

国都投资研究周报

策略周报：基本面期待提振，政策面效应待释放，指数底部反弹可期

一、近期市场研判：基本面期待提振，政策面效应待释放，指数底部反弹可期

1、市场脉动：市场钝化明显，指数缩量磨底

近期来看，内外大环境阶段性改善，包括：

一外部方面，美国通胀缓和超预期下美元紧缩压力边际缓和，本周美联储议息会议大概率如期加息 25bp，会后美联储主席鲍威尔发言或释放中性信号，既肯定近期美国通胀压力缓和和对后续利率政策舒缓的支持，又考虑当前美国经济与就业市场的韧性对保持高利率水平的要求，因而或难以释放倾向性偏鸽或偏鹰的政策信号。此外，近期中美高层团队高频次见面会谈，中美关系由冻结走向接触，有助于降低政治冲突升级风险。

二内部方面，近期密集释放或发布稳经济稳信心的政策信号，包括政府与各类企业各大行业的圆桌会座谈会等常态化沟通机制正建立，促进家居、汽车、电子产品等消费的若干措施，**超大特大城市积极稳步推进城中村改造以对冲地产投资下行压力**，促进民营经济发展壮大，央行释放支持与鼓励自主协商存量房贷置换等积极的政策信号；此外，近日人民银行、国家外汇局将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，释放了稳汇率的明确信号。

虽然内外环境阶段性改善，但 A 股受当前基本面偏弱及稳增长政策力度不确定的压制，而对外部压力缓和、内部政策积极信号钝化明显，指数反复震荡磨底。上周 A 股缩量下跌，MSCI 中国 A 股指数、万得全 A 均下跌 2% 附近，科创 50、创业板指领跌 3.6%、2.7%；风格来看，成长领跌 3.9%，周期下跌 1.0%，消费、金融微跌 0.2% 以内；行业板块方面，房地产、建材、农林牧渔、轻工、纺织服装、基础化工、食品饮料等地产系为主的板块逆势上涨 3.5%-0.2 不等；而 TMT、电气设备及新能源、煤炭、军工、机械、汽车等科技成长为主的板块领跌 6.2-2.0% 不等。

研究员：白姣姣

电话：010-84183207

Email：baijiaojiao@guodu.com

执业证书编号：S0940519060001

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。

2、近期市场研判：基本面底部回暖期待提振，政策面效应待释放，指数底部反弹可期

近期内外大缓和阶段性缓和下，但指数反复震荡磨底，市场对积极的政策信号反应钝化，交易趋于低迷，主要系基本面底部回暖期待提振、政策面效应待释放。近期展望，7月底相继在美联储加息25bp靴子落地及释放信号由鹰派转为中性、7月底中央政治局工作会议宏观政策定调并明确稳增长政策力度与工具，预计届时市场对于国内经济基本面底部回暖预期逐步提升，同时对于系列出台的稳增长的政策效应信心趋于提升，有望驱动指数底部反弹。

1) **基本面底部回暖期待提振**。虽然二季度经济同比、环比整体弱于预期，但月度动态来看，PMI、工业生产、基建投资、社融信贷总量与结构等经济指标环比变化，普遍5、6月连续改善，同时近两月汽车、通讯器材、黄金珠宝等商品消费较此前明显改善。近期展望，**稳地产政策预期升温、工业去库存即将见底、居民耐用品消费正局部回暖，或为下半年经济内生动力改善的积极因素**。预计三、四季度的环比增速、两年平均增速较二季度回升，后续随着月度及高频数据的底部企稳回升的印证，市场对于基本面谨慎甚至悲观的预期有望改观。

2) **政策面效应待释放**。近期密集释放的积极政策信号，包括“促进民营经济发展壮大”的31条意见，对企业关切的营商环境（破除市场准入壁垒，清理规范行政审批、完善社会信用激励约束机制、完善政府诚信履约机制）、政策支持（融资、拖欠账款常态化预防和清理机制、强化人才和用工需求保障）、监管导向、法治保障（保护民营企业产权和企业家权益、持续完善知识产权保护）、高质量发展（鼓励持续加大研发投入，加快推动数字化转型和技术改造、提高国际竞争力，加强品牌建设、参与国家重大战略）、队伍建设（培育和弘扬企业家精神）、舆论氛围（培育尊重民营经济创新创业的舆论环境、依法严厉打击以负面舆情为要挟进行勒索等行为）等问题，均给出了制度化安排和明确指导意见，把民营企业“平等使用生产要素、公平参与市场竞争、构建亲清政商关系、同等受到法律保护”的要求，落实为明确的政策举措，引导民营企业通过自身改革发展、合规经营、转型升级不断提升发展质量，促进民营经济做大做强。

同时，近期国务院总理主持召开平台企业座谈会，听取对更好促进平台经济规范健康持续发展的意见建议，并指出：平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。要持续推动创新突破，围绕底层技术等关键核心技术，加大研发投入，开辟更多新领域新赛道。要赋能实体经济发展，通过优化发展消费互联网平台进一步激发内需潜力，通过大力发展工业互联网平台有效带动中小企业联动创新；并强调，各级政府要着力营造公平竞争的市场环境，完善投资准入、新技术新业务安全评估等政策，健全透明、可预期的常态化监管制度，降低企业合规经营成本，促进行业良性发展，要建立健全与平台企业的常态化沟通交流机制。

产业政策方面，近期相继出台了新能源汽车、家居、电子产品等消费的场景环境、金融财税等支持政策，以激励支持居民大件商品消费的更新升级，包括新能源汽车购置税减免政策大幅延期至2027年底、促进家居消费、促进电子产品消费的若干措施。

房地产金融支持政策方面，房地产“金融16条”中有适用期限的存量融资展期和新发放保交楼配套融资等两项政策，延期至2024年12月31日，政策延期利于房企缓释风险，降低房企信用风险。同时，近日央行有关负责人表示，按照市场化、法治化原则，央行支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或新发放贷款置换原来的存量贷款。

此外，国常会近日审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，并指出，超大特大城市积极稳步实施城中村改造是**改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措**；要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项。粗略预计，全国21个超大特大城市的城中村改造年规模在1万亿元左右，基本对冲近两年全国房地产投资总规模13-14万亿元的年降约10%的规模。

以上系列积极政策效应，预计随着7月底中央会议宏观定调后的相应稳增长举措落地实施而逐步得到验证，届时有助于提升市场预期与信心，政策效应有望释放。

3、稳增长政策预期差决定结构主线

我们认为，6月LPR对称式降息10bp，1/5年期LPR降幅各位于市场预期的上限、下限，或预示本轮稳增长政策重点发力促消费稳增长，而非强刺激房地产。

结合此次 1、5 年期 LPR 等幅下调且各自位于市场预期的上限、下限来看，我们认为：

一反应“房住不炒”政策总基调未变，也预示不以强刺激楼市作为稳增长政策工具；

二反应当前房地产行业触底企稳，23 年以来房地产住宅销售面积累计同比已转正、房价同比降幅已趋于收窄至零附近，均较 22 年显著好转，房地产行业下行最大压力期已过；

三预示本轮稳增长政策工具或重点发力促消费、稳投资、扩内需为主，居民消费贷、企业经营贷或 5 年以内的投资贷款利率参考基准的 1 年 LPR 降幅位于上限，反应利率政策重点发力最大程度降低居民短期贷款、企业投资中期贷款成本，以提振大件商品（如新能源汽车、家装家具家电等）消费与制造业投资。

本轮稳增长工具有待明确，政策力度与效果存在不确定性，即稳增长政策发力方向或政策工具（稳地产、促消费、稳投资）、力度大小（货币政策宽松空间、财税激励力度）等短期市场关注因素，存在不确定性；同时，中期受全球经济下行、国内房地产周期见顶回落及市场主体杠杆率偏高等约束，稳增长政策效果也存在不确定性。

近期展望，随着 7 月下旬中央政治局会议对下半年政策大定调，预计一揽子稳增长政策举措将逐步确认，届时政策工具与力度预期差，将决定市场结构主线。若以我们预期的以促消费、稳投资、扩内需中性政策力度落地，则可选消费（新能源汽车、家装家具家电）与 TMT 科技板块有望成为市场结构主线；若一二线城市楼市政策实质性放松，以期扭转房地产销售与投资低迷状况，则地产系（房地产、建材、机械、家电、银行、保险等）有望成为市场结构主线。

4、稳增长效果：有待“PPI 企稳好转—企业盈利回升—居民收入预期改善”。近两个月的经济放缓压力，主要源自企业、居民的信用扩张能力与意愿降低所致，体现为民间资本投资增速持续回落甚至转负、房企投资低迷态势难以扭转、房地产销售回暖短暂、居民消费恢复以回补服务消费而大件商品消费偏弱等。

以上宽货币政策下的企业、居民信用扩张动力偏弱的原因？从市场主体投资与消费的理性决策来看，主要取决于资产收益率与负债成本的利差或资产负债利差。通俗来讲，决定企业扩大还是缩小投资，主要取决于投入资本回报率（ROIC）与融资成本差值，决定居民购房意愿高低，主要取决于房价涨幅与房贷利率差值以及未来还贷能力预期或收入预期。

企业端来看，22Q2 起企业的 ROIC 持续回落，全部非金融 A 股的 22 年 ROIC 为 4.60%，低于 21 年的 4.68%；而 23Q1 进一步下降至 1.19%，低于 21、22 一季度的 1.30%。对比来看，企业一般贷款平均利率虽然自 18 年底以来持续累计下降 166bp 至 23Q1 的 4.53%（历史数据新低），已高于全部非金融 A 股近四个季度 ROIC 值 4.48%。当前企业的 ROIC 低于贷款成本来看，为企业投资意愿偏低的本质原因。

居民端来看，21 年下半年起，全国百城住宅价格指数同比涨幅自+4%附近持续回落至 22 年 9 月的 +0.15%，而 22 年底至今，住宅价格指数同比已转为横盘小幅下跌-0.1%附近。房价同比转负预期走弱之下，虽然房贷利率已自 18 年底连续下调四年有余共 161bp 至历史新低 4.14%，但房价涨幅-房贷利率达-4.2%附近，创历史第三低谷，仅次于 2014 年中至 15 年中、2012 年初至 2013 年初阶段。

综上所述，近中期企业、居民信用扩张能力或意愿的提升，在降低贷款成本的同时，更需要提升企业的 ROIC、居民对于房价上涨预期及其还贷能力收入预期的改善。近两月国内 PPI 同比跌幅持续扩大至-5.4%，预计 7 月起跌幅趋于收窄，8、9 月 PPI 同比跌幅有望逐步收窄至-3%、-2%附近，10-12 月 PPI 有望进一步收窄至-1.5%以内。综合判断，下半年工业企业盈利有望逐步回升，企业盈利回升，则企业投资活动有望扩张，企业招聘有望回暖，职工收入相应提升，从而改善当前企业与居民信用扩张低迷的现状，最终实现经济稳增长效果。

二、中期市场展望：熊末牛初转承阶段，只待盈利曲线预期上行

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、美元走势及其影响简要展望：美国通胀缓和略超预期，本轮加息接近尾声，美元利率与汇率趋势下行，利于 AH 估值修复

