

分析师:

张启尧

zhangqiyao@xyzq.com.cn

S0190521080005

胡思雨

S0190521110003

张勋

S0190520070004

吴峰

S0190510120002

杨震宇

S0190520120002

转机或在9月

——A股策略展望

2023年8月27日

相关报告

20230816

《一场策略研究视角的革命》

20230813

《坚定信心，保持耐心——A股策略展望》

20230810

《深度复盘：PPI见底前后行业表现如何？》

20230808

《10类资金：主导资金有何变化？》

20230802

《外资近期为何大幅流入？后续怎么看？》

投资要点

一、转机或在9月

——风险溢价重回历史极值区间，建议保持底线思维、保持耐心、等待转机。经历8月中旬以来的调整后，上证综指股权风险溢价已超过三年股东平均+1倍标准差，指向市场已处于底部区域。

——我们倾向于认为，转机或在9月出现：

1、8月份数据疲弱或为9月初带来新的宏观、地产政策加码预期。8月15日，央行对MLF、OMO分别降息15BP与10BP后，8月21日LPR也同步调降。8月25日，国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。同日，住建部、央行、金融监管总局推动落实购买首套房贷款“认房不认贷”政策措施。而往后看，若8月份数据继续疲弱，或为9月初带来新的宏观、地产政策加码预期。

2、各项资本市场呵护措施也开始发力，有望逐步带动微观资金面改善、推动市场信心修复。一方面，证监会已明确表示将加强一、二级市场的逆周期调节。另一方面，公募和券商资管纷纷公布自购计划，上市公司也密集披露回购预案，向市场投资者释放积极信号、提振市场情绪。后续更多的资本市场呵护举措也值得期待。

3、以史为鉴，本轮外资流出或已处于尾声阶段。我们系统性梳理了2014年底陆股通开通以来，过去10轮外资持续大幅流出期间的情况后发现，本轮外资的流出压力已高于历轮平均，仅次于2020年2月至3月。往后看，随着国内政策宽松预期升温，叠加人民币汇率企稳，本轮外资流出有望进入尾声。

4、随着中报逐步披露完毕，负面财报信息也将阶段性消化充分。近期随着中报陆续披露，负面财报信息、乃至高业绩预期的提前兑现，都对市场及相关板块表现形成了明显的扰动。而往后看，随着中报披露完毕，市场对于负面财报信息阶段性消化充分，来自业绩的扰动有望减弱。

——因此，尽管近期市场由于内外部风险因素冲击再度回落，但随着市场重新来到底部区域、政策呵护逐步落地，当前已是“黎明前的黑暗”，建议保持底线思维、保持耐心、等待转机。配置上，关注三大方向：1)以中长期的确定性应对短期的不确定，持续关注低波红利资产；2)受益于相关政策及事件驱动的主题性机会，如券商、环保等；3)高质量发展下，仍是结构性行情特征，聚焦景气优势的方向，建议关注兴证策略118细分行业景气比较框架。

二、关注红利低波资产。经济低位波动，高增长、高景气行业相对稀缺，以景气为锚博取超额收益的难度提升，盈利稳定、且抵御市场波动能力较强的红利低波资产仍是值得重点关注的品种。与此同时，红利低波资产当前股息率处于历史较高水平，作为优质短久期类债资产，其本身也具备较高配置价值。综合2023年预期股息率与估值水平，红利低波资产中可重点关注石油石化、运营商、保险、电力和交运；此外，港股电信运营商、能源（石油、煤炭）、公用事业等领域的优质央企龙头也具备较强的高股息配置价值。

三、“数字经济”：拥挤度已到低位，战略布局时点正在临近。1)“数字经济”拥挤度已处于低位，超额收益显著收敛。2)从持仓来看，当前“数字经济”已回落至接近标配。3)“数字经济”轮动强度已回升至较高水平。结合景气度、拥挤度、持仓，关注五大细分方向：运营商、数字媒体、半导体设计、存储器、IT服务。

四、战略性看多半导体：顺周期的成长股，TMT中的洼地。半导体、消费电子既是成长股，又有很强的周期属性。与此同时，半导体也是TMT中的洼地，已经具备了较高的赔率。随着自身景气周期拐点的临近，下半年其胜率也将越来越高。

风险提示：关注经济数据波动，政策超预期收紧，美联储超预期加息等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、转机或在 9 月	3 -
二、以中长期的确定性应对短期的不确定，关注低波红利资产	6 -
三、数字经济：拥挤度已到低位，战略布局时点正在临近	8 -
3.1、“数字经济”拥挤度已处于低位	8 -
3.2、从持仓来看，当前“数字经济”已回落至接近标配	9 -
3.3、“数字经济”轮动强度已见到拐点，开始逐步回落	10 -
3.4、综合景气度与拥挤度，当前关注哪些细分方向？	10 -
四、下半年继续战略性看好半导体	12 -
4.1、半导体是顺周期的成长股，三大周期共振下，未来一到两年业绩有望持续加速	12 -
4.2、半导体多数板块仍处低位，赔率较高，胜率也正在提升	14 -
风险提示：关注经济数据波动，政策超预期收紧，美联储超预期加息等。 ...	15 -

图表目录

图表 1、上证综指股权风险溢价已超过三年股东平均+1 倍标准差	3 -
图表 2、主要经济指标同比增速，%	4 -
图表 3、近期预案回购的上市公司的数量明显增加	4 -
图表 4、2023 年 6 月以来，外资净流入结构拆分（亿元）	5 -
图表 5、外资大幅流出时期梳理	5 -
图表 6、PMI 仍在荣枯线下，经济增长低位波动	6 -
图表 7、高景气行业数量占比维持低位水平，景气锚的有效性	7 -
图表 8、红利低波资产当前股息率处于历史较高水平	7 -
图表 9、一级行业 2023 年预测股息率与估值	8 -
图表 10、“数字经济”各细分方向拥挤度（2023/7/28-2023/8/25）	9 -
图表 11、截至二季度，主动偏股基金对 TMT 板块的超配比例仍不算高	9 -
图表 12、当前数字经济轮动强度已回升至较高水平	10 -
图表 13、“数字经济”当前景气度分布	11 -
图表 14、“数字经济”细分行业持仓情况（标红为综合排名前 10 行业）	12 -
图表 15、2024 年业绩增速高于 2023 年业绩增速的行业（单位：% ，截至 2023 年 6 月）	13 -
图表 16、2010 年以来各行业营收与总量经济周期相关性	13 -
图表 17、中国半导体销量与国内经济增长高度相关，%	14 -
图表 18、全球半导体销量与全球经济增长高度相关，%	14 -
图表 19、2022 年半导体各环节市场空间及国产化率	14 -

报告正文

一、转机或在9月

风险溢价重回历史极值区间，建议保持底线思维、保持耐心、等待转机。近期市场连续偏弱，核心症结仍在于投资者信心不足、风险偏好萎靡、市场情绪脆弱。与此同时，国内经济数据低于预期，叠加美债利率新高、外资大幅流出，进一步加剧了市场的担忧。但经历8月中旬以来的调整后，上证综指股权风险溢价已超过三年股东平均+1倍标准差，指向市场已处于底部区域。因此，站在当前时点，建议保持底线思维、保持耐心、等待转机。

图表 1、上证综指股权风险溢价已超过三年股东平均+1倍标准差

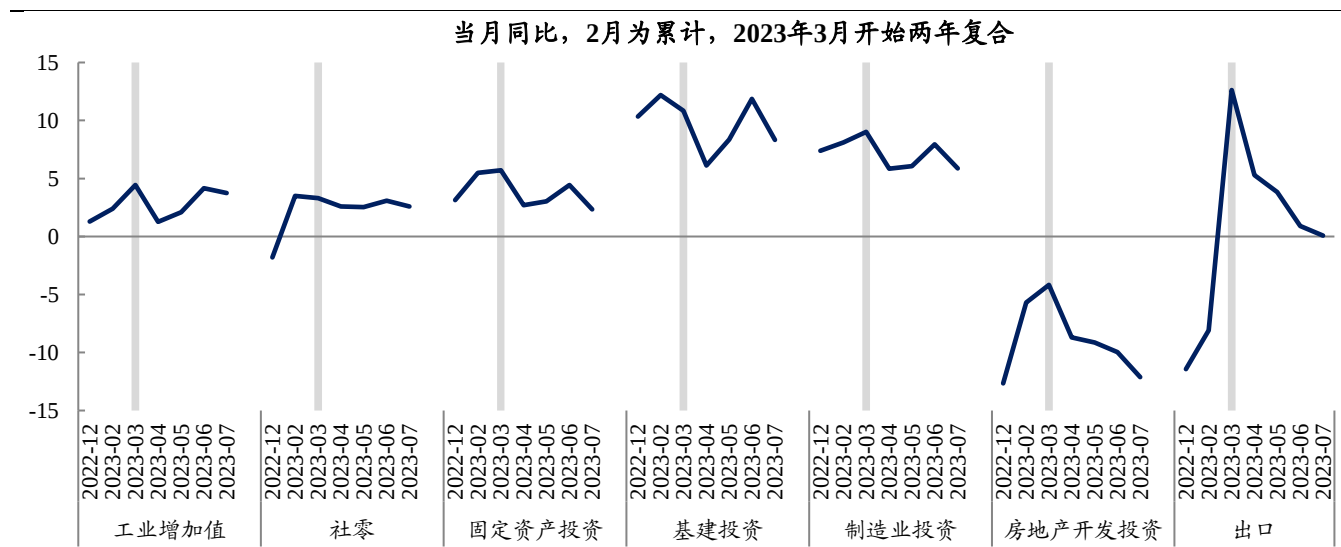


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们倾向于认为，转机或在9月出现：

1、8月份数据疲弱或为9月初带来新的宏观、地产政策加码预期。我们看到，7月经济、金融数据边际走弱之下，各项政策宽松措施已在加速落地：8月15日，央行对MLF、OMO分别降息15BP与10BP后，8月21日LPR也同步调降。8月17日，央行2023年二季度货币政策执行报告进一步推出促进融资和信贷成本降低、必要时可新设结构性工具、统筹协调金融支持化债等增量部署。8月25日，国常会又审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，要求推进保障性住房建设、推动扩大有效投资，促进房地产市场平稳健康发展。同日，住建部、央行、金融监管总局发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不认贷”政策措施。而往后看，若8月份数据继续疲弱，或为9月初带来新的宏观、地产政策加码预期。

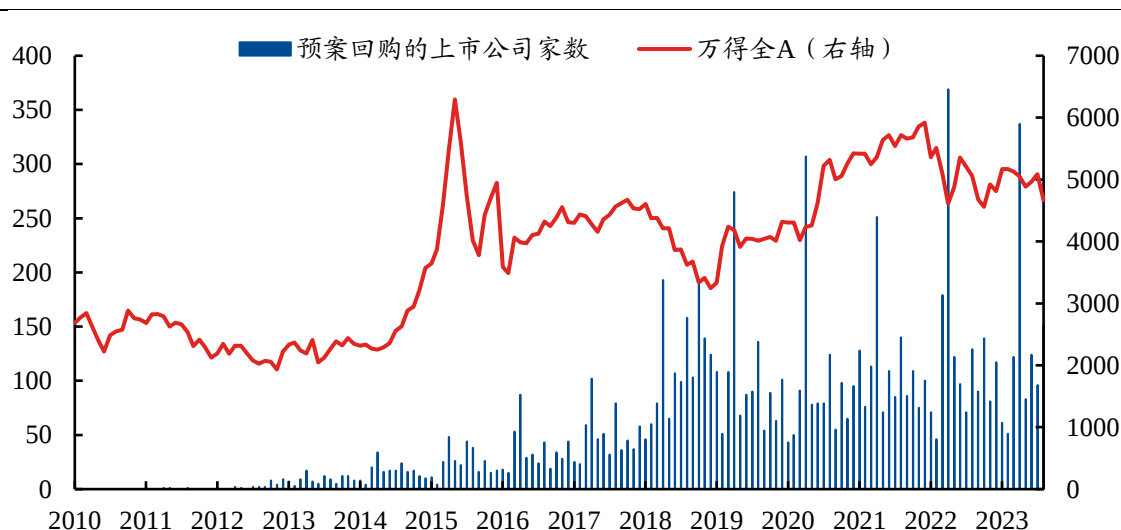
图表 2、主要经济指标同比增速，%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、各项资本市场呵护措施也开始发力，有望逐步带动微观资金面改善、推动市场信心修复。一方面，证监会已明确表示将加强一、二级市场的逆周期调节。另一方面，公募和券商资管纷纷公布自购计划，上市公司也密集披露回购预案，向市场投资者释放积极信号、提振市场情绪。后续更多的资本市场呵护举措也值得期待。

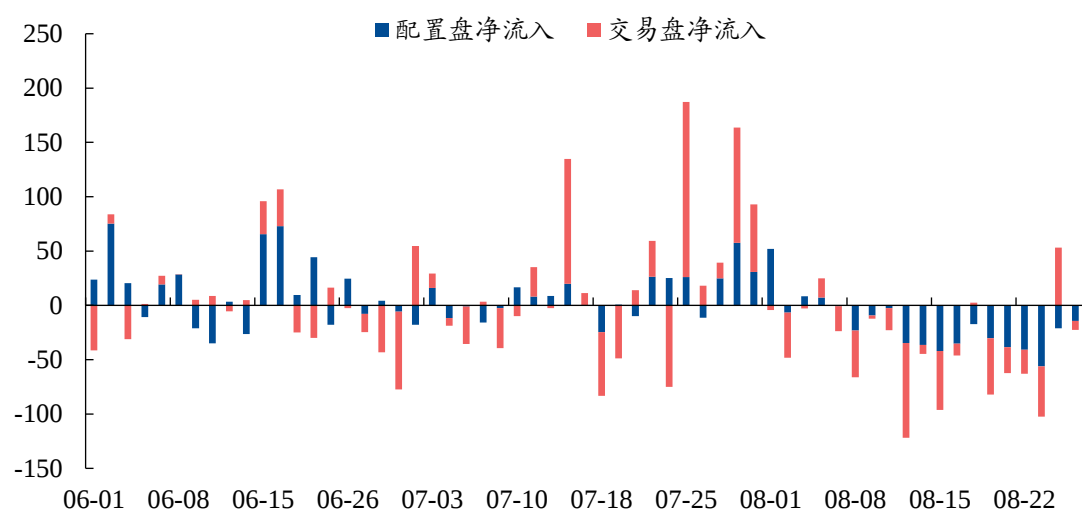
图表 3、近期预案回购的上市公司的数量明显增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、以史为鉴，本轮外资流出或已处于尾声阶段。受国内外风险因素拖累，本周外资继续流出，陆股通北上资金已连续 3 周出现规模 200 亿元以上的净流出。其中，配置盘流出 170.83 亿元。但另一方面，随着人民币汇率企稳，交易盘净流出规模已在逐步缩减，由前两周的百亿以上收窄至本周的 47.33 亿元。

图表 4、2023 年 6 月以来，外资净流入结构拆分（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

参考历史经验，我们认为本轮外资流出压力已经释放得较为充分。我们系统性梳理了 2014 年底陆股通开通以来，过去 10 轮外资持续大幅流出期间的情况后发现，从区间流出金额、日均流出金额、外资持股市值变化、外资持股占 A 股总市值比重的变化来看，本轮外资的流出压力已高于历轮平均水平，仅次于 2020 年 2 月至 3 月。往后看，随着国内政策宽松预期升温，叠加人民币汇率企稳，本轮外资流出有望进入尾声。

图表 5、外资大幅流出时期梳理

起始日期	结束日期	流出天数	区间流出金额（亿元）	日均流出金额（亿元）	外资占A股市值比重变化	外资持股市值变动幅度	A股涨跌幅
2015/6/24	2015/7/12	13	-373.56	-28.74	-	-	-25.28%
2015/10/12	2015/11/23	31	-302.75	-9.77	-	-	22.39%
2019/3/6	2019/5/31	59	-780.32	-13.23	-0.01%	-6.60%	-4.98%
2020/2/21	2020/3/23	22	-1084.05	-49.28	-0.21%	-20.93%	-13.18%
2020/7/10	2020/8/7	21	-569.67	-27.13	-0.11%	-3.15%	-0.68%
2020/8/18	2020/9/9	17	-270.66	-15.92	-0.01%	-5.61%	-5.15%
2020/9/21	2020/9/30	8	-287.87	-35.98	-0.03%	-3.76%	-3.72%
2020/10/14	2020/10/27	10	-210.53	-21.05	-0.04%	-3.70%	-3.61%
2022/3/7	2022/3/15	7	-667.53	-95.36	-0.17%	-14.21%	-11.09%
2022/9/14	2022/11/10	34	-729.219	-21.45	-0.21%	-12.62%	-6.62%
2023/8/7	2023/8/25	21	-771.16	-36.72	-0.14%	-11.52%	-5.59%
中位数		19	-471.62	-24.29	-0.07%	-6.11%	-5.07%
均值		22	-549.76	-32.24	-0.10%	-9.12%	-5.23%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4、随着中报逐步披露完毕，负面财报信息也将阶段性消化充分。近期随着中报陆续披露，负面财报信息、乃至高业绩预期的提前兑现，都对市场及相关板块表现形成了明显的扰动。而往后看，随着中报披露完毕，市场对于负面财报信息

阶段性消化充分，来自业绩的扰动有望减弱。

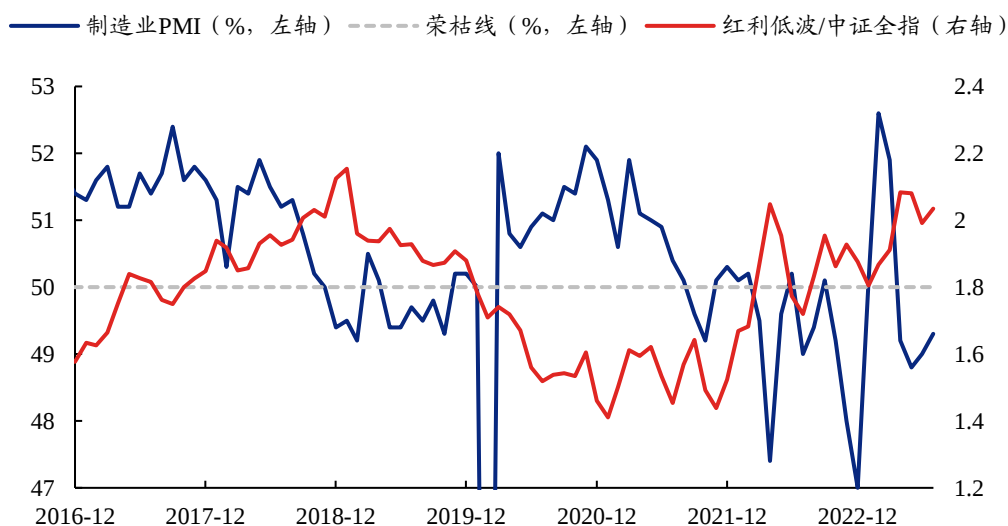
因此，尽管近期市场由于内外部风险因素的冲击再度回落，但随着市场重新来到底部区域、政策呵护逐步落地，当前已是“黎明前的黑暗”，建议保持底线思维、保持耐心、等待转机。

配置上，重点关注三大方向：1) 以中长期的确定性应对短期的不确定，持续关注低波红利资产；2) 受益于相关政策及事件驱动的主题性机会，如券商、环保等；3) 高质量发展下，仍是结构性行情特征，聚焦景气优势的方向，建议关注兴证策略 118 细分行业景气比较框架。

二、以中长期的确定性应对短期的不确定，关注低波红利资产

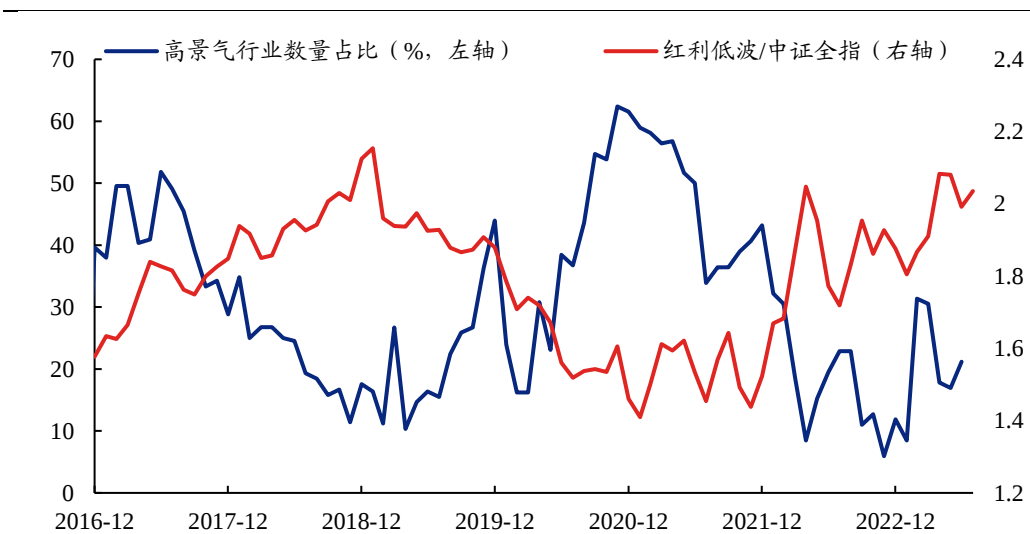
经济低位波动，高增长、高景气行业相对稀缺，以景气为锚博取超额收益的难度提升，盈利稳定、且抵御市场波动能力较强的红利低波资产仍是值得重点关注的品种。当前国内、海外不确定性因素仍多，经济趋势增长的可预测性总体下降，而 PMI 也仍处于荣枯线下，高景气行业数量占比持续维持低位。由此，在高增长、高景气行业相对稀缺、且诸多不确定性因素扰动短期难以消除的市场环境中，以景气为锚博取显著超额收益的难度明显提升，盈利稳定、且抵御市场波动能力较强的红利低波资产是值得重点关注的品种。

图表 6、PMI 仍在荣枯线下，经济增长低位波动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

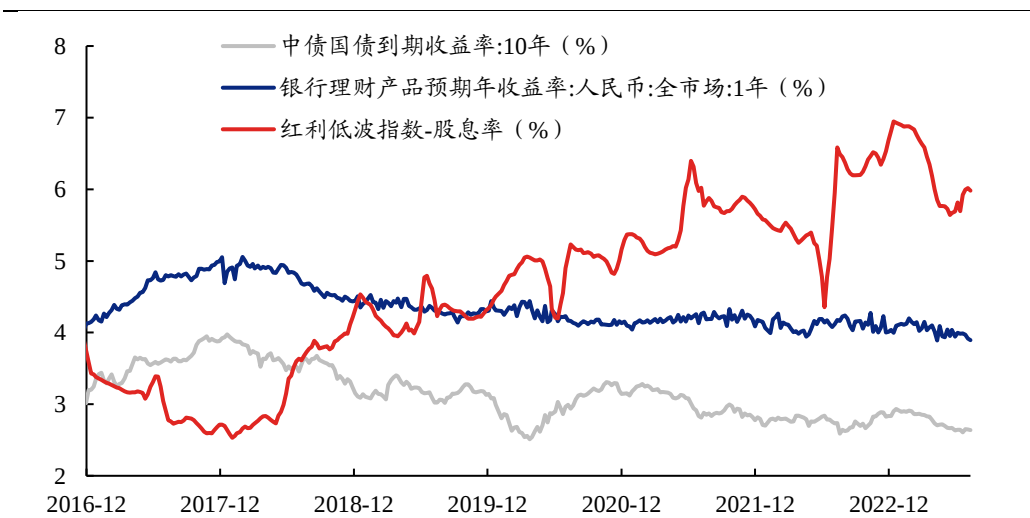
图表 7、高景气行业数量占比维持低位水平，景气锚的有效性



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

与此同时，红利低波资产当前股息率处于历史较高水平，作为优质短久期类债资产，其本身也具备较高配置价值。银行理财收益率持续下行，流动性宽松下国债长端利率短期也易下难上，而红利低波资产当前股息率仍接近 6%，正处于历史较高水平，作为优质短久期类债资产，其本身也具备较高配置价值。

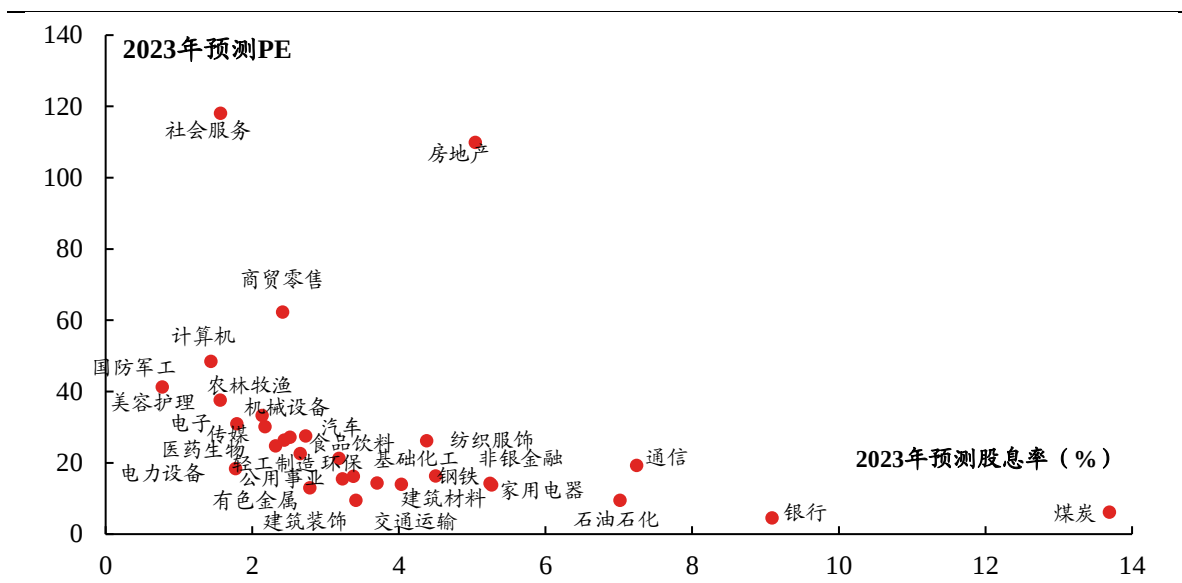
图表 8、红利低波资产当前股息率处于历史较高水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

综合 2023 年预期股息率与估值水平，红利低波资产中可重点关注石油石化、运营商、保险、电力和交运；此外，港股电信运营商、能源（石油、煤炭）、公用事业等领域的优质央国企龙头也具备较强的高股息配置价值。

图表 9、一级行业 2023 年预测股息率与估值



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

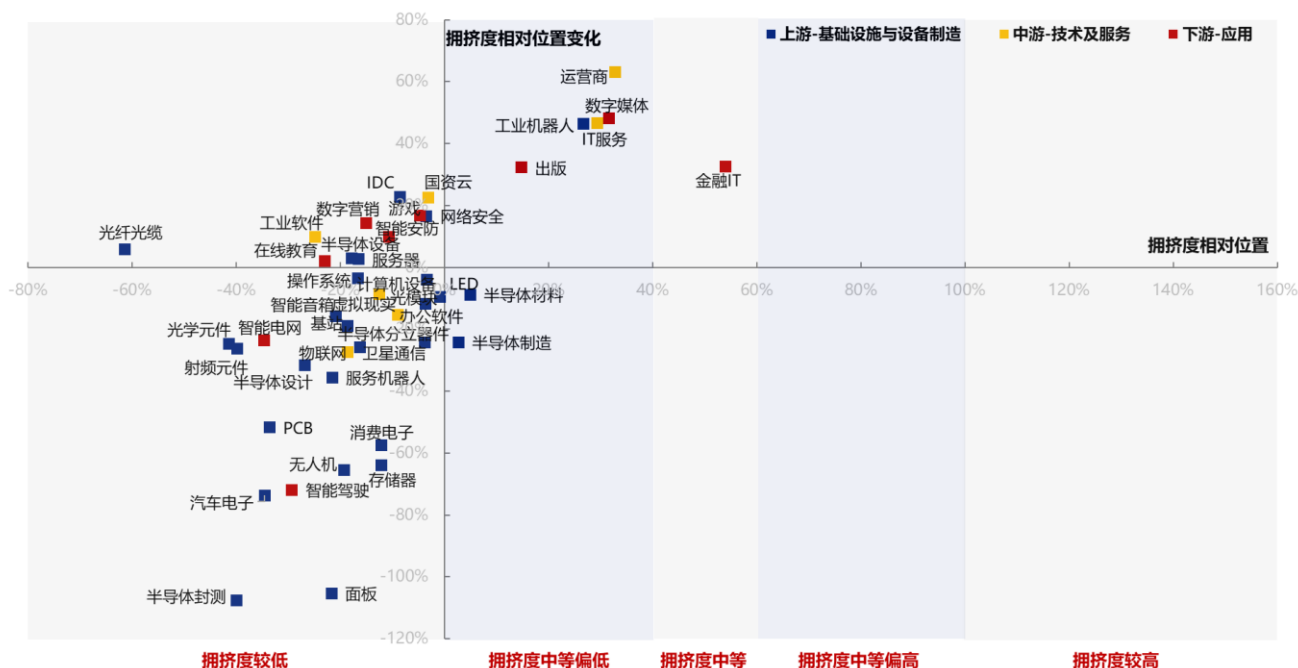
三、数字经济：拥挤度已到低位，战略布局时点正在临近

近期“数字经济”板块连续遭遇调整，引发市场担忧。但我们认为随着其拥挤度来到低位、仓位回落、轮动强度见到拐点，“数字经济”板块战略布局时点正在临近。

3.1、“数字经济”拥挤度已处于低位

经历 6 月下旬以来的调整后，当前“数字经济”成交占比已显著回落。其中，大多数板块、方向的拥挤度回落至历史较低水平。

图表 10、“数字经济”各细分方向拥挤度（2023/7/28-2023/8/25）

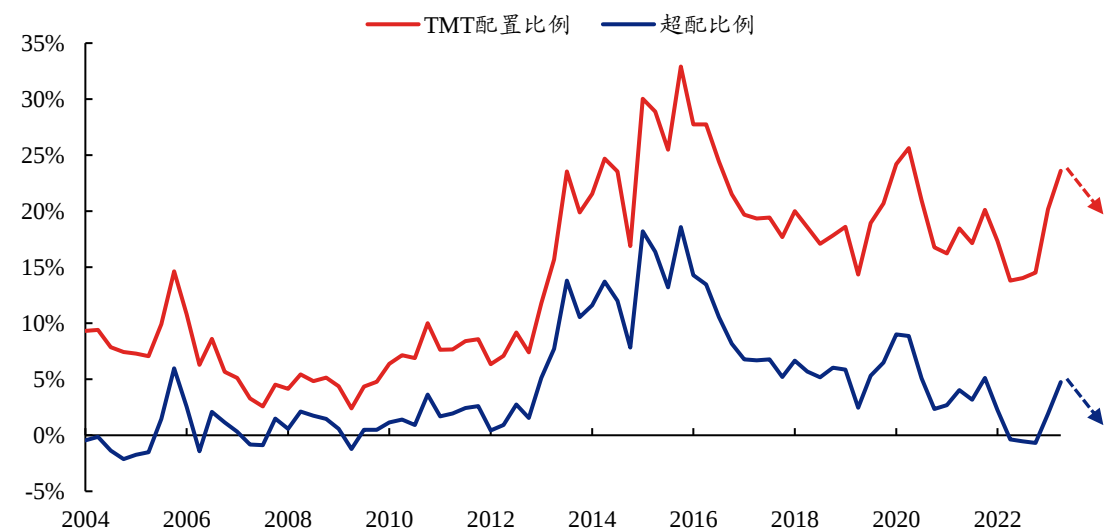


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、从持仓来看，当前“数字经济”已回落至接近标配

基金二季报中，TMT的仓位为 23.6%，超配比例为 4.74%、处于 2010 年以来 41.5% 的分位数。然而 7 月以来，结合拥挤度变化和市场表现，TMT 多数方向被持续减仓，当前或已回落至接近标配的水平。

图表 11、截至二季度，主动偏股基金对 TMT 板块的超配比例仍不算高



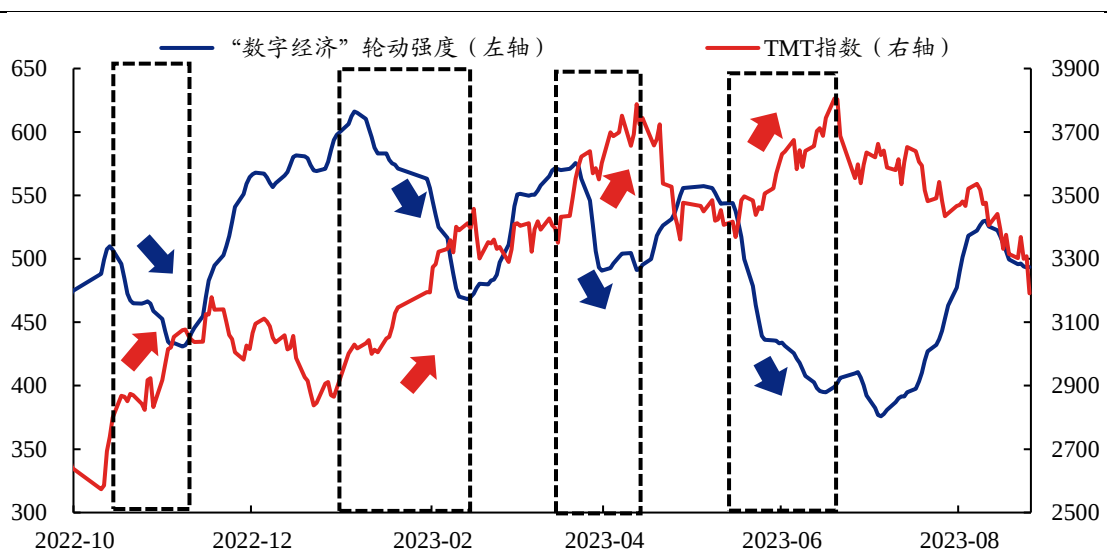
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、“数字经济”轮动强度已见到拐点，开始逐步回落

轮动强度是兴证策略团队独家构建的重要择时指标，其对主线节奏具有较好的指示意义。“数字经济”轮动强度与指数走势多数时间呈反向走势：每当轮动强度收敛，板块则往往结束调整、迎来新的主线，核心是寻找最强的主线方向；而当轮动强度上行时，板块基本都伴随着主线发散、轮动加快需要更多关注低位行业的轮动扩散机会。

当前，“数字经济”轮动强度已见到拐点，开始逐步回落，指向 TMT 板块波动调整最剧烈的时候或在过去，有望在轮动中蓄力并孕育新的方向。

图表 12、当前数字经济轮动强度已回升至较高水平



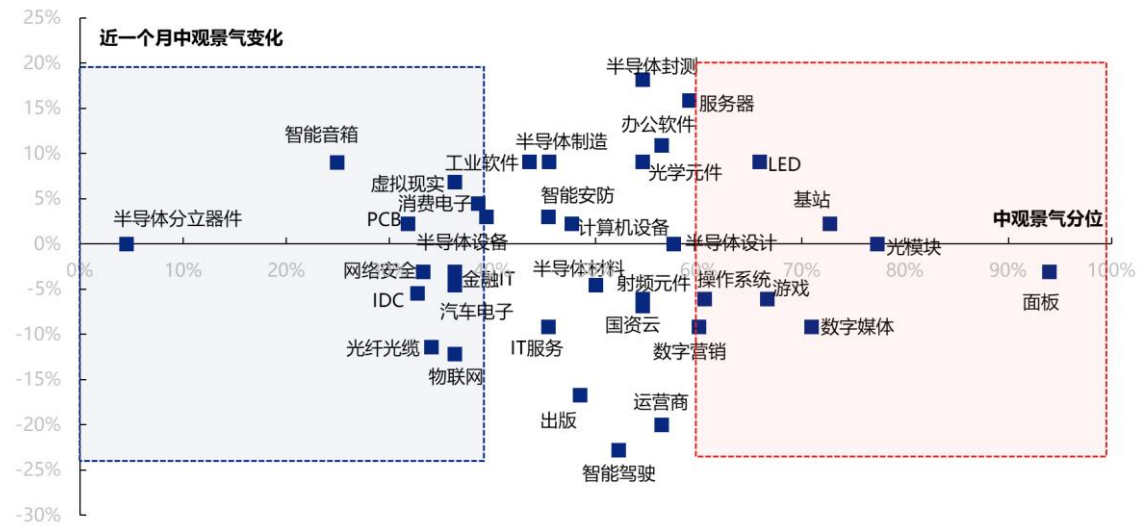
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、综合景气度与拥挤度，当前关注哪些细分方向？

当前“数字经济”绝大多数细分方向拥挤度已回落至低位，战略性布局时点正在临近。结合景气度、拥挤度、持仓，关注当前景气度处于高位或景气度显著改善、拥挤度处于低位、仓位合理的五大细分方向：消费电子、PCB、数字媒体、运营商、出版。

首先，当前景气度仍处于高位的有基站、LED、光模块、面板、数字媒体、游戏、数字营销、操作系统等；景气度处于低位但边际改善明显的有虚拟现实、消费电子、智能音箱、PCB、半导体设备等。

图表 13、“数字经济”当前景气度分布



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，当前“数字经济”各细分方向拥挤度均处于低位，近期提升比较明显的有运营商、IT服务、数字媒体、金融 IT、工业机器人、出版等。

另外，当前“数字经济”仓位仍处于历史低位的有上游（射频元件、PCB、光纤光缆、半导体封测、存储器、半导体制造、半导体设计、消费电子、机器人、汽车电子等）、中游（物联网、虚拟现实）、下游（数字媒体、数字营销、智能安防、金融 IT 等）。

图表 14、“数字经济”细分行业持仓情况（标红为综合排名前 10 行业）

产业链	行业分类	细分方向	Q2配置比例	Q2配置比例 环比变动	Q2超配比例	Q2超配比例 环比变动	最近6个季度 配置比例	近五年 持仓历史分位
上游 基础设施及 设备制造	网络通信	基站	3.88%	2.23%	2.93%	2.04%		100.00%
		光模块	1.82%	1.38%	1.33%	1.12%		100.00%
		光学元件	0.04%	0.01%	-0.07%	0.01%		100.00%
		射频元件	0.44%	-0.06%	0.25%	-0.04%		47.30%
		PCB	0.54%	-0.07%	0.06%	-0.04%		47.30%
		光纤光缆	0.04%	-0.09%	-0.16%	-0.09%		15.70%
		卫星通信	1.01%	-0.14%	0.54%	-0.15%		68.40%
	基础硬件	服务器	2.43%	1.48%	1.76%	1.34%		100.00%
		IDC	2.83%	1.23%	1.65%	1.05%		100.00%
	芯片及 存储	计算机设备	1.98%	1.08%	0.47%	0.84%		94.70%
		半导体设备	2.06%	0.52%	1.48%	0.46%		100.00%
		半导体封测	0.25%	0.16%	-0.06%	0.13%		68.40%
		存储器	1.03%	-0.03%	0.47%	-0.05%		36.80%
		半导体材料	1.81%	-0.23%	0.91%	-0.15%		84.20%
		半导体制造	2.17%	-0.46%	0.71%	-0.36%		36.80%
		半导体设计	3.32%	-0.56%	1.52%	-0.41%		57.80%
	基础软件	半导体分立器件	2.22%	-0.60%	0.87%	-0.45%		15.70%
		操作系统	1.89%	0.10%	1.22%	0.09%		94.70%
	智能设备制造	网络安全	1.75%	-0.12%	0.80%	-0.05%		84.20%
		消费电子	2.18%	0.83%	0.39%	0.64%		47.30%
		智能音箱	1.53%	0.39%	0.88%	0.36%		31.50%
		汽车电子	1.93%	0.10%	0.84%	0.12%		52.60%
		工业机器人	0.08%	0.02%	-0.11%	-0.01%		57.80%
		面板	0.06%	-0.02%	-0.24%	0.00%		42.10%
		服务机器人	0.22%	-0.02%	0.02%	-0.01%		26.30%
中游 技术及服务	技术	LED	0.37%	-0.07%	0.11%	-0.06%		21.00%
		无人机	0.21%	-0.09%	0.02%	-0.09%		47.30%
	软件/服务	物联网	2.99%	0.79%	1.60%	0.78%		84.20%
		虚拟现实	2.92%	0.18%	0.87%	0.20%		21.00%
		国资云	4.96%	0.65%	3.12%	0.63%		89.40%
		工业软件	2.78%	0.08%	1.63%	0.07%		100.00%
		运营商	0.74%	0.06%	-2.23%	0.03%		100.00%
		IT服务	0.07%	-0.03%	-0.12%	-0.02%		84.20%
		办公软件	1.29%	-0.31%	0.78%	-0.27%		73.60%
	下游应用	游戏	1.17%	0.64%	0.50%	0.53%		84.20%
		智能驾驶	1.97%	0.34%	0.11%	0.31%		78.90%
		在线教育	0.86%	0.28%	0.41%	0.27%		100.00%
		智能电网	0.57%	0.06%	-0.29%	0.02%		57.80%
		出版	0.18%	0.04%	-0.19%	-0.02%		78.90%
		数字媒体	0.08%	-0.07%	-0.11%	-0.08%		0.00%
		数字营销	0.04%	-0.09%	-0.14%	-0.08%		36.80%
		智能安防	0.64%	-0.42%	0.01%	-0.32%		15.70%
		金融IT	1.60%	-0.51%	0.53%	-0.39%		26.30%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、下半年继续战略性看好半导体

4.1、半导体是顺周期的成长股，三大周期共振下，未来一到两年业绩有望持续加速

半导体下游需求与宏观经济密切相关，且自身又具备较强的成长性，是典型的顺周期中的成长股，未来一到两年业绩有望持续加速。下半年，随着海内外经济

逐步企稳，半导体景气周期有望触底反转，并且科技创新周期、国产化周期为半导体带来新的增长极。并且展望 2024 年，半导体更有望从“困境反转”走向“强者恒强”，未来一到两年业绩有望持续加速，是中长期战略布局的方向。

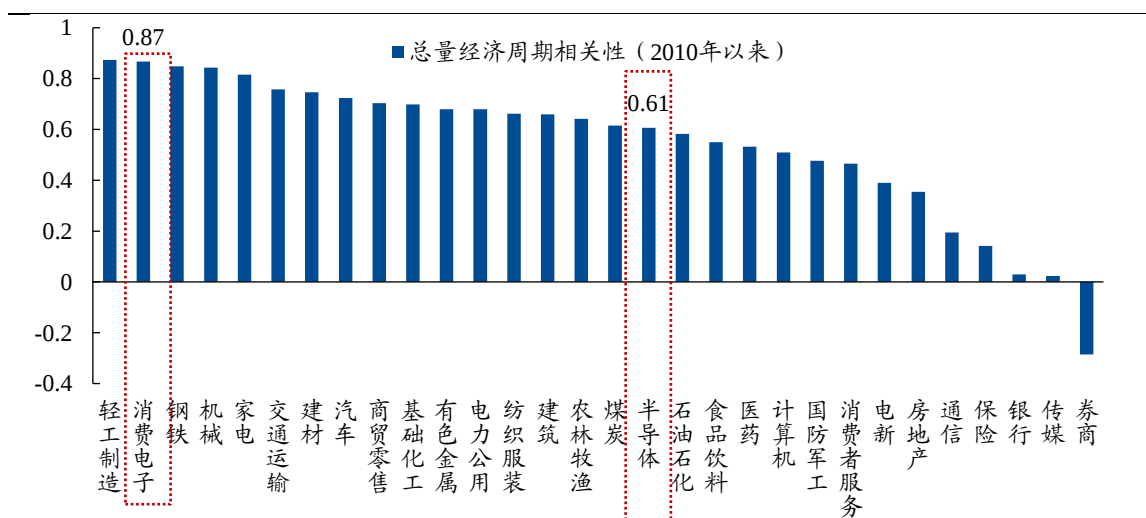
图表 15、2024 年业绩增速高于 2023 年业绩增速的行业（单位：% ，截至 2023 年 6 月）

类别	行业	2022A-净利润增速	2023E-净利润增速	2024E-净利润增速	2023E-业绩类型	2024E-业绩类型
TMT	半导体设计	-34.5	48.8	49.9	困境反转	景气加速
TMT	半导体封测	-30.0	3.6	45.0	困境反转	景气加速
TMT	存储器	-8.8	10.6	38.1	困境反转	景气加速
TMT	光模块	24.4	23.5	33.2	景气加速	景气加速
TMT	射频元件	-8.5	32.0	33.1	困境反转	景气加速
TMT	PCB	-11.2	31.6	32.4	困境反转	景气加速
TMT	IT服务	13.1	27.6	28.1	景气加速	景气加速
TMT	半导体制造	31.7	12.9	27.5	景气加速	景气加速
TMT	基站	4.2	23.8	24.9	景气加速	景气加速
金融地产	银行	7.7	5.6	8.6	景气加速	景气加速
消费	航空运输	-200.5	115.5	239.9	困境反转	景气加速
消费	医疗服务	13.9	25.6	30.2	景气加速	景气加速
消费	医疗器械	0.6	14.0	27.7	景气加速	景气加速
消费	化学制药	9.5	23.6	24.3	景气加速	景气加速
消费	纺织制造	12.7	15.3	22.4	景气加速	景气加速
制造	乘用车	9.2	27.4	30.9	景气加速	景气加速
制造	锂电池	125.6	14.7	27.3	景气加速	景气加速
周期	塑料	-5.8	36.7	38.5	困境反转	景气加速
周期	化学纤维	-51.7	26.3	32.2	困境反转	景气加速
周期	化学原料	-26.1	7.6	28.9	困境反转	景气加速
周期	玻璃	-4.9	12.3	28.3	困境反转	景气加速
周期	石油石化	29.6	7.7	8.7	景气加速	景气加速
周期	煤炭	52.7	2.5	4.4	景气加速	景气加速

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

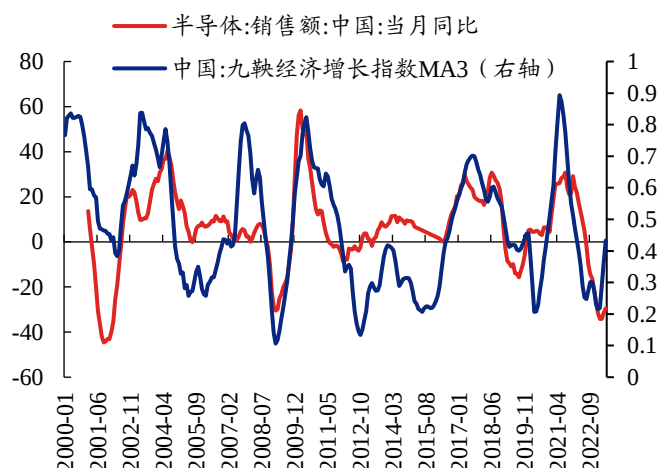
- **周期性：**半导体景气度与经济相关度高，当前已处于周期底部。周期性上，半导体销量与国内经济、全球经济高度相关，国内经济体感最差时候逐步过去，海外需求也有望在下半年触底，海内外半导体景气已处于周期底部。

图表 16、2010 年以来各行业营收与总量经济周期相关性



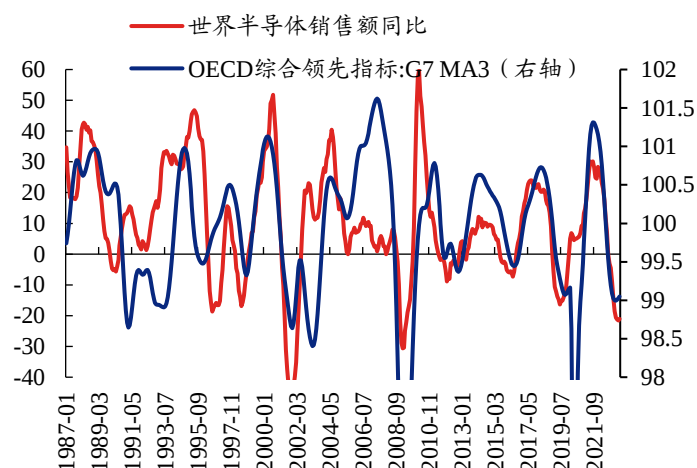
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。注：总量经济用中国九款经济增长指数

图表 17、中国半导体销量与国内经济增长高度相关，%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

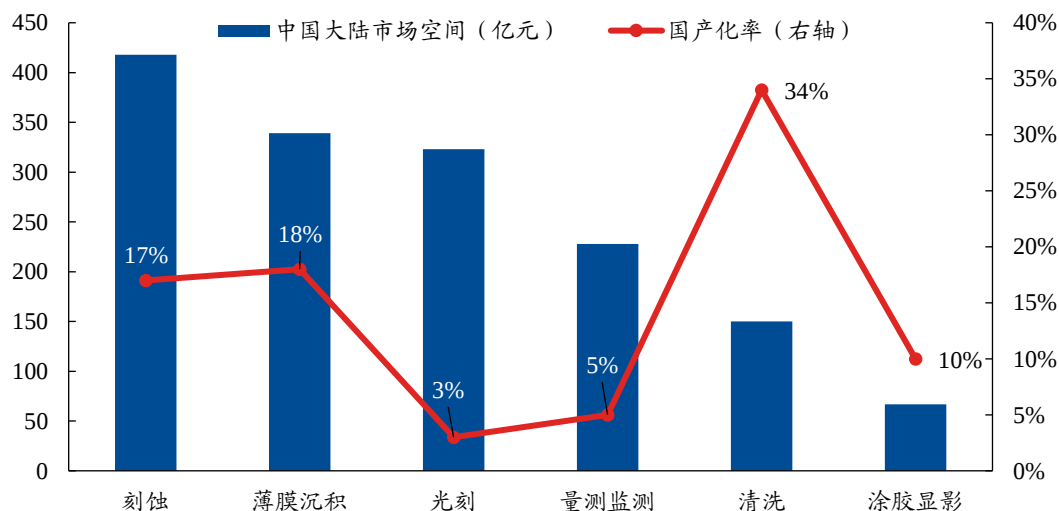
图表 18、全球半导体销量与全球经济增长高度相关，%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 成长性上，AI 科技创新周期与国产化替代周期叠加，带来股价更大弹性。
 一是以 AI 与 MR 等为代表的新动能有望带来新的增长极，二是当前半导体众多环节国产化率低，增量空间广阔，且核心公司已经体现出较强的成长性。

图表 19、2022 年半导体各环节市场空间及国产化率



资料来源: Gartner, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、半导体多数板块仍处低位，赔率较高，胜率也正在提升

今年上半年 TMT 板块大幅上涨，但半导体表现垫底，股价仍处于低位。上半年光模块、服务器、基站、游戏、出版等行业领涨，涨幅超过 50%。但半导体各细分方向涨幅垫底，半导体设计、分立器件、半导体制造、半导体材料、半导体设备涨幅分别是 1%、7%、10%、11%、17%。但随着下半年景气有望迎来反转，半导体股价向上空间大。

估值层面，半导体当前仍处于较低水平，尚有提升空间。2008 年以来三轮行情启动前夕，半导体估值均处于 30-40x 左右的较低水平。去年底半导体估值触及 30-40 倍底部后回升，而当前整体法口径下，A 股半导体 PE_TTM 在 78 倍左右，处于 2010 年以来 38.81% 的分位数水平，仍有较大提升空间。

此外，对比海外来看，当前 A 股半导体性价比凸显。（1）从海内外半导体指数比价来看，2005 年以来，A 股半导体与费城半导体指数比价的最低水平为均值-1 倍标准，并且过去四轮 A 股半导体行情启动前夕，海内外半导体指数比价基本处于该最低水平，而近期 A 股半导体与费城半导体指数比价已再度来到下限阈值附近；（2）从 A 股半导体较海外的估值溢价率来看，2010 年以来，A 股较费城半导体指数 PE 估值的溢价率的下限处于 1.5 至 2 的区间范围内。而近期 A 股半导体的估值溢价率已处于 2 左右的底部水平。

风险提示：关注经济数据波动，政策超预期收紧，美联储超预期加息等。

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn