

万联晨会

2023年03月20日 星期一

概览

核心观点

上周五A股两市震荡收涨,上证指数收涨0.73%,深证成指收涨0.36%,创业板指下跌0.36%,两市成交额上行至9736亿元,北向资金净流入71.83亿元,上周持续一周净流入。成长风格领涨,消费风格领跌,行业多数上涨,传媒、计算机、通信行业领涨,Chat GPT、AIGC、AI算力、网络游戏等概念指数涨幅靠前,GPT-4发布,实现了与office结合,新模型在多方面表现更优。医药、食品饮料、电力设备及新能源行业领跌,中药、仿制药、医疗器械等概念指数跌幅靠前。两会召开带来政策主题投资,两会召开后,可逐步关注企业一季报表现。本周美联储将召开议息会议,市场聚焦于瑞信收购案和美国银行业危机进展,我国LPR利率将于3月20日公布。

央行在周五降准25bp,金融机构存款准备金率降至7.6%,释放流动性约6000亿元,央行也提出“打好宏观政策组合拳”。3月15日起超额续作MLF,净投放了2810亿元,已经补充了银行体系的部分流动性。今年以来DR007利率中枢上移,3月资金面边际好转,但依然偏紧,降准有利于呵护市场流动性,推动经济开局向好。从已经公布的经济金融数据来看,我国经济表现较好,政策传递了呵护市场的信号,后续有待推出更多政策。短期来看,降准有助于抬升A股市场的风险偏好。行业方面可以关注:1)美联储加息预期降温,叠加海外市场波动,黄金有避险作用,可以关注黄金表现。2)政策环境利好下,可中期布局国企改革、数字经济等主题板块。

研报精选

策略: 估值回升势头放缓

宏观: 经济好转, 政策有待进一步发力

银行: 硅谷银行风险事件分析

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,250.55	0.73%
深证成指	11,278.05	0.36%
沪深300	3,958.82	0.50%
科创50	1,015.76	2.35%
创业板指	2,293.67	-0.36%
上证50	2,628.59	0.22%
上证180	8,426.54	0.59%
上证基金	6,566.41	0.80%
国债指数	199.65	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	31,861.98	-1.19%
S&P500	3,916.64	-1.1%
纳斯达克	11,630.51	-0.74%
日经225	27,333.79	1.2%
恒生指数	19,518.59	1.64%
美元指数	103.86	-0.56%

主持人: 于天旭

Email: yutx@wlzq.com.cn

核心观点

上周五 A 股两市震荡收涨，上证指数收涨 0.73%，深证成指收涨 0.36%，创业板指下跌 0.36%，两市成交额上行至 9736 亿元，北向资金净流入 71.83 亿元，上周持续一周净流入。成长风格领涨，消费风格领跌，行业多数上涨，传媒、计算机、通信行业领涨，ChatGPT、AIGC、AI 算力、网络游戏等概念指数涨幅靠前，GPT-4 发布，实现了与 office 结合，新模型在多方面表现更优。医药、食品饮料、电力设备及新能源行业领跌，中药、仿制药、医疗器械等概念指数跌幅靠前。两会召开带来政策主题投资，两会召开后，可逐步关注企业一季报表现。本周美联储将召开议息会议，市场聚焦于瑞信收购案和美国银行业危机进展，我国 LPR 利率将于 3 月 20 日公布。

央行在周五降准 25bp，金融机构存款准备金率降至 7.6%，释放流动性约 6000 亿元，央行也提出“打好宏观政策组合拳”。3 月 15 日超额续作 MLF，净投放了 2810 亿元，已经补充了银行体系的部分流动性。今年以来 DR007 利率中枢上移，3 月资金面边际好转，但依然偏紧，降准有利于呵护市场流动性，推动经济开局向好。从已经公布的经济金融数据来看，我国经济表现较好，政策传递了呵护市场的信号，后续有待推出更多政策。短期来看，降准有助于抬升 A 股市场的风险偏好。行业方面可以关注：1) 美联储加息预期降温，叠加海外市场波动，黄金有避险作用，可以关注黄金表现。2) 政策环境利好下，可中期布局国企改革、数字经济等主题板块。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

