

稳住阵脚，逐步反击

——中信建投策略 20230903

核心观点

多项关于资本市场、稳地产的重磅政策密集落地，地产实质性政策有望推动销售和价格预期趋稳，活跃资本市场组合拳将改善 A 股市场估值。美国经济数据修正，就业市场降温，美联储加息预期回落，人民币汇率有望趋稳，外资流出预计好转有望流入。配置思路：高股息压舱石，弹性需科技选股。重点行业：非银金融、消费建材、汽零、有色、石油、传媒、通信等。

政策加快密集出台，基本面预期边际改善。近期政策节奏明显加快，包括：1) 认房不认贷，目前北上广深一线城市均已跟进；2) 存量房贷利率调整，LPR 上的加点幅度不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；3) 住房信贷政策超预期放松：首套房贷、二套房贷最低首付款比例统一为不低于 20%、30%，且二套房贷政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。政策在金九银十旺季来临前落地，对刚需刚改有一定推动作用，有望推动地产销售改善和价格预期趋稳。

美国数据弱于预期，汇率压力释缓。8 月美国新增非农就业人数略高于预期，但新增就业持续维持低位，且 6 月、7 月就业人数下调，预示就业市场持续降温，失业率上升 0.3 个百分点达到 3.8%，三月新增非农就业人数均值 15 万人，美联储加息预期回落。

高股息压舱石，弹性需科技选股。中报披露完毕，23Q2 全 A、全 A（非金融两油）归母净利润单季同比增速分别为-9.49%、-12.72%，相较 Q1 同比分别下行 10.83pct、6.08pct，低基数下仍有下滑低于市场预期。面对低预期的 Q2-Q3 经济需求表现，近两周多项关于资本市场、稳地产的重磅政策密集落地，PPI 回升、政策发力下 Q3 有望成为本轮盈利底，Q4 企稳回暖可期。从行情表现看，可适度参与短期顺周期板块在中报业绩低点确立+基本面改善预期催化下的估值修复机会（有色/钢铁/建材/家居/厨电、白酒/医美/百货等），中期我们认为不确定性未完全消除、且稳地产后继续发力产业升级和结构转型仍是主导，配置及弹性仓方向维持高股息+科技看法，重点关注资金面压力同样有所缓解的科创板机会。

行业推荐：非银金融、消费建材、汽零、有色、石油、传媒、通信等。

风险提示：地缘政治风险、美国通胀超预期、房地产周期继续下行。

投资策略

陈果

chengguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440521120005

姚皓天

yaohaotian@csc.com.cn

SAC 编号:s1440523020001

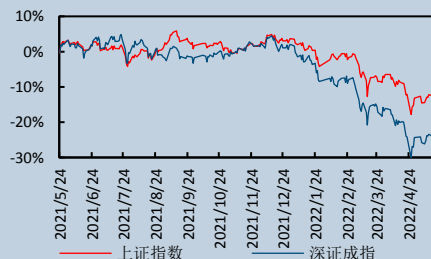
郑佳雯

zhengjiawen@csc.com.cn

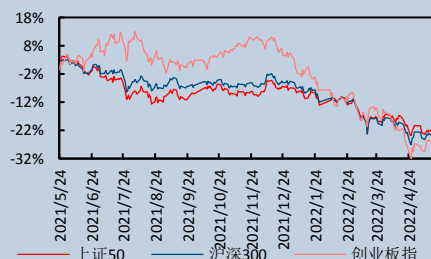
SAC 编号:s1440523010001

发布日期： 2023 年 09 月 03 日

上证指数、深证成指走势图



科创 50



目录

一、市场上攻，交投情绪回暖	1
市场延续上涨，价值成长均有表现	1
二、重视密集政策的信号意义	3
地产实质性政策有望推动销售改善和价格预期趋稳.....	3
活跃资本市场组合拳将改善 A 股市场资金面.....	4
美国数据不及预期，汇率压力释缓	6
三、高股息稳底仓，弹性高看科技	9
风险分析	15

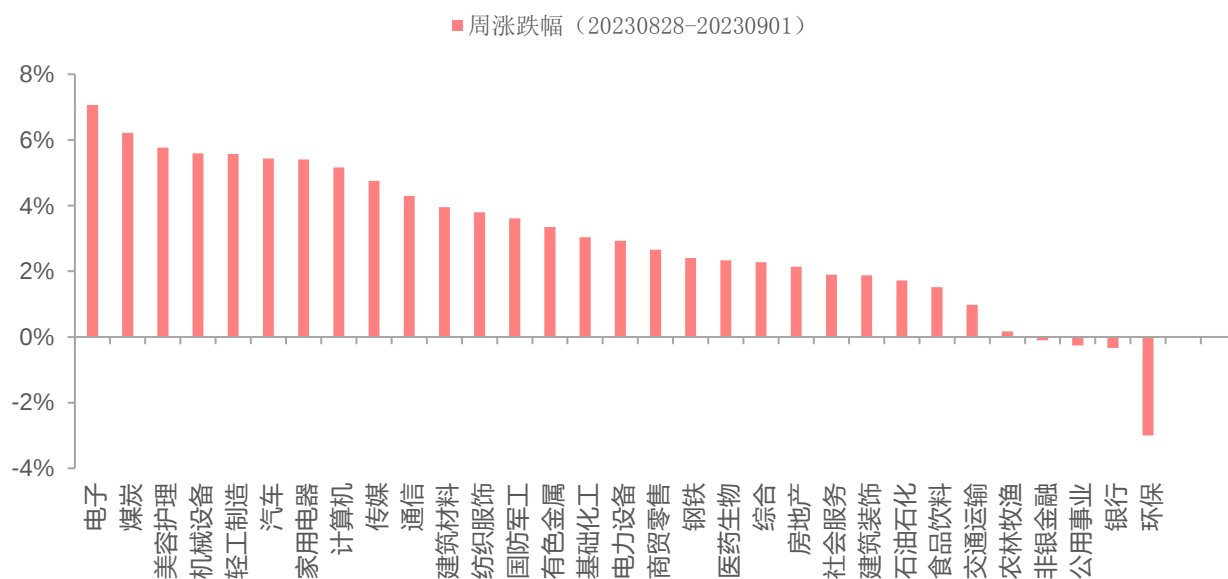
一、市场上攻，交投情绪回暖

市场延续上涨，价值成长均有表现

市场放量反弹，多板块筑底完成。本周指数全线上涨，上证指数、深证成指、创业板指本周分别上涨 2.26%、3.29%和 2.93%，基本形成指数级别的底部；4 月下旬以来科创 50 指数下跌幅度已超 22%；中证 1000、国证 2000 为代表的中小盘指数分别上涨 3.89%和 4.47%。本周北向资金累计净流出 224.2 亿，过去 20 个交易日累计净流出 900.7 亿，已接近过去大幅流出可比案例平均净流出额 906.83 亿。行业方面，31 个申万一级行业仅三个行业收跌，其中电子和煤炭领涨，分别上涨 7.06%和 6.21%，美容护理、机械设备和轻工制造紧随其后，分别上涨 5.77%、5.59%和 5.57%；本周仅环保板块跌幅居前，受日本核污水排海事件影响，下跌 3.00%。

