

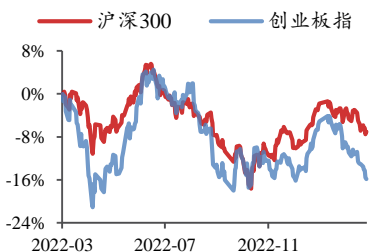
2023年03月20日

开源晨会 0320

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 传媒 | 4.894 |
| 计算机 | 4.111 |
| 通信 | 3.937 |
| 非银金融 | 1.899 |
| 石油石化 | 1.886 |

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 医药生物 | -1.562 |
| 美容护理 | -1.528 |
| 食品饮料 | -1.132 |
| 电力设备 | -0.714 |
| 银行 | -0.203 |

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】财政加力仍可期——1-2月财政数据点评——宏观经济点评-20230319

【宏观经济】预期之内的降准——宏观经济点评-20230318

【固定收益】部分工业品价格指标上升——经济高频周报-20230319

【固定收益】超预期降准意在释放稳增长信号——3月17日降准点评-20230319

【固定收益】1-2月经济修复明显，央行超预期降准——利率债周报-20230319

【金融工程】机构资金行为画像(2023年3月19日)——金融工程定期-20230319

【金融工程】300增强超额偏弱，头部私募中性策略表现较好——量化基金业绩简报-20230319

【金融工程】景气回暖聚焦优质赛道，创新医药配置价值凸显——工具化产品研究系列(22)-20230318

【中小盘】全面注册制落地，预计定增仍为再融资主流选择——中小盘周报-20230319

行业公司

【农林牧渔】白鸡利润可景气度高，生猪五一消费值得期待——行业周报-20230319

【地产建筑】央行年内首次降准，南京土拍热度回升——行业周报-20230319

【非银金融】降准提振信心，股指期货手续费下调降低交易成本——行业周报-20230319

【机械】央行降准落地，成长型、资金敏感型中小企业受益——行业周报-20230319

【煤炭开采】央行降准利好经济，非电煤需求大幅反弹——行业周报-20230319

【食品饮料】短期关注确定性，中期布局次高端——行业周报-20230319

【化工】锂盐价格回落，关注成本端受益分子筛行业——新材料行业周报-20230319

【建材】央行降准&地产基建预期改善，继续看多建材——行业周报-20230319

【计算机】周观点：积极拥抱AI大时代——行业周报-20230319

【化工】中国特色估值体系加速构建，磷肥价格坚挺运行——化工行业周报-20230319

【商贸零售】1-2月社零同比+3.5%，持续关注线下消费复苏——行业周报-20230319

【煤炭开采】煤炭复盘二十年，传统能源演绎价值重估——行业深度报告-20230318

【计算机】巨头陆续重磅发布，AI时代大幕开启——行业点评报告-20230317

【传媒】元宇宙系列4：硬件突破、AI赋能，XR内容或进入开悟之城——行业深度报告-20230317

研报摘要

总量研究

【宏观经济】财政加力仍可期——1-2月财政数据点评——宏观经济点评-20230319

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

财政收支节奏分化，收入增速下降，支出前置发力

(1) 公共财政收支节奏分化，收入节奏放缓，支出提速。1-2月全国一般公共预算收入累计45642亿元，同比降低1.2%。财政收入的负增可能与2022年1-2月税收收入高基数有关。完成进度来看，1-2月财政收入完成全年预算的21%，较2022年同期降低1个百分点，收入节奏放缓。支出进度高于2022、2021年同期水平。

(2) 税收收入同比下降，增值税、企业所得税增长强劲；消费税、个人所得税降幅靠前。税收收入39142亿元，同比下降3.4%；非税收入同比增长15.6%。税收与非税继续分化。增值税、企业所得税、出口退税等均呈现显著增长，体现实体经济边际修复。消费税、个人所得税、土地增值税等降幅较大，其中消费税的下降反映1-2月以汽车为代表的实物消费偏弱，预计2023年服务消费弹性较高，实物消费的修复仍待观察。

(3) 社保、卫生类支出大幅上行，基建类支出小幅上升。1-2月累计，全国一般公共预算支出40898亿元，同比增长7%。分项来看，社保、卫生类支出增幅较大，卫生健康支出同比增23.3%，或与2022年底疫情达峰，相关支出仍具备刚性有关。基建类支出增速扩大。农林水支出同比11.4%（2022年同期为4.5%）。

(4) 政府性基金收支增速均明显下滑。政府性基金收入增速降幅较大，主要受地产未明显改善、土地出让收入下降影响。1-2月地产销售虽边际改善，但仍处低位，地方政府土地出让收入大幅下降，1-2月土地出让收入5627亿元，同比下降29%，地方政府性基金同比下降26.1%。政府性基金支出增速下滑11%。

“国家账本”：2023年中央预算赤字增加、期待准财政加力提效

2023年财政预算报告出炉，“国家账本”体现了财政怎样的力度和方向？

首先，总量看，财政收支预算均扩张。预算赤字加在中央，中央财政加力力度强于地方。中央一般公共预算收入10.02万亿，同比增长5.6%。中央赤字安排3.16万亿，比2022年高出5100亿，以发行国债弥补。方向看，中央向地方转移支付资金主要集中在基建投资、医疗、绿色低碳等。其中安排基建投资资金共6800亿元，同比增加6.3%；教育、医疗方面中央安排资金也有明显增长。从2023年预算草案中中央资金的发力方向来看，基建、医疗、教育、绿色低碳将会是财政重点支持领域。

广义财政方面，地方政府卖地收入仍难有大幅改善，2023年财政对土地收入的预期偏弱。政府性基金收支预算均同比降低。专项债前置发力投向基建领域，预计全年基建投资增速将超10%。我们认为，2023年财政力度仍可期待，广义赤字率在6%左右，预算报告提出“优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，扩大财政支出规模”，可期待准财政发力对实际广义赤字的拉动。

风险提示：国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

【宏观经济】预期之内的降准——宏观经济点评-20230318

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

降准目的在于缓解银行间流动性压力、助力经济恢复

我们曾强调，2023年应是“稳货币、宽信用”，货币维持“克制的宽松”，力度有限，不过仍可能再降准降息。且我们在2022年11月降准时便提出“降准步长缩窄至25bp可能成为常态”。因此本次降准总体在意料之内。

降准的目的有以下几点：（1）缓解银行间流动性压力。1-2月信贷“开门红”要求银行加大信贷投放，派生存款催化缴准需求，银行超额存款准备金被加速消耗。此外，2月集中缴纳缓税，季节性上1-2月政府存款增加，资金流向央行，银行间资金偏紧。从资金面表现来看，银行间资金利率中枢上行且波动加大。我们测算和历史经验表明，通常央行在一年内需通过降准、结构性货币政策等释放超过2万亿基础货币。为缓解银行间流动性压力，并在年初完成足额基础货币投放，结合易纲行长3月3日的发言“用降准的这个办法来吐出长期的流动性、支持实体经济，还会是一种比较有效的方式来综合的考虑对经济的支持”，降准是一个重要的工具。（2）助力经济平稳修复。1-2月经济数据显示，开年经济有边际改善，但仍存部分不确定性。就业压力仍严峻、出口对工业生产的支持力度仍趋降、地产需求端修复延续性不确定，经济修复的持续性和斜率有待观察。随着两会结束，政策逐步落地实施，此时降准体现了政策稳增长的决心。（3）近期美国、欧洲银行业出现流动性危机，国内对金融机构的流动性和系统性风险重视度提升，降准是对潜在金融风险的提前防范。

降准推动银行延续信贷投放、积极信号提升经济修复预期、提振市场信心

本次降准大约释放长期资金5000-6000亿元，为银行节约负债端成本60-70亿元。首先，银行负债端成本的释放有助于银行加大对实体信贷投放的支持。目前经济的修复离不开宽信用持续性发力。预计后续基建配套贷款、制造业中长期贷款和房企融资端将延续改善。其次，经济修复的信心提升。MLF净投放和降准叠加出现的信号意义较为明显，即强调政策对于经济修复的决心与信心。从历史表现来看，降准后短期股指小幅上涨，3个月内上涨幅度扩大，创业板上涨胜率较高；降准后债券收益率普遍下行，国开债表现强于国债。因此我们认为本次降准将对市场预期起到积极作用，利好股债。但同时要看到，宽信用的传导还需居民端储蓄的释放，因此降准对需求提振的实际作用仍待观察。

后续降息可能性仍存，降准空间已逐渐缩小

降准体现了央行“以我为主”和偏宽松的货币政策态度。后续货币政策来看，上半年货币政策仍保持宽松以呵护经济恢复性增长。银行负债端成本节约为后续降息提供了可能的空间。例如调降1年期、5年期LPR以降低个人消费信贷成本、住房贷款成本，但幅度预计不大。“精准有力”的货币政策仍是全年基调。我们重申此前观点，2023年是“稳货币”，总量逐渐“克制”，结构性政策发力且将在消费加码，信用整体偏宽。

我们曾提示降准步长缩窄至25bp可能成为常态。从本次降准依然保持25bp的幅度可以印证，降准的空间已逐步缩小。本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，按照5%的隐含下限估算，未来还剩余260bp左右的降准空间。在流动性整体宽松、央行有补充流动性的其他结构性工具的背景下，后续若再次降准，幅度大概率保持在25bp。此外，过往央行实施降准之前，国常会通常提前1-2周预告，本次没有，需观察这种模式未来是否会发生变化。

风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

【固定收益】部分工业品价格指数上升——经济高频周报-20230319

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

部分工业品价格指数上升

生产端：生产端12个指标中，有8个指标更新。其中，6个指标与上周（第11周，下同）保持一致，1个指标出现下降，1个指标出现上升。钢材方面，高炉开工率保持近五年最高、唐山钢厂产能利用率保持近五年最高。汽车方面，全钢胎开工率保持近五年中位，半钢胎开工率保持近五年最高。化工方面，PTA开工率从近五年最低上升至近五年中位、PX开工率从近五年次低下降至近五年最低、涤纶长丝开工率从保持近五年最低、涤纶短纤负荷率保持近五年次低。

消费端：消费端 10 个指标中，有 8 个指标更新。其中，6 个指标与上周保持一致，2 个指标出现下降，多数指标处于偏高位置。汽车方面，乘用车零售量保持近五年次低，乘用车批发量保持近五年次低。轻纺方面，中国轻纺城成交量从近五年次高下降至近五年中位。电影方面，日均电影票房保持近五年中位。出行方面，北京地铁客运量保持近五年次高、上海地铁客运量保持近五年次高、广州地铁客运量从近五年次高下降至近五年中位、深圳地铁客运量保持近五年最高。

投资端：投资端 12 个指标中，有 9 个指标更新。其中 8 个指标与上周保持一致，1 个指标出现上升，多数指标处于中位的位置。地产方面，商品房成交面积保持近五年中位，二手房成交面积保持近五年最高。钢材方面，钢材价格保持近五年中位、热轧板卷价格保持近五年中位、螺纹钢价格保持近五年中位。沥青方面，石油沥青开工率保持近五年次低、沥青价格从近五年次高上升至近五年最高。水泥方面，水泥价格保持近五年最低、混凝土价格保持近五年最低。

出口端：出口端 5 个指标中，有 5 个指标更新。4 个指标与上周保持一致，1 个指标出现上升，多数指标处于中位的位置。价格端，CCFI 价格保持近五年中位、SCFI 价格从近五年次低上升至近五年中位、TDI 指数保持近五年次低、东南亚集装箱运价指数保持近五年次低、BDI 指数保持近五年中位。

价格端：价格端 21 个指标中，有 19 个指标更新。16 个指标与上周保持一致，1 个指标出现下降，2 个指标出现上升，多数指标处偏高位置。农产品方面，农产品价格从近五年最高下降至近五年次高、蔬菜价格保持近五年次高、水果价格保持近五年最高、猪肉价格保持近五年中位、牛肉价格保持近五年中位、羊肉价格保持近五年次低，鸡肉保持近五年最高，鸡蛋保持近五年最高、水产品价格保持近五年中位。工业品方面，工业品价格从近五年次高上升至近五年最高、金属价格处于近五年最高、有色价格保持近五年次高、黑色价格保持近五年最高、能化价格保持近五年次高、原油价格保持近五年中位、动力煤价格从近五年次高上升至近五年最高、焦煤价格保持近五年次高、布伦特原油保持近五年次高、WTI 原油价格保持近五年次高。

风险提示：政策变化超预期；大宗商品价格变化超预期。

【固定收益】超预期降准意在释放稳增长信号——3 月 17 日降准点评-20230319

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

此次降准虽是情理之中，但亦是意料之外

事后看，此次降准是情理之中：3 月初国新办发布会上，易行长讲话中提到降准，表示“用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”，因此落实降准是情理之中。

但此次降准亦是意料之外，超市场预期：首先，目前经济修复节奏较为理想，市场对总量货币宽松的期待降低，其次，央行已经连续四月超量续作 MLF，同时配合 OMO “削峰填谷”，3 月以来，无论狭义流动性、广义流动性缺口都不大；再次，过往降准往往先在国常会释放信号，后央行落实，此次仅由易行长在国新办发布会上提及降准，同时未明确表态近期降准；另外，就目前信贷投放情况看，缺的是信贷额度，而不是资金，也不是降低利率。

此次超预期降准的四个可能意图

第一，此次降准是两会之后第一个“具体措施”，意在释放稳增长信号。在当前时点，降准的信号意义可能大于实际效果。春节后一直债强股弱，市场对国内经济复苏的预期一直较为谨慎，海外市场黑天鹅事件频现，3 月份后虽然各种高频数据均指向国内经济仍在有序修复，但市场弱预期依然无法证伪，担心经济复苏的可持续性。此次超预期降准向市场释放了较强的稳增长信号，有利于扭转市场对“弱预期”的预期，提振市场信息。

第二，此次降准落地时间为 3 月 27 日，有呵护 3 月末的跨月流动性的目的。此次降准释放约 6000 亿流动性，叠加本月 MLF 近 3000 亿超额续作，合计投放流动性约 9000 亿，届时可以减轻跨季流动性压力，同时减少跨月逆回购操作，平滑资金利率的波动。

第三，确保4月信贷投放的连续性。2022年信贷具有非常强的脉冲波动特征，信贷的连续性较差，季初月份（4、7、10月）信贷投放量远低于往年同期，信贷的大幅波动不利于经济修复，同时也会影响市场信心，2023年要避免这一情况，降准释放资金是3月末到位，有助于确保4月信贷的连续性。

第四，此次降准可以缓解银行负债端压力，或为下调LPR做铺垫。2022年11月至今已经合计降准50bp，对缓解银行负债成本压力起到了较为显著的效果，此次降准可能也有为LPR下调进一步创造空间的政策意图。

当前债市需要警惕利好出尽的风险

此次降准对债市影响中性。货币市场利率大概率将继续围绕政策利率波动，不大起大落，为经济运行的整体回升提供有力的支持。

但当前债市需要警惕利好出尽的风险。3月17日降准消息释出后，10Y国债收益率先快速下行，后快速上行，收盘时已经完全抹掉了降准后的收益率下行空间。事实上，2022年以来，几乎每次宽货币政策出台都是降久期机会。如1月17日降息、4月15日降准、8月15日降息，11月15日降准，每次债市收益率都会出现短期低点，然后收益率很快就会反弹到宽货币措施之前，出现趋势性上行，宽货币对债市基本只有短时性影响。主要原因在于，总量货币政策宽松是稳增长的开始，此次央行降准表态“打好宏观政策组合拳”，预计后续会有更多宽财政、宽信用、宽地产等措施落地，这些有利于对基本面，但对债市不利。在当前债市可能需要警惕利好出尽的风险。

转债方面，按历史规律看，降准影响也较为有限，但可能边际修复市场的弱预期。

风险提示：政策变化超预期；疫情扩散超预期。

【固定收益】1-2月经济修复明显，央行超预期降准——利率债周报-20230319

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

1-2月经济修复明显，央行超预期降准

1-2月经济修复明显，工增同比+2.4%（前值+1.3%，下同），社零同比+3.5%（-5.9%），固投同比+5.5%（+3.2%），房地产开发投资同比-5.7%（-12.2%），制造业投资同比+8.1%（+7.4%），基建投资同比+12.2%（+10.4%）；3月15日，为维护市场资金利率合理充裕，央行超量续作MLF4810亿，MLF到期2000亿，OMO和MLF利率均继续维持不变；3月17日，央行宣布于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。美国2月CPI环比上升0.4%，预估为0.4%，前值为0.5%，为2022年12月以来新低。美国2月CPI同比上升6.0%，预估为6.0%，前值为6.4%，已连续第八个月下降，为2021年9月以来新低；在欧美央行激进加息的影响下，由于存款流失、期限错配等问题，导致硅谷银行、瑞信银行先后“暴雷”，欧美银行业风险仍有进一步扩散风险。

市场流动性情况监测：同业存单收益率整体下行，资金面边际收敛

央行本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）公开市场操作净投放7120亿元，其中开展7天逆回购4630亿元，到期320亿元，执行利率为2.0%，投放1Y期MLF4810亿，执行利率2.75%，MLF到期2000亿。下周预计回笼资金5130亿元，其中7天逆回购到期4630亿元。

货币市场层面，本周同业存单收益率整体下行，资金面边际收敛。本周商业银行同业存单发行规模虽较上周有所下降但依然维持高位，发行量7187.50亿元，较上周减少1462.8亿元，到期6052.5亿元，净融资1135亿元。银行间质押式回购日均成交额为5.92万亿，环比下降1.09万亿。截至本周五收盘，1M、3M、6M、1Y期同业存单收益率分为2.53%、2.47%、2.54%、2.71%，较上周五收盘分别变化+7.43bp、-3.37bp、-5.2bp、-2.29bp；受税期扰动，本周资金利率环比收敛，3月10日DR001、DR007、DR014分别报收2.25%、2.11%、2.25%，较上周五收盘分别变化44bp、9bp、16bp。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比减少，国债收益率全线微降

本周共发行利率债 45 只，利率债发行总额 4841.2 亿元，较上周环比减少 517.46 亿元。本周到期利率债 3105.52 亿元，净融资额 1735.68 亿元。后续等待发行利率债 95 只，其中国债 2880 亿元，地方政府债 3186.97 亿元，政策银行债 346 亿元，等待发行总额 6412.97 亿元。

本周债市表现较好，国债收益率全线小幅下行。截至 3 月 17 日收盘，1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债较上周收盘分别变化-1.4bp、-1.74bp、-0.9bp、-0.25bp。本周国债期限利差较上周扩大，10Y 期与 1Y 期国债利差变化+1.15bp，10Y 期与 2Y 期国债利差变化+1.49bp。国债期货价格环比上周收盘全线上涨，2Y、5Y、10Y 期国债期货价格较上周五收盘分别变动 0.09%、0.15% 及 0.22%。