1) 美国通胀缓和略超预期。22 年下半年起，得益于能源及交运价格回落，美国通胀见顶趋势回落，CPI 同比自 22 年 6 月的 9.1% 顶点已持续回落。新近公布的美国 CPI、核心 CPI 的同比、环比涨幅双双加快回落，并创近两年新低；3-6 月美国 CPI 连续较快回落至 6 月的 3.0%，创 21 年 4 月以来新低。美国 CPI 同比已连降十二个月，且通胀宽度逐步收窄，已由商品+服务双通胀逐步收窄至服务通胀为主，能源、食品饮料、服装等商品价格同比涨幅趋势回落，且近两三个月医疗、娱乐及酒店机票等服务项价格涨幅悉数回落。

同时，值得注意的是，6 月核心 CPI 同比涨幅加快回落至 4.8%，为 21 年 12 月至今首次回落至 5% 下方，且 6 月核心 CPI 的环比涨幅 0.2%（低于预期）也创 21 年 9 月以来新低。

此前，美国劳动力缺口仍较大，工人平均时薪增速保持较快，服务业价格居高不下，使得美联储决策更为关注的核心 PCE、CPI 高位粘性较强，前六个月的 PCE、CPI 各保持在 4.7%、5.5% 较高中枢位窄幅波动，仅较此前十二月的中枢位 5.0%、6.1% 轻微回落。

2) 年内尾部加息次数下修。过去 15 个月内美联储实施了近四十年最为激进的加息节奏，美元利率一年多时间内由零利率大幅上调至 5.0% 高位区间，23 年 3-5 月一度引发美国区域性商业银行的流动性挤兑危机，银行信贷紧缩对私人投资、房地产及企业去库存等负面冲击逐步显现。同时，美国 CPI 同比涨幅也连降十二个月，核心通胀虽然高位粘性强但趋势回落且涨价宽度收窄。

由于美国核心通胀高位粘性较强、美国经济年内软着陆概率持续上升，以促使美联储由紧转松的时点大幅延后，并同时观察本轮激进加息至高位限制性利率后的信贷紧缩效应，6 月美联储议息会议暂停加息。

6 月中旬美联储议息会议上修 23 年美国经济增长、核心通胀预测值，同时为实现“促进最大就业和维持通胀稳定”这一双重使命，美联储委员们的 6 月 SEP 点阵图较 3 月上修了 23 年美元利率预测中值 50bp 至 5.6%，即较当前的利率中值 5.1%，23 年内仍有 50bp 加息空间（7、9、11、12 月四次议息会议），高位利率降息

时点大幅延后至 24 年。

然而，最近公布的美国 6 月 CPI、核心 CPI 回落幅度双双略超预期，市场对于年内美元加息预期次数相应由 2 次下修为 1 次，即 7 月底大概率实行本轮最后一次加息至 5.25-5.50%，9、11、12 加息概率均在三成以下。

3) 美元利率与汇率及其影响展望：通胀压力与加息预期缓和，中期步入下行周期，利于处于估值洼地的 AH 股修复反弹。纵观本轮美国通胀持续攀升、趋势回落及美联储政策的相应调整，美元指数强弱变化基本与美国通胀、美元利率调整预期同步一致。21 年 6 月至 22 年 9 月，美元指数随美国通胀持续快速攀升、美元加息预期与节奏逐步强化而持续上涨，期间累计升值约 30%至逾二十年新高 115 附近；而 22 年 10 月起至 23 年 4 月中旬，随着美国通胀回落趋势巩固且市场预期 23 年美国下行风险上升，尤其 3 月美国部分地区银行的挤兑破产危机，使得美元加息节奏与空间的预期边际缓和，期间美元指数持续下行约 12%至 100.8 附近。

4 月中旬至今，随着美国监管机构的快速出手救助，美国中小银行业流动性压力舒缓，扩散传染为整个金融业流动性危机的风险下降，叠加近几个月核心通胀高位粘性较强，年内美元利率保持限制性高位水平时间大幅延长，美元指数小幅反弹至 5 月底的 104.7 阶段高点附近。

6 月初至 6 月中旬，随着美联储暂缓加息预期强化，美元指数步入弱势小幅回调至 102 附近；随后受 6 月中旬美联储议息会议指引年内加息次数高于此前市场预期，推动美元指数再度小幅反弹至 7 月上旬的 103 上方；近期维持在 101 附近窄幅震荡。

中期来看，美国本轮快速加息至 5%以上的高位利率后，信贷紧缩效应逐步显现，同时美国通胀高位回落趋势延续，预计 23 年底或 24 年初美联储大概率将再度转向宽松开启降息（23 年 6 月美联储指引 24、25 年各降息 100、120bp 至 4.6%、3.4%）。因而中期 6-12 个月来看，美元利率与汇率大概率步入下行周期，同时近期国内逆周期政策组合拳有望落地，中国经济增长速度与质量预期有望提升，中期利于人民币兑美元汇率稳中有升及境外资金加大 A 股资产配置。

此外，近期央行新闻发布会也对人民币汇率作出分析与判断：当前看，人民币汇率虽然有所贬值，但是没有偏离基本面，人民银行也已经综合采取措施管理预期，外汇市场运行平稳，金融机构、企业、居民的结售汇行为理性有序，市场预期基本稳定；并指出，从我国宏观经济大盘（随着经济循环畅通，高质量发展取得新突破，我国经济运行将持续整体好转）、国际收支大盘（经常项目顺差保持在 2%左右的适度水平，跨境资本流动基本平衡）、储备大盘（超 3 万亿美元外汇储备充足，余额稳居世界第一）等三个大盘的支撑，在市场化汇率形成机制下，人民币汇率不会出现“单边市”，仍然会保持双向波动、动态均衡。

三、基本面展望：整体磨底，中游制造及下游消费品边际改善

1、宏观经济跟踪与展望：经济底部正企稳但动力不足，下半年稳增长组合政策需发力

1) 二季度经济整体弱于预期，下半年稳增长组合政策需发力。国家统计局公布的 23H1 我国实际 GDP 同比+5.5%，其中二季度实际 GDP 同比+6.3%，均低于市场一致预期值。一季度实际 GDP 同比+4.5%好于预期，主要系疫后初期地产与服务消费积压需求集中释放与回补；二季度疫后经济内生动力不足，4、5 月的 PMI、通胀、社融信贷及经济数据连续低于预期，虽然低基数效应下同同比增速反弹，但剔除基数效应后的近两年实际 GDP 年均复合增速由 23Q1 的+4.6%放缓至 Q2 的+3.3%。此外，从环比来看，Q2 实际 GDP 季调环比+0.8%，较 Q1 的+2.2%明显回落，也低于疫情前四年同期均值+1.7%。

上半年实际 GDP 累计同比+5.5%，按全年预期目标+5%左右的要求，则要求 23H2 实际 GDP 同比+4.6%附近，对应近两年的年均复合增速+4.0%附近；考虑到二季度近两年的年均复合增速仅+3.3%，且 7 月以来高频数据表明当前经济恢复动能仍未回升，因此为实现全年经济增长预期目标 5%附近，下半年稳增长组合政策需发力，通过逆周期稳增长政策适度加码，如财政政策加力提效、结构性货币政策工具配合加码、产业政策加大金融财税激励支持等，助力或弥补当前经济内生动力的不足。

2) 二季度经济弱复苏主因：地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续、海外需求降温下的出口贸易转弱。

二季度 PMI、通胀、社融、房地产销售与投资、进出口贸易等各项经济指标普遍不及预期，中上游周期行业的开工率与量价等高频数据持续偏弱。期间疫后经济恢复第二阶段的内生增长动力弱于预期的主要原因为：**地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续、海外需求降温下的出口贸易转弱。**

具体而言：(1) 楼市方面，房地产销售在经历 3、4 月短暂回暖后，5、6 月销售面积同比降幅再度扩大，前 6 月销面累计同比-5.3%，而近两月 5-6 月的百城房价环比再度转负，短期销售端或继续承压；同时房企资金来源、新开工、施工等投资端同步走弱，前 6 月累计同比降幅依次扩大至-9.8%、-24.3%、-6.6%，竣工面积累计同比放缓至+19.0%（年内首次转为放缓）。以上房地产销售端、投资端的持续低迷，拖累地产系消费（建筑装潢、家具、家电等）与上游投资链条（钢铁、水泥、建材、工程机械等），成为拉低经济增速的主要压力之一。

(2) 工业企业去库存方面，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，二季度加速去库存，拖累工业生产、采购需求等经济动能。而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，一季度去库存不明显，对经济拖累影响较小。

(3) 出口贸易方面，2-4 月我国出口贸易增速阶段回暖，表现好于预期，5、6 月骤然恶化转负，且同比降幅扩大至 6 月的-12.4%，月度贸易顺差均值较 3-4 月显著收窄逾 210 亿美元或 23.5%；近两月海外需求降温下的出口贸易转弱、贸易顺差显著收窄，也是拖累二季度经济弱于预期的压力之一。

3) 动态来看，经济主要指标环比连续两月改善，经济呈现底部企稳边际好转。虽然二季度经济同比、环比整体弱于预期，但月度动态来看，PMI、工业生产、基建投资、社融信贷总量与结构等经济指标环比变化，普遍 5、6 月连续改善，同时近两月汽车、通讯器材、黄金珠宝等商品消费较此前明显改善。近期展望，**稳地产政策预期升温、工业去库存即将见底、居民耐用品消费正局部回暖，或为下半年经济内生动力改善的积极因素。**

月度环比来看，4 月工业、投资、消费季调环比各-0.47%、-0.64%、+0.49%，其中投资 3、4 月连续两月环比负增长，工业环比为历史记录第四次转负（前三次为 20 年 1-2 月、22 年 11 月新冠疫情冲击高峰期）；对比来看，5 月工业、投资季调环比均由负转正至+0.63%、+0.11%，且 6 月进一步上行+0.68%、+0.39%，5、6 月工业生产、投资环比持续回升，表明当前工业主动去库存渐入底部后部分上游原材料行业生产开始回暖（6 月钢铁、有色、化工等工业增速回升得到印证），及前期要求形成实物工作量的政策落地对基建投资保持较高增速。

消费方面，今年上半年受疫情放开后的集中回补、收入预期改善迟滞等影响，环比增速波动较大，但整体连续六个月保持正增长，明显也好于疫情防控期间的环比连续负增长态势。

此外，从近两年的年均复合增速对比来看（以剔除疫情防控下的基数波动较大影响），5/6 月工业、消费两年复合增速+2.1%/+4.1%、+2.5%/+3.1%，整体好于 4 月的+1.3%、+2.6%，且近两月同比复合增速呈现回升态势。

综合以上 5、6 月环比增速及两年平均增速普遍改善来看，动态方面经济呈现底部企稳边际好转迹象。

4) 房地产展望：稳地产政策持续，年内底部有望趋稳。22 年房地产销售、投资持续低迷，为拖累经济主要原因之一。22 年下半年起，针对供给端房企融资政策、需求端居民限购限贷政策均由紧转松，我们此前多次分析指出，23 年房地产销售回暖能否持续？能否传导提振房企投资积极性？为 23 年经济复苏强弱的主要变量之一。