估值回升势头放缓 ——策略跟踪报告

投资要点：

全市场估值跟踪：截至 3 月 10 日，同花顺全 A 市盈率、市净率分别为 14.08x、1.68x，处于 2010 年以来 24.17%、42.19%的分位数水平。上证 50、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 市盈率分别为 9.36x、11.04x、18.27x、35.16x、35.83x，其中沪深 300 市盈率处于 36.09%历史分位数水平，在主要指数中分位数水平最高，创业板指市盈率仅处于历史 11%分位数水平。与年初相比，中证 500 指数市盈率回升 5.89%，修复幅度较大，创业板指市盈率则下滑 1.99%；近一个月，主要指数市盈率普遍下滑，成长板块估值下滑较为严重，创业板指和科创 50 市盈率分别下滑 9.52%和 3.56%。

从风格指数看，截至 3 月 10 日，金融、周期、消费、成长、稳定风格指数市盈率分别为 6.42x、12.99x、26.53x、29.23x、13.94x，消费风格与稳定风格估值水平均位于 70%历史分位数水平以上，其中稳定风格处于 97.04%的历史分位数水平，在主要风格指数中分位数水平最高。年初至今，金融风格市盈率显著下滑 16.00%，稳定风格市盈率修复幅度最大，上升 15.85%。近一个月，稳定风格市盈率延续上升态势，提升 8.42%，其余风格指数市盈率均出现小幅下滑。

截至 3 月 10 日，创业板指/沪深 300、中证 500/沪深 300、科创 50/沪深 300 市盈率比值分别为 3.18、1.65、3.24。年初至今，中证 500/沪深 300 市盈率之比小幅提升 2.09%，创业板指/沪深 300 市盈率比值下滑程度最大，下滑 5.51%；近一个月，创业板指相对沪深 300 市盈率比值继续下滑。

行业估值跟踪:截至3月10日,在申万31个一级全行业中,剔除行业内估值为负的企业后,市盈率最高为下游的社会服务行业,达到62.05x,其次国防军工PE为54.71x,第三是下游的计算机行业为49.36x;市净率排名前三的行业分别是食品饮料、美容护理和计算机,市净率分别为7.04x、5.37x、4.13x。与年初相比,当前大部分行业的市盈率和市净率有所提高。其中,通信提升幅度最大,主要受益于国家数字化战略。近一个月以来,受春节后市场情绪波动、资金流入速率减缓影响,各行业市盈率和市净率小幅回落。其中,通信行业估值逆势走强。受汽车购置税去年年底到期以及降价影响,汽车行业估值回落幅度最大。截至3月10日,按行业当前动态市盈率所处2010年来历史分位数划分,社会服务、农林牧渔、食品饮料、汽车行业超过历史70%分位数,其中社会服务行业处于历史89.85%分位数。

热门概念板块估值跟踪:截至3月10日,粤港澳大湾区、数字经济、国企改革、新能源汽车、新材料等热门概念板块市盈率分别为22.93x、36.22x、11.58x、4.47x和10.36x。年初至今,各热门概念板块市盈率均有不同程度提升,数字经济板块市盈率上升22.91%,上升幅度最大;近一个月以来,各板块市盈率小幅波动,数字经济板块市盈率延续升势,继续上升3.22%。

风险因素:经济修复不及预期;企业盈利不及预期;监管政策收紧。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

经济好转，政策有待进一步发力

——1-2月经济数据点评

事件:工业增加值累计同比增速2.4%,环比0.12%。固定资产投资累计同比5.5%。社会消费品零售总额累计同比3.5%。

工业生产增速回暖,制造业增速上行,采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业回落。年后生产快速修复,铁路、船舶、航空航天等运输设备同比涨幅最快,稳增长政策效果有所显现,中游设备制造业景气度不弱,出口韧性带来的支撑延续。高技术产业增速放缓,工业机器人、集成电路产量跌幅继续加深。原煤和天然气生产增速加快,煤炭进口大幅回升,水泥和钢材增速上行。

服务业生产指数上行,疫情影响快速衰减,线下消费和服务快速修复。今年春节返乡人次大幅提升。道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业景气度较高。

投资整体上行,房地产投资跌幅收窄,销售转好,竣工增速转正。2月为传统成交淡季,政策放松,前期疫情影响下累积的需求释放,销售增速上行。房企资金来源跌幅收窄,销售上行带来一定提振,但房企资金链依然承压,拿地依然谨慎,“集中供地”也影响了拿地节奏。房企新开工、施工跌幅收窄,保交房政策下,竣工增速快速转向正增。房地产投资短期压力仍大。

