

中信证券研究部



裴翔
联席首席策略师
S1010518080002



秦培景
首席策略师
S1010512050004



杨帆
宏观与政策首席
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

在年内第三个做多窗口期内，政策不断发力、经济不断向好、盈利不断修复是大方向；政策落地速度、市场预期波动、板块轮动交易是小节奏；积极参与地产、科技、能源资源三大产业主题，忽略短期激烈的预期博弈。一方面，从大方向来看，下半年政策将围绕扩大内需、提振信心和防范风险不断发力，在政策加码和价格因素驱动下，经济不断向好的趋势明确，上市公司盈利拐点将至，景气不断修复可期。另一方面，从小节奏来看，不同领域和不同区域政策落地的节奏和力度有所差异，做多窗口期内潜在的活跃资金增量充裕，三大主线均有积极变化，券商暖场后或陆续轮动上涨，无需高频切换。

政策不断发力、经济不断向好、盈利不断修复是大方向。

1) 下半年政策将围绕扩大内需、提振信心和防范风险不断发力。扩大内需方面，预计下半年广义财政支出将明显恢复，扭转上半年负增长的趋势；专项债额度的使用料明显提速，截至 8 月 4 日，专项债发行已完成全年 3.8 万亿额度的 70.5%，而剩余接近 30% 的新增专项债额度预计将于 8-9 月集中释放，并于 10 月底前投入项目使用；房地产调控政策或将进一步优化，因城施策引导购房需求逐步释放。提振信心方面，8 月 3 日晚间，中国证券登记结算有限公司宣布于 10 月起将股票类业务最低结算备付金缴纳比例调降至平均接近 13%；IPO 和再融资节奏有所放慢，7 月沪深 A 股有 21 家公司上会，低于前 7 个月 27 家的月均值，同时明显低于 2020-2022 年的月均值（53 家、39 家和 40 家），前 7 个月整体过会率降至 84.7%，低于 2020-2022 的水平（95.4%、87.9% 和 87.1%），前 7 个月 IPO 主动撤回数同比增长 44.6%，再融资主动撤回数接近同期 2 倍。防范风险方面，针对民营地产业的融资支持政策会更加有力，针对地方隐性债务的一揽子化债方案“正在路上”，预计债务置换和展期仍然是短期化债的主要手段。

2) 在政策加码和价格因素驱动下，下半年经济不断向好的趋势明确。经济环比最弱的时候正在过去，下半年无论是同比还是环比数据预计都将明显好于二季度。上半年在保交楼政策作用下房屋竣工面积同比增长接近 20%，但家具、家电、建材消费仍然处于负增长区间，下半年在需求回暖推动下有望拉动补库。价格方面，CPI 同比 7 月料将进一步下探到负增长，但预计 8 月开始回升；PPI 略为领先，7 月原油、铜等大宗商品价格出现明显上涨，并且上月以来上游原材料价格的抬升逐渐传导至中下游工业品出厂价格，预计 7 月 PPI 环比降幅将出现明显收窄，呈现底部回升状态。工业品价格的回暖也有助于推动库存周期的重启，7 月 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数分别回升 0.2 个和 0.8 个百分点，表明 7 月工业企业的库存去化速度进一步放缓。价格性因素的好转也将推动名义税收增长恢复，加之服务业的持续复苏，预计政府财政收入的修复也将好于上半年，从而带动支出的增长反哺实体。

3) 上市公司盈利拐点将至，景气不断修复可期。历史数据表明，PPI 反映了实体经济景气度且与 A 股盈利周期高度相关。近期稳增长政策加码预期明显抬升，以铜、螺纹钢、煤炭等为代表的核心上游大宗商品的价格明显回升，截至 7 月 31 日，南华工业品指数、农产品指数、金属指数、能化指数相较于 6 月底分别上升了 5.0%、6.3%、2.9%、6.5%。考虑到 7 月底政治局会议后出台的各类稳增长政策或将对基建投资及房地产新开工形成拉动，也将对下半年内需定价工业品的价格形成较强支撑。在此背景下，我们认为今年的中报季很有可能是本轮 A 股盈利周期的底部，随着稳增长政策的不断推进，内需进一步改善，带来盈利周期的新一轮企稳上行。结构上，工业和科技板块盈利环比或持续改善、贡献重要的利润增量，消费和大金融受宏观经济偏弱的负面影响也将逐步缓解，A 股整体景气度不断修复可期。



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



联系人：徐广鸿
海外策略首席

政策落地速度、市场预期波动、板块轮动交易是小节奏。

1) 不同领域和不同区域政策落地的节奏和力度有所差异。一方面，不同领域政策操作模式不同，落地的节奏和力度也有差异。在资本市场政策方面，政策的设计和调整需要全方位考虑、立足长远，交易端政策的调整既要考虑到降低成本活跃交易，也要兼顾市场稳定，融资端政策的调整既要考虑到市场的承载力，也需要兼顾支持创新型企业融资的功能，投资端政策的调整更多是长期引导，很难立刻带来增量。在地方债务政策方面，化解地方债务风险需要因地制宜，既要降低不必要的付息成本，又要防止债务再度快速扩张或转移隐藏风险。另一方面，不同区域的发展阶段和产业基础不同，不同城市推动增长的模式也不同，所需的政策也不同，已经在转型中后段的城市更多通过先进制造、人工智能等领域来推动增长，而不少城市仍依赖土地出让收入的恢复来维持政府支出功能正常的运转，难以像过去一样期待用一线城市刺激带动二三线城市。

2) 做多窗口期内潜在的活跃资金增量充裕。从国内的增量来看，7月以来随着人工智能主题的回调，根据对中信证券渠道调研的情况，活跃私募仓位从7月第二周开始快速下降，截至7月21日、28日和8月4日当周，活跃私募仓位分别为72.3%、70%、70%。7月末政治局会议后至8月第一周，顺周期板块行情的活跃并没有带来活跃私募仓位的明显回升，未来一旦出现具备更广泛认可度和长期增长潜力的主线板块，场内或将有足够多的增量资金流入。从海外的增量来看，投资者对美股已经抱有极其乐观的预期，截至8月3日，标普500的盈利收益率（即市盈率P/E的倒数）达到3.88%，不仅低于美国投资级/高收益企业债5%、6.04%的收益率，还低于美国一年期国债5.37%的无风险收益率，历史上这种倒挂仅发生在1999~2001年科网泡沫期间。同时，近期美股科技股的博弈也在加剧，不少科技股在靓丽的财报发布后出现了罕见的高开低走态势。政治局会议后，北上配置型资金和交易型资金分别净流入175亿元和344亿元，随着美国评级被下调继续发酵以及美国经济数据分歧加大，减配美股和回流大中华区的趋势可能会加强。

3) 三大主线均有积极变化，券商暖场后或陆续轮动上涨，无需高频切换。房地产链上，城中村改造和因城施策放松举措不断推出，给市场带来持续的可持续发展的催化。科技产业链上，8月1日《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《加强基础研究 实现高水平科技自立自强》，再次强调核心和基础科技环节的重要性，同时也意味着国内科技产业链的投资逻辑从功能性的国产份额替代逐步转向核心环节技术替代与自主可控，当下数据要素、信创招标、数字经济和智能汽车方面均有积极变化。能源资源领域，充电桩相关政策不断推出，风电中远海需求拉动作用明显提升，工业品领域普遍的低库存也将推动能源资源价格稳步回升。

积极参与地产、科技、能源资源三大产业主题，忽略短期激烈的预期博弈。政策、基本面、流动性、情绪四大拐点在8月共振，A股已经开启继1月和4月后的第三个关键做多窗口，建议投资者注重政策不断发力、经济边际向好、盈利持续修复的大方向，忽略政策落地速度、市场预期波动和板块轮动方向的小节奏，积极围绕地产、科技、能源资源三大产业主题布局。配置上，关注：1) **地产产业链**关注物业管理、家居、消费建材等行业的长期成长机遇；2) **科技产业**，自主可控领域建议持续关注信创、半导体、AI国产化的催化，基本面视角下关注盈利持续改善的运营商，以及存储、面板的行业周期底部反转机会，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下有产品革新力的整车厂及供应商；3) **能源资源产业**，传统能源关注商品价格回暖和PPI底部反弹带来的利润环比修复，从下半年盈利弹性的角度，建议关注充电桩、风电等。

风险因素：中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策推进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

政策不断发力、经济不断向好、盈利不断修复是大方向.....	5
下半年政策将围绕扩大内需、提振信心和防范风险不断发力.....	5
在政策加码和价格因素驱动下，下半年经济不断向好的趋势明确.....	9
上市公司盈利拐点将至，景气不断修复可期.....	11
政策落地速度、市场预期波动、板块轮动交易是小节奏.....	14
不同领域和不同区域政策落地的节奏和力度有所差异.....	14
做多窗口期内潜在的活跃资金增量充裕.....	17
三大主线均有积极变化，券商暖场后或陆续轮动上涨，无需高频切换.....	21
积极参与地产、科技、能源资源三大产业主题，忽略短期激烈的预期博弈.....	25
风险因素.....	25

插图目录

图 1：地方政府新增专项债发行节奏.....	5
图 2：IPO 募集资金月度分布.....	8
图 3：IPO 撤回数量大幅增加（家）.....	8
图 4：再融资募集资金月度分布.....	8
图 5：再融资撤回数量大幅增加（家）.....	8
图 6：6 月总消费持续稳步复苏.....	10
图 7：6 月地产链商品消费较上月出现一定改善.....	10
图 8：固定资产投资（推算单月同比）.....	10
图 9：6 月工业增加值两年平均增速较上月回升 2.1 个百分点.....	10
图 10：6 月采矿业和制造业增速较上月有较为明显回升.....	10
图 11：7 月末南华工业品指数较 6 月末上升 7.1%.....	13
图 12：7 月末南华农产品指数较 6 月末上升 5.1%.....	13
图 13：7 月末南华金属指数较 6 月末上升 4.4%.....	13
图 14：7 月末南华能化指数较 6 月末上升 9.5%.....	13
图 15：我国主要省会城市对土地出让的依赖程度存在明显差异.....	17
图 16：人工智能指数、城中村改造指数、证券指数 7 月以来累计收益率（%）.....	18
图 17：标普 500 盈利收益率与美国 1 年期国债利率、企业债收益率对比（%）.....	19
图 18：美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献.....	19
图 19：美国新增非农就业人数与失业率.....	20
图 20：7 月以来北向资金单日净流入（亿元）.....	21
图 21：2022 年我国数据要素市场规模接近千亿元.....	22
图 22：数据要素价值在各个环节的占比.....	22
图 23：由“党政信创”延伸至“行业信创”.....	23
图 24：信创核心品类有望进一步拓宽.....	23
图 25：7 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均较上月回升.....	24
图 26：7 月南华工业品和南华农产品价格指数延续回升.....	24

表格目录

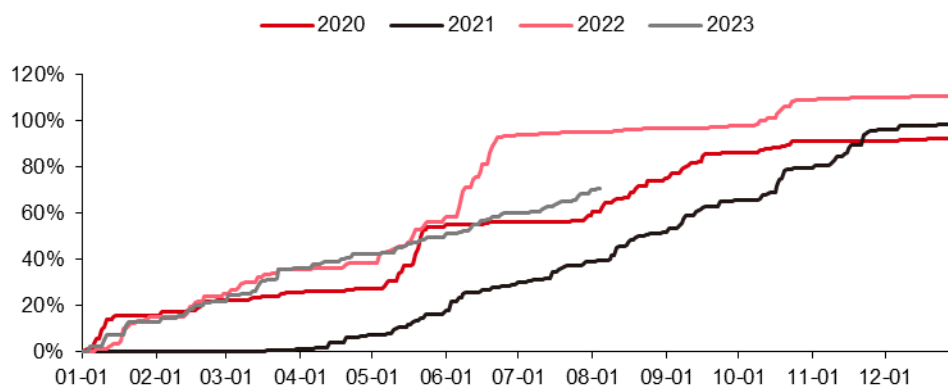
表 1：一线城市目前的限购、限贷情况	6
表 2：部分重点城市近期推出的房地产政策举措	6
表 3：2023 年 7 月宏观数据前瞻（%）	11
表 4：可比口径下各板块及行业披露业绩预告公司的净利润增速	12
表 5：2023 年 4 月以来，多地出台区域性政策提振房地产市场	14
表 6：历史上看，我国已采取过三轮不同形式的债务置换	15
表 7：2017 年以来，代表性地方“化债”模式梳理	16

政策不断发力、经济不断向好、盈利不断修复是大方向

下半年政策将围绕扩大内需、提振信心和防范风险不断发力

预计广义财政支出将显著扩大，专项债额度使用料明显提速。中信证券研究部宏观组对比了 2023 年与 2022 年各省份预算调整报告，发现 2023 年仍强调发行节奏靠前，但强调力度不及 2022 年。今年 1-6 月新增专项债券累计发行 23008 亿元，剔除中小银行资本金专项债后，上半年用于项目建设的新增专项债发行规模达 21720 亿元，占全年预算安排新增专项债限额的 57.15%，低于去年同期的 81.75%。不过近期政策端围绕加大专项债发行和使用力度的发声频频，下半年广义财政支出较大概率有望扭转上半年负增长趋势。7 月 4 日财政部部长刘昆在作 2022 年中央决算报告时指出，下一步要发挥好政府投资引导作用，适当扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围；7 月 19 日财政部官员在 2023 年上半年财政收支情况新闻发布会上表示 2023 年中央对地方转移支付同比增长 7.9%，截至 6 月底，中央对地方转移支付已下达 91.1%，将指导地方加快专项债发行使用进度；7 月 24 日政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”；根据财联社 8 月 1 日电，从多位地方财政、地方债承销行人士处了解到，近期监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。截至 8 月 4 日，2023 年新增地方政府专项债已发行 26795 亿元，完成全年 3.8 万亿额度的 70.5%，这或意味着剩余 30% 的新增专项债额度将于 8-9 月集中释放，于 10 月底之前投入项目使用。

图 1：地方政府新增专项债发行节奏



资料来源：Wind，中信证券研究部

房地产调控政策或将进一步优化，因城施策引导购房需求逐步释放。继 7 月 14 日央行在国务院新闻发布会上表态后，7 月 24 日的政治局会议再次指出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，反映出此前市场长期过热阶段出台的政策存在边际优化空间，释放出地产政策发力的积极信号。7 月 31 日国家发改委推出的恢复和扩大消费的 20 条措施，其中涉及支持刚性和改善性住房需求、提升家装家居消费等进一步促消措施。大部分超大特大城市的“四限”、首付比例及首套房认定标准仍有放松空间，近期各

地方政府也因地制宜，表态或推出相应政策。据财联社报道，7月28-30日，深圳、北京、广州等城市先后表态尽快推出有关措施。7月28日，合肥市召开房地产工作专题会议，发布涉房政策共10条。8月3日晚，郑州市住房保障和房地产管理局、郑州市财政局、国家税务总局郑州市税务局等八部门联合发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，主要举措共计15条，包括人才安居补贴、多子女购房补贴、契税补贴等等。8月4日，南京市住房保障和房产局发布《进一步优化政策举措促进南京房地产市场平稳健康发展》，涉及新房补贴、房票安置、提升预售监管资金使用效率等8条重磅新政。中信证券研究部地产组分析认为，核心城市的政策发力空间足，需求根基好，随着政策导向变化，大城市的政策柔性和弹性会增加，住房需求释放值得期待，而全国房地产市场的购房需求也将随之有所好转，四季度房价单边下降的预期将结束。

表 1：一线城市目前的限购、限贷情况

城市	限购范围	限购要求（夫妻+未成年孩子为例）	首套认定标准	首套首付比例	二套首付比例
北京	全市	本地户籍两套，外地户籍五年社保/个税一套	无在途按揭，本地名下无房，无按揭记录	35%/40%	60%/80%
上海	全市	本地户籍两套，外地户籍五年社保/个税一套	无在途按揭，本地名下无房，无按揭记录	35%	50%/70%
广州	越秀、荔湾、海珠、白云、番禺、南沙、天河、黄埔、花都	本地户籍两套，外地户籍五年社保/个税一套	无在途按揭，本地名下无房，无按揭记录	30%/40%	50%/70%
深圳	全市	本地户籍两套，外地户籍五年社保/个税一套	无在途按揭，本地名下无房，无按揭记录	30%/50%	50%/70%

资料来源：各地方政府官网，中信证券研究部

表 2：部分重点城市近期推出的房地产政策举措

相关城市	相关文件&会议	主要举措
南京	8月4日发布《进一步优化政策举措促进南京房地产市场平稳健康发展》	一是对购买新建商品住房的实施补贴。 二是对集体土地房屋征收推行房票安置。 三是建立全市统一的“安置房源超市”。 四是进一步优化车位车库销售审批手续。 五是进一步提升预售监管资金使用效率。 六是进一步优化差异化供地。统筹考虑全 七是促进商办市场良性发展。 八是营造良好市场舆论氛围。
郑州	8月3日发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	一、支持青年人才在郑安居。 二、实施多子女家庭购房补贴政策。 三、实施购房契税补贴政策。 四、满足改善性住房需求。 五、做好金融信贷支持。 六、加大公积金支持力度。 七、降低住房交易税费。 八、稳定住房消费预期。 九、推进商品房现房销售。 十、提升商品住房品质。 十一、加快推进租购并举。 十二、稳妥推进城中村改造和城市更新。 十三、规范二手房交易居间服务。 十四、落实土地款分期缴纳优惠政策。 十五、试行地下停车位办理预售。
合肥	7月28日召开房地产工作专题会议，明确要抓紧完善以下工作举措	一是大胆稳妥推进商品房“现房销售”试点。 二是为避免公摊面积比例过大，要积极探索商品房销售按套内面积计价。 三是“城中村”改造是公益性项目，并非营利性工程，大胆探索土地供应“定向挂牌、协议出让”。

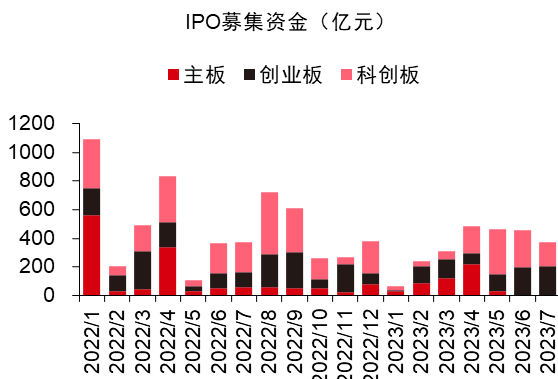
相关城市	相关文件&会议	主要举措
		四是大力推动货币化安置、房票安置等多元化安置方式，尽全力让市民在安置上更早更快更灵活。 五是试行取消商品房的楼层差价率限制，把定价权交给市场。 六是试行车位、车库与商品房同步办理预售许可证，但严禁捆绑销售。 七是探索房地产项目地下车库整体验收合格，即可办理预售许可证，此举有利于提高地库建设质量，防止赶工期造成地库漏水等问题。 八是落实“全程代办”，全面推进“拿地即开工、开工即开建、交房即交证”。 九是坚持和完善土地招标采购挂牌出让制度，运用“竞品质”机制，探索竞争性谈判出让方式，优先考虑“四没有”的优质房企：即没有项目“烂尾”、没有项目有“保交楼”任务、没有物业管理出问题、没有项目工程质量问题。 十是要以严密制度加强商品房预售资金共同监管，严防资金挪用。

资料来源：各地方政府官网，中信证券研究部

券商结算备付金进一步下调,延续提振资本市场信心的政策基调。2023年7月24日，中央政治局会议提出：“要活跃资本市场，提振投资者信心。”对于资本市场的定调相较于2023年4月“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”的表述更为积极。8月3日晚间，中国证券登记结算有限公司宣布正式实施股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化安排，拟于10月起将股票类业务最低结算备付金缴纳比例调降至平均接近13%。中信证券研究部非银组认为，下调结算备付金比例有利于充分发挥券商配置能力，合理调配公司资金，缓解流动性压力。长远来看，结算备付金比例有望随着券商经营能力的提升而持续调整，长期将打开证券行业发展空间，推动股票一、二级市场的长足发展。

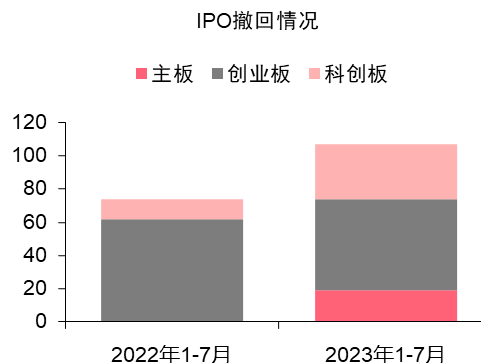
IPO 和再融资节奏有所放慢，资金面压力的担忧进一步缓解，为恢复资本市场活跃度提供流动性条件。7月IPO的上市、受理、上会、过会节奏出现不同程度的放缓。今年1-7月，沪深A股共有162家公司上市，相比去年同期减少10.0%，共计募集2387.1亿元，同比减少31.1%。主板、创业板、科创板的募集金额分别减少了56.3%、12.9%、23.3%。7月，沪深A股IPO受理数量为0，上一次月度无IPO受理的情况要追溯到2018年8月。7月，沪深A股有21家公司上会，今年1-7月共有190家公司上会，月均27.1家，而2020-2022年的月均值分别为52.8家、38.6家、39.9家。同时，今年1-7月沪深A股整体的过会率降至84.7%，其中主板、创业板、科创板的过会率分别为90.5%、86.2%、69.7%，而2020-2022年的整体过会率分别为95.4%、87.9%、87.1%。上会前的撤回数量大幅增加。今年1-7月，沪深A股有107家公司在上会前选择撤回，相比去年同期数据增长了44.6%，撤回的主要增量来自于主板和科创板，相比去年同期分别增加了19家和21家。再融资节奏环比改善，但募集金额仍弱于去年。今年1-7月，沪深A股共有283家公司进行再融资，相比去年同期增加6.4%，共计募集5257.5亿元，同比减少8.1%。与IPO情况类似，再融资撤回数量同样大幅增加。今年1-7月沪深A股有23家公司撤回了再融资申请，接近去年同期数量的2倍，撤回的主要增量来自于主板，数量从去年同期的1个增加到了10个。

图 2：IPO 募集资金月度分布



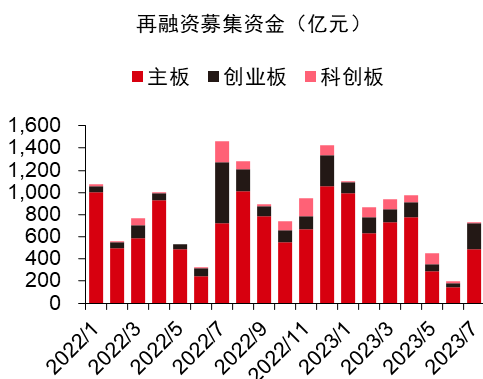
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：IPO 撤回数量大幅增加（家）



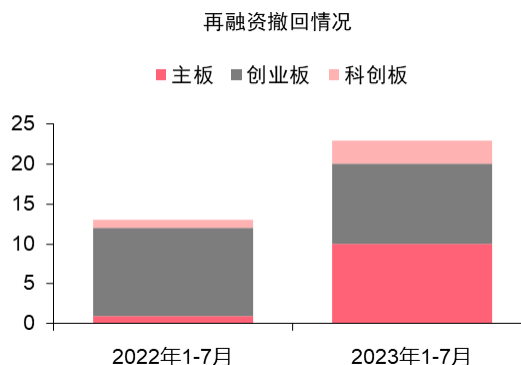
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：再融资募集资金月度分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：再融资撤回数量大幅增加（家）



资料来源：Wind，中信证券研究部

地方政府隐性债务化解有序进行，未来化债政策将继续发力。债务化解需要兼顾金融稳定与道德风险，或由省级政府对地方债务进行统筹管理。在地方土地财政承压、城投债集中到期的背景下，地方债务化解压力较大。7 月政治局会议提出，“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，再次明确了守住不发生系统性风险是政策底线。往后看，我们认为债务化解需要兼顾金融稳定与道德风险，或由省级政府对地方债务进行统筹管理。2021 年 4 月中共中央政治局会议也提出“建立地方主要党政领导负责的财政金融风险处置机制”。随后，2022 年 6 月国务院办公厅印发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，指出“坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责”，从财政体制改革层面确认了各省孩子各省抱的原则。

一揽子化债方案“正在路上”，预计债务置换和展期仍然是短期化债的主要手段。延长债务期限结构、降低利息负担、债务置换等方式，不能从根本上清偿债务，本金和利息

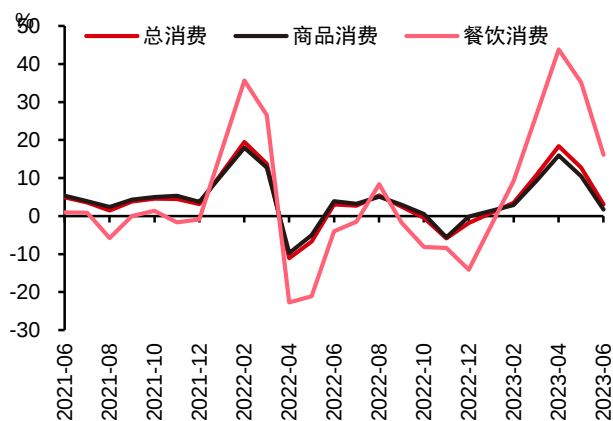
到期后仍然需要偿还。但是，在债务压力普遍较大、偿债资金来源有限的情况下，这一方式可以有效化解存量压力和短周期偿付困难。关于债务置换，再融资债券自 2020 年底开始逐渐承担起地方化债的责任。地方政府可以通过发行再融资债券将隐性债务转化为明确由政府偿付的地方政府债，但规模会受到债务限额的限制。

在政策加码和价格因素驱动下，下半年经济不断向好的趋势明确

经济环比最弱的时候正在过去。虽然二季度 GDP 读数不及预期，但结构上主要分项均发生积极变化。6 月经济数据出现回升向好态势，经济环比增速最弱的时候正在过去。

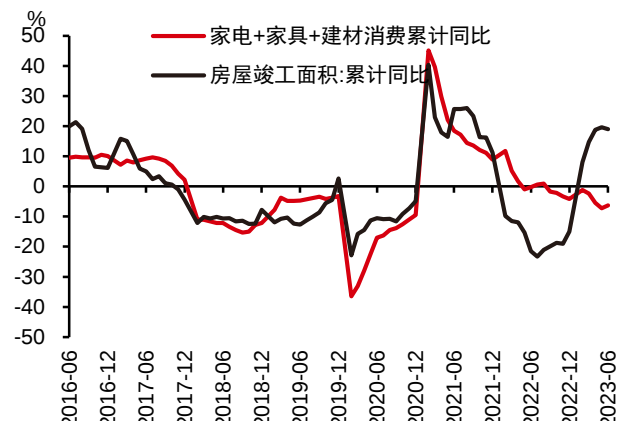
- 1) 消费两年复合增速、单月增速出现不同程度加快。**6 月当月社会消费品零售总额为 39951 亿元，同比增速为 3.1%，两年平均增速为 3.1%，较上月（2.5%）增长了 0.6 个百分点，消费复苏动能较上个月出现进一步改善。分类别来看：6 月消费中商品消费同比增速为 1.7%，两年平均增速为 2.8%，较上月（2.5%）回升了 0.3 个百分点；餐饮消费同比增速为 16.1%，两年平均增速为 5.6%，较上月（3.2%）回升 2.4 个百分点。从两年平均的角度来看，商品和餐饮为代表的服务消费的复苏动能均出现一定提升。行业方面，汽车消费好于市场预期，家电、家具等产业链商品消费出现边际改善。除此之外，通讯工具、文化办公用品、化妆品的增长亦较为亮眼，与 6.18 购物节中销量较好商品形成相互印证。
- 2) 6 月各项投资单月同比增速全面改善。**6 月固定资产投资增速高于市场预期，总体投资累计同比增长 3.8%（Wind 一致预期 3.3%，前值 4.0%）。基建投资、制造业投资、房地产开发投资累计同比增速分别为 10.7%（Wind 一致预期 9.3%，前值 10.1%）、6.0%（Wind 一致预期 5.5%，前值 6.0%）、-7.9%（Wind 一致预期 -8.0%，前值 -7.2%）。中信证券研究部宏观组测算总体投资、基建投资、制造业投资、房地产开发投资在 6 月的单月同比分别为 3.3%、12.3%、6.0%、-10.3%，分别较上月+1.1、+1.6、+0.9、+0.2 个百分点。
- 3) 规上工业企业利润和增加值同比降幅缩窄，呈现一定修复迹象。**2023 年 6 月单月利润降幅持续收窄，6 月份规上工业企业利润单月同比下降 8.3%（前值 -12.6%）。2023 年 6 月份规模以上工业增加值同比增长 4.4%，两年平均增速为 4.2%，两年平均增速较 2023 年 5 月上升 2.1 个百分点。

图 6：6 月总消费持续稳步复苏



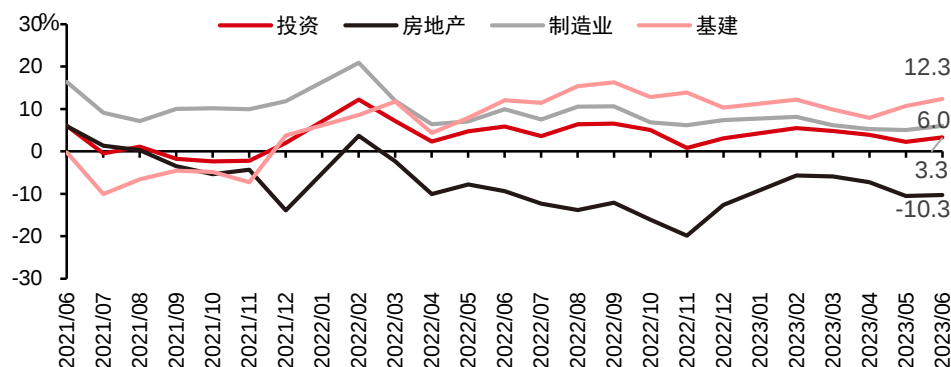
资料来源：Wind；2021 年为两年复合增速，中信证券研究部

图 7：6 月地产链商品消费较上月出现一定改善



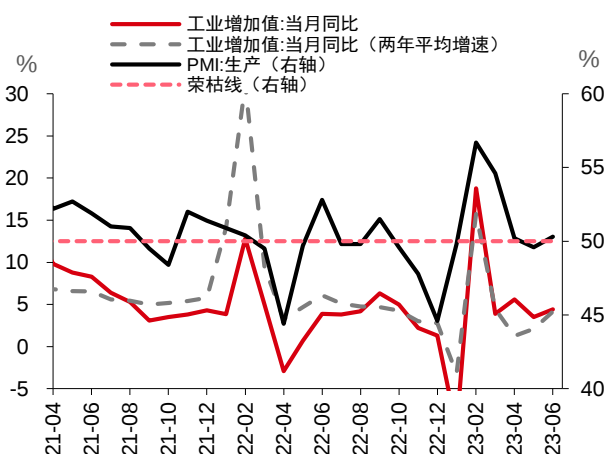
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：固定资产投资（推算单月同比）



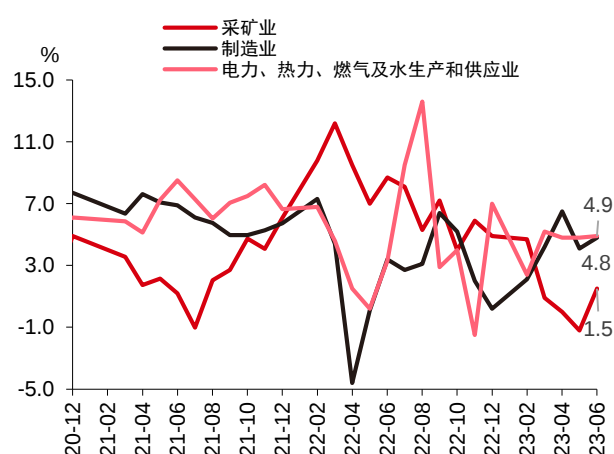
资料来源：Wind，中信证券研究部测算。注：总体投资、制造业、基建使用 2017 年基数和后续累计同比增速推算。为保持口径一致，房地产开发投资使用累计同比倒算。

图 9：6 月工业增加值两年平均增速较上月回升 2.1 个百分点



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：6 月采矿业和制造业增速较上月有较为明显回升



资料来源：Wind，中信证券研究部；2021 年数据为两年复合平均增速

预计 7 月相较于 6 月工业生产和消费的景气度在持续改善，逆周期调节政策将保持积极态势，进一步加码助力稳增长。对于 7 月经济数据的前瞻，中信证券研究部宏观组预计 7 月相较于 6 月工业生产和消费的景气度在持续改善，受到广义财政支出压力和季节性因素的影响，基建投资增速料将有所放缓，但在制造业投资和基数因素的带动下，**预计固定资产投资有小幅修复**。在 6 月大量的信贷投放下，**7 月的信贷料将有所回落但有望保持同比多增**。价格方面，CPI 同比 7 月料将进一步下探到负增长，但预计 8 月开始回升；PPI 略为领先，7 月原油、铜等大宗商品价格出现明显上涨，并且上月以来上游原材料价格的抬升逐渐传导至中下游工业品出厂价格，这一点从 PMI 原材料购进价格和出厂价格指数较上月出现大幅抬升中可见一斑。**预计 7 月 PPI 环比降幅将出现明显收窄，呈现底部回升状态**。综合经济多方面表现，国内经济运行压力不减，预计逆周期调节政策将保持积极态势，进一步加码助力稳增长。总体来看，**中信证券研究部宏观组判断当前经济整体处于主动去库存末期，在政策加码和价格因素驱动下，下半年经济不断向好的趋势明确**。

表 3：2023 年 7 月宏观数据前瞻（%）

	工业	投资 (累计)	社消	出口	进口	CPI	PPI	新增贷款 (万亿元)	M2	社融增速 (累计)
公布值 (预测)	5.5	4.0	3.9	-15.0	-7.0	-0.6	-4.2	0.7	11.3	9.1
前值 (实际)	4.4	3.8	3.1	-12.4	-6.8	0.0	-5.4	3.1	11.3	9.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

上市公司盈利拐点将至，景气不断修复可期

中报预告显示，**A 股盈利周期的底部特征显著，结构亮点清晰**。以发布预告的公司为样本，按照披露净利润上、下限的均值进行计算，全部 A 股、非金融板块 2023 年二季度的单季净利润同比增速分别为-19%、-19%，上半年累计净利润增速也分别回落至-16%、-19%。如果剔除单季度净利润同比变化超过 100 亿元的两家上市公司（陕西煤业、中远海控），全部 A 股、非金融板块 2023 年二季度的单季净利润同比增速回升至+1%、+6%，上半年累计净利润增速也回落至-2%、-5%。整体来看，7 月中旬密集披露的中报预告显示 A 股盈利周期仍处于磨底状态。进一步地，在结构层面：

1) 按上市板划分，主板披露率高达 48%，但创业板、科创板以“自愿披露”为原则因而披露率较低，分别为 13%、11%。主板、创业板、科创板 2023 年二季度的单季度净利润同比增速分别为-22%、-10%、+106%（主板在剔除陕西煤业、中远海控后同比增速为-2%）；环比一季度的增速分别为-1%、+27%、+64%。

2) 按大类行业划分，工业、消费、TMT、医药、大金融 2023 年二季度的单季净利润同比增速分别为-33%、+46%、-18%、-15%、+6%，环比今年一季度分别+15%、-15%、+62%、-13%、-33%。总结来看可以分为 3 类，同比高增而环比下滑的有消费、大金融，同比承压但环比改善的有工业、TMT，医药受高基数影响同比、环比均为负增长，预计在今年四季度才能回归正常增速水平。

3) 按照中信证券行业分类标准划分，30 个一级行业中，2023 年二季度的单季度净利润同比增速为正的有 16 个，剔除基数因素后，同比、环比均改善的仅包括电力及公用

事业、汽车、电新、军工、通信、机械、家电 7 个行业。相反，预披露公司在二季度出现单季度亏损的行业包括农林牧渔、钢铁、房地产、综合。

表 4：可比口径下各板块及行业披露业绩预告公司的净利润增速

板块或行业	披露公司数（家）	披露率	2023Q2 单季度 同比增速	2023Q2 单季度 环比增速	2023H1 累计增速
全部 A 股	1770	35%	-19%	3%	-16%
非金融	1742	36%	-19%	5%	-19%
非金融（剔除中远海控、陕西煤业）	1740	36%	1%	6%	-5%
三大板					
主板	1543	48%	-22%	-1%	-19%
创业板	168	13%	-10%	27%	-13%
科创板	58	11%	106%	64%	102%
大类行业					
工业	830	36%	-33%	15%	-30%
上游工业品	289	42%	-68%	-21%	-59%
中游制造	241	32%	163%	86%	71%
基础商品	80	56%	-173%	7%	-333%
基建	220	33%	145%	35%	148%
消费	428	43%	46%	-15%	41%
TMT	305	30%	-18%	62%	-26%
医药	112	24%	-15%	-13%	-40%
大金融	94	41%	6%	-33%	64%
中信证券一级行业（按照 Q2 单季度同比增速降序）					
交通运输	45	39%	3159%	94%	324%
商贸零售	66	60%	2444%	-60%	86%
消费者服务	34	65%	1694%	9%	718%
纺织服装	44	44%	335%	-51%	95%
电力及公用事业	77	35%	330%	74%	346%
建筑	49	31%	185%	-77%	275%
汽车	91	42%	116%	78%	131%
房地产	66	57%	68%	-296%	40%
电力设备及新能源	94	32%	66%	23%	70%
传媒	54	37%	62%	-5%	67%
国防军工	31	27%	51%	139%	3%
通信	45	37%	44%	183%	27%
机械	164	28%	25%	68%	9%
银行	0	0%	21%	-9%	16%
家电	32	41%	17%	4%	31%
食品饮料	52	41%	8%	-42%	18%
综合金融	6	67%	-9%	17%	109%
医药	112	24%	-15%	-13%	-40%
非银行金融	28	38%	-17%	-24%	62%
电子	115	26%	-32%	140%	-50%
建材	45	53%	-37%	646%	-61%
煤炭	16	44%	-55%	-29%	-33%
有色金属	53	43%	-55%	-18%	-48%
计算机	91	28%	-56%	-71%	1338%
石油石化	28	57%	-68%	506%	-89%
轻工制造	55	35%	-72%	188%	-102%
基础化工	183	40%	-76%	-16%	-72%
农林牧渔	52	55%	-98%	-92%	36%
钢铁	24	45%	-245%	-263%	-155%
综合	17	59%	-260%	-98%	-296%

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：底色加深的单元格代表同比增速的基数（去年同期）为负值，计算结果的数值本身参考意义不大

压制 A 股盈利最显著的价格性因素（PPI 同比增速）有望在三季度触底反弹，以工业板块为代表，A 股三季度有望实现盈利的企稳回升。历史数据表明，PPI 反映了实体经济景气度且与 A 股盈利周期高度相关。近期稳增长政策加码预期明显抬升，以铜、螺纹钢、煤炭等为代表的核心上游大宗商品的价格明显回升。截至 7 月 31 日，南华工业品指数、农产品指数、金属指数、能化指数相较于 6 月底分别上升了 5.0%、6.3%、2.9%、6.5%。此外，6 月 PPI 的环比读数为-0.8%，相较于 5 月的-0.9%也有所回升，其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业等核心行业出厂价格的环比降幅均较 5 月出现明显收窄。考虑到 7 月底政治局会议后出台的各类稳增长政策或将对基建投资及房地产新开工形成拉动，也将对下半年内需定价工业品的价格形成较强支撑。中信证券研究部宏观组认为，6 月 PPI 同比-5.4%的读数或已达年内最低水平，预计 PPI 同比将从 7 月开始逐步回升。在此背景下，我们认为今年的中报季很有可能是本轮 A 股盈利周期的底部，随后在政策的不断推进下，内外需均边际改善，带来盈利周期的新一轮企稳上行；结构上，工业和科技板块盈利环比或持续改善、贡献重要的利润增量，消费和大金融受宏观经济偏弱的负面影响也将逐步缓解，A 股整体景气度不断修复可期。

图 11：7 月末南华工业品指数较 6 月末上升 7.1%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：7 月末南华农产品指数较 6 月末上升 5.1%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：7 月末南华金属指数较 6 月末上升 4.4%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：7 月末南华能化指数较 6 月末上升 9.5%



资料来源：Wind，中信证券研究部

政策落地速度、市场预期波动、板块轮动交易是小节奏

不同领域和不同区域政策落地的节奏和力度有所差异

一方面，不同领域的政策操作模式不同，落地的节奏和力度也有差异。

地产政策方面，支持政策需要多部门配合并因城施策，总量政策推出难但是区域政策数量多、频次高。目前地产支持政策工具箱储备仍然十分丰富，各地房贷利率仍有进一步下调空间，大部分超大特大城市的“四限”、首付比例及首套房认定标准等仍有放松空间。7月28日，住房和城乡建设部部长倪虹召开企业座谈会，表示要继续稳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，要进一步落实好降低购买首套房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人贷款“认房不认贷”等政策措施。8月3日，郑州市财政局等八部门联合发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，推出15条政策措施，包括落实“认房不认贷”、鼓励调整存量房贷利率、暂停限售、实施多子女家庭购房补贴等。此外，在7月的政治局会议之前，全国多地已经陆续出台区域性房地产政策来提振市场需求，区域性政策出台的数量与频率并不低。

表 5：2023 年 4 月以来，多地出台区域性政策提振房地产市场

日期	省市	环线	公文标题	主要内容
2023-04-01	宜宾	四线	关于优化住房公积金使用政策支持刚性和改善性住房需求促进房地产行业转型升级的通知	提高住房公积金购房提取使用额度、贷款额度
2023-04-02	荆州	三线	关于贯彻落实荆州房地产“新十条”精神的通知	购房补贴、带押过户、优化公积金贷政策
2023-04-04	大连	准一线	关于调整个人住房公积金贷款有关政策的通知	调整个人住房公积金贷款自筹资金比例
2023-04-06	江门	四线	关于进一步促进房地产业高质量发展的若干措施的通知	换购住房退税、差别化住房信贷、鼓励销售现房和组织团购
2023-04-07	郑州	准一线	关于住房公积金租房提取和购房贷款有关事项的通知	首套住房公积金房贷最高额度 100 万
2023-04-07	常州	郑州	关于调整我市住房公积金贷款有关支持政策的通知	提高多孩家庭公积金贷款额度
2023-04-10	南昌	二线	关于推进中心城区房屋征收补偿房票安置的实施意见的通知	房票安置
2023-04-14	泉州	二线	关于继续实施住房公积金阶段性支持政策的通知	继续降低贷款首付比例、继续提高住房公积金贷款最高额度
2023-04-17	合肥	二线	关于实施多子女家庭住房公积金优惠政策的通知	对多孩家庭提高首套住房公积金贷款额度
2023-04-17	鹤壁	四线	关于调整住房公积金政策的通知	住房公积金最高贷款额度 65 万元，取消贷款次数限制
2023-04-20	宁波	准一线	关于对引进人才等住房消费加大住房公积金支持力度的通知	提高住房公积金贷款额度
2023-04-23	合肥	二线	关于支持提取住房公积金支付购房首付款的通知	可用本人及配偶住房公积金支付购房首付款
2023-04-24	河南	省级	关于调整住房公积金部分使用政策的通知	放宽住房公积金部分提取政策，加大住房公积金贷款额度
2023-04-25	六安	四线	关于优化住房公积金服务事项的通知	优化流程
2023-04-26	安徽	省级	关于支持提取住房公积金支付购房首付款的通知	可用本人及配偶住房公积金支付购房首付款
2023-04-27	南宁	二线	关于调整租赁住房提取住房公积金有关规定的通知	提高租赁商品住房的提取额度
2023-04-28	岳阳	三线	关于进一步支持刚性和改善性住房需求促进岳阳市城区房地产市场平稳健康发展的若干措施（试行）	房票安置、购房补贴及税收减免
2023-05-05	荆门	四线	关于进一步优化住房公积金使用政策的通知	带押过户、提高公积金贷款额度
2023-05-08	宁德	三线	关于进一步促进中心城区房地产市场平稳健康发展的若干意见	房票安置、全面放开限购
2023-05-10	滁州	四线	关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施	提高住房公积金最高贷款额度、人才购房补贴、

日期	省市	环线	公文标题	主要内容
				支持团购
2023-05-11	郑州	准一线	关于购买新建预售商品住房提取住房公积金支付购房首付款有关事项的通知（试行）	改进住房公积金提取机制
2023-06-01	青岛	二线	关于促进房地产市场平稳健康发展的通知	下调商贷住房首付比例，试点房票制度
2023-06-25	扬州	二线	关于促进市区房地产市场平稳健康发展的通知	放宽限售限购，推广二手房“带押过户”；上调住房公积金贷款最高额度；可申请提取个人住房公积金账户余额作为购房前期资金；继续执行人才契税补贴；确定商业贷款最低利率 3.7%
2023-08-04	郑州	准一线	关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知	推出 15 条政策措施，包括落实“认房不认贷”、鼓励调整存量房贷利率、暂停限售、实施多子女家庭购房补贴等。

资料来源：克尔瑞，各地方政府部门官网，中信证券研究部

资本市场方面，政策的设计和调整需要多方调研仔细研究，依然需要时间。活跃资本市场需要更加技术化的制度调整来调动微观主体的积极性，融资端和交易端的每一个调整都需要考虑到多方的利益和平衡，在保证市场平稳的同时要兼顾资本市场融资功能，不能因噎废食。根据中信证券研究部政策组判断，融资端的政策或将聚焦于科学合理保持 IPO 与再融资常态化，统筹好一、二级市场动态平衡；交易端的改革方向可能有降低印花税、A 股采取 T+0 交易机制、加大对财务造假和内幕交易等行为的打击力度等。无论是融资端还是交易端的改革，都不是一朝一夕就可以完成的，需要进行多方调研与仔细研判，并且对政策的效果和影响进行充分的评估，这些都需要时间。

地方债务方面，化解地方债务风险需要因地制宜，既要降低不必要的付息成本，又要防止债务再度快速扩张或转移隐藏风险。从历史经验来看，我国在中央层面已采取过三轮不同形式的债务置换，对地方政府隐性债务风险起到了重要的缓解作用。此外，地方政府也在积极探索符合区域特色的化债模式，在因地制宜化解债务风险方面积累了大量经验。预计中央实施债务置换、地方探索符合自身特色的化债模式将成为未来政府防范债务风险的主要方式。在此过程中，除了尽量降低不必要的付息成本之外，采取有效措施防止债务再度扩张，“开明渠、堵暗道”，推动地方隐性债务显性化等同样是需要兼顾的方面。中信证券研究部政策组认为，债务置换和展期仍是短期化债的主要手段；**在即将召开的第六次全国金融工作会议上，防范化解地方政府债务风险或为会议的重点内容之一，会议定调后预计相关政策部署将有序展开。**

表 6：历史上看，我国已采取过三轮不同形式的债务置换

轮次	时间	主要内容
第一轮	2015~2018 年	根据国家审计署的数据， 2015~2018 年各地累计发行约 12.2 万亿元的地方置换债用于置换以非政府债券形式存在的地方政府存量债 。具体来看，本轮债务置换的甄别对象主要为 2014 年 12 月 31 日之前尚未清偿完毕的债务，财政部规定将甄别后的地方政府存量债务纳入预算管理，各地区可利用 2015~2018 年为期三年左右的时间申请发行地方政府债券进行置换， 从而达到政府性债务基本显性化 。
第二轮	2019 年	建制县隐性债务化解试点推出，纳入试点范围后可由省级财政代发地方政府债券置换部分隐性债务 。具体来看，本轮债务置换的对象主要为 2015 年 1 月至 2018 年 8 月期间新增的隐性债务。在此轮化债过程中， 财政部给出了多种化债方式 ，例如出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还、利用项目结转资金或经营收入偿还、合规转化为企业经营性债务等。2019 年之后，建制县隐性债务化解试点启动，当年至少有 6 个省级行政区的 36 个建制县被纳入试点， 这些地区累计发行了 1579 亿元地方政府债用于置换政府存量债务 。
第三轮	2020~2022 年	置换债券逐渐退出，再融资债券扩容，发行特殊再融资债，用于偿还（置换）政府存量债务 。具体来看，2020 年底，新一轮轮隐性债务试点工作开启，建制县区隐性债务化解试点进一步扩容， 而用于化债的工具也由置换债变为特殊再融资债 ；2021 年 10 月起广东、上海、北京陆续提出开展“全域无隐性债务”试点工作，为全国开展隐性债务“清零”积累经验，在此过程中特殊再融资债券是重要的工具。2020 年 12 月

轮次	时间	主要内容
		至 2022 年 6 月全国范围内共发行再融资债 4.47 万亿元，其中用于置换存量债务的特殊再融资债 1.74 万亿元。截至 2022 年 6 月，三个试点省、市基本完成隐性债务清零工作，特殊再融资债券发行告一段落。

资料来源：新华社，中国政府网，中信证券研究部

表 7：2017 年以来，代表性地方“化债”模式梳理

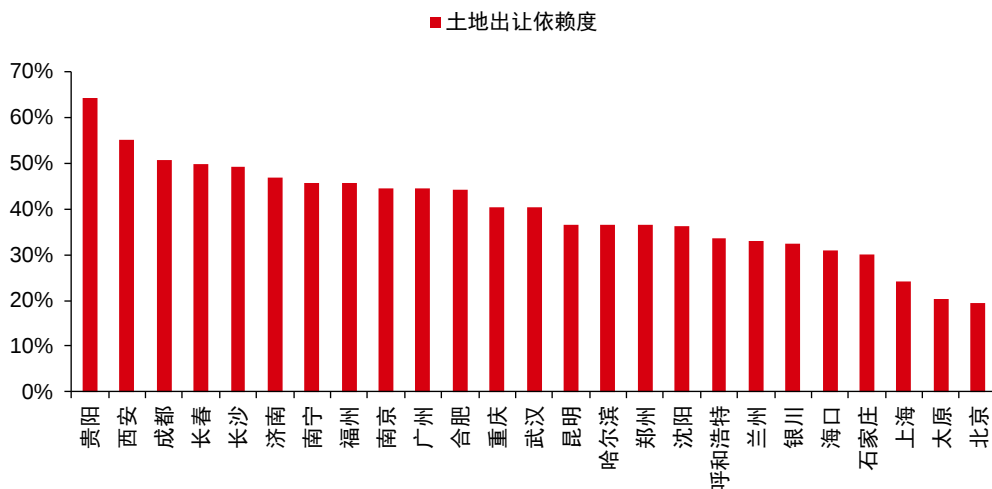
方式	重要参与方	代表性化债案例
超额收入偿还	地方政府	上海模式。 作为首批“全域无隐性债务”试点城市，2021 年上海市加快化解地方政府债务，通过增加安排市级支出 100 亿元，用于偿还部分轨道交通建设项目银行贷款。
地方债置换	地方政府	广东模式。 2021 年，广东省政府、深圳市政府通过发行特殊再融资债券方式，专项用于偿还存量债务。截至 2021 年末，广东省全省存量隐性债务实现清零。
平台整合+债务转化	地方政府	山西模式。 2017 年山西省交通运输厅整合 62 条政府还贷高速公路、10 户路桥企业、厅直 2 户科研企业、省高管局 3 户直属企业和省国资委管理的路桥集团、交通投资集团、高速集团，组建了山西交通控股集团有限公司（以下简称“山西交控集团”）。山西交控集团成为山西省高速公路债务主体，负责化解山西高速公路相关隐性债务。
经营性国资偿还	地方国企	贵州模式。 2019 年 12 月和 2020 年 12 月，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司均无偿划转贵州茅台 5024 万股股份（占总股本约 4%）至贵州省国有资本运营有限责任公司。
专项贷款对接	政策性金融机构	镇江模式。 据新浪财经等媒体报道，由国开行提供化解地方隐性债务专项贷款，由镇江市财政局下属的资产管理公司作为承接主体，再以普通借款方式投放到辖区各平台公司，主要用于置换纳入隐性债务中的高成本非标债务，以降低成本。
债务重组	商业性金融机构	遵义道桥模式。 重组协议下，重组后银行贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3.00%/年至 4.50%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。

资料来源：和讯网（<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1753994035848765187&wfr=spider&for=pc>）、新浪财经（<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-04-12/doc-imyqasmq7222392.shtml>；<http://finance.sina.com.cn/roll/2019-03-05/doc-ihsxncvh0085123.shtml>）、21 世纪经济报道（https://business.sohu.com/a/509427814_121255906），中信证券研究部

另一方面，不同地区的经济状况、发展阶段和城市运行的商业模式存在差异，在政策选择上会因地制宜。

具体来看，北京、上海等一线城市对土地出让的依赖度很低，2022 年两城市的土地出让依赖度（国有土地使用权出让收入除以公共财政收入与政府性基金收入之和，下同）分别只有 19.5%和 24.2%，这类城市刺激经济的方式可能主要依赖产业手段，例如北京在 5 月 23 日出台了《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》，上海也在 7 月 8 日的世界人工智能大会闭幕式上发布了《上海市推动人工智能大模型创新发展的若干措施》。还有一些城市的土地出让依赖度虽然较高，但城市转型已进入正轨、人口也在持续流入，这些地区出台房地产政策的进度、力度、必要性等需要进行审慎考量，其刺激经济的方式可能也要更多地依靠产业政策，比如成都在 8 月 4 日发布了《成都市加快大模型创新应用推进人工智能产业高质量发展的若干措施》。除此之外，还有一些城市对传统的土地出让净收益依赖度较高，比如西安（55.3%）、长沙（49.2%）、南京（44.7%）等，对于这类城市而言，要恢复财力并维持正常运作，可能需要对房地产市场进行更大的刺激。因此，目前的房地产政策很难再套用全国范围内“统一铺开”的模式，也很难通过对一线城市的大幅放松来带动二、三、四线城市不断放松。**未来最有可能的情形是，各个地区在自身可以接受的范围内推出不同类型的政策，在此过程中，没必要对节奏、力度、有效性等做出过度的评估与反应。**

图 15：我国直辖市与主要省会城市对土地出让的依赖程度存在明显差异

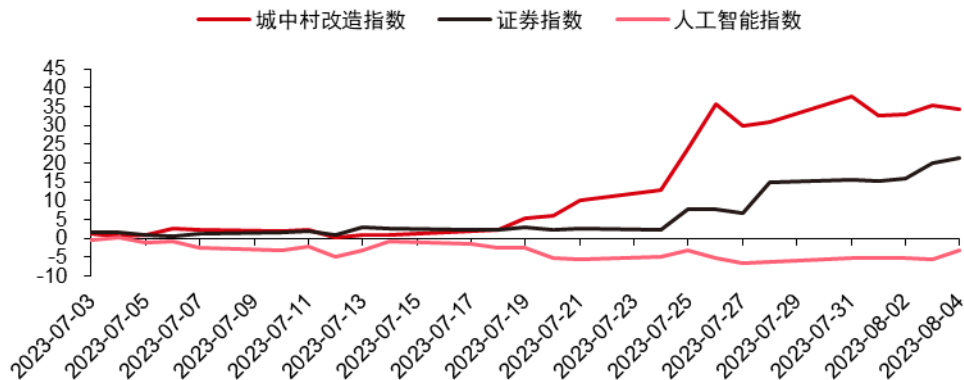


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：1）我们定义“土地出让依赖度”等于各城市全年国有土地使用权出让收入除以当年公共财政收入与政府性基金收入之和；2）基于数据可得性，北京、石家庄、太原、上海、南京、福州、武汉、广州、重庆、成都、贵阳、西安为 2022 年的数据，其余城市为 2021 年的数据

做多窗口期内潜在的活跃资金增量充裕

活跃私募仓位仍在 70%低位徘徊，待交易主线确认后加仓空间巨大，将成为国内增量资金主要来源。根据对中信证券渠道调研的情况，尽管 5 月以来市场波动较大，5 月 8 日至 7 月 14 日的十个交易周中，活跃私募基金仓位整体仍保持在 76%以上震荡，高于过去五年 75%的中位水平。根据私募排排网 7 月 19 日报道，在今年 6 月到 7 月初时，私募主要围绕人工智能相关标的布局，对科技领域颇为青睐，6 月整体显著增持技术硬件与设备、软件与服务等行业。但 7 月以来随着人工智能主题的回调，前期加仓 TMT 的活跃私募快速降低仓位，根据对中信证券渠道调研的情况，截至 7 月 21 日、28 日和 8 月 4 日当周，活跃私募仓位分别降至 72.3%、70%、70%。7 月以来人工智能指数整体收益率为-3.3%，而同期博弈政策预期的顺周期方向，如城中村改造、证券等板块，其累计收益分别为 34.4%、21.3%。顺周期板块的超额收益主要来源于近两周，7 月 24 日-8 月 4 日期间城中村改造指数和证券指数收益分别为 22%和 18.3%，但同期活跃私募则表现较为谨慎，并未加仓而是保持 70%的相对低仓位运作，我们认为待具有业绩高确定性的、行情持续性的行业得到验证后，活跃私募的加仓空间巨大，有望重回历史中位水平以上。

图 16：人工智能指数、城中村改造指数、证券指数 7 月以来累计收益率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

海外增量资金或来源于阶段性高估的美股，当下美股显著高估，市场对于科技股的博弈和分歧也在加剧。2022 年以来持续的加息抬高了美国短端利率和信用债利率，同时 AI 的发展和美股投资者极端乐观的预期则同样拉高了标普 500 的市盈率，标普 500 从 2022 年底 20 倍的市盈率快速上行至 2023 年 8 月 3 日的 25.7 倍。从股债性价比指标来看，截至 8 月 3 日，标普 500 的 3.88% 的盈利收益率（E/P，即市盈率 P/E 的倒数）不仅低于美国投资级/高收益企业债 5%、6.04% 的收益率，还低于美国一年期国债 5.37% 的收益率，而前一次与美国一年期国债利率的到挂则发生在 1999-2001 年科网泡沫期间，美股极度乐观的预期可能已蕴含着风险。同时，近期市场对于美股科技股的分歧和博弈也在加剧，近期不少美股科技龙头在披露超预期二季报出现罕见的高开低走：①美国时间 7 月 25 日盘后公布二季度广告和云业务均超预期的谷歌母公司 Alphabet，7 月 26 日开盘即上涨 6.8%，但收盘时回落至上涨 5.5%；②同日披露二季报，营收与净利均超预期的微软在 7 月 26 日股价下跌 3.8%；③7 月 26 日盘后公布二季度营收超预期增长 11%、三季度指引超预期强劲的 Meta，在 7 月 27 日美股开盘后一度上涨 8.4%，但收盘时涨幅回落至 4%；此外，特斯拉二季报毛利率超预期下跌至 18.2%，奈飞二季报营收和三季报指引均不及预期，两公司在发布季报后次日（7 月 20 日）分别下跌 9.8%、8.5%，截至 8 月 4 日已回调 15.2%、10.6%。美股投资者对于科技龙头超预期的二季报并未给予特别积极的反馈，但对于二季报不及预期的科技龙头则果断抛售，在当前高估值环境下美股投资者对于科技龙头的盈利可持续性的容忍度更低，分歧和博弈也更剧烈。

图 17: 标普 500 盈利收益率与美国 1 年期国债利率、企业债收益率对比 (%)

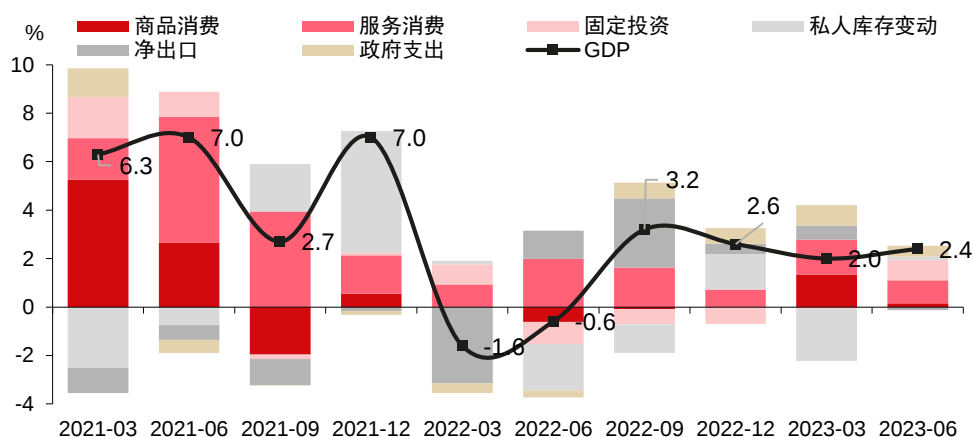


资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国强劲的经济数据背后也引发不少质疑，单纯依靠服务业或可能高估经济的韧性。

7月27日,美国商务部经济分析局公布了2023年第二季度美国GDP增速初值,实际GDP季调环比折年率录得2.4%,超过市场预期的1.8%和前值2.0%。按分项对环比折年率的贡献看,居民消费贡献1.12ppts(前值+2.79ppts),私人投资贡献0.97ppt(前值-2.22ppts),净出口拖累0.12ppt(前值+0.58ppt),政府支出贡献0.45ppt(前值+0.85ppt)。以居民消费与固定投资(不含私人库存变动)对GDP环比折年率的贡献之和衡量的“核心内需”由前值的2.7ppts回落至1.9ppts,反映美国经济内需小幅走弱;其中仅服务消费单项就对GDP环比折年率贡献0.95ppt,也引发市场质疑,当下经济增长过度依赖服务业或可能造成对美国经济韧性的高估。

图 18: 美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献



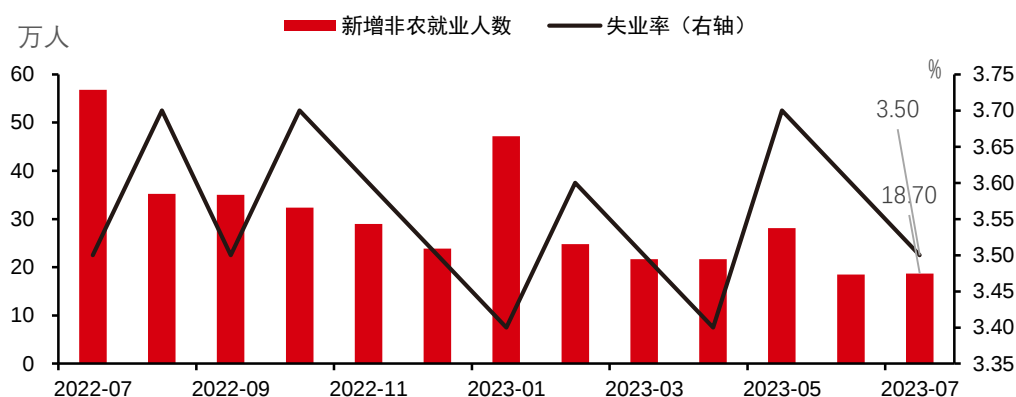
资料来源: 美国商务部经济分析局, Bloomberg, 中信证券研究部

7月矛盾的非农数据难掩就业市场降温迹象，后续服务业对经济的强拉动或难持续。

就业市场方面,7月美国非农新增就业人数为18.7万人,低于市场预期的20万人,略高于修正后的前值18.5万人;薪资同比增长4.4%,环比增长0.4%(前值分别为4.4%和0.5%),高于市场预期;失业率为3.5%,较市场预期和前值的3.6%小幅下降。尽管本月非农就业

数据和上月非农就业数据同样具有喜忧参半的特征，即新增就业人数低于预期，但失业率再次下降，且薪资增速仍在超预期的高位，不过本次数据仍有较多迹象显示美国就业市场正在继续降温。首先，本次非农数据中的平均每周工时继续下降至 34.3 小时，该水平与 5 月持平，均为疫情后 2020 年 4 月以来的最低水平，且该指标自 2021 年 5 月以来显著下降，显示企业对于劳动力的需求持续降温。其次，本月非农数据继续对前两月数据进行了下修分别将 5 月和 6 月的新增非农就业人数下修 2.5 万和 2.4 万，合计下修 4.9 万，近几个月劳工部统计局持续对新增非农就业人数初值进行下修也显示就业市场并非真正如此前公布初值时强劲。最后，反映就业市场供需缺口的 JOLTS 职位空缺数在 6 月继续回落至 958.2 万人，为 2021 年 4 月以来最低水平，同时自主离职率降至 2.4%，均表明当前美国就业市场继续降温，若失业率与薪资增速同样开始出现降温，美国服务消费的稳健增长和对经济的拉动或难以持续。

图 19：美国新增非农就业人数与失业率



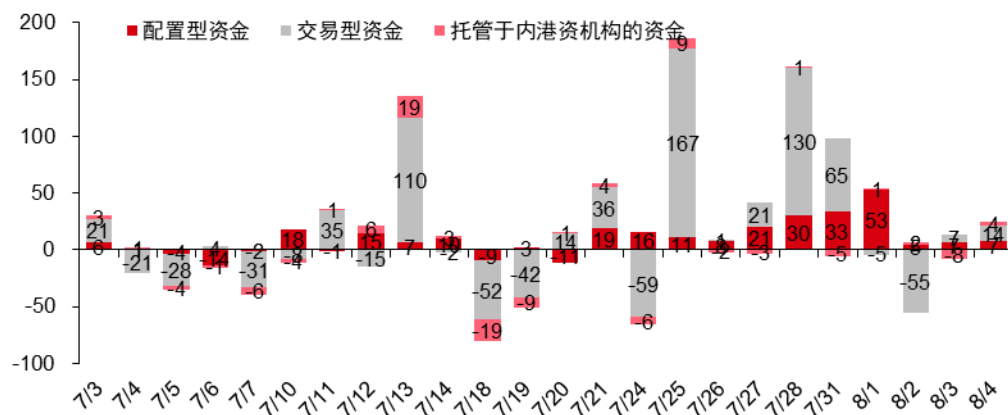
资料来源：Wind，中信证券研究部

惠誉调降美国评级至 AA+，财政状况或将是未来引发美元和金融动荡的诱因。据新华社报道，8 月 1 日，惠誉（Fitch）将美国长期外币债务评级从 AAA 下调至 AA+，展望从负面转为稳定。此次是惠誉自 1994 年发布美国信用评级以来第一次对该国的评级下调。惠誉下调美国主权信用评级的理由主要有三点，分别是①美国未来 3 年财政状况预计将持续恶化、②美国政府债务负担居高不下且不断加重、③国会两党在债务上限问题上采取边缘政策，债务上限政治僵局反复出现，政府未能有效应对中期财政挑战。惠誉预计，美国政府债务占 GDP 比重到 2025 年将上升至 118.4%，远高于疫情之前 100%左右的水平，并预期美国一般财政赤字占 GDP 的比例将从 2022 年的 3.7%升至 2023 年的 6.3%，在 2024 和 2025 年分别达到 GDP 的 6.6%和 6.9%。本次评级下调反映美国持续攀升的财政负担问题，财政情况的恶化或可能成为引发美债及美元的波动，进一步成为引发金融资产动荡的诱因。

海外活跃资金或将成为港股与内地资产的重要增量资金来源。在前述美股估值高企、美国经济韧性存疑与金融不确定性加剧的背景下，海外活跃资金或可能阶段性减配美股，而增配港股与内地资产。近期北向资金已展现出积极的流入信号，7 月 24 日政治局会议召开后，北向资金开始大幅流入，7 月 25 日-8 月 4 日期间累计净流入 519 亿元，其中 7 月 25 日和 28 日单日分别流入 187 亿元和 162 亿元。结构上，政治局会议后，配置型资金和

交易型资金分别净流入 175 亿元和 344 亿元，尽管当前大幅净流入仍由交易型资金主导，我们认为在国内政策的确定性逐步提高、增量政策逐步出台，海外经济衰退与金融风险加剧的背景下，北向资金的净流入结构亦有望逐步偏向配置型资金，若配置型资金能保持最近 9 个交易日日均 19 亿元的净流入，将为 A 股带来可观的增量资金。

图 20：7 月以来北向资金单日净流入（亿元）



资料来源：HKEX，中信证券研究部

三大主线均有积极变化，券商暖场后或陆续轮动上涨，无需高频切换

房地产产业链领域，房地产市场正在适应新形势，中央和地方政府适时调整优化政策。承前所述，在 7 月政治局会议前全国多地已经陆续出台区域性房地产政策来提振市场需求，区域性政策出台的数量与频率并不低。7 月 24 日召开的政治局会议首度未提及“房住不炒”，转为强调“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”，体现了中央对于地产“新形势”已有清晰判断，房地产政策的想象空间或将有所增大。一方面，7 月以来中央各部委密集出台地产相关总量政策：7 月 21 日，国务院常务会议审议通过《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》，国常会要求，在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；7 月 31 日，国家发改委推出的恢复和扩大消费的 20 条措施，表示“支持刚性和改善性住房需求、提升家装家居消费”等是稳定大宗消费政策的重要内容；公安部 8 月 3 日召开新闻发布会，发布公安机关服务保障高质量发展 26 条措施，其中重点部署调整优化超大、特大城市落户政策，完善积分落户制度，更好地解决进城普通劳动者的落户问题。另一方面，一线城市也相继表态，7 月 24 日中央政治局会议及住建部企业座谈会后，深圳、北京、广州等城市均表态尽快推出有关措施。核心城市的政策发力空间足、需求根基好。中信证券研究部地产组认为，随着政策导向变化，大城市的政策柔性弹性会增加，住房需求释放值得期待。政策仍将沿着在供给侧为企业减负，在需求侧鼓励合理需求释放的节奏进展，房地产产业链整体将受益新的政策环境。

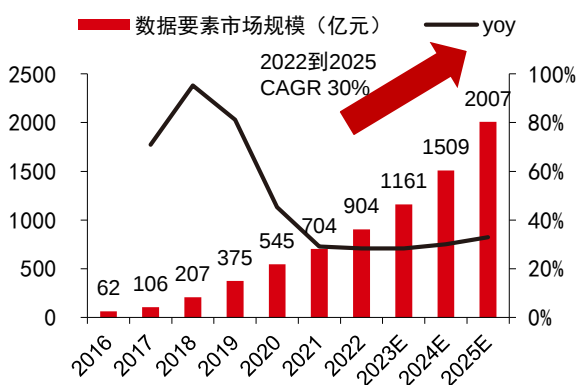
科技领域，8 月 1 日，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《加强基础研究 实现高水平科技自立自强》，文章出自习近平总书记 2023 年 2 月 21 日在二十届中央政治局第三次集体学习时的讲话。文章指出，“加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切

要求，是建设世界科技强国的必由之路”、“应对国际科技竞争、实现高水平科技自立自强，推动构建新发展格局、实现高质量发展，迫切需要我们加强基础研究，从源头和底层解决关键技术问题”。这是继 2022 年 5 月 1 日《求是》发表《加快建设科技强国，实现高水平科技自立自强》以来，总书记又一次就高水平自立自强做出的重要批示。文章也强调，“各级党委和政府要把加强基础研究纳入科技工作重要日程，加强统筹协调，加大政策支持力度，推动基础研究实现高质量发展”，预计未来各地将进一步加强科技领域产业政策支持。

当下数据要素、信创招标、数字经济和智能汽车方面均有积极变化，具体来看：

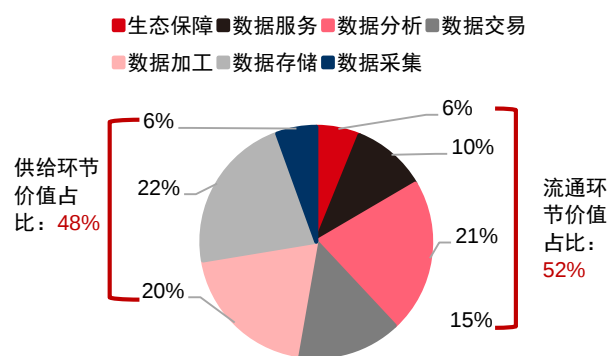
①数据要素方面，国家数据局局长确定，预计数据要素系列政策有望在中央层面开始统筹推进。2023 年 7 月 28 日，人社部发布国务院任免国家工作人员信息，刘烈宏获任命为国家数据局局长。挖掘数据要素潜在价值，以创新驱动全要素生产率提高，是推动实现中国式现代化的重要路径之一。2022 年 12 月公布的《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（又称《数据二十条》）将数据要素基础制度分为数据产权、流通与交易、收益分配和安全治理四大体系。其中公共数据、数据交易和数据产权三个方面将成为数据要素的政策重心。根据 3 月公布的《党和国家机构改革方案》，统筹数据资源整合共享和开发利用，推进数据要素基础制度建设将是国家数据局的重要职责。根据中信证券研究部政策组测算，数据要素市场规模有望在 2025 年迈上 2000 亿新台阶，对应 3 年 CAGR 为 30%。从远期来看，数据要素市场在 2030 年有望突破万亿。综合地方的制度探索和试点经验，我们认为公共数据的扩大共享和授权运营，数据交易体系的完善和数据产权探索等都是政策的积极发力点，在此次国家数据局成立后，系列政策有望在中央层面统筹推进。

图 21：2022 年我国数据要素市场规模接近千亿元



资料来源：《数据产品交易标准化白皮书》（之江实验室，浙江大学，浙江大数据交易中心等），中信证券研究部预测

图 22：数据要素价值在各个环节的占比

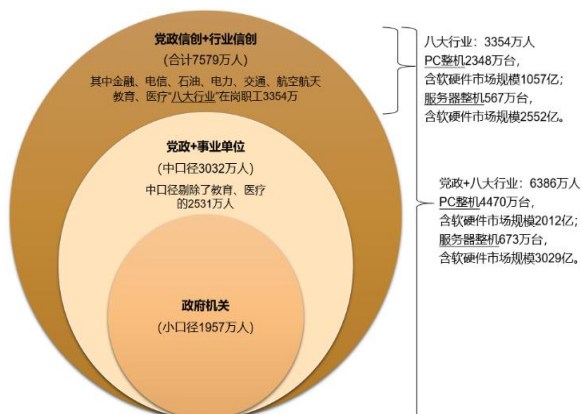


资料来源：《中国数据要素市场发展报告》（国家工业信息安全发展研究中心），中信证券研究部

②信创方面，上半年信创领域招标滞后，下半年大概率恢复增长节奏。虽然近期市场对板块节奏判断仍相对模糊，但在内部政策支持和外部不确定性持续扰动之下，下半年政府端推动信创产业发展必要性、确定性持续增强。7 月 20 日，工信部新闻发言人、总工程师赵志国在国新办新闻发布会上表示，算力作为数字经济时代新的生产力已成为经济社会高质量发展的重要支撑。据中国信息通信研究院测算，2022 年中国算力核心产业规模达

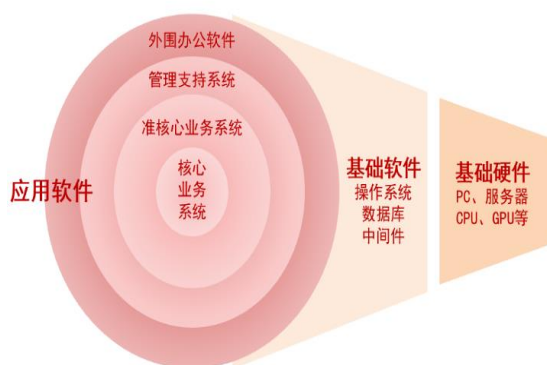
1.8 万亿元，算力每投入 1 元，将带动 3~4 元的 GDP 经济增长。赵志国明确，工信部将持续推动算力基础设施建设，出台指导算力基础设施高质量发展的政策文件，加大高性能智算供给；鼓励企业推出满足不同行业和企业需求的算力产品和服务。中信证券研究部计算机组认为，新一轮信创有望以 2022H2 为起点逐步进入爆发期，投资者应重点关注招标边际进展及核心厂商在增量招标上的份额变化。对未来几年，信创产业有望逐步从党政走向行业，打开更广阔应用空间。中信证券研究部计算机组测算八大关键行业 PC 整机总空间 2348 万台、服务器整机总空间 567 万台，PC/服务器市场总空间超 1000/2500 亿元，保守估算年化规模超 200/400 亿元并有望逐步提速。伴随短期信创从党政走向行业，核心产品能力重要性进一步凸显。中期来看，我们预计信创将成为新兴技术的坚实底座，信创与 AI 也终将走向融合，看好信创产业链相关软硬件等长期发展机遇。近期，麒麟软件接连公告重标重大项目，7 月 27 日独家中标中国邮政集团 6 万套服务器操作系统集采项目，8 月 3 日独家中标中交集团 6 万套国产桌面操作系统框架采购项目。麒麟软件接连中标行业信创大单，或表明各级政府与央国企开始有信创招标迹象，预计下半年行业需求有望加速释放，信创将恢复增长节奏。

图 23：由“党政信创”延伸至“行业信创”



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

图 24：信创核心品类有望进一步拓宽



资料来源：中信证券研究部绘制

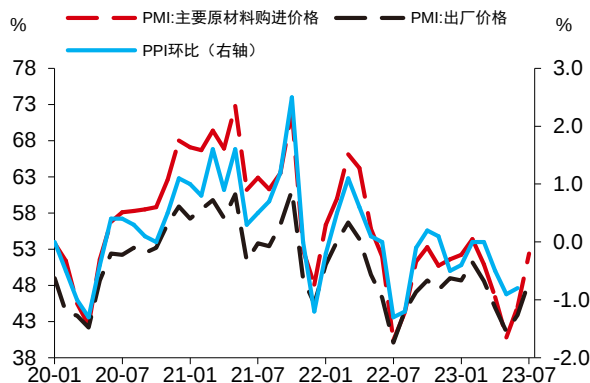
③专项债发行和使用加快，地方政府在新基建和数字经济领域的投入可能会加速。7 月 24 日召开的中共中央政治局会议强调，“要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。”根据财联社报道，近期监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。地方政府或将进一步加快使用专项债投入重大项目建设，数字经济、新基建等领域重大项目有望获得地方政府进一步投入。

④智能驾驶方面，小鹏与大众开启合作新模式，标志着中国车企智能化技术获全球化车企认可。7 月 26 日，小鹏汽车与大众达成技术合作框架协议，双方将基于 G9 车型，进行涵盖车型平台、智能网联、智能辅助驾驶系统的合作；同日，上汽集团与奥迪签署战略合作备忘录，进一步深化现有合作，双方将通过共同开发，快速、高效地拓展高端市场智能网联电动车产品组合。中信证券研究部汽车与零部件团队认为本次战略技术合作表明小鹏的智能化技术能力获得全球化车企认可，并有望全范围受益于此次合作，不仅是获得收入利

润，而且能够学习大众供应链管理和工程设计能力，提升小鹏的品牌影响力、车型打造能力，获得全方位的互惠双赢。小鹏与大众的合作系国内智能电动车发展的里程碑事件，与油车时代“以市场换技术引入合资车企”的历史形成鲜明对比，我们有望看到智能电动领域领先的主机厂 Tier 1 继续引领创新，实现份额的收割。

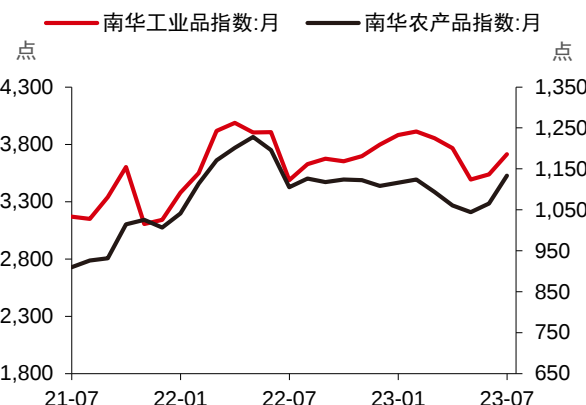
能源资源领域，7 月制造业 PMI 价格指数较上月明显回升，可能预示 PPI 同比将止跌回升。截至 7 月 31 日，7 月南华工业品指数、农产品指数、金属指数和能化指数均值分别环比上升 5.0%、6.3%、2.9%和 6.5%。大宗商品价格回暖带动了 PMI 价格指数的回升，7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 52.4%和 48.6%，较前值增加 7.4 和 4.7 个百分点。考虑到 7 月底政治局会议后出台的各类稳增长政策有望对基建投资或房地产新开工形成拉动，也将为下半年内需定价工业品的价格形成较强支撑，6 月 PPI 同比-5.4% 的读数或已达年内最低水平，预计 PPI 同比将从 7 月开始逐步回升。

图 25: 7 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均较上月回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26: 7 月南华工业品和南华农产品价格指数延续回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

能源资源品领域，无论是新能源相关的充电桩、风电，还是传统周期品如钢铁等，均迎来积极的催化，具体来看：

①新能源方面，近期充电桩政策迎来密集催化，需求有望加速上行。2023 年 6 月 19 日，国务院办公厅发布《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》。《意见》指出，到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系。目标要建设形成“城市面状、公路线状、乡村点状”布局的充电网络，其中，在城市地区，大中型以上城市经营性停车场具备规范充电条件的车位比例力争超过城市注册电动汽车比例，在农村地区，要实现充电服务覆盖率稳步提升。意见提出，要优化网络布局，重点建设“四张网”；要加快重点区域建设，涵盖居住区和公共区；要提升运营服务水平，强调社会化参与运营、统一标准、信息互联、规范管理；要加强技术创新，强调车网互动和新型充电技术。从政策端看，年初以来，国家相关部门陆续发布重磅政策文件，涉及公共领域电动化、充电基础设施支持新能源汽车下乡等，充电桩行业迎来密集的政策催化；从需求端看，随着新能源汽车保有量的逐渐增长、高压快充车型对大功率充电的需求，充电桩进入加速建设期。在政策与需求双重刺激下，充电桩产业链上下游公司有望受

益。

②风电方面，在风机大型化、中远海趋势明确和出口需求拉动的背景下，2023 年下半年风电行业有望迎来快速发展。一方面，风机大型化加速，助力成本持续下降，目前国内陆上风电项目收益率多已提升至 8%-10%，海上风电也有望提前开启平价上网。2023H1 由于政策原因，风电新增装机和招标规模不及预期，伴随着海风竞配方案的陆续出台，限制因素逐步解除，预计 2023H2 风电装机将迎来提速。此外，随着项目水深和离岸距离的持续增大，海上风电中远海发展趋势明确，逐步打开增量空间。我们预计 2023-25 年国内年均新增装机将达 82GW，CAGR 为 16.5%，其中，2023 年国内风电新增装机有望增至 70GW 左右，其中海风新增 8GW，且持续成长性凸显，预计海上风电 2023-25 年年均新增装机将达 14GW。另一方面，欧美等国家在能源独立和清洁能源转型的目标下，持续加码风电政策支持力度，提升海风中长期发展规划，预计海外 2021-25 年年均风电新增装机将达 49GW，2026-2030 年均新增装机约 94GW，其中 2021-2025 年海外海上风电预计年均新增装机约 7.4GW，至 2025 年新增装机规模或达 15GW，对应 CAGR 约为 38%。此外，预计 2026-30 年海外海上风电装机增长将明显加速，年均装机约 28GW，以实现 2030 年各国政府公布的累计装机目标近 200GW。目前国内塔筒桩基、铸锻件、主轴、法兰等零部件环节头部厂商已切入海外优质客户供应体系，产品性价比竞争优势显著，有望跟随大兆瓦产品出口需求加速增长，享受产品溢价和高毛利率红利。

■ 积极参与地产、科技、能源资源三大产业主题，忽略短期激烈的预期博弈

趋势上，政策、基本面、流动性、情绪四大拐点在 8 月共振，A 股已经开启今年继 1 月和 4 月后的第三个关键做多窗口。我们建议投资者重点关注政策不断发力、经济边际向好、盈利持续修复的大方向，减少对政策落地速度、市场预期摇摆和板块轮动速切的担忧，积极参与年内第三轮做多窗口。

配置上，建议聚焦有政策催化或业绩拐点的三大产业主题，具体包括 1) **地产产业链**受益于政策优化的逐步落地，关注**物业管理、家居、消费建材**等行业的长期成长机遇；2) **科技产业**，自主可控领域建议持续关注**信创、半导体、AI 国产化**的催化，基本面视角下关注盈利持续改善的**运营商**，以及**存储、面板**的行业周期底部反转机会，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**；3) **能源资源产业**，传统能源关注商品价格回暖和 PPI 底部反弹带来的利润环比修复，从下半年盈利弹性的角度，建议关注**充电桩、风电**等。

■ 风险因素

中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策推进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（仅就本研究报告负责条款而言，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）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持任何观点的背书。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。