

国都投资研究周报

策略月报（23年8月）：积极政策驱动估值修复，政策边际调整幅度决定反弹强弱**一、近期市场研判：积极政策驱动估值修复，政策边际调整幅度决定反弹强弱顺序为“金融地产>消费>科技成长”****1、市场脉动：美元紧缩效应缓和，国内政策信号积极，指数底部震荡修复**

5月底起，美国债务上限谈判达成初步协议，中美经贸互动回温、高层团队重启接触与对话，部分中美科技巨头的财报或经营指引上调；6月初美元暂缓加息以观察过去十五个月激进加息后的信贷紧缩的滞后影响，也预示本轮美元加息已入尾声，美元紧缩效应缓和，美元指数阶段见顶回落，美元加息对资产估值的压制缓解，全球风险资产进入趋势反弹行情；6月中下旬人民银行相继下调OMO、SLF、MLF等政策利率，国内货币政策边际宽松政策信号明确，稳增长政策加码预期升温，但随后跟进的稳增长政策信号不明显，力度预期降温。

7月中下旬至今，美国通胀回落态势进一步确认、美元如期小幅加息后政策信号由鹰派转为中性，尤其中央会议释放系列积极政策信号，提振市场信心，中国股票资产进入加速修复行情，扭转此前6月初至7月中旬的落后全球资产表现的震荡弱势修复表现。

具体数据方面，6/1至7/28两个月内，美元指数震荡回落2.5%至101.5附近，期间人民币汇率兑美元贬值1%；同期MSCI全球、发达、新兴市场各+9.2%、+9.2%、+8.8%；而受国内基本面边际走弱、期间稳增长政策力度预期降温及人民币汇率阶段贬值拖累，MSCI中国A股指数、万得全A反弹幅度+3.9%、+3.4%，大盘指数横盘窄幅震荡，结构轮动加快；已处于全球股指洼地的恒生指数反弹+9.2%，基本持平全球主要股指，而恒生科技、纳斯达克中国金龙指数显著反弹+23.2%、+30.3%。近一周受中央会议释放的积极政策信号提振，中国境内外股票资产呈现加速反弹之势。

我们此前分析屡次提出，近期来看，内外大环境阶段性改善，包括：

一外部方面，美国通胀缓和略超预期下美元紧缩压力边际缓和，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。

研究员 王双

电话：010-84183312

Email：wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

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。

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 7 月下旬前，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，修复力度偏弱。但 7 月下旬时分析指出，随着政策面效应的释放，基本面底部回暖预期的提振，A 股指数底部反弹可期。

2、近期市场研判：积极政策驱动估值修复，边际调整幅度或决定反弹强弱为“金融地产>消费>科技成长”

1) **释放积极政策信号**。近日召开的中央政治局会议，对当前我国经济形势、下半年经济工作、宏观政策、重点抓手、防范化解风险等方面作出了明确的研究部署与要求，释放的政策信号整体偏积极，虽无强刺激的财政扩张政策（符合预期），但与三个月前的 4 月底会议相比，**加强逆周期调节和政策储备以助力经济稳增长的边际变化较明显**。

针对当前“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”等四大经济运行面临新的困难挑战，会议强调：下半年要加大宏观政策调控力度（相比 4 月底会议明显变化，二季度经济弱于预期后稳经济压力上升），要用好政策空间、找准发力方向，精准有力实施宏观调控，**加强逆周期调节和政策储备**；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策（**无强刺激的新增扩张性财政政策，基本符合预期**），加快地方政府专项债券发行和使用；发挥**总量和结构性货币政策工具作用（预示下半年降准、降息仍有空间）**，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。

会议对于发挥**总量和结构性货币政策工具作用、扩大内需、活跃资本市场、适时调整优化房地产政策、制定实施一揽子地方化债方案**等方面积极的政策信号，短期有助于经济底部企稳回暖、提振市场信心，中期利于防范化解制约我国经济发展与转型的潜在主要风险，护航形成高质量发展新格局。

2) **积极政策提振市场信心，股指修复反弹启动**。总体判断，此次会议释放政策信号偏积极，有望改善市场对下半年的经济预期与信心，此前三个月受经济阶段走弱、政策预期不断降温而震荡回调的 A 股，**有望迎来底部反弹行情**；后续若地方与部委及时有力落实中央政策方针，经济基本面企稳、地产与地债等两大风险有序化解，则市场有望修复至合理估值水平，叠加下半年基本面或企业盈利的触底回升，则**指数震荡修复上行的空间与持续性可期**。

3) **政策边际调整幅度或决定反弹强弱，阶段反弹力度或顺序：金融地产>消费>科技成长**。考虑到即将展开的市场反弹行情，第一波反弹主要系此次会议释放的积极政策信号驱动为主，第二波上行有待政策及时有力落实及其效果验证，因而行业板块反弹力度或顺序的强弱，主要取决于会议释放的政策信号的边际调整大小。综合近几年或近几次中央政治局经济工作会议的政策定调，此次会议部署释放的政策信号边际变化由强转弱为“**房地产>资本市场>地方化债>提振大宗消费与推动服务消费>货币政策工具>现代化产业体系建设**”，因而可以预计，此次会议**积极政策信号提振下的阶段反弹力度或顺序为：金融地产>消费>科技成长**。

金融地产板块受“调整优化房地产政策、防范化解地产风险、活跃资本市场、地方化债”等政策边际调整幅度前三或明显，且有助于改善金融地产板块资产质量预期，因而估值修复反弹动力最大。

值得注意的是，近日住建部部长倪虹召开企业座谈会，以落实中央政治局会议精神，强调要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，**进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施**；同时近日京广深等核心城市住建委均表示，将结合当地实际情况抓紧抓好贯彻落实工作，大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求。后续密切关注一二线核心城市的具体房地产政策调整工具与力度、及各地楼市交易情况的边际变化状况。

消费板块受“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”等新一轮扩大内需政策或重点抓手，但考虑到此前相关部委已发布具体若干措施，边际调整幅度居中，后续行业基本面改善预期叠加当前此类板块估值普遍处于历史偏低分位数，第一波反弹力度或顺序或居中；

科技成长板块方面，政策信号“大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业，要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展，要推动平台企业

规范健康持续发展”，已是持续强调阐述的内容，相对而言此方面的政策连贯延续性，且此前相关板块的估值快速提升已部分反应，但考虑到近两个月 TMT 为首的科技板块经历了两波快速回调，且中长期为我国经济转型升级的主阵地，发展空间大，因而中长期行情更具上行空间与持续性。

4) 地产与地债风险防范化解，有助于大幅改善中长期经济稳中有进预期。关于房地产政策方面，会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。中央对于房地产市场供求关系发生重大变化的新形势判断（人均居住面积存量不低、人口总量与结构变化下增量需求放缓、全国待建待售库存面积、居民负债杠杆率已达 60% 以上的高位等），提出适时调整优化房地产政策（此次未重复提及房住不炒），预计后续相关限购限售等不合理的限制性政策措施有望调整优化，对于满足一二线核心城市的刚性与改善性住房需求、稳定成交量、稳定房价有望产生积极效应。

