

责任编辑：

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

**要闻**

**鲍威尔：未排除 9 月加息可能，今年不降息，美联储内部不再预测美国会陷入衰退**

**美联储加息日，道指连涨 13 日，中概指数逾四个月最高**

**国税总局发布《支持协调发展税费优惠政策指引》，多项涉房产交易或出租**

**7 月以来国家发改委 6 位领导带头行动，密集听取至少 30 家民企意见建议**

**银河观点集萃：**

- **宏观：**修正预期差——如何看待 IMF 调整经济预测？短期经济韧性导致全球增速上调，美欧小幅上修，中国保持稳定。IMF 对美欧展望更乐观，但要警惕经济韧性下紧缩周期延长及相应风险。不宜对 2023 年主要经济体增长过于乐观，高利率效果仍有待显现。IMF 为何没有调整中国经济的增长预期？IMF 年初以来就一直维持了 5.2% 产出增速的判断至今。我们的理解是（1）IMF 年初的展望即保持了谨慎客观的态度，没有在中国一季度积压总需求释放后跟随市场机构显著上调增长预期，因此在中国二季度恢复动能受地产等因素拖累而放缓后也无需大幅下调过高的增长预期；（2）尽管二季度经济增长不及预期，但三、四季度生产和消费动能环比将继续改善，就业基本盘稳定，同时中央政治局会议强调加强逆周期调节，经济增长更多在政策力度边际加强下依靠内生动能进行修复，我们预计 2023 年经济增速有望达到 5.3%。
- **银行：**银行重仓比例继续下行但国有行受中特估行情催化明显，机构偏好度提升。近期中央政治局会议召开，稳增长政策有望加码，着力扩内需，提振经济，银行经营环境向好，基本面面临改善契机，不良风险总体可控，压制估值因素预计会逐步释放，估值具备向上修复空间。我们继续看好银行板块配置价值。个股方面，推荐建设银行（601939）、中国银行（601988）、江苏银行（600919）、常熟银行（601128）、宁波银行（002142）、招商银行（600036）和平安银行（000001）。
- **环保公用：**公用：江苏规划沿海 3.49GW 新型储能项目，新型储能项目建设有望提速。根据江苏省发改委《沿海地区新型储能项目发展实施方案（2023-2027 年）》明确了省内新型储能项目商业模式，有利于增强投资主体信心并加速新型储能项目建设。**环保：**全国生态环境保护大会召开，环保力度不改。我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，生态文明建设仍处于压力叠加、负重前行的关键期，环保依然是未来我国发展的重要工作。

## 银河观点集锦

### 宏观：修正预期差——如何看待 IMF 调整经济预测？

#### 1、核心观点

**短期经济韧性导致全球增速上调，美欧小幅上修，中国保持稳定。**国际货币基金组织(IMF)在7月全球经济展望中将全球经济增速从上期(4月份)的2.8%小幅上调至3.0%，反映对经济短期韧性的同时也表露了对高利率下经济继续放缓带来的中期挑战的担忧。发达经济体中，美国2023年经济增长预期从1.6%上调至1.8%，欧元区经济增长从0.8%上调至0.9%，但需要注意德国增速从-0.1%下修至-0.3%，代表了欧元区制造业面临的困境。中国经济增速维持5.2%不变。从IMF自去年四季度对主要经济体增长预测的变化看，美国与欧元区由于劳动市场韧性导致服务业表现超过预期而被连续上调，整体支持两大央行在三季度进一步加息。我们预计美联储和欧央行均会在7月和9月累计再加息50BP后停止。日本经济增速调整先下后上；综合考虑下，日央行不易收缩宽松货币政策，YCC短期难以发生显著调整。而IMF对中国的预期保持稳定，年内没有变动。

**IMF 对美欧展望更乐观，但要警惕经济韧性下紧缩周期延长及相应风险。**与世界银行展望中的2.1%和彭博调查市场预期的2.6%的增速相比，IMF对全年增长3.0%的预测更加乐观。主要机构均认可了美国经济增长在2023年的韧性，对欧元区存在一定分歧。IMF对经济增长预期进一步改善也暗示加息周期可能更长。目前美国实际经济增长仍高于其潜在增长率，居民实际收入上升，资产价格回升导致的财富效应显现，这些因素指向中期的通胀压力，而市场对7月以后继续加息的预期计入不足。同时，银行准备金水平依旧相对安全，加息周期延长下缩表的时间也会持续更久。相应的，如果经济韧性与通胀粘性使紧缩周期延长，未来经济在高利率和缩表冲击之下的下行斜率会更加陡峭。所以尽管短期经济预期较为乐观，要注意加息周期延长在中期对经济带来的风险。

**不宜对2023年主要经济体增长过于乐观，高利率效果仍有待显现。**我们对欧元区全年增长预期为0.4%，主要由于欧元区制造业在高利率和需求收缩下表现弱于预期，其服务业也出现缓慢放缓的迹象。其次，尽管美国有目共睹的经济韧性指向2023年的正增长，但短期超预期的增长可能导致美联储更长的加息周期与更高的利率终点，在中期冲击总需求并加大经济下行的幅度。随着下半年联邦基金利率进一步提升、超额储蓄的消耗、银行信贷的稳定收缩和劳动市场缺口的持续弥合，美国仍有可能在2024年初或更晚时点进入轻微衰退。

**IMF为何没有调整中国经济的增长预期？**IMF年初以来就一直维持了5.2%产出增速的判断至今。我们的理解是(1)IMF年初的展望即保持了谨慎客观的态度，没有在中国一季度积压总需求释放后跟随市场机构显著上调增长预期，因此在中国二季度恢复动能受地产等因素拖累而放缓后也无需大幅下调过高的增长预期；(2)尽管二季度经济增长不及预期，但三、四季度生产和消费动能环比将继续改善，就业基本盘稳定，同时中央政治局会议强调加强逆周期调节，经济增长更多在政策力度边际加强下依靠内生动能进行修复，我们预计2023年经济增速有望达到5.3%。

**主要风险:**重要经济体增速超预期下行、通胀意外上升、市场出现严重流动性问题的风险。

(分析师:章俊)

## **银行:国有行机构偏好度提升,关注板块配置价值——2023Q2 公募基金持仓数据点评**

### 1、核心观点

**事件:**公募基金发布 2023Q2 重仓持股数据。由于主动型基金 持仓数据更能反映市场风格变化,我们对公募基金重仓股数据中的投资类型进行筛选,以主动型基金作为统一口径,计算并分析基金持仓数据变化。

**2023Q2 基金对银行板块持仓依旧处于低配状态,低配比例扩大。**2023Q2 银行板块的低配比例为 7.36%,较 2022Q1 扩大 0.73 个百分点。其中,国有行、股份行、城商行和农商行低配比例 4.81%、2.39%、0.04%和 0.12%,较 2023Q1 变化-0.62、-0.07、-0.04 和-0.01 个百分点。

**2023Q2 基金对银行整体持仓下降,国有行持仓比例增加。**2023Q2 基金对银行持仓总市值为 665.26 亿元,较 2023Q1 增长 1.92%,在中信一级行业中排名第 13,较 2023Q1 维持不变;持仓占比为 2.02%,较 2023Q1 提升 0.12 个百分点;2011-2023Q2,基金对银行整体持仓占比均值为 5.39%,中位数为 5.12%,当前持仓占比处于 2011 年以来的偏低水平。细分领域来看,国有行、股份行、城商行和农商行持仓占比分别为 0.42%、0.48%、1.04%和 0.08%,较 2023Q1 分别变化 0.23、-0.08、-0.03 和 0 个百分点。城商行持仓占比高于历史均值和中值,国有行、股份行和农商行持仓占比低于或等于历史均值和中值。2011-2023Q2,国有行、股份行、城商行和农商行持仓占比均值为 1.01%、3.82%、0.65%和 0.08%,中位数为 0.95%、2.91%、0.57%和 0.08%。

**受益中特估催化,6 家国有上市银行重仓市值和比例均有上升。**2023Q2,基金重仓持股总市值和持仓比例排名前五的银行分别为宁波银行、招商银行、江苏银行、成都银行和杭州银行,重仓市值分别为 133.7 亿元、126.03 亿元、66.48 亿元、66.36 亿元和 50.36 亿元;持股比例分别为 0.41%、0.38%、0.2%、0.2%和 0.15%。在中特估行情的催化,国有行的重仓市值显著增加,重仓占比亦不同程度提升。2023Q2,工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮储银行的重仓市值较 2023Q1 增长 43.51%、429.78%、1122.66%、234.73%、439.47%和 17.99%,重仓比例较 2023Q1 上升 0.04、0.06、0.03、0.06、0.02 和 0.01 个百分点。

**北向资金占比回落,高股息的国有行和优质城商行受偏好度提升。**2023Q2,北向资金持有银行股总市值为 1615.74 亿元,占全部北向资金比例为 8.47%,较 2023Q1 分别下滑 3.1%和 0.26 个百分点。在所有行业中,银行的北向资金持有市值排名 2,仅次于酿酒行业。个股层面,

北向资金增持最多的个股为建设银行（按市值统计）和北京银行（按占市值比例统计）。

## 2、投资建议

银行重仓比例继续下行但国有行受中特估行情催化明显，机构偏好度提升。近期中央政治局会议召开，稳增长政策有望加码，着力扩内需，提振经济，银行经营环境向好，基本面面临改善契机，不良风险总体可控，压制估值因素预计会逐步释放，估值具备向上修复空间。我们继续看好银行板块配置价值。个股方面，推荐建设银行（601939）、中国银行（601988）、江苏银行（600919）、常熟银行（601128）、宁波银行（002142）、招商银行（600036）和平安银行（000001）。

**风险提示：**宏观经济增长低于预期导致资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

## **环保公用：全国生态环境保护大会召开，环保力度不改**

### 1、核心观点

电力方面，截至6月底，全国累计发电装机容量约27.1亿千瓦，同比增长10.8%。其中，太阳能发电装机容量约4.7亿千瓦，同比增长39.8%；风电装机容量约3.9亿千瓦，同比增长13.7%。1-6月份，全国主要发电企业电源工程完成投资3319亿元，同比增长53.8%。

环保方面，全国生态环境保护大会17日至18日在北京召开。习主席出席会议并发表重要讲话强调，今后五年是美丽中国建设的重要时期，把建设美丽中国摆在强国建设、民族复兴的突出位置，推动城乡人居环境明显改善、美丽中国建设取得显著成效，以高品质生态环境支撑高质量发展，加快推进人与自然和谐共生的现代化。

### 2、投资建议

**公用：江苏规划沿海3.49GW新型储能项目，新型储能项目建设有望提速。**根据江苏省发改委《沿海地区新型储能项目发展实施方案（2023-2027年）》，提出到2025年，沿海地区新型储能累计投运2.5GW，确保沿海新增5GW海上风电和5GW海上光伏并网消纳；到2027年，沿海地区新型储能累计3.49GW，确保沿海地区上风电和海上光伏两个千万千瓦级基地并网消纳。《实施方案》还明确独立新型储能充电电量不承担输配电价和政府性基金及附加，适当进行充放电扶持和补贴，并可参与电力辅助市场。《实施方案》明确了省内新型储能项目商业模式，有利于增强投资主体信心并加速新型储能项目建设。

建议关注：三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、芯能科技（603105.SH）、太阳能（000591.SZ）、中闽能源（600163.SH）、江苏新能（603693.SH）、华能国际（600011.SH）、

国电电力(600795.SH)、大唐发电(601991.SH)、浙能电力(600023.SH)、江苏国信(002608.SZ)、皖能电力(000543.SZ)、福能股份(600483.SH)、粤电力 A(000539.SZ)、上海电力(600021.SH)、宝新能源(000690.SZ)、协鑫能科(002015.SZ)、华能水电(600025.SH)、川投能源(600674.SH)、九丰能源(605090.SH)、新奥股份(600803.SH)。

**环保：全国生态环境保护大会召开，环保力度不改。**7月17-18日全国生态环境保护大会在北京召开，习主席发表重要讲话强调全面推进美丽中国建设、加快推进人与自然和谐共生的现代化。我国生态环境保护结构性、根源性、趋势性压力尚未根本缓解。我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，生态文明建设仍处于压力叠加、负重前行的关键期，环保依然是未来我国发展的重要工作。

**建议关注：**仕净科技(301030.SZ)、盛剑环境(603324.SH)、国林科技(300786.SH)、景津装备(603279.SH)、美埃科技(688376.SH)、高能环境(603588.SH)、路德环境(688156.SZ)、山高环能(000803.SZ)、伟明环保(603568.SH)、久吾高科(300631.SZ)、赛恩斯(688480.SH)、瀚蓝环境(600323.SH)、清新环境(002573.SZ)。

**风险提示：**原料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；政策执行力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；政策调控压力下煤价大幅下跌的风险。

(分析师：陶贻功,严明,梁悠南)

## **华能国际(600011.SH)：煤电实现扭亏为盈，新能源装机明显加速**

### **1、核心观点**

**事件：**公司发布2023年半年报，上半年实现营收1260.32亿元，同比增长7.84%；实现归母净利润63.08亿元（扣非55.71亿元），同比增长309.67%（扣非增长245.32%）；其中第二季度实现归母净利润40.58亿元（同比增长297.72%）。

### **盈利能力同比大幅提升，资产负债率下降明显**

第二季度公司毛利率14.14%（同比+14.39pct），净利率6.84%（同比+12.25pct），ROE（摊薄）3.13%（同比+5.12pct），整体盈利能力同比大幅提升。期间费用率6.64%（同比-0.59pct），其中财务费用率3.74%（同比-0.77pct），成本控制能力良好。第二季度经营性净现金流76.21亿元（同比-34.8%），主要由于经营扭亏增利，收到的以前年度的可再生能源补贴和增值税留抵退税同比减少，以及存货占用资金同比增加的共同影响。截至二季度末，公司资产负债率70.9%（同比-4.16pct），资产负债率下降明显。

### **煤电实现扭亏为盈，下半年盈利有望持续修复**

按照利润总额口径，上半年燃煤盈利 5.93 亿元（同比+96.54 亿元），燃机盈利 3.51 亿元（同比+0.11 亿元）；其中第二季度燃煤盈利 6.63 亿元（同比+64.52 亿元），燃机盈利 0.25 亿元（同比-0.92 亿元）。

受益于煤价下降以及电量提升，上半年煤电实现整体扭亏为盈。上半年公司入炉标煤单价 1137.76 元/吨（除税），同比下降 10.49%。上半年公司煤电发电量 1760.16 亿千瓦时，同比增长 5.19%。7 月以来进入迎峰度夏，市场煤价虽然有所上涨，秦港 5500 大卡动力煤接近 900 元/吨，但考虑到厄尔尼诺气候推动水电出力回升，且经济复苏趋势依然偏弱，预计后续煤价反弹空间较为有限。火电板块下半年盈利有望持续修复。

### 新能源板块盈利高增长，风光新增装机加速

按照利润总额口径，上半年风电盈利 40.24 亿元（同比+17.5%），光伏盈利 10.02 亿元（同比+89.55%）；其中第二季度风电盈利 20.99 亿元（同比+9.9%），光伏盈利 6.57 亿元（同比+77.6%）。新能源盈利随着装机规模以及上网电量增加而增长。上半年公司新投产风电 0.41GW，光伏 2.50GW；其中第二季度新投产风电 0.30GW，光伏 1.80GW，新增装机环比明显加速。上半年公司风电上网电量 167.77 亿千瓦时（同比+21.92%），光伏上网电量 47.05 亿千瓦时（同比+72.04%）。截至 2023 年上半年，风电累计装机 13.89GW，太阳能累计装机 8.78GW，新能源装机仅占公司总装机的 17.4%，后续装机比例及盈利有较大上涨空间。

### 响应能源转型要求，2023-2025 年新能源装机有望加速

华能集团规划到 2025 年新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50% 以上。公司目前煤电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强，我们预计十四五期间公司新增新能源装机 40GW，年均新增 8GW 左右。2021-2022 年由于疫情以及光伏产业链价格过高等原因，新能源合计装机仅为 9GW。随着疫情缓解以及光伏上游价格大幅下降，我们预计 2023-2025 年新能源装机有望加速至年均 10GW 左右。

## 2、投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 122.86 亿元、148.49 亿元、172.15 亿元，对应 PE 分别为 11.6 倍、9.6 倍、8.3 倍，当前维持“推荐”评级。

**风险提示：**煤价超预期上涨；新能源开发进度不及预期；上网电价下调等。

（分析师：陶贻功,严明,梁悠南）

**山西汾酒(600809.SH)：以坚实业绩增长打消忧虑**

## 1、核心观点

**事件：**经初步核算，2023 上半年预计实现营业总收入 190.11 亿元左右，同比+23.98%左右；预计实现归母净利 67.75 亿元左右，同比+35.15%左右。

**Q2 利润超预期。**根据公告计算 Q2 收入 63.3 亿元左右，同比约+31.8%。归母净利 19.56 亿元左右，同比+50.2%。由于去年 Q2 公司主动压节奏以使季度间更为均衡，形成低基数，因此今年 Q2 收入同比增长较快。Q2 单季度净利率达到 30.9%左右，创历史新高，同比幅度约+3.8pcts 高于 Q1，净利润表现好于预期。公告中提到持续精耕长江以南市场，青花汾酒系列等中高端产品实现较快增长。尽管 Q2 整体消费环境对比 Q1 略显疲弱，汾酒的全国化扩张、产品结构升级趋势仍在持续，驱动公司高质量增长。对照全年收入同比+20%左右的增长目标，上半年收入占比已达 60%。预期下半年消费逐步复苏，汾酒将更为从容完成全年业绩目标。

**人事变动或被多虑。**近期公司公告了一些高管离任，引起市场担忧。我们认为作为山西省属国有企业，公司管理规范、组织体系健全，不必过于看重管理层个人职位变动的影响。上半年强劲的业绩增长也说明了市场形势强于个人影响。公司经历前几年高速发展之后，进入高质量增长阶段，人事的变动或有助于匹配现阶段适合的管理资源。

## 2、投资建议

上半年强劲的业绩增长有助于打消市场对于人事变动等担忧，提振市场对于公司未来持续增长的信心。我们预计 2023-2025 年 EPS8.6/10.53/13.19 元，目前股价对应 P/E 分别为 26/21/17 倍，维持推荐评级。

**风险提示：**消费环境疲弱，省外市场扩张不及预期等。

(分析师：刘来珍)

### 分析师简介及承诺

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)