

专题策略报告

顺风，转舵

——2023年A股中期策略

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

相关研究

报告摘要：

● 大势研判：中美缓和和小周期，结构调整正当时！

(1) 23H1 回顾：上半年 A 股主要由分母端的估值驱动，中特估&AI 的结构性行情为主。顺周期行情与基本面背离，而与政策预期高度相关。(2) 23H2 展望：全球冲突大趋势，中美缓和和小周期，类似于 2019 年。24 年美国大选，民主党需要在选前“照顾”跨国资本的利益。类似 19 年“调结构”政策将是主线，23H2“高质量调结构”政策的优先序会更高。下半年大概率是“托底型稳增长”，不妨右侧布局。(3) DDM 三因子：23H2，盈利底部弱回升 + 宽货币稳信用 + 风险偏好改善，DDM 三因子有望共振修复，其中，风险偏好是下半年 A 股市场的核心驱动力：中美缓和和小周期 & 注册制全面提升市场情绪。

● DDM 三因素拆解：盈利弱修复，估值有支撑。(1) 经济：美国消费需求有韧劲，中国库存周期底部，但 5%GDP 目标约束地产政策动能，预计 23H2 国内经济“弱修复”。预计 A 股盈利 Q2 触底回升，非金融全年盈利增速 10%左右；(2) 流动性：全球通胀高企，美联储依旧偏鹰，即便加息周期尾声，美债利率也将继续高位震荡。中国的流动性将以“宽货币&稳信用”为主。(3) 风险偏好：全球“冲突大趋势”下，中美“缓和和小周期”将打开“调结构-大安全”的政策窗口期。注册制全面推进也将提升全市场情绪。

● 市场主线：大安全当立。“大安全”是 23 年政策“调结构”的主线：(1) 央国企“涨价重估”：财政收入下滑，供给出清，价格 & 估值体系重塑；(2) 数字经济 AI“边界计划”：当前行情类似于 10 年“七大战略新兴产业”大主题，流动性是核心驱动，政策牵引 AI 内部轮动。我们判断：算力基建需要几十万亿级别的投资体量，下半年相关政策落地将驱动算力基建成为 AI 行情轮动的主线。(3) 高端制造“补完计划”：建议聚焦三大方向—美国“关键和新兴技术清单”；新型举国体制下“链长制”中的关键产业链；近期即将取得突破的技术路线。

● 行业配置：中特估+算力基建+新能源车。聚焦“调结构-大安全”&中美“缓和和小周期”的投资机会：(1) “涨价重估”新行情：电力、通信、交运、建筑行业步入景气周期；(2) 数字经济“算力基建”：挖掘 AI“系统搭建期”国产芯片的潜力。(3) 中美“缓和和小周期”：出口链持续韧劲，新能源车优势凸显，家用电器改善显著。

● 核心假设风险：策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 大势研判：中美缓和与小周期，结构调整正当时！	5
1.1 23H1 回顾：分母端驱动，结构优于大势	5
1.2 23H2 展望：中美缓和与小周期，结构调整正当时	6
1.3 DDM 三因子：共振修复，风险偏好是核心驱动力	8
2 DDM 拆解：盈利弱修复，估值有支撑	9
2.1 经济：海外需求有韧劲，国内经济弱修复	9
2.2 流动性：美债利率高位震荡，国内稳信用宽货币	10
2.3 A 股盈利：底部弱回升，可选消费 & TMT 修复弹性大	11
2.4 风险偏好：中美缓和与小周期，注册制提升 A 股风险偏好	11
3 市场主线：大安全当立	13
3.1 “大安全”是 23 年政策“调结构”的主线	13
3.2 央国企“涨价重估”：财政收入下滑，供给出清，价格 & 估值体系重塑	14
3.3 数字经济 AI “边界计划”：AI+的大主题行情中，布局算力基建主线机会	16
3.4 高端制造“补完计划”：打好关键核心技术攻坚战	20
4 行业配置：沿“大安全”主线，积极优选“调结构”	26
4.1 行业配置：聚焦“大安全”主线下“调结构”带来的投资机会	26
4.2 “涨价重估”新行情：电力、通信、交运、建筑行业步入景气周期	26
4.3 数字经济“算力基建”：场景革命前的“系统搭建”	29
4.4 中美“缓和与小周期”：出口链持续韧劲	30

图表目录

图表 1: 23 年年初以来板块指数涨跌幅主要由估值驱动	5
图表 2: ChatGPT 与央企指数超额收益显著	5
图表 3: 顺周期产业盈利修复与顺周期指数走势	5
图表 4: 6 月初以来经济数据大多低于市场预期	5
图表 5: 中美关系近期阶段性回暖	6
图表 6: 18 年末-19 年, 中美关系也阶段性迎来“缓和小周期”	6
图表 7: 2019 年国内政策以“调结构”为主	7
图表 8: 2019 年国内政策以“调结构”为主	7
图表 9: 13、19 年上半年“量价齐跌”衰退	7
图表 10: 13、19 年 7 月“稳增长”政策密集出台, 但以“托底”为主	7
图表 11: 13 年 7 月顺周期行业仅可选消费相对大盘上涨	8
图表 12: 19 年 7 月消费、地产均维持跌势	8
图表 13: DDM 模型下, 23 年上半年回顾与下半年展望	8
图表 14: 美国密歇根大学消费者信心和预期指数抬升	9
图表 15: 美国劳动参与率高位持平, 但职位空缺率高位抬升	9
图表 16: 美国私人非农企业工资增速高位, 非管理人员工资增速明显更高	9
图表 17: 美国从中国进口货物结构	9
图表 18: 库存周期处于历史底部	10
图表 19: 23 年上半年地产政策力度有限	10
图表 20: 美国 PCE 与核心 PCE 仍处于历史高位, 10 年期美债收益率高位震荡	10
图表 21: 美国金融状况指数高于 0, 显示美国金融体系抗风险能力较强	10
图表 22: 23 年上半年企业信贷已大幅扩张, 而社融增速回落	11
图表 23: 地产投资增速处于磨底阶段, 长端利率水平将维持低位	11
图表 24: A 股总体/A 股非金融盈利增速或 Q2 触底	11
图表 25: 大类板块预测净利润增速大幅上修	11
图表 26: 中美冲突大趋势下的缓和小周期	12
图表 27: 07 年股权分置改革孕育牛市, 19 年至 20 年注册制试点修复风险偏好	12
图表 28: 十四大以来“安全”的词频呈指数级上升	13
图表 29: 国务院机构改革, 重点关注三大安全	13
图表 30: 国企“涨价重估”是基础(盐铁), 高端制造“补完计划”与数字经济 AI “边界计划”是目的	14
图表 31: 22 年土地相关税收下降 1577 亿元	14
图表 32: 22 年土地出让权收入下降 1.8 万亿元	14
图表 33: 23 年一季度土地财政收入不足 1.4 万亿	15
图表 34: “垄断低价”到价格回归, 本质上是供给侧出清后的必然结果	15
图表 35: 兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的公司	16
图表 36: 1980 年后美国 R&D 占 GDP 比重快速增加	17
图表 37: 80 年代美国半导体投资快速增加, 同时半导体需求大幅扩张	17
图表 38: 涌现: “场景革命”的 4 个阶段	17
图表 39: 23 年 1 月以来, 国内流动性宽松, 驱动 ChatGPT 指数取得超额收益	18
图表 40: 海外流动性边际放松也对 ChatGPT 指数起到推动作用	18
图表 41: 复盘 2010 年“七大战略新兴产业”行业轮动	18
图表 42: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算	19
图表 43: 我国基础工业增加值占比仅 6.19%	20
图表 44: 中国基础产业明显落后于其他发达国家	20
图表 45: 23 年以来, 高端制造产业实质性政策陆续落地	21

图表 46: 美国 2022 年版“关键和新兴技术清单“	22
图表 47: “链长制”涉及行业与对应的核心企业	23
图表 48: 2025 年有望实现突破的技术（基础科学）及相关上市公司	错误!未定义书签。
图表 49: 1980 年后美国 R&D 占 GDP 比重快速增加	25
图表 50: 80 年代美国半导体投资快速增加, 同时半导体需求大幅扩张	25
图表 51: 行业配置: 聚焦“大安全”下“调结构”的投资机会	26
图表 52: 6 月以来煤炭价格小幅下降	27
图表 53: 部分城市各年 6 月平均最高气温	27
图表 54: “中特估”建设逐步获得系统性指引	27
图表 55: 国有性质通信上市公司占比高	27
图表 56: 全球光模块市场规模及预测	28
图表 57: 2022 年国内厂商占据 7 席	28
图表 58: 非金融类对外投资额和占比呈逐年上升趋势	28
图表 59: 中欧铁路通道规划图	28
图表 60: 东南亚国家占据前五名的四席	29
图表 61: “一带一路”新签合同有望触底反弹	29
图表 62: 我国数据中心机架规模增长迅猛	30
图表 63: 2020-2026 年中国人工智能工作负载预测	30
图表 64: 汽车及零部件对欧美出口金额当月同比	30
图表 65: 新能源车出口占比及对出口的拉动攀升	30
图表 66: 汽车产品 5 月出口金额同比增速领先	31
图表 67: 新能源车出口金额与数量当月同比	31
图表 68: 新能源车量价走势	31
图表 69: 新能源车分项出口金额当月同比	32
图表 70: 家电出口金额连续三个月正增长	32
图表 71: 铝、铜价格下行	32

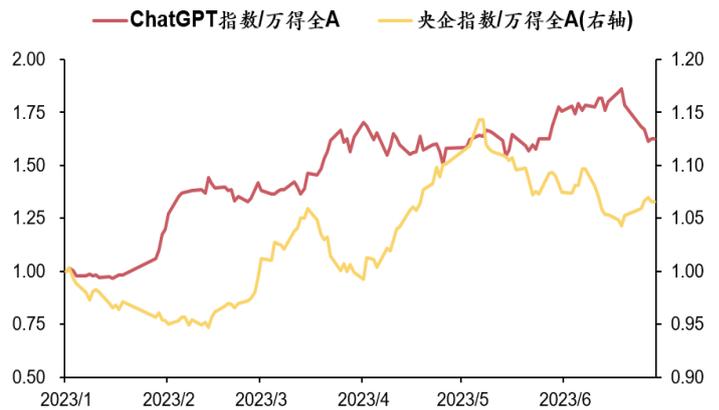
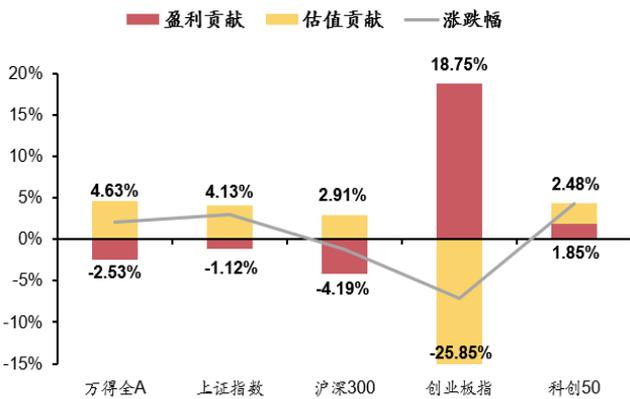
1 大势研判：中美缓和与小周期，结构调整正当时！

1.1 23H1 回顾：分母端驱动，结构优于大势

A 股&大类行业估值驱动，中特估和 AI 结构行情。23 年年初以来，板块指数涨跌幅主要由分母端的估值贡献，万得全 A 上涨 2.10%，其中估值贡献 4.63%，盈利拖累 -2.53%。中特估&AI 的结构性行情是上半年的主线，呈现出“此消彼长”的特征。ChatGPT 与央企两大主题指数相对大盘走势交替上行，上半年均获得明显的超额收益。

图表1:23 年年初以来板块指数涨跌幅主要由估值驱动

图表2:ChatGPT 与央企指数超额收益显著



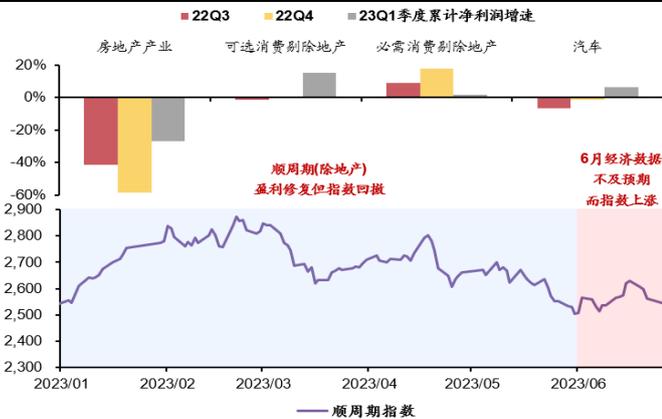
资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 数据截至 2023 年 6 月 29 日

资料来源: Wind, 方正证券研究所

顺周期行情与基本面背离，而与政策预期高度相关。(1) 上半年盈利修复，顺周期回撤：一季度可选消费、汽车等顺周期行业盈利均有一定程度修复，但顺周期指数却不增反降；(2) 6 月初以来经济数据不及预期，顺周期反而一度领涨：6 月初以来经济数据大多低于市场预期，但市场对稳增长政策预期却因此提高，带动顺周期一度领涨。背后的原因在于：疫后放开至今，市场对于顺周期的博弈，更多放在政策的预期上，而非表现的盈利数据上。

图表3:顺周期产业盈利修复与顺周期指数走势

图表4:6 月初以来经济数据大多低于市场预期



数据名称	公布时间	预期	实际	实际相比预期
5月出口金额同比	2023/6/7	-0.02%	-7.50%	↓
5月进口金额同比	2023/6/7	-7.42%	-4.50%	↑
5月CPI同比	2023/6/9	0.31%	0.20%	↓
5月PPI同比	2023/6/9	-4.82%	-4.60%	↑
5月M2同比	2023/6/13	12.07%	11.60%	↓
5月社融规模存量同比	2023/6/13	9.84%	9.50%	↓
5月新增人民币贷款(万亿元)	2023/6/13	1.45	1.36	↓
5月工业增加值同比	2023/6/15	4.09%	3.50%	↓
5月国投累计同比	2023/6/15	4.48%	4.00%	↓
5月社零同比	2023/6/15	13.62%	12.70%	↓

资料来源: Wind, 方正证券研究所

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.2 23H2 展望：中美缓和与小周期，结构调整正当时

全球冲突大趋势，阶段性中美缓和与小周期：类似于 19 年——

24 年美国大选，跨国资本是民主党的大票仓，大选前中美关系将迎来“缓和与小周期”。因此自去年年底以来美国国务卿布林肯一系列外交行为释放出中美冲突缓和的信号，在“逆全球化”大背景下中美关系阶段性回暖。

18 年中美贸易摩擦，“红脖子”是共和党的大票仓，大选时美国“极限施压”，大选后（18 年末-19 年）中美对等出台一系列减税政策宣告中美贸易战暂时停火，中美关系也迎来一段“缓和与小周期”。

图表5: 中美关系近期阶段性回暖

时间	信息来源	事件名称	事件主要内容
2022/12/23	外交部	王毅应约同美国国务卿布林肯通电话	布林肯表示，美方愿同中方探讨两国关系指导原则，负责任管理中美关系，在符合双方共同利益的领域开展合作。美方继续奉行一个中国政策，不支持台湾“独立”。
2023/5/10	新华社	王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文举行会晤	双方就推动中美关系排除障碍、止跌企稳进行了坦诚、深入、实质性、建设性的讨论。王毅就台湾问题全面阐述了中方严正立场。
2023/6/19	外交部	王毅会见美国国务卿布林肯	王毅要求美方停止炒作“中国威胁论”，取消对华非法单边制裁，放弃对中国科技发展打压，不得肆意干涉中国的内政。布林肯表示美方致力于重回两国元首巴厘岛会晤确定的议程，期待同中方加强沟通，负责任管控分歧，在双方有共同利益的领域开展合作。
2023/6/19	外交部	习近平会见美国国务卿布林肯	习近平指出，中国尊重美国的利益，不会去挑战和取代美国。美方遵守拜登总统作出的承诺，不寻求“新冷战”，不寻求改变中国制度，不寻求通过强化盟友关系反对中国，不支持“台湾独立”，无意同中国发生冲突。

资料来源：外交部，新华社，方正证券研究所

图表6: 18 年末-19 年，中美关系也阶段性迎来“缓和与小周期”

时间	参与主体	事件名称	事件主要内容
2018/12/2	美国白宫	白宫宣布美国总统将与中方共进工作晚餐	特朗普将对价值2000亿美元的产品保留10%的关税，而不是将关税提高到25%，中国已经同意立即开始向美国购买农产品。
2019/6/29	国家主席习近平	中美两国元首G20大阪峰会会晤	双方同意重启经贸磋商，美方表示不再加征新关税。与此同时，会后特朗普面对媒体宣布，美金将继续向华为供货。
2019/7/9	美国贸易代表办公室USTR	USTR取消部分加征关税	美国贸易代表办公室（USTR）宣布，根据关税排除程序对于之前加征25%关税的110种中国商品取消关税。
2019/8/13	美国贸易代表办公室USTR	USTR取消部分加征关税	宣布将取消部分原定9月1日生效的对中国输美商品加征的关税。
2019/10/11	国务院副总理刘鹤	美国总统特朗普与刘鹤副总理在白宫会面	中国将购买美国400-500亿美元的农产品；美国对2500亿美元输美商品取消加征关税。
2019/12/13	国务院	中美经贸磋商有关进展情况新闻发布会	中美第一阶段经贸协议达成，美国贸易代表办公室USTR宣布将对约1200亿美元中国商品加征的关税下调至7.5%。
2019/12/13	国务院	国务院发布关税税则委员会公告	对原计划于12月15日起加征关税的原产于美国的部分进口商品，暂不征收10%、5%关税。

资料来源：国家金融研究院，方正证券研究所

中美缓和与小周期，带来结构调整机遇期：19 年促改革，23 年大安全。

19 年调结构是政策主基调，市场成长风格占优。自 18 年末的中央经济会议起，多次政治局会议都强调深化供给侧结构性改革，坚持房住不炒，将调结构，促改革，防风险作为政策主线。市场价值风格跑输成长。

近期政策表述基调同样是：高质量调结构的优先序更高。从去年末“二十大”以来，“大安全”的重要性明显提高，4 月末政治局会议、5 月初中央财经委员会和 6 月 20 日中国经济日报点评，均在强调“调结构”的重要性。

习主席在中央国家安全委员会上指出：要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。我们认为：如果说“托底型稳增长”是“底线思维”，那么“大安全-调结构”就是逆全球化加速大背景下的“极限思维”。

图表7:2019 年国内政策以“调结构”为主



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表8:2019 年国内政策以“调结构”为主

日期	政策表述
2022.10.16	二十大报告:完善党中央对科技工作统一领导的体制,健全新型举国体制,强化国家战略科技力量。
2023.3.5	政府工作报告:今年发展主要预期目标是:国内生产总值增长5%左右。
2023.4.28	中共中央政治局会议:加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系,在短板领域加快突破,也要顺势而为,在优势领域做大做强。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。
2023.4.30	学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育工作会议:防止换届后容易出现政绩冲动、盲目蛮干、大干快上以及“换赛道”、“留痕迹”等现象。
2023.5.5	中央财经委会议:把握人工智能等科技革命浪潮,适应人与自然和谐共生的要求,保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势,高效集聚全球创新要素,推进产业智能化、绿色化、融合化,建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。
2023.5.30	中央国家安全委员会会议:要坚持底线思维和极限思维,准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。
2023.6.20	中国经济日报观点评论:一系列积极变化表明,对于经济全面恢复要保持战略定力,多一些耐心,既不因短期波动误判中国经济的大势和主流,也不能在压力之下自乱阵脚。

资料来源: Wind, 新华社, 共产党员网等, 方正证券研究所

下半年即便有“稳增长”政策,较大概率也是“托底型稳增长”。23年盈利弱修复,类似于13和19年。13和19年上半年“量价齐跌”衰退,7月国常会出台一系列“稳增长”政策,但大多同时强调“调结构、防风险、促改革、稳就业”等,基调以“托底”为主,并没有给予强刺激。23H1“量升价跌”弱复苏,5月开始才呈现“量价齐跌”的衰退早周期特征,因此7月出台“强刺激稳增长”的概率较低。

图表9:13、19年上半年“量价齐跌”衰退



资料来源: Wind, 方正证券研究所

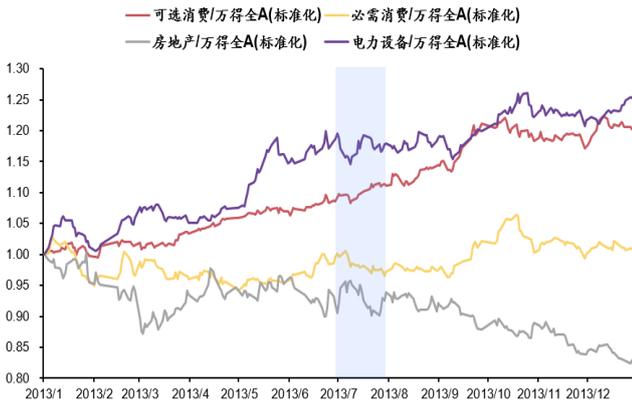
图表10:13、19年7月“稳增长”政策密集出台,但以“托底”为主

发布时间	政策表述
2019/7/31	国务院:部署加大力度落实就业优先政策,持续保持比较充分的就业;采取更有力措施稳增长、助创业,破除束缚市场主体发展的桎梏,拓展就业岗位。
2019/7/30	中共中央政治局:要坚持稳中求进工作总基调统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作,促进经济持续健康发展。
2019/7/17	国务院:确定支持平台经济健康发展的措施,壮大优结构促升级增就业的新动能。
2019/7/10	国务院:确定进一步稳外贸措施,以扩大开放助力稳增长稳就业;要求切实做好降低社保费率工作,全面推开划转部分国有资本充实社保基金。
2013/7/30	中共中央政治局:坚持统筹稳增长、调结构、促改革。根据经济形势变化,适时适度进行预调和微调,稳中有为。
2013/7/16	国务院:宏观政策要侧重稳增长或防通胀,与调结构和促改革的中长期措施相结合,使得经济运行保持在合理区间。
2013/7/3	国务院:把闲置、沉淀的财政资金用好,集中有限的资金用于稳增长、调结构、惠民生的重点领域和关键环节。

资料来源: 中国政府网, 方正证券研究所

13年7月与19年7月多数顺周期行业市场表现较弱,“托底型稳增长”仅驱动顺周期的反弹行情。13年7月仅可选消费相对大盘上涨,19年7月消费、地产均维持跌势,由此可见,“托底型稳增长”驱动的反弹行情空间并不大。当下“稳增长”政策博弈不妨等待右侧布局,如果是“超预期稳增长”,顺周期的弹性会很大,右侧布局也不迟。

图表11:13年7月顺周期行业仅可选消费相对大盘上涨



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12:19年7月消费、地产均维持跌势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

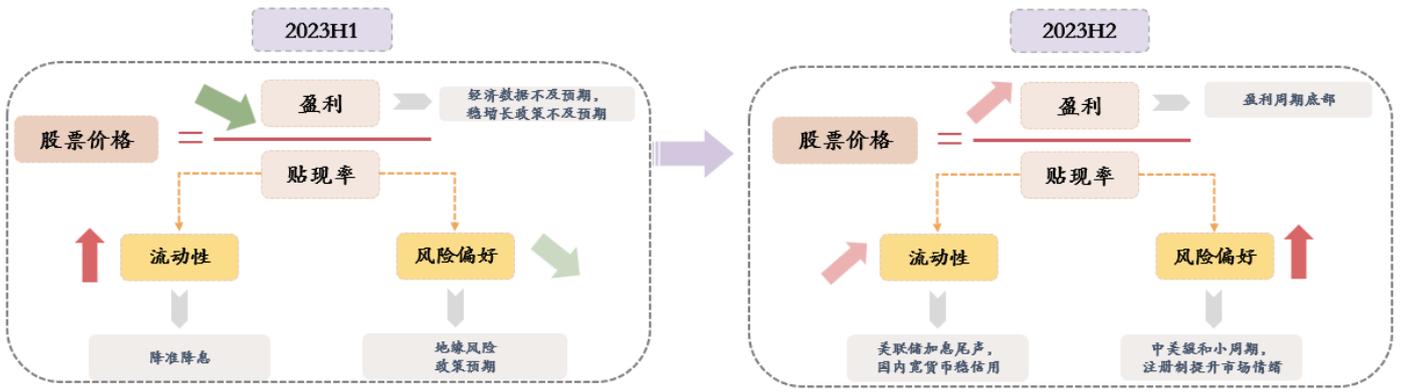
1.3 DDM 三因子: 共振修复, 风险偏好是核心驱动力

从 DDM 三因子模型展望下半年, 盈利底部弱回升+宽货币稳信用+风险偏好改善。

23H1, A 股盈利仍处下行阶段, 流动性和政策预期驱动的结构市——经济数据不及预期, 稳增长政策不及预期, 盈利继续探底; 风险偏好一方面承受地缘风险压力, 一方面被政策预期拉升; 海外美联储加息尾声, 国内降准降息, 流动性进入宽松周期。流动性和政策预期驱动了上半年中特估&AI 的结构式行情。

23H2, DDM 三因子有望共振修复——盈利可能在二季度触底, 进入弱回升阶段; 美联储加息尾声, 国内宽货币稳信用, 流动性延续宽松态势; 中美关系进入缓和和小周期, 注册制也助于提升市场情绪, 我们判断: 风险偏好有望强势回升, 成为市场的核心驱动力。

图表13:DDM 模型下, 23 年上半年回顾与下半年展望



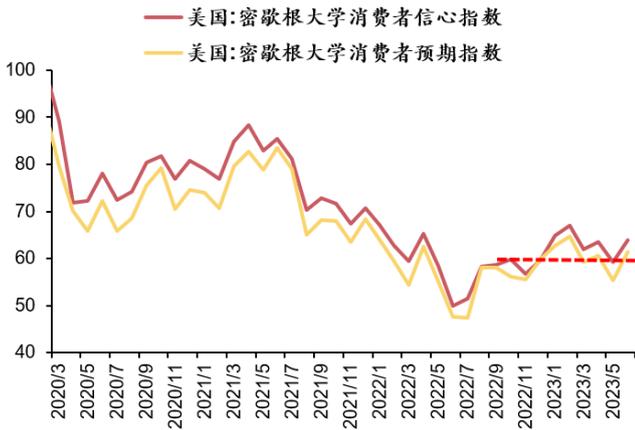
资料来源: 方正证券研究所

2 DDM 拆解：盈利弱修复，估值有支撑

2.1 经济：海外需求有韧劲，国内经济弱修复

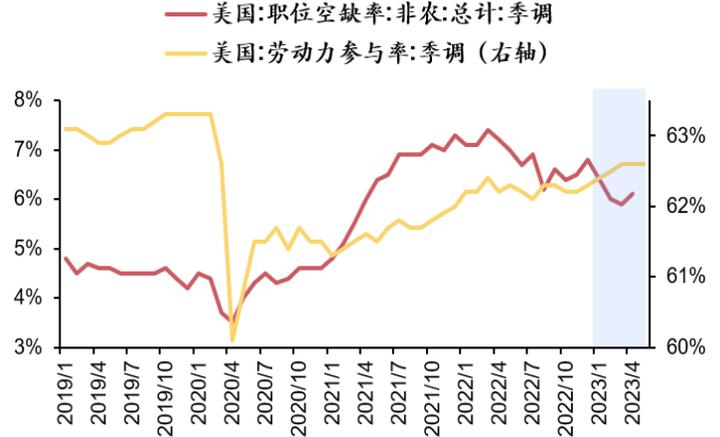
美国：劳动参与率持续改善，消费信心/预期均底部抬升。美国密歇根大学消费者信心和预期指数抬升，显示美国消费者对于消费持续乐观。同时，美国劳动参与率高位持平，但职位空缺率高位抬升，意味着美国劳动力短缺问题依然严重。

图表14: 美国密歇根大学消费者信心和预期指数抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

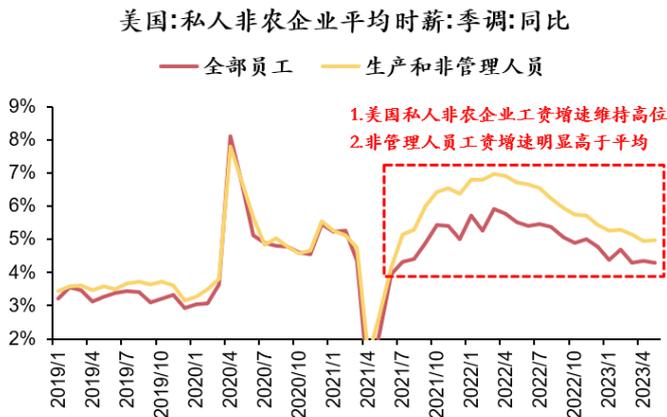
图表15: 美国劳动参与率高位持平，但职位空缺率高位抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

美国：制造业回流，蓝领工人收入改善，边际消费倾向高，拉动中国中低端消费品出口。美国私人非农企业工资增速高位，非管理人员工资增速明显更高。美国从中国进口产品以电子机械和中低端消费品为主，蓝领工人收入改善，拉动中国对美出口。