关于地方债务方面，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案；预计以低利率、长期险的债券发行置换为主，利于降低地方政府还息压力，缓和地方政府财政收支压力及政府投资杠杆下降压力。

5) 活跃资本市场与投资投资者信心的改革举措可期。关于资本市场方面，会议指出，要活跃资本市场，提振投资者信心。据《每日经济新闻》报道，日前证监会召集了几家头部券商的相关人士，就此次政治局会议提出的“活跃资本市场，提振投资者信心”广泛征求了意见；同时，证监会有关部门负责人就上市公司股东离婚分割公司股份有关事宜答记者问，表示证监会将督促上市公司大股东、董监高严格落实监管要求，发现违法违规的将依法依规严肃处理。以上监管层及时落实会议要求的行动与表态，短期有助于提振市场信心。

此外，近日证监会召开 23 年系统年中工作座谈会，提出要从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位，并提出了 23 年下半年重点抓好的工作主要包括：

一是进一步突出稳字当头、稳中求进。坚持以市场稳、功能稳、政策稳，促进预期稳，科学合理保持 IPO、再融资常态化，统筹好一二级市场动态平衡；健全资本市场风险防范预警处置问责制度体系，切实维护市场平稳运行。

二是进一步提升服务国家重大战略的质效。着力健全支持优质科技型企业的制度机制；推动公司债和企业债协同发展，做优做强科创债；抓紧推动消费基础设施等新类型公募 REITs 项目落地；进一步提升期货市场功能。

三是进一步深化资本市场改革开放。扎实推进投资端改革和监管转型；高质量建设北交所，打造服务创新型中小企业主阵地；做好境外上市备案管理工作，推出更多“绿灯”案例。

四是进一步加大资本市场防假打假力度。强化穿透监管，探索运用更多现代科技手段，提升问题线索发现能力；强化中介机构把关责任，加大对第三方配合造假惩治力度；加强跨部委协作，增强打击系统性、有组织造假的合力；从严从快从重查处典型违法案件。

五是坚守监管主责主业。全面落实私募基金监督管理条例，完善配套规则和机制，对创投基金实施差异化监管安排；深入实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案，健全促进常态化分红的机制安排；完善行业机构监管制度体系，加强行业文化建设，推动健全长效激励约束机制，促进行业机构高质量发展；加强监管协同，坚持把“大投保”理念贯穿资本市场工作全流程各方面，依法保护投资者合法权益。

六是坚决守牢风险底线。不折不扣落实关于促进房地产市场平稳健康发展、有效防范化解地方债务风险等部署；坚持股债联动，继续保持房企资本市场融资渠道稳定；继续加大对非法证券活动打击力度。

今年以来，公募基金发行持续低迷，尤其是 4 月下旬至今 A 股成交量萎缩、两融余额震荡回落近千亿元、陆股通北上资金转为净流出，IPO 融资总额同比下降；市场指数震荡加剧，AH 股显著跑输全球主要股指，结构分化显著，个股涨少跌多，使得市场交易活跃度下降，投资者信心受挫。此次会议释放的中央关切资本市场，提出要活跃资本市场、提振投资者信心，有助于提升当前低迷的市场风险偏好。后续重点关注监管层面具体的落实政策举措或制度，比如降低交易费率、平衡股票供求资金关系、吸引中长期机构资金入市、规范产业资本花式减持、不折不扣落实退市制度等。

3、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”。4、5 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。当前市场估值普遍位于近十年偏低分位数，主要指数的滚动PE普遍回落至近十年分位数的20-40%，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，本轮加息已至尾声，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) **7 月美联储释放中性信号，后续视数据走势而定**。美联储 7 月议息会议如期小幅加息 25bp 至 5.25-5.50%，由于市场对此预期充分，资本市场反应较为平淡，美元指数小幅回落 0.2% 而保持在 101 附近，2Y/10Y 美债利率小幅回落 3/5bp 至 4.82%/3.86%。

市场对于 7 月底的美联储议息会议，重点关注美联储决议内容的措辞变化及会后鲍威尔主席发言释放的信号，整体来看为既不鹰派也不鸽派的中性立场，即未来加息与否依赖数据而定。

通胀方面，美国通胀 CPI 已持续回落一年，6 月略超预期放缓至逾两年新低 3.0%，此前连续激进加息对于控制通胀效果已显现，支持美联储本轮加息至末期与放缓加息节奏；但考虑到更为关注的核心 PCE、CPI 高位粘性较强，距离 2% 的中枢通胀水平仍明显偏高，因而在通胀回落趋势持续与接近目标中枢区间确认前，美联储政策立场难以转向或释放明确的鸽派信号。

就业市场方面，鲍威尔表示劳动力市场仍紧张，需求远超供应，但劳动力供需趋于平衡的迹象逐步明显。经济方面，最新的美国消费者信心指数超预期且美国房地产数据好于预期，美国经济以温和速度扩张，近期 IMF 上调美国 23 年 GDP 增速也表明美国经济的韧性；美联储连续快速加息至高利率区间，对美国经济的紧缩效应或尚需时日得以体现。

7 月加息至 5.25-5.50% 后，目前市场对于年内的 9、11、12 月加息概率均偏低，即预计 7 月为本轮最后一次加息；后续若通胀粘性强、劳动力供需平衡过程慢、平均时薪保持较快增长，则存在 23 年内仍有 1 次加息 25bp 的预期差风险。

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 5.4%，23 年内仍有 25bp 加息空间（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。

过去一年半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 5.25-5.50% 逾二十年的高位区间，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较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，此前 6 月美联储议息会议暂停加息。

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 月美国部分区域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 5 月底，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，在市场化的汇率形成机制下，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：底部缓升，中游制造及下游消费品趋势改善

1、宏观经济跟踪与展望：经济底部企稳但动力不足，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：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 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，已连续十二个月趋势回落至 23 年 6 月的+2.2%，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，并拖累产业链上游周期、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，已连续十二个月趋势回落至23年6月的+2.2%，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四个月至6月的47.4%。

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性政策发力为主**。

（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：底部缓升，中游制造业与下游消费品趋势改善

23年以来工业企业利润总额同比持续下降，且降幅达17-23%，主要系上半年工业生产增速偏低、工业出厂价PPI降幅扩大所致。然而，5、6月工业企业利润总额当月同比降幅收窄明显，由3、4月的-19%附近收窄至-12.6%、-8.3%，累计同比降幅也连续四个月收窄至前6月的-16.8%，表明工业企业利润正自底部回升。此外，工业企业的主营业务也连续四个月回升，自前2月的4.6%回升至前6月的5.4%。

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6月同比-19.9%，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-23.3%、-12.2%、-97.6%、-44.0%，反应国内房地产投资低迷及大宗商品价格走弱，其中钢铁、有色同比降幅6月环比有所收窄；

（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6月-20.0%，其中电气机械、

汽车、通用设备、铁路船舶等以 10.1-35.3% 的利润增幅居前，医药、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近两月悉数同比收窄；

