



康明怡 | 东兴证券宏观分析师

S1480519090001, 021-25102911, kangmy@dxzq.net.cn

海外宏观：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp

2月通胀整体回落略有放缓，但仍保持下降趋势。住宅贡献CPI超70%，其他如食品、娱乐、家装和机票亦有贡献；二手车和医疗继续下降。虽然市场关心扣除住宅后的服务核心通胀，但这不是衡量整体通胀的最好标的。由于服务业就业仍在大幅增长，人手短缺，短期较难有效回落属于正常现象，预计仍有一个季度左右。同时，扣除住宅以外的核心服务通胀占CPI比重为27.6%，住宅占34.4%，若根据美联储的预计，下半年住宅分项将见顶，也可对冲其余服务核心通胀压力。

通胀仍是加息第一决定因素，SVB事件至多影响加息速度。预计3月加息0或25bp，仍维持5.25%以上衰退概率加大的观点。从英国央行在处理养老金爆仓时的表现来看，央行可以帮助解决流动性问题，但不会将加息的权重从通胀移开。SVB大规模配长期国债和MBS，占总资产50~60%之间，远高于全美商业银行20%以内。SVB事件至多影响加息速度，不会影响加息终点。美联储需要时间考察这一事件是否有更加广泛的影响，因此，3月不加息或者25bp均在合理动作之内。根据以往经验，在失业率升高和通胀压力仍在这两者之间，美联储大概率还是会先选择后者。非农在上半年快速填补细分服务业与疫情之前的差距有助于下半年通胀压力的缓解，避免加息延续至下半年。我们仍维持加息至5.25%以上衰退风险加大的观点。

市场方面，若无降息预期，美十债下限为3%~3.15%，正常波动范围为3.4%~3.9%，上限为3.9%~4.1%。受SVB事件影响，市场不再预期美联储提升加息终点的行为，各期限美债利率显著下降。我们维持美债上限判断。若市场出现降息预期，美十债下限位于2.7%~2.85%。美股方面，一季度反弹基本验证，长期趋势仍保持中性。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

参考报告：《东兴宏观：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp》20230313



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-j-yjs@dxzq.net.cn

汽车：乘用车需求承压，汽车出口维持高增长

行业需求孱弱，纯燃油车加速下滑。2022年2月1日-2月6日为春节假期，非春节假期天数为22天，2023年2月非春节天数为28天，非春节假期天数增加27.3%，但乘用车销量仅增长10.9%，1-2月累计下降15.2%。2022年底购置税减半政策的退出客观上透支了2023年需求。

混动将是解决A级车电动化的有效方案：2月插电混动汽车销售14.9万辆，同比增长98.0%，1-2月累计销售27.0万辆，同比增长68.6%。而纯电动汽车2月销售37.6万辆，同比增长43.9%，1-2月累计销量66.2万辆，同比增长8.4%。插电混动增长大幅领先纯电动汽车。我们认为，A级车仍然是汽车需求最大的市场，其电动化的实现需要与燃油车竞争，而混动车型在成本、经济型、驾乘体验上更具备优势，混动化将是解决A级车电动化的有效方案。

我国汽车出口方兴未艾。电动化时代，我国在新能源汽车产业链上具备竞争优势，我国汽车出口进入高速增长阶段。据中汽协，2022年累计出口量311.1万辆，增长54.4%，2023年1-2月累计销量63.0万辆，增长52.9%，持续维持高速增长态势。其中，1-2月乘用车出口52.2万辆，同比增长57.7%，商用车出口10.8万辆，同比增长32.9%。新能源汽车出口17万辆，占比27%，增长62.8%。

投资策略：1) 零部件，我们重点关注电动、智能化带来格局重塑的细分行业，部分国内优秀企业实现产品越级，由2-3级供应商升级为一级供应商，或通过横向开拓产品扩大市场空间。我们重点推荐冷锻工艺行业新坐标，具备较强的新产品拓展能力；铝合金压铸行业爱柯迪、嵘泰股份；电连接器行业的永贵电器；受益智能汽车测试需求提升的中汽股份（详见相关报告汇总）。2) 整车板块，我们看好广汽集团中长期发展，埃安的高端化进程持续推进、传祺受益新一代混动产品逐步复苏、两田在产品的换新将是公司中长期发展的有力保障。

风险提示：汽车行业复苏不及预期、新能源汽车销量不及预期、原材料价格上涨超预期等

参考报告：《汽车行业2月销量点评：乘用车需求承压，汽车出口维持高增长》20230313



孟斯硕 | 东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004, 010-66554035, mengssh@dxzq.net.cn