海外债市跟踪：美国国债收益率全线显著下行，中美利差倒挂幅度大幅收敛

受欧美银行业流动性风险影响，本周美国国债收益率全线显著下行。3 月 17 日美国 1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债收益率较上周收盘分别变化-64bp、-79bp、-52p、-31bp。本周美债延续倒挂趋势，不同期限倒挂幅度大幅收敛，10Y 与 2Y 期美债利差-42bp，前值-90bp；10Y 与 5Y 期美债利差-5bp，前值-26bp。本周中美利差倒挂持续，倒挂幅度同样大幅收敛，其中 2Y 期中美国债利差-140bp，前值-217bp，较上周收敛 77bp；10Y 期中美国债利差-53bp，前值-84bp，较上周收敛 31bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

【金融工程】机构资金行为画像（2023 年 3 月 19 日）——金融工程定期-20230319

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001 | 盛少成（联系人）证书编号：S0790121070009

北上资金行为画像

北向总览：北上资金近一月（2023.2.22-2023.3.17，下同）累计净流出约 12 亿元，呈现微弱流出 A 股的节奏，但就近一周（2023.3.13-2023.3.17）来看，北上资金恢复流入势头。

分交易机构来看，交易型资金外资券商净流出累计约 26 亿元，配置型外资银行累计净流入约 14 亿元，近一月外资银行小幅流入，外资券商小幅流出，二者方向出现分歧。

在行业的选择上，外资银行和外资券商出现分歧的行业主要集中在大消费板块，比如食品饮料、医药生物、商贸零售，外资券商选择流入而外资银行却选择了流出。

在宽基指数上，外资在沪深 300 指数成分股上的累计净流出约 166 亿元；相比于沪深 300，中证 500 累计净流入约 14 亿元，中证 1000 累计净流入约 66 亿元。

在风格选择上，从全体机构来看，外资在成长和价值风格上皆净流出，其中在价值的个股上净流出约 88 亿元，在成长的个股上净流出约 34 亿元。从托管机构层面来看，外资银行略偏价值，外资券商略偏成长。在成长风格的个股上，外资银行净流出约 18 亿元，外资券商净流出约 16 亿元。对于价值类个股而言，外资银行净流出约 3 亿元，而外资券商净流出约 86 亿元。

在增减仓股票上，全体托管机构净增仓占比最高的个股是中控技术，净增仓比例达 2.97%；外资银行增持比例最高的标的为法拉电子，净增仓比例为 2.48%；外资券商净增仓占比最高的个股是弘业期货，占比达 2.37%。

知情交易者异动情况

按照通常习惯，资金流向依据挂单金额的大小，分为四种类型进行统计：超大单（>100 万元）、大单（20-100 万元）、中单（4-20 万元）和小单（<4 万元）。对于四种资金流而言，超大单和大单交易意愿更强，交易金额更大，在筹码流动的过程中更加主动，其异动往往有更高的信息含量，我们将其称为知情交易者。

其中反映知情交易者市场态度的 D 指标，即过去 20 个交易日异常净流入个数减异常净流出个数，近一个月

由正转负，显示出知情交易者对于市场走势较为谨慎。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】300 增强超额偏弱，头部私募中性策略表现较好——量化基金业绩简报-20230319

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 苏良（联系人）证书编号：S0790121070008

公募量化基金收益表现：300 超额小幅回落

为了对公募量化基金收益表现进行跟踪，我们将市场存续的公募量化基金分为三类：公募量化对冲基金、公募沪深 300 增强基金和公募中证 500 增强基金，定期统计不同类型公募量化基金的业绩表现，本报告数据截至 2023 年 3 月 17 日。

公募沪深 300 增强基金：2023 年 2 月 21 日以来公募沪深 300 增强基金整体超额收益率为 0.08%，2023 年以来公募沪深 300 增强基金整体超额收益率为-1.02%。2023 年以来，9 只沪深 300 增强基金超额收益为正，33 只沪深 300 增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的沪深 300 增强基金分别为：兴全沪深 300 指数增强 A（1.56%）、中金沪深 300 指数增强 A（0.87%）、国金沪深 300 指数增强 A（0.84%）。

公募中证 500 增强基金：2023 年 2 月 21 日以来公募中证 500 增强基金整体超额收益率为-0.24%，2023 年以来公募中证 500 增强基金整体超额收益率为-1.01%。2023 年以来，14 只中证 500 增强基金超额收益为正，31 只中证 500 增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的中证 500 增强基金分别为：长城中证 500 指数增强 A（2.37%）、安信中证 500 指数增强 A（2.09%）、华夏中证 500 指数智选 A（2.00%）。

公募量化对冲基金：2023 年 2 月 21 日以来公募量化对冲基金整体收益率为-0.55%，2023 年以来公募量化对冲基金整体收益率为-0.15%。2023 年以来，13 只量化对冲基金取得正收益，11 只量化对冲基金取得负收益，累计收益率排名靠前的量化对冲基金分别为：华夏安泰对冲策略 3 个月定开（5.42%）、海富通安益对冲 A（2.07%）、华泰柏瑞量化收益（1.78%）。

私募量化基金收益表现：中性策略业绩表现良好

我们选择私募量化中性精选指数，来衡量私募量化对冲策略的整体业绩表现。同时我们选取了管理规模相对较大的 10 家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。

从私募量化对冲精选指数的净值表现和周度收益来看，2023 年以来（20221231-20230310），私募量化中性产品的收益率为 1.66%。

我们选取了管理规模相对较大的 10 家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。2023 年 2 月，头部量化私募中性策略的平均收益率为 0.68%，月度收益率最高为 2.35%，月度收益率最低为-3.56%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】景气回暖聚焦优质赛道，创新医药配置价值凸显——工具化产品研究系列（22）-20230318

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 何申昊（联系人）证书编号：S0790122080094

医药生物行业景气度回升，基本面迎来新机遇

医药生物行业中权重最高的三个细分方向为化学制药、医疗服务以及中药。医药生物行业 100 亿以下市值的个股最多，总体偏向小盘。医药生物行业当前市盈率处于历史低位水平。医药生物行业景气度呈回暖趋势。医药生物行业预期景气度已连续 4 个月回升，边际修复明显。

从基本面视角，2023 年医药生物子行业中创新药及医疗服务赛道迎来积极因素催化。

创新药：创新药厂商持续投入研发，增长维持高位。从 licenseout 数量及金额上来看，国内创新药出海情况乐观，药物类型亦趋向多元化。

医疗服务：综合内生恢复和外延加速的因素，预计 2023 年医疗服务标的将拥有较大业绩弹性。内生恢复方面，随着疫情管控的放开，民营主营的专科医疗服务开始恢复。外延加速方面，2022 年底至今较多医疗服务机构加大融资力度和并购进度，龙头机构通过加速扩张有望获得更高外延业绩增速。

中证医药及医疗器械创新指数：量化优选医药标的

目前市场上，主流的医药主题指数有很多，中证医药及医疗器械创新指数（931484.CSI，简称医药创新指数）是唯一一只完全基于量化因子编制的医药主题指数。指数通过七个股票基本面指标构成四大量化因子，从 A 股医药卫生行业的上市公司中，选取 30 只盈利能力较好且具备一定成长性和研发创新能力的上市公司股票作为指数样本股，以反映兼具盈利性与成长性的医药及医疗器械上市公司股票的整体表现。中证医药及医疗器械创新指数通过将三个因子与规模因子进行融合，既能充分发挥各因子之间的优势，也能保证整体指数走势的稳定，更好地适应不同的市场环境。

中证医药及医疗器械创新指数偏好大市值公司，在医药类指数中估值较低，在同类指数中偏向成长、高估值风格。2023 年以来医疗创新 ETF 份额创新高，市场认可指数未来投资价值。

追踪高成长医药龙头：平安中证医药及医疗器械创新 ETF

平安中证医药及医疗器械创新 ETF 是市场上跟踪中证医药及医疗器械创新指数的 ETF 中规模最大的，也是国内市场首只 A 股“创新药+医疗器械+医疗服务”ETF。平安中证医药及医疗器械创新 ETF 具有优良的指数跟踪能力，将基金的跟踪误差控制在较低水平，基本实现了其将日均跟踪偏离度的绝对值控制在 0.2% 以内，近 3 年也实现了年化跟踪误差控制在 2% 以内的目标。

平安中证医药及医疗器械创新 ETF 基金经理为钱晶先生，ETF 管理经验丰富。目前在管基金 12 只，在管基金总规模达 80.61 亿元。

风险提示：指数表现基于历史数据，市场未来可能发生变化。对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【中小盘】全面注册制落地，预计定增仍为再融资主流选择——中小盘周报-20230319

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 钱灵丰（联系人）证书编号：S0790122050018

本周市场表现及要闻：工信部：加快 5G、工业互联网等信息基础设施建设

市场表现：本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）上证综指收于 3251 点，上涨 0.63%；深证成指收于 11278 点，下跌 1.44%；创业板指收于 2294 点，下跌 3.24%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 0.59%，小盘指数下跌 0.16%。2022 年以来大盘指数累计下跌 20.72%，小盘指数累计下跌 14.79%，小盘/大盘比值为 1.37。中科创达、凌云光、埃斯顿本周涨幅居前。

本周要闻：比亚迪将在东莞量产新能源发动机；宁德时代与北汽集团签署战略合作协议；小鹏 G6 将在年中发布并启动交付，下半年推纯电七座 MPV；工信部：加快 5G、工业互联网等新型信息基础设施建设；我国首款双源智能重卡下线。