从前 6 月的实际数据来看，房地产呈现短暂回暖，但近三个月销售与投资两端再度转弱，并拖累地产链上游周期、下游大件商品消费，成为近三个月经济复苏弱于预期主要原因之一。具体而言，22 年底疫情防控积压的需求，在 23 年初平稳转段后释放，推动房地产销售回暖，并在保交楼任务下房地产竣工面积连续转正。然而，短期销售回暖力度有限，弹性远不及前几轮楼市复苏周期；22 年 2-4 月同期基数明显走低下，此前三个月的全国商品房销面同比降幅未见明显收窄，2、3、4 月累计同比依次为-3.6%、-1.8%、-0.4%，并且前 5、6 月销面累计同比降幅转为扩大至-0.9%、-5.3%，可见本轮楼市政策结构性放松对销售提振有限。

楼市成交短暂而弱式回暖，房企资金来源持续负增长，23 年以来房企资金来源同比降幅已较 22 年明显收窄，但持续未能转正，且近两个月累计同比降幅再度扩大至前 6 月的-9.8%。以上销售端恢复疲弱与房企资金来源仍承压下，房企投资信心与意愿不足，施工、新开工及拿地面积仍同比明显下降。前 6 月全国房地产开发投资、房屋施工面积、新开工面积同比降幅悉数连续四个月扩大至-7.9%、-6.6%、-24.3%。房地产开发景气指数低位连续四个月环比缓慢回升后，5、6 月环比止升转降，其中 6 月加速回落至历史低点 94.06。

考虑到当前全国人口加速老龄化，人口结构的不利变化，长期房地产下行周期难以改变，同时居民负债杠杆率已高达 60%以上且收入预期仍待提振，下半年**地产销售、投资回暖的力度与持续性有待观察，或重点**

取决于居民收入预期及房企融资状况的两大主体的改善程度。虽然近期在政策利率下调及随后的 LPR 基准贷款利率对称下调、稳地产的金融 16 条延期至 24 年末、央行鼓励支持存量房贷利率自主协商下调、部分城市或进一步出台支持购房举措等预期发酵下，地产销售与投资有望逐渐底部企稳，对经济的拖累程度趋缓。

5) 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%，6 月同比降幅进一步扩大至-5.4%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，工业产能利用率仍位于阶段低点，有待下半年工业通缩缓和。23 年二季度全国工业产能利用率为 74.5%，同比下降 0.6 个百分点、环比由降转升 0.2 个百分点，但仍位于 3Q20 以来次低水平；工业产能利用率回升，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。

6) 稳增长政策组合拳有望陆续落地。4、5 月制造业 PMI、PPI 连续走弱，新增社融信贷不及预期，工业、投资与消费增速低于预期，表明疫后经济恢复转入内生动力偏弱的第二阶段：房地产偏弱、居民耐用消费品消费不振、工业去库存及出口贸易下行等四大压力的叠加共振之下，稳增长压力显现。其中，提振企业投资、居民消费信心与能力为经济稳增长之关键。

前期下调政策利率及随后 MLF、LPR 商业银行负债、资产两端利率的下调，有望降低企业、居民贷款成本，提高投资实际回报率，从而提振企业、居民两大主体扩张信用，实现“宽货币-宽信用-稳增长”的传导效果。

为疏通宽货币向宽信用效果的传导机制与效果（此前宽货币政策向宽信用传导不畅），预计在下调政策利率、贷款利率的同时，需要房地产行政调控政策的进一步优化、财税政策的协助激励、产业政策的鼓励支持等政策组合拳共同发力，以提振企业投资、居民消费的意愿与信心；如一线城市房地产政策的进一步优化调整、新能源汽车为首的消费财税激励政策、政策性金融机构加大对智能绿色产业、数字基建、民生环保等领域结构性信贷支持等。

近期国务院总理李强主持召开经济形势专家座谈会，听取专家学者对当前经济形势和做好经济工作的意见建议。李总理指出：

(1) 我国正处在经济恢复和产业升级的关键期，结构性问题、周期性矛盾交织叠加，实现经济运行持续整体好转、推动高质量发展取得新突破，必须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，努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；

(2) 要注重打好政策的“组合拳”，围绕稳增长、稳就业、防风险等，及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。要注重把握转型的“窗口期”，围绕高质量发展这一首要任务，聚焦现代化产业体系建设、全国统一大市场建设、区域协调发展等，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫；

同时，近期习总书记地方考察释放鲜明信号：加快实现高水平科技自立自强、把发展经济的着力点放在实体经济上、继续推进高水平对外开放、鼓励民营企业把握高质量发展机遇等；结合以上近日高层释放的信号来看，预计稳增长总量政策以稳健为主，结合稳增长稳就业防风险等目标，重点围绕高质量发展、加快科技自立自强、大力发展制造业和实体经济、聚焦现代化产业体系的结构政策发力为主。

(3) 要通过增强工作的互动性来增强决策的科学性，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，深入了解新情况新问题，及时改进政策举措，进一步提振信心、稳定预期。

此前国常会研究部署推动经济持续回升向好的一批政策措施，围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施；并强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

2、中观行业盈利状况：仍在磨底期，但中游制造业与下游消费品边际改善

22 年低基数下，4、5 月工业企业利润同比降幅仍达-18.2%、-12.6%，扣除基数影响后的两年复合增速从 3 月的-5.9%扩大至 4、5 月的-18.1%、-12.5%；今年上半年工业企业利润同比持续下降，主要系工业增加值这一量变化环比偏弱、反应价格变化的 PPI 同比降幅持续扩大所致，近两月工业企业利润的累计或当月同比降幅收窄，但边际改善力度仍较弱。

从大类行业的年初至今的利润变化趋势来看：

(1) 上游采矿业利润总额同比转负且降幅逐月扩大，前 5 月同比-16.2%，其中煤炭开采、油气开采、钢铁、有色金属等行业的利润各同比-18.7%、-9.9%、-102.8%、-53.0%，反应国内房地产投资低迷及大宗商品价格走弱；

(2) 中游制造业利润总额同比降幅逐月收窄，由前 2 月的-32.6%收窄至前 5 月-23.7%，其中电气机械、汽车、通用设备、铁路船舶等以 23.4-35.5%的利润增幅居前，酒水饮料的利润同比增幅保持平稳在 12%附近，化学原料及制品、纺织服装、家具、计算机通信电子等下游为主的行业利润同比降幅 5 月也悉数同比收窄；

(3) 电力热力燃气公用事业利润总额方面，自 22 年 9 月由负转正，近三个月稳定在 33-35%，主要系煤炭价格同比下跌所致，此前 21 年 8 月至 22 年 8 月持续承压同比下降，后续随着基数抬升及煤价底部趋稳，预计电力行业利润同比增幅或趋于回落。

3、上市公司业绩：整体业绩尚在磨底期。全部 A 股的 22 年报及 23 一季报显示，上市公司业绩仍在底部震荡，业绩增速与盈利能力的向好拐点或待 23Q3。全部 A 股上市公司 22 年报、23 一季报的营收各同比+6.6%、+3.8%，归母净利润各同比+0.8%、+1.4%，ROE(TTM)分别为 8.9%、8.5%；剔除金融石油石化后全 A 的 22 年报、23 一季报营收各同比+6.6%、+3.9%，归母净利润各同比-1.4%、-6.5%，ROE(TTM)分别为 8.2%、7.6%。整体来看，22 年报、23 一季报的业绩增速、盈利能力均处于 22Q1 以来的低位震荡磨底期。

主要指数的业绩表现来看，沪深 300 等大盘股业绩保持平稳增长，盈利能力在较高水平略有回落，22 年报、23Q1 的营收/净利润各同比+8.9%/+3.7%、5.0%/+6.0%，ROE(TTM)分别为 10.6%、10.2%，营收增速随名义 GDP 增速回落而放缓（22 年、23Q1 名义 GDP 同比+5.3%、+5.0%），但净利润增速略有反弹，ROE 稳中略降。而创业板、科创板、中证 500 等中小盘股的业绩增速、ROE 盈利能力普遍下行，具体数据方面，22 年报、23Q1 的创业板营收/净利润各同比+19.2%/+9.9%、11.2%/+3.0%，ROE(TTM)分别为 8.0%、7.3%，科创板营收/净利润各同比+29.2%/+5.6%、+0.3%/-46.8%，ROE(TTM)分别为 7.7%、6.8%，中证 500 营收/净利润各同比+3.7%/-18.4%、+3.3%/-9.2%，ROE(TTM)分别为 6.9%、6.4%。

按行业板块来看，部分下游消费、计算机与传媒、非银金融等行业板块业绩已处于回升周期，而电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等中游制造为主的板块正处于底部企稳阶段，上游周期、电气设备、医药生物、农林牧渔等行业板块业绩位于放缓阶段。

具体来看，业绩回升显著的包括非银金融、房地产、休闲服务、计算机、传媒等，23Q1 净利润同比增速较 22 年回升幅度高达 70-600 个百分点不等；业绩稳中有升的包括家电、食品饮料、建筑装饰，净利润同比增速保持 12-17%较快增速，且较 22 年回升 3-5 个百分点；业绩处于底部企稳阶段的行业板块以中游制造业为主，包括电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等，净利润同比增速环比变化普遍在±10 个百分点以内；业绩自高位明显回落的包括电气设备及新能源、农林牧渔、采掘、化工、有色金属，23Q1 净利润同比增速较 22 年回升幅度高达 20-65 个百分点不等。

中报业绩方面，截至 7/15，约 1700 家公司已发布 23 年上半年的业绩预告、快报或财报，整体披露率约三分之一，其中业绩预喜比例约 46%，已公告业绩的公司上半年净利润同比下滑 18.6%。

4、社融信贷：货币供给与社融增速震荡回落，反映名义 GDP 阶段下行与微观活力偏弱，重点关注居民缩表压力缓和趋势

1) 信贷投放成为上半年社融增量主力，债券融资连续四个月同比缩量。新近公布的 6 月新增人民币贷款

3.23 万亿元,同比多增 0.18 万亿元,明显高于 WIND 一致预期值 2.38 万亿元,此前 5 月份同比大幅少增 0.60 万亿元。今年“合理适度、精准有力”的货币政策总基调下,上半年降准降息各 1 次,信贷投放成为社融增量主力;23H1 新增信贷、社融的累计规模各为 15.6、21.6 万亿元,同比+2.0、+0.55 万亿元,其中新增信贷占社融比例同比显著提升 7.8 个百分点至 72.4%。同时,23H1 企业债券、政府债券融资同比各少增 0.78、1.3 万亿元,至 1.2、3.4 万亿元。

节奏来看,一季度信贷连续超预期放量、4-5 月新增信贷弱于预期,6 月信贷再度放量,但债券融资连续第四个月同比缩量,6 月企业债券、政府专项债融资各同比+14 亿元、-1.08 万亿元,此前 3-5 月各累计同比少增 0.37、0.54 万亿元。

企业债发行同比持续缩量的原因?主要系宽货币政策下的贷款利率较债券发行利率偏低所致;22 年 10 月至今,宽货币政策加大对实体企业的信贷支持及引导降低社会融资成本下,一般贷款利率延续 18 年底以来的下行态势至 23 年一季末的 4.53% (历史纪录低点),而同期 AA-至 AAA 民企的公司债券发行利率保持在 4.6-6.5%,多数月份高于一般贷款利率。

此外,6 月政府专项债券融资同比显著少增逾万亿元,主要系去年同期政府债券发行前置、而今年发行节奏较为均衡所致,3-6 月各月政府专项债券发行规模稳定在 4500-6000 亿元区间,而 22 年 5、6 月发行规模放量至 1.1、1.6 万亿元。

2) M2、社融增速连续几个月回落, M1 近五个月震荡下行,反映名义 GDP 阶段回落及微观活力偏弱。从 M2、社融同比增速变化来看,已分别于 23 年 2 月、3 月见顶于 12.9%、10.0%后连续回落,至 6 月的 11.3%、9.0%;从近几年央行持续按照“保持 M2 和社融同名义经济增速基本匹配”的指导方针来看,近几个月 M2、社融增速的回落,与 PPI 同比降幅扩大、CPI 显著走低下的名义 GDP 增速阶段回落一致。

此外,狭义货币供应量 M1 (流通中现金与企业活期存款之和),体现企业投资与生产意愿、居民消费与置业倾向,为反映货币供给活化程度、市场微观预期及经济基本面的领先指标, M1 同比增速自 23 年 1 月阶段触顶 6.7%后震荡回落五个月至 6 月的 3.1%,其中 6 月环比加速回落 1.6 个百分点,创 22 年 2 月以来新低; M1 增速的连续震荡回落,表明企业、居民市场主体信用扩张意愿不足,反映当前市场微观活力与经济内生动力偏弱。

3) 居民缩表压力初现缓和, 企业中长期贷款保持同比多增但边际增量放缓。

新冠疫情防控压力期间居民明显转为缩表行为,体现为贷款意愿弱甚至提前还贷而存款意愿强;21 年 5 月至 23 年 1 月居民端短期、中长期贷款趋势性同比少增,期间各累计少增 1.35、4.47 万亿,居民缩表行为明显,反应期间疫情防控、居民收入预期转弱、房地产周期下行等共振压力。23 年 2、3 月随着防疫政策优化调整及国内疫情快速过峰,疫后服务消费快速回补及购房需求积压集中释放,居民短贷、中长贷近两月同比转为多增共 0.64、0.39 万亿,相比此前连续月均少增 700、2800 亿元已明显改观,居民缩表压力缓和。

4 月居民新增短贷、中长贷均转负至-1200 亿元附近,同比各+601、-842 亿元,缩表压力再现,与期间耐用品消费偏弱、楼市成交量边际走低一致。5、6 月居民缩表压力再度缓和,居民短贷、中长贷连续两月转正,连续两月同比多增,且 6 月双双放量至 0.49、0.46 万亿元,反应居民缩表压力缓和,与期间汽车为首的耐用品消费回暖、618 电商促销季 GMV 同比+14.7% (源自星图数据)的表现一致,也反应居民提前还贷的动力边际减弱。

企业中长贷保持同比多增态势,但边际增量连续两月放缓,6 月连续第 11 个月同比多增 0.14 万亿,23 年 1-6 月累计同比多增 3.5 万亿,月均同比多增达 0.58 万亿,5、6 月企业中长贷同比增幅收窄至 0.21、0.14 万亿元,或预示在经历此前 22 年 8 月至 23 年 4 月连续放量高增后,企业中长贷继续高位扩量空间有限。此前政策性金融机构新增贷款、保交楼及设备更新专项贷款等货币工具持续发力,提振企业中长贷持续放量,也支撑制造业、基建投资保持较高增速。

4) 重点关注居民缩表压力缓和趋势, 近期居民缩表压力缓和利于宽货币的信用传导。

本轮宽货币政策及其信用传导效果回顾: 宽货币政策持续近两年, 但受制约居民缩表宽信用效果迟滞。从 M2、社融同比变化曲线来看,反应货币政策的 M2 增速已自 21/8 阶段底部 8.2%趋势上行一年至 22/8 的阶段高点 12.2%,随后 22/9-12 月短暂在 12%中枢窄幅休整,但 23Q1 再度攀升至 12.7%;虽然近三个月 M2 连续回落至 11.3%,但相对于不足 5%的名义 GDP 增速仍显宽松,整体表明期间经济增速明显偏低压力 (连续六个季度的当季 GDP 同比增速均值为 3.6%,波动范围在 0.4-5.2%) 下宽货币政策持续。以上宽货币政策持续发力下,反应货币政策传导效果的新增信贷、社融或其存量增速明显滞后且同比变化曲线回升斜率偏缓,

表明期间宽货币政策传导为宽信用效果不明显。

宽货币政策传导至宽信用效果不佳的原因何在？拆分信贷、社融分项结构来看，主要系期间居民端贷款持续走弱、企业债发行偏弱所致，反应期间疫情防控叠加经济周期下行中居民就业状况变差、收入预期转弱中的消费与购房意愿不足，及企业债融资不畅。具体来看，21/9 至 22/12，企业中长期、短期贷款累计新增 12.7、3.1 万亿，同比多增 0.8、2.4 万亿，期间企业端贷款较为正常；但居民中长期、短期贷款累计新增 4.6、1.6 万亿，同比少增 3.5、1.0 万亿，反应期间居民购房、消费意愿不足或持续受限。此外，同期企业债发行累计 3.5 万亿，同比少增 0.7 万亿。

23 年以来，居民缩表压力有所缓和，表征居民消费的短贷已连续五个月同比多增共 0.78 万亿元，反应居民房贷（包含提前还房贷）的中长贷同比少增也明显收窄至 1000 亿元，且多数月份同比多增，与居民中长贷 22 年月均同比少增近 3000 亿元明显改观。后续重点关注居民缩表压力缓和趋势，对消费回暖及楼市底部企稳的积极贡献。

四、投资策略：指数有望温和反弹，TMT 有望重拾上行，地产链汽车链消费投资板块存在修复动力

1、中期市场展望：下半年经济温和增长，指数有望温和反弹

过去三年疫情反复扰动，经济平均增速已下移至 4.5% 附近，低于 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家所需的 4.7% 年均增速底线，尤其 22Q2-Q4 连续三个季度增速在 4% 下方，经济中低增速态势亟需扭转。

目前市场一致预期 23 年的消费同比增速较年初小幅上调至 7.9%、而工业增速小幅下调至 4.3%；投资增速较年初再度下调至 5.0%，其中制造业、基建投资同比增速预期值较 22 年各回落 3.4、1.6 个百分点至 5.7%、7.8%，房地产投资同比降幅较 22 年大幅收窄 7.2 个百分点至 -2.8%。

23 年实际 GDP 同比增速有望回升约 2.3 个百分点至 +5.3% 附近；分季度来看，一季度受去年高基数及消化疫情达峰的双重影响，预计 23Q1 的 4.5% 为全年增速低点，低基数下 23Q2 明显反弹至 7.0% 下方附近，23Q3、Q4 预计在 5% 附近。

综合实际 GDP 增速季度变化、下半年 PPI 跌幅明显收窄及 CPI 温和回升，预计 23H2 公司盈利状况有望好转上行，届时基本面的回暖，有望驱动 A 股缓慢上涨行情。

展望 23 年下半年，美元加息已至尾声、地缘冲突或将缓和、国内经济温和恢复、公司盈利有望触底缓升，同时十月三中全会窗口期市场风险偏好或适度提升，有望共同驱动 A 股指数温和反弹。考虑 23 年 A 股整体业绩增速 ~10%，叠加风险偏好适度回暖下的估值弱修复，预计大盘指数温和反弹 15% 附近。

2、市场特征研判：存量资金博弈破局前，结构性机会为主。考虑到 23 年下半年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金，年初至今基金新发市场持续偏凉；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化，年初快速大额净流入后，近几个月明显放慢流入节奏。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。综合来看，当前存量资金博弈破局前，决定了 A 股难有指数显著持续走牛、行业板块全面同步上涨的行情。

3、配置建议：中期 TMT 有望重拾上行，稳增长政策推进下地产链汽车链消费投资板块存在修复行情

中期来看，23 年投资主线可重点遵循中央对 23 年经济工作重点部署方向，即扩大内需下的消费恢复、补短板基建，及加快建设现代化产业体系下补链强链的科技制造。

一现代产业体系主线：23 年围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通；重点提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广，大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。

中长期我国经济转型升级、创新驱动、制造强国下，我国科技制造优势有望进一步提升，建议可逢低布局人工智能、半导体、军工、信息安全、创新药、电动汽车、智能驾驶、光电生产设备与材料、光伏风电储能等科技赛道板块细分机会。

二扩大内需主线：23 年要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，增强消费能力，改善消费条件，

创新消费场景，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费；同时加强区域间基础设施联通、十四五重大工程和补短板项目建设。以上地产链条板块、新能源汽车及智能驾驶、养老医疗服务，及补短板项目的半导体设备与材料、先进制造生产线设备更新改造、数控机床等，23年有望获得金融财税政策支持，建议中期可逢低布局与深入挖掘优质标的。

中期 TMT 有望重拾上行。结合 23 年全球 AI+ 科技产业的大笔投入与应用开发，国内以自主安全与数字经济为首的创新发展战略目标，预计以半导体芯片、光模块、服务器、大模型等为首的 TMT 科技板块，中期正步入新一轮技术创新与商业应用、业绩拐点向上逐步兑现的上升周期，且经历近两轮快速调整后，当前估值大多均处于近十年 40% 以下分位数，因而 TMT 科技成长主题行情有望重拾上行。

同时，金融、地产系板块（建筑建材、机械、家电家装、化工、白酒）等周期与部分消费板块（医疗服务及创新药）、军工，此前在弱现实弱预期双重压力下持续调整，下半年随着稳增长政策推进，大概率存在基本面预期或政策预期的正向差驱动行情，尤其当前周期与部分消费板块的估值已位于近十年 20% 以下分位数，一旦触发基本面或政策正向预期差，阶段性有望进入快速修复行情。

风险提示：国内房地产持续下行、美国经济硬着陆风险、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）

本周研究动态：

化工行业（王双）

行业走势

2023 年 7 月 17 日至 7 月 21 日申万基础化工指数上涨 0.24%，上证指数下跌 2.16%，行业指数跑赢大盘指数。细分板块中表现较好的板块是磷肥及磷化工、钾肥、氟化工；表现较差的板块是改性塑料、胶黏剂及胶带、其他橡胶制品。

行业观点

本周农药、化肥等相关个股异动，据环球资讯广播发布，7 月 17 号，俄罗斯外交部发表声明，宣布黑海港口农产品外运协议将于 18 号中止。乌克兰素有“欧洲粮仓”之称，切断黑海港口农产品外运，或将引发新一轮的粮食价格上调，间接利好化肥农药的消费，刺激化肥农药价格上调。

草甘膦价格持续上涨：6 月 20 日以来草甘膦价格持续向上，最近一个月上涨 44% 至 3.5 万元/吨，主要是经过 2022 年以来价格持续下滑，企业利润微薄；随着库存消化，主流企业库存减少；海外南美、东南亚、东欧、非洲等均有订单下发，部分工厂订单排至 8 月，接单空间有限，部分工厂惜售，价格推涨。对于下半年草甘膦走势相对乐观，夏季高温或会出现企业限电情况，不仅会导致黄磷价格推涨使草甘膦成本走高，也会导致草甘膦本身开工受限供应减少，从而在成本及供应双重利好条件下支撑价格上涨。从市场预期看，经过一年多的库存消化，且第四季度是传统的销售旺季，因此预计第四季度主流采购市场启动。

毒死蜱开工偏低价格上涨：本周毒死蜱价格上涨 10.45%至 3.7 万元/吨，多数厂家装置停车检修，暂不接单，市场开工率较低，库存低位，整体市场供应空间紧缩；下游市场贸易商、采购商基本按需补货，需求热度一般，产品销售情况一般，上游原料价格稳定。

2,4-D 受成本压力，价格上调：截止到 7 月 20 日 97%2,4-D 生产商报价 1.25-1.5 万元/吨，实际成交参考价 1.2 万元/吨，较上周上调 0.05 万元/吨，上调 4%。上游主要原料苯酚价格近一个月上涨 5.65%、氯乙酸市场价格平稳运行，上游原料价格对 2,4-D 成本有一定支撑作用；从市场反馈，近期订单情况略有好转，带动价格上调。

钾肥价格进口货源充足：本周氯化钾市场观望企稳运行，市场价格趋稳，盐湖集团保底价格目前为 2400 元/吨，保底至七月底，下游采购积极性不佳，国产钾市场成交价格仍有缓步下滑趋势；进口钾方面，港口出货量仍有增加趋势，氯化钾市场观望气氛较浓，市场价格趋稳，下游需求有小幅回暖趋势，市场交投稍有好转，目前市场整体供应量充足，后期进口量仍有增加趋势，需求支撑有限，预计近期市场价格企稳运行。预计近期市场均价在 2280-2300 元/吨。

本周磷酸一铵市场震荡维稳，行情稳中偏暖运行：磷酸一铵 55%粉状市场均价为 2453 元/吨，较上周 2441 元/吨价格上涨 12 元/吨，幅度约为 0.49%。从原料来看，目前湖北地区 30%磷矿石船板含税参考价格 850 元/吨，成本变化主要受到硫磺、合成氨价格窄幅下调影响；部分厂家 7、8 月订单已经接满，处于封单状态，短期内价格仍有探涨趋势。

本周国内尿素行情呈先抑后扬走势：周初，下游受价格接连上涨影响，拿货积极性不高，周中期货价格止跌反涨，叠加国际价格继续上涨，提振市场心态；此外复合肥厂、板材厂库存低位，北方及苏皖地区存在少量农业需求带动下游积极补库，市场氛围转暖；原料成本方面，本周国内动力煤市场震荡偏强。截止到本周四，动力煤市场均价为 720 元/吨，较上周同期均价上涨 16 元/吨，涨幅 2.27%。

DMF 供给减少价格上涨：本周 DMF 价格上涨 12.59%至 5367 元/吨，近一个月上涨 17.52%。本周国内 DMF 产量预计 12194 吨，较上周再度下调，周内部分装置停车检修，加之部分前期减量生产企业未恢复正常生产，行业开工小幅下降，整体行业开工率维持在中低水平，场内供应再度小幅减少，供应面支撑尚可，市场需求表现一般。

图 1：化工产品价格走势

产品	最新价格 (2023/7/21)	单位	较上周	较上月	较23年初	较22年同期
草甘膦	35791	元/吨	22.19%	44.41%	-25.89%	-43.00%
DMF	5367	元/吨	12.59%	17.52%	-5.01%	-52.85%
毒死蜱	37000	元/吨	10.45%	7.25%	-21.28%	-30.19%
丙二醇	7800	元/吨	7.84%	6.37%	4.47%	-9.65%
丙酮	6038	元/吨	7.34%	13.41%	10.81%	18.98%
硫酸	99	元/吨	4.21%	2.06%	-53.95%	-83.88%
苯酚	7951	元/吨	3.99%	5.51%	1.71%	6.25%
纯MDI	19650	元/吨	3.97%	1.29%	12.29%	-7.31%
纯苯	6899	元/吨	3.81%	11.22%	0.98%	-23.87%
黄磷	23738	元/吨	3.22%	8.81%	-22.87%	-21.03%
草铵膦	61500	元/吨	-3.91%	-6.82%	-61.56%	-73.83%
PTFE悬浮中粒	42000	元/吨	-4.55%	-4.55%	-12.50%	-12.50%
R142b	19000	元/吨	-5.00%	-5.00%	-52.50%	-84.80%
三氯乙烷	2325	元/吨	-5.10%	-8.82%	-2.52%	-45.29%
PTFE分散树脂	45000	元/吨	-6.25%	-6.25%	-18.18%	-22.41%
混合芳烃	8050	元/吨	-7.36%	9.23%	8.05%	-2.19%
PVDF粒料	10.0	万元/吨	-9.09%	-9.09%	-50.00%	-62.96%
PVDF电池级	9.0	万元/吨	-10.00%	-10.00%	-64.00%	-79.07%
光伏级三氯氢硅	8000	元/吨	-13.04%	-23.81%	-55.56%	-64.44%
PVDF粉料	6.5	万元/吨	-13.33%	-13.33%	-56.67%	-76.79%

资料来源：百川盈孚、国都证券

投资建议：

2023年房地产等终端需求改善具有不确定性，出口型产品也存在需求回落的风险，在全球经济增速下滑的预期下，周期品的情绪非常悲观，行业整体性的机会相对困难。1、龙头公司筑高行业壁垒：化工行业龙头在周期底部逆势扩张，有望进一步扩大自身市占率，凭借超越行业的技术和成本优势，在周期底部的盈利中枢有望稳健抬升，实现逆势增长，或将首先迎来估值修复机会；2、电子化学品国产化趋势不改：由于世界形势的不确定性，保障能源供给、提高核心技术产品供给能力，仍然是大势所趋。预计2023年对于能源保障和核心技术突破等方面的政策支持力度进一步加大，电子化学品国产化率不足30%，长期国产化趋势不改；3、PDH盈利好转：今年以来进口丙烷价格持续下跌，走势弱于原油，而原料丙烷价格直接决定丙烷脱氢生产成本，因此今年PDH成本降幅较大，盈利好于油头和煤头丙烯。重点推荐公司：万华化学；华鲁恒升；卫星化学；润丰股份；华特气体；新瀚新材。

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

数据来源：百川盈孚、WIND、国都证券

机械、军工行业(韩保倩、段佳琪)

一、市场表现回顾

机械设备 (SW) 板块上周下跌 2.83%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 24 位，同期沪深 300 指数下跌 1.98%，创业板指数下跌 2.74%。细分子板块 (申万二级行业划分) 来看，本周所有细分板块涨幅由大到小分别是工程机械 (+0.41%)、专用设备 (-2.42%)、通用设备 (-3.29%)、轨交设备 (-3.33%) 和自动化设备 (-4.94%)。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是慈星股份 (+24.96%)、凯格精机 (+22.43%)、冰轮环境 (+17.50%)、道森股份 (+9.86%) 和宇晶股份 (+8.90%)；而跌幅排名前五的分别是金太阳 (-25.18%)、宏英智能 (-23.25%)、邵阳液压 (-17.60%)、宝馨科技 (-17.56%) 和利和兴 (-17.28%)。

估值方面来看，截止 7 月 21 日，机械设备 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 30.83x，全部 A 股的市盈率 (TTM，剔除负值) 为 16.52x。

二、本周主要观点

根据国家统计局数据，6 月制造业 PMI 为 49%，环比提升 0.2pct。产需指数均有所回升，生产指数达到 50.3%，环比提升 0.7pct，重回荣枯线以上，企业生产活动有所加快；新订单指数达到 48.6%，环比提升 0.3pct，需求端有小幅改善。

工程机械：根据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，23 年 6 月销售各类挖掘机 1.58 万台，同比下滑 24.1%。其中，国内 6098 台，同比下滑 44.7%；出口 9668 台，同比下滑 0.7%。23 年 1-6 月共计销售挖掘机 10.88 万台，同比下滑 24%。其中，国内 5.10 万台，同比下滑 44%；出口 5.78 万台，同比增长 11.2%。

经草根调查和市场研究，工程机械杂志 CME 预测 23 年 7 月挖掘机销量 1.32 万台，同比下降 26% 左右。分市场来看，国内市场预估销量 4700 台，同比下降 49% 左右，降幅环比小幅扩大；出口市场预估销量 8500 台，同比下降 2.2% 左右，降幅环比进一步扩大。

国内市场：延续下滑态势，主要系：1) 国标切换仍有影响，国四价格相对较高，客户对新机的接受度有待提升；2) 下游基建、地产项目投资趋缓，开工改善偏弱；3) 销售机型结构调整，中大挖销售情况好于小挖。

海外市场：出口同比略降，主要系去年同期基数较高所致。展望下半年，出口仍将是今年行业增长的关键，欧美市场需求韧性较强，东亚、中亚、中东表现出较强需求弹性。同时，其他工程机械如起重机、高机、矿机等出口表现相对较好。

根据海关数据，23 年 1-5 月工程机械出口额 207.5 亿美元，同比增长 30.4%，出口金额仍维持较快增速。其中，零部件出口 61.49 亿美元，同比增长 8.7%；整机出口 146.02 亿美元，同比增长 42.4%。1-5 月出口额增加的主要整机有：履带挖掘机、电动叉车、装载机、内燃叉车、其他汽车起重机、非公路自卸车等。

从区域增速来看，23 年 1-5 月俄罗斯地区增速超 200%；沙特、土耳其增速超过 100%；荷兰、墨西哥增速超过 60%；北美、欧洲市场增速超 12%；越南市场增速下滑超 15%。从结构占比来看，俄罗斯市场出口占比超过 13%，成为中国工程机械第一大出口市场；美国市场在高基数情况下，依旧维持正增长，需求韧性

较强，目前占比达 9%。

整体来看，今年的出口产品端呈现大吨位化、非挖产品景气度更高的特点；地区端北美、俄罗斯、中东景气度较好。7 月 21 日，李强主持召开国务院常务会议，审议通过城中村改造的指导意见，指出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造，工程机械板块国内预期有望边际改善。

预计工程机械行业未来需求存在修复可能，出口依旧是重要增长点，增长仍具备较强韧性和持续性。同时，部分龙头 Q2 业绩由于基数较低、结构优化及汇兑收益等原因预期较好。推荐目前估值较低、业绩有望改善的中联、徐工、三一、柳工。

三、行业动态跟踪

科德数控（688305）发布 2023 年上半年业绩预告，预计 23H1 实现营收 2.01 亿元，同比增加 42.72% 左右；归母净利润 0.45-0.54 亿元，同比增长 65.15%-97.96%；扣非归母净利润 0.30-0.36 亿元，同比增加 98.27%-136.86%。

柳工（000528）发布 2023 年半年度业绩快报，预计 23H1 实现营收 150.73 亿元，同比+9.49%；归母净利润 6.12 亿元，同比+27.59%；扣非归母净利润 5.12 亿元，同比+24.06%。

浙江鼎力（603338）发布 2023 年上半年业绩预增公告，预计实现归母净利润 8.04-9.18 亿元，同比增长 40%-60%；扣非归母净利润 7.82-8.96 亿元，同比增长 41%-61%。【公司公告】

四、风险提示

下游行业需求不及预期；原材料或零部件价格波动或短缺；海外市场需求不及预期；行业竞争加剧风险等。

（资料来源：Wind、iFind、公司公告、国家统计局、CME 工程机械杂志、GGII 高工产业研究院、ofweek 维科网、机床工具工业协会、上海证券报）

建筑材料（王景）

一、建筑材料市场表现回顾

上周建筑材料指数上涨 2.56 个百分点，沪深 300 指数下跌 1.98 个百分点，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 4.54 个百分点。子行业方面，水泥指数涨幅为+1.57%，玻璃玻纤指数涨幅为+0.66%，消费建材指数涨幅为+4.60%。

二、行业动态及重点子行业近期跟踪

水泥：上周水泥价格略有下滑，42.5 标号水泥全国均价 414.47 元/吨，比前一周下跌了 1.97 元/吨，跌幅为 -0.47%。分地区来看，西部地区水泥价格略有上涨，其他地区水泥价格均有下滑。其中，东北地区水泥价格跌幅最大，共下跌 8 元/吨。华东地区水泥价格下跌 5.51 元/吨。中南地区和华北地区水泥价格分别下跌 3.67 元/吨和 2.4 元/吨。西北地区和西南地区水泥价格均有上涨，西北地区水泥价格上涨 6 元/吨，西南地区水泥价格上涨 0.4 元/吨。整体来看，目前西北和西南地区水泥价格在 450 元附近，华东、华北、中南地区水泥价格在 400 元附近，东北地区水泥价格在 350 元以下。

浮法玻璃：上周玻璃价格继续反弹。上周五 5mm 玻璃全国均价为 1885.71 元/吨，比前一周上涨了 38.57 元/吨，涨幅+2.09%。分地区来看，华中地区玻璃价格涨幅最大，共上涨 100 元/吨。东北和华北地区分别上涨 70 元/吨和 50 元/吨。华东和西北地区分别上涨 30 元/吨和 20 元/吨。华南和西南地区玻璃价格维持不变。库存方面，上周玻璃库存去化较多。上周全国浮法玻璃企业库存为 4750.8 万重箱，比前一周减少了 483.7 万重箱，减少幅度为-9.24%。分地区来看，各地区玻璃企业库存均有所去化。

三、核心投资观点

在细分子行业中，我们主要看好塑料管材行业和浮法玻璃行业。

在房地产行业景气下滑的背景下，政府采取逆周期政策，在基建方面进行发力。2023 年 5 月 25 日国务院印发了《国家水网建设规划纲要》。《纲要》提出要加快构建国家水网，建设现代化高质量水利基础设施网络，统筹解决水资源、水生态、水环境、水灾害问题。我们认为，《纲要》的印发有望在未来十几年增加水网基础设施建设，拉动市政相关塑料管道的需求，中长期提升管材行业市场规模空间，利好塑料管材行业上市公司。

2022 年由于疫情的影响和房地产企业资金链上的压力，房地产企业施工进度受到了一定影响，很多项目并没有按期竣工。针对这一情况，政府和相关部门提出了很多“保交楼”政策，银行和资本市场也在资金方面予以支持，有力的支撑了房地产竣工端修复。玻璃主要应用在房地产竣工阶段玻璃幕墙和玻璃门窗的安装中，房地产竣工端的修复提升了浮法玻璃的需求，带来玻璃价格的上升和库存的下降，利好浮法玻璃企业上市公司。

四、本周重点推荐个股

伟星新材 (002372)：伟星新材专注于研发、生产、销售高质量、高附加值的新型塑料管道，并积极拓展净水设备和防水事业，是国内 PPR 管道的领先企业。公司的业务分为零售业务和工程业务。受益于水网建设投资的增长，公司的工程业务有望在未来几年持续增长。同时，公司零售业务也将继续保持，净水业务和防水业务也将持续推进。长期来看，公司作为塑料管材龙头，有望实现业务的协同效应，未来将保持业绩的稳健增长。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别是 0.52、0.70、0.89 元，对应 PE 分别是 17、12、10 倍，给予公司推荐评级。

旗滨集团 (601636)：旗滨集团是国内浮法玻璃行业双龙头之一，在福建漳州、广东河源、湖南醴陵、浙江绍兴、浙江长兴、浙江平湖、马来西亚等地均建有浮法玻璃生产基地，一共有 25 条浮法玻璃生产线，日熔量达到了 17500 吨/天。随着浮法玻璃行业景气度回暖，公司具备硅砂自给、交通便利、规模化生产带来的成本优势，有望率先受益。另外，公司积极培养新兴业务，光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃有望发力，带来公司业绩增长。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别是 0.83、0.88、0.94 元，对应 PE 分别是 25、24、22 倍，我们

给予推荐评级。

五、风险提示

下游行业需求不及预期、原材料或燃料价格波动、市场竞争加剧。

(资料来源：iFind、公司公告、国都证券)

食品、饮料 (白皎皎)

一、市场表现

周行情：食品饮料 (中信) 涨跌幅+0.23%；农林牧渔 (中信) 涨跌幅+2.07%；沪深 300 涨跌幅-1.98%。

二、食品饮料

1. 白酒：

1) 价格及库存：

茅台：箱装 2920 元左右，渠道库存维持在 0.5-1 月左右；五粮液：批价 940 元左右，库存 1-1.5 月左右；老窖：批价 890 元左右，库存约 1.5-2 个月。价盘整体稳健。

2) 动态：

茅台酱香酒公司召开上半年营销会：2023 年上半年酱香系列酒保持高质量发展态势、顺利完成了“双过半”目标任务。

五粮液集团召开 2023 年上半年工作总结：上半年生产经营目标圆满完成，未来将进一步把握白酒行业宴席市场、老酒市场、国际市场。

3) 观点：

基本面：需求端延续逐步回暖趋势，但板块淡季主要以去库存，控制价盘，维护渠道秩序等为主，为下半年消费旺季蓄势。暑假及宴席回补拉动下，短期高端和区域性酒企预计表现相对较优，次高端则恢复仍以去库存为主，后续仍需重点关注经济恢复力度以及下半年旺季实际消费力度。

估值：中长期滚动 TTM 估值中枢有望维持在 30-40x，目前板块在市场风格和低预期背景下对应 23 年处于合理偏低 (20-30x)；板块基本面低预期阶段，估值对比 18 年底部阶段差距也较小，中长期性价比足，具有战略配置价值；

市场观点：茅台中报预告超预期，促消费调控政策有望逐步落地，国庆、中秋等消费旺季，联储加息接近尾声，北上资金有望回流，板块低预期，低估值背景下，板块在中长期配置时点和区间内，结合估值、基本面稳健性等看，短期一线白酒更优更稳。

2. 大众品：

1) 价格：

大豆、棕榈油、豆油等本周小幅，但同比 22 年已大幅下行。包材玻璃、瓦楞纸等周环比持续下行，整体预计

23 年大众品整体成本压力将逐步缓解。

2) 动态：

中炬高新：人事震荡升级，上周刚上任的宝能系总经理邓祖明递交辞呈。7 月 23 日晚间中炬高新公告显示，公司董事会于 2023 年 7 月 22 日收到邓祖明的辞职报告。因个人原因，邓祖明辞去公司总经理职务。辞职后，邓祖明将不在公司及下属子公司担任任何职务。

3) 观点：

短期，需求持续恢复，板块中报预计在低基数上高增长。中长期看大众品行业基本面已筑底，维持看好大众品 23-24 年景气反转行情，其中调味品、预制菜、速冻食品等具有成长性的细分领域，有望在低预期背景下迎来超预期的增长，具有战略配置价值。各细分领域龙头如绝味食品、安琪酵母、洽洽食品、伊利股份等中长期维度也有望估值修复价值逐步回归。

三、农业：推荐养殖板块

1) 猪价：商品猪 14.4 元/kg，本周价格上行约 0.4 元/kg。考虑供给相对过剩，3 季度猪价预计维持低位，利好主动去产能。

2) 观点：板块基本面处于底部偏左侧，加速去产能已开启，底部大概率在 23H2 显现；以β行情为主，估值维度看头均市值处于历史底部区域，可做板块性配置。

四、推荐个股

重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、今世缘、天味食品、千禾味业、燕京啤酒、牧原股份；

其他：山西汾酒、古井贡酒、海天味业、安井食品、绝味食品、温氏股份、巨星农牧、新五丰等。

五、风险提示

宏观经济恢复不及预期；重大食品安全事故；政策变动；成本波动超预期；北上资金大幅流出；生猪产能去化不及预期。

数据来源：国都证券，Wind，ifind，公司公告，酒业家，调味品协会，农业部，猪易通。

休闲服务 (韩保倩、郝卓凡)

一、市场表现回顾

社会服务 (SW) 板块前一周下跌 1.55%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 16 位。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是西安饮食(+12.75%)、全聚德(+10.76%)、华天酒店(+4.02%)、凯撒旅业(+3.55%)、金陵饭店(+3.44%)；而跌幅最大的前五家公司分别是天目湖(-6.49%)、*ST 米奥(-6.04%)、岭南控股(-5.56%)、九华旅游(-5.49%)、三特索道(-4.22%)。

估值方面来看，截止 7 月 21 日，社会服务 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 50.7x，全部 A 股 (TTM，剔除负值) 的估值为 13.6x。【IFind】

二、行业动态跟踪

今年暑期国内机票订单超 2019 年同期近一倍，机票均价同比去年涨三成。根据航班管家 APP，截止到 7 月 19 日，2023 年暑期国内机票订单同比 2022 年增长 60%，超过 2019 年同期的 98%。机票价格方面，2023 年暑期国内机票（经济舱）均价是 950 元，同比 2022 年增长 30%，同比 2019 年增长 11%；目的地方面，2023 年暑期国内热门目的地 top10 分别是深圳、成都、北京、重庆、广州、杭州、上海、西安、长沙、昆明。（航班管家）

国家移民管理局：2023 年上半年 1.68 亿人次出入境。7 月 19 日，国家移民管理局召开新闻发布会，通报了 2023 年上半年移民管理工作主要情况。今年上半年，全国移民管理机构共查验出入境人员 1.68 亿人次，粤港澳口岸全面恢复通关。据国家移民管理局统计，2023 年上半年，全国移民管理机构共查验出入境人员 1.68 亿人次，是 2019 年同期的 48.8%，其中内地居民 8027.6 万人次，港澳台居民 7490.3 万人次，外国人 843.8 万人次（不含边民）；查验交通运输工具 983.1 万架（艘、列、辆）次，是 2019 年同期的 53.8%，其中飞机 20.4 万架次，船舶 19.1 万艘次，火车 4.4 万列次，汽车 939.2 万辆次。（央视新闻）

黑龙江年内接待旅游专列出游约 10 万人次，创历史新高。7 月 19 日，从中国铁路哈尔滨局集团有限公司获悉，今年以来，该局接入全国各地至黑龙江长途旅游专列 110 列，开行省内中短途旅游专列 76 列，共服务和接待游客约 10 万人次，创历史新高。哈尔滨局集团公司客运部门负责人介绍，暑期以来，铁路部门发送旅客超 500 万人次，同比增长 50%，其中伊春站、漠河站旅客发送量同比分别增长 106%，56.5%。哈尔滨局集团公司加强全国各地与省内主要旅游城市间的运力投放，图定开行深圳、上海、成都、昆明、乌鲁木齐至哈尔滨等地 8 对长途旅游专列。启用小长假运输模式提高周末动车组上线率，全省动车组暑期客座率已超 2019 年同期水平。（上海证券报）

暑期出游“如火如荼”，粤港澳市场迎亲子出游高峰。2023 年暑假全面开启已经 10 天，暑期出游也如火如荼地开展中，亲子客群、学生客群已经“成功接棒”成为出游主力。从岭南商旅集团旗下广之旅方面了解到，亲子及学生出游人群已占当期出游总人数的 80%。而出游方向方面，与暑期刚开始时跨省游“一马当先”的情况不同，粤港澳市场出游人数明显增加，人数规模环比较上周超过 50%——暑期粤港澳亲子游高峰正式到来。广之旅方面介绍，高温天气下，以“避暑”为目标、包含水上乐园、夜游元素的旅游产品，最受市场关注；特别是一些新开的景区及旅游设施，吸引了大批亲子客群“尝鲜”；此外，“一家一团”的服务需求持续在省内蔓延，产品目的地包括珠海、梅州、韶关、潮汕等地，行程天数 2-4 天不等。（环球旅讯）

海南航空推出 51 条“精品航线”。暑运期间，民航出行迎来高峰，为持续提升旅客出行体验，海南航空倾力打造精品航线产品体系，继今年夏秋季升级推出 5 条“精品快线”产品后，7 月起再次面向重点区域市场推出 51 条“精品航线”产品。海南航空精品航线主要覆盖北京、海口、广州、深圳、上海、三亚等 11 个重点城市至省会城市的 51 条热门航线，包括北京—上海、北京—杭州、海口—广州、深圳—重庆、广州—郑州、三亚—成都、上海—乌鲁木齐等航线。其中北京、海口进出港精品航线数量较多，分别达到 13 条、15 条。（环球旅讯）

空客：中国始终是其最大的单一国别市场，市占率已达到 54%。在全球飞机制造商空中客车举办的 2023 年全球市场预测媒体交流会上，空客全球高级副总裁及空客中国民用飞机商务负责人刘莉表示，从 2006 年到今天，中国始终是空客最大的单一国别市场。截至 2023 年 6 月底，空客在国内在役飞行的飞机已达到 2175 架，机队规模为全球最大。空客飞机在中国市场份额为 54%，单通道和宽体机两大市场均处于领先地位。（澎湃

新闻)

新东方 10 亿元成立文旅公司。天眼查 App 显示，7 月 19 日，北京新东方文旅有限公司成立，注册资本 10 亿人民币，法定代表人、董事长为俞敏洪，经营范围含旅游业务、旅游开发项目策划咨询、组织文化艺术交流活动、文艺创作、互联网销售等。该公司由新东方教育科技集团有限公司全资持股。俞敏洪此前曾表示将进军文旅领域。从去年开始，东方甄选陆续推出了“云游西北”“齐鲁山海行”等多个专场直播。(界面新闻)

桂林旅游：三季度为公司全年最旺季度。桂林旅游 7 月 19 日披露投资者关系活动记录表显示，自 2022 年 12 月人员出行政策放松后，公司旅游主业于 2023 年初开始呈现良好的复苏态势。2023 年 1-6 月，公司游客接待量约 252 万人次，同比增长约 257%；实现营业收入约 1.96 亿元，同比增长约 390%。三季度为公司全年最旺的季度。(公司公告)

三、本周主要观点

目前暑运旅行热度持续高涨，建议关注行业盈利修复情况。疫情前期积压的服务消费需求持续性释放，出行及消费复苏趋势较为明确，酒店及旅游均恢复程度较好，看好全年维度社会服务行业的业绩弹性。长期来看，服务消费增长仍然是长期趋势，推荐行业复苏逻辑下，成长属性好、业绩确定性高的标的。推荐酒店龙头锦江酒店，景区演艺龙头宋城演艺、天目湖。

四、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

医药生物 (傅达理)

一、市场表现回顾

上周 (7.17-7.21) 医药生物 (SW) 板块下跌 0.81%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 13 位，同期沪深 300 指数下跌 1.98%，创业板指数下跌 2.74%。细分子板块 (申万三级行业划分) 来看，本周仅疫苗+2.17%、医院+1.44%和线下药店+0.03%上涨，其余细分板块均下跌，跌幅由大到小分别为医疗研发外包-2.06%、化学制剂-1.61%、医疗设备-0.81%、医疗耗材-0.79%、医药流通-0.78%、其他生物制品-0.77%、中药-0.75%、体外诊断-0.75%、原料药-0.62%和血液制品-0.28%。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是科源制药 (+20.01%)、澳洋健康 (+12.14%)、哈三联 (+8.94%)、康泰生物 (+8.58%) 和威高骨科 (+8.23%)；而跌幅排名前五的分别是凯因科技 (-25.55%)、毕得医药 (-20.74%)、金迪克 (-19.24%)、康弘药业 (-16.32%) 和普蕊斯 (-13.42%)。

估值方面来看，截止 7 月 21 日，医药生物 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 25.73x，持续低于 2010 年以来中位数水平 (35.55x)，相较全部 A 股的估值溢价率为 93.13%，持续低于 2010 年以来的中位数水平 (+127.09%)。

二、板块主要观点

Q2 公募基金医药持仓环比持续小幅提升。公募基金 2023 年半年报披露完毕，截止 2023 年 6 月 30 日，公募基金全部重仓持股中，A 股医药股的持仓比例为 11.40%，环比增加 0.18 个百分点，同期 A 股医药生物(SW)板块的市值占比为 7.67%，公募基金医药持仓整体处于超配状态。若扣除医药主题基金后，非医药基金的 A 股医药股持仓比例为 6.72%，较 2023Q1 增加 0.13 个百分点，连续三个季度环比增加，但仍持续处于低配状态。从重仓持股情况来看：1) 2023Q2 持有基金数最多的前十位 A 股医药公司分别为：恒瑞医药(606)、迈瑞医疗(487)、药明康德(216)、人福医药(212)、科伦药业(194)、爱尔眼科(176)、智飞生物(171)、太极集团(129)、长春高新(123)、同仁堂(110)；2) 2023Q2 持有市值最多的前十位 A 股医药公司分别为：迈瑞医疗(400 亿元)、恒瑞医药(369 亿元)、药明康德(284 亿元)、爱尔眼科(203 亿元)、同仁堂(100 亿元)、智飞生物(91 亿元)、片仔癀(74 亿元)、长春高新(71 亿元)、金域医学(71 亿元)、华润三九(68 亿元)；3) 2023Q2 持仓占流通股比例最高的前十位 A 股医药公司分别为：普瑞眼科(36.00%)、百利天恒(35.38%)、健之佳(29.46%)、惠泰医疗(22.35%)、一心堂(21.29%)、金域医学(20.30%)、立方制药(19.25%)、太极集团(18.82%)、悦康药业(18.68%)、泰格医药(18.06%)；4) 2023Q2 加仓最多的前十位 A 股医药公司分别为：美年健康(30043 万股)、恒瑞医药(27580 万股)、爱尔眼科(14222 万股)、康恩贝(10558 万股)、智飞生物(6734 万股)、山海莱士(6693 万股)、华润三九(4547 万股)、乐普医疗(4530 万股)、科伦药业(4222 万股)和恩华药业(3876 万股)。

三、行业动态跟踪

国谈竞价、续约规则正式发布。7 月 21 日，国家医保局公布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》。本次《续约规则》对未达 8 年的谈判药品，连续协议期达到或超过 4 年的品种以简易方式续约或新增适应症触发降价的，降幅减半。同时，《续约规则》还增加对按照现行注册管理办法批准的 1 类化药、1 类治疗用生物制剂，1 类和 3 类中成药，在续约触发降价机制时，可以申请以重新谈判的方式续约，降幅可不必高于简易续约规定的降幅。国家医保局表示，在不超出医保基金和广大参保人的承受能力的前提下，医保谈判是基于药品临床价值进行全面科学评估基础上与企业的协商，绝不是“价格越低越好”的随意砍价。

十部门集中整治全国医药腐败。国家卫健委日前会同教育部、公安部、审计署、国务院国资委、市场监管总局、国家医保局、国家中医药管理局、国家疾控局、国家药监局联合召开视频会议，部署开展为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。会议强调，以“零容忍”态度坚决惩处腐败，大力营造风清气朗的医药领域发展环境。针对医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”，深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理，进一步形成高压态势，一体推进“不敢腐、不能腐、不想腐”。为畅通问题线索途径，“互联网+”行风评议平台同步在国家卫生健康委网站上线。

国家药监局：进一步加强和完善医疗器械分类管理工作。7 月 19 日，国家药监局发布《关于进一步加强和完善医疗器械分类管理工作的意见》。《意见》提出了重点任务：（一）优化分类管理组织体系；（二）完善分类管理制度体系；（三）提升分类管理效率；（四）提升分类管理能力；（五）提高分类管理服务水平；（六）强化分类实施监督。

干扰素启动联盟集采。7 月 20 日，江西省医保局发布通知，通过梳理干扰素药品品规、分析联盟省份 2022 年度采购数量和金额，召开医疗专家、医疗机构、生产及配送企业座谈会以及征求各联盟省意见后，初步遴选出 14 个干扰素品种拟纳入集采。包括：聚乙二醇干扰素 α -2b 注射剂、人干扰素 α 2a 注射剂、人干扰素 α 2a 软膏剂等。

《中药饮片标签管理规定》发布：应标注“中药饮片”明示属性。近日，国家药监局发布《中药饮片标签管理规定》，进一步规范中药饮片标签管理。《规定》自 2024 年 8 月 1 日起施行，其中，保质期标注自 2025 年 8

月 1 日起实施。《规定》共 22 条，明晰了适用范围、总体要求、责任主体、包装要求、标签印制要求、标签内容要求、发运过程中的包装标签管理、标签额外项目、特殊中药饮片标识等相关要求。国家药监局相关负责人表示，中药饮片的包装标签与中药饮片质量安全密切相关，是保障饮片生产、流通和使用安全性的要件之一。当前，市场上流通的中药饮片存在各种形式的包装标签，部分品种仅凭包装标签难以区分产品的管理属性（药材和饮片、食品和药品等），导致基层监管执法存在困难。

四、重点个股

创新药：恒瑞医药、百济神州、科伦药业；

医疗器械：迈瑞医疗、惠泰医疗、乐普医疗、海泰新光、澳华内镜、联影医疗、爱博医疗；

医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、国际医学；

CXO：药明康德、凯莱英；

疫苗：百克生物、智飞生物；

中药：华润三九、同仁堂、康缘药业、方盛制药；

药店：益丰药房；

医美：爱美客；

科研服务：诺禾致源、华大智造。

五、风险提示

市场竞争加剧风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治局势动荡加剧风险；业绩增长不及预期风险。

汽车、能源（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数-2.33%，HS300 指数-1.98%，汽车弱于大盘；长城汽车、上汽集团等表现较强；长安汽车、赛力斯等表现较弱。

二、行业动态及趋势展望：

【充电设施保持高速发展，6 月充电量同比增长 53%】

据中国充电联盟统计，2023 年 6 月比 5 月公共充电桩增加 6.5 万台，6 月同比增长 40.6%。截至 2023 年 6 月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩 214.9 万台，其中直流充电桩 90.8 万台、交流充电桩 124.0 万台。从 2022 年 7 月到 2023 年 6 月，月均新增公共充电桩约 5.2 万台。2023 年 6 月全国充电总电量约 29.6 亿度，较上月增加 2.1 亿度，同比增长 53.4%，环比增长 7.8%。

截止到 2023 年 6 月，全国充电运营企业所运营充电桩数量 TOP5，分别为：特来电运营 42.8 万台、星星充电运营 39.2 万台、云快充运营 34.4 万台、国家电网运营 19.6 万台、小桔充电运营 11.6 万台，头部企业规模

优势明显。

桩车比方面，2023年1-6月，充电基础设施增量为144.2万台，新能源汽车销量374.7万辆，充电基础设施与新能源汽车继续快速增长。桩车增量比为1:2.6，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。

(资料来源：国都证券、中国充电联盟)

三、行业投资逻辑：汽车板块整体业绩下滑预期延续，新能源汽车保持较高增速，转型成果突破的龙头车企、电动化、智能化零部件龙头的增长预期较强，相关标的具备较好的投资机会。重点推荐以下主线：(1)传统燃油车转型新能源初见成效的长安、长城、广汽、吉利；(2)新能源、智能化标签明显的车企空间大、增速高，推荐比亚迪、赛力斯；(3)电动智能化领域的龙头，推荐宁德时代、亿纬锂能、银轮股份、伯特利。

四、本周重点推荐个股：比亚迪是国内电动汽车领域的龙头，刀片电池的推广极大的提升电动汽车的安全性，同时有效降低了成本。DMI、DMp车型的推出，混动车型成本大幅降低，PHEV车型的销量大增、占比达到50%以上；同时EV车型在E3.0平台的加持下，海豚、元PLUS、汉EV等都将持续热销。海豹、汉、唐、腾势D9有望大幅提升公司的高端车型占比，巩固公司的新能源龙头地位；此外，仰望品牌的推出进一步提升公司的品牌力，给予“推荐”评级。

五、风险提示：(1)价格竞争加剧；(2)销量不及预期。

风电光伏(韩保倩)

一、市场表现

光伏指数本周(7.17-7.23)下跌4.91%，沪深300下跌1.992%，跑输大盘。本周涨幅前五名为乐凯胶片(+7.51%)、伊戈尔(+4.36%)、金博股份(+2.50%)、迈为股份(+1.76%)、南玻A(+0.85%)。

风电(中信)指数本周(7.17-7.23)下跌2.33%，跑输大盘。本周板块仅三一重能(+1.43%)和泰胜风能(+0.44%)上涨，其余个股均下跌。【wind、ifind】

根据国家能源局数据，2023年1-6月，我国新增光伏装机78.42GW，同比+153.95%，新增风电装机22.99GW，同比+77.67%；6月单月，光伏新增装机17.21GW，同比+140.03%，风电新增装机6.63GW，同比+212.74%。

根据海关数据，1-6月太阳能电池组件出口金额1809亿元，同比+18%。

我们认为6月装机数据亮眼，光伏方面国内招标提速、亚非拉等新兴市场需求起量、欧美需求持续，预计全年有望实现全球350GW+光伏装机，国内实现170GW光伏装机，同时从价格看，产业链价格触底企稳后，下游观望情绪趋弱，装机需求持续抬升，N型组件在招标中占比不断提升，溢价可观，技术先行并量产公司有望获得超额收益，以及建议关注与装机密切相关的辅材环节。

风电方面，产业链排产旺盛，Q1零部件如期盈利修复，下半年国内装机招标和海外需求起量，板块悲观情绪缓解，下半年交付旺季到来后，业绩确定性较高公司或许将走出低迷估值。

风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、贸易摩擦加剧等。

二、行业要点

根据PVinfolink数据，本周光伏产业链周均价如下(7月19日数据)

多晶硅致密料：66元/公斤，周涨幅3.1%。

硅片：166 单晶硅片停止报价；182 单晶硅片（150 μ m）2.80 元/片，周变动幅度 0%，210 单晶硅片（150 μ m）3.75 元/片，周变动幅度 0%。

电池片：166 单晶 PERC 电池停止报价；182 单晶 PERC 电池 0.73 元/w，周涨幅 1.4%；210 单晶 PERC 电池 0.72 元/w，周变动幅度 0%；

5 月开始增加 TOPcon 电池报价，182mm TOPcon 电池片报价 0.79 元/W，周涨幅 1.3%。

组件：366-375/440-450 单面单晶 PERC 组件停止报价；182 单面单晶 PERC 组件 1.31 元/w，周跌幅 1.5%；210 单面单晶 PERC 组件 1.33 元/w，周跌幅 1.5%。

双面双玻 182 组件 1.33 元/w，周跌幅 1.5%，210 组件 1.35 元/w，周跌幅 1.5%。

光伏玻璃：3.2mm 镀膜玻璃 25.5 元/m²，周跌幅 1.9%；2.0mm 镀膜玻璃 18.0 元/m²，周变动幅度 0%。

本周变动环节：182 硅片和 182 电池片小幅上涨，组件环节小幅下跌。

致密料近期去库存效果明显，对供应端压力有效改善，下游拉晶刚性需求增加，月底签单环节致密料价格回调，质优价廉硅料阶段性资源紧张；硅片环节价格维稳，价格贴近成本线，后续下降空间有限。电池片 M10 PERC 持续小幅回升，扩产和技改多以 N 型电池片为主，产能上线不及预期，部分厂家提高自用比例，外销减少，组件企业在 Q3、Q4 旺季到来预期下采购电池积极，组件价格单玻 PERC 组件在 1.3-1.35 元/W，价格毛利空间较小，下降空间有限。

三、投资关注

1、晶科能源 688233：公司公告 23 年中报业绩预告

23 年上半年公司实现归母净利润 36.6 至 40.6 亿元，同比+304.38%至+348.58%；扣非净利润 33.2 至 37.2 亿元，同比+313.45%至+363.26%。公司表示业绩大幅增长的原因在于全球市场需求旺盛，公司组件出货量上升同时 N 型先进产品占比提升，叠加供应链价格、汇率市场和国际贸易政策变化的积极应对，公司盈利能力同比大幅增长。

拆分 23Q2，公司预计实现归母净利润 20.02 亿元至 24.02 亿元，同比+297%至+376%，符合预期。公司 Q1 出货组件 13.038GW，硅片电池片 1.452GW，预计 Q2 出货组件约 17GW 左右。

公司是 TOPCON 电池组件龙头，下游接受度较高，溢价明显，成本端公司持续改进，预计 23 年底，公司将形成硅片、电池片和组件分别为 75、75、90GW 产能，山西大基地硅片、电池、组件 56GW 一体产能有望在 24 年逐步投产。公司 2023 年全年出货为 60-70GW，其中 N 型占比超 60%，带动盈利能力进一步提升。

预计 23-25 年实现归母净利润 6.9、9.1 和 11.5 亿元，给予推荐。

风险提示：行业竞争加剧、新产能推及不及预期、贸易摩擦加剧等。

资料来源：国家能源局、海关总署、公司公告、wind、IFind

通信、电子（王双、苏国印）

本周上证指数下跌 2.16%，沪深 300 下跌 1.98%，中信通信指数本周下跌 6.01%，中信电子指数下跌 4.68%。通信行业方面，三大运营商相继发布 2023 年 6 月份的经营数据。全网 5G 套餐用户超 12.48 亿。其中，中国移动移动客户数净增 227.8 万户，用户总数达到 9.85386 亿户。中国移动 5G 套餐客户数净增 1484.8 万户，累计达到 7.21804 亿户。有线宽带客户数净增 196.0 万户，累计达到 2.86404 亿户；中国电信移动用户数净增 79 万户，移动用户数累计 4.0191 亿户，其中 5G 套餐用户净增 424 万户，5G 套餐用户数累计 2.9486 亿户；中国联通“大联接”用户累计到达数为 9.28 亿户，5G 套餐用户累计到达数为 2.32 亿户，环比上月增长 281.9 万户。物联网终端连接累计到达数为 4.43 亿户，同比增加 1063 万户。5G 行业虚拟专网服务客户数 5816 个，同比增加 491 个。7 月 21 日工业和信息化部运行监测协调局发布 2023 年上半年通信业经济运行情况，上半年通信业整体运行平稳，各项主要指标保持较好增长态势，5G、千兆光网、物联网等新型基础设施建设加快推进，网络连接用户规模持续扩大，移动互联网接入流量较快增长。上半年，电信业务收入累计完成 8688 亿元，同比增长 6.2%；按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 17.1%。固定宽带接入用户数稳步增加，千兆用户占比超两成，移动电话用户稳中有增，5G 用户规模加速扩大，蜂窝物联网用户较快增长，IPTV 用户稳步增加。截至 6 月末，我国移动电话基站总数达 1129 万个，比上年末净增 45.2 万个。其中，5G 基站总数达 293.7 万个，占移动基站总数的 26%。

电子方面，根据彭博社报道，由于市场对 ASML 芯片制造设备的需求正在回升，该公司第二季度的订单量有所上升。ASML 在财报中指出，今年 4 月至 6 月，ASML 的订单总额达到 45 亿欧元（约 50 亿美元），季增 20%，其中 16 亿欧元订单是 EUV 设备。ASML 公布的财报显示，第二季度净销售额 69 亿欧元，毛利率 51.3%，净收入 19 亿欧元。其中第二季度的净销售额为 69 亿欧元，达到此前预期的上限；毛利率为 51.3%，高于指导预期，主要是由于本季度额外的 DUV 浸入式收入。目前 ASML 拥有约 380 亿欧元的未交付订单，为应对行业的短期不确定性提供了良好的基础。ASML 预计第三季度净销售额在 65 亿至 70 亿欧元之间，毛利率约为 50%。由于 DUV 收入强劲，尽管不确定性增加，但 ASML 预计 2023 年将实现强劲增长，净销售额将增长 30%，毛利率将相对于 2022 年略有改善。彭博社报道称，虽然 ASML 仍有订单积压，但由于去年对通胀和经济衰退的担忧引发了消费者和企业支出的迅速回落，导致全球电子产品销售受到重创，半导体行业已经放缓。同时 ASML 还受到了美国试图限制向其第三大市场中国出口尖端技术的影响。整体上，我们继续看好半导体设备板块在国产化大趋势下的业绩表现，对板块继续予以推荐评级，重点推荐北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、盛美上海等。

同时，我们继续看好 AR/VR 板块的后续表现，今年 6 月苹果发布了第一款 MR 产品 Vision Pro，虽然 Vision Pro 在价格方面超出市场预期，可能会给初期的销售带来一定影响到，但是 Vision Pro 在硬件和工程层面上，给 AR/VR 行业树立了一个新的标杆，软件和交互层面上，也给出新的思路和解决方案。未来随着 Vision Pro 产品系列的完善和更多厂商加入，AR/VR 行业有望迎来加速成长，我们看到，索尼的 PSVR2、Meta 的 Quest3d 等也在今年陆续发布了关键新品，全球 VR 产业有望恢复增长趋势。重点推荐立讯精密、歌尔股份、长盈精密等。

风险提示：市场系统风险，电子行业景气度持续下滑，半导体上游设备及材料需求不及预期。

（相关数据来源：Wind，iFind，国都证券整理）

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