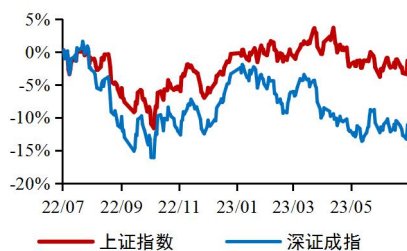


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年7月26日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,231.52	2.13
深证成指	11,021.29	2.54
沪深300	3,915.12	2.89
中小板指	7,107.78	2.53
创业板指	2,192.90	2.14
科创50	964.40	1.46

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证宏观】2023年7月中央政治局会议解读：经济曲折恢复，政策张弛有度
- 【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪：台积电下调2023年营收指引
- 【行业评论】医药：2023年中期策略-以创新破卷，以成长而立
- 【行业评论】【山西证券|纺织服装】7/25日，中国黄金协会发布2023年上半年黄金消费数据。



【今日要点】

【山证宏观】2023年7月中央政治局会议解读：经济曲折恢复，政策张弛有度

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **核心观点：**
- 无论是经济前景展望还是政策布局均较市场预期偏积极，但总体来说逆周期和跨周期调节兼顾，政策张弛有度。7月政治局会议对经济发展环境的判断既看到短期的困难和风险，又着眼长远，认为疫后经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。短期经济内生动能持续好转依然有赖于“扩大内需，提振信心，防范风险”，提出“活跃资本市场”等。政策布局略超预期，如提出“加强逆周期调节和政策储备”；房地产调控的表述更加积极，提出“适时调整优化房地产政策”；对地方债务的表述也由“严控新增隐性债务”优化为“有效防范化解地方债务风险”。
- 第一，对经济现状的判断，既有短期的“持续恢复、总体回升向好”，又对上半年高质量发展成绩进行肯定。
- 第二，对发展环境的判断，认为当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，同时也认为“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，我国经济长期向好的基本面没有改变。
- 第三，政策布局偏积极但仍有定力，逆周期和跨周期兼顾。提出“要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展”；“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。货币政策和财政政策主要目标是“大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”。
- 第四，货币政策强调“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，我们判断下半年降准降息均大概率实施。财政政策偏积极，一是继续减税降费，二是加快地方政府专项债券发行和使用。
- 第五，扩大消费是“三驾马车”的重中之重。消费方面，一是多渠道增加居民收入；二是提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。投资主要包括发挥政府投资带动作用，扩大民间投资。出口强调“多措并举，稳住外贸基本盘”。
- 第六，“活跃资本市场”是“提振信心”的重要一环。
- 第七，仍强调“三大”风险化解，但顺序有变。4月份中央政治局会议中，“金融监管和改革”放在首位而此次放在最后；房地产政策表述变化较大，提出“适时调整优化房地产政策”，未提“房住不炒”；对地方债务风险的表述也由“严控新增隐性债务”优化为“有效防范化解地方债务风险”。

- 第八，民生保障力度较以往更加强烈，提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”。
- 风险提示：稳增长政策在实施过程中超预期；外部环境剧烈变化。

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪：台积电下调 2023 年营收指引

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2023.7.17-2023.7.23）市场整体下跌，上证指数跌 2.16%，深圳成指跌 2.44%，创业板指数跌 2.74%，科创 50 跌 3.63%，申万电子跌 4.56%，Wind 半导体跌 4.05%，费城半导体指数跌 1.37%，台湾半导体指数跌 4.15%。细分板块中，周涨跌幅前三大板块为集成电路封测（2.81%）、模拟芯片设计（0.15%）、电子化学品 II（-1.94%），周涨跌幅靠后的三大细分板块为半导体设备（-8.33%）、消费电子（-6.96%）、半导体材料（-6.00%）。从个股情况看，涨幅前五为：杰美特（31.64%）、甬矽电子（25.32%）、金龙机电（21.95%）、联动科技（15.31%）、汇顶科技（14.70%）；跌幅前五为：东晶电子（-24.62%）、商络电子（-22.19%）、海光信息（-21.68%）、满昆科技（-21.63%）、恒烁股份（-21.13%）。
- **行业新闻：**台积电 Q3 财测不及预期，全年收入指引下调。台积电公布第二季度业绩，第二季度收入为 156.8 亿美元，按新台币计算环比下降 5.5%，按美元计算环比下降 6.2%。毛利率环比下降 2.2 个百分点至 54.1%。由于中日需求低于预期，预计第三季度收入将在 167 亿美元至 175 亿美元之间，中值 171 美元，环比增长 9%；毛利率预计在 51.5%到 53.5%之间。台积电补充称，预计其 2023 年资本支出将处于此前 320 亿美元至 360 亿美元指引区间的低端。
- **重要公告：**【聚灿光电】7 月 19 日发布 2023 半年报，报告显示营业收入 1,199,068,519.95 元，比上年同期增 19.21%；归母净利润 25,072,506.74 元，比上年同期减 41.59%。【全志科技】7 月 18 日发布业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损:1,000 万元 - 2,000 万元，上年同期盈利:20,303.24 万元。【微导纳米】7 月 18 日发布业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润为 6,200.00 万元到 7,500.00 万元，与上年同期相比实现扭亏为盈，同比增加 10,125.03 万元到 11,425.03 万元。【珠海冠宇】7 月 20 日发布业绩预告，预计 2023 年上半年营业收入人民币 530,000.00 万元至 560,000.00 万元，同比减少 7.62%至 2.39%。归母净利润 12,000.00 万元至 15,000.00 万元，同比增加 92.28%至 140.34%。
- **风险提示：**下游需求回暖不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级。

【行业评论】医药：2023 年中期策略-以创新破卷，以成长而立

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **2023H1 指数下跌，估值处于历史低位。**上半年医药板块指数下跌 6.72%，跌幅大于沪深 300 指数 5.55 个百分点。医药流通、中药、化学制剂上半年分别上涨 10.99%、9.08%和 3.61%，CXO、医疗服务、医药零售板块上半年分别下跌 27.93%、16.78%、16.43%，表现最弱。申万医药指数整体估值（TTM）为 26.92 倍，相对沪深 300 溢价为 130.4%，位居历史十年分位数的 12.82%，医药板块的估值、估值溢价率、历史十年分位数均处在比较低的水平。从子板块的估值水平和历史十年分位数来看，医疗服务、生物制品、医疗器械的估值水平最低，中药板块位居历史十年分位数 50.53%，估值水平在各子板块中偏高。
- **医药制造业 1-5 月利润率水平有所下降。**2023 年 1-5 月，医药制造业累计实现营业收入 10324.2 亿元，同比减少 3.8%，实现利润总额 1415.5 亿元，同比下降 21.9%。根据数据计算，1-5 月医药制造业利润率 13.71%，毛利率 42.63%，营业费用率 18.03%，管理费用率 6.39%，与 2022 年同期相比，分别-2.21、+0.98、+2.11、+0.74 个百分点。从年度数据看，2022 年医药制造业累计营业收入相比较于 2019 年增长 21.76%，三年营收 CAGR 为 6.78%。对比 2012-2019 年营收 CAGR11.86%，近三年医药制造业收入增速显著下降。2022 年医药制造业累计利润总额相较于 2019 年增长 37.48%，三年利润 CAGR 为 11.19%。对比 2012-2019 年利润 CAGR21.68%，近三年医药制造业利润增速显著下降。今年 1-5 月，医药制造业累计出口交货值 841.6 亿，同比减少 34.7%，但相较于 2019 年 1-5 月增加 37.6%。
- **医疗机构的诊疗活动正在恢复。**今年 1-3 月，医疗机构累计总诊疗人次数 158,786.10 万人次，同比去年小幅下降 0.34%，但与 2019 年同期相比，下降 21.89%。1-3 月，出院人次数 7077.2 万人次，同比增长 16.19%，同比 2019 年增长 14.47%。医院的病床使用率情况看，今年 3 月为 79.9%，比去年同期上升 7.2pct，与 2019 年 3 月数据相比，下降 5.1pct。
- **以创新破卷，以成长而立。**2023 年上半年，产业向上的确定性并没有发生改变，供、需、支付三方的政策具备延续性，部分措施趋向纠偏变得更加合理化。供：集采使仿制药企业的集中度得到进一步提升。进入集采下半场，能够穿越集采周期的仿制药企业，已经用进化破卷，逐步发展出新的成长曲线。创新药企业在 CDE 多个《技术指导原则》或者《研发指导原则》下，立项更加谨慎，创新质量更高。需：深度老龄化带来求医用药的刚需，疫情后医疗机构的就诊秩序正在恢复，行业巨大的总量增长并没有停滞，结构性的变化和改善并没有倒退。支付：医保支付方式改革逐步深入，企业和医保对集采和国谈的价格降幅更加理性，医保对临床治疗性品种和医疗服务的支持会持续，医保的总收入仍在增长，并且医保结余出现阶段性宽裕。上半年医药板块的结构行情主要体现在仿制药升级、中药、中特估等主线上。随着疫情过去，外部宏观环境趋于稳定，医药板块正处于近十年的估值底部。我们下半年依然认为确定性就是机会，自下而上寻找标的，建议关注外部宏观环境边际改善叠加产业升级趋势下的创新药板块、国产替代下的医疗器械和设备、估值合理业绩确定的仿制药板块、政策利好下估值合理的中药个股等。
- **重点公司推荐：**立方制药、澳华内镜、华特达因、康缘药业、达仁堂等。
- **风险提示：**集采等政策的变化和产品降价超预期；研发竞争加剧的风险；汇率波动的风险；外部环境

因素；需求恢复不及预期；疫情反复影响到公司正常运营的风险等。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】7/25 日，中国黄金协会发布 2023 年上半年黄金消费数据。

王冯 wangfeng@sxzq.com

- **【山西证券|纺织服装】7/25 日，中国黄金协会发布 2023 年上半年黄金消费数据。**
- **量：**2023H1，我国黄金消费量 554.88 吨/+16.37%，其中黄金首饰消费量 368.26 吨/+14.82%，占黄金消费量 66%，21-23 年 CAGR 为 2.8%。23Q1、23Q2 黄金首饰消费量为 189.61、178.65 吨，同增 12.29%、17.63%，21-23 年 CAGR 分别为 5.87%、-0.20%。
- **价：**2023H1，上海黄金交易所 AU9999 黄金上半年加权平均价格为 432.09 元/克，同比上涨 10.91%，21-23 年 CAGR 为 7.11%。
- **金额：**2023H1，考虑上述量价情况，预计黄金首饰消费金额同比上涨 25%+，21-23 年 CAGR 接近 10%。
- **产品类别：**因金价持续处于高位，消费者更倾向于购买轻克重产品，且按克重计价产品销量的增幅显著高于按件计价产品，同时，消费者越来越倾向购买更具时代气息的古法金饰品和硬足金饰品。根据《中国黄金年鉴 2021》，2020 年，我国传统金饰品、古法金饰品、硬足金饰品零售总量占黄金首饰消费总量的 70.94%、18.8%、10.26%。
- **社零：**2023H1，金银珠宝社零实现 1689 亿元/+17.5%，为增速最快的限上品类。21-23 年 CAGR 为 5.19%，表现弱于黄金首饰消费，预计主因非黄金类首饰（钻石镶嵌、玉石等）消费疲软。
- **观点：**继续看好黄金珠宝板块全年表现。短期看，金价持续走强+下半年婚庆旺季，预计带动黄金首饰需求持续释放；头部珠宝企业 23Q2 营收增速预计显著好于行业。中长期看，黄金产品工艺迭代催化悦己需求，头部企业渠道快速扩张，市占率提升可期。建议关注周大生、老凤祥、潮宏基。
- **风险提示：**门店拓展不及预期，金价大幅波动。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