餐饮：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长

零食很忙、零食有鸣等平价新零售业态在 22 年快速成长，渠道的扁平化和垂直化带来了巨大的流量红利，也令很多休闲食品企业参与其中，并在渠道红利中快速获利。

2020—2022 年，商超等业态被分流，向外释放市场份额，量贩零食店凭借效率异军突起。这些零食折扣店以低价为流量导入口，快速的在下线市场成长起来。以零食很忙为例，全年新增门店 1200 家，全国门店总数突破 2000 家，全国门店零售营业额达 64.45 亿。

零食企业也纷纷参与到平价新零售业态的增长中来，盐津铺子与当下热门零食量贩品牌零食很忙、零食有鸣、戴永红、零食优选等深度合作；甘源食品将产品导入到平价零食销售中来；良品铺子与投资机构黑蚁资本联合投资量贩零食企业赵一鸣零食，通过股权布局平价零食赛道。我们认为休闲零食赛道渠道的红利，会给零食企业也带来增长，成为企业新的增长点。

风险提示：经济复苏不及预期，行业成本上涨超预期。

参考报告：《食品饮料行业：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长》20230307



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, liuhang-yjs@dxzq.net.cn, 021-25102909

电子：继续推荐维信诺

维信诺是 OLED 领军企业，具备较强的技术优势和客户优势，公司 2022 年市场份额为 6.8%。公司 OLED 业务收入近 3 年 CAGR 为 54.69%，资本支出/折旧摊销处于历史较低水平，随着良率和产能爬坡，业绩有望进入释放期。

高端 OLED 产品渗透率持续提升，折叠屏手机的快速渗透将拉动柔性 OLED 市场增长。随着国内 OLED 显示技术提升，国内手机厂商持续导入本土 OLED 面板厂商，维信诺作为 OLED 领域老牌领军企业，将直接受益于高端渗透与国产替代，市占率有望持续提升。

公司拟资产注入合肥维信诺，合肥维信诺规划产能为 30K 片/月，本次资产注入将较大程度提升公司盈利能力。参考拟发行股份及支付现金购买维信诺的股份发行价格，当前股价具备较高的安全边际。

投资建议：预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 -1.48 元，-0.79 元和 -0.08 元，当前股价对应 2023 年 PB 为 0.88 倍，相较于同行京东方（1.26 倍 PB）与 TCL 科技（1.55 倍 PB）估值水平已明显低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。

参考报告：《维信诺（002387）：高端渗透与国产替代并进，手机 OLED 份额跃居全球前三》20230310



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建材：政策抑制地产下滑，基建发力估值修复进入第二阶

需求改善，玻璃和水泥价格双升。本周玻璃价格继续上涨，3月16日全国5mm玻璃价格为1714.29元/吨，较上周四提高25.72元/吨，但同比仍下降21.81%，各个大区域价格均环比上涨。企业库存总体继续环比上周下降，为7260.10万重量箱，环比下降614.9万重量箱，各个大区库存均为下降。随着地产政策的推进，玻璃需求出现改善，在供给稳定的情况下价格出现改善。水泥价格总体继续微涨，3月16日全国水泥价格指数较上周四上涨3.03到177.85，主要是华东和中南地区价格上涨带动，其他区域价格稳定，随着天气转暖需求回升，企业为了改善较低的利润水平提价。

政策作用下地产下滑收敛，改善建材需求下滑情况。随着保交楼和需求刺激政策推进，地产行业出现改善的迹象。特别是2023年1-2月竣工面积出现较好的改善，同比增速转正，从2022年12月下滑15%改善到增长8%。同时，销售和新开工面积等同比下滑的程度出现收窄，较去年全年收窄20.7和30个百分点。建材行业后周期需求得到改善，建材行业总体需求下滑程度受到抑制。

基建继续发力符合预期，央国企资产结构优化促进估值继续修复。2023年1-2月基础设施建设投资同比增长12.18%，不含电力也同比增长9%，符合我们的预期。我们在2023年行业报告中《2023年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》提出在地产拖累的负循环没有得到转好的情况下基建稳增长仍是内需的重要力量。而央企和国企在当前处于较好的政策环境中，有利于资产结构的优化带来估值的提升，叠加订单充足情况下业绩的改善，保证央国企估值的持续修复。

我们一直以来持续好建材建筑行业的估值修复，看好优秀和龙头公司确定的成长性和资产结构优化带来的估值提升。随着估值的修复和相关情况的落地，逐步进入第二阶。在地产政策推进的情况下建议继续关注地产后周期的消费建材比如：伟星新材、东鹏控股和山东药玻等，关注地产探底后水泥、防水材料等公司如：海螺水泥、东方雨虹等公司的成长性。在基建发力的情况下继续关注建筑龙头公司的资产结构优化和估值修复如中国交建等。

风险提示：地产受外部影响底部波动时间持续性超预期。

参考报告：《2023年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》 20221129

《伟星新材（002372.SZ）：2022年三季度报点评，行业低迷中显现优势》 20221028

《东鹏控股（003012.SZ）：经销渠道抗风险，持续增长》 20220429

《海螺水泥（600585）：龙头迎来发展机遇期》 20220829

《东方雨虹（002271）：成本优势继续扩大》 20210812

《中国交建（601800.SH）：央企基建巨头资产价值提升，乘风而上》 20220224

《山东药玻（600529）深度报告：药玻龙头聚焦优势，深挖护城河》20220930



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行：信贷增量延续改善，结构优化在路上

央行发布2月社融金融数据。2月末，社融存量为353.97万亿，同比增9.9%（增速环比上升0.5pct）。2月社融新增3.16万亿，较上年同期多增1.95万亿。2月末，M2同比增12.9%，环比提高0.3pct；M1同比增5.8%，环比下降0.9pct。

2月信贷增量延续改善趋势，结构优化仍在路上。2月人民币贷款新增1.81万亿，同比多增5928亿；人民币贷款余额同比增11.6%，增速环比提高0.3pct。从分项看，主要贡献仍然来自企业端，居民端需求恢复较慢，我们预计信贷结构改善仍在路上。经济逐步复苏背景下，信贷有望沿着“总量—结构—价格”的路径逐步改善，目前仍处在总量改善的阶段。

从行业层面来看，伴随政策刺激、企业经营活跃度和居民信心有望逐步改善，预计信贷总量将保持平稳较快增长；信贷结构逐步改善，供需矛盾有望缓和，预计后续贷款利率下行放缓，银行息差、营收增速有望在二季度左右见到拐点。银行板块估值有望进一步修复。当前板块估值仍处历史低位，4Q22机构持仓仅微幅提升，估值修复空间较大。重点推荐：（1）稳地产政策加码缓释资产质量压力，消费信贷和财富管理业务回暖催化估值回升：招商银行、平安银行；（2）江浙区域优质中小银行，成长性持续凸显：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。

风险提示：稳增长政策不及预期导致经济失速下行、地产融资政策或销售恢复不及预期导致房企资金链断裂触发表内表外信用风险等。

参考报告《银行业：信贷增量延续改善，结构优化在路上》20230313



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属：黄金类资产右侧配置价值攀升

黄金类资产的配置价值已经出现系统性攀升。从配置角度观察，自22Q3起国内公募基金黄金板块的持仓比例显著提升（由2021年的0.08%升至0.47%），这解释了尽管22Q3实际金价表现平淡，但同期黄金板块回报率却创金属板块最高的原因。黄金资产配置属性的增强主要源于两方面原因，其一是黄金的避险溢价持续发酵，其二是强紧缩流动性预期的趋缓。

黄金的避险溢价开始有效发酵。从近期硅谷银行等风险事件冲击角度观察，黄金价格在风险事件冲击时获得明显的避险资金介入，这种线性的对冲走势意味着黄金作为避险类资产的交易逻辑成立，显示黄金的避险溢价仍处发酵。而从1980年至今的40年内，在风险事件发生时黄金有91%的概率出现正收益。这意味着黄金避险溢价在定价中的持续性计入，所以从风险角度考虑，黄金价格仍能获得进一步的上行驱动。

极端的流动性紧缩周期已经过去。2022年全球央行累计加息达290次，其中FED创1980年以来最大的年加息幅度，ECB则创自成立以来最猛烈的年度加息，这意味2022年的全球流动性市场遭受了极为罕见的极端冲击。从当前流动性市场的预期变化观察，尽管FED的流动性预期管理在近月内延续了超市场预期鹰派表态，但如果观察最新2月3.6%的失业率以及此次svb问题所带来的金融风险的溢出效应（svb事件的根源是利率极速上升引发的混乱），结合大幅下跌的美债收益率（创08年以来连续最大跌幅），这反应了利率预期已经见顶，暗示了极端的流动性紧缩周期或已过去，这无疑对黄金的流动性溢价会产生进一步的上行驱动。

