



2023年12月06日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

美债压力改善利好权益市场

——资产配置与比较月报（2023年12月）

投资要点

- **美债收益率回落，汇率压力减轻。**海外来看，10月美国通胀继续放缓，核心通胀走低，就业继续退烧，11月Markit制造业PMI不及预期，12月不加息已是大概率事件。降息预期提前抢跑，导致美债收益率高位回落，美元同步下行，11月单月离岸人民币单月升值2.70%。
- **11月经济数据同比有望走高，关注12月重要会议。**10月经济数据多数回踩，季节性回落以及部分需求提前集中释放的影响因素较大，11月经济数据在低基数下同比有望走高，但环比动能可能仍不强。货币政策加强与财政政策协同意味着小步伐降准仍有空间，此外结构性工具或进一步充实。关注12月中下旬中央经济工作会议释放更多积极信号。
- **地产政策可能会加力，地方政府化债继续推进。**11月30城销售面积与2022年同期相比-15.2%。央行、金监局、证监会三部门联合召开金融机构座谈会，再次强调一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，强调“三支箭”融资支持。近期多家国有大行召开房企座谈会，后续政策上或仍有加码可能，提振市场信心，一方面是对房企融资端的支持，另一方面需求端尤其一线城市政策有望进一步落实。前10月地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%。近期，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大。截至11月30日，据Wind数据不完全统计，全国共有27个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，已发行规模13657亿元。
- **贵金属仍具备配置价值。**市场交易美联储降息预期，黄金创历史新高后有所回落，地缘政治局势不稳定，当前位置利多因素仍可能支撑金价偏强运行。原油维持弱势震荡，虽整体需求不强，但底部有OPEC+减产支撑，关注普京访问沙特和阿联酋带来的深远影响。农产品方面，尤其是猪肉即将迎来消费旺季，一号文件发布在即，可提前布局相应周期板块。工业品方面，PPI降幅再次扩大，实际补库仍需等待，商品走势仍有分化，上游价格可能相对偏强。
- **配置主线。**三季报后接近5个月的业绩真空期，短期业绩较难证伪，分母端或主导权益定价。虽然2010年以来历年12月大盘风格跑赢小盘的概率在7成以上，但目前小盘/大盘PE分位数水平仅有40%左右，另一方面美债收益率回落，对利率相对更为敏感的成长风格可能保持强势。12月主线可关注：1.小盘风格可能延续，关注宽基指数。2.煤炭、能源价格支撑力度强，建议配置资源品上游板块。3.即将迎来消费旺季，叠加政策催化预期的农业相关板块。4.基本面相对稳健，具备成长属性的医药、军工、科技等板块。5.产业链规模化和一体化发展优势明显的化工板块。
- **重点推荐：**消费：神农集团、立华股份。电新：大金重工、亿纬锂能。周期：海油工程、卫星化学、巨化股份、桐昆股份。大健康：博雅生物、微电生理-U。TMT：国芯科技、东芯股份。高端制造：海尔智家、石头科技、绿的谐波。大金融：常熟银行、宁波银行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；全球金融市场不稳定的风险；中美关系的不确定性。

正文目录

1. 回顾与展望	4
1.1. 美债收益率回落主导资产价格走势	4
1.2. 展望：外部压力改善利好权益市场	6
2. 总量观点	7
2.1. 经济恢复稳中偏缓，年末低基数或推升同比增速	7
2.2. 风险化解愈发积极	9
2.3. 海外：通胀回落，降息预期抢跑	10
3. 各行业观点总结与展望	11
3.1. 电力设备及新能源	11
3.1.1. 风电：年末高增量有望再现，海风建设持续提速	12
3.1.2. 新能源汽车&锂电：电车超充提速，关注材料端迭代升级	12
3.1.3. 储能：关注国内充电桩企业加速出海	12
3.1.4. 光伏：主材环节下行持续，继续关注辅材环节机会	12
3.2. 大消费	13
3.2.1. 食品饮料：龙头酒企提价，行业拐点将至	13
3.2.2. 农林牧渔：猪价持续低迷，产能去化加速	14
3.2.3. 商社：社零延续复苏，关注政策放开	14
3.2.4. 美容护理：“医美+护肤”深度融合，引领美护发展新趋势	15
3.3. 资源品及周期	15
3.3.1. 石油石化：供需紧张局面或得到缓解	15
3.3.2. 基础化工：三代制冷剂配额落地，有望开启长期景气周期，企业盈利有望提升	16
3.4. 大健康	17
3.5. TMT	18
3.5.1. 半导体：存储芯片强周期性涨价，上游相关设备/材料受益确定性强	18
3.5.2. 消费电子：Q4 继续关注各个细分产业链的优质标的	19
3.5.3. 面板：产业进入传统淡季，IT 面板价格维持不变	20
3.6. 高端制造	20
3.6.1. 家电：高端创牌与下沉推广并存，企业布局多元化转型	21
3.6.2. 机械：把握自动化机遇，制造业推进国产替代、扬帆出海	21
3.6.3. 汽车：行业进入年末冲量阶段，关注智能驾驶边际催化	22
3.7. 大金融	23
4. 风险提示	25

图表目录

图 1 2023 年 11 月期间主要资产价格表现, %.....	5
图 2 2023 年 11 月申万一级行业涨跌幅, %	6
图 3 11 月经济数据预测, %	6
图 4 经济数据概览, %.....	8
图 5 制造业 PMI 各分项, %	8
图 6 商品零售、餐饮收入当月同比, %	9
图 7 制造业投资与民间投资累计同比, %.....	9
图 8 规模以上工业增加值当月同比, %	9
图 9 进口金额当月同比, %	9
图 10 30 城商品房成交面积, 万平米.....	10
图 11 房企信用债和海外债融资规模, 亿元	10
图 12 全国特殊再融资债券发行规模, 亿元	10
图 13 各地特殊再融资债券发行规模, 亿元	10
图 14 美国 CPI 分项增速, %.....	11
图 15 新增非农就业人数和失业率, 千人, %	11
图 16 美国劳动力供需, 百万人	11

1.回顾与展望

1.1.美债收益率回落主导资产价格走势

国内经济数据回踩，地方化债继续推进，但地方财政压力仍然较大，另一方面地产数据依然表现不佳，国内政策加码预期升温。海外，市场对美国降息预期有所提前，推动美国长债收益率、美元明显回落，风险偏好有所回升，全球风险资产价格多数反弹。

权益市场：

A 股方面，国内经济复苏环比动能放缓，中美领导会晤释放积极信号，但地产端数据仍然偏弱。北向资金单月流出规模明显放缓，国内资金面相对偏紧，存量行情下小盘风格占有，从整月来看，A 股主要股指多数下跌，仅上证综指收红，单月上涨 0.4%，深证成指、沪深 300 指数、创业板指分别下跌 1.4%、2.1%和 2.3%。港股方面，恒生指数下跌 0.4%。

11 月，从行业指数来看，申万 31 个一级行业中有 18 个行业收涨，较上月明显增加。人工智能相关板块表现较好，小盘风格占优。其中，传媒（12.46%）、煤炭（8.73%）、社会服务（7.43%）、计算机（6.18%）、通信（5.17%）收涨；电力设备（-5.92%）、美容护理（-5.75%）、建筑材料（-5.55%）、非银金融（-3.40%）、银行（-2.89%）跌幅相对较大。

海外方面，美债收益率回落推动全球股市走高，10 月欧美主要股指均上涨。美国三大股指中，对利率最为敏感的纳指表现最好，单月上涨 10.7%，标普 500、道指分别上涨 8.9%和 8.8%。韩国股市单月涨幅达 11.3%，日经 225 指数上涨 8.5%，均出现明显反弹。欧洲方面，德国、法国股市涨幅分别为 9.5%和 6.2%，英国股市上涨 1.8%。

商品市场：

11 月 CRB 商品价格指数震荡下行。以月末来看，11 月国际油价格继续下跌。11 月末布伦特原油价格为 80.86 美元/桶，环比下跌 4.9%。OPEC+减产政策边际影响进一步下降，对需求的担忧主导价格，原油价格震荡下行。2023 年 9 月全球 63 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为 1.500 亿吨，同比增长 0.6%，前值下降 1.5%。11 月美元指数震荡回落，除原油以外的工业品价格有一定支撑。美元走低、美债利率回落利好黄金上涨。

债券市场：

美国通胀继续回落，劳动力市场退烧，2024 年降息预期有所提前，美债收益率 11 月大幅回落，以月末来看月内回落 51 个基点至 4.37%。欧洲央行 10 月末会议暂停加息，主要欧洲国家国债收益率单月降幅在 30-50 个基点不等。国内方面，央行通过大额逆回购操作叠加超额续作 MLF 释放流动性，对冲资金压力，但地产政策存加码预期，多重因素下，十年期国债收益率小幅回落。

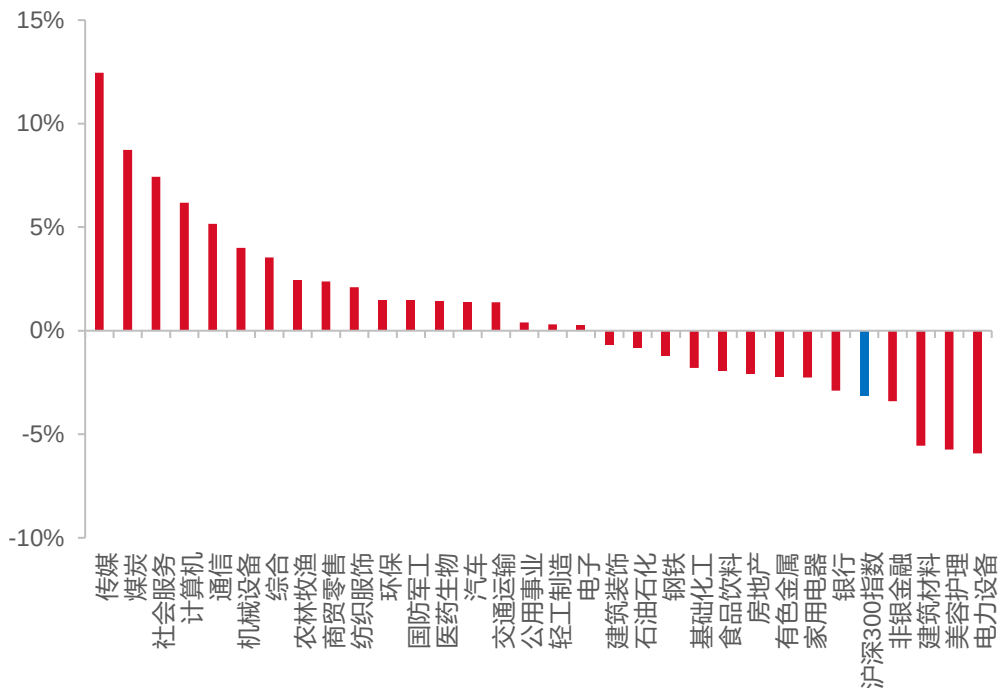
图1 2023 年 11 月期间主要资产价格表现，%

股市	11月30日	10月31日	变化%	近4个月变化
韩国综指	2535	2278	11.3%	
纳斯达克综合指数	14226	12851	10.7%	
法兰克福DAX	16215	14810	9.5%	
标准普尔500指数	4568	4194	8.9%	
道琼斯工业平均指数	35951	33053	8.8%	
日经225	33487	30859	8.5%	
巴黎CAC40	7311	6886	6.2%	
俄罗斯RTS	1115	1080	3.3%	
伦敦富时100	7454	7322	1.8%	
上证综指	3030	3019	0.4%	
恒生指数	17043	17112	-0.4%	
深证成指	9727	9864	-1.4%	
沪深300	3496	3573	-2.1%	
创业板指	1923	1968	-2.3%	
商品	11月30日	10月31日	变化%	近4个月变化
COMEX迷你白银	25.66	22.95	11.8%	
CBOT小麦	598	556	7.5%	
铁矿石	957	897	6.6%	
螺纹钢	3886	3729	4.2%	
LME铜	8419	8115	3.7%	
热轧卷板	3984	3846	3.6%	
COMEX黄金	2057	1994	3.2%	
CBOT大豆	1343	1311	2.5%	
CBOT玉米	483	479	0.8%	
白砂糖	6778	6806	-0.4%	
聚丙烯	7443	7579	-1.8%	
LME铝	2197	2246	-2.2%	
棉花	15215	15800	-3.7%	
IPE布油	80.86	85.02	-4.9%	
NYMEX轻质原油	75.96	81.02	-6.2%	
10年国债收益率	11月30日	10月31日	变化BP	近4个月变化
中国	2.67	2.69	-3	
日本	0.69	0.95	-26	
英国	4.22	4.53	-31	
德国	2.42	2.78	-36	
西班牙	3.43	3.86	-43	
希腊	3.66	4.14	-48	
意大利	4.23	4.73	-50	
美国	4.37	4.88	-51	
汇率	11月30日	10月31日	变化%	近4个月变化
欧元	1.09	1.06	3.0%	
人民币	7.14	7.34	2.7%	
日元	148.20	151.69	2.3%	
美元指数	103.51	106.72	-3.0%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

备注：汇率中人民币指兑美元离岸汇率，美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 2023 年 11 月申万一级行业涨跌幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.展望：外部压力改善利好权益市场

图3 11 月经济数据预测，%

月度预测	
经济指标	数值
工业增加值（当月同比，%）	6.0
消费（当月同比，%）	12.6
投资（累计同比，%）	3.2
基建投资（累计同比，%）	7.9
制造业投资（累计同比，%）	6.3
房地产投资（累计同比，%）	-9.5
出口（当月同比，%）	1.2
CPI（当月同比，%）	0.1
PPI（当月同比，%）	-2.4
新增社融（当期新增，亿元）	24620
M2（当期同比，%）	10.1
新增人民币贷款（当期新增，亿元）	12000

资料来源：Wind，东海证券研究所

美债收益率回落，汇率压力减轻。海外来看，10 月美国通胀继续放缓，核心通胀走低，就业继续退烧，11 月 Markit 制造业 PMI 不及预期，12 月不加息已是大概率事件。降息预期提前抢跑，导致美债收益率高位回落，美元同步下行，11 月单月离岸人民币单月升值 2.70%。

11 月经济数据同比有望走高，关注 12 月重要会议。10 月经济数据多数回踩，季节性回落以及部分需求提前集中释放的影响因素较大，11 月经济数据在低基数下同比有望走高，但环比动能可能仍不强。货币政策加强与财政政策协同意味着小步伐降准仍有空间，此外结构性工具或进一步充实。关注 12 月中下旬中央经济工作会议释放更多积极信号。

地产政策可能会加力，地方政府化债继续推进。11 月 30 城销售面积与 2022 年同期相比-15.2%。央行、金监局、证监会三部门联合召开金融机构座谈会，再次强调一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，强调“三支箭”融资支持。近期多家国有大行召开房企座谈会，后续政策上或仍有加码可能，提振市场信心，一方面是对房企融资端的支持，另一方面需求端尤其一线城市政策有望进一步落实。前 10 月地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%。近期，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大。截至 11 月 30 日，据 Wind 数据不完全统计，全国共有 27 个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，已发行规模 13657 亿元。

贵金属仍具备配置价值。市场交易美联储降息预期，黄金创历史新高后有所回落，地缘政治局势不稳定，当前位置利多因素仍可能支撑金价偏强运行。原油维持弱势震荡，虽整体需求不强，但底部有 OPEC+减产支撑，关注普京访问沙特和阿联酋带来的深远影响。农产品方面，尤其是猪肉即将迎来消费旺季，一号文件发布在即，可提前布局相应周期板块。工业品方面，PPI 降幅再次扩大，实际补库仍需等待，商品走势仍有分化，上游价格可能相对偏强。

配置主线。三季报后接近 5 个月的业绩真空期，短期业绩较难证伪，分母端或主导权益定价。虽然 2010 年以来历年 12 月大盘风格跑赢小盘的概率在 7 成以上，但目前小盘/大盘 PE 分位数水平仅有 40%左右，另一方面美债收益率回落，对利率相对更为敏感的成长风格可能保持强势。12 月主线可关注：1.小盘风格可能延续，关注宽基指数。2.煤炭、能源价格支撑力度强，建议配置资源品上游板块。3.即将迎来消费旺季，叠加政策催化预期的农业相关板块。4.基本面相对稳健，具备成长属性的医药、军工、科技等板块。5.产业链规模化和一体化发展优势明显的化工板块。

2.总量观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

2.1.经济恢复稳中偏缓，年末低基数或推升同比增速

10 月经济运行总体平稳，消费好于投资，但房地产仍偏弱。在去年同期基数走低等因素影响下，10 月消费表现不俗，社零当月同比 7.6%好于预期的 7.3%，部分可选消费品提速明显，地产竣工端消费均有改善。固定资产投资小幅下行，累计同比 2.9%低于预期的 3.1%。房地产投资和销售小幅下行；民间投资继续改善，制造业投资保持平稳较快增长；基建投资平稳小幅回落，增发国债推动下水利设施增长潜力较大。供给端，工业和服务业生产均有加快，其中采矿业增速较前值上升幅度较大，或与部分北方地区进入冬季用电高峰等因素有关。总体上，10 月经济平稳运行的同时显现出一些向好因素：

1) 服务和商品消费继续加快，汽车消费热度高，地产竣工端消费改善。受益于国庆假期、月末“双 11”促销活动、低基数效应等因素带动，10 月社零增速超预期，餐饮收入同比 17.1%，前值 13.8%；商品零售同比 6.5%，前值 4.6%。低基数效应下，10 月汽车类零售额当月同比 11.4%，高出前值 8.6 个百分点。从销量看，乘联会数据显示，10 月狭义乘用车零售 203.3 万辆，同比增长 10.2%。其中，新能源汽车增长动力较强，当月同比增长

37.5%，环比增 2.7%，环比增速明显强于去年同期的-9%。除汽车外的其他可选消费方面，地产竣工端消费均出现一定改善。家用电器和音像器材类消费增速转正，家具类消费增速较前值继续上升，建筑及装潢材料类消费降幅较前值进一步收窄。

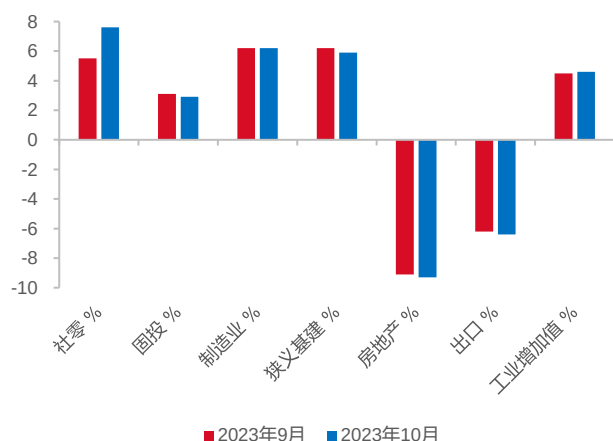
2) 制造业平稳较快增长。在房地产投资、基建投资增速小幅回落的情况下，10 月制造业投资累计同比 6.2%，与前值持平，制造业投资韧性强。10 月民间固定资产投资增速继续改善，累计同比降幅连续两个月收窄，民间投资信心有所企稳，对制造业投资具有一定支撑。高技术制造业投资增速与上月持平（11.3%），高于全部制造业投资 5.1 个百分点，增速仍然较快。

3) 进口增速超预期体现内需企稳。10 月进口当月同比 3%，明显高于预期-4.4%和前值-6.3%，环比-1.4%也明显好于近 5 年均值的-8.7%，反映内需的企稳改善。拆分来看，数量增长是进口增速回升的主要原因，稳增长扩内需政策逐步显效。

但从隐忧来看，尽管房地产投资下行幅度缓和，但仍未止跌企稳，且 10 月销售面积当月同比较前值进一步扩大，11 月 30 城销售面积继续下行，销售向投资的传导过程尚未理顺。此外，受海外需求走低影响，10 月出口当月同比降幅较前值扩大，且环比明显弱于季节性。11 月美国制造业 PMI 环比持平，欧元区制造业 PMI 环比升 1.1 个百分点，二者仍处较低位置，短期内外需难有明显积极变化，但年末基数回落可能对同比增速有所支撑。

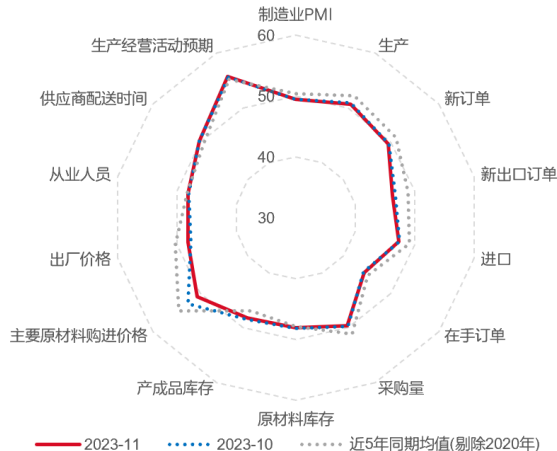
11 月制造业 PMI 环比略微回落，主要分项指数环比变化也较小，经济延续平稳态势，但较低基数下年末经济数据同比增速可能相对较好。制造业方面，供需两端基本稳定，基础原材料与新动能市场需求出现一定分化。其中，基础原材料行业新订单指数和新出口订单指数环比分别下降 0.7 个、3.3 个百分点；高技术制造业和装备制造业新订单指数环比均有上升，二者对制造业需求形成一定支撑。采购活动趋缓对原材料价格的支撑力度有所减弱，原材料价格继续回落；市场需求整体稳定，出厂价格降势放缓。非制造业方面，受假期效应消退等因素影响，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度回落带动服务业指数环比回调，同时价格回落对服务业指数也有所拖累；“保交楼”加快推进带动建筑业指数环比上升。往后看，尽管 11 月制造业 PMI 环比回落，但环比降幅明显小于去年同期，2022 年 11 月、12 月制造业 PMI 分别降至 48%、47%。考虑到 2022 年末基数偏低，以及当前经济持稳运行，四季度增发国债支持基建等稳增长措施有望对投资形成一定支撑，因此今年年末经济的同比表现可能相对偏好。

图4 经济数据概览，%



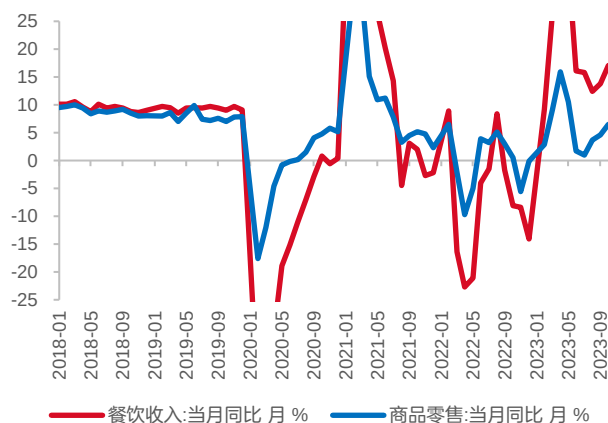
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 制造业 PMI 各分项，%



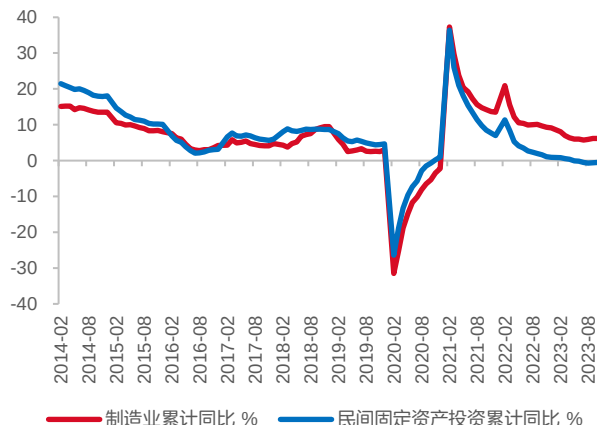
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 商品零售、餐饮收入当月同比，%



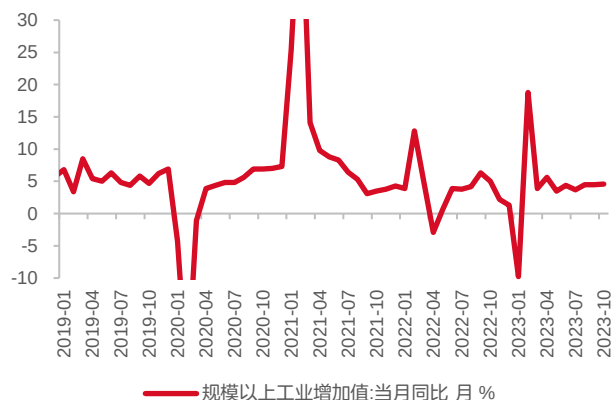
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 制造业投资与民间投资累计同比，%



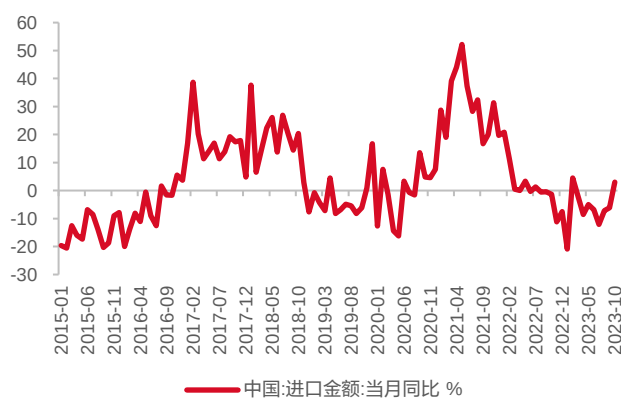
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 规模以上工业增加值当月同比，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 进口金额当月同比，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

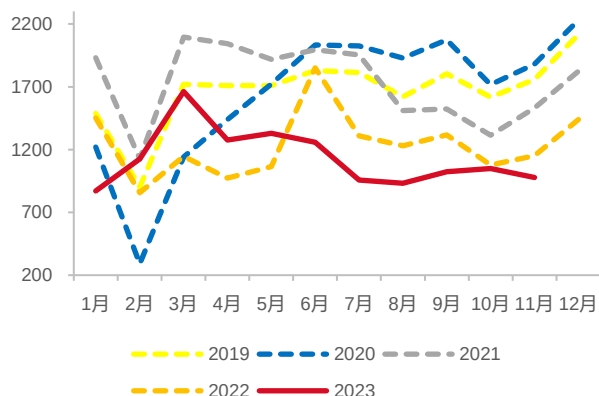
2.2.风险化解愈发积极

11 月地产销售表现不佳，房企融资支持力度有望加大。11 月，30 城商品房成交面积 977 万平方米，环比-7%，同比 2022 年-15.2%，同比 2021 年-36.2%。从绝对量看，与 2019-2022 年同期均值（1580 万平方米）相比，2023 年 11 月地产销售表现较为疲弱，反映市场信心有待加力提振。11 月 17 日，央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，强调各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。中指院数据显示，2022 年底地产“三只箭”落地以来，获得发债增信支持的民营房企不足 20 家，在申请股权融资的近 30 家房企中，获得监管部门同意的不足 10 家。本次三部门再次明确要求一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求，同时强调“三支箭”的融资支持，预计未来银行对房企的信贷投放或将增加，增信发债有望扩容扩围，房企股权融资审批也有望加快，房企流动性压力或将进一步缓解，有助于遏制风险暴露势头，改善市场预期、提振信心。

万亿特殊再融资债促进地方债务风险化解。7 月政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，央行在三季度货币政策执行报告中提到“指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，

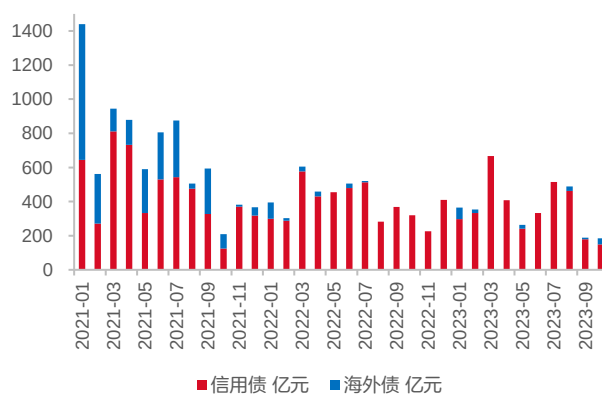
配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量”。10 月以来，各地特殊再融资债券发行积极。截至 11 月 30 日，企业预警通数据显示，全国已有 27 个省/市累计发行特殊再融资债 13657 亿元，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁发行规模居前。特殊再融资债通过优化债务期限结构、降低利息负担等方式，化解地方隐性债务，人大批准增发的 1 万亿元国债也可增强地方财力。整体上，通过财政、金融、地方政府等方面多措并举，地方债务风险有望加快化解，经济发展的基础或逐步转好。

图10 30 城商品房成交面积，万平米



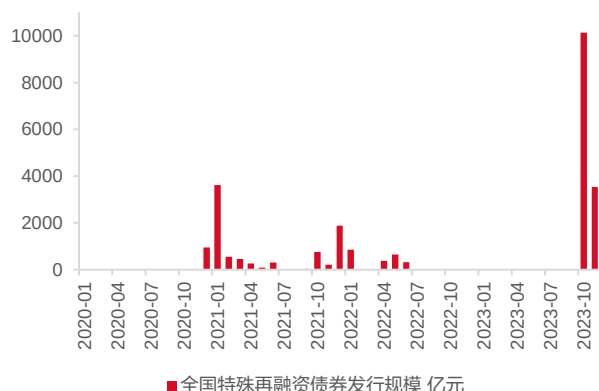
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 房企信用债和海外债融资规模，亿元



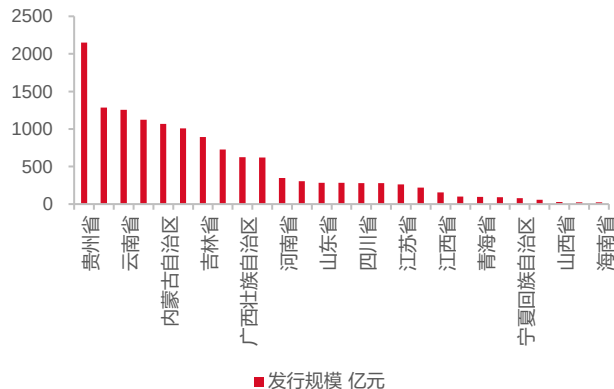
资料来源：中指院，东海证券研究所

图12 全国特殊再融资债券发行规模，亿元



资料来源：企业预警通，东海证券研究所

图13 各地特殊再融资债券发行规模，亿元



资料来源：企业预警通，东海证券研究所

2.3.海外：通胀回落，降息预期抢跑

10 月美国 CPI 意外放缓，核心通胀走低。由于季节性因素和保险价格计算范围的调整，市场原本预计 10 月美国 CPI 会较上月走高，但 10 月美国 CPI、核心 CPI 均低于预期。尤其是核心通胀同比增长 4%，是自 2021 年 9 月以来的最小增幅。“超级核心”通胀，即去除住房的核心服务价格，季调后的环比增速为 0.3%，为今年 7 月以来最低；同比增速为 3.75%，为 2021 年 12 月以来最低。主要原因是能源与核心商品价格下跌，以及住房价格推动服务通胀放缓。

10 月，美国劳动力需求侧退烧，但劳动参与率下滑，供需缺口修复乏力。假如去掉制造业罢工的影响，10 月非农虽然与预期水平相近，但较上月仍有较大幅度回落。10 月，由于经济原因从事非全职工作的人数升至 428 万人，占比从前值的 12.9%抬升至 13.8%。货币紧缩的累积和滞后效应正在向就业市场传导，美国非农可能即将迎来转弱的拐点。

12月FOMC大概率仍不加息。11月FOMC会议上，鲍威尔重申，通胀持续放缓是美联储按兵不动的条件。10月的通胀读数满足这一条件，尤其是核心通胀的放缓将支撑美联储在12月的FOMC会议上选择不加息。

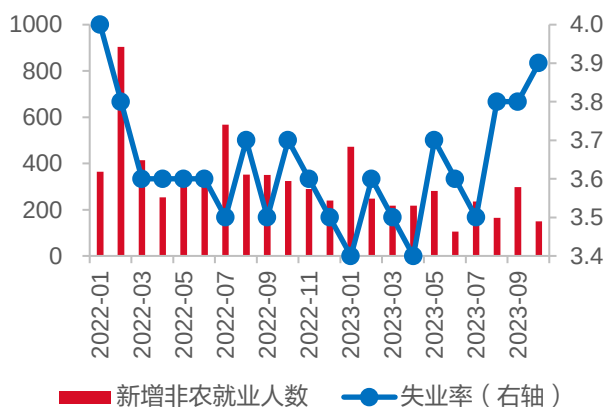
近期鲍威尔表态转鹰，12月FOMC会后过于乐观的市场预期可能有所修正。12月1日，鲍威尔讲话称，利率已处在限制性水平，但现在预测何时降息为时过早，如果有需要，美联储还将进一步收紧政策。虽然该表态偏鹰，但鹰派程度不及市场预期，且“利率处于限制性区域”的表态被解读为加息结束的明确信号，市场进一步交易降息预期。截至12月4日，联邦基金利率和OIS期货市场均定价美联储不再加息、至2024年6月会议共降息2次。从美股的表现来看，市场短期可能对于降息预期有偏高的期待，不排除预期波动所带来的市场调整可能。

图14 美国CPI分项增速，%

	2023年5月	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年9月	2023年10月	趋势	权重
CPI	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.0		100.0
1.食品	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3		13.5
1.1家庭食品	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.3		8.7
1.2非家用食品	0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4		4.8
2.能源	-3.6	0.6	0.1	-3.6	1.5	-2.5		6.9
2.1能源类商品	-5.6	0.8	0.3	-10.5	2.3	-4.9		3.5
2.1.1汽油（所有种类）	-5.6	1.0	0.2	-10.6	2.1	-5.0		0.2
2.1.2燃油	-7.7	-0.4	3.0	9.1	8.5	-0.8		3.3
2.2能源服务	-1.4	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.5		3.4
2.2.1电力	-1.0	0.9	-0.7	0.2	1.3	0.3		2.5
2.2.2管道燃气服务	-2.6	-1.7	2.0	0.1	-1.9	1.2		0.9
核心CPI	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2		79.5
1.商品不包含能源和食品	0.6	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1		21.4
1.1新车	-0.1	0.0	-0.1	0.3	0.3	-0.1		4.3
1.2二手汽车和卡车	-4.4	-0.5	-1.3	-1.2	-2.5	-0.8		2.7
1.3服装	0.3	0.3	0.0	0.2	-0.8	0.1		2.5
1.4医疗类商品	0.6	0.2	0.5	0.6	-0.3	0.4		1.5
2.服务不包含能源服务	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.3		58.2
2.1住房	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3		34.4
2.2运输服务	0.8	0.1	0.3	2.0	0.7	0.8		5.8
2.3医疗服务	-0.1	0.0	-0.4	0.1	0.3	0.3		6.7

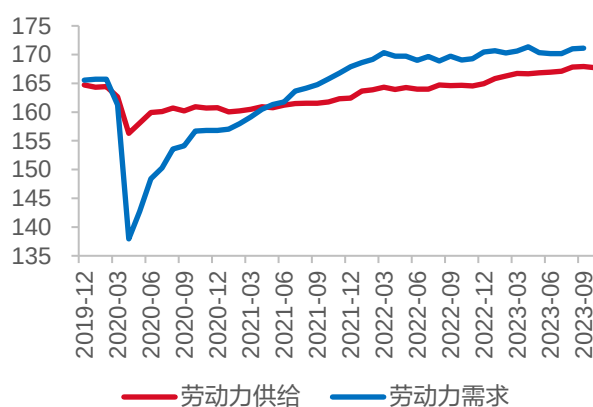
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图15 新增非农就业人数和失业率，千人，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图16 美国劳动力供需，百万人



资料来源：FRED，东海证券研究所

3. 各行业观点总结与展望

3.1. 电力设备及新能源

电新板块：风电装机将迎来高峰，关注电车充电端升级利好

3.1.1.风电：年末高增量有望再现，海风建设持续提速

1 到 10 月全国累计新增风电装机量 37.31GW，同比增加 76.49%，10 月单月新增装机容量为 3.83GW，同比增加 101.58%，行业整体景气度延续。2023H2 以来，每月公布的当年全国累计新增装机量均维持近 80%的增速，据此预计全年新增风电装机量可达 63GW~67GW，11 月及 12 月装机规模有望持续放量。

从招标情况看，截至 11 月 29 日，国内风电累计招标量约为 68.01GW，招标规模持续扩张，为 2024 年新增装机规模打下良好基础。海风方面，国内海风项目建设受航道等限制性因素的影响逐步减弱，各地海风项目建设持续推进，叠加海域立体分层设权政策的出台，海缆铺设项目推进或将直接受益，同时有望带动海风项目审批环节的提速，对整体海风项目建设带来提振，产业链相关企业正处交付拐点，海风业务放量可期。建议关注：大金重工：公司为海工设备龙头，蓬莱基地排产饱满，新建基地顺利投产，已成功交付英国项目且欧洲反倾销税行业最低，有望受益于海内外海上风电高速发展，维持业绩高增长；东方电缆：公司为海缆头部企业，已拥有 500kV 及以下交流海缆和 $\pm 80\sim\pm 535$ kV 柔性直流海缆等多种产品，具有技术先发优势，同时已中标国内多个海缆项目，交付经验丰富，有望受益于国内海风高速发展，量利齐升。

3.1.2.新能源汽车&锂电：电车超充提速，关注材料端迭代升级

关注国内外多家车企宣布采用超充电平台：1) 10 月底，特斯拉宣布电动皮卡 Cybertruck 将配备 800V 架构平台；2) 11 月 10 日，华为推出“巨鲸”800V 高压电池平台；3) 11 月 15 日理想 MEGA 宣布搭载宁德麒麟 5C 电池；4) 11 月 17 日，广汽与宁德联合开发神行超充电。随着充电设备功率提升，搭载超充电平台的电车平均充电 10-15 分钟可以补能 400-500 公里，有效解决消费者的里程焦虑，带动需求端增长。

超充电商业化在即，建议关注布局领先的电池企业：宁德时代（5C 麒麟电池、神行超充电装车在即）、亿纬锂能（ Π 电池系统能够有效解决超充发热问题）；超充电带来的材料升级，建议关注材料端布局领先：信德新材（负极碳包覆渗透率提升）、天奈科技（碳纳米管添加比例提升）。

3.1.3.储能：关注国内充电桩企业加速出海

全球新能源汽车渗透率持续提升，充电桩作为其重要补能设施发展进程加速。中央及全国多地相继发布相关文件明确充电桩建设目标，政策催化下，国内充电桩市场持续发展，截止 2023Q3 国内车桩比约 2.4:1，海外市场布局节奏相对较缓，市场需求亟待释放。国内桩企有望凭借高性价比产品实现加速出海，建议关注技术布局领先、已获海外认证、具备品牌影响力的国内桩企：盛弘股份：1) 储能业务：聚焦储能 PCS，产能布局领先，2022 年储能 PCS 出货量全球前十。2) 充电桩业务：产品矩阵丰富，涵盖交/直流充电桩及充电模块等产品，并已顺利通过海外市场认证，成功进入英国石油、德国 elecon 供应链，公司充电桩产品加速出海，收入有望快速放量。

3.1.4.光伏：主材环节下行持续，继续关注辅材环节机会

10 月国内光伏新增装机 13.62GW，环比下降 13.69%。由于前期装机量较大，年底装机增幅有待观察。同时受终端需求影响及新增产能释放，行业库存不断累积，组件抛货已

出现 1 元以下招标价，但实际降价空间已较为有限。虽然年底装机增量有略微托底迹象，但由于当前行业供过于求大趋势，预计主材环节压力将持续。建议关注技术变化带来的部分辅材环节的需求超预期机会。

1) 浆料：关注技术路线迭代及环节进步带来的行业变化。受益于 N 型迭代，掌握先进技术及渠道的龙头企业通过与下游研发验证占据优势。随着电池放量，龙头企业 TOPCon 浆料渗透率持续提升，加工费较 P 型的增益从利上有望带来业绩提升。同时激光诱导烧结技术在电池组件龙头中有望 Q4 量产，技术壁垒下龙头优势凸显。HJT 方面，银包铜接受度获得行业普遍认可，铜含量上升有望降低 HJT 成本。苏州固得目前银包铜铜含量 50% 已量产，40%、30% 在推进，预计今年 HJT 低温银浆出货 100 吨以上。

2) 焊带：关注 SMBB 及 0BB 推进。SMBB 当前在 TOPCon 路线中逐步推进，0BB 对于 HJT 的降本效果明显，未来 0BB+银包铜在 HJT 上的应用有望使其金属化成本低于 TOPCon。当前 SMBB 盈利能力最强，有毛利率 3%-5% 的优势，0BB 单位净利高但出货较少，展望明年空间有望进一步打开。

建议关注：

帝科股份：1) 公司是 TOPCon 浆料龙头，目前市占率 50% 以上，预计出货占比中 TOPCon 达到 50% 以上。前三季度公司实现营业收入 60.97 亿元，同比增长 133.49%，实现归母净利润 2.93 亿元，同比增长 1968.41%。2) 激光诱导烧结方面，公司与头部及二三线密切合作，技术领先下的先发优势有望进一步提升盈利。

宇邦新材：公司是焊带龙头，技术迭代中技术优势明显。1) SMBB 0.26mm 占整个焊带出货量由 Q1 的 19% 提升至 30% 以上。2) Q3 单季度 0BB 起量明显，前期东方日升单月销量 20-30 吨，目前 40-50 吨，其他厂家也在推动。

3.2.大消费

——分析师：姚星辰 S0630523010001

任晓帆 S0630522070001

消费：需求复苏可期，关注结构性机会

3.2.1.食品饮料：龙头酒企提价，行业拐点将至

白酒：白酒行业进入消费相对淡季，关注量价及明年增长预期。贵州茅台特别分红，拟向全体股东每股派发现金红利 19.106 元。此次分红是继 2022 年后公司再次特别分红。主要目的是一是公司持续、稳定、健康发展的需要；二是在保证公司正常经营和长期发展不受影响的前提下，加大现金分红力度，提振市场信心；三是积极回报股东，与股东分享公司发展红利，增强广大股东的获得感。根据今日酒价，近期飞天茅台批价小幅下跌，截至 11 月 30 日，2023 年茅台散飞批价 2665 元，月环比下降 5 元。目前市场对于五粮液提价预期较强，我们认为提价将利好公司量价表现，提升行业长期增长空间。临近年底，建议关注年底各酒企的经销商会议以及未来的规划。当前板块估值较低，板块处于磨底阶段，建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等**。

大众品：（1）休闲食品：零食量贩行业发展仍处在红利期，且行业集中度提升的逻辑清晰。近期两大零食量贩品牌“零食很忙”与“赵一鸣零食”战略合并后，规模效应逐渐显现，将进一步提高上游品牌入场标准，行业集中度向头部零食企业靠拢的逻辑得以验证。随着

零食市场规模不断扩大及行业集中度提升，产品成长逻辑强、品牌及规模效应显著、渠道扩展增速较快的头部企业将优先受益，建议关注**盐津铺子**、**甘源食品**和**劲仔食品**。（2）**速冻食品**：预制菜 B 端需求旺盛，行业成长速度快且长期趋势明确，建议持续关注。预制菜有效解决餐饮业的人力成本高企、出餐速度较慢的痛点，并且连锁化经营是餐饮品牌发展的必经之路，当前中国餐饮连锁化率仍远低于海外成熟市场，随着餐饮连锁化率提升，预制菜行业有望持续快速成长。建议关注产能、渠道优势明显的**安井食品**和产品品类持续丰富的**千味央厨**。（3）**乳制品**：受益于原奶价格回落，乳企业绩弹性较高。目前常温奶行业饱和，而低温赛道因属地化供应链需要，成为中小企业弯道超车的关键。随着消费者需求健康化和多元化，低温乳制品接受度提高，低温赛道渗透率提升，地域型龙头有望打开空间，建议关注**新乳业**等。

3.2.2.农林牧渔：猪价持续低迷，产能去化加速

（1）生猪：猪价低位震荡，产能去化趋势延续

生猪价格加速下跌，养殖亏损持续。根据钢联数据，11月29日生猪均价14.4元/公斤，周环比下跌2.9%；截至11月24日，7kg仔猪价格175.71元/头，周环比上涨8.7%，仔猪价格小幅回升，但仍处于成本线以下。11月24日，自繁自养养殖利润-213元/头，外购仔猪养殖利润-115元/头，已经连续亏损11个月。根据钢联数据，截至11月24日，淘汰母猪价格9.11元/公斤，周环比上涨7.3%，但仍处于近一年以来的低位。当前养殖亏损严重，加上部分地区非瘟疫情的影响，淘汰母猪量上升，行业延续去化趋势。

冻品库存高位，屠宰企业需求上涨。根据钢联数据，截至11月24日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为24.63%，冻品库存仍处于今年以来高位。从屠宰量来看，11月29日，样本企业屠宰量14.65万头，环比上涨18%。随着气温的转冷，猪肉消费有所回升，但较往年仍然偏弱。

投资观点：目前生猪供给相对充裕，产能处于高位，同时消费端带动作用有限，猪价短期上涨动力不足，或呈现旺季不旺，预计明年Q1之前产能仍将继续去化。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注具有成本优势和规模扩张能力的**牧原股份**、**温氏股份**、**华统股份**、**神农集团**。

（2）禽：黄羽鸡产能延续低位，需求有望改善

黄羽鸡产能处于低位。11月28日中速鸡价格6.15元/斤，环比下降11.26%。三季度以来，黄羽鸡需求回暖，价格有所提振，行业扭亏为盈。黄羽肉鸡行业经过2020年以来产能的持续去化，目前父母代存栏量处于2018年以来的低位。截至11月19日当周，父母代总存栏2166万套，较2020年高点下降15%。我们预计2024年黄羽鸡供给持续低位，叠加需求端的改善，预计黄羽鸡价格易涨难跌，行业盈利能力将得到提升。目前板块估值较低，建议关注**立华股份**。

3.2.3.商社：社零延续复苏，关注政策放开

10月社零总额4.33万亿元，为四年以来最高当月值，同比+7.6%（环比+2.1pcts），自2023年8月以来社零连续3个月环比回升，表现较好。展望后续，双十一、双十二等大促型节日的到来有望催化消费者热情，推动消费持续回暖，消费需求及潜力得到逐步释放。基于此背景下，短期我们建议关注电商等受益板块。

本月外交部宣布，为便利中外人员往来服务高质量发展及高水平对外开放，中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员实行单方面免签政策，即从2023年12月1日至2024年11月30日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天，可免办签证入境。各国也积极回应中方，法国外交部宣布持有法国或中国硕士学位，并在法国学

习至少一个学期的中国人，可获得五年期法国签证，每半年可入境 90 天；马来西亚自 12 月 1 日起对来自中国等国游客实施 30 天免签证入境措施。我们认为出入境免签政策有望带动出入境游客增长，出入境市场旅游以及商务需求释放，建议关注相关酒店、景区、餐饮等板块受益标的。

3.2.4.美容护理：“医美+护肤”深度融合，引领美护发展新趋势

化妆品：今年整体双十一大盘表现较为平稳，直播电商平台在大盘稳定背景下表现较好。其中，化妆品行业虽然大盘表现有所走弱，但国货龙头崛起趋势不变，消费者对国产化妆品认知度及需求度不断提高，珀莱雅、巨子生物等表现靓丽。

整体来看，在整体大盘承压的背景下，国货依靠自身品牌力、产品力、科研力的提升不断抢占市场份额，渗透率不断提升，国货崛起逻辑不变，我们看好国货美妆品牌力强、产品矩阵丰富、多渠道布局的优质公司。

医美：爱美客护肤新品上市，布局医美后修复市场。爱美客召开 2024 年护肤品新品发布会，基于皮肤科学和循证医学打造“医美+护肤”全面治疗方案，延续自身医美品牌优势以及研发实力，推出爱芙源、嗨体护肤、嗨体熊猫护肤三大品牌，针对眼部、颈部等多细分部位以及医美后修复市场，优先布局 to c 端，为消费者提供“医美治疗+居家修复”完善产品矩阵。

公司作为国内医美龙头，具备丰富的上市以及储备管线，由于医美产品通常需获得三类医疗器械证，整体产品开发要求高于化妆品，因此此次产品相较于一般化妆品具备更强的安全性、针对性。同时护肤品相较于医美产品更易通过 TO C 模式打开下游消费市场，我们认为此次新品的推出有望提升消费者满意度以及认知度，打开新市场，进一步提升公司市场份额。

各医美企业积极推进产品管线发展，供给端创新有望拉动需求端增长，同时推动行业渗透率提升，行业扩容。此外，11 月、12 月行业将进入低基数阶段，不同节假日（圣诞、元旦）大促以及出行需求有望刺激消费者需求，Q4 医美有望保持快速发展。重点推荐关注合规产品线丰富的上游龙头医美企业以及积极布局医美赛道的江苏吴中。

3.3.资源品及周期

——分析师：谢建斌 S0630522020001

分析师：吴骏燕 S0630517120001

分析师：张季恺 S0630521110001

3.3.1.石油石化：供需紧张局面或得到缓解

国内经济复苏保持复苏轨道，美国页岩油增产以抗衡 OPEC+，全球需求不足促使油价下行，但预期长期处于相对高位。

通过复盘本次（2020~2023）油价波动，我们认为在 2020 年至 2023 年上半年间，全球石油市场展现了明显的供需弹性差异，需求弹性在大多数时期超过供给弹性。这一趋势突显出原油价格波动主要受需求弹性的影响，市场对需求变化的敏感性高于供给的调整。

OPEC、IEA、EIA、OIES 四大机构最新预计 2023 年石油需求增速在 1.82~2.49 百万桶/天，供给增速在 1.59~2.16 百万桶/天，供给盈余在-0.20~1.82 百万桶/天，供需紧张的局

面有所舒缓；2024 年石油需求增速则为 0.93~2.25 百万桶/天，供给增速在 1.98~1.60 百万桶/天，供给盈余在 0.21~0.95 百万桶/天，对明年供需前景的预期同样更加乐观。

10 月份，国内加工原油 6393 万吨，同比上升 9%，加工量回升，但增速低于上月，日均加工 206 万吨。10 月份，国内进口原油 4897 万吨，同比增加 14%，持续回升；1-10 月，国内汽油、煤油、柴油表观消费同比增速分别为 11%、134%、12%，成品油总消费表观增速为 17%，航空活动恢复明显。1-9 月，国内累积生产原油 15672 万吨，加工原油 55484 万吨，进口原油 42426 万吨，实现原油库存累库 2850.4 万吨（2.09 亿桶）。

我们继续维持 2023 年原油价格维持区间震荡，但均价中枢提升的预期。目前美联储加息背景下影响全球石油需求；夏季旅游旺季的结束，航空燃油需求有所缓解；同时伊朗、委内瑞拉增产可能；预计上行空间有限。埃克森美孚收购先锋自然资源，资源整合有望进一步推高油气资产定价。

长期的降雨不足和全球航运增加，使得巴拿马运河运营的稳定性持续恶化。自 2023 年 7 月 30 日起，巴拿马运河管理局将每天可通过运河的船只数量减少到 32 艘，同时从 11 月至 2024 年 2 月逐步削减至 18 艘。并且将最大船舶吃水线从 15.2 米更改为 13.4 米，影响了通行货轮的载重吨位。

考虑到全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化等因素，预计布伦特油价将在中高位 70-90 美元/桶区间震荡。当前航运费用呈现季节性上涨，其他航线与巴拿马运河航线运费价差尚未出现收窄，随着全球 LNG 运输费用上行，我国国产天然气及进口管道天然气优势进一步凸显。建议关注国内油气行业龙头：中国石油、中国海油、中国石化；全球油服资本开支稳定增长，海上油气增产以弥补美国页岩资本开支的减少，建议关注国内油服龙头：海油工程、中海油服等；轻烃一体化及煤制烯烃一体化成本优势凸显，建议关注卫星化学、宝丰能源。

3.3.2. 基础化工：三代制冷剂配额落地，有望开启长期景气周期，企业盈利有望提升

氟化工：三代制冷剂配额落地，产品价格明显提升，预计制冷剂供需关系将持续改善，行业有望迎来长期景气周期，相关企业业绩有望提升。截至 11 月 29 日，三代制冷剂产品 R32/R134a/R125 价格较上月分别提升了 1.52%/1.89%/5.77%，受到配额出台临近的影响，部分厂家开始备库，暂停接单，市场供应趋紧。本月上游原料萤石价格下行，主要受到当前下游开工率降低的影响，截至 10 月 29 日，萤石价格较今年年初提升了 13.87%，由于萤石行业新产能审批受限，预计未来萤石产能提升较慢，价格仍将保持高位运行。**建议关注：**巨化股份、三美股份、金石资源等。

磷肥及磷化工：冬储推升化肥价格，长期来看磷矿石供给趋紧，相关自有磷矿资源企业有望受益。截至 2023 年 11 月 29 日，国内磷酸一铵价格较上月提升了 9.32%，磷酸二铵价格月同比提升了 1.87%，维持相对高位。磷矿石价格月同比提高了 2.06%，维持高位；2024/2025 年新增产能不足，磷矿石供需关系趋紧，自有磷矿资源企业或将受益。**建议关注：**川恒股份、云天化、兴发集团等。

钾肥：国内氯化钾价格较上月底同比上涨 1.06%，海外钾肥价格稳定，工厂库存持续回落，**建议关注**产能增幅空间较大的亚钾国际。

农药：本月草铵膦价格同比上涨 16.67%，预计农药产品供需关系将逐步改善，持续关注农药行业库存情况，制剂企业利润较高，在原药价格低点有望率先获益。**建议关注**广信股份、润丰股份等。

化纤：今年 1-10 月聚酯长丝和短纤出口大增 20%以上，带动纺服产业链出口结构优化。原料波动和现金成本双重压制下，行业洗牌或加速。**建议关注龙头桐昆股份、新凤鸣等。**

国产替代技术突破：高分子材料助剂、特种工程塑料和芳纶等高端产品国产替代进程加速，细分龙头更具有成本和先发优势，**建议关注泰和新材、凯盛新材、呈和科技、沃特股份和阿科力等。**

3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

陈成 S0630522080001

伍可心 S630522120001

11 月份医药生物板块整体呈平稳上涨态势，跑赢大盘指数。三季报业绩披露结束后，市场对医药生物板块短期业绩放缓的担忧进一步缓解，结合草根调研情况来看，四季度医药医疗行业整体呈逐月企稳向上态势。从政策层面来看，医疗反腐短期内已告一段落，各种学术会议，院内招标采购等陆续恢复正常；11 月份各种药品器械集采谈判结果陆续公布，整体降价符合市场预期，集采等政策持续温和转暖。11 月呼吸系统感染疾病高发，儿科门诊人满为患，短期内造成局部医疗资源的紧张，从已公布权威数据来看，当前仍以流感为主，支原体、合胞病毒、鼻病毒、腺病毒等多种病原体混合，考虑到过去几年疫情造成的人群中尤其是免疫力较弱群体抵抗力的普遍下降，预计这波呼吸系统感染疾病仍可能会持续一段时间，医药生物板块市场关注度也将进一步提升。

近期创新药领域热点较多，国内多家药企的创新药品种在海外正式获批上市，国内药企与海外巨头的多个项目合作也正式落地，国内创新药企国际化步伐正稳步快速推进中，创新药的市场空间进一步打开。海外方面，继前期 GLP-1 减重药等热点后，近期 CRISPR/Cas9 基因编辑疗法在英国获批上市，是世界上首款获得监管机构批准上市的 CRISPR 基因编辑疗法，预计美国 FDA 将在 12 月 8 日做出允许上市的裁决，当前国内上市药企布局基因编辑疗法的较少，可关注相关产业链的投资机会。医保谈判工作近期结束，12 月谈判结果将公布，此次谈判品种最多、降价预期温和，将可有力提振企业和市场的信心。

近期，连锁药店关注度再次提升。自年初国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》以来，各省相继推进医保电子处方中心落地应用，以期实现医院开具电子处方、患者在线购药、医师在线审方、药店实时配药、医保在线结算的全流程服务。11 月，云南省医保“双通道”电子处方平台首张依托国家医保电子处方中心的线上电子处方流转至定点零售药店完成医保结算；重庆市发布《关于做好医保电子处方流转有关工作的通知》，明确定点零售药店为线上线下的外流处方的承接方。伴随各地门诊统筹细则相继落地、持续完善，我们认为，随着政策对于社会药房“应纳尽纳”的总方针逐步落地，门诊统筹药店数量及占比的持续提升，“医院电子处方流转药店”的步伐加快，零售药店处方外流增量可期，头部连锁药店有望凭借多重优势持续受益。

当前医药生物板块整体仍处于多重底部区间，行业整体发展呈稳步向好态势，投资价值显著。中短期来看，关注呼吸系统疾病感染相关的预防、诊断、治疗、流通服务等投资机会；中长期来看，重点围绕创新产业链和消费医疗服务布局相关细分板块及个股的投资机会。建议关注：博雅生物、康泰生物、老百姓、特宝生物、国际医学、微电生理-U 等。

3.5.TMT

——分析师：方霁 S0630523060001

3.5.1.半导体：存储芯片强周期性涨价，上游相关设备/材料受益确定性强

半导体受到下游需求低迷继续周期下行，展望 2024 年，存储芯片强周期性减产涨价确定性较强，或将带动相关上游产业链复苏；随着终端市场去库存至正常水位，晶圆厂稼动率有望在 2024 年温和提升，头部晶圆厂采招进度有望提速，建议关注上游设备/材料/零部件等相关优质标的。企业库存累积逐步放缓，行业有回暖趋势；长期来看，海外管制加速国产供应链替代趋势不变；建议关注周期筑底、国产供应链、汽车电子三条主线。

（1）晶圆代工：中芯国际和华虹半导体第三季度营收出现了同比增长，或将出现缓慢复苏的态势，尽管目前稼动率并没有明显改善，但厂商们看好后市，以成熟制程为主积极逆势扩产。中芯国际 2023 年第三季度营收 117.80 亿元，同比下滑 10.56%，环比增长 6.03%；归母净利润 6.78 亿元，同比下滑 78.41%，环比下滑 51.81%；累计前三季度中芯国际营收 330.98 亿元，同比下滑 2.4%；归母净利润 36.75 亿元，同比下滑 60.9%，三季度归母净利润大幅下滑主要系晶圆销售量同比减少及产能利用率下降所致。华虹半导体第三季度营收 41.09 亿元，同比下滑 5.13%，环比下滑 8.08%；归母净利润 9583 万元，同比下滑 86.36%，环比下滑 82.40%。前三季度营收 129.53 亿元，同比增长 5.64%；归母净利润 16.85 亿元，同比减少 11.61%。**2023Q3 稼动率还未有明显恢复的迹象，但两家晶圆厂看好后市，以成熟制程为主积极逆势扩产。**据 TrendForce 集邦咨询统计，2023~2027 年全球晶圆代工成熟制程（28nm 及以上）及先进制程（16nm 及以下）产能比重大约维持在 7:3。中国大陆由于致力推动本土化生产等政策与补贴，扩产进度最为积极，预估中国大陆成熟制程产能占比将从今年的 29%，成长至 2027 年的 33%，以中芯国际（SMIC）、华虹集团（HuaHongGroup）、合肥晶合集成（Nexchip）扩产最为积极。其中，第三季度中芯国际资本开支增至 21.347 亿美元，公司全年资本开支预计将上调到 75 亿美元左右，相对于 2022 年增幅约为 26%，资本开支主要用于产能扩产和新厂基建；截至二季度末，华虹半导体合计产能 34.7 万片/月，总产能位居中国大陆第二位，正在积极推进华虹无锡二期 12 英寸芯片生产线（华虹九厂）的建设。

（2）存储强周期性涨价，需求在 AI 服务器等因素推动下有望加速回暖，结合近期大厂纷纷减产计划，展望未来，行业有望迎来量价齐升的趋势。三星近日宣布，在今年已经减产 20%—30%的基础上，计划到明年上半年为止，将 NAND 生产量削减规模扩大至 40%—50%。基于存储的强周期性产业属性，“减产涨价”将是未来存储厂商和市场确定的主线。除三星外，美光自 9 月开始调涨 NAND Flash 晶圆合约价约 10%，SK 海力士也宣布对相应产品涨价。另一方面，随着人工智能、大模型等应用不断升级，对于 NAND、DRAM、HBM 等高性能存储器需求量庞大，据 Trend Force 集邦咨询研究，目前观察第四季度市场几乎已无低价货源可采购，但买方仍倾向维持高库存而持续采购。近期原厂希望尽快将价格拉高至现金成本之上，预估第四季度 NAND Flash 晶圆合约价将强势上涨，季涨幅约 13%—18%，另外，预估 DRAM 第四季度合约价季涨幅约 3%—8%。

（3）设备：受到下游行业需求不振，2023 年晶圆厂设备支出同比下滑，展望未来，看好内资晶圆厂开启采招带来的边际改善。根据 SEMI，预计 2023 年全球晶圆厂设备支出将同比下降 15%，从 2022 年的 995 亿美元的历史新高降至 840 亿美元，2024 年将同比反弹 15%，至 970 亿美元，设备行业有望迎来复苏。随着对前沿和成熟工艺节点的投资持续，2024 年支出将增长 5%，达到 515 亿美元。Memory 支出预计将在 2024 年强劲回升，在 2023 年下降 46%后，将增长 65%，达到 270 亿美元。预计 2023 年 DRAM 投资将同比下降 19%，至 110 亿美元，但 2024 年将恢复至 150 亿美元，年增长率为 40%。NAND 支出

预计 2023 年下降 67%至 60 亿美元，但 2024 年激增 113%至 121 亿美元。MPU 投资预计在 2023 年保持平稳，2024 年增长 16%至 90 亿美元。结合目前内资晶圆厂的扩产计划以及尚未开启采招的情况，我们认为未来随着头部晶圆厂采招进度正常开展，国内设备厂商订单有望进一步增长。

(4) 材料：2023 年以来行业景气度受晶圆厂稼动率有所承压，展望未来，看好晶圆厂稼动率提升以及先进制程工艺带来的新增量空间。根据 SEMI，受半导体需求的持续疲软和宏观经济状况影响，2023 年全球硅晶圆出货量预计将下降 14%，从 2022 年创纪录的 14565 百万平方英寸降至 12512 百万平方英寸，随着晶圆和半导体需求的恢复和库存水平的正常化，预计全球硅晶圆出货量将在 2024 年反弹。**国内方面：**2023Q3 国内材料厂商大部分业绩承压，仍有部分公司受益于新品放量、份额提升等因素实现逆势增长。建议关注电子特气、抛光材料、光刻胶等已具备较强竞争力的细分龙头厂商。

(5) 当前 A 股上市半导体企业 Q4 基本面有望迎来小幅度回暖，市场有望迎来行业回暖、盈利改善、估值修复的三重驱动。根据同花顺数据，当前半导体 PE (TTM) 处于历史相对低位。同时，半导体价格下跌、库存累积，多数企业面临较大的业绩下滑压力，市场处于行业周期底部。8 月份以来价格趋稳、去库存逐步尾声，Q4 需求有望回暖，二级市场有望提前市场反映。**我们建议关注：**①、海外管制倒逼上游供应链加速的材料、设备，重点关注中船特气、金宏气体、安集科技、晶瑞电材、拓荆科技、北方华创、中微公司；②、汽车芯片国产化、电动化、智能化驱动下的 MCU、功率半导体，重点关注国芯科技、兆易创新、宏微科技、斯达半导；③、消费电子周期触底回暖驱动芯片细分赛道，建议关注射频类的卓胜微、唯捷创芯，模拟芯片龙头圣邦股份，CIS 企业韦尔股份、思特威，格科微，存储芯片的东芯股份、普冉股份、江波龙、德名利、佰维存储。

3.5.2.消费电子：Q4 继续关注各个细分产业链的优质标的

消费电子下半年进入传统旺季，其中高端智能手机表现较高，第四季度中低端手机有望回暖；PC 去库存已接近尾声，有望在第四季度开始复苏；可穿戴设备方面建议关注智能手表相关优质标的。

(1) 受到疫情期间提前消费、今年宏观需求低迷影响，以手机为主的终端消费电子需求继续下滑，上半年高端手机销量较好，下半年中低端手机大概率回暖，Q4 在华为、苹果、小米新机催化下，手机消费有望复苏。Canalys 发布报告显示，2023 年 Q3 全球智能手机市场出货量为 2.95 亿部，同比下滑 1%，跌幅大幅度减少；Q3 结构看，三星、苹果、小米、OPPO 呈现 2-9%左右的下滑，但传音控股 40%的增长，中低端手机有复苏迹象。根据 IDC 最新预测，2023 年全球智能手机出货量下降 3.2%，预计智能手机市场将在 2024 年复苏并实现 6%的正增长。我们认为 Q4 季度，手机市场在全球加息尾声后宏观市场企稳、各大新机发布、AI 赋能等因素下市场有望持续回暖。

(2) 除手机外的其他终端消费电子产品上半年表现低迷，Q3 数据显著好转，PC 环比 2 位数增长，2024 年大概率有望回暖。根据 Gartner 数据，2023 年 Q3 全球个人计算设备出货量同比下降 9%，环比增长 11%。Gartner 表示受宏观经济下行、消费者和商业部门需求疲软以及 IT 预算下调等诸多因素的影响，上半年 PC 表现大幅下滑，Q2 同比为-16.6%。Q3 来看，销量明显好转，同时 PC 去库存已经接近尾声，Q4 预计补库存预期较强。Gartner 预计，PC 市场应该会在今年第四季度开始复苏，2024 年的出货量预计将增长 4.9%。

(3) 2023Q3 国内高端智能手机市场同比增长 12.3%，整体市场同比下降 4.5%。根据 Canalys 数据，截至 2023 年 11 月，中国高端智能手机市场(3500 元以上)第三季度整体市场同比下降 4.5%，但高端市场销量同比增长 12.3%，总销量的比例达到 33%，具体来看，最畅销的 10 款高端机型分别是 iPhone 14 Pro Max、iPhone 14 Pro、iPhone 14、

华为 Mate60 Pro、iPhone 15 Pro Max、iPhone 15 Pro、华为 P60、iPhone 13、iPhone 15以及 vivo X90s，除了苹果手机，华为 Mate60 Pro 凭一己之力力压最新 iPhone 15 Pro 系列位居第四。全球市场方面，2023 年 Q3 小幅下降 1%至 2.946 亿部，下降速度有所放缓，预计未来全球智能手机市场将出现温和增长。

(4) 2023Q3 印度可穿戴设备市场同比增长 29.2%，第三季度出货量创下新高。11 月 16 日，国际数据公司 IDC 发布了印度月度可穿戴设备跟踪报告，2023 年第三季度出货量达到创纪录的 4810 万台，同比增长 29.2%。2023 年前三个季度的出货量为 1.059 亿部，超过了 2022 年的 1.010 亿部。其中智能手表仍然是增长最快的类别，达到 1690 万台，同比增长 41.0%，由于各渠道的大量折扣和优惠导致智能手表的平均售价在 2023 年第三季度同比下降 35.3%，至 26.7 美元。然而，由于高级智能手表的份额从 1.5%增加到 2.4%，以及在基础智能手表领域引入了高级选项，平均售价环比增长了 4.3%，高于上一季度的 25.6 美元。在可穿戴设备中，耳机的份额从一年前的 67.3%降至 64.4%，但出货量仍增长了 23.6%，达到 3090 万部。在耳机领域，TWS 耳机占据 68.4%的市场份额，同比增长 46.7%，颈带耳机则同比下降 6.9%。TWS 和颈带耳机的平均售价分别为 19.5 美元和 14.2 美元，同比分别下降 17.1%和 4.6%。

综上，我们认为消费电子终端市场当前开始回暖，建议关注手机产业链投资机会。可以关注：其一，产业链底部的优质标的立讯精密、欧菲光、歌尔股份；其二，手机相关芯片企业卓胜微、唯捷创芯、韦尔股份、思特威、兆易创新、圣邦股份等。

3.5.3.面板：产业进入传统淡季，IT 面板价格维持不变

受到面板行业进入传统淡季影响，各尺寸电视面板价格持续回落，显示器、笔记本面板价格维持不变，下半年传统消费电子进入旺季有望带动 IT 面板率先企稳复苏。中尺寸 IT 显示产品的需求景气度有望升温，从而带动 IT 面板价格进入复苏周期，IT 面板厂商的毛利水平也有望得到改善。建议关注 IT 面板领域具备高世代产线优势的京东方 A 和 TCL 科技以及小尺寸面板企业深天马 A、维信诺。

(1) 电视面板：受终端消费市场需求疲弱导致，各尺寸面板价格持续下跌。根据 WitsView 数据，65 吋电视面板本期均价为 166 美元，与前期相比下跌 2 美元。与前月相比价格下跌 3 美元，下跌 1.8%；55 吋电视面板本期均价为 124 美元，与前期相比下跌 1 美元，与前月相比价格下跌 2 美元，下跌 1.6%；43 吋电视面板本期均价为 63 美元，与前期相比下跌 1 美元。与前月相比价格下跌 2 美元，下跌 3.1%；32 吋电视面板本期均价为 35 美元，与前期相比下跌 1 美元。与前月相比价格下跌 2 美元，下跌 5.4%。

(2) 显示器面板：各尺寸显示器面板价格自 2023 年 8 月下旬至今均维持不变，有企稳迹象。根据 WitsView 数据，27 吋 IPS 面板、23.8 吋 IPS 面板、21.5 吋 TN 面板均价分别为 61.7 美元、48.0 美元、41.7 美元，与前期、前月相比价格相同。

(3) 笔记本面板：10 月上旬以来，各尺寸笔记本面板价格保持平稳。根据 WitsView 数据，17.3 吋 TN 面板、15.6 吋 Value IPS 面板、14.0 吋 TN 面板本期均价分别为 38.3 美元、40.6 美元、26.6 美元，与前期、前月相比价格相同。

3.6.高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

3.6.1. 家电：高端创牌与下沉推广并存，企业布局多元化转型

白电：龙头坚守高端市场，业绩稳健，估值处于相对底部，关注海尔智家。大家电从渗透率提升走向成熟期，成长逻辑从量的增长转变为价格的演绎。据《2022 意才·胡润财富报告》，中国“富裕家庭”（资产规模约 600 万元）较上年增长 2.1%至 518 万户，“高净值家庭”（资产规模在千万元级别）较上年增长 2.5%至 211 万户。此类人群构成高端消费品的客户基础。品牌积淀需要时间，卡萨帝从 2006 年创牌，市场规模在 2016 年-2022 年间实现 10 倍增长。据调研机构中怡康统计，2023Q3 卡萨帝在国内洗衣机、冰箱、空调高端市场的份额分别为 83.5%、40.3%、28.5%。在国内取得成功后，卡萨帝也陆续进入欧洲、泰国、巴基斯坦等市场。同时，海尔主品牌等也在做品类优化。受益于产品结构提升，叠加多地供应链联动、数字化变革、原材料成本下降等因素，近三年来，公司毛利率呈上升趋势。

扫地机：国内大促向好，深化海外运营，关注石头科技。据奥维云网，2023 年双 11 促销期（10 月 23 日-11 月 12 日），扫地机器人线上监测销额同比增长 17.5%，其中 TOP5 品牌占比为 93.8%，市场集中度高。“全能基站”（自清洁+自集尘）产品全面普及，从双 11 整体线上监测市场看，销额占比达到 78%。石头科技基于强大的研发能力，实现对产品性价比的把控，新品市占表现突出，且毛利率较为稳健。海外方面，由于产品迭代、自身运营能力的提升，销售有望持续向好。

其他小家电：（1）抖音渠道成为按摩仪等品类的重要增长动力。今年双 11，抖音通过多样营销玩法，为商家提供全域流量支持与专属补贴。优先布局、经验丰富的品牌率先受益，关注倍轻松。（2）“口红效应”有望催化低价小家电销售，关注小熊电器。公司持续推进精品战略，多品类在多平台畅销，同时拓展母婴、净水等新兴品类，为年轻消费者打造多场景精致体验。公司构建全流程数字化解决方案，以海量数据捕捉用户画像，并反哺研发，持续深化创新能力。公司现有 5 大智能制造基地，制造能力可快速响应市场变化。

零部件：关注三花智控，多元化开启发展新局面。三花智控已在全球制冷电器和汽车热管理领域确立了行业领先地位，公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、新能源车热管理集成组件等产品，市场占有率全球第一。着眼长期，公司将在汽车热管理领域依靠产品和技术优势，持续大力发展集成化组件，推动单车价值量持续上行。此外，公司积极布局机器人（机电执行器）等新兴产业，凭借对电机技术的多年积累和电机应用的深刻理解，亦将受益于未来行业发展。

3.6.2. 机械：把握自动化机遇，制造业推进国产替代、扬帆出海

机器人零部件：政策助力，研发推进，产业链发展或提速。工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，明确人形机器人应用场景及发展潜力，国内产业链创新发展扶持力度提升。企业端研发动态陆续更新：傅利叶 GR-1 智能机器人已开始逐步交付；首款基于开源鸿蒙的人形机器人发布；马斯克近期接受采访，提及特斯拉 Optimus 新动态，降本&灵巧手方面进展引发关注。产业链中具备微特电机、精密丝杠等关键领域积累的企业有望把握机遇；部分企业的核心零部件性能已接近国际龙头，性价比优势凸显。**关注核心零部件供应链，如绿的谐波（谐波减速器）、鸣志电器（空心杯电机、电机+丝杠模组）、步科股份（无框力矩电机）及其他在行星滚柱丝杠等领域布局的厂商。**

机器人整机：内生挖潜，外延出海，工业机器人潜力可期。制造业景气度上行，工业机器人需求有望持续向好，多项细分市场迎机遇，如：协作机器人应用场景拓宽；六轴机器人智能化水平提升；免示教焊接机器人在非标、小批量焊接应用潜力逐渐显现，有望在船舶、海工、钢构等行业取得突破等。国内厂商加速海外渠道建设，构造新增长曲线。工业机器人核心零部件逐渐实现国产替代，国产龙头深挖长尾市场，加速推出行业整体解决

方案，叠加销售渠道、性价比、售后服务等优势，有望持续提升市占率。**关注实现全产业链覆盖的工业机器人龙头埃斯顿。**

通用机械：景气度复苏信号已现，持续关注顺周期通用机械。据国家统计局，2023 年 1-10 月金属切削机床产量 50.6 万台，累计同比增长 3.7%；10 月单月产量 5.3 万台，同比增长 23.3%。短期看，通用机械领域，机床、刀具、注塑机等已有需求回暖迹象。行业龙头推动数控机床等产品出海，有望持续创造增量。长期看，推进自主可控、强链补链仍为行业主线，政策引导有望助力国产替代。随着制造业高端化发展，国产高端数控机床在军工、航空航天等核心领域渗透率有望提升。**关注数控刀具厂商华锐精密、数控机床板块的科德数控、纽威数控、海天精工等。**

工程机械：传统龙头持续推进国际化战略。国内工程机械企业拓展业务边际，在设备电动化、智能化和矿用设备领域表现亮眼，积极寻求增长机遇。伴随规模化效应、人工与能源成本上升，电动化和智能化设备在全球市场的渗透率有望提升，而国产龙头已建立了电动化和智能化工程机械设备的先发优势。从国内短期需求看，挖掘机等产品前期销售基数较高，渠道库存仍待消化。从国外看，据海关数据整理，2023 年 1-10 月我国工程机械出口金额为 408.2 亿美元，同比增长 11.8%，出口增速虽然短期有所波动，但长期趋势向好。微观层面，国产头部企业持续深入全球化布局，产品力增强，叠加“一带一路”倡议催化沿线需求，海外收入有望进一步提升，平滑整体周期波动。成本方面，钢材价格、海运费逐渐趋于平稳，利于企业利润率修复。**关注主机厂中联重科、徐工机械等，零部件龙头恒立液压。**

叉车销量保持增长势头。据工程机械工业协会对叉车主要制造企业统计，10 月叉车销量 9.8 万台，同比增长 20.7%；其中，国内销量 6.4 万台，同比增长 23.3%，出口 3.4 万台，同比增长 15.9%，增幅较上月提升。从国内景气度看，10 月中国物流业景气指数为 52.9%，较去年同期提升 4.1pct。临近年底，仓储物流需求有望推动叉车需求。长远看，锂电化、国际化将成为国产叉车龙头重要的成长动力。**关注杭叉集团、安徽合力。**

3.6.3. 汽车：行业进入年末冲量阶段，关注智能驾驶边际催化

年末冲量接力“金九银十”，新车型集中上市提振销量预期。乘联会预计，11 月狭义乘用车零售 208 万辆，同比+26%，新能源汽车零售 82 万辆，同比+36%，渗透率 39.4%。乘用车市场进入年末冲量阶段，地方促消费政策和车企优惠活动持续落地、广州车展开启新一轮新车型集中上市期，新车型放量推动下乘用车销量实现较好增长，新能源汽车渗透率显著提升。车企层面，在比亚迪、新势力之后，吉利、长安、长城等传统自主品牌电动化取得突破；车型层面，广州车展极氪 007、星纪元 ES、小鹏 X9 等开启预售，理想 MEGA 开启盲订，比亚迪海狮 07、吉利银河 E8、零跑 C10 等发布，12 月问界 M9 等新车型将上市，800V 高压、空悬、一体化压铸等新技术上车、部分车企定价策略持续向高性价比调整，乘用车销量有望延续前期乐观表现。

华为、小米等加速布局，行业智能化转型再提速。9 月以来华为汽车产业链迎来问界新 M7、智界 S7、阿维塔 12、问界 M9 等鸿蒙智选或 Huawei Inside 车型的集中上市，近期华为与长安汽车合作升级，华为拟将智能汽车解决方案的核心技术和资源整合至新公司，长安汽车拟投资新公司并开展战略合作。华为在鸿蒙智行、Huawei Inside、传统零部件供应商等三种合作模式的基础上打造股权多元化的开放平台，深度绑定合作车企，或将加速智能驾驶、智能座舱等核心产品的应用。近期小米首款纯电动轿车亮相工信部目录，提供选装激光雷达和无激光雷达的版本，计划于明年上半年正式发布，华为和小米的先后入局将持续推进国内新能源汽车市场的智能化进程。智能驾驶渗透率持续提升趋势下，关注域控制器、线控底盘等增量零部件机会。

特斯拉产业链或受益于新车+智能驾驶的双重催化。北美地区皮卡畅销，年销量规模可达 300 万辆以上，2022 年美、加、墨销量达 273 万辆、36 万辆、16 万辆，但纯电车型仅 GMC Hummer、福特 F-150 Lightning、Rivian R1T 等，市场空间广阔。Cybertruck 交付在即，Model Q 定点或逐步落地，供应链海外增量有望兑现。智能驾驶方面，近期马斯克确认已开始向员工推出 FSD V12 版本，基于神经网络实现端到端的 AI 自动驾驶；特斯拉中国确认推进 FSD 在华落地，目前 FSD 在华仅提供自动辅助导航驾驶、自动辅助变道等功能，计划推出召唤和智能召唤、自动泊车、识别交通信号灯和停车标志并作出反应，在城市街道中自动驾驶等功能，提升特斯拉在国内新能源汽车市场智能驾驶竞赛中的竞争力。关注与特斯拉深度合作、布局海外实现供应链出海的核心供应商。

3.7.大金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

——分析师：陶圣禹 S0630523100002

银行：防范化解风险步伐加快

11 月下旬召开的金融机构座谈会研究了房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。央行三季度货币政策执行报告专栏指出，盘活存量资金提高使用效率。我们认为 12 月及开门红信贷投放会更注重结构和节奏，房地产行业合理融资将得到支持，平台化债将加快推进。建议关注国有银行及江浙地区银行，**宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行。**

非银：监管规范引导下的业务有望迎来高质量发展

优化风控指标计算标准，推动行业 ROE 提升。监管 11 月初从制度层面优化券商展业空间，调整风控指标计算标准，一方面引导券商在投资端、融资端、交易端发力，充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理、活跃资本市场等作用；另一方面也强化分类监管，支持合规稳健的优质券商适度拓展资本空间，提升资本使用效率。

统筹监管下，把握五篇大文章的投资机遇。中央金融委工作会议 11 月末召开，与前期中央金融工作会议基调基本一致，明确做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，我们认为政策引导下的五篇文章可能是未来资金的主要投资方向，需把握一定的投资机遇；此外，会议也进一步强调加强金融监管，抓实抓好风险防范化解任务，我们认为在现行的“一委一行一会一总局”的监管体系下，党中央的统一领导将有利于推动不同类型监管机构之间的统筹协调，切实落实完善功能监管、行为监管，避免监管漏洞。

保险代理人分级监管有望加速落地，“报行合一”引导下的高质量增长值得期待。中国保险行业协会近期研究起草了《个人保险代理人销售能力资质等级标准（人身保险方向）》（讨论稿），按能力从低到高划分为四、三、二、一级，分别对应初中高和特级。其中初中级以理论考试为主，高级和特级需加上一定的综合评审，我们认为考试的回归短期可能对代理人规模形成一定的脱落压力，拖累新单销售进度，但长期来看分级制度有望从入口处提升代理人准入资质，对投保人的投保体验和服务保障有一定提升，同时也有利于改善险企形象，推动后续更有效的队伍转型。此外，从 10 月保费数据来看，“报行合一”下寿险增速放缓，但监管规范下有望压实寿险增长内在基础，迎来更高质量发展。

投资建议：1) **券商：**中央金融工作会议提出的培育一流投资银行逻辑仍然被市场关注，活跃资本市场的长逻辑不变，建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇；2) **保险：**代理人分级制度的推出有望推动队伍质态逐步改善，短期市场对报行合一政策担忧反应过度导致的超跌有望带来左侧机会，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。

4.风险提示

（1）房地产市场风险。若各地政策推动仍无法拉动购房预期的回升，后续仍会影响房地产投资的回升。

（2）国内政策落地不及预期，可能导致市场信心无法顺利恢复，进而影响经济的内生性增长。

（3）地缘政治事件导致通胀再次上升，引发海外货币政策超预期紧缩，进而出现全球经济衰退甚至萧条风险。

（4）中美关系的不确定性。美国进一步对国内高科技产业进行打压，导致相关产业供应链产生风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在 -20%—20% 之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 -10%—10% 之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15% 之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在 -5%—5% 之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15% 之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089