本周重大事件：3 月 11 日，埃斯顿发布期权激励计划，其业绩指标：2023 年、2024 年、2025 年净利润不低于 3 亿元、5 亿元、8 亿元。

本周专题：全面注册制落地，预计定增仍为再投资主流选择

全面注册制落地，再融资发行条件进一步优化。证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，注册制

推广至全市场。2023年2月17日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。再融资发行条件进一步简化，定向增发简易程序以及定向可转债注册制推广至主板市场。

预计定增仍为上市公司再融资主流选择。《再融资注册办法》将再融资发行条件进一步简化，对于向特定对象发行股票仅规定消极条件。主要包括最近一年财务报告符合规定要求，控股股东、实际控制人最近三年不存在严重损害公司利益或者投资者权益的重大违法行为，不存在擅自改变前次募集资金用途且未纠正等情形。《证券发行与承销管理办法》对再融资发行承销的普遍适用条款作出规定，主要明确了上市公司发行证券应当在利润分配方案、公积金转增股本方案实施后发行，明确竞价方式向特定对象发行证券禁止参与的关联方范围等。

“小额快速”融资有望加速发展。《再融资注册办法》将“小额快速”融资的简易程序推广至主板。采用简易程序的，交易所在收到注册申请文件后，二个工作日内作出是否受理的决定，自受理之日起三个工作日内完成审核并形成上市公司是否符合发行条件和信息披露要求的审核意见。“小额快速”融资项目在科创板与创业板试点期间迅速增长。科创板和创业板于2020年分别发布和修订上市公司再融资简易程序（简称“小额快速”）相关政策，提升了融资效率。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、乾景园林）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：下游需求不及预期、市场竞争激烈、产品研发进度不及预期。

行业公司

【农林牧渔】白鸡利润可观景气度高，生猪五一消费值得期待——行业周报-20230319

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 李怡然（联系人）证书编号：S0790121050058

周观察：白鸡利润可观景气度高，生猪五一消费值得期待

白鸡养殖利润可观，一体化企业优势突出。白羽肉鸡终端价格景气，鸡苗价格位于6元/高位震荡。据Wind数据，2023年3月17日白羽肉鸡单位价格已经达10.44元/kg，鸡苗价格突破6.11元/羽，白鸡产业链上下游景气度同步上行。养殖利润来看，鸡苗价格持续高位的背景下，下游养殖端盈利仍较为可观。截至2023年3月17日，主产区毛鸡养殖利润为2.49元/羽，同比增长3.14元/羽。

猪病对生猪供给影响或在减弱，五一节日消费对猪价支撑值得期待。据涌益咨询数据，截至2023年3月17日，全国生猪销售均价为15.16元/公斤，周环比下跌0.31元/公斤。本周猪价继续回落，或主要受生猪供给增加，需求短期转弱影响。冬季猪病渐过高发期，对生猪供给端影响或正在减弱。据涌益咨询，截至2023年3月16日，生猪出栏均重122.05公斤/头，连续3周环比增长，二元母猪价格也未出现上涨，以上数据均显示3月以来非瘟等猪病对生猪供给影响在弱化。当前时点低猪价或吸引二次育肥进场，五一节日消费对猪价支撑值得期待。目前各生猪养殖上市公司股价均处相对低位，具备配置价值。

周观点：白羽肉鸡周期上行利润可观，猪价持续磨底成长企业占优

供需双驱白羽鸡价上行，全产业链盈利由年初展开。推荐种源优势的白羽一体化龙头企业圣农发展、白鸡屠宰龙头企业禾丰股份。

猪价持续磨底消耗现金，上市成长企业仍具发展优势。当前行业受益优先级为：成长性>规模性>投机性。

推荐：巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：华统股份、新希望等。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。非瘟疫苗商业化落地后，研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：普莱柯、科前生物、中牧股份等。

粮食价格高位震荡，转基因商业化东风已至。关注具备转基因技术优势的大北农；国内玉米育种龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科；相关受益标的荃银高科、先正达（拟上市）。

本周市场表现（2023.3.13-2023.3.17，下同）：农业跑输大盘 0.26 个百分点

本周上证指数上涨 0.63%，农业指数上涨 0.37%，跑输大盘 0.26 个百分点。子板块来看，畜养殖、种子、种植板块领涨。个股来看新五丰（+17.17%）、丰乐种业（+12.53%）、永安林业（+6.80%）领涨。

本周价格跟踪：本周仔猪、白羽鸡苗、对虾价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，2023 年 3 月 17 日全国外三元生猪均价为 15.22 元/kg，较上周下跌 0.34 元；仔猪均价为 37.77 元/kg，较上周上涨 0.19 元/kg；白条肉均价 19.14 元/kg，较上周下跌 0.46 元/kg。3 月 17 日猪料比价为 3.96:1。自繁自养头均利润-255.15 元/头，环比-53.11 元/头；外购仔猪头均利润-478.79 元/头，环比-108.63 元/头。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 6.11 元/羽，环比+1.66%；毛鸡均价 10.44 元/公斤，环比-0.10%；毛鸡养殖利润 2.49 元/羽，环比-0.75 元/羽。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

【地产建筑】央行年内首次降准，南京土拍热度回升——行业周报-20230319

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：央行年内首次降准，南京土拍热度回升

2023 年前两月统计局销售数据相对于 2022 年全年降幅有所收窄，2 月新房及二手房价格环比上涨城市超过半数。我们跟踪的 64 城新房面积连续两周同比实现增长，23 城二手房连续四周成交面积同比超 80%，销售市场回暖节奏持续超预期。南京一批次土拍四宗地块触顶摇号，销售改善带动投资热度回升。央行年内首次宣布降准，保持流动性合理充裕，住房按揭利率仍有下调空间，刚性和改善需求有望持续释放。我们认为当前对于地产政策底已经相对明确，新房市场基本面复苏态势初显，二手房成交持续回暖，市场信心有望持续提升，行业估值将持续修复，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：央行全面降准 25BP，前两月统计局销售数据边际改善

中央层面：央行决定于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。统计局数据显示 1-2 月全国商品房销售面积 1.51 亿平，同比下降 3.6%；房地产开发投资额 1.37 万亿元，同比下降 5.7%。统计局数据显示 2 月新房、二手价格环比上涨城市分别有 55 个和 40 个，天津、宁波、济南等城新房涨幅领先，上海、北京等二手房涨幅领先。

地方层面：厦门、东莞等地推动保租房落地，厦门推出 4000 套保租房上市。徐州在市区购置新建普通商品住房的，允许原有一套权属登记满 1 年且不满上市交易时限的普通商品住房上市交易。襄阳申请公积金贷款可添加共同还款人。

市场端：新房成交同比增长，南京一批次土拍收官

销售端：2023 年第 11 周，全国 64 城商品住宅成交面积 437 万平米，同比增加 33%，环比增加 5%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 3848 万平米，累计同比下降 10%。全国 23 城二手房成交面积为 221 万平米，

同比增速 94%，前值 87%；年初至今累计成交面积 1709 万平方米，同比增速 53%，前值 48%。

投资端：2023 年第 11 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3847 万平方米，成交土地规划建筑面积 1191 万平方米，同比下降 29%，成交溢价率为 3.9%。南京 2023 年首批次集中供地出让 11 宗地块，包含 2 宗拆迁安置用地，最终 4 宗触顶、3 宗溢价、4 宗底价成交，揽金 176.69 亿元，总规划建面 91.25 万方，平均溢价率 7.98%。非摇号地块中保利发展、中国海外发展、大悦城各落一子，四宗摇号地块分属万科、招商蛇口、伟星地产和昆山钜康。

融资端：国内信用债发行同比增长

2023 年第 11 周，信用债发行 169.5 亿元，同比增加 57%，环比增加 1%，平均加权利率 3.64%，环比减少 18BPs；信用债累计同比发行 1056.3 亿元，同比增长 6%；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【非银金融】降准提振信心，股指期货手续费下调降低交易成本——行业周报-20230319

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）观点：降准提振经济复苏信心，股指期货手续费调降利好券商和期货公司

3 月 17 日，央行公布降准 0.25 个百分点，本次降准超市场预期，叠加 3 月 15 日 MLF 超额续作，释放资金合计约 8000-9000 亿，利于稳定银行负债，提振经济复苏信心，提升市场风险偏好，利好券商和保险板块。继续看好互联网券商和低估龙头券商，推荐负债端改善领先的寿险标的，关注多元金融领域低估值、基本面改善明显且受益于央企改革的标的。

券商：股指期货平今仓手续费下调利好高频交易，衍生品监管强化

（1）本周日均股基成交额 9953 亿，环比+6%，截止 3 月 17 日，2023 年累计日均股基成交额 9629 亿，同比-13%；本周新发偏股/非货币基金 111/200 亿，环比+26%/-57%，3 月基金新发环比显现改善趋势；本周北向资金净流入 148 亿。（2）中金所表示，3 月 20 日起股指期货平今仓交易手续费调整为成交额的万 2.3，上一次调整为 2019 年 4 月调降至万 3.45，平今仓手续费下调利于降低高频交易成本，利好券商和期货公司包括衍生品、量化交易和资管等多项业务。为加强衍生品市场监管，促进市场健康发展，防范风险，证监会发布《衍生品交易监督管理办法》征求意见稿，以功能监管为导向，制定统一行为规范和法律责任，推进交易标准化、鼓励进场交易和集中结算，对非集中结算的衍生品交易可增加资本金和保证金要求，限制结构过度复杂的衍生品合约，严禁通过衍生品监管套利。此外，政策预留空间，防止“一刀切”对市场造成不当限制。（3）超预期降准利于提振经济复苏信心，提升市场风险偏好，首批主板注册制企业完成注册，IPO 改善临近，基金新发逐步向好，继续推荐兼具 α 和 β 的轻资本互联网券商，受益标的同花顺，推荐东方财富和指南针。传统券商推荐东方证券和国联证券，受益标的中信证券。

保险：降准利于提振经济复苏信心，利好保险资产端，负债端转型逐步见效

（1）本周中国平安披露 2022 年年报，根据公司业绩说明会，公司预计 2023 年寿险改革效果将进一步出现，2023 年全年和一季度 NBV 同比有望实现正增长。（2）保险销售数据端有望持续改善，2022 年保险负债端各季度基数均较低，疫情后需求复苏、代理人转型见效以及储蓄型保单需求提振有望驱动全年保险负债端修复超预期。2022 年基金新发预冷，银行理财出现部分产品破净，从供给和需求看，银保渠道有望成为 2023 年负债端复苏的重要看点。（3）保险资负两端改善有望贯穿全年，降准利于提振经济复苏信心，利好保险，首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保和中国平安，推荐负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿，推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

受益标的组合

券商&多元金融：同花顺，东方财富，指南针，中信证券，东方证券，国联证券，广发证券；江苏金租，中粮资本，中航产融。

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，友邦保险。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

【机械】央行降准落地，成长型、资金敏感型中小企业受益——行业周报-20230319

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

央行降准落地，成长型、资金敏感型中小企业受益

央行宣布将于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，预计释放超5000亿元流动性。

我们认为，降准有利于推动社会融资成本降低，改善市场预期、提振实体有效融资需求，促进整体经济复苏。从企业角度看，一方面，降准有望提振下游资本开支，提升机械设备等需求；另一方面，可缓解制造业企业资金压力，降低融资成本，尤其是项目投资周期、账款回收周期较长的企业。从投资角度看，流动性宽松的环境相对更有利于成长风格，尤其利好成长型、资金敏感型中小企业。从投资角度看，流动性宽松的环境相对更有利于成长风格，尤其利好成长型、资金敏感型中小企业。

我们看好通用设备、专用设备中顺周期结构化机会，以及工业母机、工控自动化等政策加持、自主可控和自身强 α 三重受益的国产替代行业，同时关注核电等国家政策支持和主导投资、下游资本开支明确、叠加自身强 α 的行业。

中沙伊发表联合声明，能源、机电出海迎来利好

2023年3月10日，中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国在北京发表三方联合声明。此前，我国以分别与沙特、伊朗签署发表全面战略伙伴关系协议和联合声明，拟在农业、能源等领域与两国展开多项合作，加强推进“一带一路”建设和共同发展。

沙特油气、新能源双轮驱动，海外公司享政策利好。中沙合作在石油化工领域纵向纵深，氢能、能源数字化转型等领域横向拓展，双方合作交流有望在传统能源全产业链穿透传导，能源数字化、石化设备需求增容。2017年沙特启动国家可再生能源计划（NREP），相关政策涵盖太阳能、风能、氢能及海外投资有益等多个领域。我国在光伏等新能源领域发展迅速，能源基础和技术优势与沙特互补，能源出海有望迎来政策机遇。伊朗机电设备需求旺盛，油气、风光潜力大。汽车行业是伊朗第二大产业，但伊朗国内现有的汽车及配件生产能力有限，必须大量依赖进口，中国机电产品占市场的50%左右。此外，伊朗跨越两个主要油气富集区，日照时间长，也是全球最适合建造大型风电场的地区之一。其丰富的能源储备和地理优势与我国光伏、风电等新能源领先技术上优势互补。目前，伊朗已制定新能源发电全额采购和高额固定上网电价等发展扶持政策。中伊有望进行合作的产业广泛，潜力可观。

受益标的

能源设备：海鸥股份、华荣股份、兰石重装、科新机电；工业母机：宇环数控、华中数控；工控自动化：江苏雷利、鼎泰高科；光伏设备：苏大维格、芯碁微装。

风险提示：实体经济刺激水平不及预期；中沙、中伊合作推进不及预期；国际形势与地缘政治风险。

【煤炭开采】央行降准利好经济，非电煤需求大幅反弹——行业周报-20230319

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

央行降准利好经济，非电煤需求大幅反弹

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）秦港 Q5500 动力煤平仓价报价 1115 元/吨，小跌 1.59%。动力煤方面：供给端：本周晋陕蒙 442 家煤矿产量 2807 万吨，环比微跌；1-2 月全国原煤产量 7.3 亿吨，同比增长 5.8%，但增幅出现明显缩窄。进口煤方面，3 月新公式印尼动力煤 HBA 价格 283 美元/吨，环比上涨 2.2%。1-2 月我国进口煤同比大增是因为 2022 年低基数效应，环比 11-12 月却下降 4%，且当前到中国港口并不具备价格优势；需求端：近期天气转暖，电厂日耗环比下滑属正常季节性现象，但从农历年看，日耗仍超过往年同期，侧面反映二三产的需求恢复更强。后期判断：供给方面，产量增量仍存在不确定性，内蒙古阿拉善盟矿难事件将导致全国安监形势趋严，国家矿山安监局发布通知安全专项整治将持续至 2023 年底，预计 2023 年煤矿开工将受到一定限制；进口煤不存在总量冲击，澳煤的放开更多是结构调整，且印尼 3 月底进入斋月也会对总量产生影响；需求方面，当前电煤日耗在复工复产及稳增长政策好于 2022 年同期，本周非电煤的水泥、化工等开工率大幅提升，在当前市场现货煤价格更多反映非电煤需求的背景下，现货煤价具备更强的向上动能。炼焦煤方面：供给端几乎无新增产能，供给仍偏紧，一定程度上受到矿难影响；进口澳洲炼焦煤价格明显高于国内并无价格优势；需求端，1-2 月我国基建投资完成额同比+12.2%，全国钢厂高炉开工率自 1 月 6 日起连续 11 周上涨，螺纹钢价格近半年来维持上涨趋势，且当前钢厂钢材库存大跌，均反映下游需求持续向好。后期判断：供给端，炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策，蒙古国新交易机制仍将影响中蒙的煤炭贸易总量，澳洲焦煤当前仍无明显价格优势，预计进口量有限，长期来看也仅是结构调整；需求端，两会政府工作报告提出 GDP 增速为 5% 左右的目标，预计相应的稳增长政策将加快部署和落地，炼焦煤需求有望继续向好。投资逻辑与建议：从供给端而言，2023 年全年安监力度或将加大，影响全年整体产量释放，需求端，农历年电煤日耗同比仍大幅高于 2022 年同期，且反映非电煤需求最重要的水泥、煤化工开工率大幅上行。我们对全年供需基本面的判断是，供给端的产量释放增速是有限的，之前的矿难是偶发因素，导致短期供给的再收缩，需求端的弹性更为明显，全年经济增速目标和稳增长的政策将成为抬升需求的主要抓手。中国人民银行决定于 3 月 27 日降低存款准备金率 0.25 个百分点，本次降准有助于缓解银行流动性压力，延续银行信贷投放，提升经济修复预期，提振市场信心。国内 2 月社融数据表现亮眼侧面反映了经济向好，美联储加息引发硅谷银行 SVB 破产，后续加息有望放缓也有利海外经济。我们对全年的煤价仍保持乐观，认为煤价会随着经济恢复而逐季向上，煤价上行也将是股价上行的重要催化剂，2023 年煤炭板块行情均是动力煤价格连续反弹所致。我们认为当前煤价已经完成了底部验证，煤价不具备再大幅下行的基础，供紧需增的基本面有望继续抬升煤价。对于股票而言，我们认为煤炭股价自 2022 年 9 月底以来已调整充分，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处历史谷底（PB 要用 PB-ROE 体系分析），具有足够高的安全边际；在前述供需基本面的判断下，碳中和政策将致使煤价长期维持高位，煤炭企业的高盈利高分红高股息率也有望持续，且煤企年报披露时间临近，高分红可期；煤炭板块基金持仓低位、其他板块已获资金轮动，导致当下煤炭股更具性价比。此外，对下半年我们仍认为需求恢复及供给受限，煤价有超预期上涨的可能，或将再创全年高点，此时也即将迎来第二波投资机会。动力煤股票需更多关注经济恢复带来的火电增量，炼焦煤股票需更多关注政策对基建落地及地产新开工政策的支持。此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块也存在利多因素，上市煤企多为央企国企，且持续高盈利高分红低估值，煤炭股具备提估值基础，国务院国资委将 ROE 纳入国企考核指标，也将进一步促进央企高分红。冶金煤受益标的：山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业（含转债）；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源（煤化工且有拿煤矿意愿）；海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、山煤国际；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

【食品饮料】短期关注确定性，中期布局次高端——行业周报-20230319

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（分析师）证书编号：S0790521060001 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

核心观点：社零数据验证复苏趋势，一季报关注确定性

3月13日-3月17日，食品饮料指数跌幅为1.5%，一级子行业排名第18，跑输沪深300约1.3pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.3%)、其他酒类(-0.5%)表现相对领先。目前主要品牌白酒价格呈现上行趋势。春节库存快速去化后，经销商恐慌情绪得到缓解节后商务宴请场景持续恢复，次高端价位段白酒动销明显提速。当前酒厂关注动销情况，通过开瓶扫码等方式提升开瓶率，我们判断市场库存可能进一步下降。此外，酒企注重市场基础建设及消费者培育，如费用规划细致、周期长；增加市场销售人员；增加旅游、品鉴、终端店互动等活动。统计局公布社零数据，1-2月社零总额同比增3.5%，其中餐饮增长9.2%，表现出明显复苏。烟酒类与粮油食品类增速分别为6.1%与9.0%，环比均有较大幅度改善，也与市场此前预期相符。叠加部分公司发布1-2月业绩预告，普遍表现较好，奠定全年复苏基调，也逐渐形成一季度预期。我们判断短期行情可能与一季报相关性较大，建议按照确定性原则布局，短期以高端白酒与地产酒为主；随着降准释放流动性，后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来机会，中期角度也可提前布局。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、嘉必优、甘源食品