此外，黄金的基本面亦在持续性优化。从2022年全球央行的购金表现观察，2022年央行购金+152%至1,136吨，达到有数据记录以来的新高。其中22Q3和22Q4购金量分别达到400吨之上，22H2购金量是22H1的3倍之上，可以充分反映出央行购金的趋势性抬升。而中国央行亦连续4个月度出现了黄金净购入，累计购金量达102吨（时隔38个月再度开启持续性央行购金）。此外，尽管印度年内购金-57%至33吨黄金（2021年印度央行购金77吨），但考虑到印度年内实施的外汇市场干预（外汇储备减少700亿美元）及2023年印度结婚吉日67天（22年为55天），预计印度的黄金需求亦将在2023年有所恢复。黄金的需求端仍处结构性的优化过程，后期黄金需求的弹性或源于实物持仓ETF在流动性预期一致下的再扩大。

风险提示：原材料价格大幅波动，市场需求不及预期，产能释放不及预期，毛利率下降风险，技术创新风险，市场竞争风险，限售股解禁及政策风险。

参考报告：《金属2023年投资策略——聚焦成长与对冲》20221205



陈刚 | 东兴证券地产行业分析师

S1480521080001, chen_gang@dxzq.net.cn, 021-25102895

地产：销售筑底回稳，竣工显著改善

销售：需求端政策持续向好之下，销售企稳，防风险与稳需求将是今年政策主基调。2023年1-2月商品房累计销售面积同比-3.60%；销售金额同比-0.10%；销售均价同比3.70%。我们认为，经济转暖、防疫调整带来的积压购房需求释放以及需求端政策的鼓励，带动了今年一季度销售的企稳。当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场正在走向触底回升。

开发投资：新开工稍显疲弱但降幅明显收窄，竣工显著改善下投资降幅也显著收窄。2023年1-2月累计新开工面积同比-9.35%；竣工同比8.00%；开发投资同比-5.70%。我们认为，“保交

楼”政策加速落地和去年年底防疫政策优化，带动了竣工面积的改善。随着销售的企稳和改善优质房企资产负债表计划的推进，施工与投资情况有望进一步好转。但土地市场的持续弱势和销售恢复程度的不确定性将会制约新开工和投资的恢复速度。

到位资金：随着监管层对行业资金面的支持和销售的回暖，到位资金降幅显著收窄，但整体压力依然较大。2023年1-2月房地产开发累计到位资金同比-15.20%；分项目来看，国内贷款同比-15.01%，自筹资金同比-18.24%，定金及预收款同比-11.40%，个人按揭贷款同比-15.25%。1月10日，央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，提出要有有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划。随着供给端政策的不断落地，房企融资情况正在得到有效改善。

投资建议：我们认为，优质头部房企将持续受益于竞争格局的改善，在需求回暖之时抢占先机。我们推荐具有信用优势的优质央企、国企以及有望获得融资端的大力支持，有效改善资产负债状况的优质民企。建议持续跟踪保利发展、越秀地产、金地集团、碧桂园、龙湖集团。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

参考报告：《房地产统计局1-2月数据点评：销售筑底回稳，竣工显著改善》20230316



刘田田 | 东兴证券轻工纺服首席分析师

S1480521010001, 010-66554038, liutt@dxzq.net.cn

轻工：315营销季在进行，家居企业一季度业绩可期

315活动产品延续套餐销售模式，线上+线下协同营销。315活动是家居行业上半年重要的促销季，各品牌积极参与，部分品牌的活动将会持续到3月底。今年315活动在产品方面，各家居公司普遍延续了套餐为主的销售模式，套餐包含的品类有一定的扩充，如欧派家居增加板材花色，索菲亚增加卫浴品类，顾家家居推出一体化整家套餐等。套餐销售模式的进一步推广，将推动客单值提升。在营销方面，各公司积极拥抱线上新渠道，多采用线上+线下的模式协同营销，在活动前中期积极进行直播引流。

房市销售改善明显，家具企业一季度业绩可期。根据我们统计的12城二手房销售数据来看，自节后起单周销售面积同比增速保持高水平。新房方面，从30城销售面积数据来看，进入3月新房销售同比增速超过50%，实现了较好的水平。二手房大幅回暖反映出消费信心的恢复，我们认为新房随着后续交付顺利，有望逐步走出此前烂尾楼影响。房产市场的回暖叠加销售回补的推动下，家居销量可期，叠加客单值的提升，家居公司一季度业绩可期。

风险提示：原材料价格波动，地产销售恢复不及预期，家具消费不及预期。

参考报告：《东兴时尚&轻工：消费信心继续恢复，3.15重点关注家居需求》20230313

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526