基建投资提振效果延续,制造业投资边际回落。专项债投放节奏前置给基建形成支撑,基建投资中电力投资为重要拉动。今年专项债新增额度虽然高于2022年,但实际资金量低于去年。预期上半年基建增速有望维持高位,但高基数可能带来一定拖累。疫后企业经济逐步转好,但春节、疫后生产、高基数作用带来一定影响。新兴产业的产品生产增速放缓,未来仍有一定上行空间。

消费增速反弹,餐饮收入快速反弹转正,形成较强拉动,限额以上消费弱于社零。消费半径的扩大,连续两年低基数作用和春节走亲访友等给上涨形成一定拉动。限额以上企业零售修复速度慢于整体,小型企业、个体工商户等得到较多修复。消费者信心指数底部小幅上行,消费者信心不足问题依然存在。餐饮、化妆品、金银珠宝等可选消费提振最为显著,房地产下游消费好转,政策优惠退出形成提前消费的影响下,汽车消费转弱。

春节和疫情共同作用下，就业走弱。失业率上行至 5.6%。从年龄结构来看，16-24 岁年轻和相对廉价的劳动力失业率攀升。随春节效应逐步减弱，线下消费继续修复，应届春招逐步开启，预期就业将有所上行。

经济整体转好，但仍需政策刺激。海外经济仍有较大不确定性，我国居民消费信心不足问题较为明显，居民就业依然承压，部分结构性问题有待政策进一步发力。

风险因素：疫情再袭导致消费修复受阻，房地产销售不及预期，海外衰退超预期带动出口下滑。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

硅谷银行风险事件分析

——银行行业跟踪报告

事件：

硅谷银行金融集团宣布大规模再融资引发市场担心该银行流动性及资产负债问题，股价暴跌 60%，影响波及银行业板块及美股市场。

投资要点：

美国监管一系列应对措施：DFPI 宣布因“流动性不足和资不抵债”接管硅谷银行。FDIC 表示将前硅谷银行的所有存款(包括投保和未投保)以及几乎所有资产转移到“桥银行”，该机构的所有存款人都将得到全额补偿。美联储为符合条件的储蓄机构提供额外的资金创建新的工具 BTFP。

硅谷银行金融集团资产负债表分析：2019 年-2021 年，存款大幅增长。2022 年末存款同比下滑 8.5%。长短期借款的增加弥补了存款的下滑。由此带来的长短期借款的利息支出达到了 3.26 亿美元。另外，无息存款较 2021 年下滑近 36%，占总存款的比重下滑 20 个百分点。付息存款占比的上升，进一步增加了利息支出。资产端，2020 年增加较多的是贷款和可供出售资产，而 2021 年持有至到期投资增加了 816 亿美元。从公司持有的可供出售资产和持有到期资产的结构看，主要以国债和住房抵押证券为主。加权的平均收益率都不高，在 1.60%左右，公司估算的加权平均久期在 5.7 年。

后续影响分析：2020 年初到 2021 年末，为了应对新冠疫情对经济的影响，美国先后出台了很多宽松政策。联邦政策利率下调，并大量购买国债等资产，资产规模迅速扩张，与此同时，加码财政政策，公共债务也迅速上升。政策刺激下，美国资产价格持续走高。金融机构的资产规模、营收和净利润也水涨船高。2022 年 3 月，随着美国通胀的持续大幅走高，宏观政策转向紧缩。过去一年，美联储连续加息并缩表，利率风险陡增。FDIC 数据显示，2022 年美国银行业浮亏达到 6200 亿美元。总结来看，流动性宽松，金融机构资产负债表扩张，资产负债期限错配严重，加息周期面临较高的利率风险。在短期利率高于长期利率的背景下，负债成本明显上升，持有资产的价格下跌，负债端规模波动，引发流动性风险。中小银行受制于负债端结构单一、集中度高等因素影响，风险相对较高。

投资策略：美国银行业风险事件对国内银行业的冲击或相对有限。开年经济修复符合预期，后续经济持续改善有望推动银行板块估值继续提升。需重点关注消费端增长的变化，以及居民端收入预期的变化情况。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。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。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并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。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的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。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。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，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场