(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，近四个月稳定在 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，也反应居民提前还房贷的动力边际减弱。

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：指数温和反弹，地产链汽车链消费投资板块快速修复后，TMT 有望重拾上行

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：地产链汽车链消费投资板块快速修复后，中期 TMT 有望重拾上行

一低估值的金融地产系，政策边际调整大，短期估值修复动力居前。此前我们多次分析指出，**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。近日随着中央会议对于地产与地债、资本市场的积极政策信号释放，正提振金融地产系板块的估值快速修复。

二中期 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。

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。

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**大显身手**。

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24日至7月28日申万基础化工指数上涨0.75%，上证指数上涨3.42%，行业指数跑输大盘指数。细分板块中表现较好的板块是钛白粉、粘胶、钾肥；表现较差的板块是氟化工、橡胶助剂、炭黑。

行业观点

尿素、合成氨价格上涨：本周合成氨价格上涨10.19%至2963元/吨，尿素价格上涨6.18%至2457元/吨，周初，受山东、湖北等地部分装置临时检修停车影响，局部供应收紧，北方地区价格大幅推涨，两湖地区部分探涨。周中，受局部检修装置提振，厂家推涨意愿高涨，主产区价格纷纷上调，周末，供应面利好持续，加之尿素市场的强势拉涨以及磷复肥和化工行业的开工提升，需求面也存在一定支撑，在供需面双重利好下，合成氨主产区继续推涨。近期煤价走势相对坚挺，合成氨成本面支撑尚可，秋肥的启动也使得下游磷复肥行业开工持续提升，需求面存一定利好，山东等地部分停车装置预计至8月初左右恢复，月底前局部货源供应偏紧的现象或难以缓解，受多方面利好支撑，短时合成氨价格或高位坚挺。长期来看，8月主产区多地部分前期检修装置将陆续恢复，内蒙地区有新增产能待投产，市场整体供应存增加预期，加之随着国内合成氨价格的不断拉高，国际氨价格优势凸显，而港口到船在8月将陆续增多，进口货源或对国内市场形成一定冲击。

龙头公司上调钛白粉价格：钛白粉龙头企业打响了发函宣涨的第一枪，上调600-800元/吨，少数企业积极响应报价上移，部分企业未确定价格上涨幅度。本周，西南等地受高温天气限电的影响继续，叠加大型体育赛事影响，西南地区开工率低位维持。华东地区有新增装置重启情况，周度供应量上涨。整体看生产企业开工水平不高，拖拽市场价格上行。生产企业开工维持低位叠加中间商出现积极的情绪和补货氛围，生产企业的库存得到了明显转移，转嫁到了中间商手中。行业整体库存水平下降，库存状态乐观且处于低位状态，库存逐渐产生对价格的正向反馈。主要原料硫酸和钛矿走势相同，价格步入上行通道。肥料需求回暖，多区域酸价上行。华中、华东及四川酸价走涨。主要影响因素：一是磷肥开工明显回暖，下游企业预见酸价将上涨，购买心态由观望转为询价、补仓。二是酸企库存无压力。华中主力酸企部分装置检修，在产装置有生产不稳情况。四川受体育赛事影响，部分酸企或停产或减产，供应面有一定支撑；攀西大厂减产保价，同时减少原矿外放数量50%以上，水选厂受原料紧张影响开工低位，随着库存的不断消耗，钛中矿供应量不断减少，市场价格上涨。连锁反应，钛精矿所需原料钛中矿供应不足，再加上对于下游需求暂不明朗的考虑，钛精矿生产企业开工维持低位，基本根据原料到量及订单量灵活排产。

多种煤化工产品价格上涨：6月20日以来，甲醇价格从1728元上涨至2086元/吨。近期国内煤价筑底反弹，甲醇成本端支撑力度有所走强，叠加周初甲醇期货盘面持续拉涨，提振整体市场氛围，部分下游阶段性刚需补货。己二酸近一个月上涨6.91%至9283元/吨，原料纯苯价格接连上涨，成本端支撑增加。本周有工厂停车检修，供应端稍有缩减，但工厂库存压力仍存。

草甘膦近期触底反弹：最近一个月上涨47.7%至3.88万元/吨。西南个别工厂持续检修状态，其余个别工厂负荷有所提升，多数工厂仍低负荷开工，市场实时供应低位。从需求端看，企业惜售，海外南美、东南亚、东欧、非洲等均有订单下发，制剂生产商鉴于原粉采购困难，开工不足，排产周期拉长。从成本端看，本周上游黄磷价格持续上涨，甘氨酸价格盘整，成本面支撑草甘膦价格推涨。

盐湖股份二季度业绩环比提升：预计2023年上半年净利润47.04亿元-51.04亿元，同比下降48.63%-44.26%，其中二季度环比增长11.39%-29.36%。公司Q1\Q2氯化钾销量分别为124.82万吨、78.93万吨；氯化钾价格Q1\Q2分别为3500和3084元/吨，去年同期在俄乌战争影响下，钾肥价格较高，Q1\Q2氯化钾均价分别为3691和4425元/吨，今年进口冲击较大，价格下降幅度也较大。碳酸锂销量分别为0.14

万吨、1.36万吨。碳酸锂价格 Q1\Q2 分别为 40.13、24.80 万吨，去年同期碳酸锂价格为 43 和 47 万元/吨，处于价格上升阶段。尽管价格下降，但是二季度销量提升幅度较大。公司生产成本变化不大，因此二季度以量换价。2022 年是公司业绩高点，氯化钾和碳酸锂都处于近十年历史高点，今年是价格回落的一年，因此同比业绩下滑在预期之中，下半年同比下滑的趋势延续。长期看公司在碳酸锂成本方面具有优势，重点关注碳酸锂新建产能进展以及价格走势。

荣盛石化投资高端化工新材料：据煤化工网公众号报道，7 月 4 日，项目为总投资 1480 亿元的荣盛台州年产 1000 万吨高端化工新材料项目开工，项目内容为建设八条产业链，分别为高端聚烯烃项目、工程塑料项目、可降解塑料项目、碳减排绿色循环经济链、高性能树脂、特种橡胶及弹性体项目、特种聚酯项目、精细化学品项目。

