

策略周报

风起“小鹏”

——策略周末谈（7月第4期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体回升，消费板块估值大幅扩张——A股TTM&全动态估值全景扫描》
2023.07.28

《如何看待当前市场的“分裂”？——策略周末谈（7月第3期）》2023.07.23

《本周A股估值普遍收敛，科技板块下降幅度较大——A股TTM&全动态估值全景扫描》
2023.07.21

《降维进攻——策略周末谈（7月第2期）》
2023.07.16

《本周A股估值总体回升，TMT估值显著扩张——A股TTM&全动态估值全景扫描》
2023.07.14

《中美“缓和小周期”，新能车链“再出发”——策略周末谈（7月第1期）》2023.07.09

本周市场的焦点，除了7.24中央政治局会议外，还有大众入股小鹏汽车。一个代表国内政策（转向）再平衡，一个标志新能车链出海曙光。不过我们路演下来感觉，部分投资者对于“稳增长”顺周期和新能车链的投资机会仍有一些担忧：（1）顺周期行情的时间和空间怎么看？（2）新能车链“供给过剩”怎么解？

就此问题，我们的基本看法如下：

第一、7.24中央政治局会议不提“房住不炒”，“稳增长”政策权重加码，顺周期将迎来“反转契机”。历史上，周期/TMT相对估值触及动态均值-1倍标准差后，如果“稳增长”政策加码，周期会迎来“反转契机”（14和20年初）。当前周期/TMT的相对估值再次触及均值-1倍标准差，预计下半年“稳增长”权重加大，顺周期将再次迎来“反转契机”。

第二、顺周期估值修复的空间，第一阶段先看到3月初的相对高点。2月末的二中全会“不要大干快上”和3月初的“两会”5%的GDP增长目标，基本确立“调结构-大安全”主线，顺周期也从3月初开始估值收缩。7.24中央政治局会议政策回归“稳增长”，也会带来顺周期估值回归，当前煤炭/有色/电力设备/美容护理/社会服务/食品饮料/非银等领域，估值仍有10%以上的修复空间。

第三、风起“小鹏”：新能车链“全球/国内渗透率”有望再次提升。大众入股小鹏验证中美“缓和小周期”中国新能车链“走出去”的判断。国内“稳增长”政策加码，“新能源车下乡”政策也会得到更快落地。借鉴13-14年智能手机渗透率快速提升经验，当前新能车链“存量渗透率提升”的条件也已具备：（1）比亚迪已经实现“油电同价”，新能车链的“优质产能过剩”会加快“油电同价”趋势；（2）智能驾驶政策持续落地，能带来新能源车相对传统燃油车的“新应用场景”。

第四、继续“降维进攻”，再平衡“稳增长”和“调结构”。（1）阶段性再平衡“稳增长”的券商/地产链；（2）中期布局“调结构-大安全”主线的AI“算力基建”以及“中特估-央企国企重估”的泛公用事业；（3）长期重视中美“缓和小周期”，新能车链“再出发”。

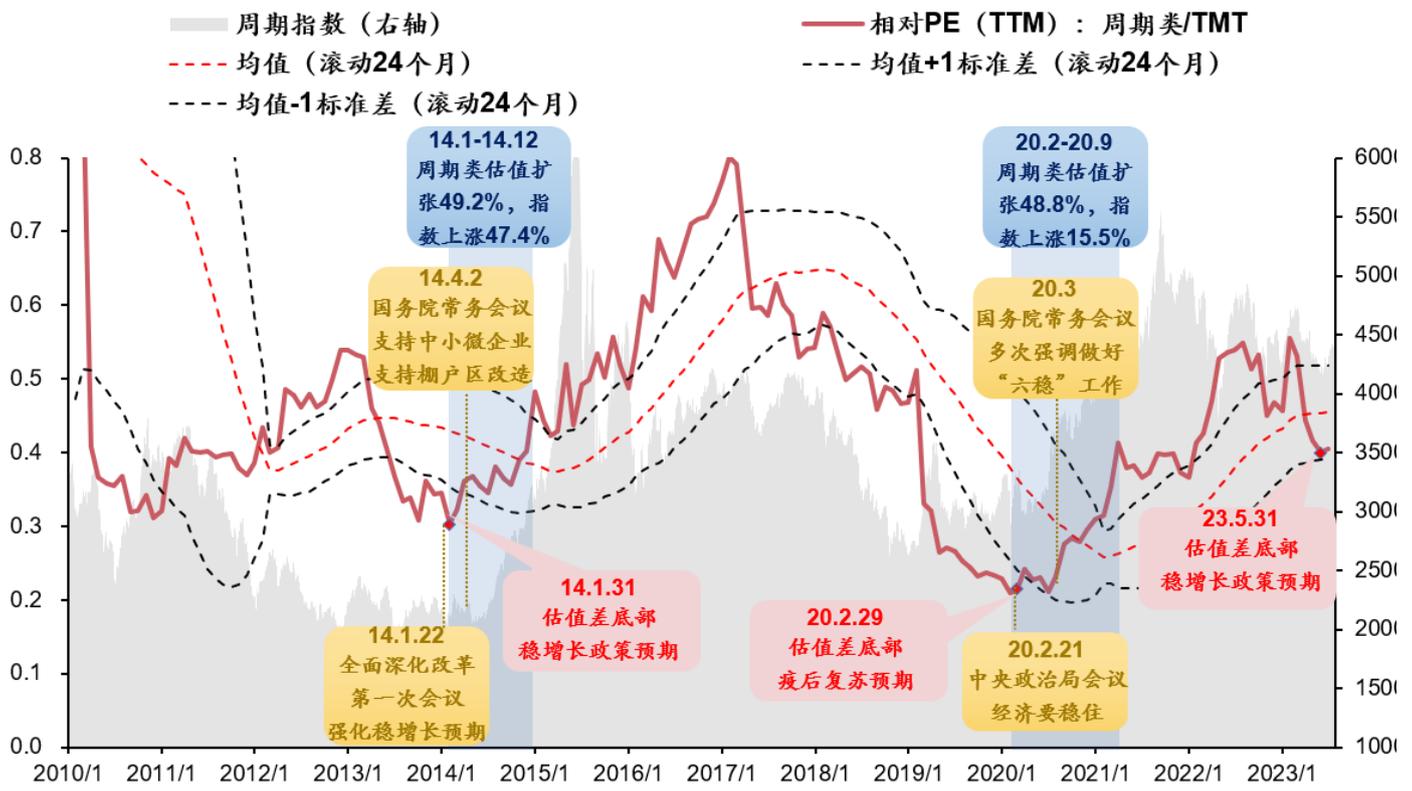
● **风险提示：**政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

1 本周核心观点

1.1 7.24 中央政治局会议再平衡“稳增长”和“调结构”政策，预计下半年“稳增长”政策权重加大，会带来顺周期的“反转契机”

我们在 6.17《大安全当立》中强调：去年底“二十大”以来最大的“变化”是国内政策平衡“安全&发展”，“调结构-大安全”政策的权重得到明显提升。7.24 中央政治局会议不提“房住不炒”，预计下半年“稳增长”政策的权重将会增大。我们在 7.26《再平衡：顺周期的“反转契机”》中提示：周期/TMT 的相对估值触及动态均值-1 倍标准差之后，如果“稳增长”政策加码（14/20 年初），周期股的相对估值会迎来“反转契机”；如果“稳增长”政策低预期（18-19 年），周期股的相对估值会长期底部盘桓。当前周期/TMT 的相对估值再次触及动态均值-1 倍标准差，下半年“稳增长”政策权重加大，周期有望迎来“反转契机”!

图表1: 周期相对 TMT 的相对 PE (TTM)



资料来源: Wind, 中国政府网等, 方正证券研究所

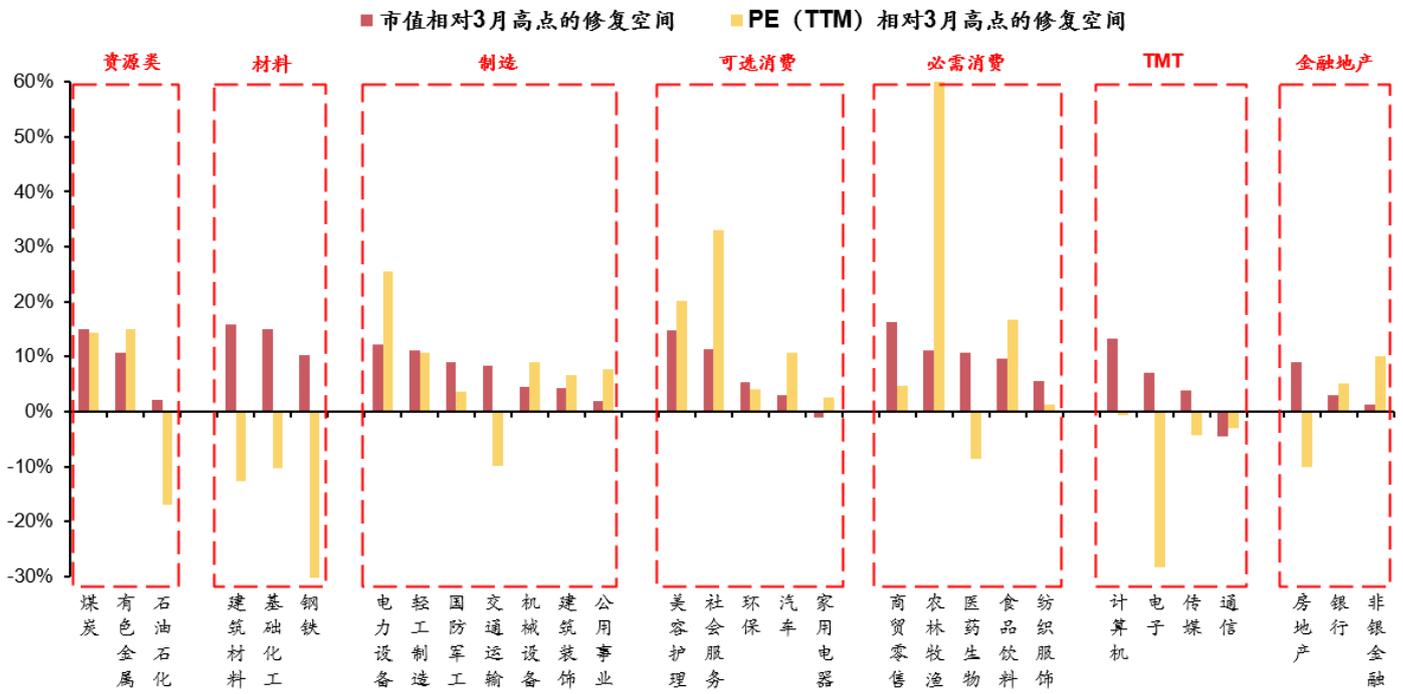
1.2 A股继续“降维进攻”，顺周期估值修复，第一阶段看到3月相对高点

我们在 7.23《如何看待当前市场的“分裂”？》提示：即便“倒果为因”演绎，为了注册制能成功过实施，也需要市场情绪得到某种形式的提振。7.24 中央政治局会议“活跃资本市场，提振投资者信心”的表述，有助于提升市场的风险偏好，A股继续“降维进攻”!

2月末二中全会“不要大干快上”的表述以及3月初“两会”设定的5%GDP增长目标，都强化了“调结构-大安全”政策基调，顺周期的估值也从3月初开始持续回落。7.24 中央政治局会议政策回归“稳增长”，也会带来顺周期的估值回归，

第一阶段有望修复到3月初的相对高点。当前煤炭/有色/电力设备/美容护理/社会服务/食品饮料/非银等领域，估值仍有10%以上的修复空间。

图表2: 一级行业相对3月高点的市值与估值修复空间



资料来源: Wind, 中国政府网等, 方正证券研究所

1.3 风起“小鹏”: 下半年“稳增长”政策加码, 叠加中美“缓和小周期”, 将共振改善新能源车链“国内/全球渗透率抬升”预期

7.26 大众投资 7 亿美元入股小鹏汽车, 是中国新能源车“走出去”的标志性事件, 强化我们在 7.9 《中美“缓和小周期”, 新能车链“再出发”》中的判断: 中美关系阶段性“缓和小周期”, 能够改善中国新能源车链“全球渗透率提升”逻辑。同时, 下半年“稳增长”政策加码, 也有助于加快“扩内需”政策落地, 更多地区有望出台更大力度的实质性的“新能源车下乡”补贴政策!

图表3: 近期新能源车下乡政策总结

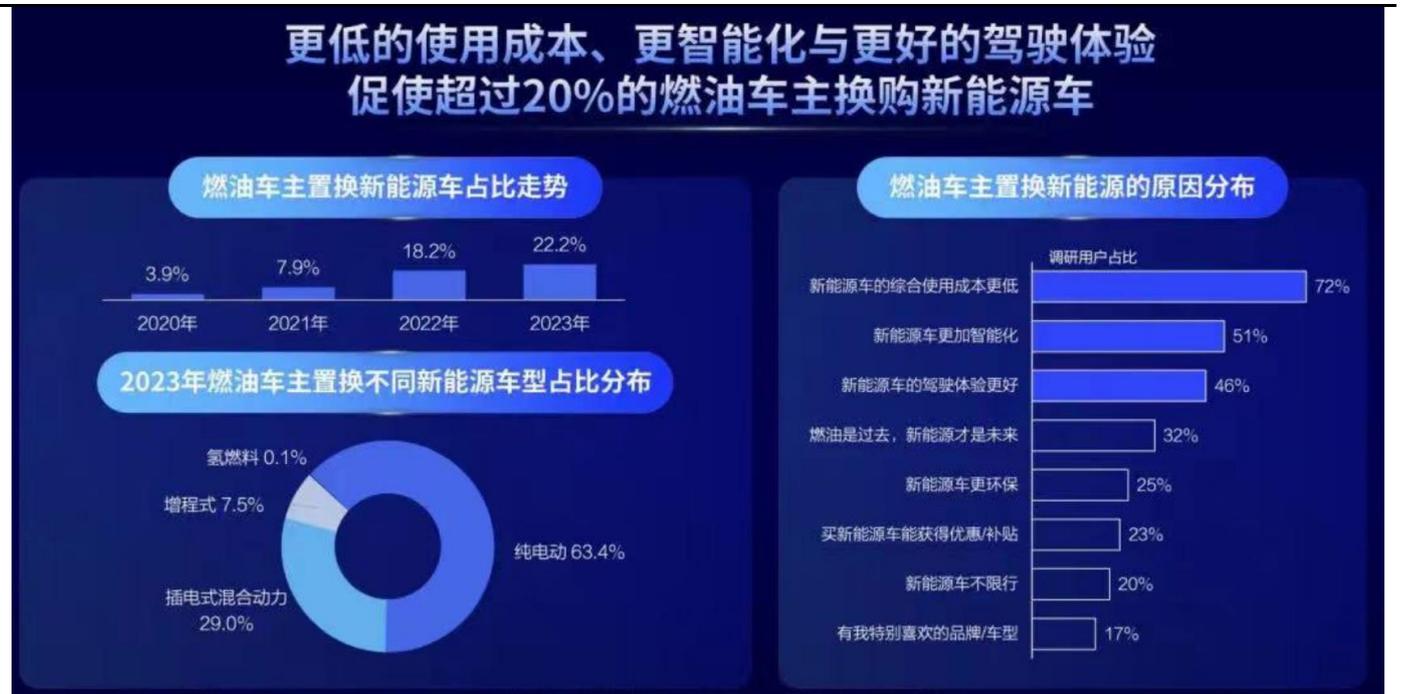
发布日期	发布单位	政策&活动	政策&活动内容
2023/6/15	工信部等	《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》	推荐适宜农村市场的先进车型, 制定促销政策, 建立完善售后服务体系等, 共 69 款车型参与活动
2023/6/8	商务部	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》	统筹开展“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动, 顺应城乡居民多样化购车需求, 组织全国百余城市协调联动
2023/5/14	发改委等	《更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	适度超前建设充电基础设施, 优化新能源汽车购买使用环境, 对推动新能源汽车下乡、引导农村地区居民绿色出行、促进乡村全面振兴

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 智能驾驶和“油电同价”将改善新能源车“存量渗透率提升”预期

智能手机 12 年末渗透率突破 40%后，14 年渗透率就快速拉高到 90%附近，“存量渗透率”迅速提升有两个原因：（1）智能手机价格显著回落并接近传统功能手机的价格；（2）智能手机提供了功能手机无法提供的新应用场景（各类 APP）。类似的，当前比亚迪已经实现“油电同价”，新能车链的“优质产能过剩”也能够继续系统性降低新能源车价格。同时，今年初以来国内智能驾驶相关政策持续落地，7.26 工信部等进一步发布《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》，我们判断：智能驾驶政策加速落地，将带来新能源车相对于传统燃油车的新应用场景，也能加快新能源车的“存量渗透率提升”预期。