图表16: 美国私人非农企业工资增速高位，非管理人员工资增速明显更高



资料来源: Wind, 方正证券研究所

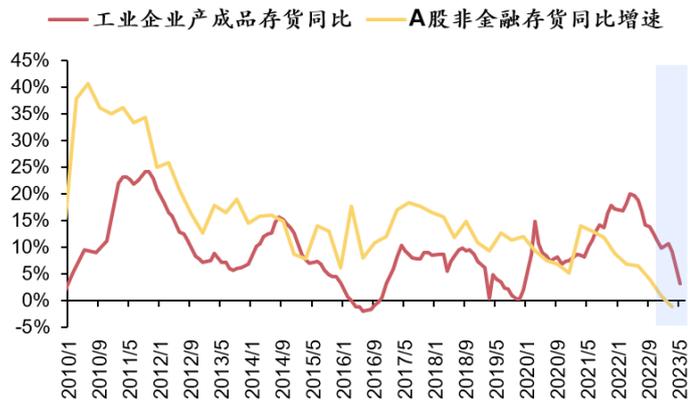
图表17: 美国从中国进口货物结构

商品种类	美国从中国进口货物占比 (2023年4月)	中国进口量占美国进口总量的比例 (23年4月)	美国从中国进口货物量月度环比 (23年4月)
电气设备、录音影像机及其零件	27.3%	26.4%	10.4%
机械及其零件	21.7%	20.3%	7.7%
纺织服饰及鞋类	7.2%	27.2%	15.7%
玩具、游戏和体育用品	5.2%	68.3%	-2.6%
家具及家居用品	5.0%	31.1%	22.2%
塑料及其制品	4.9%	28.0%	21.7%
汽车及其零部件和配件	3.8%	4.3%	11.1%
钢铁制品	3.0%	21.6%	27.9%
摄影、测量、医学等仪器及其零件	2.9%	10.5%	8.3%
其他未列明商品	2.3%	7.8%	-5.5%
有机化学品	2.2%	10.1%	-5.0%
其他金属制品	1.2%	33.3%	24.0%
其他制成品	1.0%	51.3%	18.9%
其他合计 (单类占比不足1%)	12.5%		
总计	100%	13.5%	

资料来源: Trademap, 方正证券研究所

中国：库存周期底部支撑经济修复，地产稳增长低预期约束修复斜率。当前A股库存周期处于历史底部，下半年潜在的补库周期，将对经济弱复苏形成支撑。23H1地产政策“托而不举”，地产修复空间有限，5%GDP目标约束，预计下半年地产“强刺激”政策概率较低。

图表18: 库存周期处于历史底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表19: 23年上半年地产政策力度有限

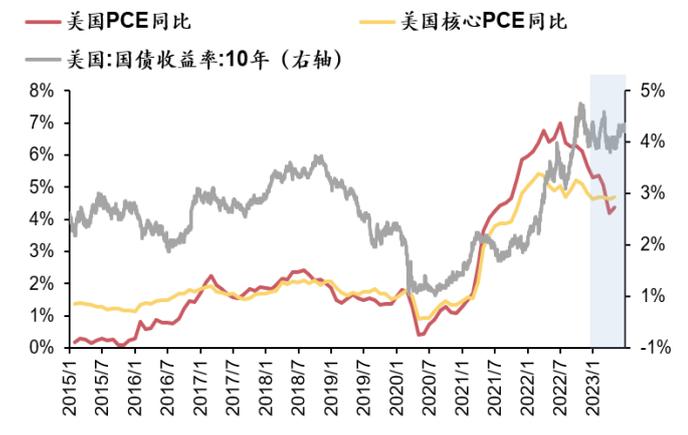
发布时间	发布单位	文件/会议	重点内容
2023/4/28	中共中央政治局	中共中央政治局会议	坚持房住不炒，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作。在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023/3/20	自然资源部 银保监会	《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》	深化不动产登记和金融便民利企合作，协同做好不动产“带押过户”，进一步提升便利化服务水平，降低制度性交易成本，助力经济社会发展。
2023/3/5	第十四届 全国人大	政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
2023/1/5	中国人民 银行 银保监会	《关于建立新发放首套房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》	新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套房贷款利率政策下限。
2023/1/5	住建部 部长 倪虹	总台央视记者专访	大力支持首套房需求，降低首付比、首套利率；合理支持以旧换新，以小换大、生育多子女家庭等二套房需求；原则上不支持购买三套以上住房，不给投机炒房者重新入市留有空间。

资料来源: 中国政府网、自然资源部等, 方正证券研究所

2.2 流动性: 美债利率高位震荡, 国内稳信用宽货币

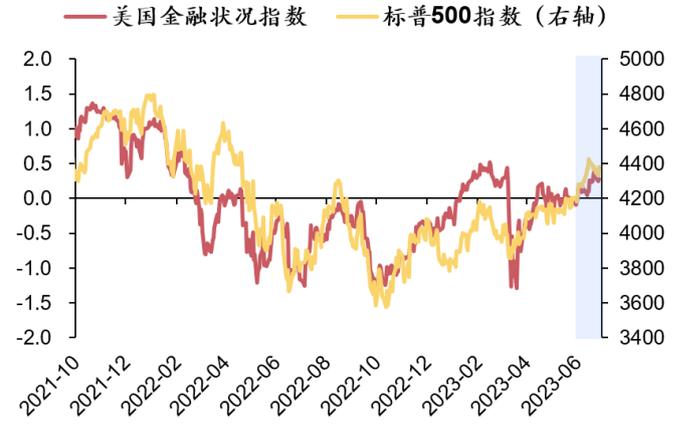
美国: 核心通胀仍处高位, 美债利率仍将继续高位震荡。美国 PCE 与核心 PCE 仍处于历史高位, 短期内美联储没有降息的理由。本轮美联储快速加息, 美国金融体系首当其冲, 但 3 月 SVB 事件后美国金融状况指数明显修复, 已回归至本轮加息前水平。美国金融体系风险很难成为约束继续偏鹰的关键因素, 预计美债利率仍将维持相对高位。

图表20: 美国 PCE 与核心 PCE 仍处于历史高位, 10 年期美债收益率高位震荡



资料来源: Wind, 方正证券研究所

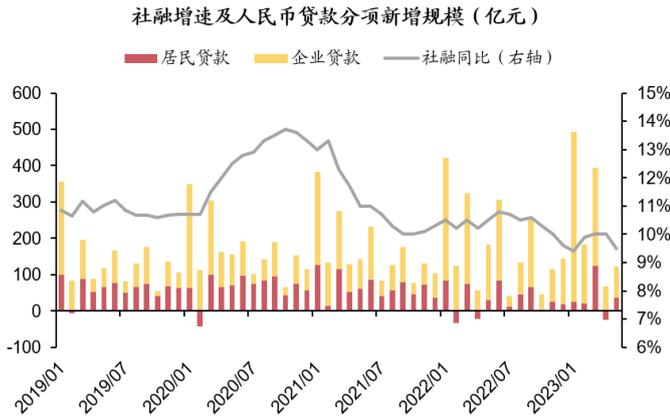
图表21: 美国金融状况指数高于 0, 显示美国金融体系抗风险能力较强



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所注: 数据截至 23 年 6 月 27 日

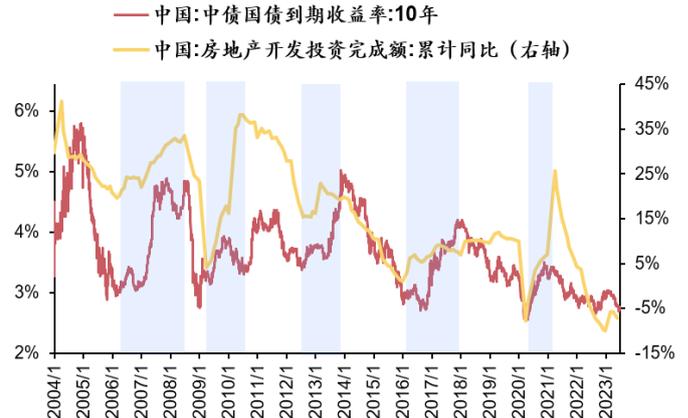
中国: 信用扩张空间有限, 利率水平仍将维持低位。广义流动性: (1) 23H1 企业信贷已大幅扩张, 而由于居民贷款维持低位, 社融维持偏弱水平; (2) 10 年期国债利率和房地产投资明显正相关, 预计下半年地产投资仍处相对低位, 利率水平也将维持低位。

图表22:23年上半年企业信贷已大幅扩张,而社融增速回落



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表23:地产投资增速处于磨底阶段,长端利率水平将维持低位

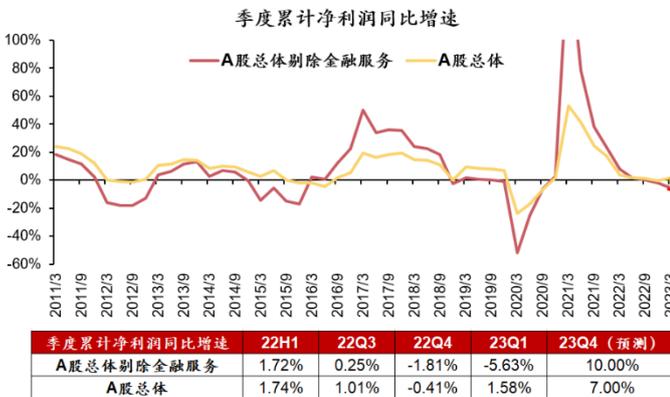


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 A股盈利:底部弱回升,可选消费&TMT修复弹性大

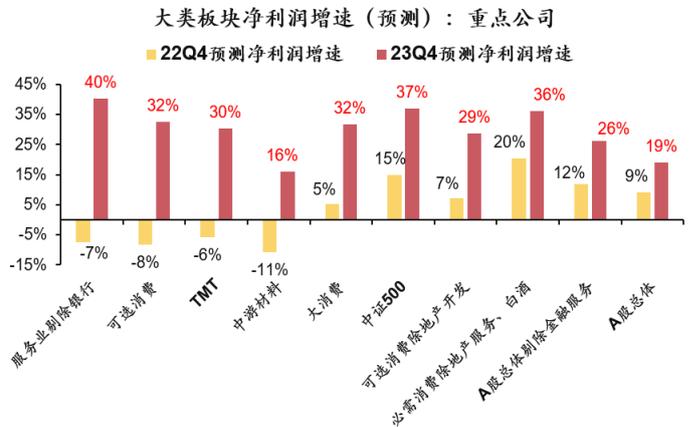
预计盈利Q2触底, A股非金融全年盈利增速10%,消费&TMT业绩修复弹性相对较大。企业盈利预计将于中报见底,全年A股总体盈利增速预计在7%左右, A股非金融盈利预测增速在10%左右。分析师重点跟踪公司的盈利预测显示:大类板块23Q4盈利预测大幅上修,服务业剔除银行、可选消费、TMT业绩弹性较大。

图表24:A股总体/A股非金融盈利增速或Q2触底



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表25:大类板块预测净利润增速大幅上修



资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 基于5家及以上机构覆盖的分析师重点跟踪公司测算

2.4 风险偏好:中美缓和和小周期,注册制提升A股风险偏好

19年科创板提升科技股风险偏好,23年主板注册制将支撑上证指数的风险偏好。中美关系缓和和小周期,海外经济有韧劲,美联储加息尾声的背景下,出口链(新能源车、家电&家具)有望受益;国内经济弱修复,打开国内“调结构”政策空间,叠加全面注册制深入推进,修复风险偏好,建议把握“调结构-大安全”主线,同时右侧布局“稳增长”。

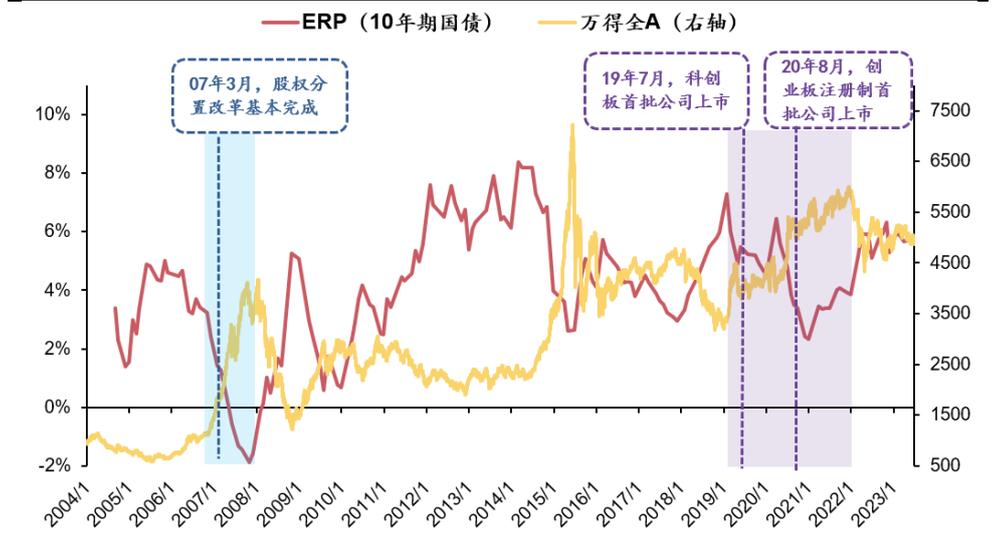
图表26:中美冲突大趋势下的缓和小周期



资料来源:方正证券研究所

中美“缓和小周期”叠加全面注册制推行,有望在中期内修复市场风险偏好。“逆全球化”的“大安全”长期约束风险偏好,但中期看,中美关系缓和小周期,将有望修复市场风险偏好。23年全面注册制的推行有利于全市场估值重塑,并在中期内修复市场偏好——参考资本市场改革历史经验,07年股权分置改革弥补制度缺陷,孕育牛市普涨;19年、20年科创板和创业板接连试点注册制,助力成长股、科技股结构性行情。

图表27:07年股权分置改革孕育牛市,19年至20年注册制试点修复风险偏好



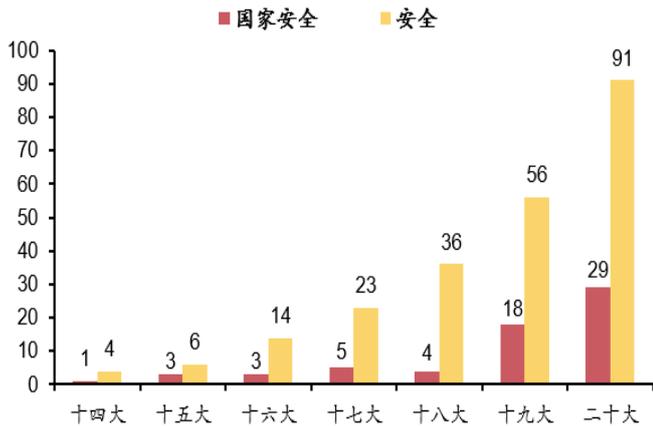
资料来源:Wind, 中国政府网, 方正证券研究所

3 市场主线：大安全当立

3.1 “大安全”是 23 年政策“调结构”的主线

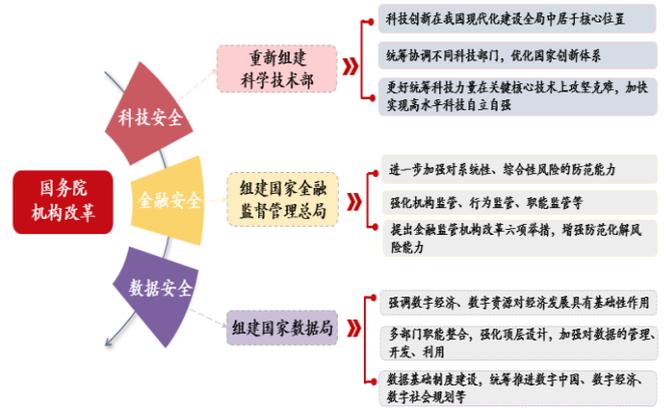
监管层对“安全”的重视程度明显增强。“二十大”报告中“安全”和“国家安全”的词频显著提升。国务院机构改革对于科技部/金融监管机构/中国数据局的调整和设立，保障科技/金融/数据安全。

图表 28: 十四大以来“安全”的词频呈指数级上升



资料来源：中国社会科学院，方正证券研究所

图表 29: 国务院机构改革，重点关注三大安全



资料来源：国务院，方正证券研究所

“大安全”主线包含但不限于以下 3 大方向——

基础工业“补完计划”：“逆全球化”大趋势下，亟待攻坚的“卡脖子”领域。

数字经济 AI“边界计划”：为了不出现技术代差，中国也必须紧跟全球科技发展大方向（如数字经济 AI+）。为了涌现出“第三次场景革命”，需要大量的基建投资。

央国企“涨价重估”：央国企“涨价重估”有望成为未来 20 年的“盐铁”，用于支持“补完计划”和“边界计划”。

图表30: 国企“涨价重估”是基础（盐铁），高端制造“补完计划”与数字经济AI“边界计划”是目的

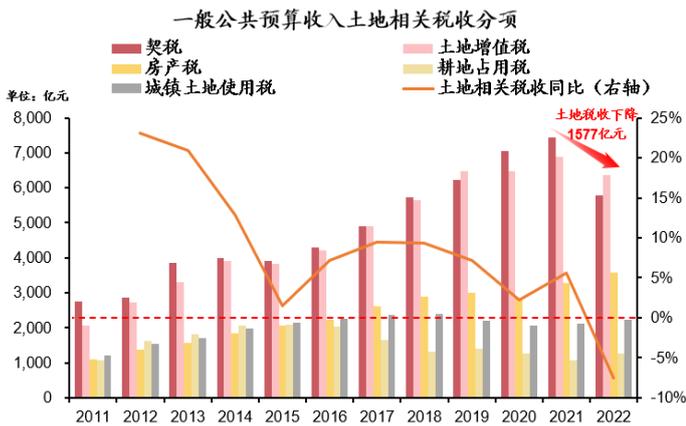


资料来源：方正证券研究所

3.2 央国企“涨价重估”：财政收入下滑，供给出清，价格 & 估值体系重塑

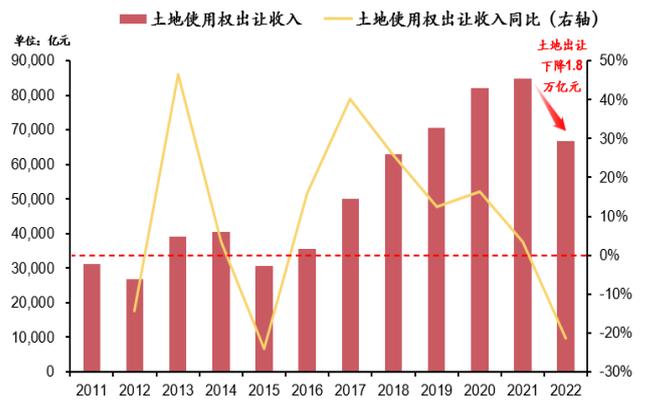
央国企“涨价重估”的财政视角：财政收入降速是主要原因。过22年房地产“硬着陆”，土地财政收入明显回落 1.9 万亿。23 年一季度土地财政收入不足 1.4 万亿，乘以 4 个季度只有 5.6 万亿，相对 22 年的 8.6 万亿继续降速。

图表31: 22 年土地相关税收下降 1577 亿元



资料来源：国家统计局，财政部，Wind，方正证券研究所

图表32: 22 年土地出让权收入下降 1.8 万亿元



资料来源：国家统计局，财政部，Wind，方正证券研究所

图表33:23年一季度土地财政收入不足1.4万亿

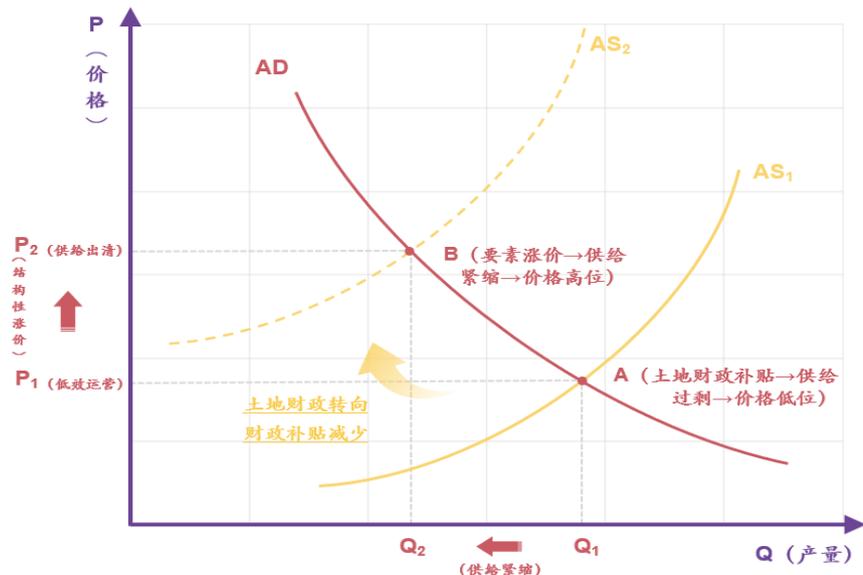
土地财政项目		2022年一季度 (亿元)	2023年一季度 (亿元)	同比变化
土地相关税收	契税	1581	1614	2.1%
	土地增值税	2217	1801	-18.8%
	房地产税	706	869	23.1%
	耕地占用税	435	411	-5.5%
	城镇土地使用税	465	551	18.5%
	合计	5404	5246	-2.9%
政府性基金 预算收入	土地使用权 出让收入	11958	8728	-27.0%
土地财政合计		17362	13974	-19.5%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

当前“中特估-央国企重估”的底层经济学逻辑与16-17年“供给侧改革”类似。14-15年经济下行周期中，当时的央国企，钢铁/煤炭/化工/有色，欠了大量债务，财政没法补贴，带来周期股的供给出清，涨价重估。

当前的“中特估-央国企重估”的逻辑类似：财政补贴不动—供给出清—涨价重估。财政收入降速导致依赖财政补贴的央国企泛公用事业部门，拿不到那么多财政补贴，供给出清，供给曲线上移，形成新的价格均衡，价格体系重塑，最终会带来估值体系重估。

图表34：“垄断低价”到价格回归，本质上是供给侧出清后的必然结果



资料来源: 方正证券研究所

投资方向：“低估值+低毛利+高补贴”的央国企泛公用事业（电力/通信/公路等）。依赖高补贴、兼具低估值和低毛利特征的行业将率先面临供给出清，推进重塑价格&估值体系。筛选兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的行业/公司，电力/通信/公路等行业将率先受益。

图表35:兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的公司

一级行业	公司代码	公司简称	PB (LF)	二级行业民企PB (LF)	PB空间 (民企-个股)	PB空间分位数	政府补助 (亿元)	政府补助分位数	公司毛利率	二级行业民企毛利率	毛利率空间 (民企-个股)	毛利率空间分位数	股息率	股息率分位数
交通运输	600787.SH	中储股份	0.92	2.32	1.40	89.3%	0.03	67.9%	2.8%	9.9%	7.1%	73.0%	1.85%	65.2%
	600561.SH	江西长运	1.53	2.24	0.71	70.3%	0.10	66.6%	-14.7%	12.7%	27.4%	97.9%	0.26%	37.2%
	600115.SH	中国东航	4.19	6.15	1.96	97.1%	0.00	-	-8.6%	6.1%	14.7%	88.2%	0.00%	32.9%
	603167.SH	渤海轮渡	0.88	2.53	1.65	94.7%	0.16	86.9%	9.5%	21.5%	11.9%	82.6%	0.00%	32.9%
	600057.SH	厦门象屿	1.24	2.32	1.07	79.7%	1.06	91.7%	2.1%	9.9%	7.8%	74.6%	0.00%	32.9%
	600279.SH	重庆港	0.85	2.53	1.67	95.5%	0.11	74.9%	6.2%	21.5%	15.3%	89.0%	0.99%	53.2%
	600755.SH	厦门国贸	0.87	2.32	1.45	90.6%	2.11	89.3%	1.6%	9.9%	8.3%	75.4%	5.82%	92.2%
	600704.SH	物产中大	0.77	2.32	1.55	93.3%	0.91	92.5%	3.3%	9.9%	6.6%	70.6%	3.31%	79.4%
	600009.SH	上海机场	2.98	6.15	3.18	98.1%	0.02	83.7%	-0.5%	6.1%	6.7%	71.1%	0.00%	32.9%
	000906.SZ	浙商中拓	1.42	2.32	0.90	74.9%	0.94	71.9%	1.5%	9.9%	8.4%	76.2%	5.77%	91.7%
	601598.SH	中国外运	0.92	2.32	1.39	88.8%	0.84	92.0%	6.8%	9.9%	3.0%	54.0%	6.13%	93.0%
	600575.SH	淮河能源	0.92	2.24	1.32	86.1%	0.47	75.4%	5.6%	12.7%	7.1%	72.7%	0.00%	32.9%
	002183.SZ	怡亚通	1.55	2.32	0.77	71.1%	0.10	69.3%	4.3%	9.9%	5.6%	67.1%	0.75%	48.7%
	000905.SZ	厦门港务	1.14	2.53	1.38	88.0%	0.27	80.2%	2.8%	21.5%	18.6%	93.0%	0.82%	50.3%
	600153.SH	建发股份	0.70	2.32	1.62	94.4%	2.22	93.6%	2.4%	9.9%	7.5%	74.3%	5.55%	90.6%
	601111.SH	中国国航	3.87	6.15	2.29	97.9%	0.85	94.9%	-5.0%	6.1%	11.1%	81.0%	0.00%	32.9%
600026.SH	中远海能	1.84	2.53	0.68	69.5%	0.00	40.9%	30.4%	21.5%	-9.0%	29.9%	0.00%	32.9%	
公用事业	600642.SH	中能股份	1.03	1.53	0.50	61.2%	0.50	82.9%	12.6%	25.7%	13.1%	85.0%	2.47%	73.5%
	000027.SZ	深圳能源	1.09	1.53	0.44	58.3%	0.02	63.1%	22.1%	25.7%	3.5%	55.6%	2.17%	68.7%
	600098.SH	广州发展	0.88	1.53	0.65	67.4%	0.11	75.9%	10.1%	25.7%	15.6%	90.1%	1.61%	62.6%
	600578.SH	京能电力	1.17	1.53	0.36	54.0%	0.20	77.0%	9.4%	25.7%	16.3%	90.6%	0.00%	32.9%
	600023.SH	浙能电力	1.06	1.53	0.47	59.6%	2.21	93.3%	4.3%	25.7%	21.4%	95.2%	0.00%	32.9%
	600617.SH	国新能源	1.59	2.39	0.80	72.2%	1.03	91.4%	8.6%	14.0%	5.4%	66.3%	0.46%	42.8%
	002479.SZ	富春环保	1.00	1.53	0.53	62.3%	0.07	73.3%	13.9%	25.7%	11.8%	82.1%	4.50%	88.0%
石油石化	000698.SZ	沈阳化工	1.70	1.94	0.25	48.9%	0.02	55.1%	2.8%	8.5%	5.7%	67.9%	0.00%	32.9%
	601808.SH	中海油服	1.66	2.87	1.21	83.7%	0.07	81.3%	13.8%	28.9%	15.1%	88.8%	1.18%	57.0%
	600583.SH	海油工程	1.06	2.87	1.81	96.3%	0.24	88.0%	11.6%	28.9%	17.3%	91.2%	1.76%	64.2%
	600968.SH	海油发展	1.33	2.87	1.54	93.0%	0.33	88.5%	10.9%	28.9%	18.0%	91.7%	1.85%	65.8%
建筑装饰	601618.SH	中国中冶	0.84	2.27	1.43	90.4%	0.73	97.1%	9.4%	13.5%	4.1%	58.3%	2.01%	67.6%
	601117.SH	中国化学	0.93	2.27	1.35	86.6%	0.38	87.7%	7.9%	13.5%	5.6%	67.4%	2.20%	69.5%
	600629.SH	华建集团	1.61	2.31	0.70	70.1%	0.12	73.8%	23.5%	28.8%	5.3%	65.2%	0.26%	36.9%
	601669.SH	中国电建	0.82	1.84	1.02	78.3%	0.24	89.6%	12.2%	16.1%	3.9%	57.8%	1.53%	61.8%
	601390.SH	中国中铁	0.70	1.84	1.15	81.8%	1.00	98.4%	8.9%	16.1%	7.2%	73.3%	2.65%	76.5%
	601800.SH	中国交建	0.70	1.84	1.14	81.6%	0.55	97.3%	11.6%	16.1%	4.5%	61.2%	1.88%	66.6%
通信服务	601186.SH	中国铁建	0.56	1.84	1.28	85.0%	0.15	97.6%	7.8%	16.1%	8.3%	75.7%	2.51%	74.3%
	600050.SH	中国联通	0.98	2.98	2.00	97.3%	1.57	96.5%	24.4%	13.8%	-10.6%	28.3%	2.09%	67.9%
	601728.SH	中国电信	1.20	2.98	1.78	96.0%	1.84	97.9%	29.5%	13.8%	-15.7%	21.1%	3.46%	80.7%
600941.SH	中国移动	1.58	2.98	1.40	78.3%	3.84	98.9%	27.4%	13.8%	-12.8%	24.1%	4.20%	87.2%	

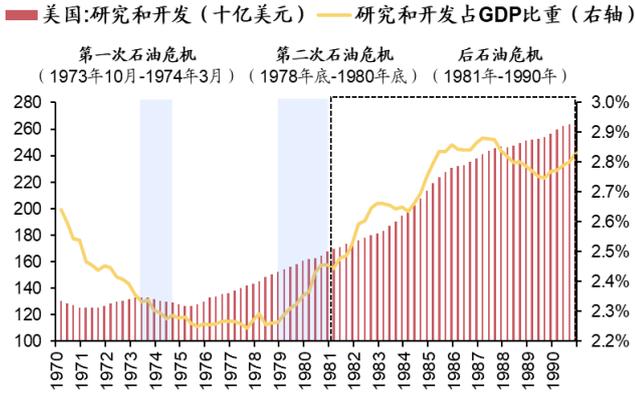
资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: PB空间指公司PB相比于同行业民企PB中枢的差, 好利率空间指公司毛利率相比于同行业民企毛利率的差, 数据截至23/6/21

3.3 数字经济AI“边界计划”: AI+的大主题行情中, 布局算力基建主线机会

借鉴苏联经验: 前沿科技的探索对国家安全同样重要。上世纪70年代“苏攻美守”, 但80年代美苏攻守之势异也, 经济崩溃拖垮了苏联。背后的原因在于: 上世纪80年代美国以半导体为代表的科技革命, 导致美苏经济底层效率的代差, 而李根政府敏锐地捕捉并放大了这种代差, 最终在财政上拖垮了苏联。

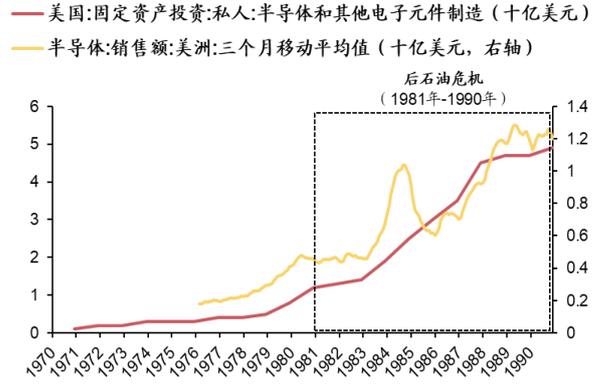
我们判断: 数字经济AI也有可能带来经济底层效率代差, 中国对于数字经济的战略一定是对美国“贴身紧逼”: 美国投资多少算力, 中国也需要投资多少算力; 美国开发大模型, 中国也需要开发类似功能的大模型。

图表36:1980年后美国R&D占GDP比重快速增加



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表37:80年代美国半导体投资快速增加,同时半导体需求大幅扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所

以系统论的视角进行审视,数字经济AI可能涌现出“第三次场景革命”。数字经济AI:去年11月ChatGPT技术诞生,当前仍处于系统搭建初期,数字经济AI不是13-15年的“移动互联网牛市”。

我们判断23年AI是类似于10年“七大战略新兴产业”的大主题行情:2010年大规模基建早周期,叠加顶层设计“七大战略新兴产业”;2023年大规模算力基建早周期,叠加国家数据局顶层设计。

图表38:涌现:“场景革命”的4个阶段

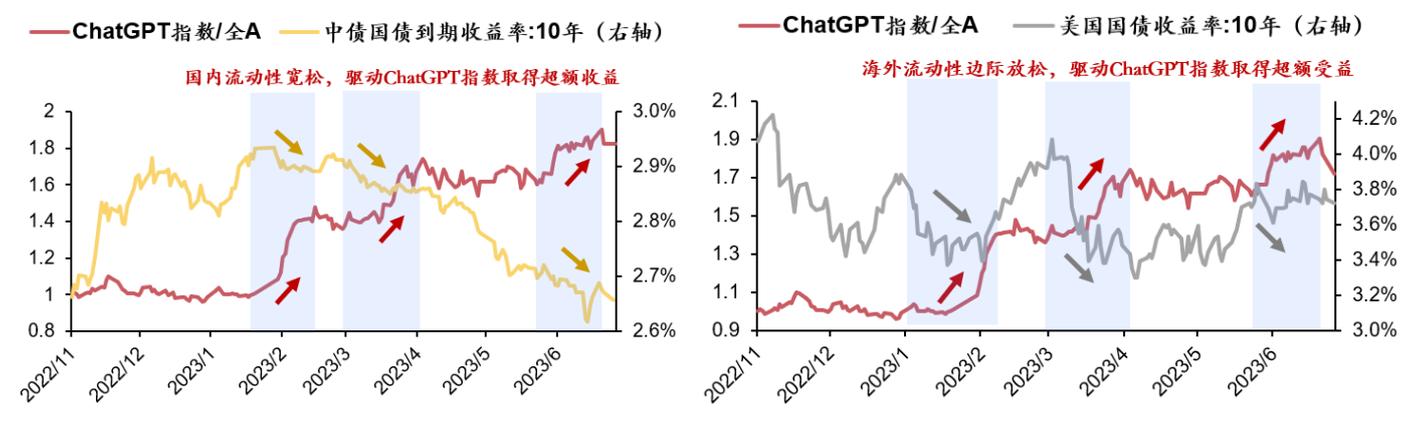


资料来源: 方正证券研究所

国内流动性宽松 & 海外流动性边际放松,是23H1AI行情的主要推手之一。23年1月以来,国内流动性宽松与ChatGPT指数取得超额收益显著相关。23年3月以来,10年期美债收益率震荡回落,驱动ChatGPT指数上涨。

图表39:23年1月以来,国内流动性宽松,驱动ChatGPT指数取得超额收益

图表40:海外流动性边际放松也对ChatGPT指数起到推动作用

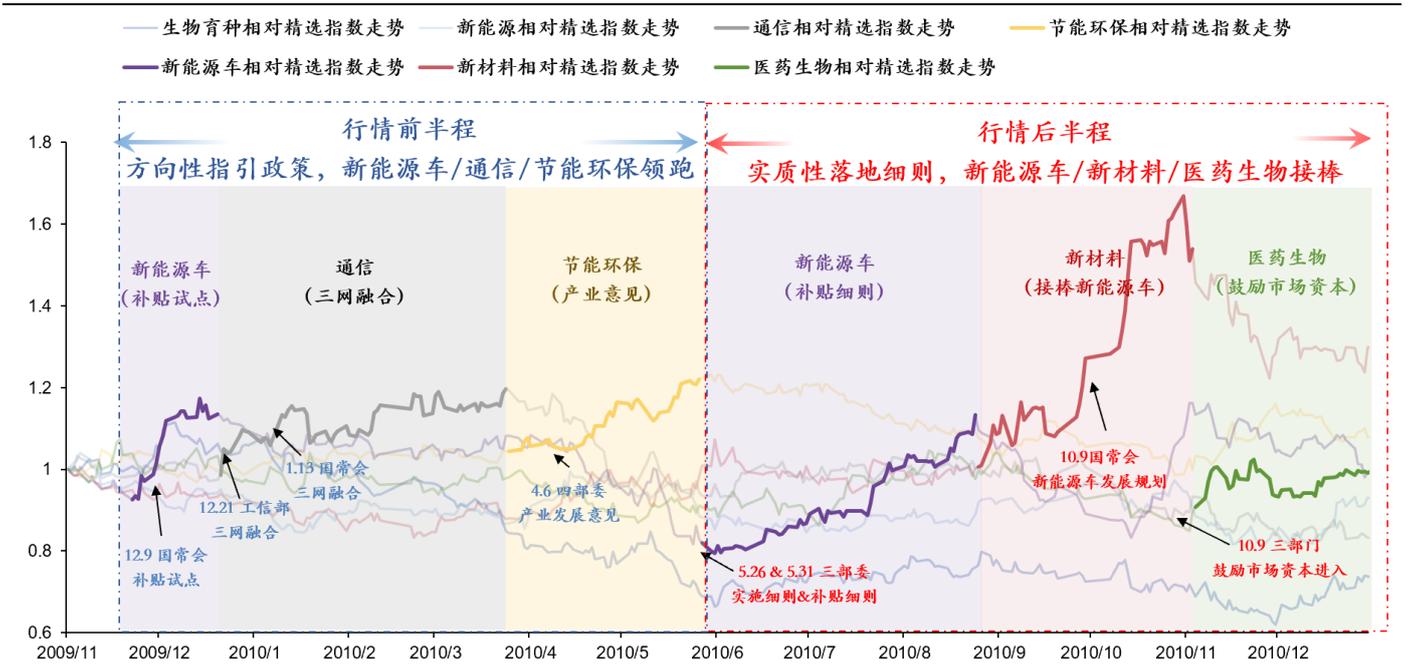


资料来源: Wind, 方正证券研究所

资料来源: Wind, 方正证券研究所

“7大战略新兴产业”的结构轮动:从“方向性指引政策”到“实质性落地细则”。
10H1“方向性指引政策”带来新能源车、通信和节能环保领跑;10H2“实质性落地细则”带来新能源车、新材料和医药生物接棒。

图表41:复盘2010年“七大战略新兴产业”行业轮动



资料来源: Wind, 国家政府网等, 方正证券研究所

预计 23H2 大规模算力基建“实质性落地细则”, 将驱动算力基建结构性行情。
23H1 数字经济 AI 主要体现在“政策/产业预期”驱动的 AI+主题行情领跑。我们推测 AI 算力基建投资将需要大几十万亿的资金投入, 具体测算过程如下:

初步测算如需实现 AI 的大规模软件端覆盖, 需要数十万亿量级的“算力基建”投资。AI 的终局大概率将是软件、硬件端的全面赋能, 我们判断: 过程中将经历如下四个场景阶段——

- 1、AI 的软件端全面赋能（保守估计现存国内软件计算需求量级约 80 谷歌）；
- 2、软件端实现 AI 集成化统一管理（万物互联）；
- 3、AI 赋能硬件（万物智能）；
- 4、硬件端实现集成化统一管理（智慧城市）。

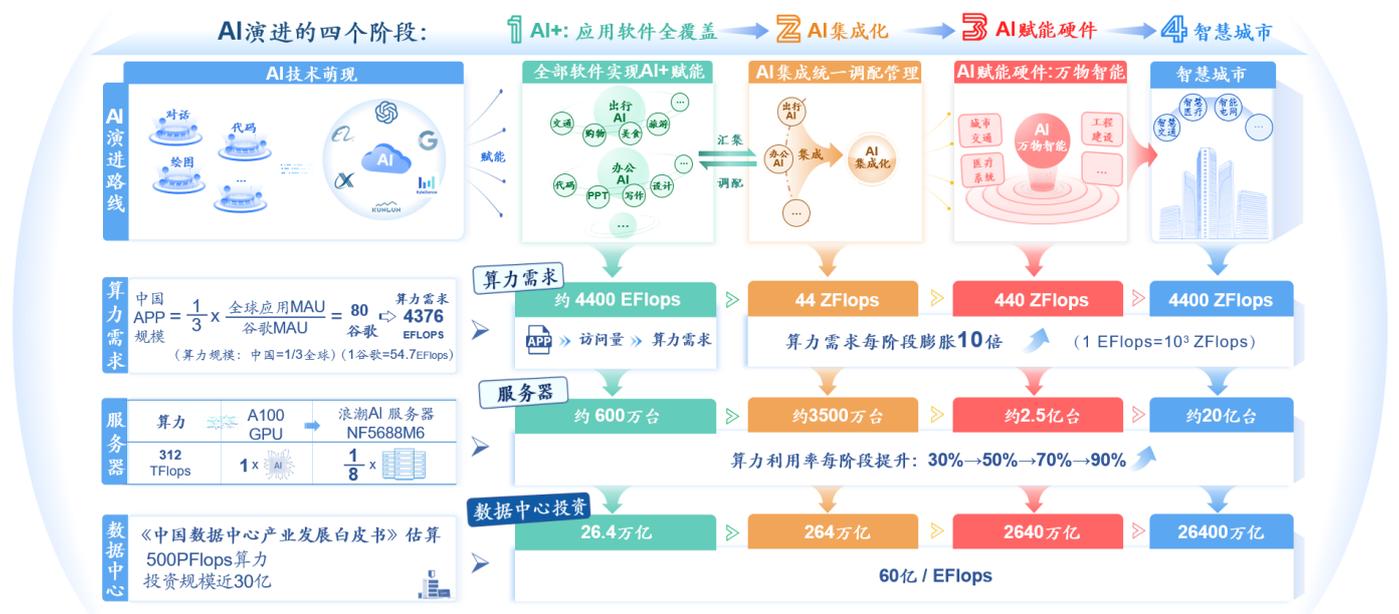
测算的基本假设如下——

- 1、算力需求：第一阶段假设国内软件端实现 AI 应用全覆盖，保守估计目前国内的软件端点击量约为全球的三分之一，所需算力规模测算约为 4376 EFLOPS。保守估计此后的每一个阶段的实现所需算力需求增加 10 倍；
- 2、以目前浪潮 NF5699M6 服务器为例，单台服务器安装 8 颗 A100 芯片，单颗 A100 芯片算力约为 312 TFLOPS；
- 3、根据《中国数据中心产业发展白皮书》估算：建设 500 PFLOPS 算力的数据中心投资约为 30 亿。

测算过程如下图所示，结果显示仅实现 AI 在软件端的覆盖，就需要至少 20 万亿级别的投资规模。我们理解此间假设条件宽泛，很难真正量化“算力基建”所需的真实投资规模，但测算的结果显示，即便我们采取相对谨慎的计算方式，所需的算力投资量级仍是数十亿量级。因此目前阶段，AI 的应用距离 2013-2015 年的移动互联网软件的蓬勃发展，仍然有相当长的路要走。

预计 23H2 国家数据局可能会出台算力基建相关的政策指引/细则，有望驱动算力基建行情接棒。

图表42: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算



资料来源: ahrefs.com, 中国算力发展指数白皮书(2022年), similarweb, IDC, 信通院, 中国数据中心产业发展白皮书 (2023年) 等, 方正证券研究所

3.4 高端制造“补完计划”：打好关键核心技术攻坚战

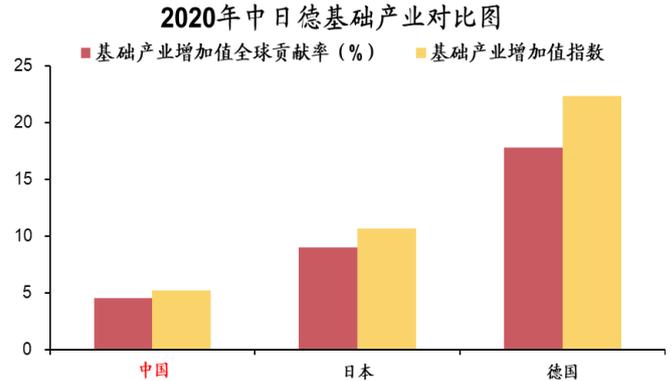
中国基础工业增加值的全球占比明显偏低，约束我们工业体系的“内循环”安全。根据中国工程院《2021 中国制造强国发展指数报告》，中国基础产业增加值占全球比重自 2015 年起连续四年下降。2020 年回升至 6.19%，仍不足美国、德国等发达国家同期水平的二分之一，年均降幅甚至高于后发制造大国。

图表43: 我国基础工业增加值占比仅 6.19%



资料来源：《2021 中国制造强国发展指数报告》，方正证券研究所

图表44: 中国基础产业明显落后于其他发达国家



资料来源：《2021 中国制造强国发展指数报告》，方正证券研究所

23 年以来，高端制造产业实质性政策陆续落地。中央对发展先进制造业集群、推动产业转型升级做出强调，对机器人产业提出明确要求；成都、天津等多地地方政府对高端制造重点项目给予资金补贴等实质性支持。

图表45:23年以来,高端制造产业实质性政策陆续落地

发布日期	发文部门	文件名称	内容
2023/6/15	上海市人民政府办公厅	《上海市推动制造业高质量发展三年行动计划(2023-2025年)》	到2025年,工业增加值超过1.3万亿元,占地区生产总值比重达25%以上,工业投资年均增长5%,制造业支撑全市经济发展的功能地位显著增强,高端制造引领功能大幅提升,工业战略性新兴产业产值占规模以上工业总产值比重达45%,工业劳动生产率超过50万元/人,三大先导产业总规模达1.8万亿元。
2023/5/11	国资委党委	国资委党委扩大会议	指导推动中央企业加大在新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机等战略性新兴产业布局力度,推动传统产业数字化、智能化、绿色化转型升级,引领带动我国产业体系加快向产业链、价值链高端迈进。
2023/5/5	国务院常务委员会	《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,促进技术创新和转化应用,推动 高端化、智能化、绿色化转型 。
2023/5/1	山东省工业和信息化厅等5部门	《山东省制造业创新能力提升三年行动计划(2023—2025年)》	强化产业基础技术攻关。实施产业基础再造工程,编制产业基础创新发展目录,加快突破 工业母机、关键原材料、机器人、光电子、高端软件等核心领域 ,精准补齐基础零部件、基础元器件、基础材料、基础软件、基础工艺等“五基”短板。
2023/4/18	天津市人民政府办公厅	《天津市推动制造业高质量发展若干政策措施》	支持工业企业高质量投资,对 补足重点产业关键环节短板项目、工业技术改造投资项目、五基领域突破 等项目提供资金补助。对 新材料、高端装备 等领域加强专属政策支持。
2023/3/27	成都市人民政府	《成都市支持制造业高质量发展若干政策措施》	培育先进制造业集群,引育产业链重点企业,对 产业链支撑性龙头项目、关键性配套项目 给予资金补助,对特别重大的产业项目,按“一事一议”原则给予固定资产投资补贴、贷款贴息、贡献奖励、股权投资等综合支持。
2023/3/16	国务院国资委党委	《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》	更大力度布局前瞻性战略性新兴产业。加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度,在 集成电路、工业母机等领域加快补短板强弱项 ,促进支撑国家算力的相关产业发展,推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级。
2023/3/5	国务院、全国人民代表大会	《第十四届全国人民代表大会第一次会议政府工作报告》	推动产业向中高端迈进。把制造业作为发展实体经济的重点,促进工业经济平稳运行,保持制造业比重基本稳定。 推动高端装备、生物医药、光电子信息、新能源汽车、光伏、风电等新兴产业加快发展 。
2023/1/18	工业和信息化部等十七部门	《“机器人+”应用行动实施方案》	培育机器人发展和应用生态,增强自主品牌机器人市场竞争力,推进我国机器人产业自立自强: 到2025年,制造业机器人密度较2020年实现翻番;打造一批“机器人+”应用标杆企业 。

资料来源:国务院,山东省工业和信息化厅,上海市人民政府办公厅等,方正证券研究所

视角一:“卡脖子”领域,看美国所列的“关键和新兴技术清单”。2022年2月美国发布新版“关键和新兴技术清单”,限制美企向中国等国出售人工智能、半导体、电动车、航空航天等19项技术。

图表46:美国 2022 年版“关键和新兴技术清单”

关键及新兴技术 (英文)	关键及新兴技术 (中文)	关键技术内容
Advanced Computing	先进计算	超级计算、边缘计算、云计算、数据存储、计算架构、数据处理和分析技术
Advanced Engineering Materials	先进工程材料	设计材料和材料基因组学；具有新特性的材料；对现有性能进行重大改进的材料；材料性能表征和生命周期评估
Advanced Gas Turbine Engine Technologies	先进的燃气轮机技术	航空航天、海事和工业开发与生产技术；全权限数字发动机控制、热段制造和相关技术
Advanced Manufacturing	先进制造	增材制造；清洁、可持续的制造；智能制造；纳米制造
Advanced and Networked Sensing and Signature Management	先进网络感知和特征管理	有效载荷、传感器和仪器；传感器处理和数据融合；自适应光学；地球遥感等
Advanced Nuclear Energy Technologies	先进的核能技术	核能系统；聚变能；空间核动力和推进系统
Artificial Intelligence	人工智能	机器学习；深度学习；强化学习；感官感知和识别；下一代人工智能；规划、推理和决策；安全和/或安全人工智能
Autonomous Systems and Robotics	自主系统与机器人	地面；航空；海洋；空间
Biotechnologies	生物技术	核酸和蛋白质合成；基因组和蛋白质工程，包括设计工具；多组学和其他生物计量学、生物信息学等
Communication and Networking Technologies	通信和网络技术	射频 (RF) 和混合信号电路、天线、滤波器和组件；频谱管理技术；下一代无线网络，包括 5G 和 6G 等
Directed Energy	定向能技术	激光；高功率微波；粒子束
Financial Technologies	金融科技	分布式账本技术；数字资产；数字支付技术；数字身份基础设施
Human-Machine Interfaces	人机界面技术	增强现实；虚拟现实；脑-机接口；人机合作
Hypersonics	超高音速	推进力；空气动力学和控制；材料；检测、跟踪和表征；防御
Networked Sensors and Sensing	网络传感器和传感技术	无线传感技术
Quantum information Technologies	量子信息技术	量子计算；量子器件的材料、同位素和制造技术；后量子加密；量子传感；量子网络
Renewable Energy Generation and Storage	可再生能源的生产和存储	可再生能源发电；可再生和可持续燃料；储能；电动和混合动力发动机；电池；网络集成技术；能源效率技术
Semiconductors and Microelectronics	半导体和微电子	设计和电子设计自动化工具；制造工艺技术和制造设备；超越互补金属氧化物半导体 (CMOS) 技术；异构集成和高级封装等
Space Technologies and Systems	空间技术与系统	在轨服务、组装和制造；商品化卫星巴士；低成本运载火箭；用于局部和广域成像的传感器；太空推进等

资料来源：美国政府网，方正证券研究所

视角二：政策支持方向，看“链长制”政策频繁提及的产业链。在明确发布“链长制”政策的 12 省市中，智能装备、新材料、电子与信息技术等产业被提及的频次最高。我们对相关产业链所涉及的技术和各产业链的头部企业（有较大概率成为各产业链链主）的企业进行了梳理，结果如下表所示。

图表47：“链长制”涉及行业与对应的核心企业

产业链名称	频次	省份、自治区、直辖市	产业链核心行业	链主&核心企业
智能装备产业链	28	浙江、山东等11省	数控机床	海天精工、豪迈科技、科德数控、纽威数控、创世纪、华东重机、拓斯达
			先进轨道交通装备	交建股份、永贵电器、华铁股份
先进材料/新材料产业链	27	湖南、广东、浙江等10省	新能源材料	万华化学、中国化学、光威复材、金瑞科技、仕净科技、回天新材、天赐材料
			碳基新材料	中国巨石、金博股份、天宜上佳、吉林碳谷
			增材制造	华曙高科、铂力特
汽车产业链/新能源汽车产业链	25	黑龙江、江西等11省	新能源汽车关键零部件	隆盛科技、莱克电气
			重卡	宁德时代、中国重汽、潍柴动力
电子与信息技术产业链	21	江西、山东等9省	信息安全	云涌科技、卫士通
			网络通讯	卓翼科技、星网锐捷、富士达、中兴通讯、沪电股份
			车联网	广和通、万马科技、万通智控
			5G	中国电信、中兴通讯、中国联通、中国移动、美格智能、移远通信
			光伏产业链	星帅尔、凯德石英、隆基股份、奥来德、金晶科技
生物医药产业链	16	浙江、天津、山西等10省	中成药&民族药	千金药业、立方制药、太极集团、中新药业、云南白药、康恩贝
			化学药	博腾股份、康弘药业、博瑞医药、正海生物、康缘药业、天士力
			医疗器械	美好医疗、鼎智科技、迈瑞医疗、复星医药、三星医疗、康众医疗
集成电路产业链	8	浙江、广东等5省	集成电路	紫光国微、纳思达、中芯国际、恒玄科技、华大九天、寒武纪
			半导体	江丰电子、芯原股份、北方华创、菲利华
食品饮料产业链	8	浙江、广东等7省	水饮料	东鹏饮料、李子园、均瑶健康
			玉米	登海种业、隆平高科
			蔗糖加工	金禾实业
			粮油加工产业	中粮科工、金龙鱼
现代纺织产业链	7	浙江、江西、湖北、广东4省	纺织服装	海澜之家、太平鸟、罗莱生活
			现代轻工纺织	中国海诚、中顺洁柔
家具家电产业链	7	浙江、广西、广东3省	现代家电	小熊电器、苏泊尔、海信家电、九阳股份
			木门产业	江山欧派
			智能家居	好太太、萤石网络、凯迪股份
化工产业链	6	黑龙江、山东等4省	石油化工	中国石化、万华化学、宝丰能源
			高端化工	万华化学、荣盛石化
			现代化工	鲁西化工、森源电气
			绿色化工	东华能源、华鲁恒升
航空航天产业链	4	湖北、湖南等7省	-	海康威视、中复神鹰、海格通信、洪都航空、航发动力、三角防务、中航机电
节能环保产业链	3	山西、河南、湖北3省	-	中材国际、腾龙股份、亿利达、华光股份
人工智能产业链	3	河南、湖北、湖南3省	人工智能	科大讯飞、浪潮信息、海康威视、大华股份
			传感器	灿锐科技、四方光电、睿创微纳、奥比中光
文化旅游产业链	2	江西、山东2省	-	清园股份、华侨城A、中青旅

资料来源：前瞻产业研究院，方正证券研究所

视角三：产业技术周期，看近期有望取得突破的技术。中国工程院《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2019）》，预计在 2025 年取得突破的基础科学相关技术集中在：**高档数控机床与基础制造装备、智能制造核心信息设备、新材料等领域。**

我们进一步梳理了上述领域中有望在 2025 年取得突破的细分技术，并对各细分技术相关的上市公司进行了梳理，如下表所示。

图表48:2025年有望实现突破的技术（基础科学）及相关上市公司

2025年有望实现突破的技术及相关上市公司				
领域	技术/产品类别	技术/产品名称	预计25年进度	行业代表公司
高档数控机床与基础制造装备	高档数控机床制造母机	精密数控磨床、精密坐标镗床等	研制	纽威数控、海天精工、科德数控、拓斯达、豪迈科技、华东重机、创世纪
	增材制造装备	无机砂型 3D 打印装备	研制	铂力特
		高纯净金属粉材制备装备	研制	铂科新材
	高档数控系统	高性能智能型数控系统、开放型数控系统	研发	华中数控、科德数控、广州数控
	高性能功能部件	超高速、大功率电主轴	研制	昊志机电、轴研科技、科隆电机、阳光精机
		高精度光栅尺及制造装备	研制	奥普光电
		10kW 以上激光器	研制	光韵达
	关键材料	高纯净、高均质轴承钢材料	研制	广大特材
高纯净金属 3D 打印粉末		研制	有研粉材	
智能制造核心信息设备	智能制造基础通信设备	工业数据采集设备 RTU	研制	
		500M 以上的高速工业无线路由器 / 中继器	应用&量产	移为通信、映翰通
		NFC、NBloT、LoRa 设备	应用&量产	汇顶科技、和达科技、盛路通信、润欣科技
	智能制造控制系统	可编程控制系统 (PLC)	应用	汇川技术、信捷电气
		各类自主机系统、数据采集与监视系统 SCADA	应用	力控科技、亚控科技
	高可靠、防侵入分散性控制系统 (DCS)	大量应用	科远智慧、中控技术	
新材料	先进基础材料	420-460MPa 级可大线能量焊接厚板、R6 级大规格锚链钢	研发	楚江新材
		船体结构用耐低温钢、货油舱用耐蚀钢、集装箱船用高止裂钢	研发	广大特材
		宽度 600mm 以上高纯无氧铜压延铜箔自等配套材料	研发	道森股份、海亮股份
		超长纤维和非植物纤维的分散、混合、成形和干燥技术	研发	家联科技
	关键战略材料	高端碳纤维品种工程化制备技术	研发	光威复材、中复神鹰、吉林碳谷、中国巨石
		新结构、柔性 Si 基太阳能电池、柔性 GaAs 基太阳能电池技术	研发	金瑞科技、仕净科技、回天新材
		2 英寸金刚石、氧化镓等单晶生长、加工和器件制造	研发	赢谷股份
		开发出新型高性能稀土功能材料并获得产业化应用，相关材料涉及：稀土	研发	华宏科技、广冕有色

	催化材料、稀土储氢材料、高纯稀土金属等		
	攻克极端尺寸人工晶体制备、加工和镀膜技术	研发	爱博医疗
	掌握柔性显示技术。65英寸以上、8K、可卷绕式印刷OLED技术，全彩色Micro-LED技术等	研发	聚灿光电、新益昌
	海洋工程用超级奥氏体不锈钢、超级沉淀硬化不锈钢、超级双相不锈钢、高强奥氏体无磁不锈钢及其工程化制备技术	研发	亨通光电、中天科技
	航空发动机用变形高温合金三联冶炼及敏拔开坯技术、750°及以上温度机匣多用铸造合金及大尺寸复杂机匣精密铸造技术	研发	航发动力、三角防务
	全光谱照明及超高色域液晶显示用高性能荧光粉及其制备技术	研发	阳光照明
	6英寸SiC、4英寸GaN单晶衬底及外延材料制备与产业化应用	研发&应用	晶盛机电
	单晶叶片和粉末涡轮满足型号研制批量生产	量产	炼石有色
	生物基材料	量产	华恒生物、卓越新能
前沿新材料	高品质石墨烯核心原材料制备技术与应用技术、实现石墨烯制备与检测装备	研发	贝特瑞、道氏技术、二维碳素

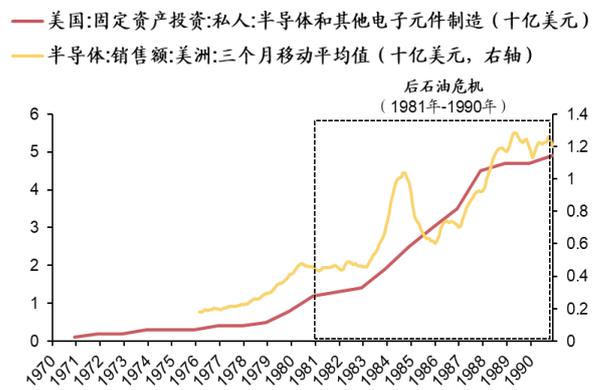
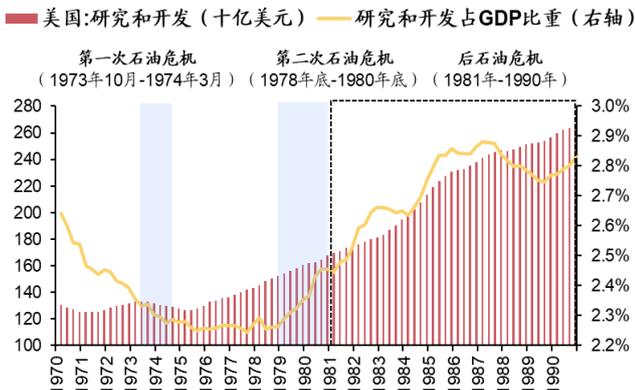
资料来源：《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2019）》，方正证券研究所

借鉴苏联经验：前沿科技的探索对国家安全同样重要。80年代美苏的科技代差，是“苏攻美守”局势反转的根本原因之一。1970s“苏攻美守”，苏联战后对基础工业的“补完计划”，相对美国逐步获取优势。但80年代开始，以美国半导体行业为代表的“科技大爆炸”，使美国对苏联逐步形成“碾压”。

目前，我国在前沿科技方面较海外发达国家仍有明显差距。为了防止“科技大爆炸”导致的科技代差，**大国博弈&大安全主线需兼顾基础工业和前沿科技探索**。数字经济AI作为技术迭代最快的领域之一，将带动生产力大幅提高，是前沿科技的重点发力产业。

图表49:1980年后美国R&D占GDP比重快速增加

图表50:80年代美国半导体投资快速增加，同时半导体需求大幅扩张



资料来源：Wind，方正证券研究所

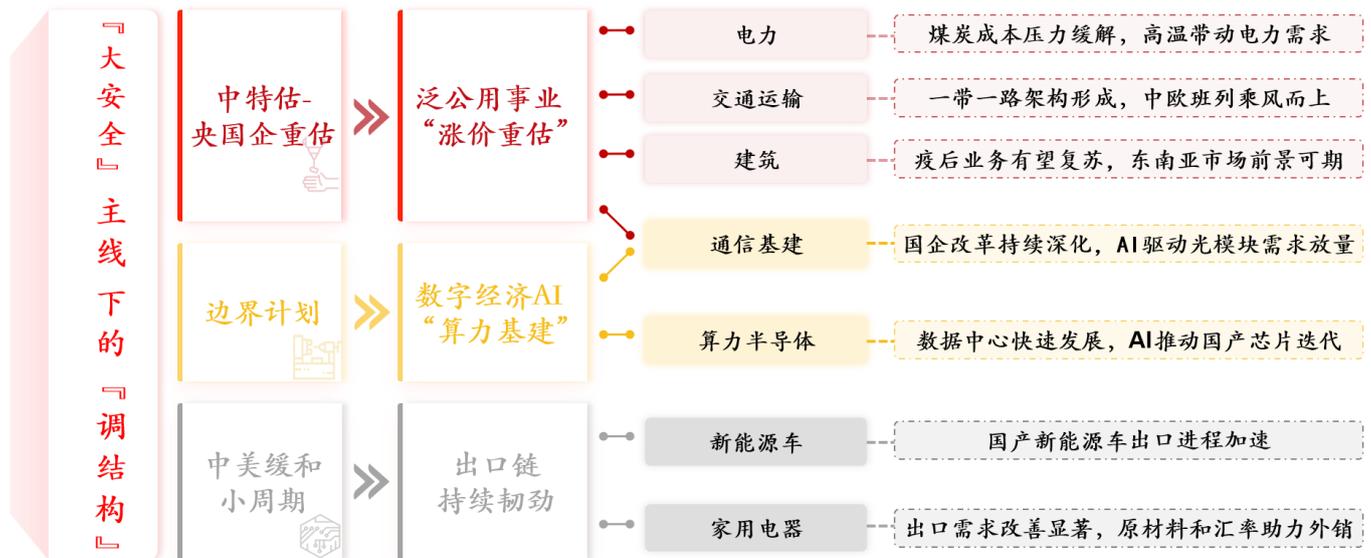
资料来源：Wind，方正证券研究所

4 行业配置：中特估+算力基建+新能源车

4.1 行业配置：聚焦“大安全”主线下“调结构”带来的投资机会

聚焦“调结构-大安全”&中美“缓和小周期”的投资机会。(1) 政策落地（并购重组）阶段，“央国企重估”将迎来新一轮主线行情。(2) 流动性宽松和产业政策双重加持下的数字经济 AI“算力基建”。(3) 中美缓和小周期叠加人民币贬值，出口链韧劲的汽车和家电。

图表51:行业配置：行业配置：聚焦“调结构-大安全”&中美“缓和小周期”的投资机会



资料来源：方正证券研究所

4.2 “涨价重估”新行情：电力、通信、交运、建筑行业步入景气周期

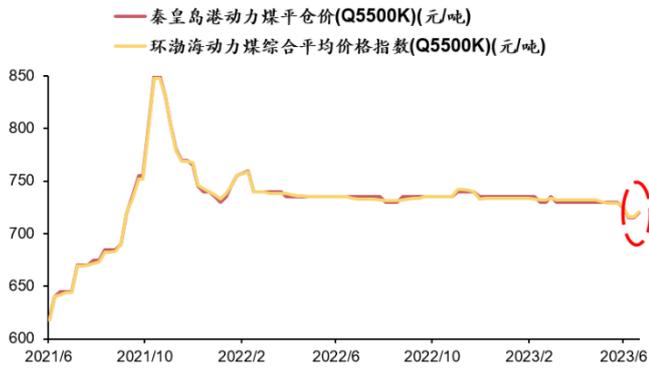
央国企并购重组加快，是供给出清实现“涨价重估”的信号，有望开启新一轮“央国企重估”主线行情。电力、通信、交运、建筑有行业逻辑支撑，景气程度高，在央国企重估行情中更有机会获益。

(1) 电力：煤炭成本压力缓解，高温带动用电需求

生产稳定和进口恢复使得电力成本端煤炭价格下跌。截至6月21日秦皇岛港动力煤平仓价、环渤海动力煤综合平均价格指数为720元/吨、721元/吨，较2023年初分别下跌15元/吨、13元/吨。火电企业成本端的压力相较于去年有明显改善。

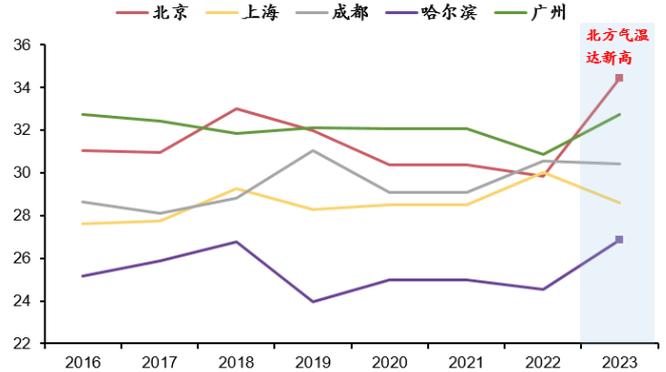
厄尔尼诺现象诱发北方高温，电力需求抬升。东北、华北6月最高气温均值均上移，高温天气的强度持续，其中北京近日最高气温高达41度，6月以来最高气温均值达34.3℃，创2017年以来的新高位。夏季高温或将持续，带动用电需求进一步提高。

图表52:6月以来煤炭价格小幅下降



资料来源: 秦皇岛煤炭网, 方正证券研究所

图表53:部分城市各年6月平均最高气温



资料来源: Wind, 方正证券研究所

(2) 通信: 国企改革持续深化价值修复, AI 驱动光模块需求放量

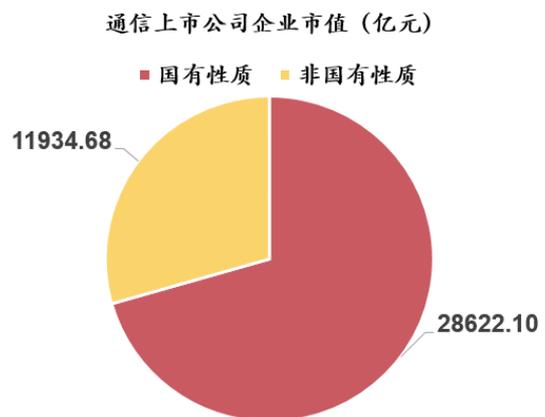
政策深化国企改革, 重视国企的通信地位。政策指引为“中特估”探索提供方向。加快国有企业战略性新兴产业布局、推动国企市场估值回归合理水平的相关通知与方案指引接踵而来。“中特估”相关标的有望在制度改革持续深化, 相关政策持续供给的背景下实现估值修复。国有企业在通信板块内占据重要地位。17 家国有企业占据申万通信板块 129 家企业, 数量的 13.18%, 总市值规模的 70.6%, 上市通信企业市值主要集聚在国有性质企业中, 国有上市通信企业具备规模庞大的特征。

图表54: “中特估”建设逐步获得系统性指引

时间	部门	会议	主要内容
2023年3月	国资委	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	央企要以上市公司为平台开展并购重组, 助力提高核心竞争力、增强核心功能
2023年3月	国资委	党委扩大会议	瞄准国有企业功能定位持续深化改革, 进一步优化国有经济布局, 大力发展实体经济, 发展战略性新兴产业, 遵循市场经济规律和企业发展规律, 推进战略性重组和专业化整合, 助力现代产业体系建设
2023年3月	国资委	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	突出效益效率, 加快转变发展方式, 聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标, 有针对性地抓好提质增效稳增长, 切实提高资产回报率; 突出创新驱动, 提升基础研发能力
2023年2月	国资委	《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》	要持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中, 深入推进战略性重组和专业化整合。
2023年1月	国资委	中央企业负责人会议	提出2023年中央企业考核指标为“一利五率”, 目标为“一增一稳四提升”。用净资产收益率替换净利润指标, 用营业现金比率替换营业收入利润率指标, 对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视
2022年12月	上交所	《中央企业综合服务三年行动计划》	一是服务推动央企估值回归合理水平; 二是服务助推央企进行专业化整合; 三是服务完善中国特色现代企业制度
2022年5月	国资委	国企改革三年行动推进会议	建立退进有序的国有资本动态调整机制, 进一步加强对国有资本运营的监管。围绕促进高水平科技自立自强, 加快提升企业自主创新能力和, 着力突破一批关键核心技术, 推动国有企业转型升级创新发展

资料来源: 国资委, 上交所, 方正证券研究所

图表55: 国有性质通信上市公司占比高

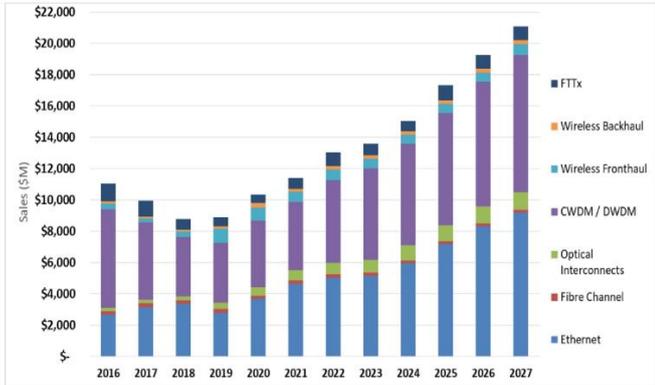


资料来源: Wind, 方正证券研究所

GPU 迭代抬升光模块需求, 国内供应厂商优势明显。GPU 对光模块需求与日俱增。根据英伟达 H100 superpod 网络白皮书, 在 127 个服务器节点的网络中, 平均每块 GPU 需要配置 2 个 800G 光模块加 0.64 个 400G 光模块, 在实际部署当中, 网络规模的部署或需要三层交换机, 光模块用量更多。而且在最新发布的英伟达 GH200 超算中, 当节点数为 256 个以内时, 平均每个 GPU 需要 9 个光模块。国内光模块供应商有望持续扩大份额。根据榜单, 中国光模块厂商 2010 年仅有武汉电信器件入围; 2016 年, 海信宽带、光迅科技两家入围; 2018 年, 依然只有海信宽带、光迅科技两家入围。2022 年, 旭创科技、

华为、光迅科技、海信宽带、新易盛、华工正源、索尔思光电入围。在 800G/1.6T 技术方面，国产厂商也都有深度布局，未来有望持续受益 800G 光模块需求的放量。

图表56:全球光模块市场规模及预测



资料来源: lightcounting, 方正证券研究所注: 2023-2027 为预测数据

图表57:2022 年国内厂商占据 7 席

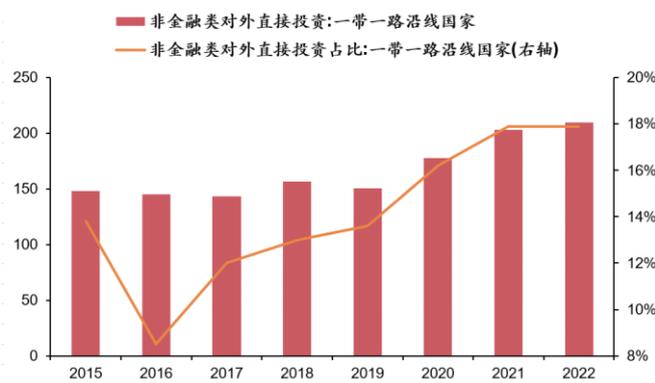
全球光模块供应商排名				
年份	2010	2016	2018	2022
1	菲尼萨	菲尼萨	菲尼萨	旭创科技&Conherent (并列)
2	Opnext	海信宽带	旭创科技	
3	住友集团	光迅科技	海信宽带	思科
4	安华高科技	阿卡思	光迅科技	华为
5	索尔思光电	富顶(安华高科技)	富顶(安华高科技)	光迅科技
6	富士通	奥兰若	Lumentum/奥兰若	海信宽带
7	捷迪讯	旭创科技	阿卡思	新易盛
8	安科	住友集团	英特尔	华工正源
9	武汉电信器件	Lumentum	A0i	英特尔
10	新飞通	索尔思光电	住友集团	索尔思光电

资料来源: lightcounting, 方正证券研究所注: 灰色为国内厂商

(3) 交运: 一带一路架构形成, 中欧班列乘风而上

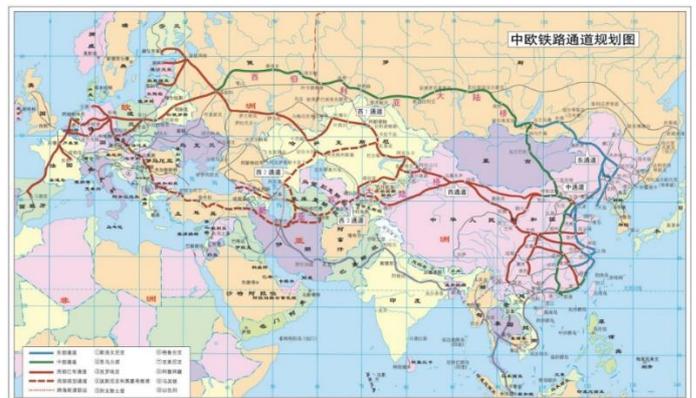
投资力度逐年加大, “六廊六路多国多港” 主要架构定型。2022 年, 我国在“一带一路”沿线国家的非金融类对外投资额为 20.9 亿美元, 占我国全部非金融类对外投资额的 17.9%, 2016 年以来投资额和占比保持上升趋势, 加快定型一带一路交通基建架构。中欧班列放量迅速, 高附加值和强时效性带来比较优势。在运行时效上, 中欧班列国内段最高运行速度可达 1300 公里/天, 境外段达到 1000 公里/天以上; 在运输价格上, 沿线各国铁路均对中欧班列给予运价优惠。相较于传统海运与空运, 中欧班列运输费用约是空运的 1/5, 运输时间约是海运的 1/4。综合考虑高附加值货物的在途时间成本, 中欧班列与传统海铁联运相比可以节约 8%-20% 的综合物流成本, 且受自然环境影响小、稳定性高。

图表58:非金融类对外投资额和占比呈逐年上升趋势



资料来源: 商务部, 方正证券研究所

图表59:中欧铁路通道规划图



资料来源: 国家发改委, 方正证券研究所

(4) 建筑: 疫后业务有望复苏, 东南亚市场前景可期

东南亚基建市场增长潜力大, 有望复制“中国模式”。从中国对外承包工程商会公布的 2023 年“一带一路”国家基础设施发展报告来看, 东南亚及中东地区发展

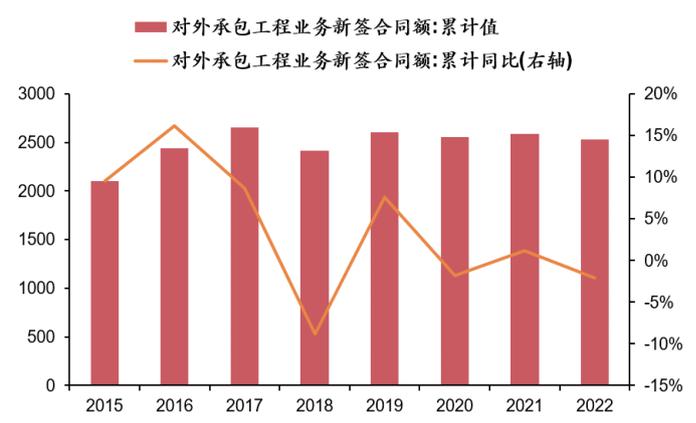
最为强劲，两个地区共计占发展程度排名前十国家的80%，其中前5名分别为印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、沙特阿拉伯、越南，东南亚国家占4名。随着疫后经济恢复，新签合同有望触底反弹。近年来，“一带一路”沿线国家成为了我国对外承包工程的主力军，2022年新签合同金额占同期总额的51%左右。随着疫情的影响逐渐消退以及“一带一路”倡议的继续深化推进，相关的对外工程承包业务将会恢复疫情前的增长态势，给相关的企业带来相应的业务增长，“一带一路”企业的海外订单有望触底反弹迎来高速增长。

图表60: 东南亚国家占据前五名的四席

排名	2023年基础设施发展指数		同比变动	
	国家	得分	得分	排名
1	印度尼西亚	134	+ 3	↔
2	菲律宾	132	+ 3	↔
3	沙特阿拉伯	131	+ 10	↑ 2
4	马来西亚	129	+ 2	↓ 1
5	越南	128	+ 1	↓ 1
6	巴西	127	+ 12	-
7	阿拉伯联合酋长国	124	+ 8	↑ 5
8	埃及	121	+ 4	↑ 2
9	尼日利亚	120	+ 3	↑ 2
10	伊拉克	119	+ 13	↑ 37

资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表61: “一带一路”新签合同有望触底反弹



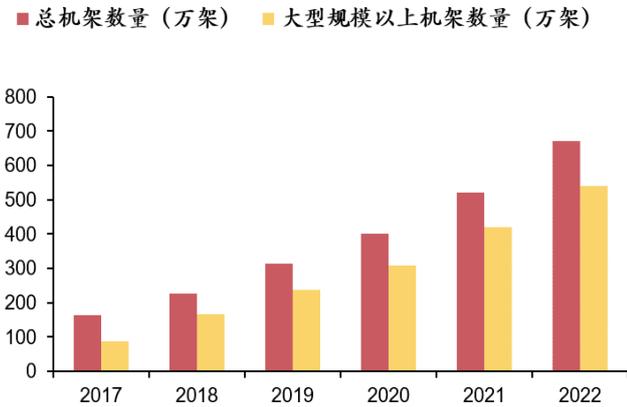
资料来源：Wind，方正证券研究所

4.3 数字经济“算力基建”：场景革命前的“系统搭建”

半导体：数据中心及AI侧重转变，挖掘国产芯片潜力

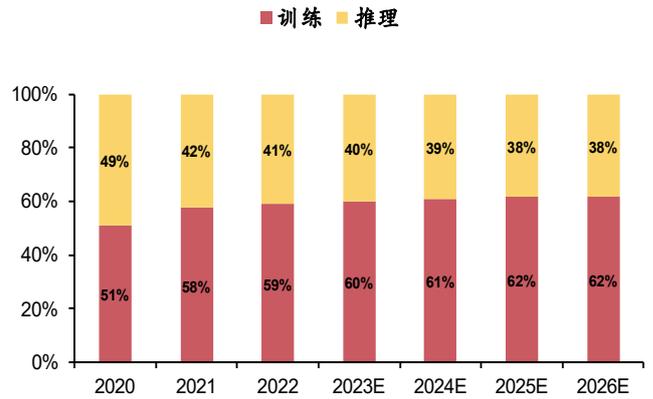
数据中心业务规模高速增长，东数西算工程带来大量需求。据工信部信息通信发展司数据，2017年我国数据中心市场总机架数量166万架，2022年达到670万架，2017-2022E复合增速达32.2%。根据信通院发布的数据中心白皮书，随着我国各地区、各行业数字化转型的深入推进，我国数据中心市场收入将保持增长态势。AI发展的早期阶段以训练能力为核心，在进入应用期后将逐步以推理为核心，未来对推理芯片的需求或将远超对训练芯片的需求。根据IDC预测，2022年中国人工智能服务器工作负载中，用于推理和训练的占比分别为58.5%和42.4%，未来企业将更多地使用人工智能服务器处理推理工作负载。伴随企业人工智能应用成熟度逐步递增，企业将把精力更多从人工智能训练转移到人工智能推理工作负载上。

图表62:我国数据中心机架规模增长迅猛



资料来源:工信部信息通信发展司,信通院,方正证券研究所

图表63:2020-2026年中国人工智能工作负载预测



资料来源:IDC,方正证券研究所

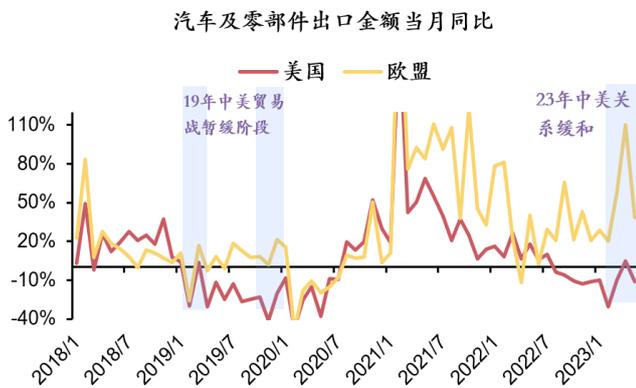
4.4 中美“缓和小周期”:出口链持续韧劲

美国居民消费能力较强,在中美关系“缓和小周期”下,出口链新能源汽车、家电值得关注。

(1) 新能源汽车:出海动能逐年上升,外需转弱格局下优势凸显

新能源车出口韧劲凸显,在外需转弱格局下拉动率显著提升。参考19年中美贸易战暂缓,中美“缓和小周期”有望带动汽车出口回暖。外需转弱格局下,新能源车出口韧劲凸显,对出口的拉动率也逐年攀升——5月国内出口同比增速-0.79%,而新能源车出口金额逆势增长,占比13.89%,拉动出口金额增速0.93%。

图表64:汽车及零部件对欧美出口金额当月同比



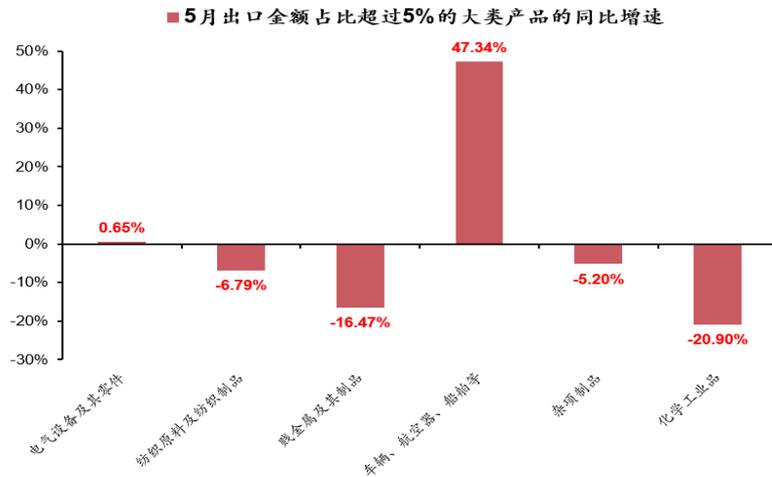
资料来源:Wind,方正证券研究所

图表65:新能源车出口占比及对出口的拉动攀升



资料来源:Wind,方正证券研究所

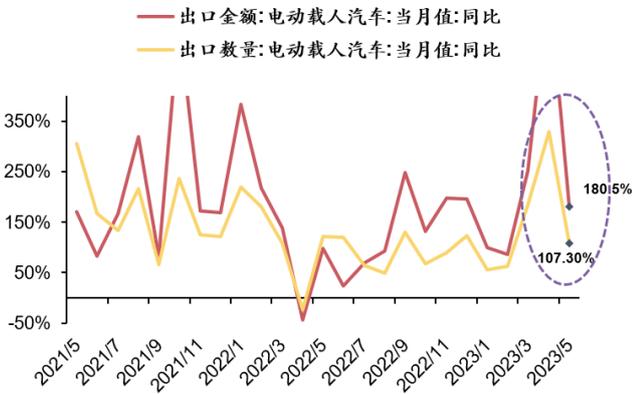
图表66:汽车产品5月出口金额同比增速领先



资料来源: Wind, 方正证券研究所

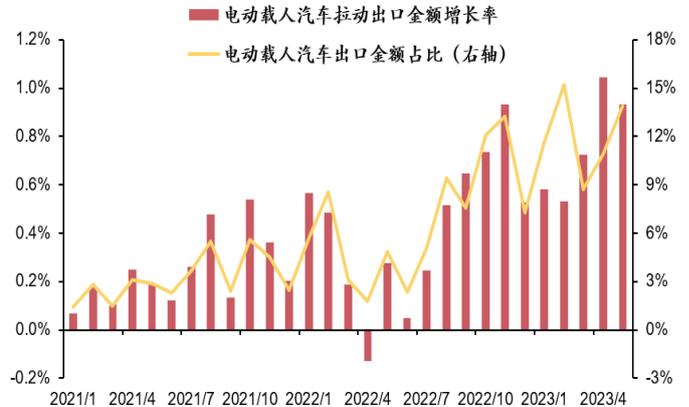
新能源出口“量价齐升”，带动产业链向“高端化”转型。近年来，新能源车出口“量价齐升”，逐步从“高性价比”标签转向“高端化”标签——新能源车出口数量和金额同比增速维持高位，单车价值量攀升。而新能源车链中，发动机出口增速显著，底盘、锂电池出口增速长期维持相对高位，产业链壁垒带来的出口韧劲愈发凸显。

图表67:新能源车出口金额与数量当月同比



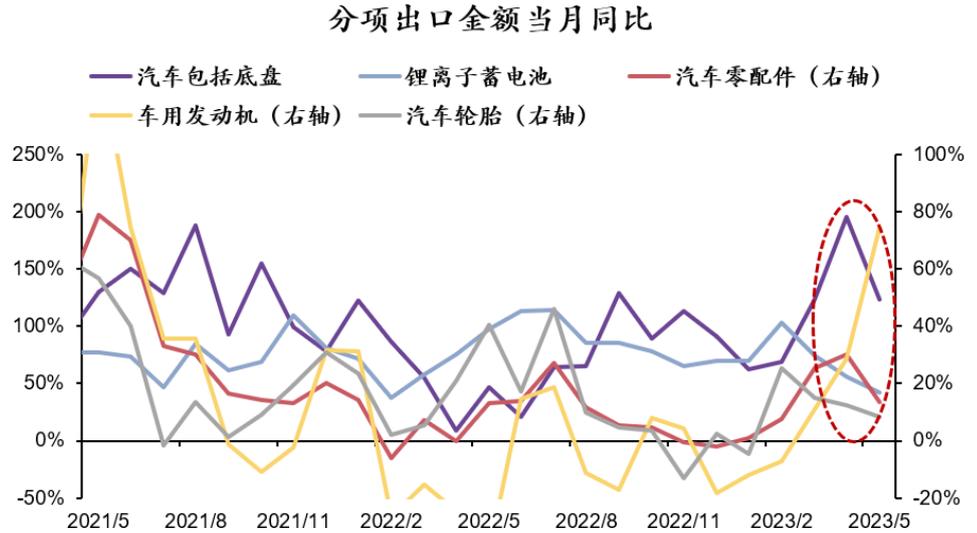
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表68:新能源车量价走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表69:新能源车分项出口金额当月同比

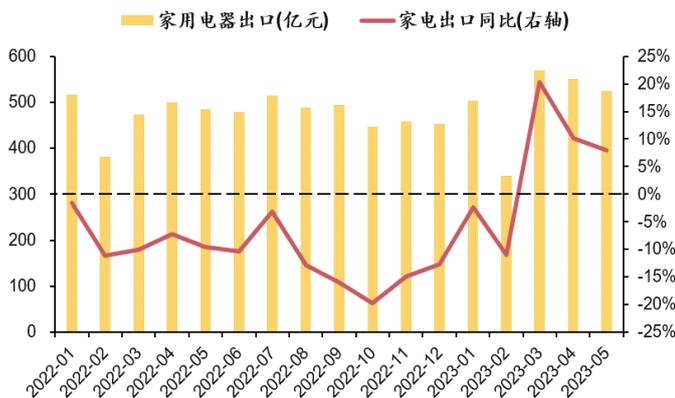


资料来源: Wind, 方正证券研究所

(2) 家用电器: 出口改善趋势清晰, 原材料和汇率助力外销

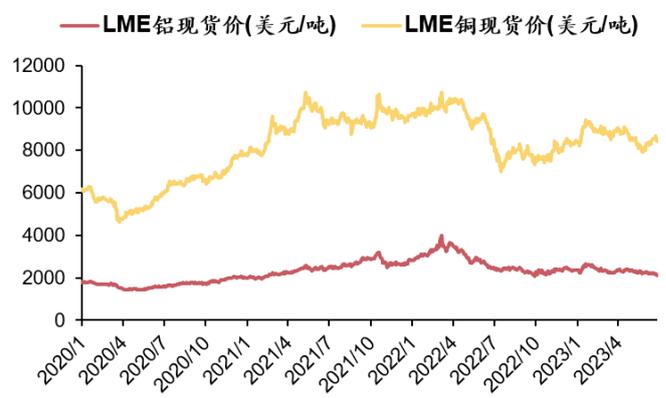
海外家电去库存尾声, 家电类出口改善显著。根据海关总署发布的数据, 5月我国家电出口额达到 523.7 亿元, 连续 3 个月实现正增长, 延续改善态势。22 年外销弱主要受海外去库存影响, 如今去库存进入尾声, 外销有望迎来拐点。
原材料下跌和人民币贬值推动成本端压力缓解。截止 6 月 26 日, 金属材料铝、铜等价格结束自 2020 年以来持续上涨态势, 一度成本端承压, 但铝、铜价格分别自 22 年 3 月底高位 3503、10337 美元/吨回落至 2116、8437 美元/吨, 降幅达 39.6%、18.4%。原材料价格降低, 有利于家电企业降低成本。同时人民币汇率自 4 月以来持续贬值, 可带来汇兑收益。

图表70: 家电出口金额连续三个月正增长



资料来源: 海关总署, 方正证券研究所

图表71: 铝、铜价格下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

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