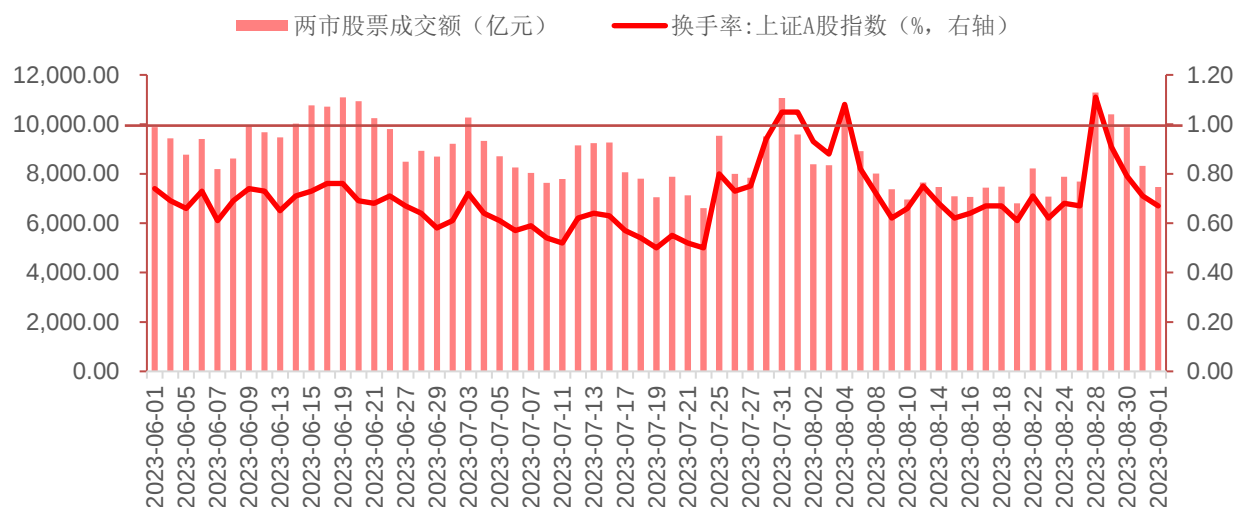
市场量价齐升，科创板表现活跃。本周市场逐步放量，两市周内日均成交额达到了 9,471.65 亿元，8 月 28 日与 8 月 29 日更是达到了万亿以上，换手率最高达到了 1.11%，周内日均成交额和最高换手率均创近三月以来最高位，显示出投资者信心开始逐步提振。从板块表现来看，前期超跌且量能持续萎缩的科创板本周表现异常活跃，科创 50 指数上涨 7.40%，且周成交额达到了 3776.49 亿元，同样创下近三个月新高点。具体来看，当前的 557 家科创板股票中，本周收涨 518 家，收跌仅 39 家，其中，从个股表现来看，康鹏科技周度涨幅 55.47%，盛邦安全周度涨幅 52.84%，慧智微周度涨幅 42.52%，步科股份周度涨幅 41.00%。

图表 1：本周申万一级行业涨跌幅



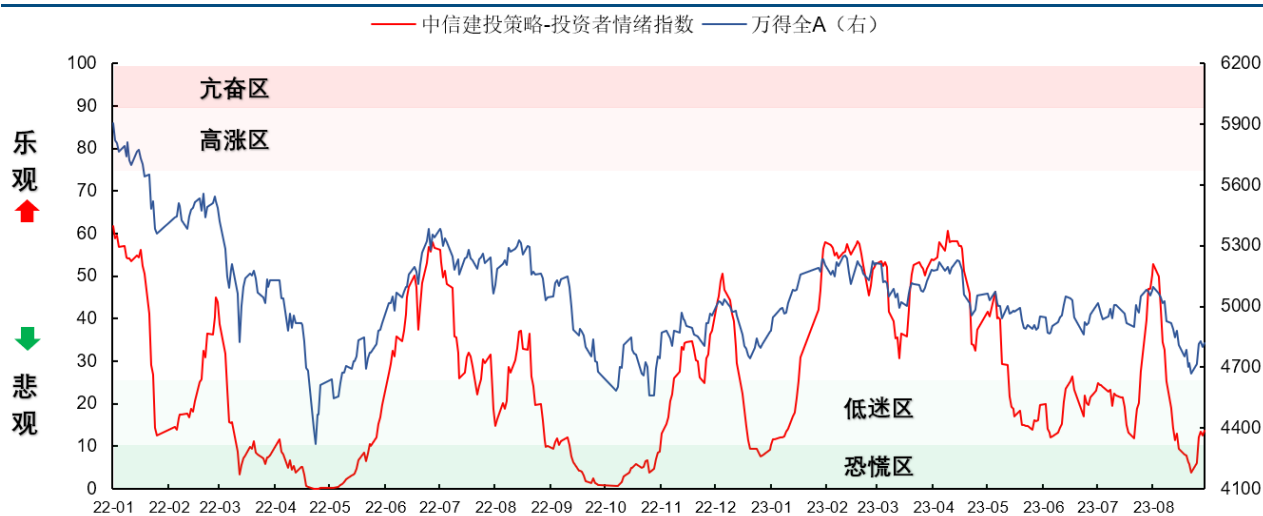
资料来源：iFind，中信建投

图表 2：本周两市成交额和换手率均实现大幅回升



资料来源: iFind, 中信建投

图表 2：本周投资者情绪指数回升明显



资料来源: Wind, 中信建投

二、重视密集政策的信号意义

地产实质性政策有望推动销售改善和价格预期趋稳

724 政治局会议定调逆周期调节及活跃资本市场，8 月以来系列政策落地加速，尤其近两周多项关于资本市场、稳地产的重磅政策密集落地。对于内外资金增量最为关注的地产及内需困境问题，前期呼吁较久的相关安排本周均已推出，包括：1) 认房不认贷，目前北上广深一线城市均已跟进；2) 存量房贷利率调整，LPR 上的加点幅度不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；3) 住房信贷政策超预期放松：首套房贷、二套房贷最低首付款比例统一为不低于 20%、30%，且二套房贷政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。参考 14 年 930 地产新政后基本面演绎情况（信贷政策上重启“认贷不认房”/首套房贷最低首付比例降至 30%/利率下限降至贷款基准利率的 0.7 倍，新政后重点房企 2014Q4 销售增速转暖，一二线城市于 11 月实现商品房销售面积同比的正增长），房贷政策在金九银十旺季前落地，有望推动地产销售改善和价格预期趋稳。