(1) 贵州茅台：2022年业绩预告符合预期，公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(2) 五粮液：白酒市场快速修复，渠道库存低位，批价逐渐回暖。公司加大市场投入力度，全年有望实现超预期增长。(3) 嘉必优：计提减持是一次性影响，积极关注新国标配方获批催化剂和订单进展，展望后续国际市场开发确定性高，化妆品市场可能取得突破，合成生物学相应产品有望量产，持续看好。(4) 甘源食品：零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量，叠加棕榈油价格同比回落，预计年内业绩弹性较大。

市场表现：食品饮料跑输大盘

3月13日-3月17日，食品饮料指数跌幅为1.5%，一级子行业排名第18，跑输沪深300约1.3pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.3%)、其他酒类(-0.5%)表现相对领先。个股方面，南桥食品、一鸣食品、立高食品涨幅领先；ST通葡、妙可蓝多、嘉必优跌幅居前。

酒业数据新闻：2023年1-2月烟酒类零售额1109亿

3月15日，国家统计局发布数据公告，1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%。按消费类型分，1-2月份，商品零售68638亿元，同比增长2.9%，其中，烟酒类零售额1109亿元，同比增长6.1%（来源于酒说）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【化工】锂盐价格回落，关注成本端受益分子筛行业——新材料行业周报-20230319

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（联系人）证书编号：S0790121070017 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）行情回顾

新材料指数下跌2.37%，表现强于创业板指。半导体材料涨0.99%，OLED材料跌0.07%，液晶显示跌0.32%，尾气治理跌2.48%，添加剂跌2.32%，碳纤维跌4.16%，膜材料跌3.43%。涨幅前五为中芯国际、晶瑞电材、康强电子、南大光电、容大感光；跌幅前五为菲利华、沃特股份、聚胶股份、方邦股份、普利特。

新材料周观察：锂盐价格回落增厚分子筛利润，建龙微纳有望受益

分子筛是一类具有规则而均匀的孔道结构的无机晶体材料。分子筛成本主要以原材料为主，部分变压吸附制氧分子筛吸附剂产品利润受锂盐价格影响较大。2022年分子筛上游主要原材料中烧碱、氢氧化铝、硅酸钠价格保持稳定，但锂盐价格自2021年以来持续上涨，由2021年初的5万元/吨，迅速上涨至57万元/吨，使下游分子

筛企业利润承压。自 2022 年 11 月底锂盐价格达到峰值以来，锂盐价格持续下降，截至 2022 年 3 月 18 日已下降至 26.6 万元/吨。伴随锂盐价格的持续回落，分子筛利润空间有望持续修复。锂分子筛主要在变压吸附制氧机中作为核心耗材使用，在医疗制氧与家用制氧领域需求广阔。据我们测算，预计 2023-2025 年我国制氧机分子筛需求量分别为 1.36/1.51/1.81 万吨。建龙微纳是我国分子筛吸附剂领域龙头企业，公司锂盐主要用于生产 JLOX-100 系列产品，2022H1 锂盐材料成本占公司总营业成本的 27.27%。截至 2022 年 6 月，公司拥有成型分子筛产能 4.2 万吨/年，分子筛原粉产能 4.3 万吨/年，预计 2024 年底公司成型分子筛、分子筛原粉总产能将分别达 7.21 万吨/年、6.11 万吨/年。未来公司有望充分受益于锂盐价格下降带来的利润增厚与产能释放带来的规模增长。受益标的：建龙微纳。

重要公司公告及行业资讯

【中航高科】年度报告：公司 2022 年实现营业收入 44.46 亿元，同比增长 16.77%；实现归母净利润 7.65 亿元，同比增长 29.40%。公司 2022 年度拟每 10 股派送现金股利 1.65 元。

【松井股份】合同签订：公司与攸县人民政府签订《投资合同》，公司拟以自有或自筹资金在湖南省攸县高新技术开发区范围内投资兴建汽车涂料建设项目，项目计划总投资额为人民币 20 亿元。

受益标的

我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代的历史性机遇：【电子（半导体）新材料】：昊华科技、鼎龙股份、国瓷材料，阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、松井股份、彤程新材等；【新能源新材料】：泰和新材、晨光新材、宏柏新材、振华股份、百合花、濮阳惠成、黑猫股份、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等；【其他】利安隆、建龙微纳等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【建材】央行降准&地产基建预期改善，继续看多建材——行业周报-20230319

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 薛磊（联系人）证书编号：S0790121120050 | 朱思敏（联系人）证书编号：S0790122050026

央行降准&地产基建预期改善，继续看多建材

本周三（3月15日），国家统计局发布经济数据：2023年1-2月全国固定资产投资（不含农户）同比+5.5%，其中地产、基建投资增速为-5.7%、+9.0%，前值为-10.1%、+9.4%。细分结构来看，水利/公共设施/道路运输/铁路运输投资同比+3.0%/11.2%/3.0%/17.8%，公共设施和铁路投资增幅明显。2023年新增专项债规模同比增长且明显前置，基建投资有望继续维持高增。除财政前置、专项债支持力度持续加大外，国家将“优先支持在建项目、尽快形成实物工作量”作为主要目标，基建项目有望加速落地。受益标的：上峰水泥、华新水泥、海螺水泥、东方雨虹、科顺股份、伟星新材。2023年1-2月全国房地产新开工/竣工/施工/销售面积同比-9.4%/+8.0%/-4.4%/-3.6%（2022全年同比-39.4%/-15.0%/-7.2%/-24.3%）。在政策呵护下，地产复苏迹象显现，其中竣工和销售方面改善较为亮眼。资金方面，2023年1-2月房地产开发企业到位资金 2.13 万亿元，同比-15.2%，而 2022 全年增速为-25.9%，销售端回暖使得房企资金流出现改善。本周五，央行宣布将于 3 月 27 日降准 0.25pct，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。经济已在温和复苏，但要完成全年 5.0%GDP 增速目标，仍需要宽松的货币政策支持，流动性释放、融资成本降低有望加快基建、地产项目落地。在疫情宽松政策以及财政前置加速的背景下，优先推荐提前布局零售和工程业务的消费建材企业以及受益于原材料供需格局改善的玻璃行业。消费建材板块，受益标的：（1）业绩修复弹性较大的东方雨虹和三棵树，受益地产销售回暖以及自身渠道布局，基建工程和零售业绩兑现预期较强，在节后未出现疫情高峰的背景下，业绩有望超预期。（2）经营稳健的伟星新材，深耕零售业务，地产下行周期背景下业绩呈现较强韧性。玻璃板块，一方面，受益于竣工带动需求逐步修复，另一方面，成本端纯碱新建 600 万吨产能或将于 Q2-Q3 集中释放，盈利能力修复弹性增强，受益标的：信义玻璃、旗滨集团。“双碳”时代下，风电、光伏成为能源低碳转型的重要途径，受益于政策红利以及产业技术迭代，产业链景气度有望显著

提升。2023年或是光伏、风电装机大年，碳纤维、光伏玻璃、玻纤将会持续受益需求的增长。受益标的：光威复材、中复神鹰、旗滨集团、福莱特、中国巨石、中材科技、金晶科技、耀皮玻璃。

行情回顾

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）建筑材料指数下跌 0.66%，沪深 300 指数下跌 0.21%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.45 个百分点。近三个月来，沪深 300 指数上涨 0.14%，建筑材料指数下跌 1.50%，建材板块跑输沪深 300 指数 1.64 个百分点。近一年来，沪深 300 指数下跌 5.17%，建筑材料指数下跌 8.99%，建材板块跑输沪深 300 指数 3.82 个百分点。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 18 日，全国 P.O42.5 散装水泥均价 390.34 元/吨，环比微跌 0.07%；水泥-煤炭价差为 234.47 元/吨，环比微涨 0.04%；全国熟料库容比 51.76%，环比下降 3.43pct。

玻璃：截至 3 月 18 日，全国浮法玻璃现货均价 1763.66 元/吨，环比上涨 24.88 元/吨，涨幅为 1.43%；光伏玻璃均价为 159.38 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石焦油价差为 18.75 元/重量箱，环比提升 19.90%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 12.15 元/重量箱，环比提升 21.90%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 20.85 元/重量箱，环比提升 8.32%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 91.73 元/重量箱，环比持平。

玻璃纤维：截至 3 月 18 日，无碱 2400 号缠绕直接纱主流出厂价为 3800-4200 元/吨不等，SMC 合股纱 2400tex 主流价为 4600-5200 元/吨，喷射合股纱 2400tex 主流价为 6600-7600 元/吨。

风险提示：经济增速下行风险；疫情反复风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【计算机】周观点：积极拥抱 AI 大时代——行业周报-20230319

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2023.3.13-2023.3.17，下同），沪深 300 指数下跌 0.21%，计算机指数上涨 4.81%。

