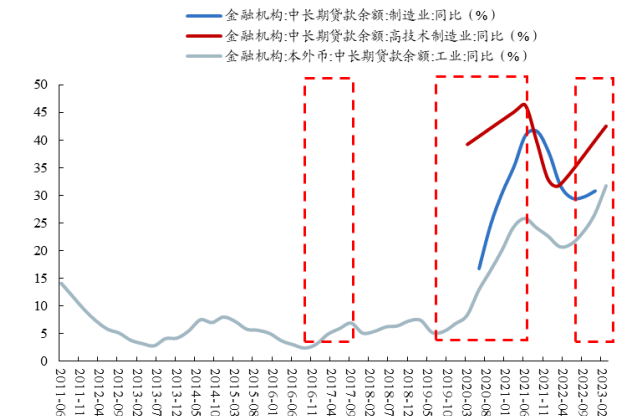
来源：Wind、国金证券研究所



图表3: 制造业投资具备韧性且高技术制造业表现较优



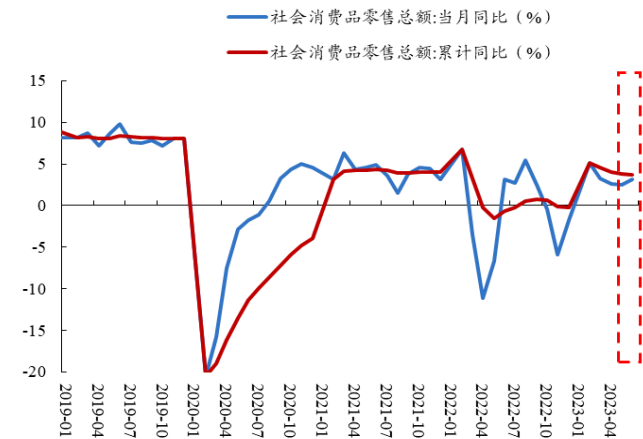
图表4: 制造业 (尤其高技术) 中长期贷款保持较快增长



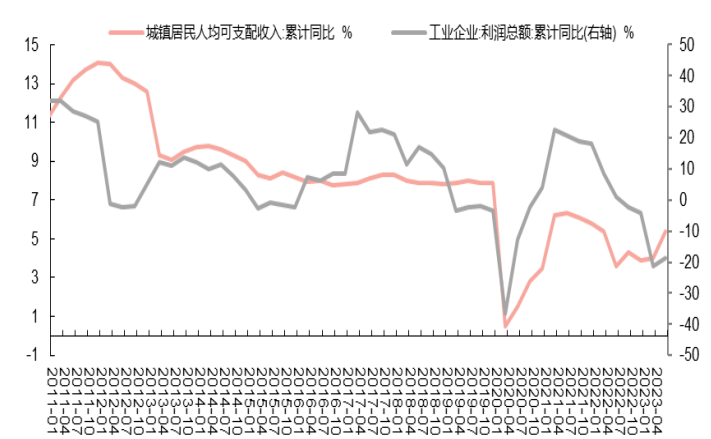
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 6月单月数据来看社零增速存在边际改善的迹象



图表6: 居民可支配收入: 往往受益于企业利润改善



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.2 A股上涨的“第一把火”: 美国经济实质性衰退开启及美联储货币政策首次转向

站在当前时点,我们对A股市场的展望,将通过两个维度展开分析:一是下行空间。二是上行驱动。就向下空间而言,A股市场无论从风险溢价(ERP)还是股债收益比来看,均处于“高性价比”区间,意味着向下空间已经较为有限。后者我们认为驱动有两个方面:(1)国内经济的核心驱动力已出现筑底迹象,考虑到7月度政治局会议召开,经济企稳回升预期将有望得到不断强化。(2)美国制造业乏力、消费需求走弱,该国经济实际已进入到“主动去库”的衰退期,预计最快美国经济与通胀或在2023Q3共振回落,故我们判断7月美联储或将是年内最后一次加息(即货币政策首次转向)。基于我们此前构建的美债收益率“驱动三因子”模型,判断2023Q3美债收益率或大概率中枢下行。显然,2023H2 A股上涨的“第一把火”,即美国经济实质性衰退开启及货币政策首次转向(停止加息),届时,中美经济预期差扩大及利差“倒挂”的不利形势方有望“扭转”,人民币汇率的贬值压力才可能得到持续缓解。倘若后续国内经济复苏的相关指标,包括:M1及工业用电回升、PPI筑底回升、储蓄率明显下降、CPI企稳等持续兑现,并走向“被动去库”的全面复苏阶段,回首当下:7月末~8月初将可能就是A股新一轮上涨行情的起点。

配置建议: (一) 抓住有业绩驱动、业绩拐点预期的“硬科技”,重点配置:看好顺序依次:(1) 一是“智能汽车/无人驾驶”大赛道的确定性机会;(2) 机械自动化(包括机器人、工业母机等)更受益于行业景气周期筑底回升;(3) 公用事业,尤其电力行业,受益于成本下降及用电量回升,净利率改善明显;(4) 医药生物或受益于美国利率中枢下行,有利于海外医药投资回升;(5) 电力设备有望反弹:包括:大储、充电桩、电网、光伏(HJT)等未来仍具成长性,且目前估值已经降至合理偏下水平的细分领域。(二) AI依然有机会,将受益于业绩拐点逐步清晰+流动性趋势回升+机构加仓,但大概率出现分化,择股性价比方向。



图表7：2016年以来人民币汇率贬值初期，市场往往趋于下跌；贬值中后期，市场可能出现反弹



来源：Wind、国金证券研究所

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：市场主要指数全线下跌，风险偏好回落

A股方面，本周（7.17-7.21）市场主要指数全线调整。主要宽基指数全部下跌，科创50（-3.6%）、创业板指（-2.7%）、深证成指（-2.4%）、中证1000（-2.2%）、上证综指（-2.2%）等指数跌幅领先；主要风格指数中，宁组合（-2.9%）、大盘价值（-2.3%）、大盘成长（-2.2%）等指数跌幅居前。市场下跌的主要原因：一方面，本周国家统计局公布二季度经济数据，2023Q2 GDP增速不及市场预期且两年增速来看呈现放缓特征，在当前政策定力较为充足的背景下市场或担心全年经济目标能否完成，引发市场短期内迎来调整；另一方面，下周美联储即将召开7月议息会议，尽管市场认为7月大概率加息25BP且定价已经较为充分，但在美国通胀具备粘性的背景下市场或仍然存在担忧。

行业方面，本周（7.17-7.21）一级行业跌多涨少。房地产（3.6%）、建筑材料（2.6%）、农林牧渔（2.2%）、轻工制造（1.6%）、商贸零售（1.5%）等行业领涨，而通信（-6.2%）、计算机（-5.2%）、传媒（-4.8%）、电子（-4.6%）、电力设备（-3.8%）等行业跌幅领先。领涨行业的主要原因：（1）房地产、建筑材料、轻工制造等，主要受到存量房贷利率可能调整的刺激，地产及地产产业链相关板块迎来上涨；（2）农林牧渔，7月18日国家发改委7月例会上表示国内生猪产能总体处于合理水平，而后续伴随高校陆续开学、中秋国庆等节假日来临，猪肉消费有望逐步增加。从生猪价格来看，7月首周出现回升出现企稳迹象。领跌行业的主要原因：通信、计算机等TMT板块，该板块前期热度较高，本周市场风险偏好回落或对板块有所压制。

海外权益市场方面，本周（7.17-7.21）全球主要经济体权益指数涨跌互现，英国富时（3.1%）、道琼斯（2.1%）、法国CAC40（0.8%）、标普500（0.7%）等指数涨幅居前；恒生国企指数（-2.2%）、恒生指数（-1.7%）、韩国综合（-0.7%）等指数跌幅居前。港股下跌的主要原因：主要受到二季度国内经济数据不及预期的拖累。

大宗商品方面，本周（7.17-7.21）大宗商品价格跌多涨少，天然气（7.3%）、小麦（5.3%）、玉米（4.5%）等大宗商品价格领涨，而波罗的海干散货指数（-10.3%）、镍（-3.8%）、铝（-2.8%）、铜（-2.7%）、锌（-2.1%）等大宗商品价格领跌。领涨大宗商品的主要原因：（1）小麦、玉米等，近期俄罗斯退出了黑海粮食外运协议，并对黑海货轮发出航行警告，加剧了该地区的军事风险，降低乌克兰重启黑海出口粮食的希望；（2）天然气，美国天然气库存增幅不及市场预期，带动天然气价格上涨。领跌大宗商品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数，主因较大型船需求疲弱；（2）镍、铝、铜等金属，市场预期美联储7月再次加息为大概率事件，叠加当前处于淡季，需求端支撑仍偏弱。



图8: 本周 (7.14-7.21) A股主要指数全线下跌, 海外权益市场主要指数涨跌互现

板块	简称	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2022年 (%)			
A股	上证50	2509.3	-1.5	-1.5	-4.8	-19.5	11.8	62.6	
	中证500	5925.6	-1.7	-3.3	11.0	-20.3	42.8	68.9	
	中证800	4173.4	-1.9	-2.8	-0.7	-21.3	42.8	68.9	
	沪深300	3821.9	-2.0	-2.6	-1.3	-21.6	24.5	71.1	
	宽基指数	上证综指	3167.7	-2.2	-2.2	2.5	-15.1	45.6	69.0
	中证1000	6401.4	-2.2	-4.4	11.9	-21.6	47.2	67.5	
	深证成指	10810.2	-2.4	-4.4	-1.9	-25.9	34.9	60.2	
	创业板指	2163.1	-2.7	-4.8	-7.8	-29.4	37.2	67.1	
	科创板50	955.5	-3.6	-9.5	-0.5	-31.3	2.9	2.9	
	风格指数	小盘价值	6412.7	-0.2	-0.3	3.1	-6.1	56.8	79.7
茅指数	460660.4	-1.3	-2.0	-3.6	-22.0	44.6	86.1		
小盘成长	5055.6	-1.6	-4.6	-2.0	-27.6	36.7	66.5		
大盘成长	4422.6	-2.2	-2.4	-7.6	-28.2	38.0	80.7		
大盘价值	6815.2	-2.3	-1.8	4.8	-12.2	29.0	75.2		
宁组合	39320.9	-2.9	-2.7	-10.7	-25.9	49.4	81.3		
海外权益	英国富时	7663.7	3.1	1.2	2.8	0.9	92.7	97.2	
	道琼斯	35227.7	2.1	3.4	6.3	-6.8	93.4	98.3	
	法国CAC40	7432.8	0.8	1.9	12.7	-9.5	98.6	99.6	
	标普500	4536.3	0.7	3.4	18.1	-9.4	94.1	98.5	
	德国DAX	16177.2	0.4	0.4	15.0	-12.3	99.0	99.7	
	澳洲	7316.8	0.1	-0.6	4.0	-5.5	84.7	96.1	
	日经225	32304.3	-0.3	-3.2	23.8	-6.4	97.9	99.4	
	纳斯达克	14032.8	-0.6	2.7	34.1	-33.1	85.5	96.3	
	韩国综合	2609.8	-0.7	0.2	17.3	-24.9	69.1	92.2	
	恒生指数	19075.3	-1.7	-2.7	-3.6	-15.5	6.2	24.7	
恒生国企指数	6415.0	-2.2	-3.6	-4.3	-13.6	5.4	14.6		
商品	NYMEX天然气	2.7	7.3	9.3	-39.1	18.8	45.3	28.1	
	CBOT小麦	696.5	5.3	0.1	-12.1	21.6	65.7	76.1	
	CBOT玉米	537.0	4.5	-10.1	-20.9	14.4	55.2	72.5	
	CBOT大豆	1402.0	2.3	4.4	-6.0	13.8	71.1	84.6	
	ICE WTI原油	76.8	2.0	7.9	-4.5	7.6	74.8	58.7	
	ICE布油	80.9	1.3	6.6	-5.8	10.6	73.4	67.2	
	DCE铁矿石	846.5	0.8	5.1	-1.0	28.0	74.2	83.2	
	LME铅	2134.5	0.3	-0.5	-6.9	-0.5	70.0	64.9	
	COMEX黄金	1963.9	0.0	0.8	7.5	0.1	93.1	98.2	
	CZCE白糖	6784.0	-1.6	-2.5	17.3	0.4	95.8	92.9	
	COMEX白银	24.8	-1.6	6.7	3.1	3.5	78.3	82.3	
	LME锌	2382.5	-2.1	1.0	-19.8	-16.0	20.9	59.1	
	LME铜	8438.0	-2.7	-1.3	0.8	-13.9	64.8	85.5	
	LME铝	2210.5	-2.3	-0.9	-7.0	-14.9	54.8	65.7	
	LME镍	20800.0	-3.3	-5.6	-30.8	44.1	70.6	74.9	
波罗的海干散货指数	978.0	-10.3	-9.3	-35.4	-31.7	16.9	23.5		

来源: Wind、国金证券研究所



图表9: 本周 (7.14-7.21) 一级行业跌多涨少, 房地产、建筑材料、农林牧渔等行业涨幅居前

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数	过去20年历史分位数
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2022年 (%)		
金融	房地产	2619.6	3.6	1.7	-12.5	-11.2	2.5	34.1
中游制造	建筑材料	5465.5	2.6	0.9	-9.4	-26.1	26.2	70.0
下游消费	农林牧渔	3078.7	2.2	3.9	-6.6	-11.4	16.4	70.5
下游消费	轻工制造	2290.3	1.6	1.5	-1.5	-20.0	43.1	65.9
下游消费	商贸零售	2285.1	1.5	-0.4	-20.3	-7.1	1.9	19.9
下游消费	纺织服饰	1635.4	0.7	4.2	3.9	-14.7	21.1	36.2
上游周期	基础化工	3820.3	0.2	4.1	-5.7	-19.1	55.2	86.2
下游消费	食品饮料	21513.4	0.2	-1.1	-6.3	-15.1	45.3	86.3
下游消费	美容护理	6149.5	0.1	-0.8	-14.0	-6.7	38.1	84.0
上游周期	交通运输	2213.4	0.0	0.0	-6.4	-3.4	19.1	42.9
中游制造	环保	1794.2	-0.3	2.7	1.4	-22.8	7.5	40.2
下游消费	社会服务	9949.3	-0.7	-3.6	-7.8	-2.2	58	89.5
下游消费	医药生物	8396.1	-0.8	-2.9	-7.4	-20.3	32.7	79.3
中游制造	钢铁	2208.4	-0.8	1.9	-3.4	-23.8	29.1	40.8
下游消费	家用电器	7127.0	-0.8	-2.0	9.9	-20.9	50.5	85.5
中游制造	建筑装饰	2181.8	-1.1	0.1	9.4	-11.0	63.3	66.0
-	综合	2673.0	-1.3	-2.0	-11.4	10.6	68.5	77.3
金融	非银金融	1508.6	-1.5	-0.1	2.4	-21.3	14.2	51.2
上游周期	有色金属	4555.6	-1.6	1.6	-0.6	-20.3	59.1	80.3
金融	银行	3022.0	-1.6	-2.4	-4.3	-10.5	3.4	55.8
下游消费	汽车	5664.7	-2.1	1.3	6.0	-20.1	67.3	90.2
上游周期	石油石化	2301.9	-2.2	3.5	10.1	-13.9	75.8	65.9
中游制造	公用事业	2290.0	-2.6	0.1	4.2	-13.4	76	68.9
中游制造	机械设备	1535.1	-2.8	-1.9	9.7	-20.7	72.3	82.9
中游制造	国防军工	1492.7	-2.9	-3.9	1.0	-25.3	51.1	77.1
上游周期	煤炭	2452.5	-3.3	-1.7	-6.2	10.9	66.7	63.3
中游制造	电力设备	8574.0	-3.8	-3.3	-8.3	-25.4	54.6	88.1
TMT	电子	3844.2	-4.6	-2.9	10.3	-36.5	48.3	86.4
TMT	传媒	714.7	-4.8	-18.2	32.4	-26.1	72.9	66.5
TMT	计算机	4612.1	-5.2	-17.0	19.1	-25.5	45.1	75.3
TMT	通信	2586.5	-6.2	-10.8	40.7	-15.6	92	83.6

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: A股主要指数估值全线下跌

A股方面, 本周(7.17-7.21)主要指数估值全线下跌, 风险偏好回落。从PE(TTM)历史分位数来看, 宽基指数创业板指、科创50处于较低历史分位数水平, 其中创业板指的估值水平低于“1倍标准差下限”。近一周万得全A的ERP水平有所上升, 反映市场风险偏好回落。海外方面, 本周海外市场主要指数估值水平涨跌互现, 其中英国富时和道琼斯涨幅领先。

行业方面, 本周(7.17-7.21)各行业估值跌多涨少。从PE_ttm来看, 房地产、建筑材料、商贸零售、美容护理等行业估值涨幅领先。



图表10: 本周 (7.14-7.21) A股主要指数估值全线回落, 海外主要指数估值涨跌互现

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)		过去20年历史分位数 (%)		PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2022年 (%)	过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	周环比 (%)	月环比 (%)			
A股	深证成指	23.0	-2.1	-1.9	-8.8	-13.7	15.3	45.7	2.5	-2.2	-1.2		
	中证1000	35.6	-2.3	-2.1	24.5	-24.4	41.5	28.9	2.3	-1.9	-1.4		
	中证800	12.9	-2.2	-1.1	1.5	-16.0	21.3	26.3	1.4	-1.4	0.9		
	上证综指	12.8	-2.1	-0.5	3.0	-11.2	35.9	23.8	1.3	-1.2	1.6		
	宽基指数	上证50	9.6	-2.5	-1.3	3.3	-18.2	30.3	23.5	1.2	-1.1	1.9	
	沪深300	11.6	-2.4	-1.2	1.7	-19.3	19.5	23.1	1.3	-1.4	1.1		
	中证500	22.8	-1.4	-0.7	-0.5	11.1	42.2	15.4	1.8	-1.4	0.0		
	科创50	40.1	-4.0	-6.2	-4.2	-26.2	7.5	7.5	4.2	-3.6	-5.4		
	创业板指	31.8	-2.6	-2.1	-18.4	-38.5	8.3	4.0	4.4	-2.6	-1.8		
	风格指数	茅指数	22.3	-1.1	-0.9	-9.4	-28.8	26.1	55.9	4.1	-0.4	2.8	
大盘成长		15.8	-1.9	0.2	-17.1	-46.2	4.1	41.7	2.9	-1.8	3.2		
小盘价值		14.2	-0.3	0.9	7.4	13.7	63.0	23.2	1.1	-0.1	2.0		
小盘成长		20.9	-1.3	-1.8	5.9	-0.6	40.0	16.7	2.3	-1.3	-1.0		
大盘价值		6.4	-3.4	-1.6	4.6	-11.6	12.8	10.5	0.8	-2.1	1.2		
宁组合		31.0	-2.1	-0.6	-26.2	-53.6	0.7	3.0	5.6	-2.3	-0.4		
道琼斯		26.1	1.6	2.8	26.5	-21.6	75.9	94.1	6.6	1.3	2.8		
海外	标普500	25.6	0.3	3.2	27.8	-24.0	67.7	90.4	4.3	0.3	3.3		
	纳斯达克	41.2	-1.0	2.8	47.9	-21.5	71.9	77.9	5.2	-0.5	13.8		
	恒生国企指数	7.7	-2.1	-2.3	-11.2	-12.3	3.7	12.9	0.8	-2.1	-2.3		
	恒生指数	9.0	-1.4	-1.4	-9.2	-9.3	7.1	10.1	0.9	-1.9	-1.4		
	英国富时	11.4	2.4	-0.1	-18.7	-39.9	0.8	7.0	1.6	4.2	-0.2		

来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 本周 (7.14-7.21) 各行业估值多数下跌

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年PE历史分位数 (%)		过去20年PE历史分位数 (%)		PB最新值	PB涨跌幅 (%)			
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2022年 (%)	过去5年PE历史分位数 (%)	过去20年PE历史分位数 (%)	周环比 (%)	月环比 (%)		年初以来 (%)	2022年 (%)	过去5年PB历史分位数 (%)	过去20年PB历史分位数 (%)
A股	计算机	65.6	-5.2	-12.8	29.7	-10.6	76.0	84.8	3.7	-5.2	-12.5	13.0	-27.8	39.0	36.2
	社会服务	83.1	0.0	-3.0	-30.4	32.8	56.6	83.9	3.4	-0.9	1.5	-3.9	-3.7	37.2	33.5
	汽车	30.4	-1.6	1.4	-3.2	-1.5	66.7	75.0	2.2	-2.2	2.3	3.8	-19.5	63.1	43.0
	钢铁	23.5	0.4	6.7	4.5	71.4	98.4	66.3	0.9	-1.0	2.2	-5.0	-28.8	27.3	15.5
	美容护理	44.8	1.7	1.1	3.1	-19.5	58.5	65.3	4.4	0.0	0.9	-15.5	-5.1	42.7	74.6
	商贸零售	36.0	2.0	1.4	-7.8	13.2	88.3	61.5	1.9	1.6	1.1	-18.7	-6.3	69.3	24.0
	机械设备	30.8	-2.7	-1.0	2.2	10.6	78.6	53.5	2.4	-2.9	-2.1	3.0	-20.9	52.3	32.8
	公用事业	24.2	-2.6	-0.4	-2.9	-13.3	69.5	47.4	1.6	-2.4	-0.6	1.2	-17.5	66.6	16.4
	电子	44.5	-4.1	-0.5	52.5	-20.8	76.1	46.0	2.8	-4.5	0.0	4.5	-4.5	23.7	27.3
	轻工制造	30.0	1.4	1.9	-2.2	31.5	88.0	41.8	2.0	1.6	2.1	-2.5	-20.1	48.5	30.8
	传媒	45.5	-2.9	-8.8	39.2	-2.7	89.3	40.4	2.7	-5.0	-11.0	34.8	-29.6	82.6	20.8
	食品饮料	29.7	1.6	-0.1	-12.5	-22.3	18.7	35.4	5.7	0.2	-0.2	-13.5	-25.6	16.6	56.3
	纺织服饰	24.9	0.9	3.2	7.8	10.3	59.9	34.5	1.8	0.6	4.2	-0.6	-9.9	33.6	17.8
	房地产	14.4	4.1	4.5	9.3	54.3	97.3	34.2	0.8	3.7	6.4	-5.7	-10.2	5.7	1.3
	国防军工	54.8	-2.8	-3.1	4.7	-23.8	15.2	33.5	3.3	-2.7	-2.7	-1.5	-25.4	56.9	55.0
	建筑材料	18.4	3.1	2.3	3.1	-5.0	97.7	32.4	1.4	2.2	2.2	-12.5	-32.2	2.1	1.0
	通信	33.3	-6.8	-5.0	30.6	-36.8	25.1	30.0	2.5	-6.1	-7.2	30.3	-24.4	61.0	50.1
	农林牧渔	29.6	1.3	5.2	-69.6	83.0	45.5	21.4	2.8	2.2	4.9	-4.2	-12.2	16.1	24.3
	综合	35.2	-0.5	-15.5	-26.0	-24.3	40.0	21.4	1.4	-1.4	-22.3	-29.1	45.5	16.7	4.5
	石油石化	14.4	-1.5	4.0	3.7	-19.1	52.5	18.0	1.3	-2.3	4.0	6.6	-15.4	24.1	5.6
	家用电器	14.1	-0.5	-3.3	5.7	-26.7	23.5	16.4	2.4	-0.8	-4.0	0.8	-29.9	10.4	39.7
	基础化工	17.5	1.3	7.7	22.4	-29.6	38.9	14.0	2.0	0.0	5.2	-10.1	-28.9	40.1	17.0
	环保	21.9	-1.1	3.2	0.4	-4.3	49.1	12.0	1.5	0.0	3.5	-0.7	-24.5	4.9	1.4
	医药生物	26.5	-0.3	-0.8	11.7	-32.4	25.1	11.2	2.8	-1.0	-0.4	-13.0	-25.8	3.7	14.7
	建筑装饰	9.7	-1.0	1.3	5.8	-7.3	42.6	11.0	0.9	-1.1	1.1	3.5	-11.6	24.6	5.7
	非银金融	14.1	-0.6	-0.4	-4.5	21.6	27.9	10.9	1.1	-1.8	0.0	-3.5	-25.0	3.5	0.8
	交通运输	13.4	1.2	4.7	14.7	-23.8	24.8	8.3	1.4	0.7	2.9	-0.7	-12.3	27.1	16.6
	电力设备	21.2	-3.2	-1.1	-22.3	-49.8	1.5	3.0	3.1	-3.8	-0.6	-15.6	-40.3	40.8	38.7
	银行	4.6	-0.4	-1.9	-6.7	-13.2	1.6	0.7	0.5	-2.1	-2.1	-8.0	-16.7	1.4	0.3
	有色金属	13.4	-0.3	1.4	-7.5	-51.1	1.4	0.4	2.3	-1.3	3.6	-10.6	-28.5	41.6	20.3
	煤炭	5.9	-0.7	0.2	-6.8	-34.5	0.2	0.0	1.1	-3.4	0.0	-14.4	-6.5	38.1	11.4

来源: Wind、国金证券研究所

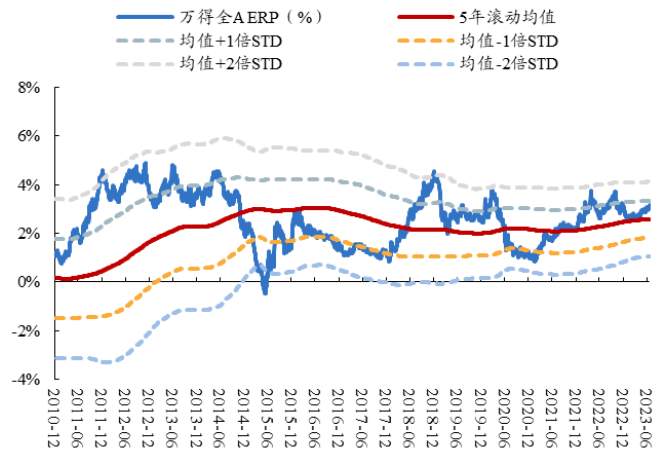
3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比上升

指数方面, 本周 (7.17-7.21) 主要指数的 ERP 水平上升, 股债收益差回落。ERP 水平方面, 本周主要指数的 ERP 水平已经处于历史顶部区间。按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数接近“1 倍标准差上限”, 沪深 300 已经刺破“1 倍标准差上限”, 创业板指已经刺破“2 倍标准差上限”。股债收益差来看, 本周主要指数的股债收益差指标已经处于历史底部区间。按照五年滚动来看, 万得全 A、上证指数、沪深 300 和创业板指均已刺破“2 倍标准差下限”。这意味着伴随近期市场调整, A 股或已经逐步反映前期的悲观预期, 后续市场的下行空间较为有限; 而一旦基本面出现改善及海外流动性掣肘下降, 后续 A 股具备上涨动力。

风格方面, 本周 (7.17-7.21) 主要风格指数的配置性价比上升。ERP 水平方面, 各风格指数的 ERP 水平已经处于历史顶部区间。按照五年滚动来看, 周期、消费的风格指数已经接近“1 倍标准差上限”, 金融、成长风格指数已经超过“1 倍标准差上限”。股债收益差来看, 各风格指数的股债收益差指标已经处于历史底部区间。按照五年滚动来看, 金融风格指数接近“2 倍标准差下限”, 周期、消费和成长风格指数已经刺破“2 倍标准差下限”。

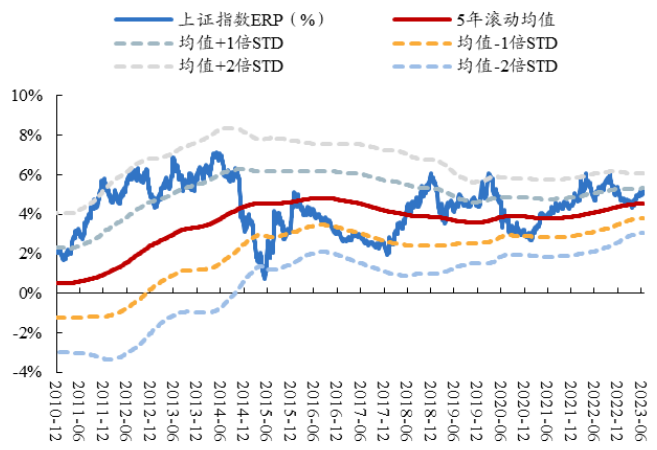


图表12: 万得全A ERP 接近“1倍标准差上限”



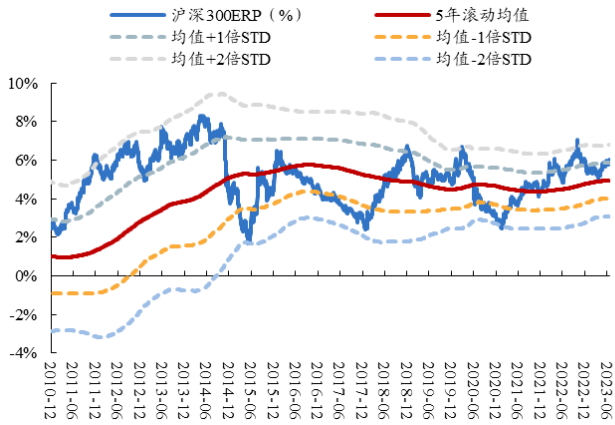
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 上证指数 ERP 接近“1倍标准差上限”



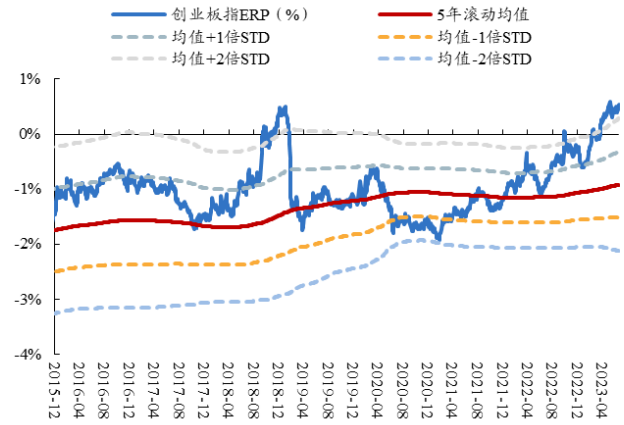
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 沪深300 ERP 超过“1倍标准差上限”



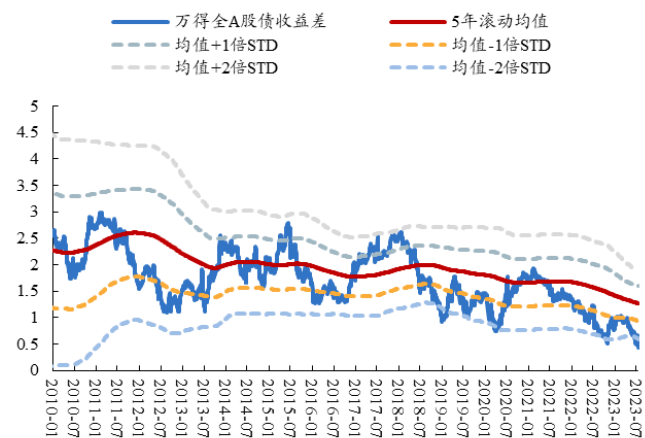
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 创业板指 ERP 超过“2倍标准差上限”



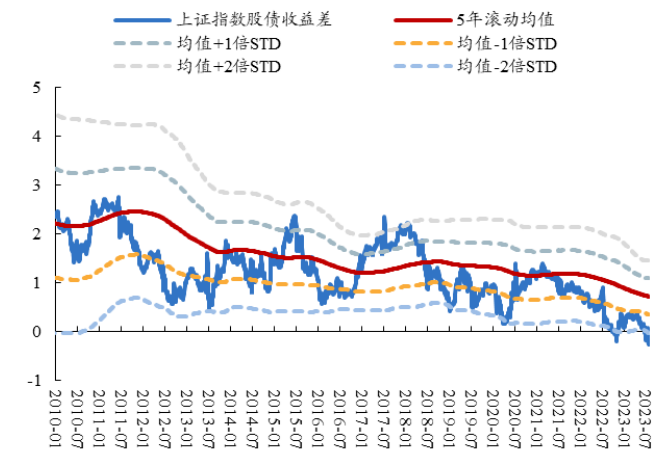
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 万得全A 股债收益差刺破“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

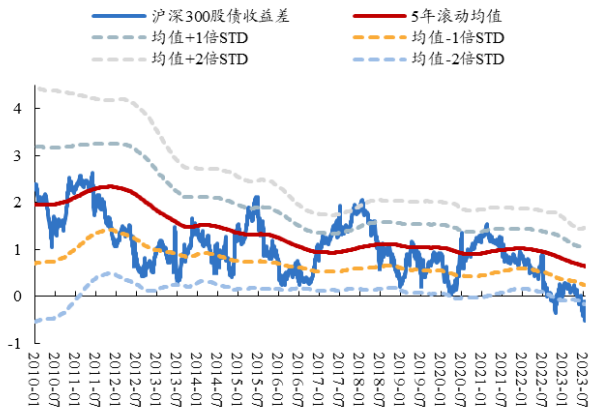
图表17: 上证指数 股债收益差刺破“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所



图表18: 沪深300股债收益差刺破“2倍标准差下限”



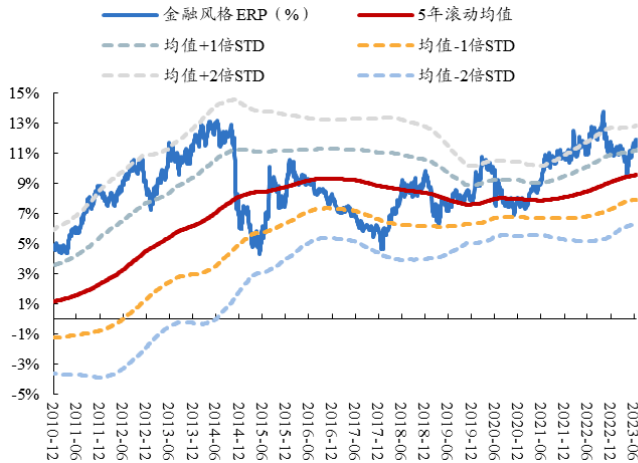
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 创业板指股债收益差刺破“2倍标准差下限”



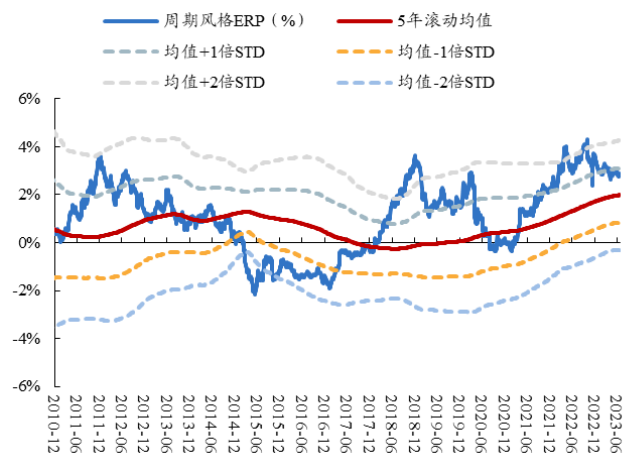
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 金融的ERP超过“1倍标准差上限”



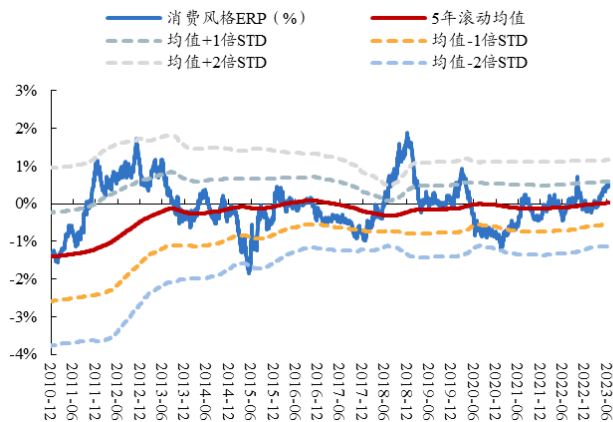
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 周期的ERP接近“1倍标准差上限”



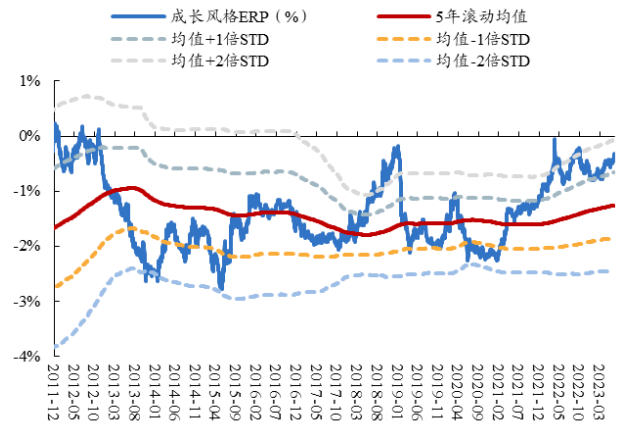
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 消费的ERP接近“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

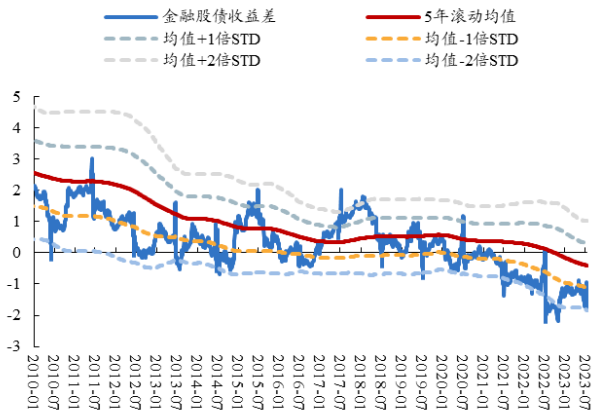
图表23: 成长的ERP超过“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

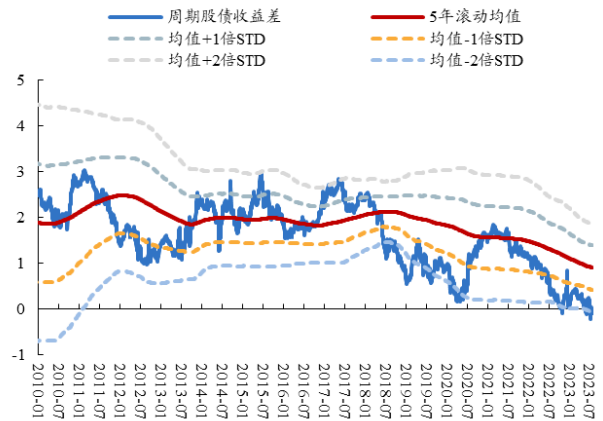


图表24: 金融股债收益差接近“2倍标准差下限”



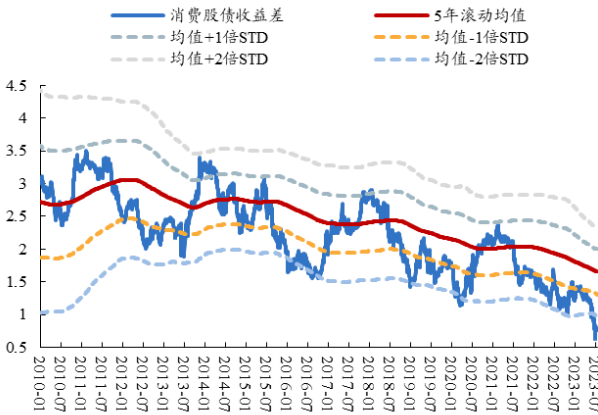
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 周期股债收益差刺破“2倍标准差下限”



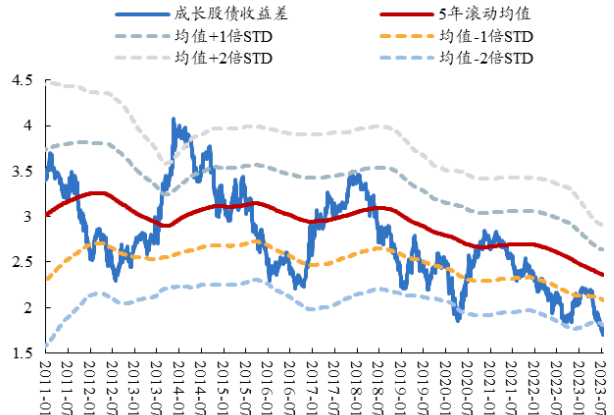
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 消费股债收益差刺破“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 成长股债收益差刺破“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期: 多数指数盈利预期下调

指数方面, 本周(7.17-7.21)多数指数盈利预期下调。主要宽基指数中, 中证500(-0.7%)、深证成指(-0.6%)、上证指数(-0.5%)等指数盈利预期下调幅度较大, 仅科创50指数盈利预期与上周持平; 主要风格指数中, 小盘成长(-0.9%)、大盘成长(-0.8%)、小盘价值(-0.5%)等指数的盈利预期下调幅度较大。

行业方面, 本周(7.17-7.21)多数行业盈利预期小幅下调。周期板块中仅公用事业(0.8%)和环保(0.1%)盈利预期小幅上调; 而煤炭(-3.8%)、电力设备(-1.6%)、基础化工(-1.3%)等行业盈利预期下调; 传统消费板块中社会服务(5.8%)、商贸零售(0.6%)等行业的盈利预期上调幅度较大; 成长板块中传媒(1.8%)、美容护理(0.7%)盈利预期上调; 金融板块中房地产(437%)盈利预期上调幅度最大。



图表28: 本周 (7.14-7.21) 主要指数盈利预期均下调

板块	指数	当前预测 2023EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2024年预测 EPS	2022年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.89	-0.5%	-1.0%	-17.7%	1.17	0.73
	深证成指	0.98	-0.6%	-1.1%	-22.4%	1.31	0.67
	沪深300	1.18	-0.3%	-0.5%	-8.3%	1.35	1.04
	创业板指	1.62	-0.2%	-1.3%	-21.5%	2.14	1.28
	中证500	0.59	-0.7%	-1.2%	-24.9%	0.84	0.38
	科创50	1.00	0.0%	-2.1%	-33.7%	1.59	0.90
	上证50	1.22	-0.4%	-0.6%	-13.3%	1.34	1.24
	中证800	1.04	-0.4%	-0.7%	-12.1%	1.24	0.87
	中证1000	0.48	-0.3%	-1.6%	-44.6%	0.89	0.34
风格 指数	大盘成长	1.54	-0.8%	-1.1%	-31.1%	1.81	1.80
	大盘价值	1.15	-0.3%	-0.5%	-3.8%	1.24	1.07
	小盘成长	0.83	-0.9%	-2.8%	-19.4%	1.18	0.52
	小盘价值	0.55	-0.5%	-0.9%	-22.8%	0.76	0.34
	茅指数	3.23	-0.1%	-0.3%	-8.5%	3.88	2.77
	宁组合	3.38	-0.1%	-0.5%	-13.1%	4.45	2.69

来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 本周 (7.14-7.21) 多数行业盈利预期下调

风格 板块	行业	当前预测 2023EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2024年预测 EPS	2022年实际 EPS
周期	煤炭	1.67	-3.8%	-4.8%	-30.7%	2.01	1.84
	有色金属	0.86	-1.1%	-2.2%	-33.5%	1.20	0.78
	交通运输	0.42	-0.5%	0.3%	-44.5%	0.83	0.22
	基础化工	0.71	-1.3%	-5.5%	-53.9%	1.37	0.72
	石油石化	0.87	-0.3%	-0.3%	-9.0%	0.98	0.81
	钢铁	0.25	-0.4%	-0.8%	-42.5%	0.43	0.15
	建筑材料	0.76	-0.1%	-3.2%	-40.9%	1.20	0.60
	建筑装饰	0.68	0.0%	-2.7%	-32.0%	1.08	0.59
	电力设备	1.11	-1.6%	-3.9%	-43.1%	1.87	0.84
	机械设备	0.39	-0.2%	-4.8%	-52.9%	0.87	0.31
	国防军工	0.41	-0.5%	7.9%	-44.5%	0.68	0.24
	公用事业	0.46	0.8%	0.1%	-10.9%	0.62	0.24
	环保	0.34	0.1%	0.1%	-48.6%	0.78	0.25
传统 消费	汽车	0.55	-0.4%	4.3%	-52.7%	1.24	0.35
	家用电器	1.36	0.3%	-1.1%	-35.4%	1.98	1.20
	纺织服装	0.28	0.1%	7.3%	-63.7%	0.86	0.16
	商贸零售	0.14	0.6%	5.5%	-80.0%	0.75	-0.04
	食品饮料	2.32	-0.3%	-0.5%	-22.6%	3.40	1.93
	社会服务	0.11	5.8%	25.0%	-72.1%	0.55	-0.19
	农林牧渔	0.41	-5.1%	-8.5%	-72.8%	1.47	0.16
	轻工制造	0.48	0.1%	0.8%	-47.4%	0.98	0.29
成长	医药生物	0.74	-0.2%	-1.8%	-48.5%	1.43	0.65
	美容护理	0.70	0.7%	1.1%	-54.1%	1.71	0.39
	电子	0.50	-0.7%	-1.2%	-42.6%	0.94	0.36
	计算机	0.37	-0.1%	1.7%	-51.6%	0.81	0.14
	传媒	0.33	1.8%	9.4%	-44.1%	0.61	0.08
	通信	0.95	-0.1%	-0.9%	-23.4%	1.33	0.85
金融	房地产	0.01	437.0%	111.2%	-99.2%	0.96	-0.30
	银行	1.16	-0.1%	-0.5%	-4.3%	1.27	1.11
	非银金融	0.93	0.0%	0.3%	-18.8%	1.30	0.67

来源: Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表30：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2023-07-27	中国	6月工业企业利润:累计同比(%)	-18.8	
2023-07-28	中国	6月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-191.13	
2023-07-24	德国	7月制造业PMI(初值)	40.6	
2023-07-24	德国	7月服务业PMI(初值)	54.1	
2023-07-24	欧盟	7月欧元区:制造业PMI(初值)	43.4	
2023-07-24	英国	7月制造业PMI(初值)	46.5	
2023-07-24	美国	6月芝加哥联储全国活动指数	-0.15	
2023-07-24	美国	7月Markit服务业PMI:商务活动:季调	54.4	
2023-07-24	美国	7月Markit制造业PMI:季调	46.3	
2023-07-25	德国	7月IFO景气指数:季调(2015年=100)	88.5	
2023-07-25	美国	7月22日上周红皮书商业零售销售年率(%)	-0.2	
2023-07-25	美国	7月里奇蒙德联储制造业指数:季调	-7	
2023-07-26	美国	6月新房销售年化总数:季调(千套)	763	
2023-07-26	美国	6月新房销售:环比(%)	12.21	
2023-07-27	美国	联邦基金目标利率(%)	5.25	
2023-07-27	欧盟	7月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	4.25	
2023-07-27	欧盟	7月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	3.5	
2023-07-27	欧盟	7月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	4	
2023-07-27	美国	7月22日当周初次申请失业金人数:季调(人)	228000	
2023-07-27	美国	第二季度GDP(初值):环比折年率(%)	2	
2023-07-27	美国	第二季度不变价:环比折年率:个人消费支出:季调	4.2	
2023-07-27	美国	7月15日持续领取失业金人数:季调(人)	1754000	
2023-07-27	美国	7月堪萨斯联储制造业指数:季调	-12	
2023-07-28	欧盟	7月欧盟:经济景气指数:季调	94	
2023-07-28	欧盟	7月欧元区:经济景气指数:季调	95.3	
2023-07-28	美国	6月个人消费支出:季调(十亿美元)	18266.4	
2023-07-28	美国	6月核心PCE物价指数:同比(%)	4.62	
2023-07-28	美国	6月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	59262	
2023-07-28	美国	第二季度国内劳动者报酬:环比(%)	1.3	
2023-07-28	美国	第二季度总体报酬指数:国内劳动者:季调:环比	1.2	
2023-07-28	美国	7月密歇根大学消费者现状指数	69	70.4
2023-07-28	美国	7月密歇根大学消费者预期指数	61.5	

来源: Wind、国金证券研究所

图表31：下周全球主要国家重要事件一览

日期	国家/地区	事件
2023-07-25	欧盟	7月欧元区银行贷款调查报告公布
2023-07-25	美国	7月IMF公布世界经济展望报告
2023-07-27	美国	7月美联储公布利率决议
2023-07-27	美国	7月美联储议息会议
2023-07-27	美国	7月美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
2023-07-27	欧盟	7月欧洲央行公布利率决议
2023-07-27	欧盟	7月欧洲央行行长拉加德召开新闻发布会
2023-07-28	日本	7月日本央行公布利率决议和前景展望报告
2023-07-28	日本	7月日本央行召开货币政策新闻发布会

来源: Wind、国金证券研究所



风险提示

1、国内经济复苏不及预期；2、美国通胀及货币紧缩超预期。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究