图表 3：7 月以来地产政策梳理

日期	部门	内容
2023年7月24日	中央政治局	要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。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年7月27日	住建部	企业座谈会上明确要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，继续做好保交楼工作。
2023年7月27日	天津	8月25日起首套房公积金贷款最高可贷100万元。
2023年7月28日	国务院	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议上，指出要采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造；必须实行净地出让；坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营模式。
2023年7月31日	国家发改委	出台恢复和扩大消费20条措施，提出支持刚性和改善性住房需求，稳步推进老旧小区改造、城中村改造、农村危房改造。
2023年8月1日	央行、外汇局	在2023年下半年工作会议上，提出落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限至2024年5月底，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度；因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023年8月1日	贵阳	第二次住房公积金贷款最低首付比例由40%降至20%。
2023年8月3日	央行	多家民营房企参加央行座谈会，央行行长潘功胜要求精准实施差别化住房信贷政策，满足民营房企合理融资需求。
2023年8月3日	郑州	发布15条新政，大力减免税费，取消楼市限售，落实“认房不认贷”，鼓励各商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，引导个人住房贷款利率和首付比例下行。
2023年8月4日	国家发改委	稳妥处置化解房地产、地方债务、金融等领域风险隐患，继续实施支持“保交楼”工作，帮助处置不良资产等阶段性政策。
2023年8月4日	住建部	整合住房公积金个人证明事项，推动“亮码可办”。
2023年8月4日	郑州	2023年8月7日起购买新房最低首付比例降为20%，购买二手房最低首付比例降为30%。
2023年8月9日	金华	公积金贷款最高可贷额度首套房提高25%，二套房提高20%。
2023年8月14日	福州、成都、沈阳等	拟于近日调整优化限购政策，对首套房、二套房首付比例进一步降至20%、30%。
2023年8月15日	温州	首套房最低首付比例20%，二套房最低首付比例40%；双人缴存家庭最高贷款额度调整至100万元，单人缴存家庭最高贷款额度调整至65万元；优化住房公积金贷款家庭住房套数认定标准等。
2023年8月16日	厦门	二套房首付比例由50%降至40%，商业贷款利率下限由LPR+80bp调整至LPR+60bp。
2023年8月17日	南昌	发布15条新政，提出首次购房首付比例最低执行20%，二套房首付比例最低执行30%；可预提住房公积金支付购房款；多子女家庭使用住房公积金贷款额度上浮20%；给予契税补贴和换购退税优惠等。
2023年8月25日	住建部、央行、金融总局	联合印发了《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“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
2023年8月25日	嘉兴	发布21条新政，全面取消限购限售，首套房、二套房最低首付比例执行20%/30%，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023年8月29日	交行	拟于8月30日召开个人住房贷款存量利率调整项目启动会议。
2023年8月30日	农行、建行、招行、中信、华夏等	多家银行在近日的中期业绩发布会上对存量房贷利率调整问题表态，招商银行、中信银行表示已制定了相应预案。
2023年8月30日	广州	首个一线城市宣布施行“认房不认贷”政策，新政以2023年8月18日0点为界。
2023年8月30日	深圳	宣布自8月31日起施行“认房不认贷”政策。
2023年8月31日	中山	宣布自8月31日起施行“认房不认贷”政策。
2023年8月31日	武汉	宣布自9月1日起施行“认房不认贷”政策。
2023年8月31日	央行、金融总局	发布《关于降低存量首套房贷款利率有关事项的通知》以及《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。 (1) 统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套房和二套房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限统一为不低于20%和30%；(2) 将二套房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率(LPR)加60个基点调整为不低于加20个基点。首套房利率政策下限仍为不低于相应期限LPR减20个基点。各地可按照因城施策原则，根据当地房地产市场形势和调控需要，自主确定辖区内首套和二套房最低首付比例和利率下限。 自2023年9月25日起，存量首套房商业性个人住房贷款的借款人可向贷款金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套房商业性个人住房贷款(协商变更合同约定的利率水平，新发放贷款的利率水平/变更后的贷款合同利率水平在贷款市场报价利率(LPR)上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套房商业性个人住房贷款利率政策下限。
2023年9月1日	北京	宣布自9月1日起施行“认房不认贷”政策。
2023年9月1日	上海	宣布自9月2日起施行“认房不认贷”政策。

资料来源：住建部，发改委，各地政府官网，国家税务总局，央行，公司公告，金融监管总局，中信建投

Q3 有望成本轮周期盈利底，Q4 企稳回暖可期，但复苏幅度预计中性偏弱。展望后期 A 股盈利，在经济表现依旧偏弱且去年同期疫后复产加速带来的高基数影响下，Q3 有望成为本轮周期盈利底。随着 PPI 同比企稳回升（7 月增速降幅已有收窄，CRB 指数等前瞻指标显示价格将持续回暖）、金九银十旺季来临、政策助力（系列稳地产政策、城中村改造、专项债提速发放等）及去年同期低基数下，23Q4 企稳回暖可期；进一步展望

24H1，随美国库存周期逐步去化，外贸拖累也有望趋缓。我们预计全年全 A（非金融石油石化）有望实现约-5~0%左右的利润同比增速表现。

图表 4：PPI 同比已达本轮周期底部，后续拖累有望趋缓



资料来源：Wind，中信建投

图表 5：A 股历史归母净利润累计增速同比趋势（%）



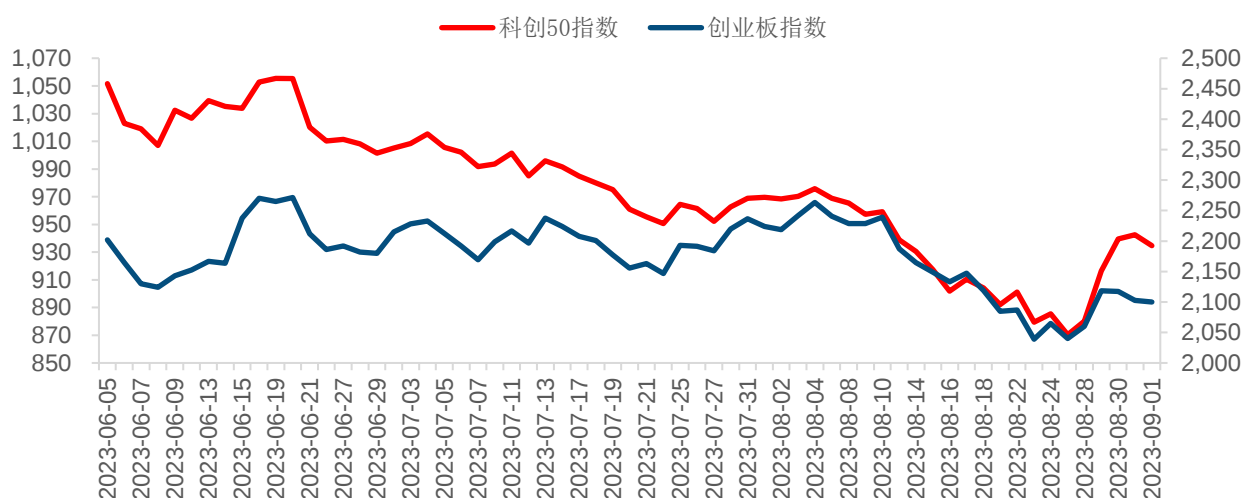
资料来源：Wind，中信建投

活跃资本市场组合拳将改善 A 股市场资金面

资本市场方面，2023 年 8 月 27 日，财政部、证监会联合各交易所发布利好消息，从降低印花税、收紧 IPO 及再融资、规范股份减持行为及降低融资保证金比例四个方面推出活跃资本市场的“政策组合拳”，针对当前市场增量资金不足的困境，传达积极政策信号，预计下一步，证监会将认真研究相关机构提出的意见建议，未来有望继续发力引入长期资金。

1) 印花税调降的信号意义远大于其对市场带来的资金影响，有利于降低交易成本、活跃资本市场、体现普惠效应。首先，在降低印花税方面，8.27 晚间财政部、税务总局宣布，将从 8.28 开始减半征收证券交易印花税。我国自 1990 年起征收印花税，距今历经 9 次调整，其中 2 次上调、7 次下调。从历史上看，历次印花税调降事件在短期内对市场提振的效果较好，有利于市场交易规模扩大。

2) 改善资金虹吸效应方面，收紧 IPO 及再融资。8 月 27 日，证监会充分考虑当前市场形势，完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握 IPO、再融资节奏，具体包括：1) 阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡；2) 针对金融及大市值公司，实行预沟通，谨慎考虑融资必要性和时机。3) 突出扶优限劣，适当限制亏损、破发、破净等情况下的再融资的融资间隔及规模 4) 引导公司合理确定规模，执行融资间隔要求，关注募集资金使用情况等。根据 Wind 数据，若阶段性暂缓 IPO 新发，按照 2022 年的募资规模约 5868 亿元计算，以 50%的比率计算有望减少市场抽血约 2934 亿元，虽然此举措会限制当前 A 股新旧资产的迭代情况，但在当前更加突出的供给侧压力与增量资金规模不足问题将有望得到缓解。从历史上看，IPO 暂停曾经推动创业板走出历史大底，此次证监会对 IPO 的阶段性收紧，叠加科技股中报风险落地，此次政策将助力科创板企稳回升。

图表 6：近三个月科创 50 指数与创业板指数（右）对比分析


资料来源：iFind，中信建投证券

3) 规范股份减持行为方面。8月27日在证监会对上市公司股份减持做出新规：上市存在破发、破净情形，或最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于近三年均净利润 30%的，控股股东/实际控制人不得通过二级市场减持本公司部分。同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。我们统计发现，截至最新收盘日，在全部 5315 家 A 股上市公司中，2168 家 A 股上市公司不符合新的减持规定，占 A 股上市公司总数的 41.2%。从行业角度来看，机械设备、电子、医药生物受限数量最多，而这些行业的公司大多集中在创业板与科创板中，银行、煤炭、建筑装饰受限家数比例最大。

图表 7：不满足减持条件公司梳理

全部A股	5265	2168	41.2%	876752.2	314585.0	35.9%
申万一级行业	成分股个数	无法减持家数	占本行业家数比	总市值（亿元）	无法减持公司总市值（亿元）	占本行业市值比
银行	42	41	97.6%	92996.7	90853.8	97.7%
创业板	1312	518	39.5%	112921.6	27959.7	24.8%
科创板	557	217	39.0%	63594.0	26023.1	40.9%
电子	465	178	38.3%	58227.0	19082.0	32.8%
电力设备	361	136	37.7%	71200.1	18597.9	26.1%
医药生物	489	172	35.2%	72863.0	17044.0	23.4%
交通运输	126	62	49.2%	31183.7	16899.4	54.2%
非银金融	87	27	31.0%	58366.6	14655.2	25.1%
房地产	109	75	68.8%	15584.3	12110.1	77.7%
建筑装饰	169	91	53.8%	17677.8	12067.8	68.3%
汽车	278	102	36.7%	33782.8	11801.4	34.9%
计算机	348	147	42.2%	33779.3	10347.6	30.6%
基础化工	403	128	31.8%	36299.9	9661.9	26.6%
公用事业	128	59	46.1%	28919.0	9654.2	33.4%
机械设备	549	202	36.8%	35129.9	8946.1	25.5%
石油石化	46	20	43.5%	29847.2	6988.3	23.4%
传媒	130	78	60.0%	11703.3	5793.2	49.5%
钢铁	45	24	53.3%	8720.3	5069.6	58.1%
家用电器	90	31	34.4%	14311.0	5013.0	35.0%
农林牧渔	110	49	44.5%	15245.0	4538.8	29.8%
有色金属	138	44	31.9%	26428.2	4296.1	16.3%
国防军工	136	49	36.0%	20940.2	4179.8	20.0%
商贸零售	104	59	56.7%	12312.7	4115.3	33.4%
建筑材料	77	32	41.6%	9815.3	3951.3	40.3%
煤炭	38	24	63.2%	15465.9	3915.1	25.3%
社会服务	77	45	58.4%	5537.3	2852.1	51.5%
通信	133	62	46.6%	29475.1	2396.4	8.1%
轻工制造	161	63	39.1%	9694.8	2289.6	23.6%
纺织服饰	112	58	51.8%	6165.7	2272.5	36.9%
环保	136	58	42.6%	6740.0	2269.9	33.7%
食品饮料	124	29	23.4%	62234.9	1870.4	3.0%
综合	22	15	68.2%	1299.8	739.5	56.9%
美容护理	32	8	25.0%	4805.7	312.5	6.5%

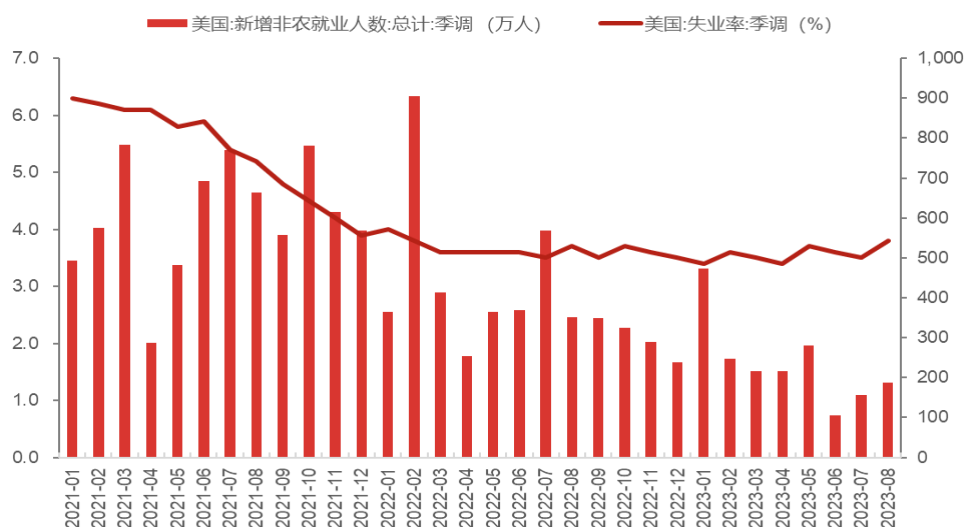
资料来源：Wind，中信建投

4) 降低融资保证金比例方面，8月27日经证监会批准，三大交易所联合发布通知，将修正《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，将于2023年9月8日收市后实施。一方面，融资保证金比例的下降意味着杠杆空间被进一步放开，融资资金的活跃度得到提升，近几个月以来，融资买入余额持续下滑，我们跟踪的融资买入占全A成交额比例跌至6.3%的低位水平，这是继2014-2015年两融成熟以来，融资买入占比仅次于去年10月的低位，这对于当前急缺增量资金的A股来说可谓“久旱逢甘霖”。另一方面，从当前市场估值水平来看，目前市场处于极低水平，虽然短期内或加剧市场波动，但中期来看有助于融资资金规模进一步提升，并且底部放宽融资买入杠杆限制风险较小，预计融资保证金比例的调降不会带来较大的风险。