周观点：积极拥抱 AI 大时代

（1）AIGC 掀起人工智能的新一轮浪潮

上一轮的 AI 浪潮主要以计算机视觉、语音识别等为代表的人工智能单点技术实现突破为主，催生了人工智能在特定场景的初步应用。我们认为新一轮的 AI 浪潮是以 AIGC 为主要突破点，如果说上一轮 AI 浪潮取代的是一些体力劳动，那么新一轮 AI 浪潮取代的是一些初级的脑力劳动，有望带来更为深刻的产业变革。

（2）AI 三大要素即算法、算力和数据的迭代与演进，促进了 AIGC 技术发展

算法层面，深度变分自编码（VAE）、生成对抗神经网络（GAN）、扩散模型（DiffusionModel）、Transformer、VisionTransformer（ViT）等 AI 技术汇聚发展，为 AIGC 的发展提供了技术底座。算力层面，算力芯片的不断迭代和更新，进一步加速了 AIGC 的发展。例如，英伟达在 2022 年推出了 H100，在推理大模型方面，H100 的吞吐量比上一代的 A100 高 30 倍。三种负载下对比 A100 效率提升，训练 Transformer 模型从 5 天缩短到了 19 小时，而在结合了英伟达多项尖端软硬件条件下，整个模型训练从 7 天缩短到了 20 小时，效率提升了 9 倍。数据层面，海量数据的积累和沉淀，为模型训练提供肥沃的土壤。

（3）从消费互联网到产业互联网，AIGC 有望带来深刻的产业变革

在消费互联网侧，随着 AIGC 生成的内容种类越来越丰富，内容的质量不断提升，AIGC 将作为新型的内容生产基础设施对既有的内容生成模式产生变革影响。AIGC 已经率先在办公、电商、影视、娱乐、资讯等数字化程度高、内容需求丰富的行业取得显著发展，市场潜力逐渐显现。在产业互联网侧，未来 AIGC 有望融入 OA、ERP

等管理软件、CAD/CAE 等工具软件，推动成本下降及效率提升，带来广阔的想象空间。

投资建议

3月16日微软 Microsoft365Copilot 及百度文心一言的推出，展示了下一代 AI 生产力技术带来的产业变革，进一步提振了市场关注度。算法和场景领域，推荐三六零、科大讯飞、拓尔思、福昕软件、致远互联，受益标的包括金山办公、万兴科技、上海钢联、卓创资讯等；数据领域，受益标的包括海天瑞声；算力及芯片领域，推荐中科曙光、浪潮信息、海光信息、龙芯中科、中国长城，受益标的包括寒武纪、景嘉微等；音视频领域，受益标的包括淳中科技、魅视科技、当虹科技、熵基科技等。

风险提示：政策推进不及预期；IT 投入不及预期；行业竞争加剧。

【化工】中国特色估值体系加速构建，磷肥价格坚挺运行——化工行业周报-20230319

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 徐正夙（联系人）证书编号：S0790122070041

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）行业观点一：构建中国特色的估值体系，当前国企估值低位、潜力大

证监会日前召开的 2023 年系统工作会议指出，逐步完善适应不同类型的企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。中国证券报认为，目前我国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段，资本市场也将面临估值切换。目前的估值体系过于看重财务数据，对企业类型、业务模式等系统因素不够重视；过于强调公司业绩的增长性，对业绩的不确定性不够重视；过于强调增速，对安全、质量不够重视。经济从高速增长转向高质量增长，资本市场的估值体系也要从现有估值体系转向中国特色估值体系。我们认为，中国特色估值体系，融合了资本市场的一般规律和我国资本市场的特色，有望给予国有上市公司更准确的估值。目前国企承担着我国经济发展的重要角色，是确保国家经济安全和科技进步的重要力量。在高质量发展阶段，国有企业的风险溢价更低，理应享有更高的估值。我们对化工企业央企、国企进行了梳理，涉及企业估值水平大多处于低位，具有较大提升潜力。

本周行业观点二：磷酸一铵、磷酸二铵价格继续强势运行

据百川盈孚数据，截至 3 月 17 日，55%一铵市场均价为 3303 元/吨。需求方面，当前复合肥企业采购心态较为谨慎，主要以刚需采购为主，处于春季肥扫尾阶段。二铵市场稳中向上，截至 3 月 17 日，二铵市场均价 3815 元/吨。原料方面合成氨市场大幅下调，磷矿石方面价格持稳，硫磺市场震荡下行，二铵成本支撑减弱，但供应依旧偏紧，价格保持强势。

行业新闻：万华化学 120 万吨/年乙烯项目举行开工仪式

万华化学 120 万吨/年乙烯项目举行开工仪式。3 月 15 日，据石油和化工园区公众号新闻，3 月 9 日万华化学 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目乙烯裂解装置举行现场开工仪式，项目进展顺利。该项目预计于 2024 年 10 月开始陆续投产。受益标的：万华化学。

受益标的

【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、扬农化工、新和成、赛轮轮胎等；【化纤行业】泰和新材、新凤鸣、华峰化学、新乡化纤、三友化工、海利得等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、中欣氟材、东岳集团等；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、双环科技、山东海化、雪天盐业、中泰化学、新疆天业、滨化股份等；【三氯氢硅&硅烷】宏柏新材、晨光新材、三孚股份；【农化&磷化工】云图控股、和邦生物、川发龙蟒、云天化、湖北宜化、川恒股份、兴发集团、东方铁塔、盐湖股份、亚钾国际等；【硅】合盛硅业、新安股份、硅宝科技；【其他】黑猫股份、江苏索普、苏博特等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行。

【商贸零售】1-2月社零同比+3.5%，持续关注线下消费复苏——行业周报-20230319

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

1-2月社零同比+3.5%，关注黄金珠宝、医美等线下消费复苏

本周，国家统计局发布社零数据：2023年1-2月我国社零总额为77067亿元（同比+3.5%），增速超过Wind一致预期（+2.9%），疫情影响已经逐渐消退，1-2月社会消费稳步恢复。分渠道看：2023年1-2月实现全国实物商品网上零售额为17476亿元（同比+5.3%），占社零比重为22.7%（较2022年1-2月+0.7pct），线上渠道稳定增长；线下渠道方面，2023年1-2月超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+2.3%/+10.0%/+5.5%/+3.6%/-5.4%，除专卖店外，多数线下业态均平稳恢复。分品类看：必选消费相对稳健；可选消费方面中化妆品类、金银珠宝类同比分别+3.8%/+5.9%，增速较2022年12月分别+23.1pct/+24.3pct，其中金银珠宝类商品在同期高基数下（2022年1-2月同比+19.5%）仍录得较好增长；随着疫情对消费场景限制解除叠加春节假期外出聚餐活动增加，线下接触型消费明显回暖，1-2月餐饮收入8429亿元（同比+9.2%）。根据政府工作报告，“扩大内需、恢复并扩大消费”将是2023年工作重点之一，当前线下出行场景已呈现较好复苏态势，叠加促消费政策助力，我们认为线下消费将迎来结构性、阶段性复苏，黄金珠宝、医美等板块有望受益。

行业关键词：启道智能、拦截物流、润百颜、抖音集星、洞隐科技

【启道智能】智能无人零售系统研发商启道智能完成2000万元天使轮融资。

【拦截物流】快手电商推出“拦截物流”服务。

【润百颜】润百颜品牌定位升级为“玻尿酸科技修护美学”品牌。

【抖音集星】抖音生活服务机构平台升级为“抖音集星”。

【洞隐科技】供应链SaaS服务商洞隐科技宣布完成超亿元A轮融资。

板块行情回顾

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同），商贸零售指数报收2655.46点，上涨0.67%，跑赢上证综指（本周上涨0.63%）0.04个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第8位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2023年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周青木股份（+40.7%）、壹网壹创（+15.2%）、中成股份（+12.2%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：国货化妆品龙头品牌强者恒强，重点推荐华熙生物、珀莱雅、鲁商发展、贝泰妮，受益标的巨子生物等；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，重点推荐区域医美机构龙头朗姿股份、医美产品龙头爱美客；

投资主线三（线下消费）：疫后消费逐步复苏，关注线下消费赛道优质公司，珠宝钻石板块重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【煤炭开采】煤炭复盘二十年，传统能源演绎价值重估——行业深度报告-20230318

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

双碳背景下产能周期无法顺利开启，煤炭周期属性正在弱化

复盘煤炭二十年，煤炭行业以周期逻辑为主。2003-2022年，煤炭行业可分为四个主要阶段：2003-2011年，需求带动产能扩张的“黄金十年”；2012-2015年，产量释放，产能过剩的“艰难时刻”；2016-2020年，供给侧改革淘汰落后产能，带动行业“重回正轨”。2021年-至今，疫后复苏，碳中和，俄乌冲突下的“能源危机”。除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。2022年以来煤炭周期属性弱化。2021年煤价先涨后跌，股价紧随煤价，周期属性明显。2022年以来，政策调控下，电煤长协价格的相对稳定及长协签约率的提升，导致煤企盈利趋于稳定，股价与煤价关联性减弱，煤炭行业周期属性趋于弱化。新的产能周期无法顺利开启。当前煤炭行业本应处于产能扩张周期的初期，但供给侧改革成果巩固，“双碳”政策限制煤炭消费预期，新批产能明显减少，煤企新建产能意愿转弱，传统能源亦向新能源转型，煤企倾向于高盈利高分红，难以开启新的产能周期。