图 1：化工产品价格走势

产品	最新价格 (2023/7/28)	单位	较上周	较上月	较23年初	较22年同期
苯酚	8351	元/吨	17.26%	26.53%	10.39%	-8.42%
硫酸	116	元/吨	17.17%	20.83%	-46.05%	-73.09%
合成氨	2963	元/吨	10.19%	15.29%	-31.35%	-15.29%
百草枯	14000	元/吨	9.80%	23.89%	-46.15%	-47.17%
氯化铵	620	元/吨	7.64%	10.91%	-41.89%	-54.07%
尿素	2457	元/吨	6.18%	16.39%	-8.01%	0.86%
WTI	80.09	美元/桶	5.90%	18.30%	-0.21%	-17.65%
布伦特	84.24	美元/桶	5.78%	16.58%	-1.94%	-20.99%
草甘膦	37791	元/吨	5.59%	47.71%	-21.75%	-39.82%
丙烷	4098	元/吨	5.13%	8.04%	-24.95%	-30.50%
丙烯酸	5850	元/吨	-1.68%	4.46%	-10.00%	-29.94%
硝酸铵	2630	元/吨	-1.72%	-2.99%	-10.70%	-11.12%
双氧水	1140	元/吨	-1.98%	44.49%	61.70%	30.29%
PA66	19033	元/吨	-2.06%	-4.03%	-13.49%	-14.46%
有机硅DMC	13000	元/吨	-3.70%	-7.14%	-22.62%	-35.00%
MMA	11583	元/吨	-4.01%	-6.96%	11.91%	5.46%
醋酸	2905	元/吨	-4.91%	3.34%	-8.39%	-23.23%
光伏级三氯氢硅	7500	元/吨	-6.25%	-25.00%	-58.33%	-66.67%
DMF	4967	元/吨	-7.45%	8.76%	-12.09%	-55.18%
液氯	121	元/吨	-40.69%	255.88%	143.68%	584.00%

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) 板块上周上涨 0.54%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 25 位，同期沪深 300 指数上涨 4.47%，创业板指数上涨 2.61%。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轨交设备 (+2.38%)、自动化设备 (+1.37%)、专用设备 (+0.73%)、工程机械 (+0.39%) 和通用设备 (-0.56%)。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是森赫股份(+30.23%)、海希通讯(+19.37%)、派斯林(+16.51%)、豪森股份(+13.12%)和贵绳股份(+12.22%)；而跌幅排名前五的分别是东威科技(-27.18%)、凯格精机(-18.58%)、三德科技(-17.45%)、中亚股份(-14.27%)和英诺激光(-14.17%)。估值方面来看，截止 7 月 28 日，机械设备 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 31.03x，全部 A 股的市盈率 (TTM，剔除负值) 为 17.02x。

二、本周主要观点

工程机械：从金额口径来看：根据海关数据整理，23 年上半年我国工程机械进出口贸易额为 2263.11 亿元，同比+23.2%。其中，进口 13.19 亿美元，同比-12.1%；出口 249.92 亿美元，同比+25.8%。**从销量口径来看：**1) 挖掘机:1-6 月内销同比-44%，外销同比+11%；2) 装载机:1-6 月内销同比-32%，外销同比+26%；3) 汽车起重机:1-6 月内销同比-19%，外销同比+109% (基数因素)；4) 叉车:1-6 月内销同比+5%，外销同比+8%；5) 高空作业平台:1-6 月内销同比+27%，外销同比+9%。

从国内市场来看：下游以基建和地产为主的传统工程机械 (挖掘机、装载机、汽车起重机等) 内销表现较差，上半年同比均有两位数以上的下滑。而叉车和高机下游覆盖面更为广阔，内销今年已实现正增长。**从出口市场来看：**除汽车起重机外，其余品类销量增速均低于行业整体出口金额增速。销售额增速快于销量增速，价格较高的产品占比有所提升，出口整体结构改善明显。

此外，今年结束了去年的价格战，年初部分主机厂的产品也有所提价。产品结构调整+产品价格提升+降本增效+汇兑收益,企业的收入和利润增速或将快于销量增速。从目前已发布业绩预告的合力、杭叉、鼎力来看，利润增速确实快于销量增速，预计工程机械其他主机厂也将有这样的表现。推荐目前估值较低、业绩有望改善的中联、徐工、三一、柳工、鼎力。

通用自动化板块：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。

6 月企业端中长期贷款同比增长 9.9%，仍然保持增长；6 月规模以上工业企业产成品库存同比增速为 2.2%，增速环比下滑 1pct；6 月规模以上工业企业利润总额同比下滑 8.3%，降幅进一步收窄。目前国内工业制造企业仍处在去库存的阶段，但已接近库存低点，预计 23 年下半年有望见底，顺周期的通用自动化板块有望迎来修复。

三、行业动态跟踪

东威科技 (688700) 发布 2023 年上半年业绩报告, 23H1 实现营收 4.99 亿, 同比+21.16%; 归母净利润 1.02 亿, 同比+9.77%; 扣非归母净利润 0.97 亿元, 同比+13.18%。单季度来看, 23Q2 实现营收 2.65 亿, 同比+21.99%, 环比+12.91%; 归母净利润 0.52 亿, 同比-3.70%, 环比+2.20%。【公司公告】

近日, 北京市委副书记、市长殷勇分别与小米集团董事长兼首席执行官雷军, 阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官、阿里云智能集团董事长兼首席执行官张勇, 小马智行科技有限公司首席执行官彭军座谈, 座谈中, 近期热门的机器人话题再度被提及。

殷勇说, 民营经济是推动首都高质量发展的重要力量, 希望广大民营科技企业积极融入北京国际科技创新中心建设, 持续加大研发投入, 开展关键核心技术攻关, 形成更多国际领先的科技成果。坚守主业、做强实业, 结合首都功能定位和需求布局高精尖项目, 在智能制造、云计算、人工智能、智能网联汽车、机器人等前沿领域继续发力, 在北京推动高质量发展进程中发挥更大作用。【Ofweek 机器人网】

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、海关总署、中国工程机械工业协会)

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 6.73 个百分点, 沪深 300 指数上涨 4.47 个百分点, 建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 2.26 个百分点。子行业方面, 水泥指数涨幅为+6.54%, 玻璃玻纤指数涨幅为+5.46%, 装修建材指数涨幅是+7.64%。

二、行业动态及重点子行业近期跟踪

水泥: 上周水泥价格维持下滑趋势。上周五 42.5 标号水泥全国均价为 402.83 元/吨, 周环比下降了 9.84 元/吨, 跌幅-2.38%。分地区来看, 中南、华北、西北地区水泥跌幅较大, 共下跌约 14 元/吨。华东和西南地区水泥下跌约 6 元/吨。东北地区水泥价格维持不变。目前西北和西南地区水泥价格在 450 元附近。华东、华北、中南地区水泥价格已经跌破 400 元。东北地区水泥价格在 330 元附近。库存方面, 7 月 21 日水泥库存比为 72.79%, 比前一周略有提高, 目前水泥整体库存处于高位。

浮法玻璃: 上周玻璃价格继续小幅上涨。上周 5mm 玻璃全国均价为 1895.71 元/吨, 周环比上涨了 10 元/吨, 涨幅 0.53%。分地区来看, 东北、西北、西南地区玻璃价格上涨了 20 元/吨, 华东地区玻璃价格上涨了 10 元/吨, 华北、华南、华中地区玻璃价格维持不变。目前各地区玻璃价格差距不大, 均在 2000 元/吨以下。库存方面, 浮法玻璃上周全国企业库存为 4646.5 万重箱, 比前一周减少了 104.3 万重箱, 库存进一步去化。

三、核心投资观点

水泥方面，水泥行业需求偏弱的局面依然没有改变。由于水泥企业的生产成本基本在 250 元-300 元附近，因此在目前的价格下水泥企业没有主动减产的动力。在需求好转之前，水泥价格预计将维持震荡偏弱的走势。

玻璃方面，在地产竣工端修复的背景下，浮法玻璃需求修复较为明显。叠加去年大量玻璃产线冷修，供给端起到一定收缩。需求的回暖和供给的收缩带来浮法玻璃景气的回暖。

消费建材方面，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。根据今年的政府工作报告，“积极的财政政策要加力提效”，今年财政方面将继续采用积极的财政政策。利好与基建相关的消费建材，建议关注塑料管材。

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，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稳健增长，并在同心圆战略下拓展净水业务和防水业务。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别是 13.18、14.03、14.95 亿元，对应 PE 分别是 26、24、23 倍，给予推荐评级。

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。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 年归母净利润分别是 13.97、18.86、23.99 亿元，对应 PE 分别是 18、13、10 倍，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+6.02%；农林牧渔 (中信) 涨跌幅-0.36%；沪深 300 涨跌幅+4.47%。

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。价盘淡季整体稳健。

2) 动态：

【山西汾酒 23H1 经营数据】公司公告 2023 年上半年主要经营情况：预计营业总收入 190.11 亿元左右，同比增长 23.98%左右，归母净利润 67.75 亿元左右，同比增长 35.15%左右。测算单 23Q2 营业总收入 63.3 亿

元，同增 31.8%左右，归母净利润 19.6 亿元左右，同增 50.2%左右，增速明显提速，超市场预期。

【今世缘 223H1 经营数据】公司 2023 年上半年主要经营数据：23H1 预计总营收 59.7 亿元，同比+28.46%；归母净利润 20.5 亿元，同比+26.7%；单 23Q2 预计总营收 21.67 亿元，同比+30.62%，归母净利润 7.95 亿元，同比+29.06%。收入端略超预期。

3) 观点：

基本面：短期板块业绩预告公告来看，略超预期，包括汾酒和今世缘；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；短期动销跟踪来看，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）；估值对比 18 年底部阶段差距也较小，中长期性价比足。

市场观点：茅台、汾酒、今世缘中报预告均有一定程度的超预期，再叠加近期促消费调控政策逐步落地，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。回调较大的低估值基本面佳的公司估值修复行情亦可期。

2. 大众品：

1) 价格：

大豆、棕榈油、豆油等本周小幅上行，但同比 22 年已大幅下行。整体预计 23 年大众品整体成本压力将逐步缓解。

2) 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，估值分位数处于近五年底部位置，如调味品 TTM 估值从 74x 调整到最低的 34.8x，处于近五年分位数约为 3%左右，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、伊利股份等对应 23 年估值约 20x 左右，处于偏低区域；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 16.0 元/kg，本周价格上行约 1.4 元/kg。**短期上涨略超预期，预计主要是短期情绪提振，再叠加季节性因素以及供给端结构性变化等因素。但我们考虑供给相对过剩，3 季度猪价预计维持低位，行业持续上涨难度较大，行业持续亏损，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) 板块前一周上涨 1.61%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 18 位。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是中国中免(+10.77%)、众信旅游(+10.29%)、科锐国际(+8.76%)、锦江酒店(+7.64%)、锦旅 B 股(+5.68%)；而跌幅最大的前五家公司分别是九华旅游(-2.56%)、长白山(-2.35%)、同庆楼(-2.09%)、凯撒旅业(-1.83%)、*ST 米奥(-1.44%)。

估值方面来看，截止 7 月 28 日，社会服务 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 50.8x，全部 A 股 (TTM，剔除负值) 的估值为 13.3x。【IFind】

二、行业动态跟踪

近四成旅游上市公司已恢复或超 2019 年同期水平。根据中国旅游研究院旅游经济运行监测，旅游类上市公司整体复苏明显，近 40% 企业已经恢复甚至超过 2020 年前盈利水平，结合当前全国旅游产业及市场面的积极表现可以判断，旅游业全面复苏向上的发展态势已经确立，正加速进入全面恢复阶段。据观察，今年暑期旅游档期较之往年，不仅提前到 6 月中下旬就启动，国内旅游市场也全面发力。不仅传统旅游目的地的出游人数节节攀升，新兴旅游目的地也不断涌现，贵州、新疆、内蒙古、东北等地成为出行热点，多地热门景区景点出现“一票难求”的现象。同程旅行预测，今年暑期客流的第二个高峰期从 7 月下旬持续到 8 月中旬，学生和亲子客群全面回归，广州、北京等地客流量居前。(广州日报)

三亚凤凰机场三期改扩建项目计划 11 月底开工。“三亚发布”微信公众号消息，据海南控股消息，三亚凤凰国际机场总体规划修编已于日前获民航局批复，凤凰机场三期改扩建项目联合指挥部也已于近日成立，计划今年 11 月底开工，建成后凤凰机场可满足年吞吐量 3000 万人次需求。根据规划修编，凤凰机场将在现国际航站楼西侧规划新建 T3 航站楼，预计 2025 年底建成投用，可满足年旅客吞吐量 1800 万人次需求，加上原有航站楼，凤凰机场总计可满足客运终端年飞机起降 17.3 万架次，年旅客吞吐量 3000 万人次需求。同时，凤凰机场三期建成后，还可满足年货邮吞吐量 45 万吨的需求，并对滑行道、停机位、综合交通枢纽等进行了一系列优化。(三亚发布)

希尔顿计划 2025 年在亚太区实现千家开业酒店的目标。希尔顿计划大力拓展亚太市场，目标是到 2025 年，其在亚太的酒店数量将从目前的 627 家拓展至 1000 家。希尔顿亚太区总裁 Alan Watts 对该目标充满信心，并表示已经有近 500 家在建设阶段。Watts 表示，到 2025 年集团可能会调整目标，使运营中的酒店数量达到 1000 家，筹建数量达到 500 家。今年 3 月，万豪迎来亚太地区第 1000 家酒店开业里程碑。(环球旅讯)

文旅部：加大对“黄牛”、第三方平台违规囤票等行为打击力度。据文旅部网站消息，文化和旅游部办公厅发布关于进一步提升暑期旅游景区开放管理水平的通知。其中提出，各地文化和旅游行政部门要联合公安、市场监管、网信等部门，加大对“黄牛”、第三方平台违规囤票、倒票等行为的打击力度，同时完善旅游景区门票分销系统，有效防止“黄牛”挤占票源。加强旅游市场秩序监管，严查欺客宰客等行为，维护景区游览秩序，净化旅游消费环境。会同发展改革等部门加强价格监管，严格查处价格违法行为，保障游客权益。(文旅部)

美团：暑期长三角景点预订量激增。暑期来临，玩水成为市民游客的“清凉标配”。娱乐项目众多的水上乐园、炫酷的电动冲浪项目、惊险刺激的峡谷漂流……长三角“亲水经济”大放异彩。美团、大众点评数据显示，

7月以来，长三角区域含“水上项目”的景点门票订单量月环比增长近300%。在浙江水乐园订单中，超三成由沪皖客源贡献，长三角文旅一体化按下“加速键”。（新华财经）

华住披露 Q2 经营初步业绩，RevPAR 恢复至 2019 年的 121%。7月25日，华住集团发布了2023年第二季度的酒店经营初步业绩。报告显示，华住中国2023年第二季度的平均可出租客房收入恢复至2019年水平的121%。该复苏持续由本季度强劲的旅游需求支撑，且主要受日均房价上涨的推动。按月份细分，2023年4月、5月及6月的平均可出租客房收入分别恢复至2019年水平的127%、115%及123%。本季度内，关店主要归因于去年疫情影响所导致的延迟关店，以及华住集团继续淘汰酒店网络中较低质量及表现欠佳的经济型酒店。（公司公告）

携程海外子公司 Trip.com 推出升级版 AI 旅行助手 TripGenie。携程海外子公司 Trip.com 近日推出升级版 AI 旅行助手，名为 TripGenie，服务范围覆盖行程定制到产品预订过程的所有环节。据介绍，TripGenie 能够接收文字和语音消息，展示图片，提供预订链接，并迅速跳转至相关的搜索结果页面。Trip.com 最初在2月中旬推出实时聊天机器人 TripGen，新发布的 TripGenie 是其升级版本。7月17日，携程发布首个旅游行业垂直大模型“携程问道”。（环球旅讯）

华侨城上半年累计接待游客 7200 万人次。据华侨城集团负责人7月25日介绍，2023上半年华侨城累计接待游客7200万人次，同比增长93%，恢复至2019年同期的148%。主题公园业务，上半年接待游客近1900万人次，刷新历史记录。欢乐谷集团是华侨城旗下主题公园专业子公司。据欢乐谷集团相关负责人介绍，以今年“五一”假期为例，国内出游人次、旅游收入分别恢复至2019年同期的119%、101%，欢乐谷集团则分别恢复至144%、163%。（中国新闻网）

九寨沟景区今年旅游接待突破 200 万人次。夏日的九寨沟，树木葱郁，湖水潋滟，瀑流磅礴，优美的自然风光、最佳的避暑胜地，使全国各地游客趋之如鹜。截至7月26日，九寨沟景区共接待海内外游客2016035人次，同比增长211.34%。（中国新闻网）

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（7.24-7.28）医药生物（SW）板块上涨2.76%，在2021版31个申万一级行业中，表现排名第15位，同期沪深300指数上涨4.47%，创业板指数上涨2.61%。细分子板块（申万三级行业划分）来看，本周仅血液制品-0.12%下跌，其余细分板块均上涨，涨幅由大到小分别为疫苗+6.25%、其他生物制品+5.45%、

化学制剂+3.62%、医疗研发外包+3.30%、线下药店+2.89%、医院+2.71%、医疗耗材+2.42%、原料药+2.24%、医疗设备+1.82%、体外诊断+1.76%、中药+1.36%和医药流通+0.37%。

个股表现来看,涨幅排名前五的分别是港通医疗(+38.96%)、百利天恒(+16.68%)、迪哲医药(+16.22%)、康希诺(+15.02%)和贝达药业(+14.81%);而跌幅排名前五的分别是科源制药(-12.26%)、卫信康(-10.48%)、特宝生物(-8.41%)、药易购(-6.80%)和华大智造(-6.25%)。

估值方面来看,截止7月28日,医药生物(SW)市盈率(TTM,剔除负值)为26.44x,持续低于2010年以来中位数水平(35.54x),相较全部A股的估值溢价率为92.91%,持续低于2010年以来的中位数水平(+126.88%)。

二、板块主要观点

2023年下半年深化医改重点工作任务明确。7月24日,国家卫健委等多部门联合印发《深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务》,明确了2023年下半年深化医改的重点任务和工作安排,共六大方面20条具体任务:1)促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局;2)深化以公益性为导向的公立医院改革;3)促进多层次医疗保障有序衔接;4)推进医药领域改革和创新发展;5)健全公共卫生体系;6)发展壮大医疗卫生队伍。具体任务方面,文件再次提出2023年下半年要促进中医药传承创新发展,推进古代经典名方制剂研发,加快关键信息考证发布及新药审批,中药市场有望持续扩容。同时,文件进一步明确支持药品研发创新,2023年下半年持续推进优先审评审批工作。健全新药价格形成机制。政策层面对创新药继续给予利好支持。此外,文件提出要指导地方建立健全职工医保门诊共济保障机制,开展普通门诊统筹,加强正面宣传和政策解读,扩大跨省联网定点医药机构范围,落实异地就医结算。政策要求下,处方外流有望进一步提速,同时相关院内用药、耗材及院外药店有望持续受益。集采任务方面,文件要求常态化开展药品和医用耗材集中带量采购,开展新批次国家组织药品和医用耗材集中带量采购,实现国家和省级集采药品数合计达到450个。根据本次文件及之前医保局给出的药品及医药耗材集采工作任务和说明,预计年内将正式启动第九批国家药品集采、第四批国家组织高值医用耗材集采(人工晶体及运动医学类耗材),以及安徽牵头开展的IVD试剂集采、广东省牵头开展的易短缺和急救药品集采。投资层面,建议积极关注中药、创新药、院内诊疗及药店等领域投资机会。

浙江第四批药品集采文件发布,生长激素水针粉针不同组。7月27日,浙江省药械采购中心发布《浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购文件》,涉及52个品种(32个化药、10个中成药,10个生物制品),其中包括人生长激素,粉针剂和注射液(水针)区别审评,各自独立报量。粉针剂有长春高新、安科生物、联合赛尔三家公司6种规格产品获得医院报量,按规则最多可以入围3家;水针仅有长春高新产品获得医院报量。中选规则方面,对于在已在外省生长激素集采中选的企业,报价不高于本企业外省集中带量采购中选价格,即确定为拟中选;未在外省生长激素集采中选的企业,本次报价不高于同组所有品种中外省集中带量采购中选最低价格和浙江省药械采购平台在线交易最低价格两者低值的,确定为拟中选。整体来看,我们认为本次生长激素浙江集采规则整体较为温和,之前在广东、福建、河北等地生长激素集中标的企业,可以按之前中标价报价即可中选,产品价格体系有望保持稳定。

三、行业动态跟踪

中纪委部属整治医药腐败工作。7月28日,中纪委网站发文,中央纪委国家监委召开动员会,部署纪检监察机关配合开展全国医药领域腐败问题集中整治,中央纪委副书记、国家监委副主任喻红秋出席并讲话。

会议再一次指出集中整治工作的重要性和紧迫性，要求各级纪检监察机关立足职责定位，尽职尽责、全力配合。要以监督的外部推力激发履行主体责任的内生动力，深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理。会议要求，要加大执纪执法力度，紧盯领导干部和关键岗位人员，坚持受贿行贿一起查，集中力量查处一批医药领域腐败案件，形成声势震慑。把握政策策略，坚持实事求是、依规依纪依法，坚持惩前毖后、治病救人，最大限度地教育人、挽救人、感化人。强化以案促改，推动深化改革、完善制度。强化工作落实，精心组织实施，交出一份让党中央放心、让人民群众满意的答卷。

2023年居民医保国家补640元。7月28日，国家医保局、财政部、国家税务总局发布《关于做好2023年城乡居民基本医疗保障工作的通知》。通知提到不少政策要求，比如关于医保筹资标准，通知提到：2023年居民医保筹资标准为1020元，其中人均财政补助标准达到每人每年不低于640元，个人缴费标准达到每人每年380元。关于健全待遇保障机制，提到继续巩固居民医保住院待遇水平，确保政策范围内基金支付比例稳定在70%左右，在此基础上，稳步提升门诊保障水平，有条件的地区可将新增筹资的一定比例用于加强门诊保障，逐步将门诊用药保障机制覆盖范围从高血压、糖尿病扩大到心脑血管疾病。关于完善医保支付管理，提到2023年12月31日前，要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，推动省域内双通道处方流转电子化，提升谈判药品供应保障水平。

医疗器械MAH监管工作征求意见。7月28日，国家药监局综合司发布《关于进一步加强医疗器械注册人委托生产监管工作的意见（征求意见稿）》。通知指出，意见稿出于全面落实医疗器械注册人质量安全主体责任，防控医疗器械委托生产风险隐患，强化医疗器械委托生产监管工作制定。其中提到，注册人进行委托生产的，法定代表人或者企业负责人在按照《落实主体责任规定》要求进行季度调度时，应当重点分析对受托生产企业管理和定期审核情况。对于植入性医疗器械，鼓励注册人自行生产，确需进行委托生产的，注册人应当选派熟悉产品生产工艺和质量控制的人员在委托生产活动开展期间入驻受托生产企业。

两部门：猴痘密接者需进行21天自我健康监测。7月27日，国家疾控局、国家卫生健康委印发《猴痘防控方案》，并提出坚持“预防为主、防治结合、精准防控、快速处置”原则，落实“早发现、早报告、早隔离、早治疗”措施。《方案》明确指出，针对重点人群、出入境人员和一般人群及早开展宣传教育，加强人群防范意识和自我防护，积极配合做好防控工作。对于密切接触者，疾控机构或基层医疗卫生机构需指导其做好自我健康监测，健康监测期限为最后密切接触之日起21天。

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。

(周报资料来源：iFinD、Wind、公司公告、国家卫健委、浙江省药械采购中心、中纪委、国家医保局、国家药监局、国家疾控局)

汽车、能源 (王树宝)

一、**汽车股表现回顾**：上周汽车指数+3.82%，HS300 指数+4.47%，汽车强大盘；长城汽车、长安汽车等表现较强；潍柴动力、福耀玻璃、拓普集团等表现较弱。

二、行业动态及趋势展望:

【电池：6 月动力电池销量同比+9.9%】

6 月，我国动力电池销量共计 52.2GWh，同比增长 9.9%。其中三元电池销量 18.4GWh，占总销量 35.2%，同比下降 16.8%；磷酸铁锂电池销量 33.7GWh，占总销量 64.5%，同比增长 33.0%。

1-6 月，我国动力电池累计销量达 256.5GWh，累计同比增长 17.5%。其中三元电池累计销量 99.8GWh，占总销量 38.9%，累计同比增长 10.9%；磷酸铁锂电池累计销量 156.3GWh，占总销量 60.9%，累计同比增长 22.0%。

6 月，我国动力电池企业电池出口共计 10.0GWh；1-6 月，我国动力电池企业电池累计出口达 56.7GWh。

6 月，我国动力电池装车量 32.9GWh，同比增长 21.8%，环比增长 16.5%。其中三元电池装车量 10.1GWh，占总装车量 30.6%，同比下降 13%，环比增长 11.6%；磷酸铁锂电池装车量 22.7GWh，占总装车量 69.1%，同比增长 47.5%，环比增长 18.7%。

1-6 月，我国动力电池累计装车量 152.1GWh，累计同比增长 38.1%。其中三元电池累计装车量 48.0GWh，占总装车量 31.5%，累计同比增长 5.2%；磷酸铁锂电池累计装车量 103.9GWh，占总装车量 68.3%，累计同比增长 61.5%。

(资料来源：国都证券、中国汽车动力电池产业创新联盟)

三、**行业投资逻辑**：汽车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企业、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 (7.24-7.30) 下跌 0.25% , 沪深 300 上涨 4.47% , 跑输大盘。本周涨幅前五名为海优新材 (+8.41%) 、高测股份 (+6.00%) 、天合光能 (+5.95%) 、航天机电 (+5.54%) 和东方盛虹 (+3.32%) 。风电 (中信) 指数本周 (7.24-7.30) 上涨 2.30% , 跑输大盘。本周板块涨幅前五名为明阳重能 (+6.87%) 、金雷股份 (+3.69%) 、通裕重工 (+3.42%) 、运达股份 (+3.19%) 和吉鑫科技 (+2.95%) 上涨。【wind、lfind】

7 月 27 日 , 国家能源局公布 2023 年上半年光伏发电建设运行情况。2023 年上半年光伏新增装机 78.42GW , 其中集中式光伏新增装机 37.46GW、分布式光伏 40.96GW。分布式光伏装机中 , 户用为 21.52GW、工商业分布式 19.44GW。对比 2022 年上半年 , 分布式光伏新增装机规模为 19.65GW , 户用为 8.91GW、工商业 10.74GW , 2023 年上半年分布式光伏各细分领域均实现了翻倍增长 , 增速超过 100%。

拆分 23Q2 , 集中式光伏新增装机 21.9GW , 同比增长 218.6% , 环比增长 41.3% ; 分布式光伏新增装机 22.8GW , 同比增长 111.7% , 环比增长 25.9% , 其中工商业光伏和户用光伏二季度新增装机分别同比增长 98% 和 132%。光伏产业链价格回落后 , 各环节下降空间有限 , 光伏装机性价比突出 , 刺激 Q2 集中度电站装机环比改善明显 , 大基地项目一期全面开工 , 年底建成并网 , 集中式占比会升值 48% , 较 22 年中报同比回升 11 个百分点 , 有望加快装机增速拉动。关注 N 型产能爬坡、装机相关辅材环节。

二、行业要点

根据 PVinfolink 数据 , 本周光伏产业链周均价如下 (7 月 26 日数据)

多晶硅致密料 : 67 元/公斤 , 周涨幅 1.5%。

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 , 周变动幅度 0% ; 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 , 周变动幅度 0%。

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 1.30 元/w , 周跌幅 0.8% ; 210 单面单晶 PERC 组件 1.32 元/w , 周跌幅 0.7%。

双面双玻 182 组件 1.32 元/w , 周跌幅 0.8% , 210 组件 1.34 元/w , 周跌幅 0.7%。

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

本周变动环节 : 多晶硅致密料联系两周小幅上涨 , 整体产业链小幅变动。

硅料供应紧张 , 致密料和复投料等高品质品种持续趋近 , 库存就是下降 , 三季度开始组件排产和下游需求旺盛 , 对硅料价格形成有力支撑。硅片环节包头、乐山等地存在限电影响 , N 型切换过程影响产能供应 , 硅片和电池片价格平稳。组件环节酝酿涨价并未成功 , 需求启动相对平稳。

三、投资关注

1、天合光能 688599 : 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 33.276-37.524 亿元 , 同比+162.14%-195.61% ; 实现扣非净利润 35.026-39.274 亿元 , 同比+204.40%-241.32%。报告期内公司组件出货显著增长 , 先进产能大幅度扩张 , 大

功率 210 系列光伏产品销售占比相比去年同期大幅提高，且硅片产能逐步释放，成本进一步降低。

同时，7 月 3 日公司公告 23 年限制性股票激励计划草案，拟授予激励对象 5,473.35 万股，激励对象重点向公司核心和关键技术、销售、管理人员等倾斜。业绩考核目标值为 23-25 年净利润分别达到 65、100、130 亿元，3 年复合增速达 52%，高目标彰显发展信心。

公司 22 年底电池、组件产能 50GW、65GW，23 年底预计拉晶\切片、电池、组件产能将达到 50/50GW、75GW、90GW，其中 N 型电池产能 40GW，硅片自给率 20-25%，24 年将达到 50%，同时公司 22 年 6 月公告拟在 西宁建设年产 30 万吨工业硅、15 万吨高纯多晶硅、35GW 单晶硅、10GW 切片、10GW 电池、10GW 组件以及 15GW 组件辅材生产线。项目于 22 年正式开工建设，预计到 25 年底全部建成，建成后公司一体化产能布局将进一步夯实成本和技术优势。2023 年 7 月，公司发布定增预案公告，拟募集资金不超过 109 亿，用于 淮安 10GW 电池、东台 10GW 电池、东台 10GW 组件及补流。项目建成达产后，将新增 20GW/10GW N 型 电池/组件产能，其中 20GW 电池主要为自用。大尺寸 N 型电池组件产能的扩张，有利于公司抓住光伏行业快速发展的机遇。

公司建立全球分销体系，分销比例较高为公司分布式出货贡献力量，龙头地位稳固。预计 23-25 年实现归母净利润 75、96 和 118 亿元，对应 PE 为 11、8.6、7X，给予推荐。

风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、新技术投产不及预期。

资料来源：国家能源局、infolink、wind、IFIND、公司公告

通信、电子（王双、苏国印）

本周上证指数上涨 3.42%，沪深 300 上涨 4.47%，中信通信指数本周下跌 0.48%，中信电子指数下跌 0.65%。

通信行业方面，中国移动近日公示了 2023 年至 2024 年数据中心交换机产品集采结果，本轮集采分为新建与扩容两个部分。其中，新建部分由华为、中兴通讯、新华三、锐捷网络、烽火通信五家企业中标。扩容部分属于原厂商扩容，故采用单一来源采购模式，由华为、中兴通讯、新华三和锐捷四家中标。新建部分中，据 C114 粗略统计，新建部分集采累计中标金额约为 23.42 亿元：华为中标金额约为 7.04 亿元，稳居首位；紧随其后的锐捷网络中标金额约为 5.68 亿元；中兴通讯中标金额约为 4.63 亿元，排名第三；新华三中标金额约为 4.54 亿元，排名第四；烽火通信中标金额约为 1.53 亿元。扩容部分属于原厂商扩容，故采用单一来源采购模式。其中华为为采购量最大，为 52631 套；中兴通讯、新华三与锐捷网络分别为 12579 套、20497 套以及 24779 套。同时本周 IDC 发布了《中国视频物联安全市场份额，2022》报告。报告显示，2022 年，中国视频物联安全市场总体规模近 2.39 亿美元，同比略降 3.7%。2022 年，随着多行业用户的关注和重视，中国视频物联安全应用市场广度和深度不断拓宽。启明星辰集团、深信服、迪普科技、宇视科技、慧盾安全、新华三、天懋信息、天防安全、绿盟科技、烁博安全、元清信息等行业厂商在 2022 年主要围绕相关规范标准要求开展产品的适配工作，以及对多行业用户需求的引导和响应。整个市场呈现百花齐放态势，市场前七位厂商占据约 55% 份额，排名第一的启明星辰份额为 11.7%。从行业应用来看，交通、金融、教育等行业市场实现逆势增长。政府行业应用市场占比超 70%，2022 年市场规模约 1.73 亿美元，同比下降 16.4%。总体来看：公共安全领域市场占比过半，下降明显；检法司领域有更多厂商布局，市场有所增长；地方智慧城市建

设牵头部门、应急、自然资源等政府部门有望为市场带来新增长点；政府用户对于视频物联安全的建设需求正向集约化、一体化发展。

电子方面，研究机构 IDC 7 月 27 日公布了 2023 年第二季度中国智能手机市场情况,统计显示，二季度中国智能手机出货约 6570 万台，同比下降 2.1%，环比实现小幅增长，同比跌幅收窄较为明显。2023 年上半年整体出货量约 1.3 亿台，同比下降 7.4%。分价位段来看，二季度中国 600 美元（约合 4284 元人民币）以上高端手机市场份额达到 23.1%，相比 2022 年同期逆势增长；主流厂商直屏+折叠屏的双旗舰布局，吸引了高价位消费者的注意，高价位手机利润率更高，也成了各个厂商发布新机的重点。400~600 美元价位段（2856~4283 元人民币）份额占比 10.5%，进一步减小；200~400 美元价位段（1428~2855 元人民币）占比 38.7%；200 美元（1427 元人民币）以下价位段份额有所提升，达到 27.7%。可以看到，当前换机周期拉长，消费观望情绪浓厚的背景下，中间价位（400~600 美元价位段）占比不断收缩，两头的高价位和低价位的占比不断提升。分厂商看，OPPO（含一加）、vivo（含 iQOO）、荣耀、苹果、小米、华为位列 2023 年二季度中国智能手机市场市场前五名，市场份额均超过了 13.0%，分布比较均衡，厂商间的差距进一步缩小。其中，OPPO 以 17.7% 的份额居首，双旗舰 Find X6 系列和 Find N2、Flip N2 折叠屏系列，帮助 OPPO 在 600 美元以上高端市场份额进入前三位。依靠 Reno 系列的出色表现，OPPO 市场份额优势明显；子品牌一加继续维持高达三位数的同比增幅，市场份额不断提升。华为的出货量继续恢复，二季度同比增幅最大，高达 76.1%。虽然依旧存在外部限制，但是凭借新品 P60 系列、折叠屏 Mate X3 的优异表现，华为在 600 美元以上高端市场上保持在第二位。苹果方面，在对 iPhone 14 系列进行价格调整之后，受消费者欢迎程度明显好转，出货量增长 6.1%。我们认为，当前智能手机销售情况整体仍较为疲弱，虽然同比跌幅大幅收窄，但是仍处在销量下降的通道中，智能手机销售的回暖，同比实现增长一是需要更多在技术和机型上的创新，二是需要消费者整体购买能力的回升，当前仍需要进一步的观察和等待。

在电子行业各个细分板块中，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