图表4:燃油车主置换新能源车占比逐年走高



资料来源：汽车之家，方正证券研究所，其中燃油车主置换新能源车占比选取 1-5 月累计数据进行分析

1.5 继续“降维进攻”，再平衡“稳增长”和“调结构”

我们在 7.16《降维进攻》提示：市场呈现“给点阳光就灿烂”迹象，A 股投资可以更加积极！7.24 政治局会议后，风格上我们建议再平衡“稳增长”，顺周期估值修复第一阶段先看到 3 月的相对高点。“新扩表黎明”方向出现积极“变化”：先进产能供给过剩加速中国新能源车“油电同价”，智能驾驶政策加码孕育新能源车的新应用场景。行业配置建议再平衡“稳增长”和“调结构”，重视“新扩表黎明”的积极变化——（1）阶段性再平衡“稳增长”的券商/地产链；（2）中期布局“调结构-大安全”主线的 AI“算力基建”以及“中特估-央企国企重估”的泛公用事业；（3）长期重视中美“缓和小周期”，新能车链“再出发”。

2 市场全景扫描

2.1 市场回顾

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

本周万得全 A 较上周上涨 2.76%，上证指数较上周上涨 3.42%，沪深 300 较上周上涨 4.47%，中证 500 较上周上涨 1.98%，创业板指较上周上涨 2.61%，科创 50 较上周上涨 0.74%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 5.49%，大盘成长上涨 3.61%，小盘价值上涨 3.38%，小盘成长上涨 0.85%。

大类行业中，金融服务与必需消费本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 7.84%、5.23%，TMT 与资源类本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-1.27%、0.32%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为非银金融、房地产、钢铁，涨跌幅分别为 11.44%、9.78%、7.27%；涨跌幅后三行业为传媒、电子、通信，涨跌幅分别为-3.08%、-0.88%、-0.68%。

本周海外市场普遍上涨，其中标普 500 上涨 1.01%、恒生指数上涨 4.41%。

大宗商品原油、工业金属上涨，贵金属下跌，其中布油上涨 4.20%、COMEX 黄金下跌 0.23%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.65%，较上周上升 4.54BP。

图表5: 本周市场回顾

本周市场回顾									
A股市场					海外市场与其他大类资产				
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	海外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
万得全A	-1.88%	2.76%	4.85%	0.00%	标普500	0.69%	1.01%		
上证指数	-2.16%	3.42%	6.04%	1.20%	道琼斯工业指数	2.08%	0.66%		
沪深300	-1.98%	4.47%	3.13%	-1.72%	恒生指数	-1.74%	4.41%		
中证500	-1.74%	1.98%	3.05%	-1.80%	英国富时100	3.08%	0.40%		
创业板指	-2.74%	2.61%	-5.42%	-10.27%	德国DAX	0.45%	1.81%		
科创50	-3.63%	0.74%	0.29%	-4.56%	日经225	-0.27%	1.41%		
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化		
大盘价值	-2.34%	5.49%	10.56%	5.71%	美元指数	101.71	0.63		
大盘成长	-2.18%	3.61%	-4.22%	-9.06%	美元兑人民币	7.16	-0.01		
小盘价值	-0.20%	3.38%	6.59%	1.75%	港元兑人民币	0.92	0.00		
小盘成长	-1.57%	0.85%	-1.22%	-6.06%	英镑兑人民币	9.18	-0.06		
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.89	-0.09		
周期类	-1.34%	1.26%	9.67%	4.82%	100日元兑人民币	5.13	0.07		
资源类	-2.14%	0.32%	27.35%	22.50%	主要利率	最新值	周度环比变化		
中游材料	0.48%	3.04%	0.70%	-4.14%	中国十年期国债收益率	2.65%	4.54BP		
中游制造	-2.02%	0.34%	7.20%	2.35%	中国一年期国债收益率	1.82%	7.96BP		
大消费	-0.91%	4.99%	2.00%	-2.84%	期限利差 (10Y-1Y)	0.84%	-3.42BP		
可选消费	-0.19%	4.55%	6.35%	1.51%	R007	1.96%	8.00BP		
必需消费	-1.28%	5.23%	-0.14%	-4.98%	DR007	1.82%	0.36BP		
金融服务	-2.81%	7.84%	11.84%	6.99%	MLF利率: 1年	2.65%	-10BP (月度)		
服务业	-2.19%	4.07%	18.88%	14.03%	美国十年期国债收益率	3.96%	12.00BP		
TMT	-4.32%	-1.27%	53.31%	48.46%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅		
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	1.58%	4.20%		
非银金融	-1.46%	11.44%	14.13%	9.28%	WTI原油	2.19%	4.55%		
房地产	3.56%	9.78%	-3.99%	-8.83%	COMEX黄金	0.44%	-0.23%		
钢铁	-0.84%	7.27%	3.63%	1.22%	COMEX白银	-1.13%	-1.35%		
传媒	-4.84%	-3.08%	28.32%	23.48%	LME铜	-2.65%	2.02%		
电子	-4.56%	-0.88%	9.28%	4.43%	LME铝	-3.21%	0.37%		
通信	-6.22%	-0.68%	39.74%	34.89%	上期所螺纹钢	0.23%	-0.57%		

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1) 从 TTM 估值的角度看: 本周 A 股总体 PE (TTM) 较上周从 17.31 倍升至 17.75 倍, PB (LF) 较上周 1.61 倍升至 1.66 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较上周从 27.15 升至 27.51 倍, PB (LF) 从 2.23 倍升至 2.27 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 49.07 倍降至 48.66 倍, PB (LF) 从 3.62 升至 3.66 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 58.02 倍降至 57.34 倍, PB (LF) 从 4.07 倍降至 4.02 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 4.24 降至 4.04; 相对 PB (LF) 从 2.69 降至 2.61; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 5.01 降至 4.76; 相对 PB (LF) 从 3.02 降至 2.86; A 股总体

总市值较上周上升 2.76%；A 股总体剔除金融服务业总市值较上周上升 1.70%；本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.06% 降至 1.01%，股债收益差较上周从 -0.77% 升至 -0.76%。

2) 从全动态估值的角度看：本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 11.56 倍升至 11.96 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 16.08 倍升至 16.44 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 25.14 倍升至 25.69 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 33.85 倍升至 34.01 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.47 降至 2.42；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.32 降至 3.20；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 3.60% 降至 3.44%。

本周资金面变化：本周 A 股总体重要股东二级市场交易净减持 75.99 亿元，减持最多的行业为医药生物 (-14.53 亿元)，增持最多的行业为家用电器 (0.80 亿元)。本周偏股型基金新发行 95.35 亿，而上周为 51.70 亿。本周北向资金净流入 345.06 亿元，而上周净流出 75.25 亿元。截至本周收盘，融资余额为 14824 亿元，周环比下跌 -0.22%，同比下跌 -2.97%，融券余额为 913 亿元，周环比上涨 1.02%，同比下跌 -8.44%。

2.2 最新行业比较得分

最新行业比较打分结果显示：

传媒、社会服务、美容护理等行业得分较高。传媒市场预期与财务得分较高，总分 78.10 在所有一级行业中排首位。通信市场预期得分较高，总分 63.65 排名第二。非银金融赔率和财务得分较高，总分 62.78 排名第三。

基础化工、机械设备、商贸零售总分排在后三位。基础化工景气指数、市场预期、财务得分均较低，总分为 34.49 分，机械设备市场预期与财务得分较低，总分为 38.61 分，商贸零售景气指数与市场预期得分较低，总分 42.17 分。

行业打分变动前三的行业为医药生物、纺织服饰、非银金融。医药生物下降了 5 分，原因是市场预期下调，纺织服饰下降了 3 分，原因是景气指数下降，非银金融下降了 2 分，原因是赔率得分下降，但仍得分较高。（仅为客观打分，不代表主观行业推荐）

图表6: 行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
传媒	78.10	64	-	100	75
通信	63.65	57	-	69	67
非银金融	62.78	70.5	33	66	92
轻工制造	62.28	63.5	45	98	50
美容护理	62.22	58.5	-	63	67
食品饮料	57.20	60	29	69	83
环保	55.33	74	-	36	50
医药生物	55.00	76	-	32	50
纺织服饰	54.41	59.5	12	98	67
国防军工	53.86	57	-	62	42
煤炭	53.75	69	60	0	75
农林牧渔	53.57	65	49	55	42
社会服务	53.20	56	-	11	92
建筑装饰	52.04	68	16	85	50
电子	51.89	59.5	51	78	17
钢铁	51.70	56	52	62	33
交通运输	51.31	62	57	11	67
电力设备	50.32	67.5	44	42	42
石油石化	48.78	67.5	24	48	58
银行	48.48	72.5	54	11	42
汽车	48.34	41.5	49	47	58
家用电器	47.46	67.5	39	11	67
综合	47.10	59.5	-	11	67
计算机	46.87	52	-	62	25
房地产	46.66	61	20	54	58
公用事业	45.89	55	35	11	83
有色金属	45.89	66.5	56	21	25
建筑材料	43.04	66.5	24	46	33
商贸零售	42.17	68.5	9	11	83
机械设备	38.61	60	39	11	33
基础化工	34.49	68.5	27	5	25

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

2.3 本周重要经济数据

本周美国 PCE 指数明显下降, 通胀进一步缓解, 欧洲景气指数有所下降。6 月中国地方政府债券专项债券发行额 49.62 百亿元, 同比下降 66.73%, 相比 5 月的 -46.43% 多减; 6 月中国工业企业利润同比 -16.80%, 高于 5 月的 -18.80%; 7 月美国制造业 PMI(季调)49.00%, 高于 6 月的 46.30%; 6 月美国 PCE 同比 2.97%, 低于 5 月的 3.82%; 6 月美国核心 PCE 同比 4.10%, 低于 5 月的 4.58%; 6 月美国新建住房销售折年数(季调)69.70 万套, 同比增长 23.80%, 高于 5 月的 12.42%; 二季度美国 GDP 环比折年率 2.40%, 高于一季度的 2.00%; 6 月美国个人消费支出折年数(季调)18.38 万亿美元, 同比增长 5.42%, 低于 5 月的 6.10%; 6 月美国人均可支配收入折年数(季调)5.95 万美元, 同比增长 7.31%, 低于 5 月的 7.55%; 6 月美国耐用品新增订单 32.51 百亿美元, 同比增长 9.29%, 高于 5 月的 7.49%; 7 月欧元区制造业 PMI42.70%, 低于 6 月的 43.40%; 7 月德国制造业 PMI38.80%, 低于 6 月的 40.60%; 7 月法国制造业 PMI44.50%,

低于 6 月的 46.00%；7 月英国制造业 PMI45.00%，低于 6 月的 46.50%；7 月德国 IFO 商业景气指数(季调)87.30%，低于 6 月的 88.60%。

必需消费：6 月生猪存栏:能繁母猪 42.96 百万头，同比增长 0.44%，低于 5 月的 1.57%；6 月生猪定点屠宰企业屠宰量 26.47 百万头，同比增长 9.70%，低于 5 月的 10.95%；6 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 95.10%，低于 5 月的 100.80%。

服务业：6 月全国社会物流总额累计 160.60 万亿元，同比增长 0.63%，低于 5 月的 0.85%；6 月火电发电量 5228.00 亿千瓦时，同比增长 14.83%，低于 5 月的 16.51%；5 月天然气表观消费量当月同比 12.40%，高于 4 月的 7.30%。

2.4 本周经济要闻

本周国内政策偏强，7 月 21 日发改委称近期将印发综合性的恢复和扩大消费政策文件。7 月中央政治局会议指出要活跃资本市场，提振投资者信心。

美联储 7 月议息会议加息 25BP，符合市场预期，但美联储主席鲍威尔发言偏鹰。他称紧缩的全部影响尚未显现出来，存在 9 月再次加息的可能。

2.5 下周重点关注

7 月 31 日中国公布 7 月官方制造业 PMI；欧盟公布二季度 GDP；

8 月 1 日德国、欧盟公布 6 月失业率；美国、英国、法国、德国公布制造业 PMI；

8 月 2 日欧盟公布 PPI；美国公布非制造业 PMI；

8 月 3 日美国公布失业率及非农就业人数；英国央行公布利率决议。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com