煤炭板块估值处于历史低位，具有很高的安全边际

当前煤炭板块 PE、PB 都处于极低水平。当前煤炭板块 PE、PB 都处于极低水平。截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块市盈率 PE (TTM) 为 6.70 倍，处于 2001 年至今的历史谷底。从历史估值低点看，煤炭板块当前基本面更接近于 2005 年的盈利向好时期，但当时 PE 仍比当前高 24.6%。煤炭板块 PB 为 1.38 倍，2005 年低点比当前仍高 2.9%。从 PB-ROE 角度看，煤炭估值明显折价。截至 2023 年 3 月 10 日，煤炭板块实际市净率仅 1.38，相比其他行业，市净率估值折价 64%。对煤炭板块历史 PB-ROE 拟合，均衡线对应 PB 应为 3.16，实际 PB 折价 56%。与公用事业相比，煤炭市净率平均值折价 66%。

确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能

煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑。2022 年以来，煤炭行业受政策管控明显，政策明确了动力煤价格合理区间，中长期合同成为煤市稳定器，长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显，估值重构逻辑已在中国神华开始演绎。“中特估值”促央国企价值重估，煤炭行业充分受益。政策高度重视国央企价值实现与估值提升，净资产收益率考核指标促进国企高分红，煤炭行业是典型的国央企集中行业，具备高盈利、高分红、低估值特点，具有很强提估值逻辑。能源转型提供拔估值可能。碳中和背景下，煤企能源转型已经开启，煤企四种能源转型途径均有提估值可能。

投资建议：短期底部，中长期提估值，底部布局正当时

我们认为当前煤价已经完成了底部验证，煤价不具备再大幅下行基础，供紧需增的基本面有望继续抬升煤价。煤炭股价自 2022 年 9 月底以来已调整充分，当前无论是 PE 还是 PB 估值都已处底部 (PB 要用 PB-ROE 体系分析)，具有足够高的安全边际；在前述供需基本面的判断下，碳中和政策将致使煤价长期维持高位，煤炭企业的高盈利高分红高股息率也有望持续，且煤企年报披露时间临近，高分红可期；煤炭板块基金持仓低位、其他板块已获资金轮动，导致当下煤炭股更具性价比。下半年需求恢复及供给受限，煤价有超预期上涨的可能，或将再创全年高点。此外，“中国特色估值体系”对煤炭板块也存在利多因素，上市煤企多为央国企，且持续高盈利高分红低估值，煤炭股具备提估值基础，国务院国资委将 ROE 纳入国企考核指标，也将进一步促进央企高分红。冶金煤受益标的：山西焦煤、潞安环能、平煤股份、淮北矿业 (含转债)；高成长标的：广汇能源、中煤能源、宝丰能源 (煤化工标的且有拿煤矿意愿)；海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创、山煤国际；销售结构稳定且高分红的受益标的：中国神华、陕西煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源 (含转债)、电投能源、永泰能源。

风险提示：经济增速下行风险；供需错配风险；可再生能源加速替代风险。

【计算机】巨头陆续重磅发布，AI 时代大幕开启——行业点评报告-20230317

陈宝健 (分析师) 证书编号：S0790520080001 | 闫宁 (联系人) 证书编号：S0790121050038

百度文心一言、微软 Copilot 相继发布，AI 时代大幕开启

3 月 15 日以来，OpenAI GPT-4、百度文心一言、微软 Microsoft 365 Copilot 等重磅产品相继发布，AI 时代大幕开启。微软面向办公场景的 Microsoft 365 Copilot 表现惊艳，实际效果超出预期，具备了真正的智能和理解水平。

百度文心一言生态圈持续扩大，围绕大模型有望催生 MaaS 服务、行业模型精调、应用开发三大产业。我们认为，GPT 持续突破，带动 AI 技术在下游应用快速推广，AI 办公、AI 视频等细分场景有望率先落地；随着模型迭代升级和下游应用铺开，对于算力和数据的需求将持续提升，持续看好 AI 应用以及数据算力两条投资主线。

微软发布 AI 办公产品，助力生产力腾飞

3 月 17 日，微软发布 Microsoft365Copilot。Copilot 是微软推出的企业级 AI 系统，目前已发布面向 CRM、ERP 系统的 Dynamics365Copilot 和面向办公场景的 Microsoft365Copilot。Microsoft365Copilot 由 365 应用（Word/Excel/PPT 等）、Graph（用户个人数据）、大语言模型（包括 GPT-4 模型）三部分构成。在 OpenAI 最新的 GPT-4 模型支持下，可以实现 Word 文本生成、Excel 数据分析、PPT 图片生成等功能，助力生产力腾飞。

我们认为，Copilot 最大亮点在于将用户个人数据应用于预训练模型，即将用户请求与用户数据（邮件、文件、会议等历史信息）结合，经过预处理后再输入 GPT-4 模型，生成与用户相关的个性化结果，甚至可以帮用户规划从未做过的事，实际效果超出预期，具备了真正的智能和理解水平。

百度发布文心一言，或将催生三大产业

3 月 16 日，百度正式发布文心一言。文心一言基于百度万亿级网页和十亿级搜索数据以及 5500 亿知识图谱事实，应用包括文学创作、商业文案创作、数理逻辑推算、中文理解以及多模态生成（图片、语音）。截至发布会当日 21 点，申请文心一言 API 调用服务测试的企业突破 6.5 万，目前已经有 650 家企业互联网、媒体、金融、保险、汽车、企业软件等公司加入百度“文心一言”生态，生态圈持续扩大。围绕大模型，未来或将催生三大产业机遇：对外输出模型服务（MaaS）、对行业模型进行精调、基于大模型底座进行应用开发。

投资建议：持续看好 AI 应用以及数据算力两条投资主线

(1) GPT 模型持续突破，带动下游应用快速展开，AI 办公、AI 视频等细分场景有望率先落地：AI 办公受益标的包括金山办公、彩讯股份、福昕软件、致远互联、ST 泛微，AI 视频受益标的淳中科技、海康威视、大华股份、当虹科技，其他受益标的包括科大讯飞、三六零、拓尔思、同花顺、万兴科技、格灵深瞳、云从科技。

(2) 随着模型迭代升级和下游应用铺开，对于算力和数据的需求将持续提升：受益标的包括景嘉微，海天瑞声、浪潮信息、中科曙光、寒武纪。

风险提示：技术发展不及预期；商业落地不及预期；政策支持不及预期。

【传媒】元宇宙系列 4：硬件突破、AI 赋能，XR 内容或进入开悟之坡——行业深度报告-20230317

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

VR 新品密集发布叠加 AI 赋能创作，C 端 VR 内容产业或进入黄金发展期

VR 产业链包括三大环节：硬件、内容及应用场景。目前硬件中光学、显示技术等环节的技术更新趋势已然显现，Pancake 光学方案在轻薄、成像质量上更具优势，能有效缩减 VR 设备体积与重量，或成为未来主流 VR 设备首选方案。AI 与 VR/AR 技术的融合一方面能帮助 VR 开发人员迅速搭建 VR 场景，提高 VR 内容制作效率，另一方面可以帮助 VR 技术更好的模拟现实世界，增强用户沉浸感。此外，头部产品对行业整体出货量拉动作用明显，2022 年以来，VR 新品密集上线，头部产品 Pico4 和 QuestPro 以及预计 2023 年上线的苹果 MR 产品，同时配合随新品一同推出的内容应用，有望带动 VR 硬件出货提速。当前 VR 内容产业仍属于蓝海，硬件突破及 AI 赋能或推动 VR 内容生态迎来爬坡期。

C 端 VR 内容生态或遵循“轻度休闲游戏—社交、直播—重度游戏”发展路径

随着手机硬件与移动互联网的发展与用户需求的提升，手机应用生态呈“轻度休闲游戏—社交—视频/直播—重度游戏”的发展路径。借鉴手机应用发展历史，我们认为 VR 内容生态或遵循“轻度休闲游戏—视频/直播/社交—重度游戏”发展路径，目前轻度休闲游戏仍是主流 VR 应用，视频、直播等应用形态快速发展，Pico《三体》

等 VR 互动叙事故事以及 VR 演唱会直播等重点内容有助于培育用户习惯，有望加速引导用户从移动互联网向 VR 平台迁移。VR 社交与娱乐等内容融合性强，且更具沉浸感，有望成为搭建虚拟与现实的桥梁。此外，《Half-Life: Alyx》发售不到一年销售超过 200 万套，体现了重度 VR 游戏的商业化潜力较大，随 VR 硬件的成熟，大型重度游戏或为重要的 VR 应用趋势。

政策助力及疫后线下文旅消费复苏驱动下，B 端 VR/AR 沉浸式内容空间打开

随着 VR/AR 相关政策规划陆续出台与线下应用场景的持续拓展，VR/AR 等技术与实体经济及多行业融合发展趋势将不断推进，叠加疫后线下消费复苏，VR/AR 技术带来的沉浸式内容在工业、文旅、线下娱乐、教育等领域的商业化空间将逐渐打开。

投资建议

C 端建议关注 Meta、Pico 内容生态，Pico 从游戏、视频、直播、社交等全面布局 VR 内容生态，依托字节集团内容优势，或有望通过视频、直播等构建 VR 生态壁垒。游戏方面，具备较强游戏研发能力的公司在 VR 内容研发中或更具优势，重点推荐完美世界、网易-S、腾讯控股，受益标的包括恺英网络、宝通科技、电魂网络、三七互娱等。视频与直播方面，视频平台、短视频平台与直播平台是重要的内容提供方，重点推荐芒果超媒、快手-W，受益标的包括哔哩哔哩-W、浙文互联等。B 端建议关注线下文旅 VR/AR 沉浸式内容供应商，重点推荐兆讯传媒，受益标的包括风语筑、锋尚文化、大丰实业、飞天云动、凡拓数创、恒信东方等。

风险提示：VR 硬件销量不及预期；VR 内容面临监管；线下消费复苏不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn