



中信证券研究部



秦培景
首席策略师
S1010512050004



秦翔
联席首席策略师
S1010518080002



杨帆
政策研究首席
分析师
S1010515100001



程强
宏观经济首席
分析师
S1010520010002



李世豪
策略分析师
S1010520070004

核心观点

A 股上半年呈现主题交易极致化和机构博弈极端化的特征，市场波动较大，当前经济、政策和市场情绪预期处于谷底，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期，主题、政策、调仓三大博弈将逐步收敛，聚焦业绩驱动的中报行情，建议围绕“中报业绩”和“三大安全”两个维度展开配置。一是国内经济复苏仍处低位，企业盈利增速在上半年筑底后，下半年有望温和复苏，基本面修复对政策的依赖度较高。二是政策预期仍处谷底，前期市场激进的政策预期已不断下修，预计 7 月国内逆周期政策不会缺席，且美联储重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，而中美关系扰动仍在。三是市场依然处于下半年波动区间的谷底，主题、政策、调仓三大博弈在 7 月将逐步收敛，聚焦业绩驱动的中报行情。

A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期。上半年 A 股收官，上证指数累计上涨 3.7%，其中中小盘占优，稳定和成长风格领涨。回顾上半年，经济复苏预期与现实数据再平衡后，投资者预期从过度乐观快速下修至过度悲观的冰点，其间轻业绩而重博弈的活跃资金看短做短，主导主题交易极致化，机构博弈极端化；而极端的的分化和机构排名压力下，存量博弈的机构投资者心态失衡，其行为模式也发生了巨大变化。展望下半年，预计 A 股盈利在压制因素缓解后，下半年将迎来底部温和复苏，与此同时，海外金融风险、欧美衰退、大选周期三因素叠加，或持续扰动市场。随着基本面预期逐步改善，投资者心态将重归平稳，其行为模式也将从短期主题博弈重回长期业绩主导，助力 A 股乘风破浪。当前经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底，而 6 月以来主题、政策、调仓三大博弈日趋激烈，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期。

经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏，基本面对政策依赖度较高。

1) 国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高。需求不足仍是制约当前经济复苏斜率的关键，从已发布数据看，上半年工业增加值有所改善但增速仍低，服务业景气延续回落趋势，在三大需求里，投资、消费、出口则逐月不同程度下滑，在此背景下，物价依旧承压，企业的普遍补库需求还未启动。根据中信证券研究部宏观组预测，2 季度工业增加值可能同比增长 4.9%（前值 3.0%），社零同比增长 11.4%，投资增长 4.3%（其中制造业增速可能最高，基建其次，地产依旧是较大拖累项），2 季度 CPI、PPI 同比平均分别为 0.3%、-3.9%。未来多项政策措施呵护下，有望推动下半年经济持续回升向好，当前经济中的各方面分化将走向均衡状态，形成更高水平的新经济均衡。

2) 盈利增速上半年筑底后，下半年有望温和复苏。工业利润方面，在 4 月阶段性触底后，5 月迎来了一定程度的恢复，同比降幅为 12.6%，相比 4 月收窄 5.6 个百分点。综合当前的需求态势，工业企业产成品存货和营收同比增速的趋势，我们认为当前经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期，下半年有望随着 PPI 同比改善而稳步修复。A 股盈利方面，预计上半年压制业绩的价格性因素、滞后性影响以及全球性因素在下半年将逐渐消退，中证 800 非金融板块盈利增速将在上半年筑底、下半年转正并温和复苏，预计 2023Q1-Q4 单季度净利润同比分别为-2%、-1%、12%、11%（注：2023Q1 为实际值），年中修复趋势更明显。

逆周期政策不会缺席，宏观流动性保持宽松，但中美关系扰动仍在。

1) 当前政策预期仍处谷底，预计 7 月逆周期政策不会缺席。当前经济复苏动能不足，为实现“两会”制定的全年“5%左右”的经济增长目标，后续逆周期政策有望继续出台，经过 3 月中旬以后接近一个季度的全国范围内调查研究，以及持续的政策博弈市场预期下调后，7 月底的政治局会议将成为重要观测窗口。预计逆周期政策不会缺席：基建方面，预计政策更多考虑政策性开发性金融工具；地产方面，房住不炒框架下，防范地产系统性风险的政策或为主要抓手；消费方面，6 月 20 日王沪宁出席“恢复和扩大消费”调研协商座谈会，中信证



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



崔崑
海外宏观经济首席
分析师
S1010517040001



联系人：徐广鸿
海外策略首席
S1010114110085

券研究部政策组认为后续各地政府可能根据自身财政情况出台专项补贴、消费券等政策。

2) 美联储 7 月重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，中美关系扰动仍在。首先，CME 数据显示 7 月美联储加息 25bps 概率高达 87%，但我们认为实际落地的概率并不高，一方面，预计 6 月美国通胀难大超预期，另一方面，7 月美联储与市场沟通信息渠道少，当前缺乏能实际支撑 7 月再加息的信息。其次，国内方面，根据中信证券研究部固收组测算，完全排除 MLF 以及逆回购到期的因素，7 月存在约 3500-4000 亿元的流动性缺口，但更多是季节性因素所致，较往年相比实际上整体偏友好，流动性压力可控；预计跨季结束后 DR007 很可能再度回落至政策利率下方，在 1.7~1.8% 区间内平稳运行。再次，最近美方主动与中方开展对话的核心目标或在于防止误判，管控冲突，中美关系短暂缓和。实际上，相对于中美利差和国内基本面预期的变化，近期人民币汇率变动更多表明了投资者对地缘等非经济因素的担忧远超过去年。

■ 三大博弈收敛，聚焦中报行情。

1) 主题、政策、调仓三大博弈 7 月将逐步收敛。受经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底影响，预计 7 月市场增量资金规模有限。根据对中信证券渠道调研的情况，最近中小活跃私募仓位依然保持在 76%（历史中位数）以上的水平，整个 6 月变动并不明显。公募产品新发依然处于 5 年以来的低点，6 月主动型和被动型产品新发仅为 120 亿元和 92 亿元。而博弈政策的交易型外资已经连续三个月呈现净流出的状态。市场流动性约束下，预计主题、政策和调仓三大博弈在 7 月都将以中报业绩为基准收敛。具体而言，随着业绩舆情披露渐入高峰，主题交易的热度会衰减并持续高切低；当前政策预期已处于低位，7 月预计政策博弈重心将从总量转向结构；机构二季度的季末调仓结束，而进入三季度季初后，调仓主导将明显从博弈转向业绩。

2) 聚焦中报行情，关注业绩有亮点和景气趋势改善的品种。预计 A 股中报业绩缓慢修复，结构亮点与一季报相似，各大行业看点如下。1) 科技板块中，预计 AI 相关的算力、应用维持高景气，但业绩或将在下半年才能逐步兑现，中报业绩较好的细分领域预计主要为经济复苏带来的传统主营业务需求转暖的领域，包括**运营商、通信设备、信创、半导体设备**，还有部分出口导向的**消费电子**。2) 预计消费行业中报业绩增速在大类行业中领先，盈利较好的板块包括明显受益于节假日出行回补的出行链（机场、酒店、景区、餐饮），内需修复、出口库存持续去化的家电、家居、品牌服饰，以及前期相对冷门的纯内需品种，例如啤酒、黄金珠宝、零食。3) 制造和周期板块中，在商品价格、工业企业利润整体承压的背景下，预计上游资源品盈利较好的主要为**油气、火电**，中游制造中报预期较强的集中在新能源，包括**光伏一体化、辅材、电力设备**，部分销量领先的新能源车及其供应商。

3) 继续围绕“三大安全”领域展开配置，提高其中有业绩优势的品种权重。配置上，建议坚持业绩为纲，忽略激烈博弈过程中的波动和反复，继续坚守科技、能源资源和国防三大安全领域中有催化或业绩优势的品种：1) 科技安全领域，围绕数字经济主题，关注中报预期较好的**运营商、通信设备、信创、半导体设备**，尚处于产业早期阶段的 AI 算力、AI 应用有望在下半年开始逐步兑现业绩；此外，关注存储、面板的行业周期底部反转机会。2) 能源资源安全领域，传统能源关注中报业绩预期较好的**油气、火电**，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下产品革新力的**整车厂及供应商**，从下半年盈利弹性的角度，建议关注充电桩、风电、机器人等。3) 国防安全领域，从业绩增长的持续性角度推荐军用通信、战场感知、航发和导弹产业链。

■ **风险因素：**中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

目录

| | |
|--|----|
| A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期 | 5 |
| 经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏，基本面对政策依赖度较高 | 7 |
| 国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高 | 7 |
| 盈利增速上半年筑底后，下半年有望温和复苏 | 10 |
| 逆周期政策不会缺席，宏观流动性保持宽松，但中美关系扰动仍在 | 12 |
| 当前政策预期仍处谷底，预计 7 月逆周期政策不会缺席 | 12 |
| 美联储 7 月重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，中美关系扰动仍在 | 13 |
| 三大博弈收敛，聚焦中报行情 | 14 |
| 主题、政策、调仓三大博弈 7 月将逐步收敛 | 14 |
| 聚焦中报行情，关注业绩有亮点和景气趋势改善的品种 | 15 |
| 继续围绕“三大安全”领域展开配置，提高其中有业绩优势的品种权重 | 18 |
| 风险因素 | 18 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：上半年 A 股宽基指数走势 | 5 |
| 图 2：上半年风格指数走势 | 6 |
| 图 3：每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅 | 6 |
| 图 4：二季度经济景气指标运行 | 8 |
| 图 5：新开工计划投资额累计同比增速下行较快 | 8 |
| 图 6：30 大中城市商品房成交面积日均值趋势 | 8 |
| 图 7：百城成交土地规划建筑面积日均值趋势 | 8 |
| 图 8：10 城平均的日均地铁客运量居高位 | 9 |
| 图 9：高炉开工率提升 | 9 |
| 图 10：6 月制造业 PMI 产需指标均较上月有所回升 | 10 |
| 图 11：6 月端午节假期期间，居民航空出行需求增加，航班执行数量上升 | 10 |
| 图 12：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期 | 11 |
| 图 13：1-5 月电力热力生产供应业利润增速保持高位 | 11 |
| 图 14：电燃水生产和供应业的库存周期已经见底，制造业的库存周期正在见底 | 11 |
| 图 15：市场利率预期 | 13 |
| 图 16：DR007 和 10 年国债到期收益率 | 14 |
| 图 17：公募新发回暖缓慢 | 15 |
| 图 18：交易型外资连续三个月净流出 | 15 |
| 图 19：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期 | 17 |
| 图 20：1-5 月中游石油煤炭燃料加工业、黑色有色金属行业利润降幅较大 | 17 |
| 图 21：房地产开发投资同比增速 | 18 |
| 图 22：新开工和竣工同比增速 | 18 |

表格目录

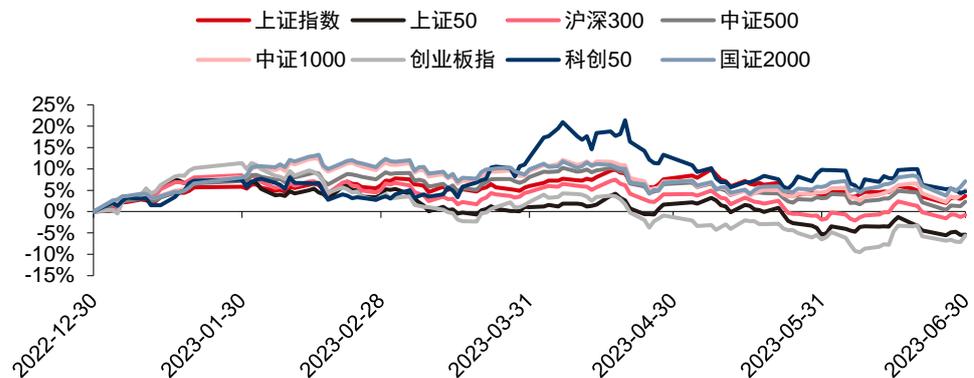
| | |
|--|----|
| 表 1：2023Q2 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测 | 12 |
| 表 2：限额以上分品类零售额增速一览 | 16 |

A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期

上半年 A 股收官，上证指数累计上涨 3.7%，其中中小盘占优，稳定和成长风格领涨。回顾上半年，经济复苏预期与现实数据再平衡后，投资者预期从过度乐观快速下修至过度悲观的冰点，其间轻业绩而重博弈的活跃资金看短做短，主导主题交易极致化，机构博弈极端化；而极端的的分化和机构排名压力下，存量博弈的机构投资者心态失衡，其行为模式也发生了巨大变化。展望下半年，预计 A 股盈利在压制因素缓解后，下半年将迎来底部温和复苏，与此同时，海外金融风险、欧美衰退、大选周期三因素叠加，预计将持续扰动市场。随着基本面预期逐步改善，投资者心态将重归平稳，其行为模式也将从短期主题博弈重回长期业绩主导，助力 A 股乘风破浪。当前经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底，而 6 月以来主题、政策、调仓三大博弈日趋激烈，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期。

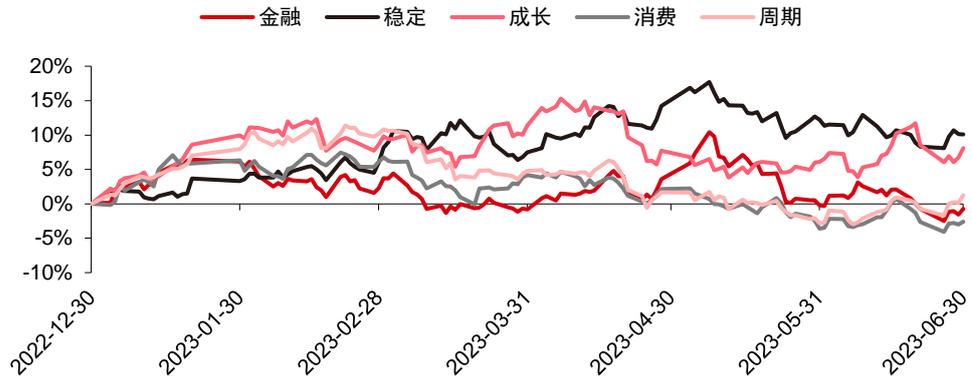
上半年 A 股市场中小盘占优，稳定和成长风格领涨。上半年，主要宽基指数的涨跌幅分别为上证指数（3.7%）、上证 50（-5.4%）、沪深 300（-0.8%）、中证 500（2.3%）、中证 1000（5.1%）、创业板指（-5.6%）、科创 50（4.7%）、国证 2000（7.1%），以上证 50 为代表的大盘股表现偏弱，以国证 2000 为代表的小盘指数明显占优。风格上看，上半年各风格指数的涨跌幅分别为稳定（10.1%）、成长（8.1%）、周期（1.3%）、金融（-0.7%）、消费（-2.6%），稳定和成长风格相对领涨。

图 1：上半年 A 股宽基指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

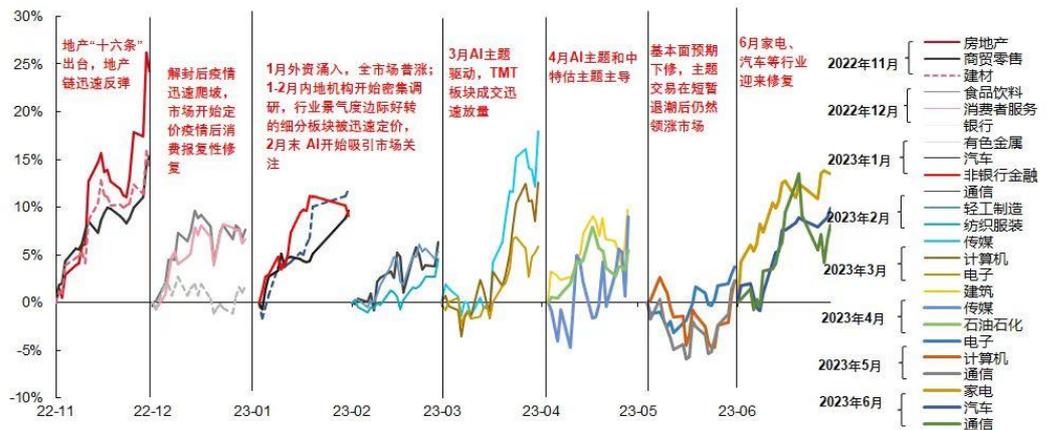
图 2：上半年风格指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

A 股“看短做短”极致化，短期主题博弈剧烈。自去年 11 月以来，A 股市场每月领涨行业快速轮动，去年 11 月为地产产业链领涨，12 月转向疫后服务消费复苏，今年 1 月市场一度出现普涨，2 月末 AI 主题开始演绎，4 月“中特估”主题也获得市场关注，5 月基本面预期下修，主题炒作在短暂退潮后仍然领涨市场，6 月家电、汽车等行业迎来修复。

图 3：每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2023 年 6 月 30 日

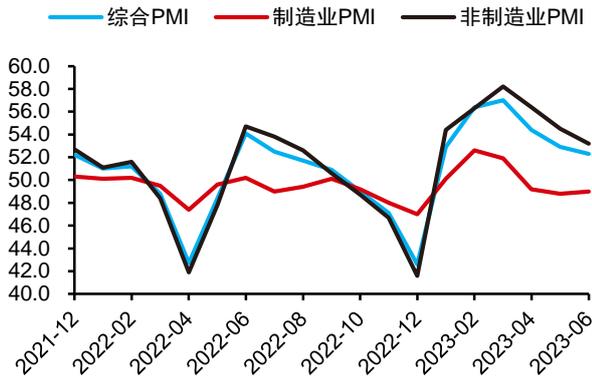
■ 经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏， 基本面对政策依赖度较高

国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高

二季度经济走势基本稳定，多数指标降中趋缓、逐步稳健。从经济景气指标看，4、5、6月综合 PMI 指数分别录得 54.4%、52.9%、52.3%，下降幅度逐渐减少，呈现筑底特征。需求不足仍是制约复苏斜率的关键，从已发布数据看，工业增加值有所改善但增速仍低，服务业景气延续回落趋势，在三大需求里，投资、消费（按两年平均口径）、出口则逐月不同程度下滑，这说明需求端弱势仍是制约复苏斜率的关键，在此背景下，物价依旧承压，企业的普遍补库需求还未启动。结合基数效应，中信证券研究部宏观组预测，2 季度工业增加值可能同比增长 4.9%（前值 3.0%），社零同比增长 11.4%，投资增长 4.3%（其中制造业增速可能最高，基建其次，地产依旧是较大拖累项），2 季度 CPI、PPI 同比平均分别为 0.3%、-3.9%。

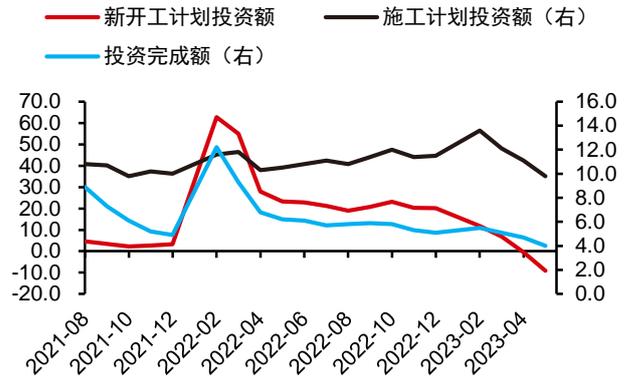
当前计划投资项目同比有所减少，政府重点引导项目向高技术领域倾斜。1-5 月，本年新开工计划总投资额同比下降 9.1%（2022 年全年为增长 20.2%），显示今年以来新项目动能边际趋缓。从国家发改委审批核准的固投项目看，今年 1-5 月审批核准 70 个项目，共涉及计划投资 6672 亿元，集中在高技术、能源、交通等领域，相比而言 2022 年 1-5 月共审批核准 48 个项目，共 6542 亿元，2022 年项目集中在能源、交通、水利等领域。可见当前重大项目虽规模与去年大致接近，但单体规模有所降低，可能更多向高技术领域倾斜。具体从投资的佐证指标和高频数据看：（1）基建方面：6 月地方专项债新增发行 4038 亿元，1-6 月累计同比减少 33%，专项债发行规模进入缓步期。6 月建筑业 PMI 录得 55.7%，前值 58.2%，有所回落。高频指标方面，6 月石油沥青装置开工率、水泥磨机运转率改善趋势不及去年同期，螺纹钢厂开工率低于去年，此外建材综合价格指数较为低迷，可能拖累名义量。（2）制造业方面：工业企业盈利降幅已边际收窄，6 月制造业 PMI 略有回升（从 48.8%到 49.0%），在新能源及汽车、数字经济等产业政策带动下，预计制造业投资保持较好水平。（3）房地产方面：6 月 30 城商品房日均成交面积同比降低 34%，二手房价指数环比下行，百城土地成交规建面积、成交额分别下降 30%、下降 34%，预计主要支撑依旧为竣工端，地产投资低迷。总体来说，对投资节奏还需保持耐心。

图 4：二季度经济景气指标运行 (%)



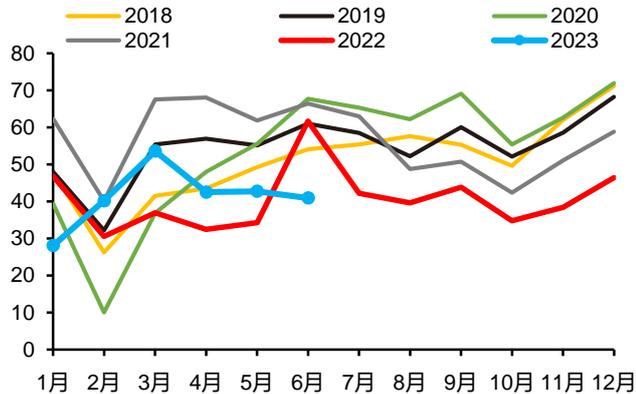
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：新开工计划投资额累计同比增速下行较快 (%)



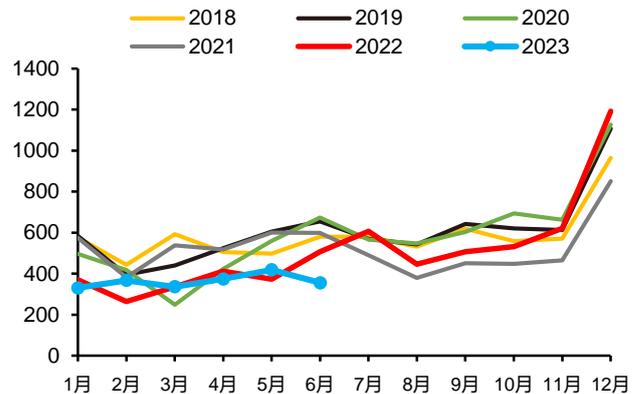
资料来源：Wind，中信证券研究部。图示累计同比增速

图 6：30 大中城市商品房成交面积日均值趋势 (截至 6.30)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。单位：万平方米。基于 30 城日度商品房成交数据测算。

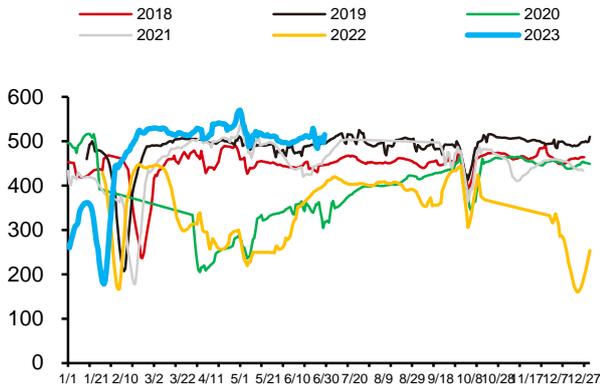
图 7：百城成交土地规划建筑面积日均值趋势 (截至 6.30)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。单位：万平方米。基于百城土地成交面积周度数据测算。

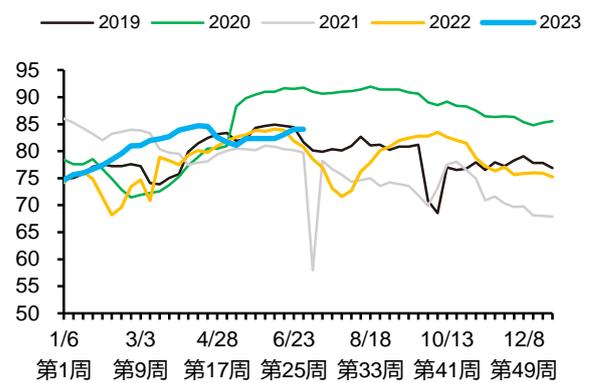
从工业、服务业和消费高频指标看：交通保持景气，样本城市地铁客运提升，货物流下行，执行航班数提升，不过内贸集装箱运价下行。工业方面跟踪指标的增长面扩大，本周高炉、PTA、汽车钢胎、聚酯织造开工率提升，但 PVC、纯碱开工率下行。消费方面根据乘联会发布的数据，6 月前 4 周我国乘用车市场零售环比增长 9%，销量较上月继续抬升；电影观影票房明显高于历史同期；端午节旅游消费表现中规中矩，这可能使得商品消费与服务消费的分化趋于稳定。6 月份越南出口金额降幅较前值扩大 5.6 个百分点。6 月末 CCFI 综合指数、SCFI 综合指数、义乌小商品出口价格指数分别较 5 月末下跌 4.6%、3.0%和 0.1%，总体显示出口景气还在持续下降。

图 8：10 城平均的日均地铁客运量居高位（万人次，7MA）



资料来源：Wind，中信证券研究部。样本十城为北京、上海、广州、武汉、南京、西安、成都、苏州、重庆、郑州

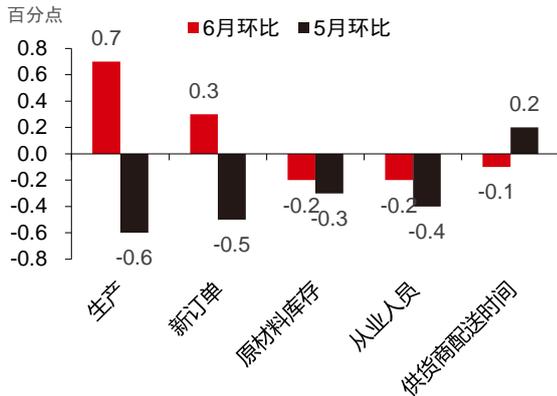
图 9：高炉开工率提升（247 家，%，周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

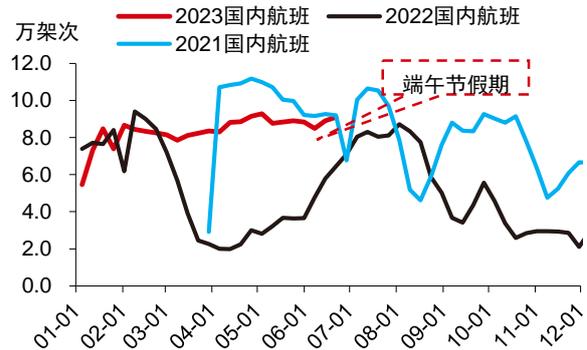
6 月 PMI 数据显示制造业和非制造业复苏延续分化态势，非制造业景气水平仍高于制造业。制造业景气仍位于临界点以下，生产端恢复状况好于需求端。6 月份，生产指数为 50.3%，较前值上升 0.7 个百分点，位于临界值以上，表明制造业企业生产活动有所加快；新订单指数为 48.6%，较前值上升 0.3 个百分点，位于临界值以下，需求端恢复速度弱于生产端。在产需两端均有所回升的带动下，6 月制造业采购经理指数较前值上升 0.2 个百分点至 49.0%，但仍位于临界值以下，表明制造业复苏基础仍有待夯实。非制造业商务活动指数连续六个月位于临界点以上，今年以来始终保持扩张态势。6 月非制造业商务活动指数为 53.2%，较上月下降 1.3 个百分点。6 月端午节假日期间，居民出行、住宿、餐饮等相关消费需求高涨，叠加电商 618 购物节促销活动，带动 6 月服务业恢复基础进一步巩固。6 月份服务业商务活动指数为 52.8%，较前值下降 1.0 个百分点，仍位于临界值以上，表明服务业继续保持较快恢复态势。分行业来看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间，表明 6 月出行链和快递物流相关行业活跃度处于较高水平，相关企业业务总量显著上升。6 月份服务业业务活动预期指数为 60.3%，连续六个月位于高位景气区间，表明服务业企业对市场向好预期较强。6 月份建筑业商务活动指数为 55.7%，仍位于较高景气区间，表明建筑业生产活动扩张速度仍然较快。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 64.3%，较上月上升 2.6 个百分点，表明其生产恢复状况较好。建筑业业务活动预期指数为 60.3%，连续七个月位于高位景气区间，表明建筑业企业对未来生产经营状况的估计较为乐观。

图 10: 6 月制造业 PMI 产需指标均较上月有所回升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 6 月端午节假期期间, 居民航空出行需求增加, 航班执行数量上升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

近期国常会研究部署多项政策措施, 有望推动下半年经济持续回升向好。6 月 16 日, 李强总理主持召开国务院常务会议, 会议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, 研究提出一批政策措施。会议强调, 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。6 月 29 日的国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。会议指出, 要打好政策组合拳, 促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力, 形成促消费的合力。在政策持续呵护下, 预计当前经济中的各方面分化将走向均衡状态, 形成更高水平的新经济均衡, 制造业和非制造业景气有望逐步呈现回暖趋势。

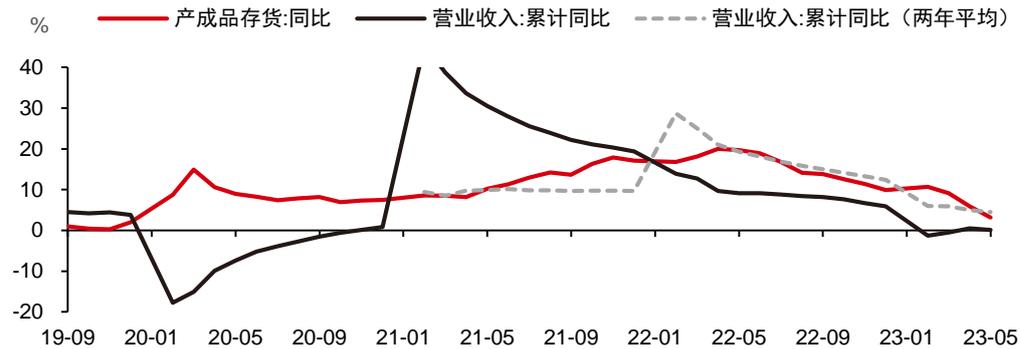
盈利增速上半年筑底后, 下半年有望温和复苏

工业利润方面, 在 4 月阶段性触底后, 5 月工业企业利润迎来了一定程度的恢复, 企业经营压力得到一定缓解。1-5 月, 全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元, 同比下降 18.8%, 实现营业收入 51.39 万亿元, 同比增长 0.1%。其中, 5 月份工业企业利润降幅为 12.6%, 相比 4 月大幅收窄 5.6 个百分点。从三大门类看, 按 1-5 月累计口径, 电热燃水生产供应业利润增速表现最好, 制造业利润降幅有所收窄。2023 年 1-5 月, 电热燃水生产供应业利润同比增长 34.8% (前值+34.1%), 采矿业利润同比下降 16.2% (前值-12.3%), 制造业利润同比下降 23.7% (前值-27.0%)。5 月工业经济基本面略有改善, 当月规模以上工业增加值两年平均增速为 2.1%, 较 2023 年 4 月上升 0.8 个百分点, 带动工企单月利润降幅收窄。但出口和价格两方面因素仍对企业利润构成拖累: (1) 5 月出口不及预期。2023 年 5 月份, 中国出口金额 (美元口径) 同比下降 7.5% (Wind 一致预期为增长 0.1%)。 (2) 5 月 PPI 同比读数逼近年内最低点。2023 年 5 月, 全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比下降 4.6%, 环比下降 0.9%。

当前经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期。2023 年 1-5 月, 工业企业产成品存货同比增速为 3.2%, 较前值下降 2.7 个百分点。5 月末产成品存货周转天数为 20.7 天, 同比增长 1.0 天。截至 2023 年 5 月, 本轮库存周期已经持续了 42 个月, 并且尚未见底。2023 年 1-5 月, 企业营收同比增长 0.1% (前值为 0.5%), 两年平均增速为 4.5% (前

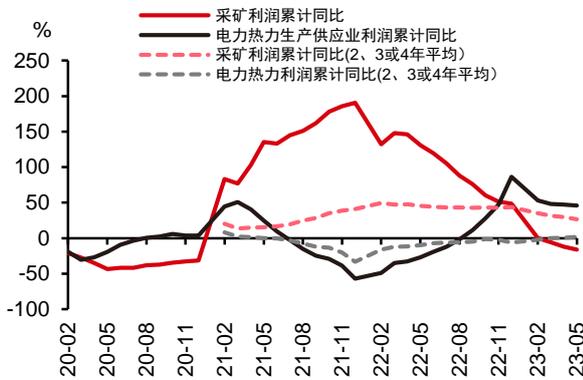
值为 5.0%)，营收增速仍在继续探底，但外部消费需求已有改善迹象。5 月消费品制造业利润降幅较上月收窄 17.1 个百分点，带动规上工业利润降幅收窄 2.9 个百分点。我们认为，如果消费需求的改善能够持续，有望带动工业企业营业收入同比增速稳定复苏，本轮库存周期可能最早于今年二季度末由主动去库存阶段进入被动去库存阶段。分三大门类来看，基于工业企业产成品存货增速，我们判断电燃水生产和供应业的库存周期已经见底，制造业库存周期正在见底，采矿业库存周期将最晚见底。

图 12：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：1-5 月电力热力生产供应业利润增速保持高位



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。电力热力为典型下游行业。2021 年、2022 年和 2023 年分别使用近 2、3 和 4 年平均

图 14：电燃水生产和供应业的库存周期已经见底，制造业的库存周期正在见底



资料来源：Wind，中信证券研究部；图中为三大门类工业企业产成品存货同比增速，最新数据为 2023 年 4 月

预期短期内工业企业利润增速保持稳定。截至 6 月 27 日，6 月 247 家钢厂高炉开工率均值为 82.98%，较去年 6 月下降 0.41 个百分点；6 月主要钢厂螺纹钢产量和线材产量分别较去年同期下降 9.35%和 20.94%。同时，欧美等发达经济体均面临着衰退的风险，叠加 2022 年 6-7 月的出口增速同比基数较高，预计 6-7 月份出口因素对工企利润可能构成一定拖累。但预计今年 PPI 同比的底部将在 5 月或 6 月出现，7 月开始 PPI 定基指数将开始下降，价格对工企利润的拖累作用将逐渐减小。综合考虑，预计短期内工业企业利润增速保持稳定。

压制业绩的三大因素下半年逐渐消退，A 股盈利将迎来底部温和复苏。A 股盈利方面，预计上半年压制业绩的价格性因素（PPI 快速回落）、滞后性影响（汽车等大宗消费品需求被一定程度透支）以及全球性因素（海外需求走弱）在下半年将逐渐消退。预计中证 800 非金融板块盈利增速将在上半年筑底、下半年转正并温和复苏，预计 2023Q1~Q4 单季度净利润同比分别为-2%、-1%、12%、11%（注：2023Q1 是实际值），跨年修复趋势更明显，预计 2023 年和 2024 年全年同比增速分别为 4%和 14%。当前经济和盈利增速的趋势修复对政策依赖程度依然较高。

表 1：2023Q2 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测

| 分项指标 | 单位/说明 | 2022Q4A | 2023Q1A | 2023Q2E | 2023Q3E | 2023Q4E | 2023 年 E | 2024 年 E |
|------|------------|-------------|------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 全市场 | 当季同比%， | -7.6 | 4.4 | 6.4 | 9.2 | 7.5 | 6.8 | 10.0 |
| 大金融 | 中证 800 口径 | -14.0 | 10.1 | 14.9 | 6.1 | 4.2 | 9.2 | 6.6 |
| 非金融 | | 0.6 | -1.7 | -1.2 | 12.4 | 11.1 | 4.4 | 13.6 |
| 工业 | | 9.9[4.4] | -4.5[-2.8] | -3.3[-2.1] | 10.1[6.4] | 6.5[4.0] | 1.6[1.0] | 11.9[7.4] |
| 消费 | 当季同比%[对当季非 | 20.2[2.5] | 10.9[2.0] | 24.6[3.2] | 13.3[2.2] | 10.2[1.9] | 14.6[2.4] | 14.1[2.5] |
| TMT | 金融增速贡献%] | -33.1[-5.9] | -7.9[-1.0] | -13.3[-2.1] | 27.6[3.6] | 24.0[3.6] | 4.9[0.7] | 21.5[3.1] |
| 医药 | | -10.6[-0.5] | 0.8[0.1] | -2.3[-0.1] | 1.4[0.1] | 31.9[1.7] | 4.9[0.3] | 9.9[0.6] |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 逆周期政策不会缺席，宏观流动性保持宽松，但中美关系扰动仍在

当前政策预期仍处谷底，预计 7 月逆周期政策不会缺席

7 月政治局会议或继续出台逆周期政策，推动经济增长实现 5%的既定目标。2023 年 6 月 16 日召开的国常会上，李强总理表示“针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施”，同时“会议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”。中信证券研究部政策组认为当前经济持续承压，为实现两会制定的全年“5%左右”的经济增长目标，后续逆周期政策有望继续出台，7 月底的政治局会议为重要观测窗口。具体来看：

基建方面，逆周期政策更多可以考虑政策性开发性金融工具。该工具 2022 年 8 月开始发行，去年共发行了 7399 亿元，预计今年可发行万亿规模。作为项目资本金，该工具具备撬动效果好、项目落地快、决策流程短、项目储备足等多方面优点，仍然是逆周期的优先选项。

地产方面，房住不炒框架下，防范地产系统性风险的政策或为主要抓手。从供给端看，预计将继续出台融资类政策，防止地产企业出现系统性风险，同时也要加快推动“保交楼”进程。从需求端看，预计将以地方政府“因城施策”为主，配合适度降息以托底需求。

消费方面，6 月 20 日王沪宁出席“恢复和扩大消费”调研协商座谈会，中信证券研究部政策组认为后续各地政府可根据自身财政情况出台专项补贴、消费券等政策。此外，当

前新能源车购置税优惠政策已经出台，后续需继续加大对充电桩建设的支持，同时燃油车购置税优惠政策也可作为潜在的政策工具。

美联储 7 月重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，中美关系扰动仍在

美联储货币政策方面，7 月重启加息概率不高，不排除 9 月再加一次的可能性。CME 数据最新显示 7 月加息 25bps 概率高达 86.8%，我们认为实际落地的概率并不高。一方面，6 月美国通胀在极高基数下难大幅超预期，而最新公布的 5 月核心 PCE 同比上升 4.6%，低于前值的 4.7%，也低于预期的 4.7%；另一方面，7 月美联储与市场沟通信息渠道少，当前缺乏能实际支撑 7 月再加息的信息。如果今年三季度美国通胀环比超预期且就业状况依然较好，那么不能排除 9 月再加一次的可能性。对于降息，我们认为最早可能在明年年初出现。

图 15：市场利率预期

| MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 | 575-600 |
| 2023/7/26 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 13.2% | 86.8% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 10.0% | 69.1% | 20.8% | 0.0% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.5% | 54.0% | 33.2% | 5.3% |
| 2023/12/13 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 13.2% | 51.4% | 29.7% | 4.7% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 5.5% | 27.4% | 43.4% | 20.4% | 2.9% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 2.9% | 16.5% | 35.4% | 31.9% | 11.7% | 1.5% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 2.5% | 14.3% | 32.3% | 32.5% | 15.0% | 3.1% | 0.2% |
| 2024/6/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.2% | 7.9% | 22.5% | 32.4% | 24.5% | 9.6% | 1.8% | 0.1% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 6.4% | 19.4% | 30.3% | 26.2% | 12.8% | 3.5% | 0.5% | 0.0% |
| 2024/9/25 | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 5.6% | 17.3% | 28.5% | 26.8% | 14.9% | 5.0% | 1.0% | 0.1% | 0.0% |
| 2024/11/6 | 0.0% | 0.7% | 4.9% | 15.5% | 26.8% | 27.1% | 16.7% | 6.5% | 1.6% | 0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 0.4% | 2.8% | 10.3% | 21.3% | 27.0% | 21.8% | 11.5% | 4.0% | 0.9% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |

资料来源：CME

中美关系方面，预计中美关系的缓和短期上有利于市场风险偏好的提振。实际上，相对于中美利差和国内基本面预期的变化，近期人民币汇率贬值的表现更多表明了投资者对地缘等非经济因素的担忧远超过去年。包括预计于 7 月成行的耶伦访华在内，中美近期的一系列高层对话将有效避免两国之间的战略误判，或有利于短期市场风险偏好的提振，特别是有利于稳定对地缘政治环境更为敏感的外资流动与港股市场。后续可持续关注潜在的中美对话时间点，或有望进一步带来市场情绪的改善。根据 CNBC 6 月 17 日报道，本次布林肯访华后，耶伦等美国官员后续有访华的可能性，拜登同样表示希望在未来数月开展高层会晤。特别是 G20 元首峰会将于 9 月在印度新德里举办，APEC 元首峰会将于 11 月在美国旧金山举办，可关注潜在的中美对话时间点。

但也需要关注“超级大选年”渐进下的地缘扰动。长期看来，中美在科技、经贸、供应链等领域或仍将长期竞争和博弈。在中美关系“竞争而不冲突”的主线下，双方在科技、经贸、供应链等领域的战略竞争或仍将持续。特别是随着 2024 年“超级大选年”的临近，俄罗斯、美国的大选将陆续启动，中国台湾地区的选举也将展开，潜在的外部预期扰动或逐步增多。一方面，预计后续政策将持续强化科技和能源等各方面的安全保障，相关领

域或持续受益，特别是自主可控依然是科技安全的全年主线。另一方面，年内“一带一路”峰会与金砖国家峰会预计将相继举办，有助于平衡和分散地缘政治风险，其中能源资源安全、粮食安全、基础设施建设、清洁能源、数字经济、人民币支付等领域的国际合作值得关注。

■ 三大博弈收敛，聚焦中报行情

主题、政策、调仓三大博弈 7 月将逐步收敛

预计 7 月国内宏观流动性保持宽松。根据中信证券研究部固收组测算，在 7 月：①政府债供给压力减小，参考部分省市公布的地方债发行计划以及历史国债发行规律，预计 7 月政府债整体净融资约 1500 亿元；②7 月财政收支差额预计 2000 亿元；③M0 或增加 500 亿元，外汇占款以及缴纳法定存款准备金之间的影响可能相互抵消。完全排除 MLF 以及逆回购到期的因素，7 月存在约 3500-4000 亿元的流动性缺口，预计更多是季节性因素所致，较往年相比实际上整体偏友好，流动性压力可控。预计跨季结束后 DR007 很可能再度回落至政策利率下方，在 1.7-1.8% 区间内平稳运行。尽管稳增长政策发力预期会对市场形成一定扰动，但基本面修复进程并非一蹴而就，预计长债利率中枢仍会回归 MLF 利率之下。

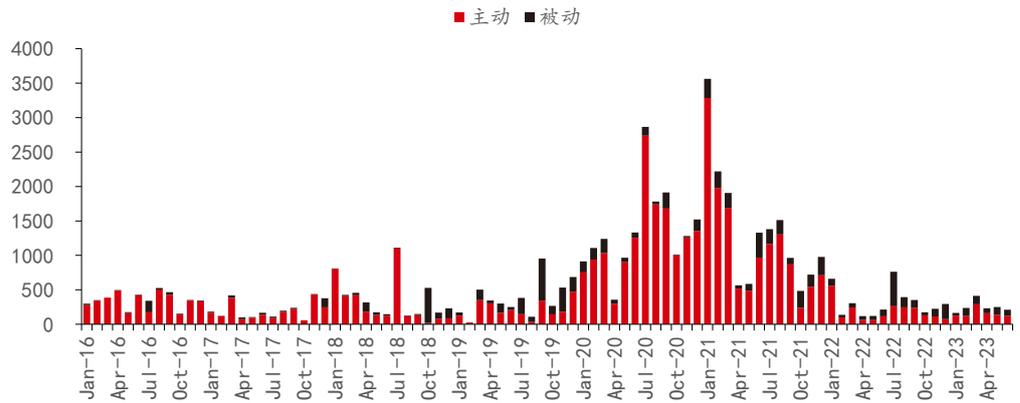
图 16：DR007 和 10 年国债到期收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

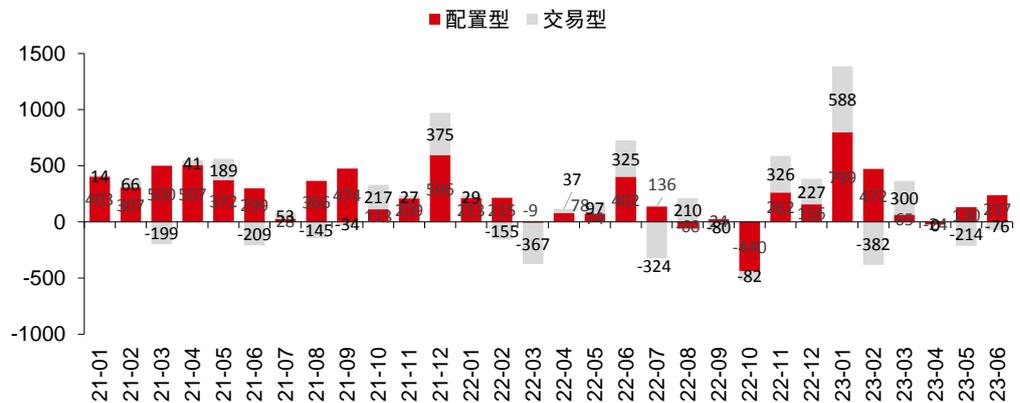
受经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底影响，市场增量资金规模有限。根据对中信证券渠道调研的情况，截至 6 月 30 日，中小活跃私募仓位为 76.7%，环比下滑 1.2ppts，但依然保持在 76%（历史中位数）以上的水平，整个 6 月变动并不明显。公募产品新发依然处于 5 年以来的低点，6 月主动型和被动型的公募基金产品分别新发 120 亿元和 92 亿元，环比 5 月出现小幅下滑，回暖依旧缓慢。6 月，北向资金共计净流入 161 亿元，其中配置型资金净流入 237 亿元，交易型资金净流出 76 亿元，博弈政策的交易型外资已经连续三个月呈现净流出状态。

图 17：公募新发回暖缓慢（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

图 18：交易型外资连续三个月净流出（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

预计主题、政策和调仓三大博弈在 7 月都将以中报业绩为基准收敛。随着业绩预期披露渐入高峰，预计主题交易的热度会衰减并持续高切低；当前政策预期已处于低位，在 7 月底政治局会议前，预计政策博弈将在短暂退潮后卷土重来；机构二季度末的调仓结束，而进入三季度初后，调仓主导将明显从博弈转向业绩，中报业绩和下半年景气趋势成为最重要的线索。

聚焦中报行情，关注业绩有亮点和景气趋势改善的品种

二季度政策定力持续，内需缓步复苏，外需维持高位，多数行业库存相比一季度持续去化，A 股业绩的结构性亮点预计与一季报相似，大类行业层面：

预计 TMT 中报业绩相对较好的细分行业，包括运营商、通信设备、软件、半导体设备，还有部分出口导向的消费电子。

1) AI 主题在二季度市场表现较好，但主要是产业趋势早期爆发阶段，市场多围绕技术突破和海外供应链加单情况进行布局，但落地到中报业绩层面，考虑到海外互联网龙头资本开支周期刚刚启动，AI 算力相关的通信设备、光模块，AI 应用相关的软件等，中报大

概率还要依赖传统主营业务在经济复苏过程中的盈利抬升, AI 带来的盈利增量预计到下半年才能开始兑现。

2) 运营商料将延续一季度的基本面持续改善趋势, 新兴业务、云计算收入料将继续维持增长, 并带动数据中心等需求重回高速增长通道。

3) 消费电子上半年供给端持续库存去化, 需求端缓慢复苏。结构上, 行业整体库存有望在 23Q4 出清, 新兴市场率先复苏, IoT 先于手机复苏, 部分出口导向的消费电子有望走出独立的盈利周期。

4) 半导体 Q2 开始, 随着终端需求逐步开启拉货有望带动相关公司业绩逐季度改善。其中设备类公司当前盈利体现去年的订单, 由于 2022 年订单旺盛, 预计二季报、三季报半导体设备盈利明显好于制造、封测公司。

消费整体延续疫后复苏趋势, 在大类行业中预计中报整体表现最好。结构性亮点可以关注 3 条主线:

1) 出行链(机场、酒店、景区、餐饮)将明显受益于节假日出行回补。其中最近的端午假期国内出游人次/旅游收入按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 112.8%/94.9%, 符合预期, 显示出旅游人次延续景气, 人均消费仍未恢复。

2) 内需恢复较快, 出口库存持续去化的家电、家居、品牌服饰。

3) 前期市场热度相对较低的纯内需品种, 包括啤酒、黄金珠宝、零食等。

表 2: 限额以上分品类零售额增速一览

| 分品类 (亿元) | 2023 年 | | | | | 2022 年 | | | |
|----------|--------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 5 月 | 同比 pcts | 4 月 | 3 月 | 1-2 月 | 全年 | 12 月 | 11 月 | |
| 必选 | 粮油/食品 | 1,438 | | 1,395 | 1,608 | 3,493 | 18,668 | 1,894 | 1,659 |
| | yoy | -0.7% | -13.0 | 1.0% | 4.4% | 9.0% | 8.7% | 10.5% | 3.9% |
| | 日用品 | 608 | | 548 | 670 | 1,312 | 7,511 | 720 | 730 |
| | yoy | 9.4% | 16.1 | 10.1% | 7.7% | 3.9% | -0.7% | -9.2% | -9.1% |
| 可选 | 化妆品 | 330 | | 276 | 393 | 656 | 3,936 | 290 | 562 |
| | yoy | 11.7% | 22.7 | 24.3% | 9.6% | 3.8% | -4.5% | -19.3% | -4.6% |
| | 金银珠宝 | 266 | | 231 | 288 | 684 | 3,014 | 245 | 256 |
| | yoy | 24.4% | 39.9 | 44.7% | 37.4% | 5.9% | -1.1% | -18.4% | -7.0% |
| 地产相关 | 服鞋针织 | 1,076 | | 1,051 | 1,164 | 2,549 | 13,003 | 1,321 | 1,276 |
| | yoy | 17.6% | 33.8 | 32.4% | 17.7% | 5.4% | -6.5% | -12.5% | -15.6% |
| | 家电/音像 | 642 | | 609 | 723 | 1,277 | 8,890 | 794 | 938 |
| | yoy | 0.1% | 10.7 | 4.7% | -1.4% | -1.9% | -3.9% | -13.1% | -17.3% |
| 其它 | 家具 | 115 | | 109 | 134 | 235 | 1,635 | 174 | 169 |
| | yoy | 5.0% | 17.2 | 3.4% | 3.5% | 5.2% | -7.5% | -5.8% | -4.0% |
| | 建筑与装潢 | 121 | | 119 | 152 | 249 | 1,911 | 207 | 188 |
| | yoy | -14.6% | -6.8 | -11.2% | -4.7% | -0.9% | -6.2% | -8.9% | -10.0% |
| 其它 | 通讯器材 | 508 | | 410 | 514 | 1,030 | 6,284 | 556 | 697 |
| | yoy | 27.4% | 35.1 | 14.6% | 1.8% | -8.2% | -3.4% | -4.5% | -17.6% |
| | 文化办公用品 | 270 | | 260 | 352 | 593 | 4,439 | 433 | 500 |

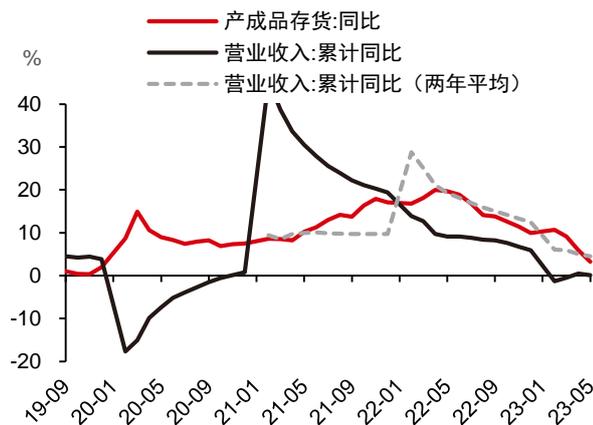
| 分品类 (亿元) | 2023 年 | | | | | 2022 年 | | |
|----------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 5 月 | 同比 pcts | 4 月 | 3 月 | 1-2 月 | 全年 | 12 月 | 11 月 |
| yoy | -1.2% | 2.1 | -4.9% | -1.9% | -1.1% | 4.4% | -0.3% | -1.7% |
| 中西药品 | 545 | | 524 | 626 | 1,146 | 6,708 | 858 | 605 |
| yoy | 7.1% | -3.7 | 3.7% | 11.7% | 19.3% | 12.4% | 39.8% | 8.3% |

资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：绝对值单位为亿元

在工业企业利润整体承压的背景下，预计 A 股制造业中报盈利较强的板块集中在新能源中游，包括光伏一体化、辅材，电力设备，部分销量领先的新能源整车、及其供应商。预计盈利相对稳定的包括储能、风电、机器人供应链等。除此以外，建议关注高端制造中没有赛道标签、但业绩表现较好的细分品类，集中在各个产业链的新设备、新技术、新材料环节。

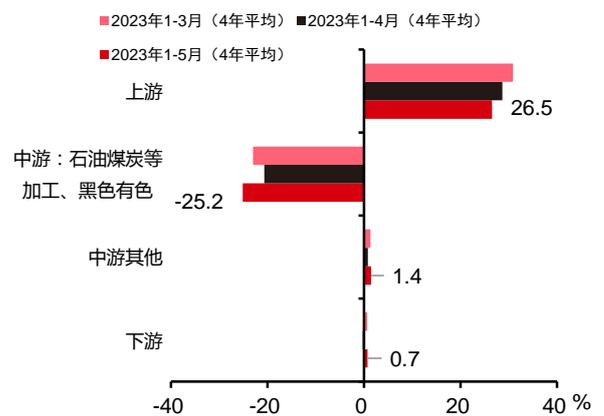
大宗商品方面，资源品价格 2023 年以来处于震荡下行趋势，2023 年二季度南华工业品指数中枢同比/环比分别变化-8%/-7%，因此上游周期板块整体盈利预计承压。其中，预计中报盈利较为亮眼的主要包括油气、火电，盈利相对稳定的主要有大炼化（价差一般但需求尚可），地产链相关的黑色、有色预计短期业绩承压。

图 19：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：1-5 月中游石油煤炭燃料加工业、黑色有色金属行业利润降幅较大



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

预计 2023Q2 医药大部分板块将保持 Q1 的增长趋势。2023 年上半年国内疫情放开后诊疗和服务逐步复苏，刚性需求恢复的大背景下，叠加医保结余创历史新高以及整个生物医药产业鼓励创新和国产自主可控的强政策，我们预计医药行业带份板块将迎来强势复苏和估值修复。具体细分领域上：

药品板块仿制药集采品种基本出清，创新药被纳入医保后放量显著；诊疗逐渐恢复有望推动第三方检验机构常规检测业务及创新药收入高速增长；疫苗消费需求有望疫情后加速反转和兑现，尤其是受疫情影响较为严重的二类苗；中医药振兴发展新政颁布，文化自信背景下板块发展新局面有望迎来持续利好兑现；

医疗服务和消费板块受益于诊疗复苏及消费力恢复，Q2 整体运营趋势良好，依然是长坡厚雪的长期黄金赛道；

预测 **CXO 板块** 龙头公司常规业务未来持续快速增长，新冠周期过后成长韧性和工程师红利优势仍将继续显现；

科研服务和生命科学板块 下游客户的研发投入意愿在 Q2 受到投融资环境等影响，预计 23H2 有望逐渐恢复；

医疗设备板块 需求刚性叠加集采免疫，患者入院快速恢复，2023Q1 业绩恢复较快，预计 Q2 环比保持平稳，医疗大基建背景下依然为最受益的强势板块；耗材和 IVD 板块 Q2 随诊疗量逐月恢复，集采新政以及 DRGs 逐布落地的政策下，板块价值和估值有望迎来回归。

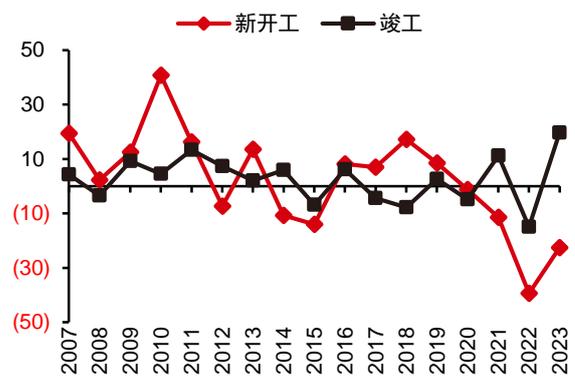
金融地产领域，预计中报业绩弹性集中在**非银金融**。地产开发投资和新开工增速维持低位，银行业基本面各项指标保持稳定，中报的业绩弹性或主要体现在非银领域，其中证券受益于资本市场投融资活跃度持续，保险行业中寿险景气快速向上。

图 21：房地产开发投资同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：2023 年为前 5 月。

图 22：新开工和竣工同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：2023 年为前 5 月。

继续围绕“三大安全”领域展开配置，提高其中有业绩优势的品种权重

配置上，建议坚持业绩为纲，忽略激烈博弈过程中的波动和反复，继续坚守科技、能源资源和国防三大安全领域中有催化或业绩优势的品种：1) 科技安全领域，围绕数字经济主题，关注中报预期较好的**运营商、通信设备、信创、半导体设备**，尚处于产业早期阶段的 AI 算力、AI 应用有望在下半年开始逐步兑现业绩；此外，关注**存储、面板**的行业周期底部反转机会。2) 能源资源安全领域，传统能源关注中报预期较好的**油气、火电**，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下产品革新力的**整车厂及供应商**，从下半年盈利弹性的角度，建议关注**充电桩、风电、机器人**等。3) 国防安全领域，从业绩增长的持续性角度推荐**军用通信、战场感知、航发和导弹产业链**。

风险因素

中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。