

构建现代化产业体系和中国特色估值体系

——2023年下半年A股市场展望

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001

张亚婕 投资咨询资格编号: S1060517110001

郝思婧 投资咨询资格编号: S1060519090003

研究助理

蒋炯楠 一般从业资格编号: S1060122120026

2023年6月12日

请务必阅读正文后免责条款



摘要

- 上半年全球经济复苏预期分化且反复，市场波动较大；A股主要指数表现分化，行业轮动较快，超额收益在于TMT和“中特估”板块。下半年随着外部压力的边际缓和、国内经济持续恢复以及产业政策的落地，市场结构性机会有望逐渐增加，我们认为数字科技和“中特估”全年主线不变，同时关注部分可能有悲观预期修正行业的超跌反弹机会。
- 市场环境：**经济增长结构分化，流动性环境仍充裕。海外欧美衰退预期反复，通胀持续回落；美联储加息终点临近，全球估值约束缓解。国内经济呈现结构分化的缓慢复苏特征，地产修复斜率放缓，出行服务消费较强但耐用品消费仍待恢复；实体盈利有望筑底修复，国企扩产意愿更高；流动性仍充裕，无风险利率预计维持低位波动。
- 政策环境：**高质量发展下加码支持建设现代化产业体系与中国特色估值体系。国内经济高质量发展政策路线愈加清晰。一是加快建设现代化产业体系，既要发挥新兴产业的引领作用，又要夯实传统产业的基础作用，集中力量解决“卡脖子”问题，加快培育壮大人工智能/高端装备/新能源汽车等新兴产业，同时注重保障能源安全、促进传统产业智能化绿色化升级。二是建立中国特色估值体系是资本市场改革的新课题。在新一轮国企改革更加聚焦提高核心竞争力的背景下，央国企有望受益于持续稳健经营、盈利质量提升、分红回报股东等对比优势获得资金认可并迎来价值重估。
- 中期配置：**关注高质量发展下的结构性机会。我们认为下半年市场环境优于上半年，当前市场估值已回归至历史均值以下，建议关注数字科技以及“中特估+”的两大结构性主线，以及部分悲观预期修正的行业机会。一是数字科技板块，例如产业技术突破的AI产业链、国产替代持续的半导体产业等；二是“中特估+”板块，即“中特估+分红”（金融/能源/通信/公用事业等）和“中特估+景气”（先进制造/一带一路/数字经济/中药等）。另外，部分行业自2月以来调整幅度在10%以上，存在悲观预期修正的阶段性超跌反弹机会，例如产业趋势向上的新能源/新能源汽车相关产业链、受益经济复苏博弈的消费类行业（食品饮料/医药生物）、以及集中度提升的地产产业链龙头企业（地产/建材/有色）。
- 风险提示：**宏观经济下行超预期；金融监管以及去杠杆政策加码超预期；海外资本市场波动加大。



A股展望框架：把握高质量发展下的结构性主线





CONTENT

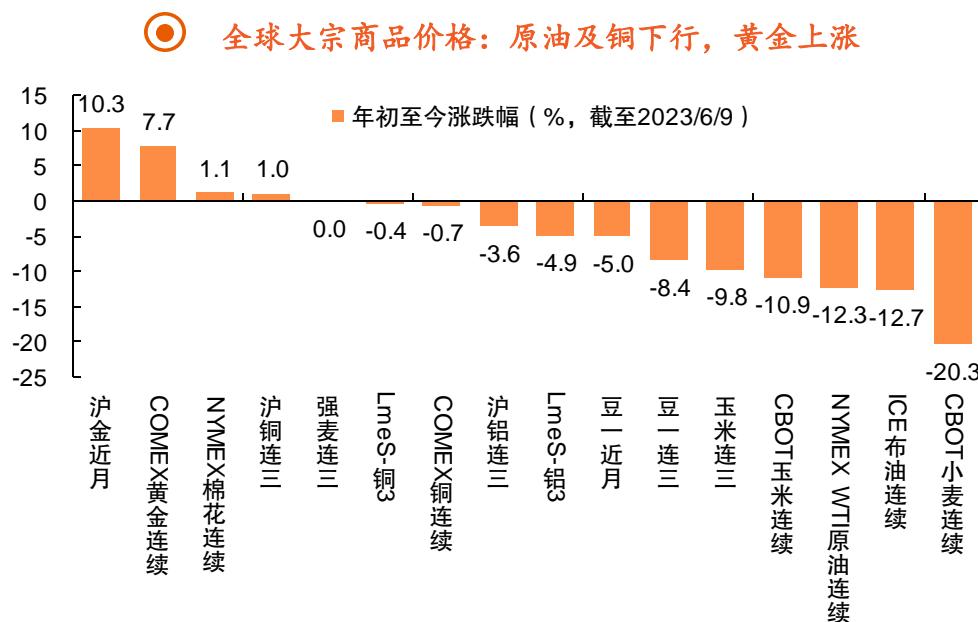
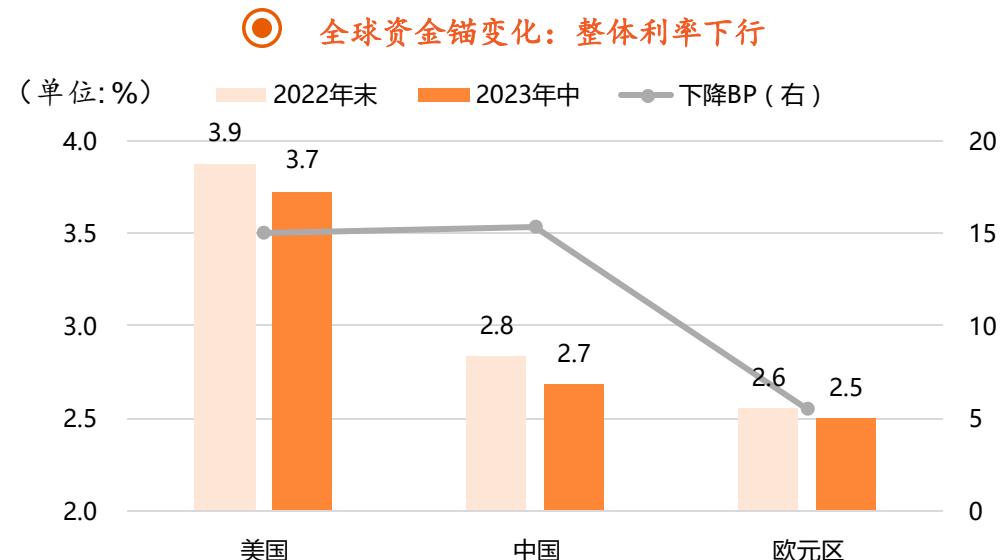
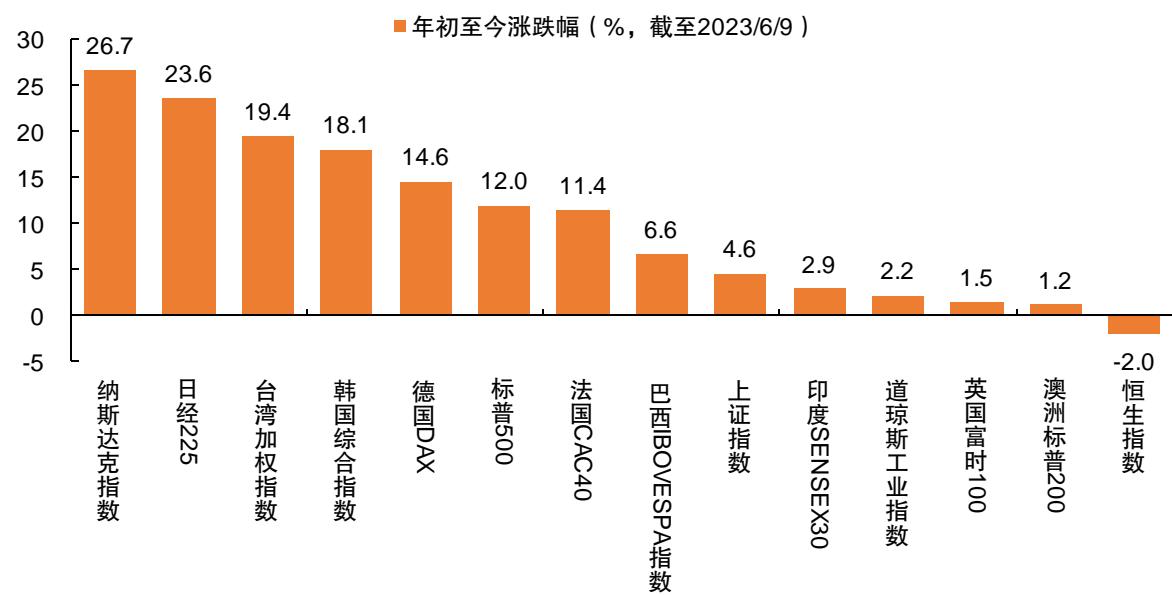
目录

- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

1.1 全球资产表现 | 全球资产价格分化

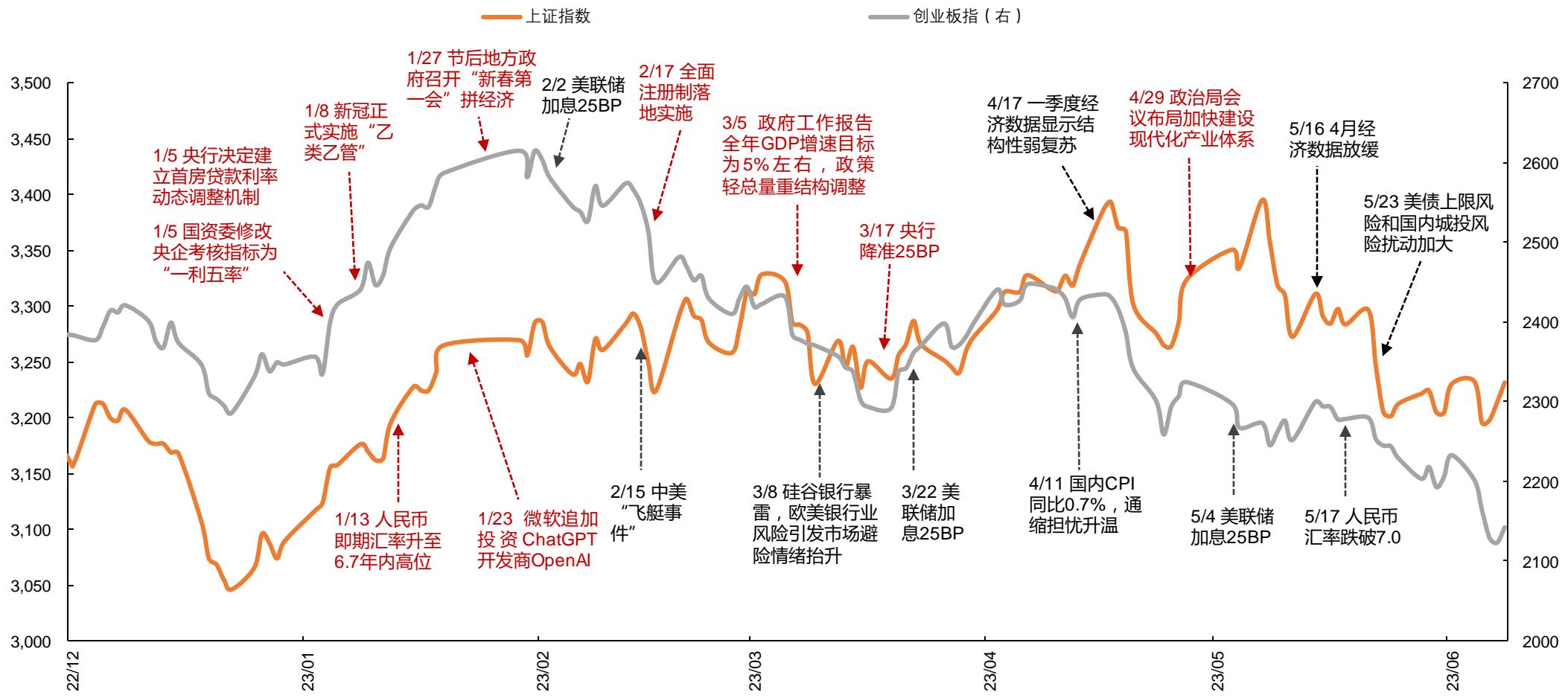
- 2023年上半年，全球资产价格分化。
- 一是商品内部分化，原油等顺周期商品波动下行，贵金属上涨；
- 二是整体利率下行，美债利率降幅明显；
- 三是权益市场方面，纳斯达克指数、日本/韩国/中国台湾等市场指数表现在前。

● 全球权益市场：纳斯达克表现最佳



1.2 A股市场表现 | 经济复苏预期摇摆

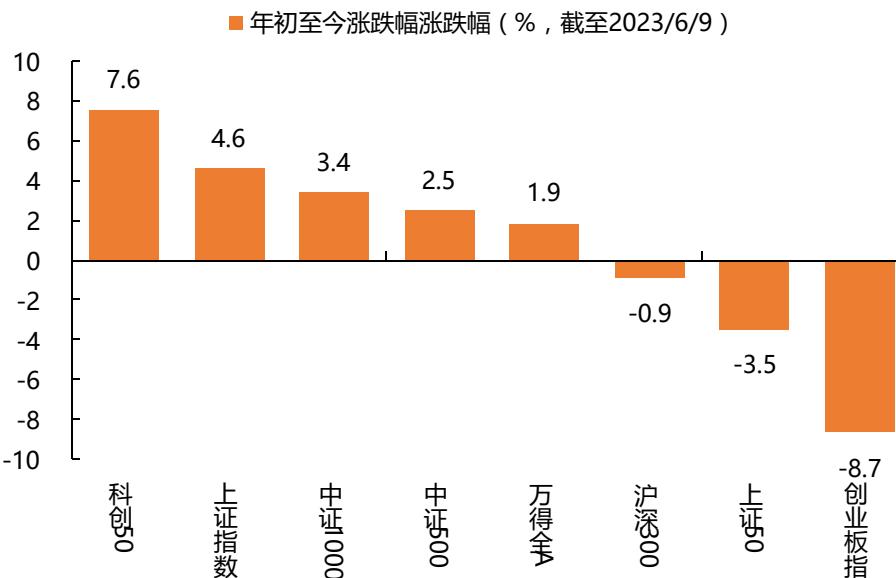
① 2023年上半年A股市场先反弹后调整



A股结构表现|行业快速轮动，TMT和中特估主线并行

- 2023年上半年，主要宽基指数表现分化，科创50领涨，上证指数上涨4.6%，创业板指下跌8.7%。
- 全年主线为TMT和中特估板块，但是行业轮动较快。上半年，传媒、通信、计算机行业累计涨幅在30%-50%，中特估的建筑、石油石化、电力的涨幅在6%-14%，房地产、消费者服务跌幅居前。

2023年上半年A股主要指数涨跌不一



2023年上半年中信一级行业月度表现

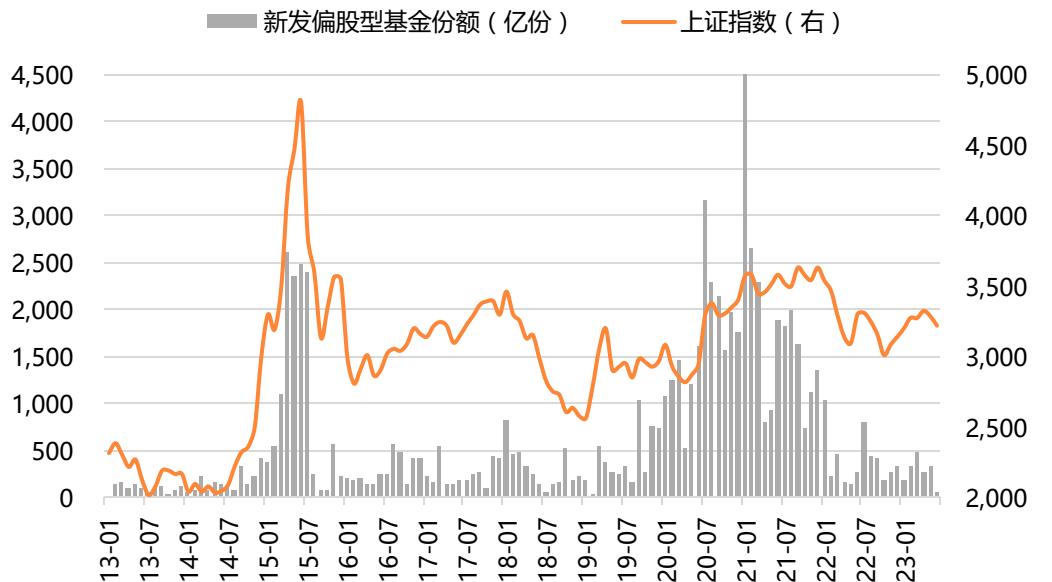
行业	涨跌幅(%, 截至2023/6/9)						PE估值		PB估值	
	年初至今	1月	2月	3月	4月	5月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
传媒	54.0	5.2	4.4	22.2	13.7	-4.4	223.4	97.5%	2.9	48.9%
通信	38.8	9.2	8.2	9.1	2.4	0.6	22.8	10.1%	1.9	14.0%
计算机	34.8	12.7	5.3	16.9	-6.8	1.0	112.7	71.4%	4.3	45.4%
建筑	13.3	5.4	3.0	2.6	10.8	-9.3	10.8	46.8%	1.0	21.5%
家电	11.1	8.3	1.2	0.1	2.4	-7.4	15.7	22.6%	2.6	22.4%
石油石化	10.6	7.8	1.9	0.8	6.2	-7.3	10.6	10.9%	1.2	48.1%
电子	9.8	8.7	0.2	7.3	-5.1	1.5	64.3	79.4%	3.4	23.3%
电力及公用事业	6.5	2.2	1.8	-2.1	2.0	3.6	28.0	80.5%	1.8	51.0%
非银行金融	5.1	8.7	-2.5	-3.3	6.5	-5.0	15.7	30.3%	1.3	9.1%
银行	4.3	3.1	-3.7	-1.6	4.6	-1.6	5.1	20.0%	0.6	8.6%
机械	2.1	10.1	1.7	-4.1	-2.2	-0.4	34.7	15.2%	2.4	33.4%
综合金融	1.3	4.8	4.4	-4.9	-2.5	-0.5	66.6	96.2%	1.3	5.4%
纺织服装	0.9	4.2	5.5	-6.3	-1.3	-2.1	36.1	71.8%	1.8	14.7%
有色金属	0.3	14.8	-3.2	-3.8	-1.0	-7.8	14.8	0.9%	2.3	26.6%
汽车	-1.7	11.3	-1.2	-5.8	-6.0	-0.1	35.9	72.5%	2.1	35.0%
轻工制造	-2.0	4.3	6.4	-6.8	-4.3	-2.4	35.4	56.0%	2.1	4.2%
钢铁	-2.6	7.7	4.3	-7.3	-2.0	-4.6	44.7	75.4%	1.0	17.9%
国防军工	-2.8	6.2	1.0	-3.8	-1.2	-1.1	66.9	38.9%	3.2	37.4%
煤炭	-3.3	5.3	2.8	-4.1	-1.5	-7.6	6.2	0.2%	1.2	47.3%
商贸零售	-3.4	-0.7	1.0	1.3	-1.3	-6.3			1.5	38.0%
医药	-3.7	5.6	0.2	-3.7	0.2	-2.8	40.8	54.0%	3.4	4.5%
交通运输	-4.0	1.6	-0.7	-0.2	1.2	-6.2	32.1	84.1%	1.5	19.6%
建材	-7.5	8.7	0.1	-6.6	-5.1	-7.6	22.2	64.6%	1.3	0.6%
食品饮料	-8.6	5.2	1.0	-1.7	-5.8	-7.8	30.4	39.6%	5.8	56.8%
基础化工	-10.3	8.7	0.1	-6.5	-7.5	-4.7	21.0	13.4%	2.3	22.9%
电力设备及新能源	-10.5	10.6	-5.1	-4.9	-4.0	-3.9	22.4	0.1%	3.0	46.1%
农林牧渔	-10.6	3.1	0.4	-1.8	-4.1	-10.1	50.1	53.7%	2.8	12.7%
房地产	-10.9	3.1	-2.2	-7.0	-2.6	-6.6			0.9	1.2%
综合	-11.9	2.3	2.4	-7.1	-8.1	0.1			1.8	40.4%
消费者服务	-24.5	-1.4	-1.3	-2.6	-9.0	-13.0	198.5	85.8%	4.1	47.1%

资料来源：Wind, 平安证券研究所, 本页数据统计截至2023年6月9日

A股市场特征 | 赚钱效应有限，基金发行在低位

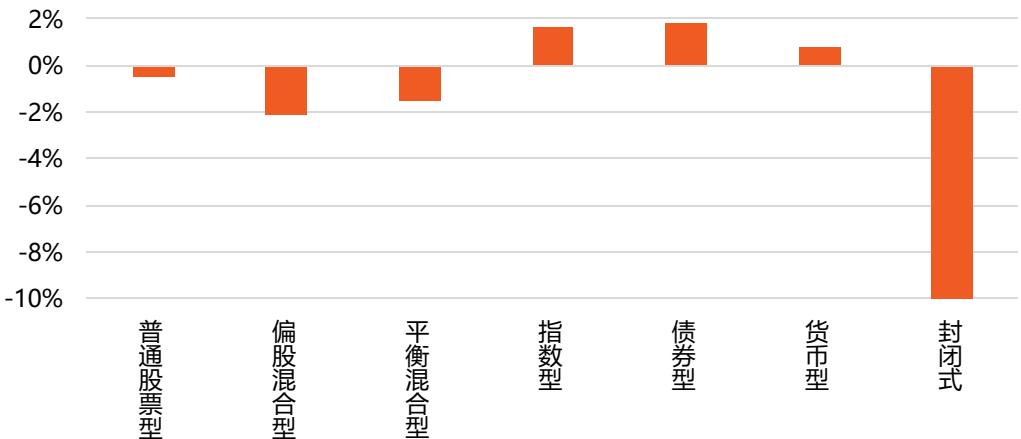
- A股市场赚钱效应尚未显现。尽管市场以结构性主线为主，但是今年以来偏股型基金收益率为负，偏股型基金发行规模降至月度四百亿以下的。
- 从公募基金产品收益率来看，结构性赚钱效应更多在指数型产品，ETF产品的份额和资产净值均大幅上行。

● 公募基金发行回落至低位往往是市场的底部信号

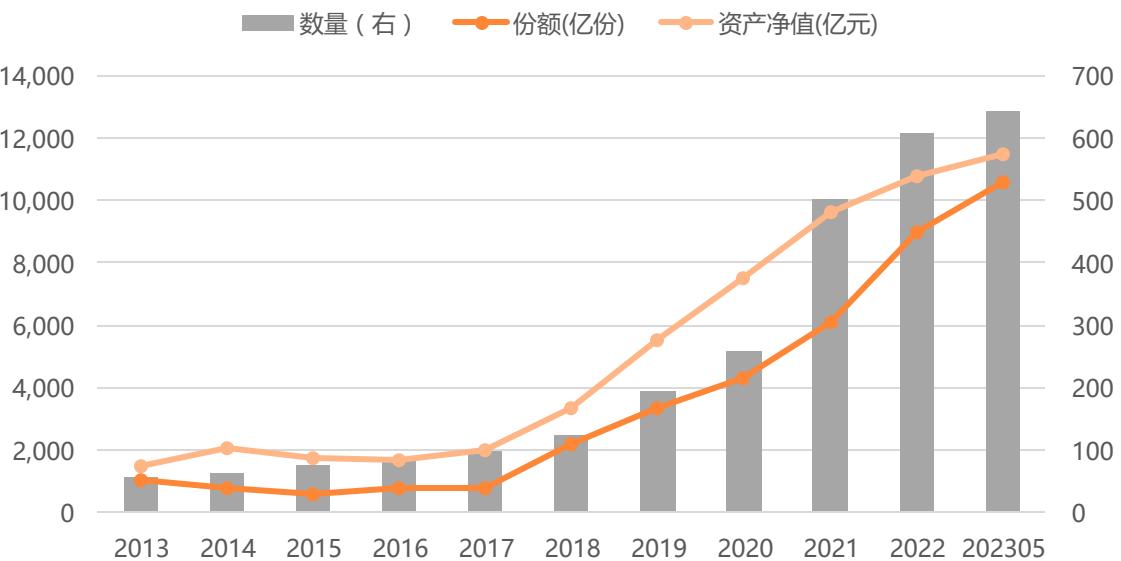


资料来源：Wind, 平安证券研究所, 本页数据统计截至2023年6月9日

● Wind基金指数测算：偏股型基金收益率为负，指数量表现最佳



● 今年ETF发行逆势上行，份额大幅上行





CONTENT

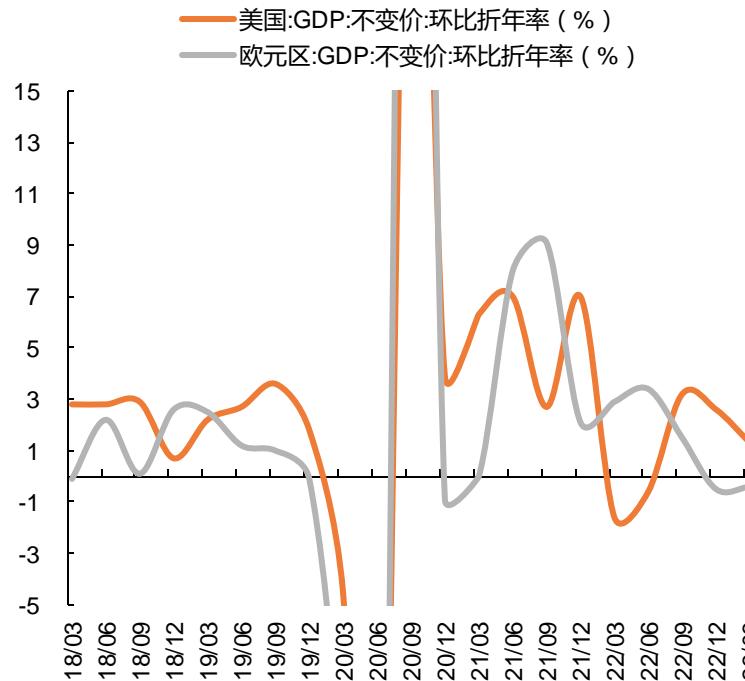
目录

- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

全球 | 基本面：衰退预期反复

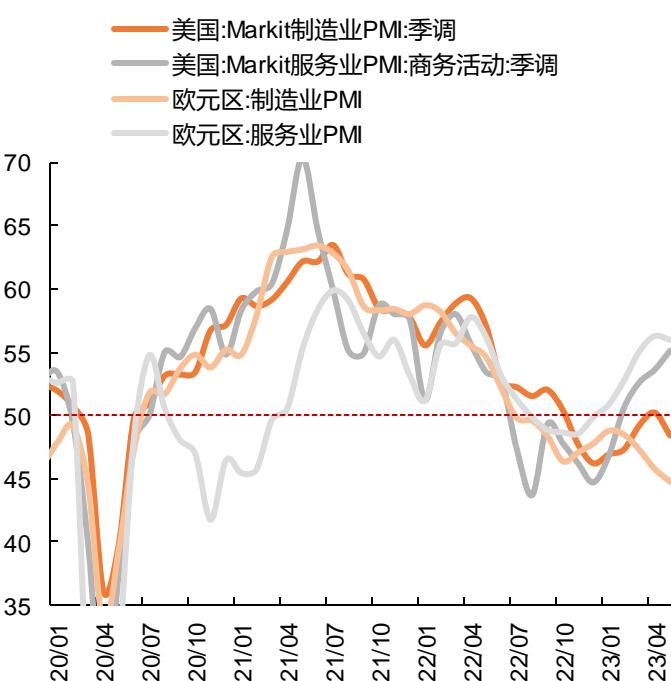
- 欧美经济衰退预期反复，年初以来经济增长仍显韧性，美国强于欧洲。欧美服务业PMI在扩张区间持续回升，制造业PMI在年初小幅反弹后回落至荣枯线下，美国就业市场保持相对强势。IMF在4月对美国和欧元区全年经济增速预测分别较1月份上调了0.2pct和0.1pct至1.6%和0.8%。
- 欧美通胀自高位持续回落，但美国近期的PCE增速回落速度放缓，通胀读数仍高于政策预期。

◎ 美国和欧元区GDP环比折年率

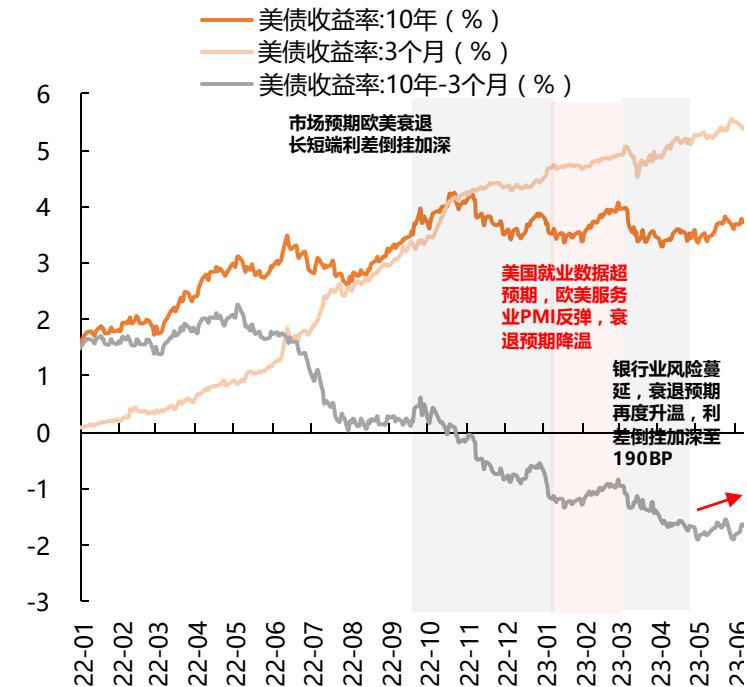


资料来源：Wind, 平安证券研究所

◎ 上半年欧美服务业PMI强于制造业



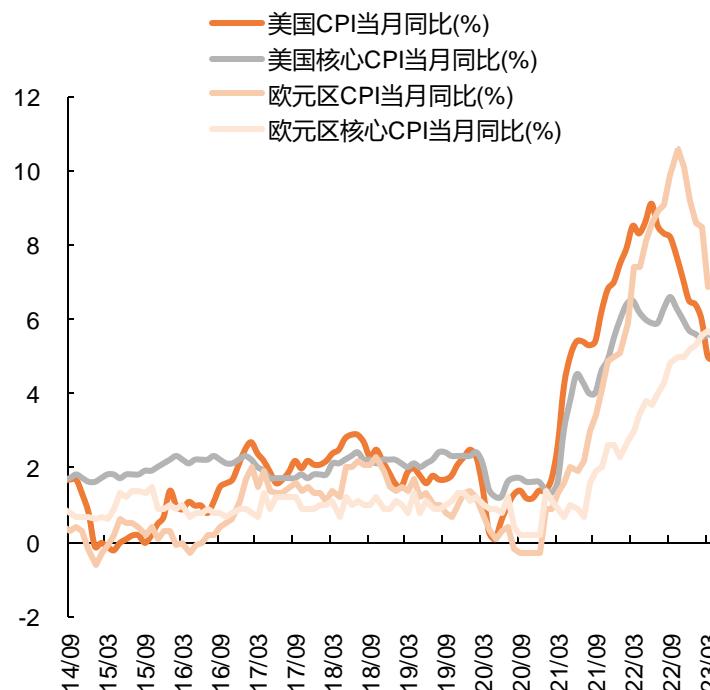
◎ 市场对于美国衰退预期反复



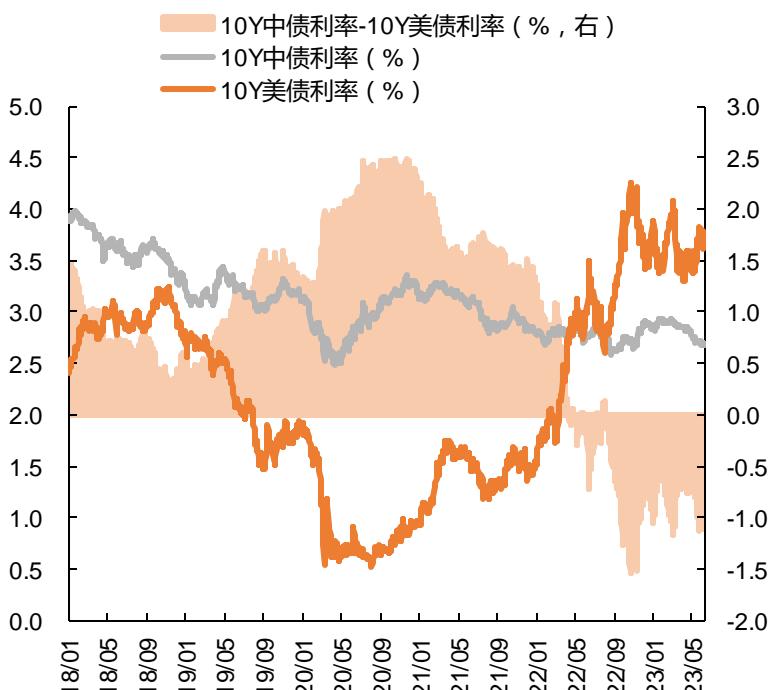
全球 | 流动性：美联储加息终点临近，人民币中期有升值空间

- 欧美通胀持续回落，美联储加息终点临近，降息预期有分歧。截至5月议息会议，美联储本轮加息周期已加息11次，累计加息幅度525BP。考虑到通胀延续回落趋势且高利率环境下金融风险的抬升以及对实体经济的潜在冲击，市场目前普遍预期美联储加息终点临近，但年内降息仍存在较大不确定性。
- 人民币汇率短期宽幅波动，中期仍有升值空间。5月受国内经济修复动能放缓、市场避险情绪升温等因素影响，人民币汇率再度走贬并跌破7.0。后续来看，短期人民币汇率预计以宽幅波动为主，但中期国内经济增长动能仍有望持续改善，叠加美国加息周期结束，中美利差倒挂收敛，人民币汇率仍有升值空间。

● 欧美通胀延续回落但速度放缓



● 中美利差倒挂程度仍然较深



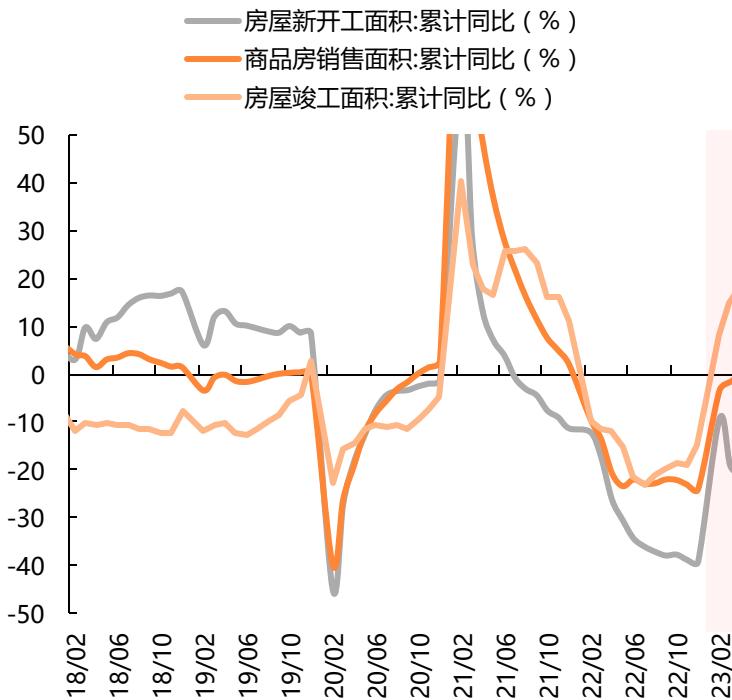
● 美元指数小幅反弹至104，人民币汇率跌破7.0



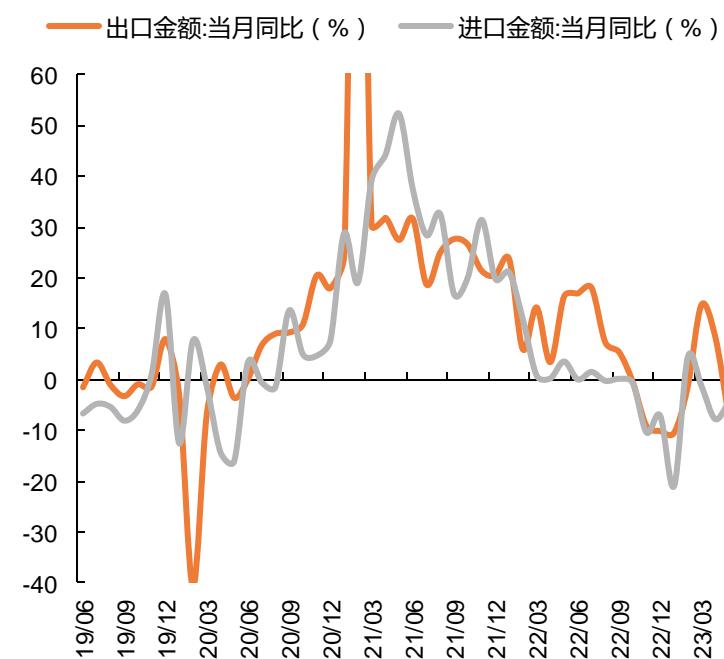
国内 | 基本面：缓慢复苏格局延续，结构分化明显

- 2023年上半年，国内经济在疫情影响退坡后开启复苏进程，但整体呈现结构分化的缓慢复苏特征，其中出口和服务消费是主要支撑项（但5月出口增速已回落至-7.5%）；商品价格维持低迷（5月CPI仅为0.2%），显示内需修复仍不足。
- 消费：出行服务消费强，耐用品消费疲弱（4月社零同比增长18.4%，汽车及通讯器材增速为负）。
- 投资：固定资产投资回落（4月已回落至4.7%），基建与地产继续分化。
- 地产：修复斜率放缓，新开工投资回落，销售降温。

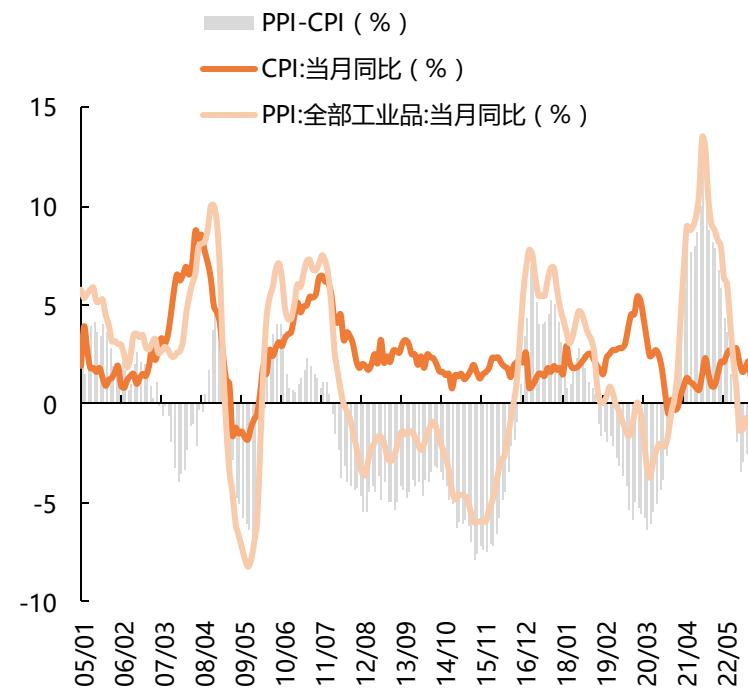
● 4月地产新开工累计同比回落



● 5月进出口同比增速降至负区间

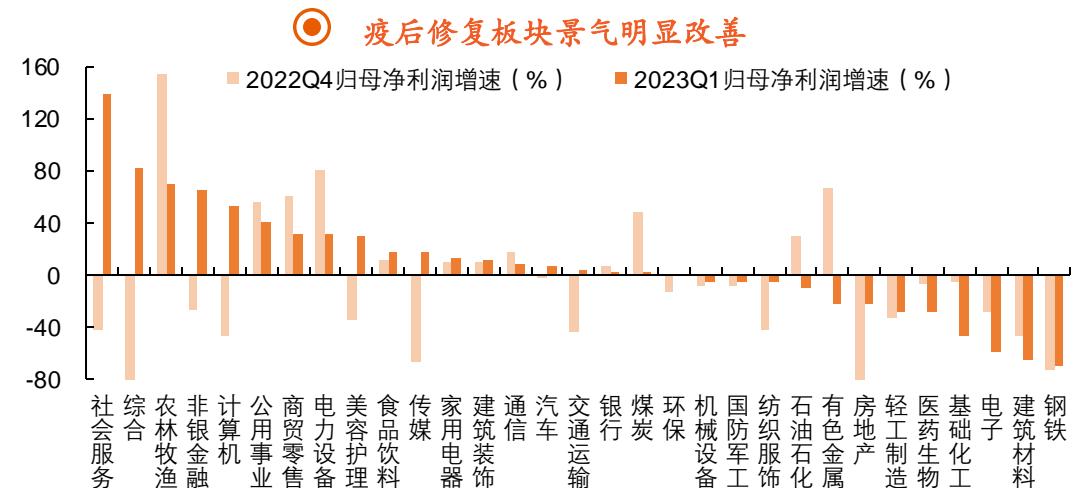


● 2023年初以来国内通胀水平波动回落

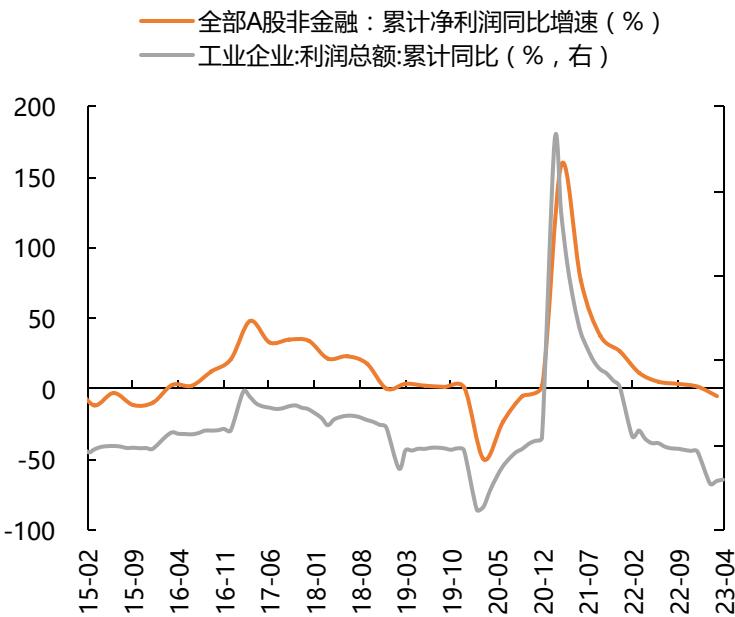


国内 | 基本面：实体企业盈利有望筑底修复，国企扩产意愿相对更高

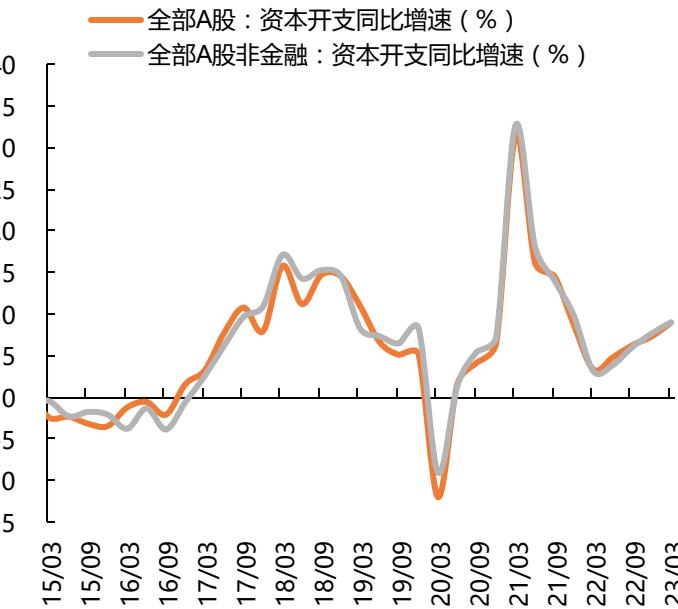
- 2023年一季度的A股非金融上市公司净利润增速为-5.8%，盈利底部基本确认，企业盈利有望随着经济缓慢复苏而边际改善。
- 结构上，一季度出行服务消费以及先进制造板块景气度较高，后续景气度有望延续。国企经营业绩更为韧性，扩产意愿更高。



◎ 23Q1实体企业盈利增速筑底



◎ 23Q1实体企业资本开支继续回升



◎ 23Q1国企盈利增速优于民企

板块	归母净利润增速 (%)			ROE(TTM) (%)			资本开支增速 (%)		
	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1	2021 Q4	2022 Q4	2023 Q1
全部A股	18.9	-2.5	-5.6	8.9	7.9	7.4	10.0	9.3	9.8
中证民企	0.9	1.8	-5.4	8.3	7.6	7.0	28.2	13.3	8.3
中证国企	25.4	-7.8	-5.3	9.5	8.2	7.7	-0.2	5.4	11.1
中证央企	20.4	-6.7	-2.4	8.7	7.7	7.3	-2.5	3.1	9.3

国内 | 流动性：无风险利率预计维持低位波动

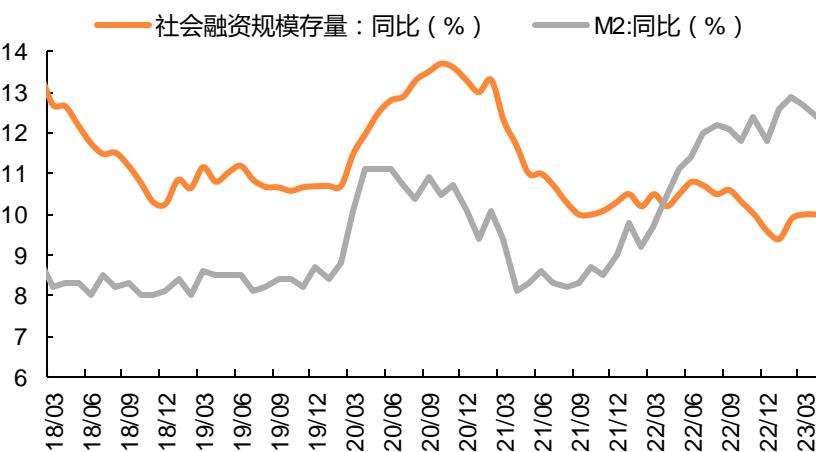
- 上半年货币政策稳中偏松，信贷投放力度从一季度的高于季节性逐渐回归平稳，社融增速底部小幅回升至10.0%，仍处历史偏低水平。结构上，企业和居民部门的信贷修复明显分化，居民中长期贷款仍疲弱。
- 结合一季度央行货币政策执行报告的表述——“经济增长好于预期但内生动力仍不足”、“疫情‘伤痕效应’尚未消退”等，预计下半年货币政策仍将维持稳健宽松以支持实体经济修复，流动性趋于相对充裕。目前10Y国债收益率在2.7%附近，预计后续将维持在低位震荡。

● 近期10Y国债收益率在2.7%附近波动

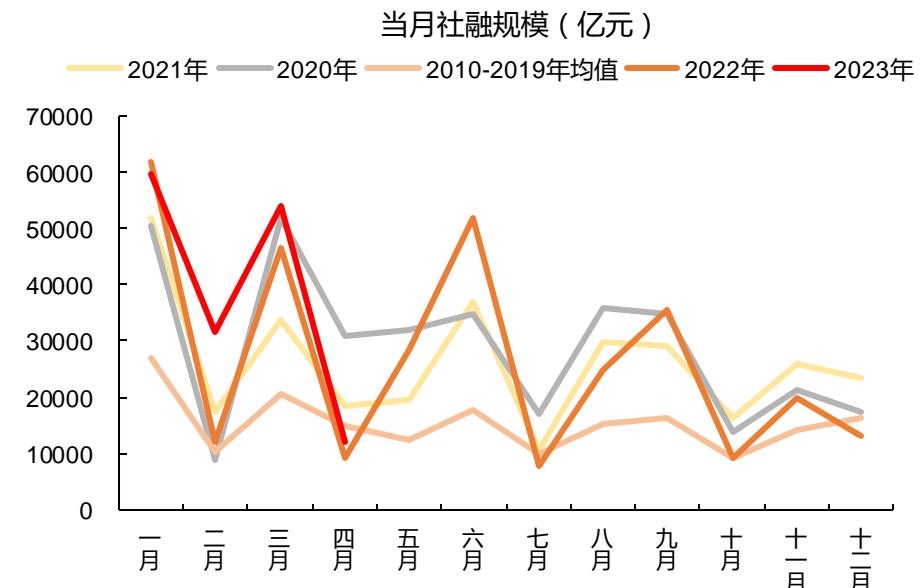


资料来源：Wind, 平安证券研究所

● M2与社融增速仍有一定差距



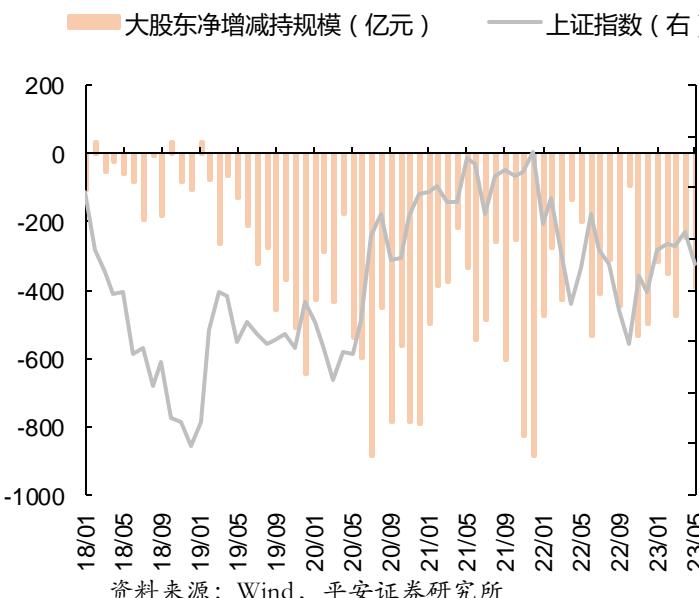
● 一季度新增社融高于季节性



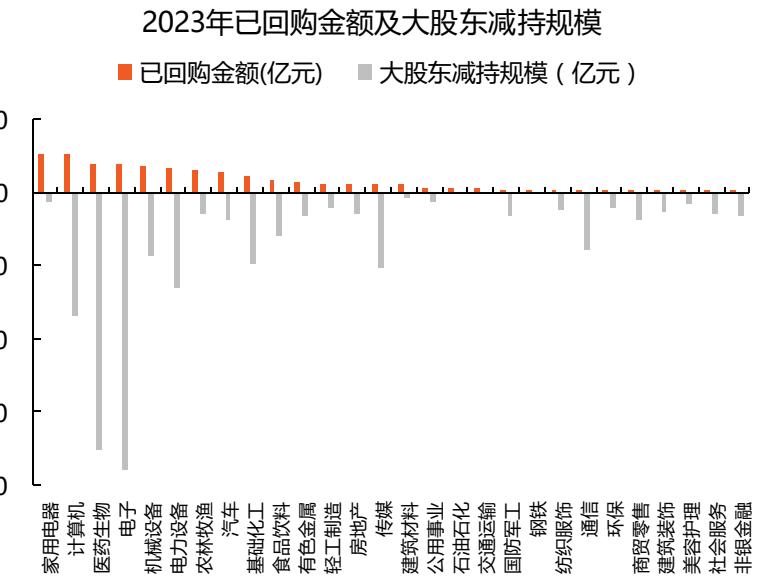
国内 | 流动性：成交金额回落至8000亿元左右

- A股交易情绪先转暖后降温，A股日均成交额从年初的7500亿元左右回升至4月的万亿元，但近期再度回落至8000亿元左右。
- 从市场资金供需来看，IPO节奏发行保持平稳。上半年一级市场IPO节奏保持平稳，增发规模高位回落，1-5月IPO+增发累计约4200亿元，高于去年同期14%；二级市场随着大盘整体震荡上行，大股东减持规模边际增加，今年1-5月累计减持约1800亿元，高于去年同期18%。截至2023年5月底，下半年限售股解禁规模约2.4万亿元，略低于上半年7%。

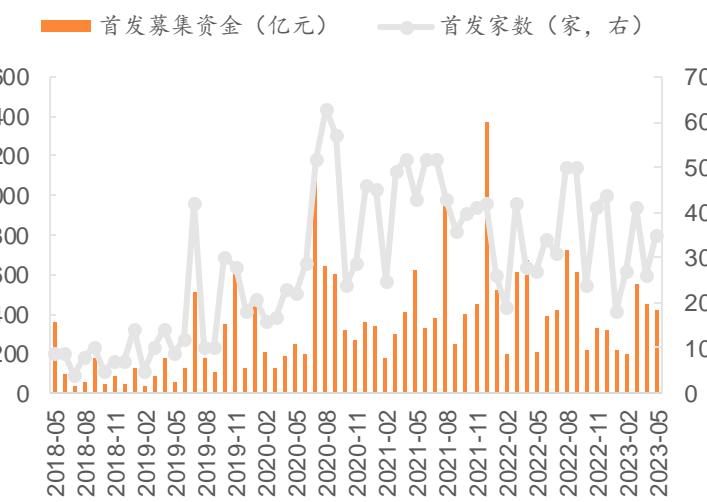
① 今年1-5月大股东减持规模较去年同期边际增加



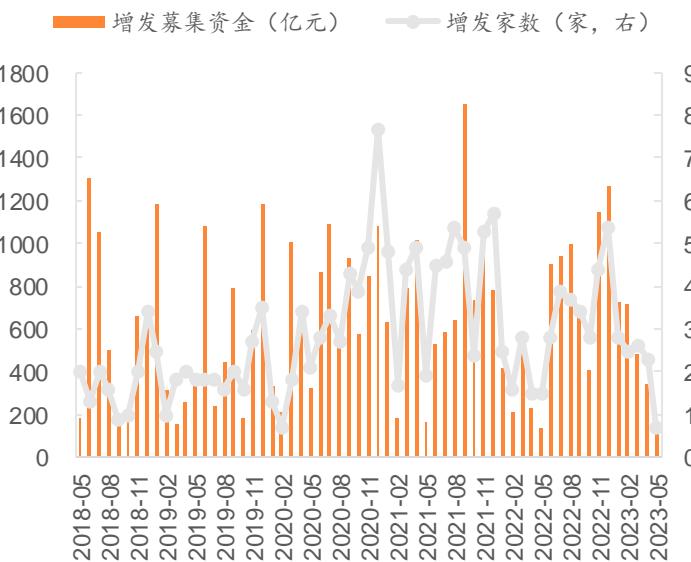
② 1-5月大股东净减持集中在TMT和医药生物行业



③ 1-5月A股市场IPO节奏保持平稳



④ 1-5月A股市场增发再融资规模高位回落





CONTENT

目录

- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

政策环境 | 引导支持建设现代化产业体系和中国特色估值体系

- 今年政策加码支持两个方向，一是加快建设现代化产业体系，二是深化国资国企改革、引导建立中国特色估值体系。

● 2023年年初以来重要会议/政策聚焦建设现代化产业体系

日期	会议/文件	主要内容
2023/1/31	中共中央政治局第二次集体学习	要加快科技自立自强步伐，解决外国“卡脖子”问题。健全新型举国体制，强化国家战略科技力量，优化配置创新资源；继续把发展经济的着力点放在实体经济上，扎实推进新型工业化， 加快建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，打造具有国际竞争力的数字产业集群 。顺应产业发展大势，推动短板产业补链、优势产业延链，传统产业升链、新兴产业建链，增强产业发展的延续性和竞争力。优化生产力布局， 推动重点产业在国内外有序转移，支持企业深度参与全球产业分工和合作，促进内外产业深度融合，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系 。
2023/2/22	中共中央政治局第三次集体学习	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 。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， 推动基础研究实现高质量发展 。
2023/2/28	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	到2025年，优质高效中医药服务体系加快建设 ，符合中医药特点的体制机制和政策体系不断完善，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。
2023/3/5	《政府工作报告》	产业政策要发展和安全并举 。促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节； 科技政策要聚焦自立自强 。完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。 深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。
2023/3/7	二十届二中全会	重新组建科学技术部；组建国家金融监督管理总局；深化地方金融监管体制改革；中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构；统筹推进中国人民银行分支机构改革；完善国有金融资本管理体制；加强金融管理部门工作人员统一规范管理；组建国家数据局；优化农业农村部职责；完善老龄工作体制；完善知识产权管理体制；国家信访局调整为国务院直属机构；精减中央国家机关人员编制。
2023/4/7	国常会	全面贯彻落实总体国家安全观，统筹发展和安全，以实施《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例（草案）》为契机， 规范无人驾驶航空器飞行以及有关活动，积极促进相关产业持续健康发展 ，有力维护航空安全、公共安全、国家安全。
2023/4/21	二十届中央全面深化改革委员会第一次会议	强化企业科技创新主体地位 ，是深化科技体制改革、推动实现高水平科技自立自强的关键举措。从制度建设着眼， 一体推进科技创新、产业创新和体制机制创新 ，推动形成企业为主体、产学研高效协同深度融合的创新体系。从服务构建新发展格局、推动高质量发展、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发， 完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理 。
2023/4/28	中央政治局会议	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系 ，夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。 要巩固和扩大新能源汽车发展优势 ，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。 要重视通用人工智能发展 ，营造创新生态，重视防范风险。
2023/5/5	国常会	把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大，加快建设现代化产业体系 ；加快推进充电基础设施建设、更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。
2023/5/24	《京津冀产业协同发展实施方案》	建立集群跨区域协同培育机制，聚焦 集成电路、网络安全、生物医药、电力装备、安全应急装备 等重点领域，着力打造世界级先进制造业集群。瞄准 人工智能、集成电路、生命科学、空天科技 等前沿领域，强化京津冀关键核心技术攻关。
2023/5/30	二十届中央国家安全委员会第一次会议	要全面贯彻党的二十大精神，深刻认识国家安全面临的复杂严峻形势，正确把握重大国家安全问题， 加快推进国家安体系和能力现代化 ，以新安全格局保障新发展格局，努力开创国家安全工作新局面。
2023/6/2	国常会	延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策 ，构建高质量充电基础设施体系， 巩固和扩大新能源汽车发展优势 ，进一步优化产业布局，统筹国内国际资源开发利用，健全动力电池回收利用体系。

现代化产业体系 | 二十大以来“建设现代化产业体系”的政策路径更为清晰

- 从十七大首次提出“发展现代产业体系”，到二十大首次明确“建设现代化产业体系”，我国现代化产业升级的着力点从此前的更多依靠消费驱动、依靠现代服务业+战略性新兴产业带动，逐渐向“完整性、先进性、安全性、战略性新兴产业和传统产业共同发展”转变，政策路径更为完整清晰。近期高层会议布局支持人工智能、先进制造业发展。

二十大以来“建设现代化产业体系”的政策路径更为清晰

“十七大”报告：发展现代产业体系，大力推进信息化与工业化融合，振兴装备制造业，发展高新技术产业、现代服务业等



2007.10

十七届五中全会公报：要发展现代产业体系，改造提升制造业，培育发展战略性新兴产业，加快发展服务业



2010.10

“十二五”规划：发展结构优化、技术先进、清洁安全、附加值高、吸纳就业能力强的现代产业体系



2011.03

“十八大”报告：着力构建现代产业发展新体系



2012.11

十八届五中全会公报：构建产业新体系，加快建设制造强国，实施《中国制造二〇二五》



2015.10

“十三五”规划：推进供给侧结构性改革，培育壮大新兴产业，改造提升传统产业，加快构建现代产业新体系。



2016.03

2023.05



中央财经委员会会议：加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，把握人工智能等新科技革命浪潮，推进产业智能化、绿色化、融合化

国常会审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见：把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大

2022.10



“二十大”报告：建设现代化产业体系。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程；推动战略性新兴产业融合集群发展；推动现代服务业同先进制造业、现代农业深度融合；加快发展数字经济；构建现代化基础设施体系

2021.03



“十四五”规划：加快发展现代产业体系，加快推进制造强国、质量强国建设，促进先进制造业和现代服务业深度融合

2020.10



十九届五中全会公报：加快发展现代产业体系，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展

2017.10



“十九大”报告：建设现代化经济体系，加快建设制造强国，加快发展先进制造业。支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业

现代化产业体系 | 三次产业融合发展，新兴产业和传统产业“两手抓”

- 建设现代化产业体系是推动各个产业有机结合和协同发展的一项整体工作，既要发挥新兴产业的引领作用，又要夯实传统产业的基础作用，既要推动新型工业化，又要统筹服务业和农业全面发展。

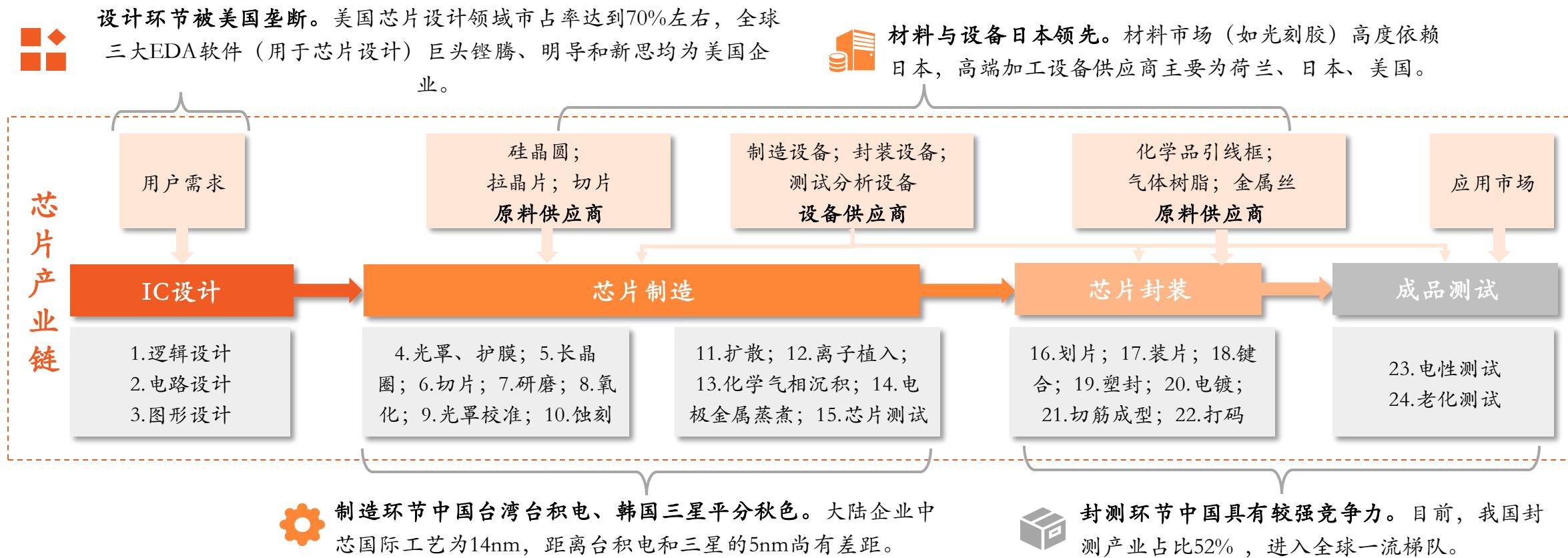
◎ 建设现代化产业体系的内涵和重要任务



现代化产业体系 | 短板产业补链：集中力量解决“卡脖子”问题

- 根据中国宏观经济论坛CMF的研究，目前我国35项“卡脖子”问题中已经解决了20余项，还有14项未攻克，包括28纳米以下的高性能光刻机、高端的电容电阻、某些核心工业软件、光刻胶、投射式电镜、高强度不锈钢等。
- 以半导体为代表的科技领域是中美角力关键焦点。

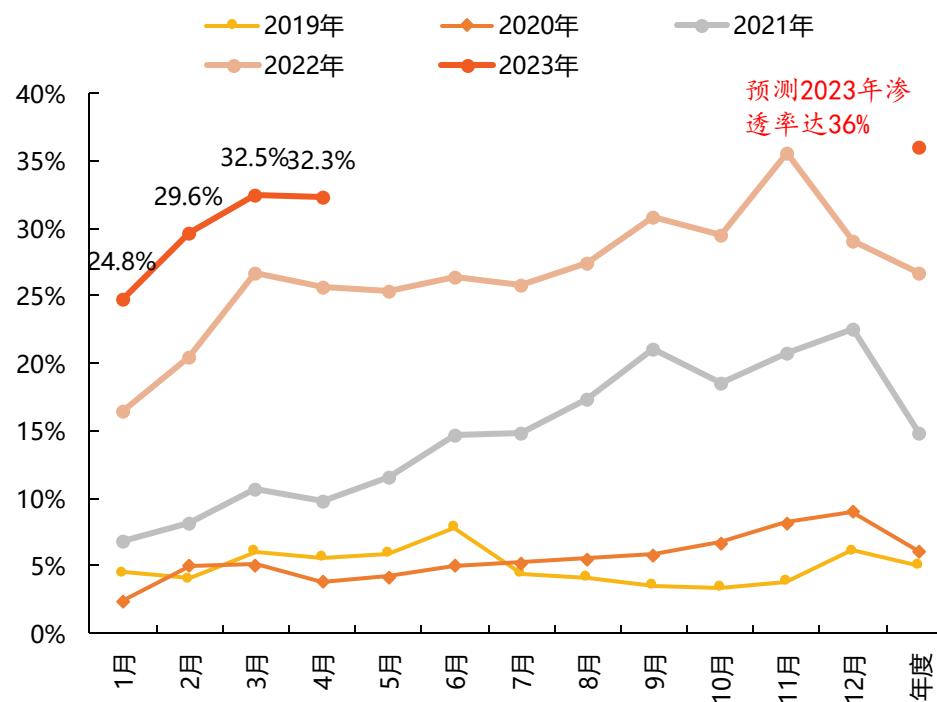
◎ 我国半导体产业链



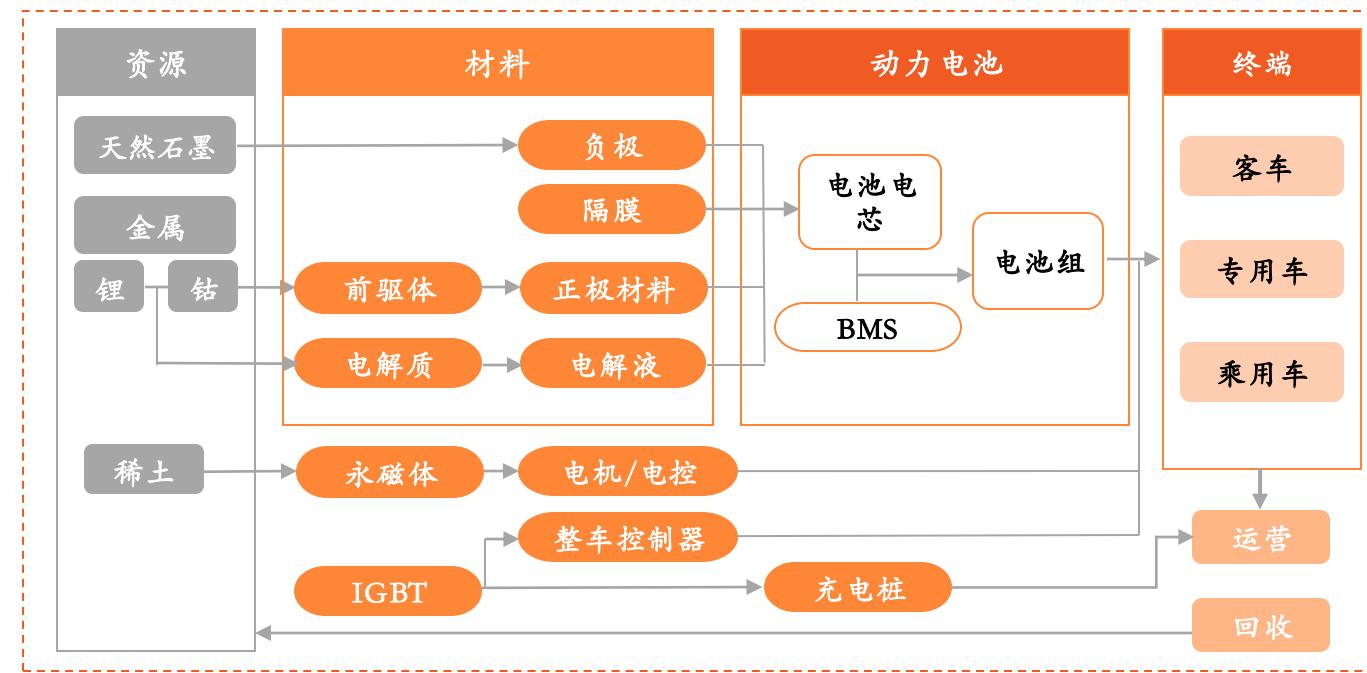
现代化产业体系 | 优势产业链：政策加码新能源车渗透和充电设施建设

- 我国新能源汽车产业链较为完整，新品推出进展领先。随着新能源汽车渗透率提升，电池技术也在加速发展，目前锂电池应用最为广泛，钠电池有望成为后起之秀形成互补。
- 政策加码新能源汽车渗透和充电基础设施建设。2023年6月2日，国常会研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，明确提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关。

● 2023年全国新能源车渗透率有望达36%



● 我国新能源汽车产业链布局较为完整，具有全球竞争力

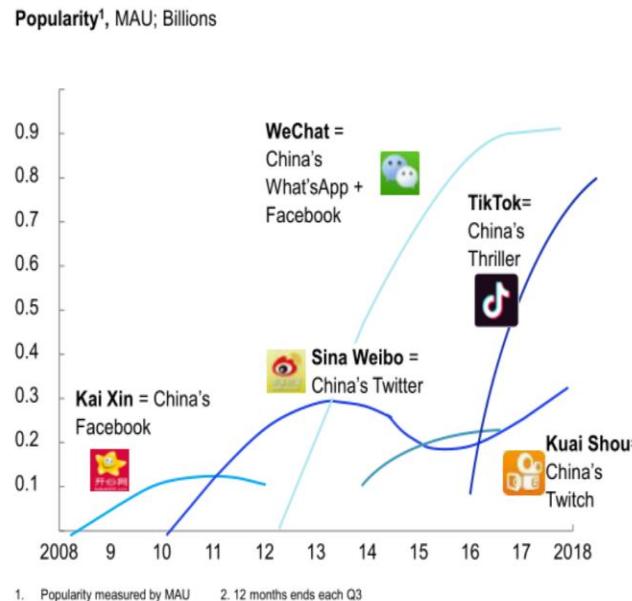


现代化产业体系 | 新兴产业链：平台企业引领人工智能技术创新

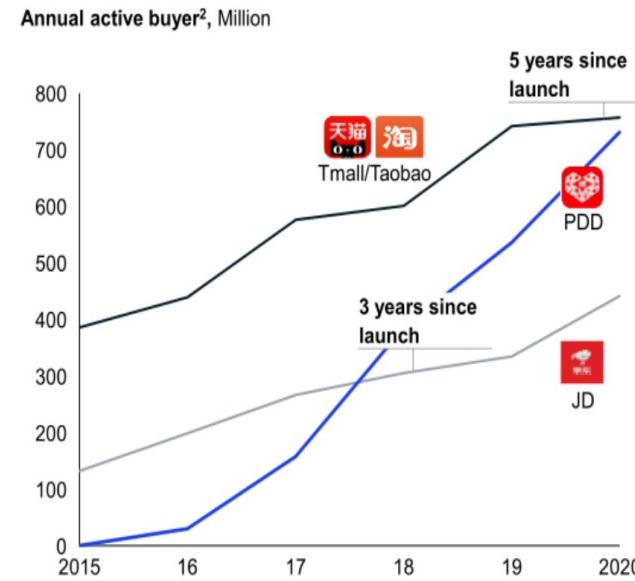
- 近几年我国涌现出多家实力出众的互联网平台企业，在数字技术研发与产品开发等方面具备全球竞争力。
- 2023年初，OpenAI开发的Chat GPT大爆并引发全球关注，AIGC算法应用空间打开。目前我国主要的AI大模型包括百度文心、阿里通义、腾讯混元、华为盘古等。

以客户为中心的产业创新：互联网平台公司不断涌现并做大做强

4 waves of social transitions occurred within 10 years



eCommerce battle with new winner like PDD emerge



国内科技互联网巨头积极布局AI大模型

企业	大模型	芯片	应用
百度	文心一言	昆仑芯片	多轮对话，协助创作，更加注重to B方向的应用
阿里巴巴	通义千问	含光800芯片	多轮对话、文案创作、逻辑推理、多模态理解、多语言支持
华为	盘古	鲲鹏芯片	NLP大模型、CV大模型和科学计算大模型
腾讯	HunYuan	/	NLP、CV、多模态、文生图等大模型

AIGC在不同应用场景中的发展预期

	2020年之前	2020年	2022年	预计2023年	预计2025年	预计2030年
文本	垃圾邮件的检测和翻译 基础文案写作 基础问答回复	基础文案写作 生成初稿	长篇写作 完善初稿	对论文等专业文本内容垂直微调	终稿水平优于人类平均水平	终稿水平优于专业作家
代码	单行代码自动补齐	多行代码生成	更长篇幅更高的准确度	更多种语言 更符合垂直行业的需求	文本到产品（终稿）	文本到产品终稿的效果优于全职开发人员
图像			美术作品 商标 摄影作品	产品设计、建筑等实物模型	产品设计、建筑等终稿	终稿优于专业艺术家、设计师、摄影师
视频/ 3D / 游戏			3D、视频模型的初次尝试	视频和3D文件的初稿	完善初稿	AI Roblox 实现电子游戏和电影个性化

现代化产业体系 | 传统产业升链：保障能源安全，促进绿色化智能化升级

- 深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快规划建设新型能源体系，确保能源安全。
- 钢铁、水泥等领域的低碳生产仍有待低碳技术突破和新材料的应用。

● 政策强调能源安全和能源结构转型升级

2022年3月
《“十四五”现代能源体系规划》

增强油气供应能力，**加大国内油气勘探开发**。加强煤炭安全托底保障，以发展先进产能为重点，加快推动落后煤矿关闭退出。加快推动能源绿色低碳转型，促进新能源占比逐渐提高，**推动煤炭和新能源优化组合**。

2022年10月
二十大

深入推进能源革命，**加强煤炭清洁高效利用**，**加大油气资源勘探开发和增储上产力度**，加快规划建设新型能源体系，统筹水电开发和生态保护，积极安全有序发展核电，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。

2023年3月
政府工作报告

发挥煤炭主体能源作用，增加煤炭先进产能。保粮食能源安全，稳步推进节能降碳，统筹能源安全稳定供应和绿色低碳发展，科学有序推进碳达峰碳中和。单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降。

2023年4月
《2023年能源工作指导意见》

增强能源保障能力&积极稳妥推进绿色低碳转型。原油稳产增产，天然气较快上产，煤炭产能维持合理水平，电力充足供应。深入推进能源领域碳达峰工作，加快构建新型电力系统，大力发展战略性新兴产业，夯实新能源安全可靠替代基础，**加强煤炭清洁高效利用**，**重点控制化石能源消费**，扎实推进能源结构调整优化。

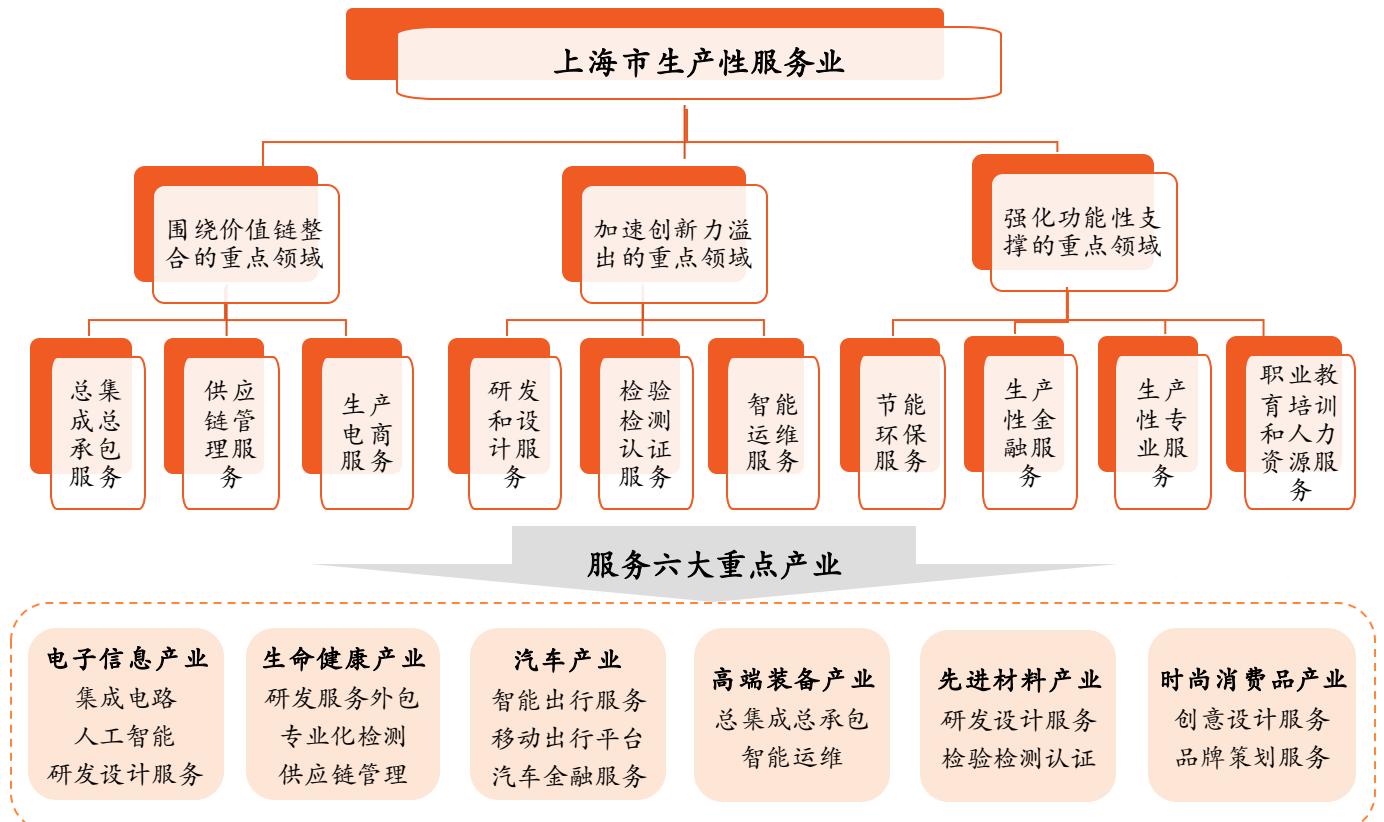


现代化产业体系 | 现代服务业：生产性服务业和生活性服务业并行发展

- 现代化产业体系从生产性服务业和生活性服务业两方面提出要求：

一是推动生产性服务业与先进制造业、现代农业相融合；二是加快生活性服务业提质增效，提升服务供给与需求升级的适配性。

● 上海市生产性服务业发展“十四五”规划



资料来源：Wind，《上海市生产性服务业发展“十四五”规划》，平安证券研究所

● 全生命周期的服务消费需求



生育：放开“三胎”等鼓励生育政策的发布催化相关生育产业，如产前备孕、辅助生殖等。



美丽：随着大众对美丽需求的增长，医美、牙齿矫正、近视眼手术等相关服务消费长期市场空间广阔。

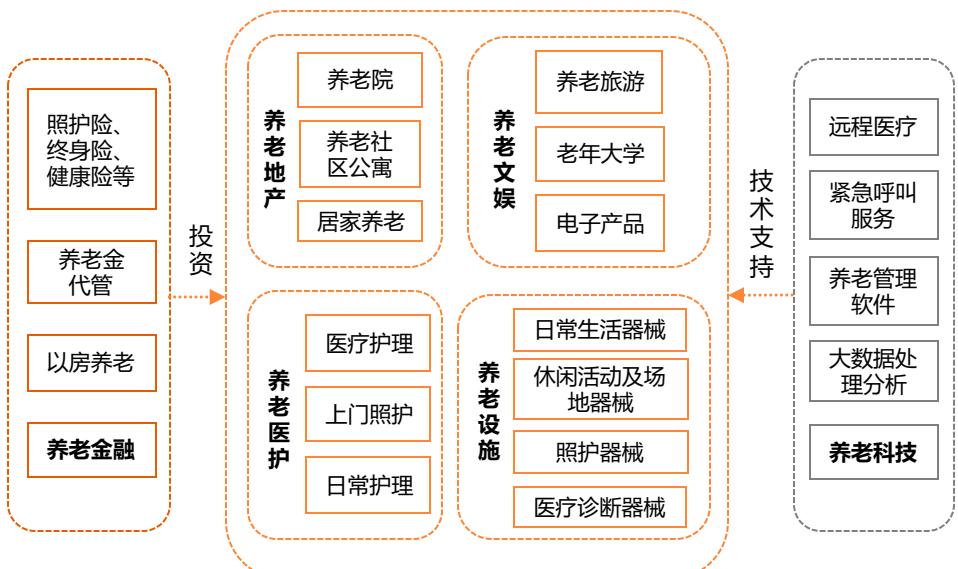


休闲：休闲服务需求旺盛，旅游产业受益，有利于旅行社、酒店和与旅行有关的交通行业，包括游轮。



健康养老：需求增加，加之第一批中产阶级退休在即，将推升中高端养老消费需求。

● 老龄化推动养老服务业发展



中国特色估值体系 | 建设“中特估”体系是资本市场改革的新课题

- 资本市场的融资功能和资产定价功能助力经济转型和高质量发展。自2019年以来，以注册制改革为重要抓手的资本市场改革持续深化；2022年11月，时任证监会主席易会满提出“探索建立具有中国特色的估值体系”，进一步提升资本市场服务实体经济、助力转型发展的能力。

① 2019年以来以注册制改革为重要抓手的资本市场改革持续深化



中国特色估值体系 | 新一轮国企改革聚焦提高核心竞争力和增强核心功能

- 聚焦提高核心竞争力和增强核心功能，增加明确的业绩约束。自2022年10月二十大报告强调“深化国资国企改革”；到11月证监会主席易会满提出的“探索建立具有中国特色的估值体系”；再到2023年1月国资委优化央企经营指标为“一利五率”，新增考核ROE和营业现金比率，明确2023年央企经营目标为“一增一稳四提升”；再到3月国资委启动“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”；再到5月“科改行动”“双百行动”入围企业扩围。

● 二十大以来高层关于国企改革的表述和政策举措

“二十大”报告：深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，**推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力**



2022.10.16

易会满演讲：把握好不同类型上市公司的估值逻辑，**探索建立具有中国特色的估值体系**



2022.11.21

上交所《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》《中央企业综合服务三年行动计划》：服务推动央企估值回归合理水平、服务助推央企进行专业化整合、服务完善中国特色现代企业制度



2022.12.2

中央企业负责人会议：优化中央企业经营指标体系为“一利五率”；目标为**“一增一稳四提升”**



2023.1.5

习近平《当前经济工作的几个重大问题》：国企改革要以提高核心竞争力和增强核心功能为重点



2023.2.15

“科改行动”“双百行动”扩围：“科改企业”总数已达672家，“双百企业”总数已达580家



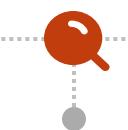
2023.5.15

两会政府工作报告：深化国资国企改革，**提高国企核心竞争力**。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理



2023.3.5

国有企业对标世界一流企业价值创造行动：用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业



2023.3.3

中央企业提高上市公司质量工作专题会：下一步，要统筹推进中央企业高质量上市



2023.2.28

国资委张玉卓署名文章：推动中央企业在建设现代化产业体系、加快构建新发展格局上发挥“领头羊”作用，力争2023年中央企业制造业新增投资比重达到13%，战略性新兴产业布局比重提高2个百分点以上。



2023.2.17

中国特色估值体系 | 央国企经营业绩具备韧性，扩产意愿较强

- 观察A股最新业绩情况，国企经营业绩和信心相对优于民企，扩产意愿更强。2023Q1全A非金融非两油盈利增速为-5.6%，其中民企盈利增速为-5.4%，央企韧性凸显盈利增速为-2.4%，而地方国企盈利下行较大增速为-7.9%。资本开支方面，2023Q1国企资本开支增速为11.1%，高于民企的8.3%，其中央企和地方国企资本开支增速分别达9.3%和13.9%。
- 盈利能力来看，2021年以来国企ROE持续优于民企，其中地方国企ROE更为占优，但较海外一流企业仍有提升空间。

◎ A股/港股/海外一流企业最新财务指标对比

区域	板块	归母净利润增速 (%)				净资产收益率ROE(TTM) (%)				资本开支增速 (%)			
		2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q1
A股市场 (剔除金融、石油石化)	全部A股	6.7	18.9	-2.5	-5.6	8.3	8.9	7.9	7.4	11.4	10.0	9.3	9.8
	中证民企	20.5	0.9	1.8	-5.4	9.5	8.3	7.6	7.0	22.8	28.2	13.3	8.3
	中证国企	2.1	25.4	-7.8	-5.3	8.3	9.5	8.2	7.7	5.5	-0.2	5.4	11.1
	中证央企	-3.5	20.4	-6.7	-2.4	7.9	8.7	7.7	7.3	8.0	-2.5	3.1	9.3
	中证地企	9.1	31.1	-8.9	-7.9	8.9	10.4	8.9	8.3	1.5	3.8	9.2	13.9
港股市场 (剔除金融、石油石化)	恒生指数成分股	8.9	8.6	-11.5	29.9	10.0	9.6	8.4	/	/	/	/	/
海外市场 (剔除金融、石油石化)	SP500指数成分股	-15.5	67.3	-10.5	-8.8	14.9	23.3	19.6	/	/	/	/	/
	日经225指数成分股	23.8	27.0	-9.4	-1.9	7.5	9.1	9.0	/	/	/	/	/
	法国CAC40指数成分股	-39.1	251.4	-20.2	-14.3	4.7	16.6	12.7	/	/	/	/	/

备注：A股市场的财务数据使用中国会计准则，港股市场和海外市场的财务数据使用全球GSD准则

资料来源：Wind，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 历史经验：06年股权分置改革推进，07年国企重组上市

- 第一阶段：股权分置改革启动，市场政策预期谨慎，A股市场波动为主（2005.04-2005.07）。
- 第二阶段：股权分置改革前期试点成功，市场预期转为乐观，A股指数行情启动（2005.08-2006.12）。
- 第三阶段：国有企业重组整合上市拉开序幕，叠加公募基金入市，A股市场迎来牛市（2007.01-2007.12）。

◎ 2006-2007年股权分置改革+国企重组整合上市加码A股牛市行情



中国特色估值体系 | 历史经验：16-17年混改提速+供给侧改革改善业绩催化行情

- 根据政策出台前后划分为两个大阶段：
- 第一阶段是2013年11月至2015年8月：**
中央顶层设计未出，地方政府改革先行，市场定价逻辑由政策预期主导，行情从“炒地图”向指数行情演化，行情持续性在于政策落地情况。
- 第二阶段是2015年9月至2017年末：**国企改革的顶层设计及混改方案出台，供给侧改革拉开序幕，市场定价逻辑转向改革推进情况和业绩兑现，国企的“绝对+超额”行情持续近一年半，结构上煤炭、钢铁等政策重叠、业绩预期改善的板块表现突出。

● 2014-2017年国企改革行情各阶段的指数、区域、以及行业的涨跌幅表现（%）

类别	第一阶段：国企改革顶层设计未出					第二阶段：国企改革顶层设计已出				
	2013.11-2014.06	2014.07-2014.12	2015.01-2015.08	2015.09-2016.06	2016.07-2017.12	2013.11-2014.06	2014.07-2014.12	2015.01-2015.08	2015.09-2016.06	2016.07-2017.12
指数层面	万得全A	1.7	万得全A	51.6	万得全A	12.4	万得全A	2.3	万得全A	10.2
	中证国企	-4.1	中证国企	62.8	中证国企	1.3	中证国企	-7.5	中证国企	15.4
	中证央企	-3.3	中证央企	74.9	中证央企	3.5	中证央企	-13.8	中证央企	17.2
	中证地企	-4.7	中证地企	53.5	中证地企	-0.9	中证地企	-1.5	中证地企	13.9
	国企改革	-0.7	国企改革	42.9	国企改革	13.7	国企改革	-21.1	国企改革	27.5
区域结构	Wind广东国资改革	12.2	Wind广东国资改革	48.7	Wind广东国资改革	24.2	Wind广东国资改革	1.8	Wind广东国资改革	-6.2
	Wind贵州	12.1	Wind贵州	36.2	Wind贵州	14.3	Wind贵州	20.4	Wind贵州	75.3
	Wind浙江	8.6	Wind浙江	24.8	Wind浙江	32.7	Wind浙江	12.9	Wind浙江	2.8
	Wind江苏	6.5	Wind江苏	36.1	Wind江苏	27.7	Wind江苏	9.7	Wind江苏	2.3
	Wind广东	4.2	Wind广东	51.8	Wind广东	11.1	Wind广东	8.4	Wind广东	26.8
行业结构 (仅选取区间涨幅居前十行业)	计算机	33.2	非银行金融	153.9	通信	55.8	电子	20.0	食品饮料	62.4
	国防军工	19.3	建筑	111.6	消费者服务	52.6	综合	18.0	家电	62.0
	电子	14.2	交通运输	80.1	轻工制造	49.2	计算机	16.4	钢铁	35.6
	消费者服务	13.8	房地产	75.8	纺织服装	48.4	食品饮料	16.3	煤炭	32.4
	通信	12.2	钢铁	73.1	农林牧渔	44.8	通信	15.0	银行	25.4
	轻工制造	10.7	银行	73.0	计算机	42.8	有色金属	15.0	建材	25.4
	电力设备及新能源	10.1	电力及公用事业	68.9	国防军工	41.6	汽车	14.1	非银行金融	23.7
	汽车	9.1	煤炭	54.1	机械	34.9	基础化工	11.8	石油石化	19.8
	传媒	8.7	综合	52.9	基础化工	34.0	家电	11.4	建筑	17.1
	机械	7.2	国防军工	49.1	电子	33.3	非银行金融	8.7	电子	13.8

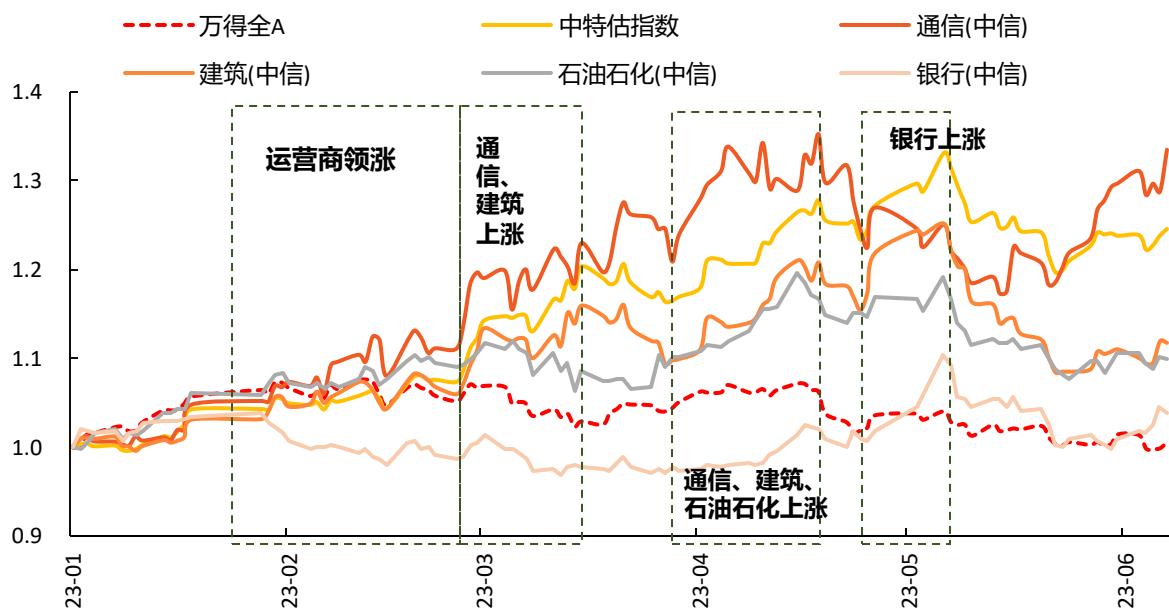
注：各阶段涨跌幅统计起点为月初，终点为月末；行业涨跌幅为中信一级行业指数涨跌幅；灰色底纹为混改重点行业，黄色底纹为供给侧改革重点行业

资料来源：Wind，平安证券研究所

中国特色估值体系 | 本轮表现：运营商-建筑-石油石化-金融轮动叠加上涨

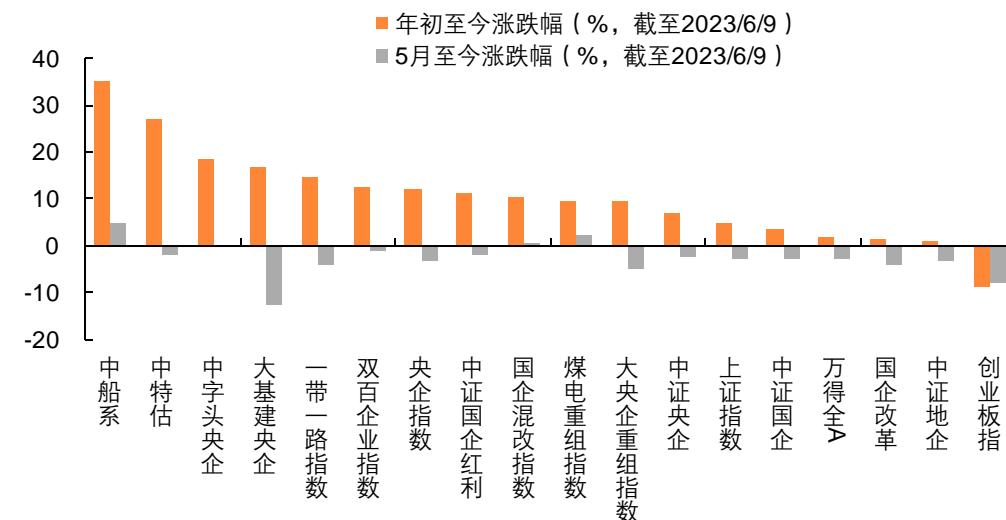
- 年初至今，中特估指数涨27%，相关指数普遍跑出超额收益，行情体现为运营商/建筑/石油石化/金融轮动上涨。
- 5月，受经济预期下修和官媒发声“中特估不是干拔估值”的影响，中特估板块持续调整，指数最大回撤幅度普遍在10%左右。内部结构上，前期上涨较多的建筑、石油石化、TMT板块的调整幅度较大，而电力、医药、金融和制造业相对占优。

● 2023年以来中特估行情体现为运营商/建筑/石油石化/金融轮动上涨
(以2023/1/3指数收盘价为基准标准化处理)



资料来源：Wind，平安证券研究所，数据截至2023/6/9

● 2023年以来国企改革及“中特估”相关指数普遍跑赢大盘



● 5月“中特估+”通信/建筑/能源调整，电力/医药/金融/制造上涨

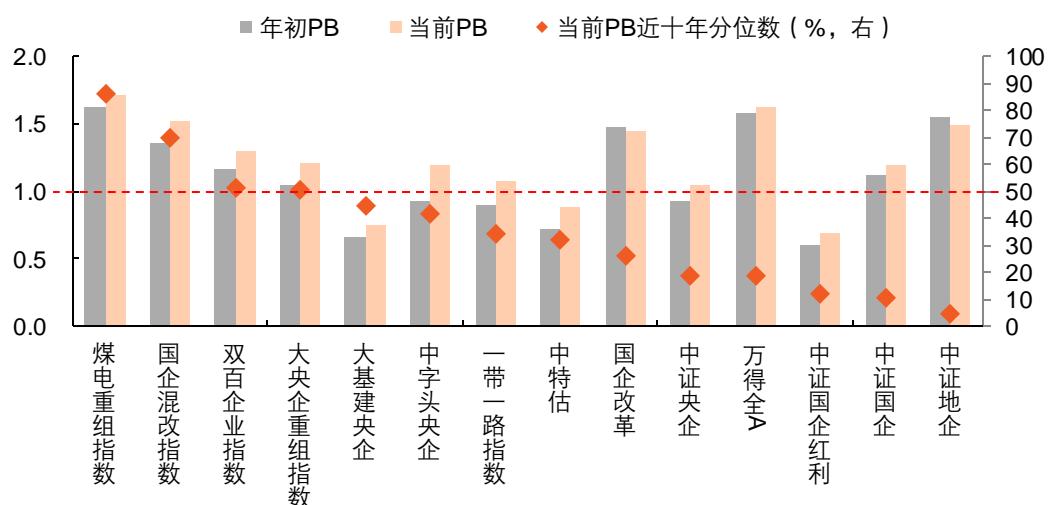
板块	区间涨跌幅 (流通市值加权平均, %)					
	1月	2月	3月	4月	5月	年初至今
中特估-电力	-0.1	3.8	3.0	7.0	5.2	17.3
中特估-医药	5.9	5.2	14.4	14.4	3.3	40.0
中特估-金融	0.9	-0.5	4.8	10.0	2.2	23.3
中特估-制造	6.1	4.3	9.4	7.5	2.1	25.1
中特估-TMT	13.6	10.0	12.0	-0.1	-4.4	43.4
中特估-能源	3.5	1.1	11.2	22.7	-5.0	44.3
中特估-通信	18.4	11.5	8.5	4.9	-7.5	49.4
中特估-建筑	3.1	3.2	7.5	19.3	-12.4	21.8

注：上表中“中特估+xx”使用中特估指数成分股及中信行业分类后得出

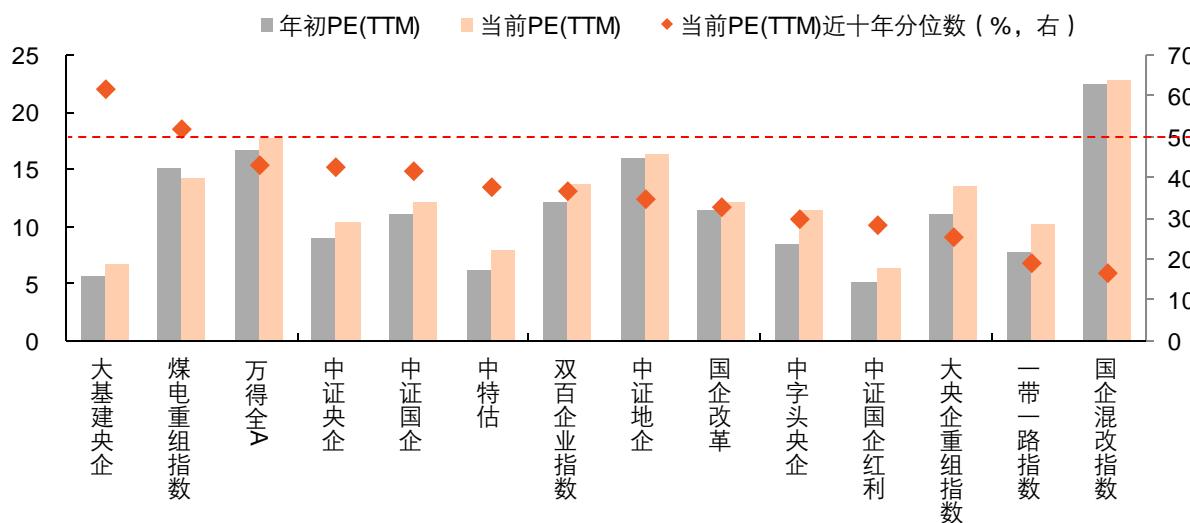
中国特色估值体系 | 本轮表现：估值仍有修复空间，股息率仍有优势

- 从PE来看，年初以来中特估相关指数PE修复程度普遍在10%以上，但PE分位水平仍在历史均值以下，未来仍有修复空间。
- 从PB来看，中特估相关指数PB估值较年初普遍修复，但多数指数的PB分位水平仍在历史均值以下。
- 从股息率来看，年初以来中特估相关指数股息率普遍下降，但较大盘仍有明显优势。

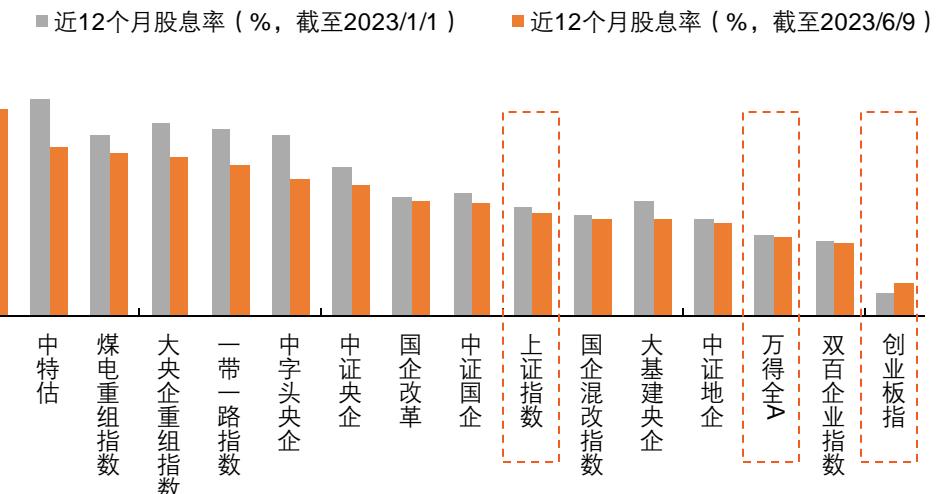
① 2023年以来“中特估”相关指数的PB估值显著修复



② 2023年以来“中特估”相关指数的PE估值显著修复



③ 2023年以来“中特估”相关指数股息率下行但仍有优势





CONTENT

目录

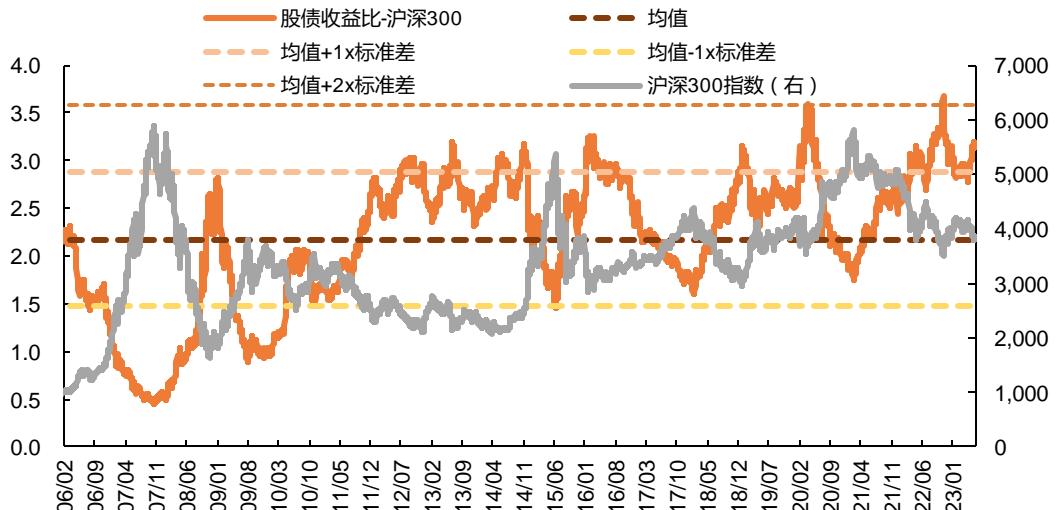
- 市场回顾：市场波动调整，行业快速轮动
- 市场环境：海外加息尾声，国内复苏分化
- 政策环境：现代化产业体系与中国特色估值体系
- 中期配置：关注数字科技和“中特估+”两大主线

A股展望 | 把握高质量发展下的结构性主线

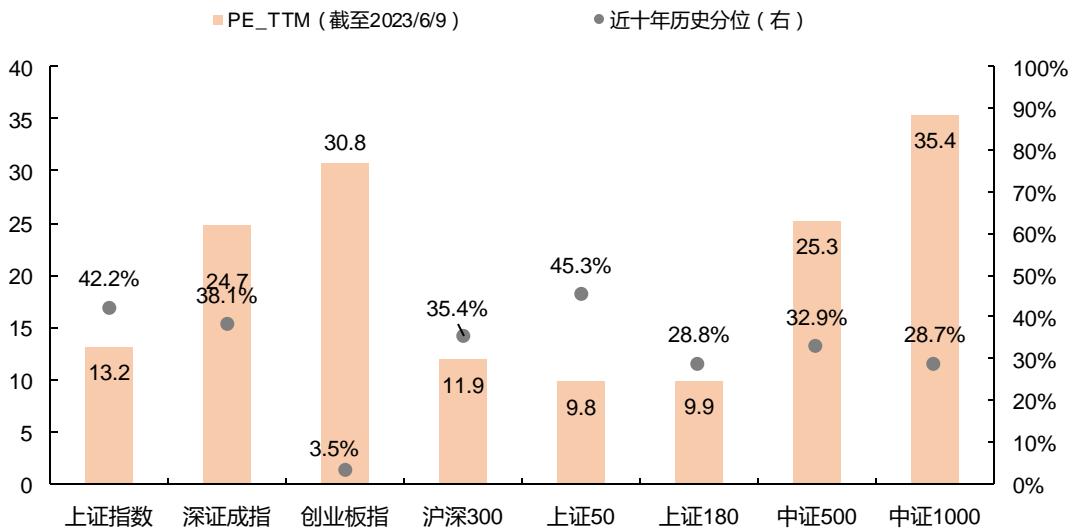


A股展望 | 权益处于中长期配置区间

● 沪深300股债收益比处于近十年94%分位水平



● 主要指数估值在历史50%分位以下水平



● 中信行业估值及近十年历史分位

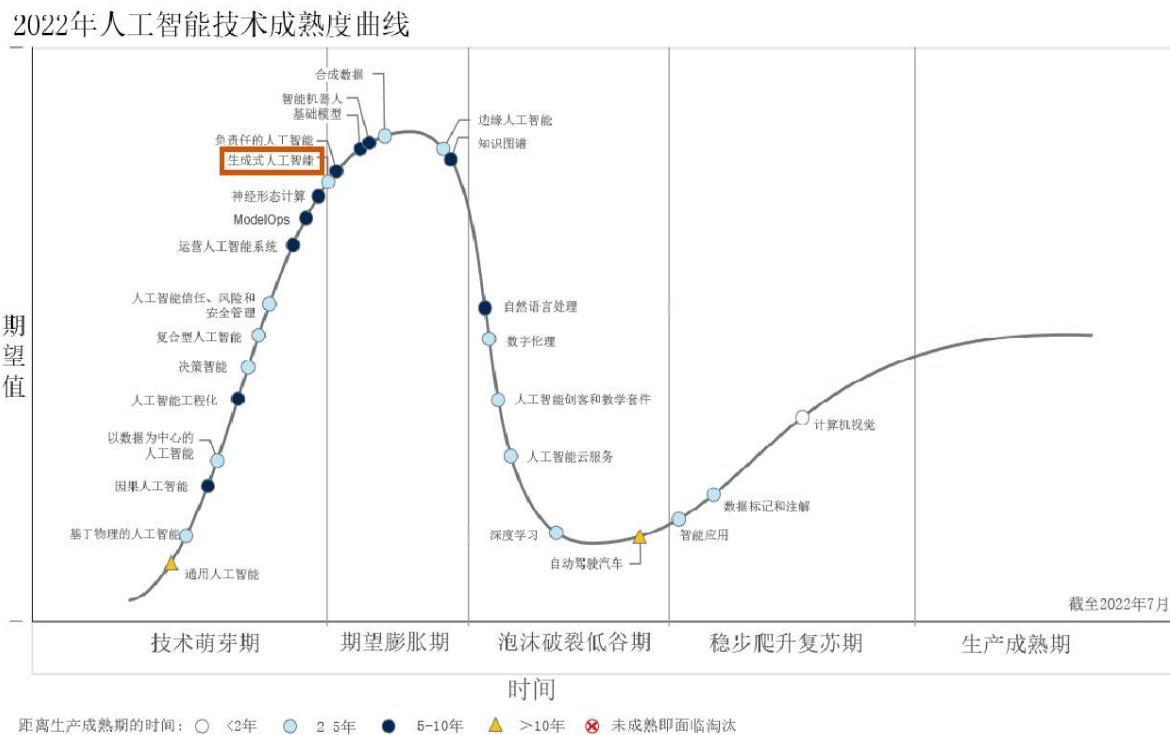
行业	累计涨跌幅 (%,截至2023/6/9)		PE估值 (截至2023/6/9)		PB估值 (截至2023/6/9)	
	年初以来	6月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
传媒	53.99	5.51	223.37	97.5%	2.93	48.9%
通信	38.81	4.49	22.80	10.1%	1.92	14.0%
计算机	34.83	3.20	112.68	71.4%	4.32	45.4%
建筑	13.30	1.13	10.80	46.8%	1.00	21.5%
家电	11.08	6.86	15.68	22.6%	2.64	22.4%
石油石化	10.63	1.44	10.65	10.9%	1.19	48.1%
电子	9.76	-2.54	64.35	79.4%	3.41	23.3%
电力及公用事业	6.47	-1.17	27.98	80.5%	1.82	51.0%
非银行金融	5.12	1.42	15.72	30.3%	1.29	9.1%
银行	4.26	3.70	5.09	20.0%	0.58	8.6%
机械	2.06	-2.33	34.65	15.2%	2.41	33.4%
综合金融	1.32	0.37	66.57	96.2%	1.32	/
纺织服装	0.93	1.33	36.06	71.8%	1.78	14.7%
有色金属	0.31	2.78	14.78	0.9%	2.26	26.6%
汽车	-1.69	1.08	35.92	72.5%	2.10	35.0%
轻工制造	-1.98	1.56	35.41	56.0%	2.07	4.2%
钢铁	-2.62	0.07	44.67	75.4%	0.97	17.9%
国防军工	-2.78	-3.60	66.94	38.9%	3.18	37.4%
煤炭	-3.34	2.30	6.23	0.2%	1.24	47.3%
商贸零售	-3.41	2.81	/	/	1.55	38.0%
医药	-3.72	-2.90	40.79	54.0%	3.40	4.5%
交通运输	-3.96	0.41	32.08	84.1%	1.47	19.6%
建材	-7.52	3.82	22.23	64.6%	1.35	0.6%
食品饮料	-8.56	0.82	30.44	39.6%	5.84	56.8%
基础化工	-10.25	0.06	21.02	13.4%	2.30	22.9%
电力设备及新能源	-10.50	-2.87	22.43	0.1%	2.98	46.1%
农林牧渔	-10.63	1.98	50.14	53.7%	2.79	12.7%
房地产	-10.88	4.44	/	/	0.90	1.2%
综合	-11.87	-1.57	/	/	1.85	40.4%
消费者服务	-24.52	0.64	198.48	85.8%	4.08	47.1%

资料来源：Wind, 平安证券研究所, 数据统计截至2023年6月9日

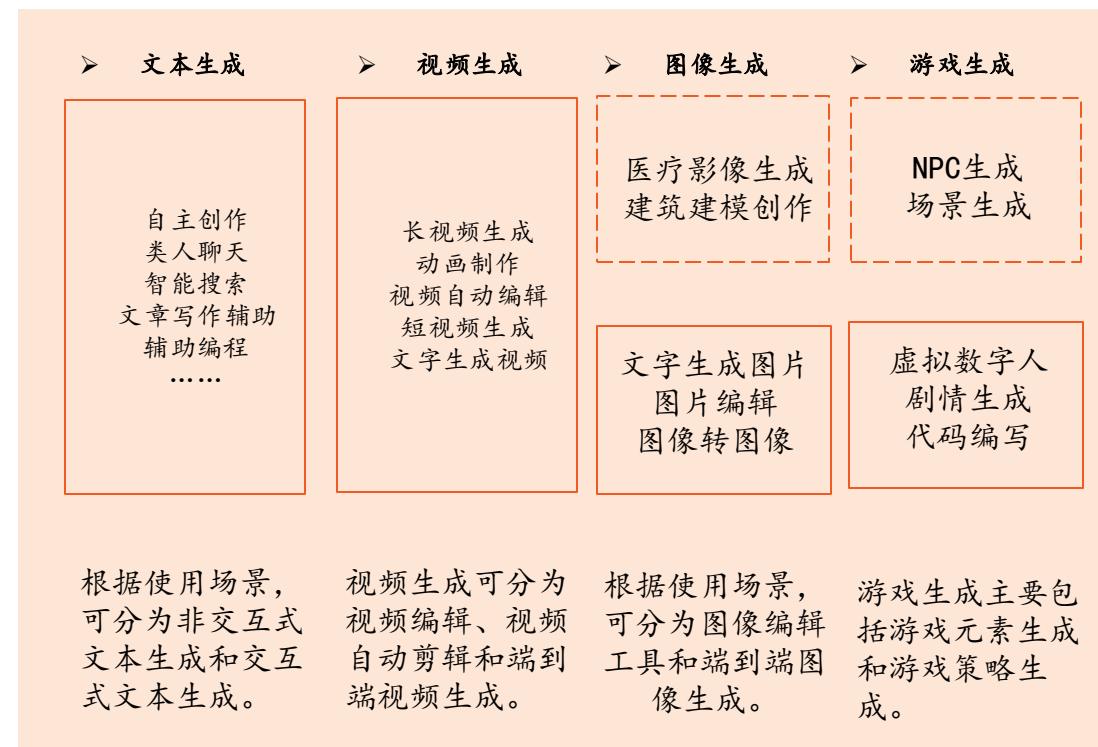
方向一 | 数字科技：AI人工智能景气向上，关注技术/设备/应用全产业链

- 伴随着Chat GPT的催化，国内AIGC产业链迎来投资机遇期，相关设备研发和基础设施建设企业有望继续受益，应用端企业收入增长也值得关注。近年来AIGC的算法、数据质量等要素有着显著提升，文本、图片/视频、代码等技术能力快速发展，在办公、游戏、教育、医疗等赛道都显示出非常强的应用潜力。

◎ 生成式AI从技术萌芽期走向期望顶峰（Gartner技术曲线）



◎ AIGC的应用场景



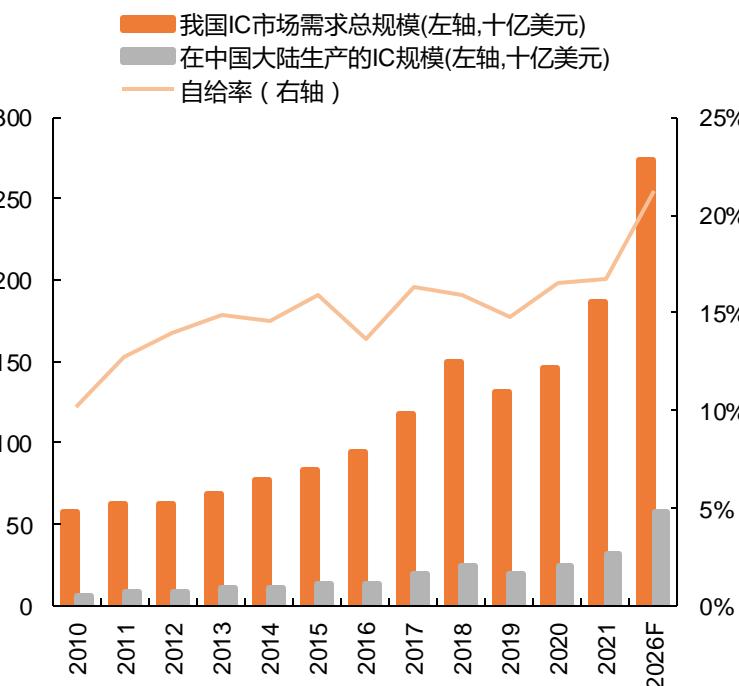
方向一 | 数字科技：半导体国产替代持续

- 半导体产业国产替代空间较大。全球晶圆产能正逐步向我国转移，2015-2021年，中国大陆生产的晶圆产能在全球的占比从9.7%逐步升至16%，据SEMI预计，到2024年将进一步提高到20%左右。并且，近两年国内新建晶圆厂数量持续增加，有望带动国内晶圆产能上行。
- 半导体产业周期有望筑底修复。目前主流机构对于半导体行业市场规模全年增速的预测较上半年降幅收窄，下半年有望迎来底部边际改善。

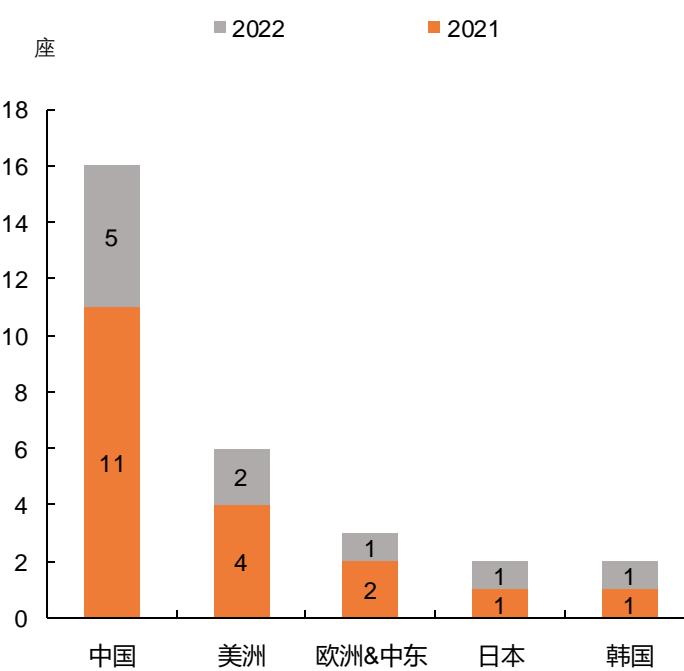
◎ 各机构对于全球半导体市场规模增速预测

预测机构	预测时间	2023E	2024E
Gartner	2023.4	-11.2%	18.50%
Cowan LRA Model	2023.5	-12.70%	-
Future Horizons	2023.5	-20.0%	-
SI	2023.5	-15.0%	9.0%
WSTS	2023.6	-10.3%	11.8%
IDC	2023.2	-7.0%	14.3%

◎ 我国IC自给率逐年提升



◎ 近两年我国新建晶圆厂数量高增



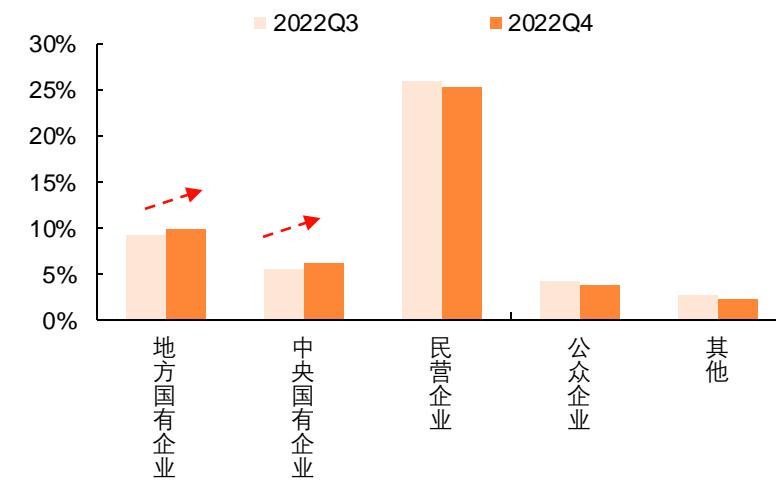
方向二 | 中特估：资金加码配置，ETF增量资金加速入场

- 2023年以来公募和北上资金加码配置国有上市公司，国企主题相关的新申报基金数量明显增长，已发行或正在申报中的央国企红利、科技、现代能源、改革相关的ETF基金申报数量有13只，申报受理审批时间明显缩短。

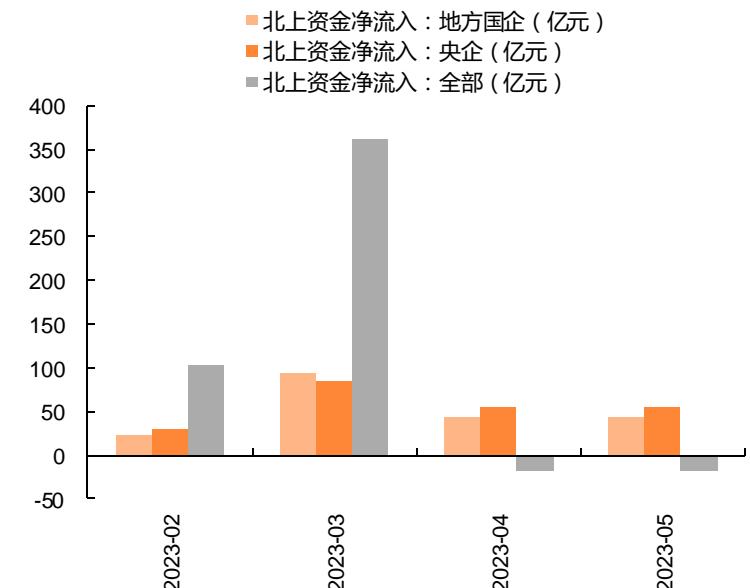
“中特估”新发ETF及正在申报中ETF统计

基金管理人	基金名称	跟踪指数	申请材料接收日	受理日	审查决定日	基金发行日	基金成立日	募集规模
华泰柏瑞基金	华泰柏瑞中证中央企业红利	中证央企红利	2022-11-04	2023-03-02	2023-03-24	2023-05-04	2023-05-18	20亿元
汇添富基金	汇添富中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
广发基金	广发中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
招商基金	招商中证国新央企股东回报	中证国新央企股东回报	2023-03-14	2023-03-16	2023-04-23	2023-05-15	2023-05-24	20亿元
易方达基金	易方达中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
富国基金	富国中证国有企业改革		2023-03-20					
嘉实基金	嘉实中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
南方基金	南方中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
银华基金	银华中证国新央企科技引领		2023-03-14	2023-03-16				
工银瑞信基金	工银瑞信中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
博时基金	博时中证国新央企现代能源		2023-03-14	2023-03-16				
华安基金	华安中证国有企业红利		2023-03-20	2023-03-24				
鹏扬基金	鹏扬中证国有企业红利		2023-02-27	2023-03-06				

偏股型基金重仓持股市值占基金净值比 (%)



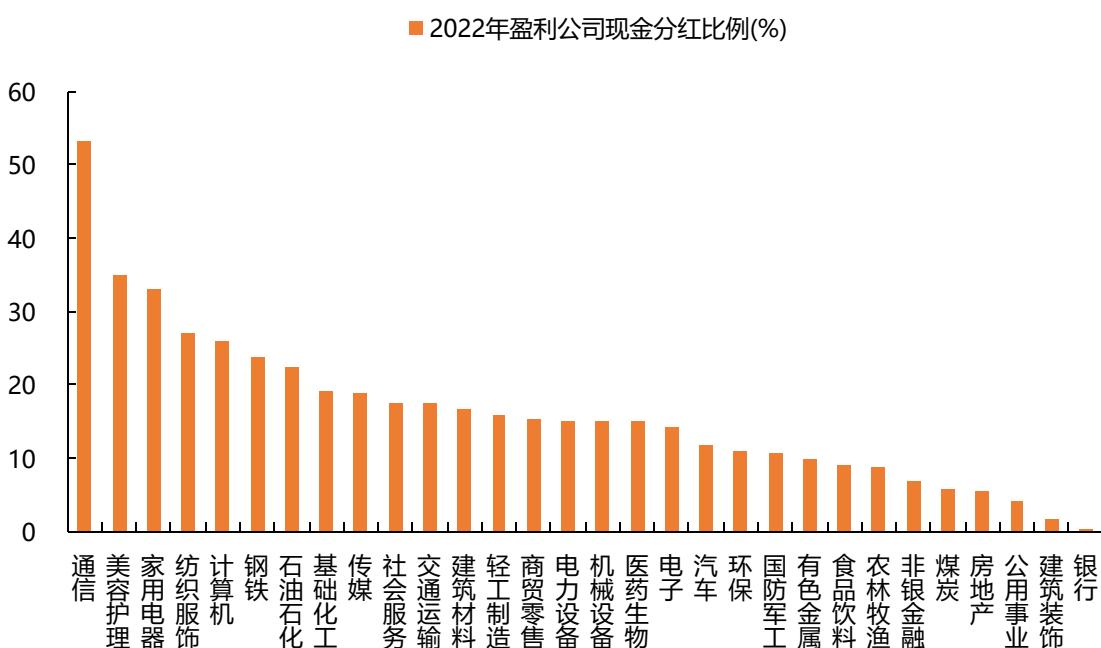
4-5月北上资金整体净流出但继续净流入国企



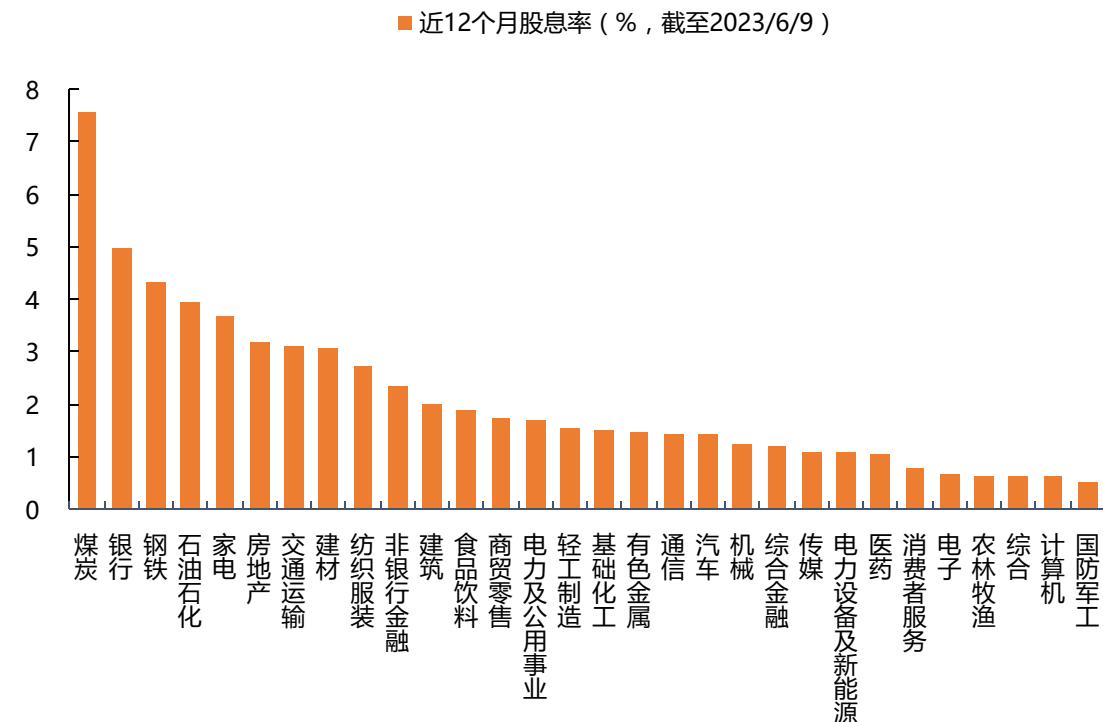
方向二 | 中特估：关注“中特估+分红”和“中特估+景气”两条细分主线

- 在经济弱复苏及政策支持加码的环境下，建议关注“中特估+”的结构机会，重点关注两条细分主线：
- 一是“中特估+分红”（分红相对稳健占优的金融/能源/通信等）。
- 二是“中特估+景气”（先进制造/一带一路/数字经济/中药等）。

● 2022年报告期现金分红比例较高的集中在通信/能源



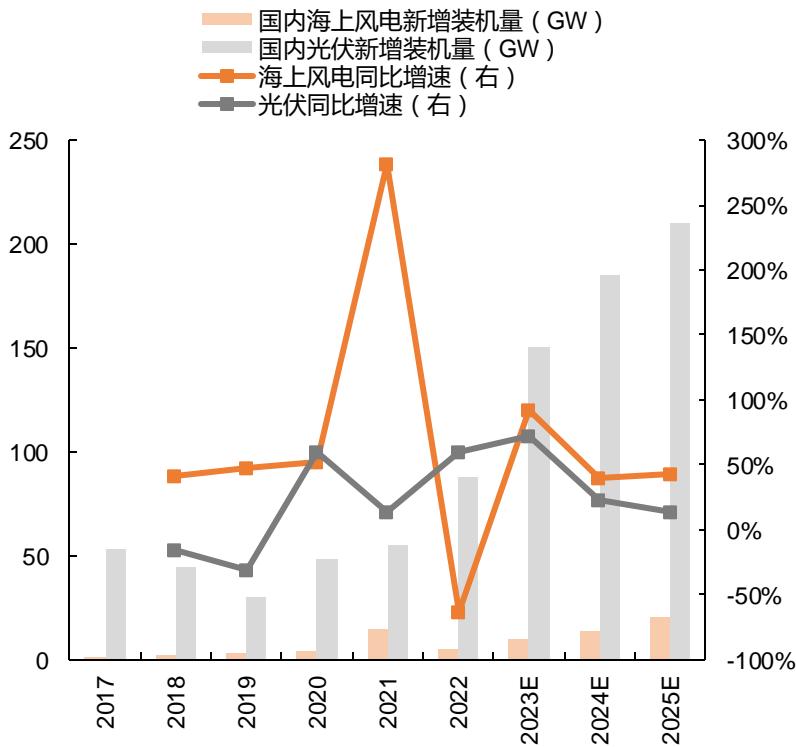
● 能源/金融板块的股息率具备明显优势



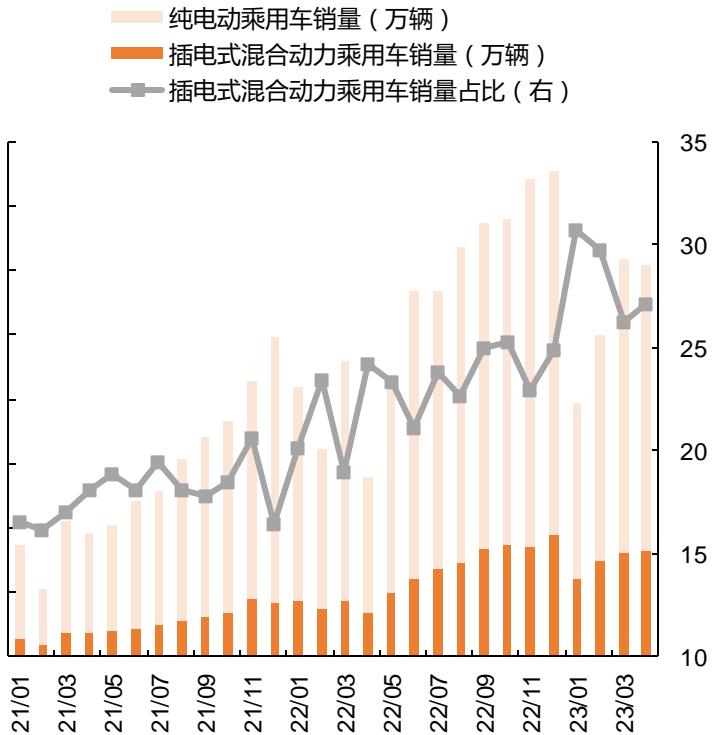
方向三 | 超跌反弹：部分行业的悲观预期修复的阶段性机会

- 部分行业自2月以来调整幅度在10%以上，存在悲观预期修正的阶段性超跌反弹机会。例如产业趋势向上的新能源/新能源汽车相关产业链、受益经济复苏博弈的消费类行业（食品饮料/医药生物）、以及集中度提升的地产产业链龙头企业（地产/建材/有色）。

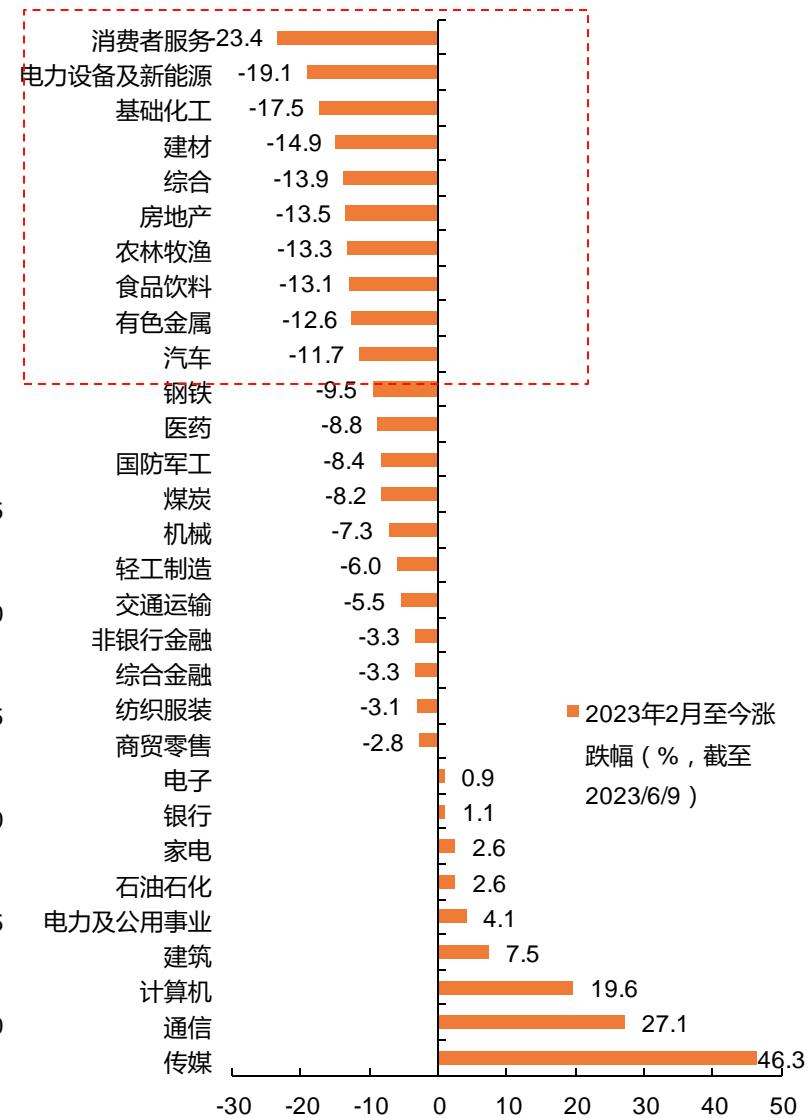
● 我国海上风电和光伏新增装机量及预测



● 插电式混动乘用车销售占比持续提升



● 2月至今新能源/地产/消费板块调整较多





风险提示

- 1、宏观经济下行超预期。**倘若大幅下行，国内市场需求相应承压带来上市公司企业盈利大幅下滑以及相应信用市场违约冲击的流动性风险。
- 2、金融监管以及去杠杆政策加码超预期。**在流动性收紧的环境下，倘若金融监管出台政策出台节奏超出市场预期，中小金融企业经营压力也会加剧，流动性会遭受较大负面影响。
- 3、海外资本市场波动加大。**全球风险资产波动加大，随着我国资本市场对外开放的加强，外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。