美国数据不及预期，汇率压力释缓

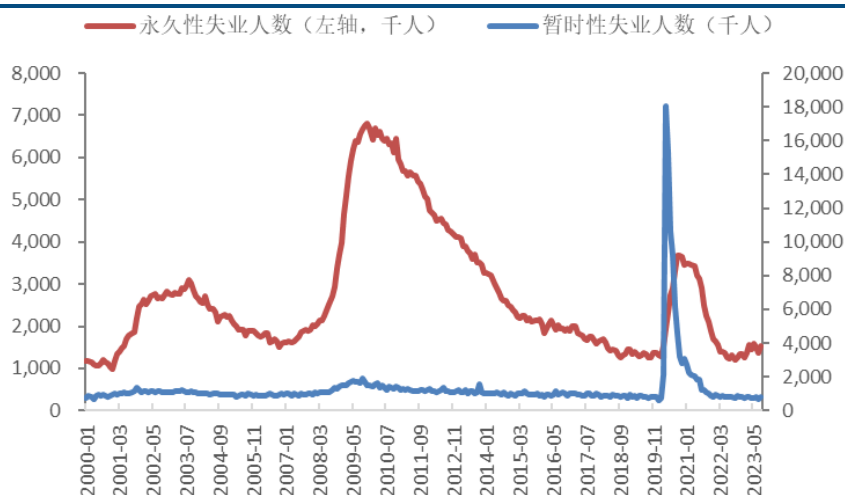
美国新增就业维持低位。新增非农就业人口略超预期，失业率小幅上升。8月份新增非农就业人口18.7万，失业率3.8%，较去年同期上升0.1个百分点。6月、7月非农就业人数修正后均有所下调，三月新增非农就业人数均值15万人。

图表 8：美国新增非农就业人数（右）及失业率



资料来源：Wind，中信建投

图表 9：永久性失业人数（左）和暂时性失业人数仍处于历史地位



资料来源：Wind，中信建投

美国劳工部周二报告显示，美国 7 月份职位空缺跌幅超过预期，跌至两年多低点，意味着劳动力市场变得更为平衡，这将有助于抑制通胀上行压力。美国 7 月 JOLTS 职位空缺 882.7 万人，为 2021 年 3 月以来首次跌破 900 万大关，显著不及预期的 945 万人，6 月前值从 958.2 万人大幅下修至 917 万人。9 月 1 日央行宣布下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由 6% 下调至 4%，人民币离岸汇率应声上升。

图表 10：美国 7 月份职位空缺跌幅超过预期



资料来源: Wind, 中信建投

图表 11：职位空缺数据公布后，加息预期有所缓解

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.5%	13.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.7%	43.7%	5.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	50.1%	40.4%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	12.9%	48.3%	33.8%	4.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.4%	26.4%	42.8%	22.5%	2.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	14.6%	33.6%	33.9%	13.8%	1.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.4%	26.9%	33.8%	20.8%	5.8%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.6%	21.7%	31.6%	24.9%	10.6%	2.2%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	6.2%	18.6%	29.4%	26.4%	13.7%	4.0%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.6%	4.5%	14.5%	25.8%	27.4%	17.9%	7.2%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.5%	3.4%	11.8%	22.8%	27.0%	20.5%	10.1%	3.2%	0.6%	0.1%	0.0%

数据来源: FedWatch, 中信建投证券

此外，复盘北向资金大幅净流出行情，后续继续流出压力相对较小，北向资金反转的右侧确认信号值得期待。北上资金上周卖出 224.2 亿元，8 月 28 日-8 月 31 日，卖出 156.9 亿，两周合计净卖出超过 381 亿元。过去 20 个交易日北向资金累计净流出 900.7 亿元（截止 8 月 31 日，过去大幅流出可比案例案例的平均净流出为 906.83 亿）。从资金面出发，北向资金大幅流出后，首次出现单日大幅流入超过 70 亿，可以作为北向资金的反转信号。我们统计了 2019 年以来各个案例中，在北向资金累计净流出超过 400 亿后，首次出现单日净流入超过 70 亿的后续情况，包括后 30 个交易日北向资金累计净流入、大盘涨幅和大盘最大涨幅，并发现在北向资金首次

出现单日大幅流入超过 70 亿后的 30 个交易日中，北向资金均出现了大幅的净流入（最少的也接近百亿），但同期大盘的走势则不确定，因为北向资金并不是决定大盘走势的唯一因素；但把时间拉长看，后续市场往往会有较好的表现。

图表 12：历次市场底附近特征的统计

北向累计净流入见顶日期	2019-04-03	2020-02-20	2020-07-13	2022-01-24	2022-07-04	2023-08-01
北向累计净流入见底日期	2019-05-27	2020-03-23	2020-09-30	2022-03-16	2022-11-10	2023-08-29
区间最大净流出(亿)	-785.10	-1084.05	-897.76	-900.69	-866.54	-877.77
区间天数	29	22	57	32	87	20
区间最大连续净流出天数	8	7	8	8	7	13
首次单日净流入超70亿日期	2019-06-10	2020-04-07	2020-09-18	2022-03-18	2022-11-11	—
后30个交易日北向累计净流入(亿)	345.50	488.27	123.51	96.40	828.06	—
后30个交易日大盘涨幅(%)	2.49	-0.25	1.07	-7.67	-1.06	—
后30个交易日大盘最大涨幅(%)	6.76	2.76	1.07	0.97	4.06	—

数据来源：iFind，中信建投证券

三、高股息稳底仓，弹性高看科技

本周 A 股中报披露完毕，整体略低于市场预期。23Q2 全 A、全 A（非金融两油）归母净利润单季同比增速分别为-9.49%、-12.72%，相较 Q1 同比分别下行 10.83pct、6.08pct，低基数下仍有下滑低于市场预期，主因：1）量的层面，年初经济快复常后持续性不佳，Q2 消费“伤痕效应”显现、地产积压需求释放后销售重回低迷、大幅回落，叠加 5、6 月出口下行拖累，整体需求恢复偏慢。2）价的层面，需求不足、基数高企，PPI 同比深度负增，Q2 增速环比逐月下行，至 23 年 6 月下探至-5.4%，降至 16 年以来最低水平。其中科创板盈利同比下滑幅度收窄，创业板业绩继续回落并转负。23H1 科创板归母净利增速-40.9%，较 23Q1 回升 8.5pct，创业板增速-3.6%，较 23Q1 回落 6.6pct，较主板业绩再收敛。科创板净利润同比下滑主因半导体（22 全年盈利占比 25%，23H1/23Q1 盈利同比-61.5%/-60.1%）、医疗器械（占比 20%，23H1/23Q1 盈利同比-58.1%/-70.9%）及电池中上游拖累；创业板净利润增速回落受电力设备（22 年全年盈利占比 29%，23H1 盈利同比较 23Q1 回落 13.8pct 至 17.7%）影响。

图表 13：整体 A 股营收及利润累计增速情况（%）

板块	营业收入（累计同比增速百分比）							23Q2 变动	趋势	归属母公司净利润（累计同比增速百分比）							23Q2 变动	趋势
	2021	22Q1	22Q2	22Q3	2022	23Q1	23Q2			2021	22Q1	22Q2	22Q3	2022	23Q1	23Q2		
全部A股	18.6	11.0	8.4	8.0	6.6	3.8	2.6	-1.2		18.0	3.5	3.3	2.5	0.8	1.3	-4.5	-5.8	
全部A股（非金融）	21.1	13.7	9.9	9.6	8.1	3.3	2.6	-0.7		25.2	7.9	4.5	3.0	0.5	-5.9	-9.8	-3.9	
全部A股（非金融石油石化）	20.0	11.2	7.7	7.8	6.6	3.9	3.5	-0.4		20.1	6.1	2.6	1.3	-1.4	-6.6	-10.2	-3.5	
主板	18.2	10.2	7.6	7.1	5.7	3.5	2.2	-1.4		17.1	3.7	3.2	1.9	0.3	2.5	-3.6	-6.1	
创业板	23.2	20.4	19.1	20.7	19.2	11.3	10.2	-1.1		25.9	-14.7	-1.1	8.3	9.8	3.0	-3.6	-6.6	
科创板	37.0	44.2	33.1	33.2	29.2	0.1	4.3	4.2		63.2	49.5	19.1	18.4	5.7	-49.5	-40.9	8.5	

资料来源：Wind，中信建投

行业业绩表现上，盈利同比绝对值维度，从申万一级行业看：23Q2 单季度盈利同比居前的板块主要包括社会服务（23Q2 单季归母净利润同比+180.3%）、公用事业（+31.6%）、美容护理（+29.2%）、汽车（+26.7%）、电力设备（+17.7%）；负增幅度居前的板块主要为钢铁（23Q2 单季归母净利润同比-70.5%）、基础化工（-51.9%）、电子（-48.6%）、建筑材料（-40.2%）、有色金属（-32.5%）。

以 Q2 单季利润同比看，资源品仍是全 A 盈利表现的主要拖累，高基数弱需求下利润同比较 Q1 进一步下滑（-20%~-50%），中游加工制造受累于需求疲弱继续大幅负增（<-50%），稳定类板块（火电/航空/高铁）业绩高位震荡；金融地产方面，23Q2 非银在基数走高/投资业务表现偏弱下单季利润同比增速回落至负增状态，Q2 基建边际下滑，地产依旧低迷；制造内部分化，汽车超预期表现，电池弱复苏，风光储需求韧性依旧，但降价压力负面拖累业绩，传统制造利润同比低位震荡，部分出口链企业呈结构性高景气；消费呈现 K 型复苏，中端消费如餐饮链、免税等表现偏弱，出行/必选消费维持盈利韧性，白电在高温天气及补库需求催化下超预期表现；科技方面，半导体/电子利润同比延续负增但降幅小幅缩窄，计算机表现低于预期，传媒/通信保持稳健。

图表 14：申万一级行业 2023 年半年报利润累计增速情况（%）

归母净利润 累计同比	板块	21Q1	21Q2	21Q3	21A	22Q1	22Q2	22Q3	22A	23Q1	23Q2	趋势	23Q2- 23Q1
周期/资源	煤炭	60.5	64.6	64.6	73.9	83.4	96.7	68.2	49.1	2.0	-27.8		-29.7
	石油石化	236.3	295.0	208.5	152.8	23.8	43.1	34.0	30.5	-9.6	-13.9		-4.3
	基础化工	202.5	151.0	142.3	128.8	33.0	22.4	4.3	-5.9	-47.0	-52.1		-5.1
	钢铁	244.1	232.9	163.2	89.6	-23.5	-50.5	-71.3	-73.1	-69.7	-70.5		-0.8
	有色金属	363.9	256.1	189.9	136.3	117.8	90.1	78.4	67.2	-21.6	-32.5		-10.9
	公用事业	52.0	10.6	-24.7	-61.4	-27.6	-17.9	2.9	55.8	40.7	31.6		-9.1
	环保	75.8	31.1	15.4	16.4	-19.3	-15.8	-9.5	-13.3	1.1	1.7		0.6
	交通运输	378.5	2148.6	290.0	852.0	40.9	-22.9	-27.9	-44.5	3.2	19.3		16.1
中游制造	建筑材料	106.7	29.2	11.0	3.9	-15.6	-27.7	-36.5	-46.2	-64.5	-40.2		24.3
	建筑装饰	75.3	33.6	23.3	-4.0	10.5	5.6	3.7	8.8	11.8	4.6		-7.2
	轻工制造	141.2	77.0	37.7	-1.2	-41.6	-35.9	-29.6	-32.4	-27.6	-11.7		15.8
	电力设备	140.9	37.6	46.6	42.1	52.7	71.9	68.2	80.3	31.5	17.7		-13.8
	机械设备	170.6	44.1	27.0	9.5	-20.7	-19.7	-15.9	-8.8	-4.6	1.6		6.2
	国防军工	-9.0	6.6	13.6	12.7	15.6	5.9	6.8	-7.8	-4.8	5.7		10.5
消费	汽车	442.0	81.9	25.9	15.6	-18.3	-23.0	-7.0	-1.4	6.4	26.7		20.3
	商贸零售	183.5	10.4	-12.8	-165.3	-14.5	-16.7	-21.8	60.9	32.4	10.2		-22.2
	社会服务	207.7	344.5	38.9	-13.4	-135.2	-308.3	-183.9	-37.8	139.8	180.3		40.5
	农林牧渔	1.9	-60.5	-108.1	-145.0	-186.1	-189.9	184.9	153.3	70.7	8.5		-62.2
	家用电器	103.0	37.6	16.5	9.7	11.0	13.0	12.2	9.8	13.3	14.1		0.8
	食品饮料	26.4	15.8	13.0	11.8	18.1	14.6	12.5	12.0	18.2	14.9		-3.3
	纺织服饰	384.1	163.4	72.1	63.0	10.8	-10.3	-17.0	-39.4	-5.8	7.8		13.7
	医药生物	81.4	45.5	27.5	56.3	23.0	7.1	5.5	-6.2	-28.2	-22.6		5.6
金融地产	美容护理	51.8	19.2	-15.3	39.1	-21.6	-13.9	-15.3	-35.2	29.8	29.2		-0.5
	银行	4.6	12.9	13.6	12.6	8.7	7.5	8.0	7.6	2.4	3.5		1.1
	非银金融	22.4	30.7	8.0	8.6	-40.0	-19.7	-22.5	-27.0	64.7	1.7		-63.0
TMT	房地产	-14.4	-19.5	-32.0	-84.9	-42.0	-64.5	-74.2	-336.4	-22.9	-14.4		8.6
	电子	162.4	100.5	74.1	91.7	-1.9	-13.5	-22.7	-28.5	-57.4	-48.6		8.8
	通信	105.5	-19.6	2.2	-16.1	10.0	24.7	21.8	17.2	9.0	8.9		-0.1
	计算机	935.5	15.8	1.3	-7.0	-60.6	-43.5	-45.2	-46.6	53.7	2.6		-51.1
	传媒	94.5	68.6	20.5	301.0	-18.2	-26.4	-27.5	-66.9	17.9	15.4		-2.5

资料来源：Wind，中信建投

ROE(TTM)维度，23Q2 提升幅度居前的行业主要为房地产、社会服务、商贸零售、食品饮料、公用事业，而下行幅度靠前的行业则主要为煤炭、钢铁、有色金属、基础化工、农林牧渔。其中产能利用率上行、利润率均有提升的包括公用事业、汽车、商贸零售、社会服务、纺织服饰、传媒，而产能利用率下行、利润率同步降低的则为煤炭、石油石化、基础化工、钢铁、有色金属、建筑材料、电力设备、电子。

进一步以 23Q2 单季度利润同比增速计，将申万二/三级行业按业绩增速高低进行三大分档归类，可发现业绩高增方向的占比明显降低，前期业绩偏稳健的品类其盈利表现分布百分位整体亦有提升，传统经济相关的品类多数则处于低景气区间：

✓ 第一梯队（业绩增速>30%）

出行链（旅游景区/航空机场/铁路运输/酒店餐饮/影视院线）、光/储产业链（组件/逆变器）、新能源乘用车/电

池下游/汽车零部件、半导体设备、风电零部件、品牌化妆品/医美耗材、中药、火电、造船；

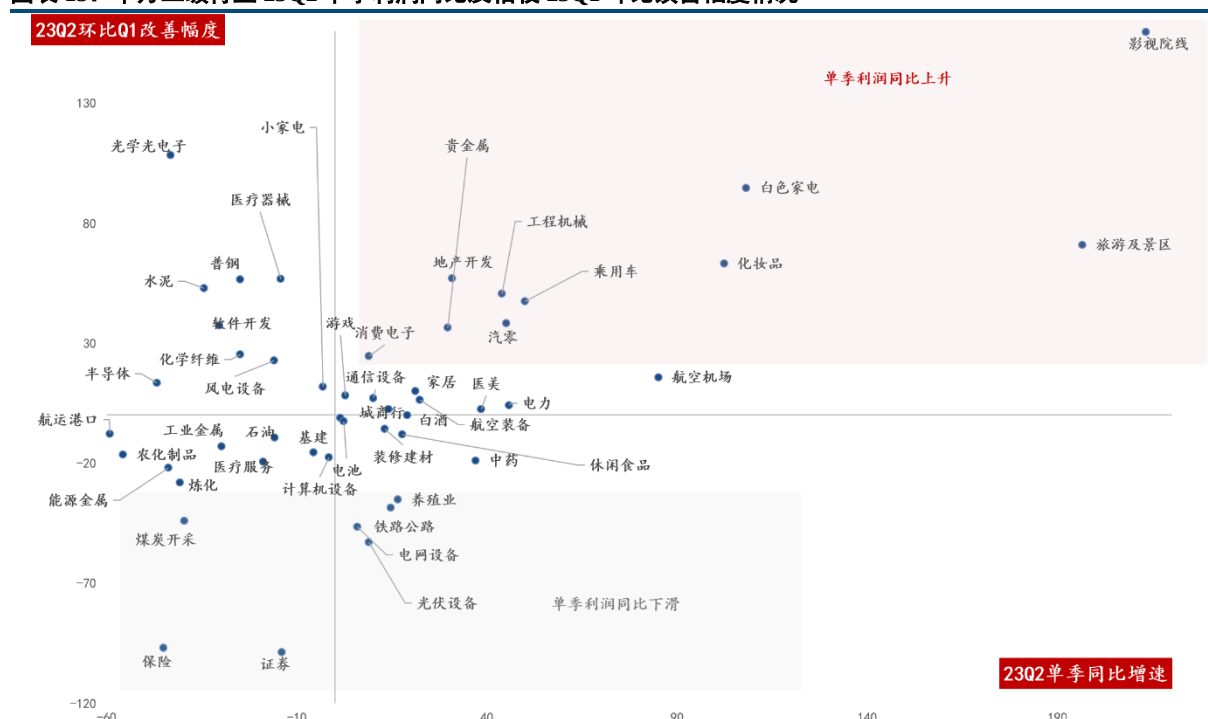
✓ 第二梯队（5%<业绩<30%）：

餐饮链（啤酒/白酒/休闲食品/食品加工）、白电、消费电子、运营商、通信设备、专用设备（光伏/锂电）、航空装备、地产竣工链（消费建材/家居用品/厨电）、贵金属、银行、铁路公路、电网设备

✓ 第三梯队（业绩<5%）：

游戏、半导体设计/制造/材料/封测、元件/光电子、软件、传统乘用车、电池化学品、绿电/风电整机、部分军工（地面兵装/军工电子）、机床、调味品、免税、部分医药（医疗器械/医药/CXO）、地产、基建、券商/保险、资源品（油气/煤炭/铜铝/锂/小金属/硅料）、中游加工周期品（钢铁/化纤/炼化/玻璃/水泥）、造纸、农化品、航运港口

图表 15：申万二级行业 23Q2 单季利润同比及相较 23Q1 环比改善幅度情况



资料来源：Wind，中信建投

从行情表现看，可适度参与短期顺周期板块在中报业绩低点确立+基本面改善预期催化下的估值修复机会：1）地产销售预期边际改善，带动地产链（有色/钢铁/建材/家居/厨电）估值修复，从历次地产放松后行情表现看，政策放松到基本面企稳的初期，预期最为悲观的开工链反弹幅度靠前，而从地产销售基本面企稳至竣工增速拐点期间，竣工链行情往往录得持续性较长的超额收益表现。2）房价预期企稳包括存量房贷利率调整，利好可选消费（白酒/医美/百货等）景气边际改善，中端消费 23 年以来持续低于预期的主要原因来自于财富效应的削弱，房价企稳预期将边际修复可选消费板块消费意愿。

图表 16：四次地产周期各阶段地产链行情表现复盘

地产链	行业	销售景气下行 +政策未放松	销售景气下行 +政策宽松	销售景气上行 +政策宽松	销售景气上行 +政策收紧
开工链	普钢	-25.6	35.4	12.1	-7
	工程机械	-23.5	35.4	26.5	14.9
	水泥	-22.4	35.4	28	9.5
竣工链	玻璃制造	-23.3	24.3	60.9	4.7
	白色家电	-18.8	23.1	46.3	32.5
	厨卫电器	-23.1	29.9	50.1	24.7
	家居用品	-15.4	19.5	49.7	-1.3
	装修建材	-17.1	34.4	70	-4.8
销售链 (地产/银行)	房地产开发	-13.6	29.6	38.8	-21.3
	银行	-21.9	18	29.9	0.1

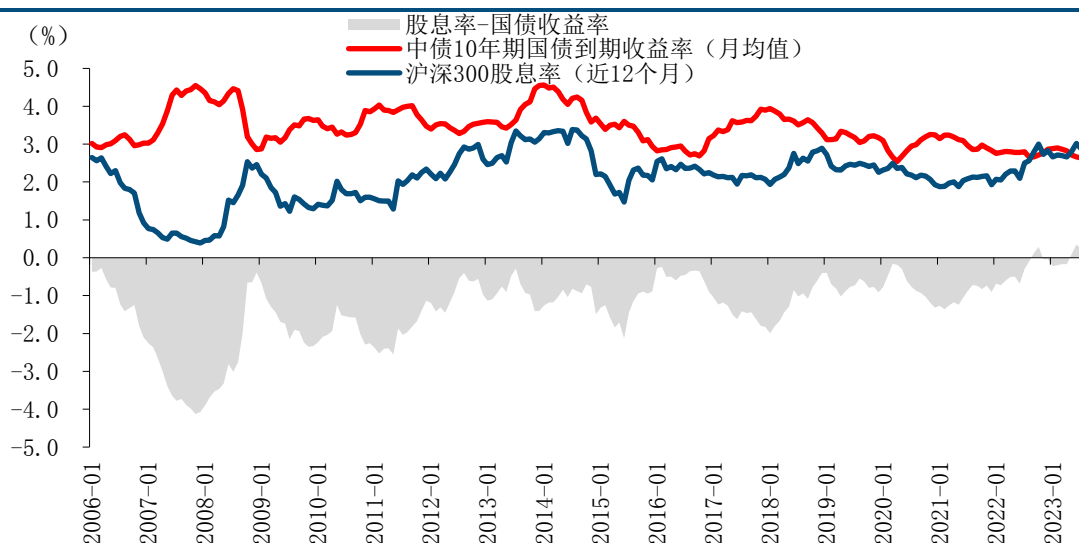
资料来源：Wind，中信建投

但中期而言地产供需形势转变、城镇化渗透率及居民杠杆水平空间有限等因素仍将制约本轮地产基本面改善的幅度，且可持续性存疑，当前市场对于这一矛盾点的疑虑也较多，大周期下行已基本成为市场一致预期。我们认为稳地产的目的本身也并非再用地产等传统刺激手段走老路，而是当下供需形势变化后做出的托底经济、稳住地方财政的安排调整，赢得时间窗口继续发力产业升级和结构转型，整体中期配置及弹性仓方向我们仍维持高股息+科技看法。

✓ 高股息

一方面中期基本面的可兑现度和可见度担忧仍将存在，市场更看重近期盈利兑现（如分红率、业绩稳定性）；另一方面当前未有明确的增量资金流入，存量博弈下轮动偏多，市场对于高估值、低赔率资产的容忍度较以往来说也整体偏低。从中报看此前周报观点得到证实：随着潜在资产回报率降低，高股息品种能带来的回报率分位数实则有所上行，未来配置可关注行业β向上或企稳+高股息的资产组合：城商行、石油、运营商、铁路公路、水电等。

图表 17：目前沪深 300 股息率已经超过十年期国债收益率，权益资产性价比比较高



数据来源：Wind，中信建投证券

✓ 科技

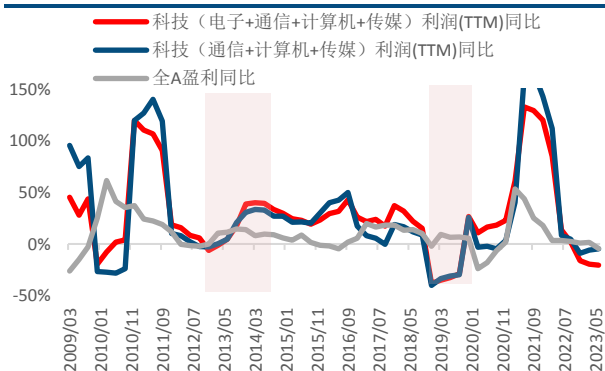
风格占优行情的持续性来自于其相对盈利表现的支撑。从中报情况看，23Q1 计算机/传媒/通信三个行业的加总盈利同比表现看，受低基数效应影响环比趋势小幅跑赢全 A，Q2 这一态势依旧延续，三者合计净利润(TTM)同比达-4.6%，较 23Q1 回暖，而全 A 盈利同比则继续下滑；剔除基数效应影响，三者 Q2 单季毛利率表现也出现了边际向好的信号，计算机/通信/传媒 Q2 单季毛利率同比提升幅度较 23Q1 分别扩张 0.36/1.40/0.54pct；净利率方面通信提升明显，单季度同比扩张幅度高达 0.49pct，或体现产品结构升级影响，计算机/传媒则有所回落，从研发支出占营收比重看，计算机板块今年以来的研发投入有明显提速（23Q2 研发支出占营收比重 11.1%，较同期增 0.74pct）。细分行业景气看，Q2 通信中运营商/通信设备表现稳健，传媒内影视高增、游戏板块盈利环比回升，计算机板块业绩同比整体回落明显，信创等板块不及预期，AI 相关业务多数仍处爆发初期。

Q2 起 AI 服务器产业链的订单预期持续提升，国内大模型企业投入加速，虽然由于交货周期及部分政策细则未明确等影响，中报 AI 方面的业绩体现仍以点状展开，但展望 Q3 起仍将具备确定性的改善趋势，且经济基本面弹性偏弱背景下，整体下半年相对盈利表现占优仍是大概率事件：1）随着交货周期到来，Q3 起 AI 产业趋势的业绩增量将率先体现在国内算力硬件层面的业绩爆发，而后逐步铺开至更多领域；2）7 月起信创招标加速，数据产业政策及商业模式进一步明确，数字经济带动的业务增量在下一份财报中预计能有更多体现；3）游戏环节同时受益于去年以来政策回暖带来的供给上新，目前弹性二三线公司业绩率先修复，后续有望推进至体量更大的龙头企业，观察后续应用爆款情况；4）半导体产业链下半年有望受益消费电子弱复苏实现业绩的环比回暖，同比降幅将继续缩窄，随库存进一步去化至合理水平后（预计在 23Q4 前后）有望实现更优业绩表现。

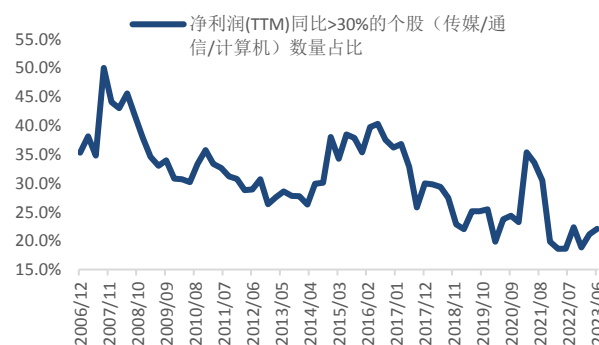
以 Wind 的 TMT 指数看，历经 7 月以来的估值去泡沫化和情绪杀下的估值下跌后，目前通信、传媒指数股价表现基本回落至 3 月水平，计算机指数股价表现基本回落至 1 月底水平，电子处于年内最低位区间。

短期而言在稳增长及金九银十旺季预期下，当前市场风格轮动将提速，且顺周期板块大概率将迎来一波估值修复，但中性弱复苏假设下若经济企稳、风偏回归，具备相对盈利弹性及确定性、符合稳经济后政策发力主向的

科技风格或仍将接力回归，考虑到目前板块处于偏低估值水平+盈利确定性支撑下的高赔率区间，我们维持乐观看法不变，重点关注资金面压力同样有所缓解的科创板机会。

图表 18：23Q2 科技风格盈利增速趋势跑赢全 A


资料来源：iFind，中信建投

图表 19：归母净利润>30%的个股数量占比


资料来源：iFind，中信建投

风险分析

（1）地缘政治风险。如果中美关系管理不善，可能导致中美之间在政治、军事、科技、外交领域的对抗加剧。同时俄乌冲突、中东问题等地缘热点可能面临恶化的风险，如果发生危机则可能对市场造成不利影响。

（2）海外美联储紧缩程度超预期。如果美国经济持续保持韧性，劳动力市场、零售等经济数据表现亮眼，那么美国衰退风险或将面临重估，同时通胀风险也将面临反弹，美联储紧缩抗通胀之路继续，全球流动性宽松不及预期，国内权益市场分母端难免也将承压。

（3）国内经济复苏或稳增长政策实施效果不及预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，长期积累的城投偿债风险面临发酵，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

夏凡捷

中信建投资深策略分析师，硕士毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和金股配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

姚皓天

复旦大学经济学本科，大数据学院硕士。目前主要负责大势研判、政策与流动性、主题策略等领域。曾任德邦证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

郑佳雯

权益策略组

负责领域：行业比较、估值研究、业绩点评

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心
B 座 12 层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号
南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk