

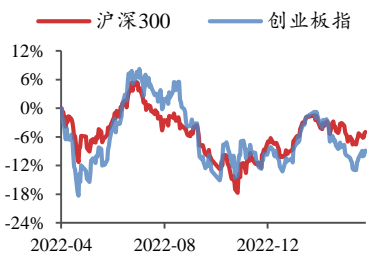
2023年04月03日

## 开源晨会 0403

### 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	5.225
计算机	3.887
综合	2.528
通信	2.463
农林牧渔	1.708

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.231
建筑材料	-0.523
银行	-0.444
房地产	-0.329
煤炭	-0.303

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】消费不弱——兼评3月PMI数据——宏观经济点评-20230331
- 【固定收益】3月经济景气延续复苏，多地发力促进民营经济发展——利率债周报-20230402
- 【固定收益】部分投资指标上升——经济高频周报-20230402
- 【固定收益】经济延续回升态势——可转债周报-20230402
- 【固定收益】当前债市的潜在不利因素正在累积——固收专题-20230401
- 【固定收益】PMI持续超季节性恢复——2023年3月PMI数据点评-20230331
- 【固定收益】降准对资金面更多的是短期利好——4月流动性展望-20230331
- 【金融工程】券商金股解析月报（2023年4月）——金融工程定期-20230402
- 【金融工程】资产配置月报（2023年4月）——金融工程定期-20230401
- 【金融工程】行业轮动创新高，宽基指增正当时——基金研究系列(17)-20230331

#### 行业公司

- 【机械】氢能产业发展驶入快车道，核心设备需求高增——行业周报-20230402
- 【食品饮料】糖酒会催化在即，关注淡季批价表现——行业周报-20230402
- 【商贸零售】从品牌春季订货会，看黄金珠宝行业消费趋势——行业周报-20230402
- 【建材】地产销售修复&玻璃持续去库，推荐玻璃底部机会——行业周报-20230402
- 【农林牧渔】现金流恶化驱动生猪主动去产能，疫病扰动或加快行业去化节奏——行业周报-20230402
- 【非银金融】年报整体符合预期，一季报改善可期——行业周报-20230402
- 【煤炭开采】一级矿权&二级回购高溢价，煤炭股低估有望反转——行业周报-20230402
- 【计算机】重视自主安全的华为盘古生态链机会——行业周报-20230402
- 【化工】沙特阿美高溢价入股荣盛石化，中国化工核心资产有望迎来价值重估——行业周报-20230402
- 【化工】阿科力 COC 千吨级产线有望年内量产，二氧化硅市场规模稳步扩容——新材料行业周报-20230402
- 【计算机：朗新科技(300682.SZ)】疫情扰动短期业绩，2023 复苏可期——公司信息更新报告-20230402
- 【计算机：远光软件(002063.SZ)】收入平稳增长，电力信创有望打开成长空间——公司信息更新报告-20230402
- 【商贸零售：朗姿股份(002612.SZ)】2022 年利润承压，关注 2023 年医美业务复苏——公司信息更新报告-20230402

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】消费不弱——兼评3月PMI数据——宏观经济点评-20230331

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

2023年3月官方制造业PMI51.9%，前值52.6%，预期51.5%；3月官方非制造业PMI58.2%，前值56.3%，预期55.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为58.9%，前值57.6%。

制造业：PMI延续改善显现经济韧性

剔除春节季节性因素后，3月制造业景气度延续改善，进一步验证经济修复韧性。2011至2012年春节次月，制造业PMI平均改善了0.8个百分点，因此剔除季节性后1-3月PMI应为50.1%、51.8%、51.9%，即综合看，受防疫政策优化带来的短期脉冲等影响，2023年2月数据好于节后季节性，而3月数据并不差，呈现节后常态化修复；结构上，供给和需求均环比改善，但扩张幅度边际下降，内需再次好于外需。

出口方面，预计3月出口金额增速落在[-7%，-6%]。“1月弱”或与春节有关，“2月强”指向美欧需求韧性超预期，但需要警惕的是价格已正式进入下行通道。以2017年为界，出口价格先后由我国PPI周期、美国PPI周期主导，因此2022年Q4我国PPI迅速转负而出口价格仍在高位，但2023年以来美国PPI超预期回落，出口价格从贡献项转为拖累项，后续需关注海外需求的放缓节奏。

(3)需求改善推动产成品去库、原材料指数下行，PPI同比降幅扩大。3月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.3%、49.5%，均表现为去库。结合高频数据，我们预计3月PPI环比可能在-0.1%左右，同比为-2.6%左右。利润传导梗阻程度小幅好转。

(3)大型企业好于中小企业。小型企业PMI减少了0.8个百分点至50.4%，近期中央密集释放支持民营经济信号，民营和小微企业的经营环境有望进一步改善。

服务业：延续高斜率改善，或存预期差

(1)消费延续高斜率改善。零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0%，指向居民消费和商旅出行意愿增强。

(2)我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复已趋于稳固。春节以来，权益方面消费表现不温不火，部分机构投资者认为“消费没有增量政策”继而对居民的内生修复动能持怀疑态度，即使1-2月社零超预期，2月和3月PMI服务业好于制造业也无法打消该顾虑。3月消费数据不弱，况且无法再用“报复性消费”来解释其修复斜率，消费或存预期差。

建筑业：3月基建增速或仍超10%

3月建筑业PMI为65.6%，新订单指数为50.2%。建筑业新订单下行并不意味着基建高增速难继，春节后信贷加快投放和各地推进重大项目开工，导致建筑业新订单2月高增、3月走弱，实际上会持续形成实物工作量，综合高频开工数据来看，3月基建仍有望维持10%的增速。

风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

#### 【固定收益】3月经济景气延续复苏，多地发力促进民营经济发展——利率债周报-20230402

陈曦（分析师）证书编号：S07905221100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

3月经济景气延续复苏，多地发力促进民营经济发展

3月,制造业PMI为51.9%(前值52.6%,下同)。非制造业PMI为58.2%(56.3%),建筑业PMI为65.6%(60.2%),服务业PMI为56.9%(55.6%),制造业、建筑业、服务业PMI均呈现超季节性恢复态势;2023年1-2月,受量价等多因素影响,全国规模以上工业企业利润下降22.9%,随着生产生活秩序恢复正常,工业企业利润或将逐步回升;全国多地相继出台发展民营经济的具体措施,陕西出台《大力服务民营经济高质量发展十条措施》、银川发布20条《关于全力打造更好更优服务环境助力企业高质量发展的若干措施》、辽宁省举行主题新闻发布会,要形成“中小企业铺天盖地的发展态势”、浙江开展民营企业营商环境打分等;证监会就修订《证券公司监督管理条例》公开征求意见,此次修订拟加强穿透监管,规范公司治理,完善内外部约束机制,全面提升证券公司合规、稳健运营水平。

市场流动性情况监测:同业存单收益率整体下行,跨季资金面边际收敛

央行本周(2023.3.27-2023.3.31,下同)公开市场操作净投放8110亿元,其中开展7天逆回购11610亿元,到期3500亿元,执行利率为2.0%;票据互换发行与到期各50亿。下周预计回笼资金11610亿元,其中7天逆回购到期11610亿元。

货币市场层面,本周同业存单收益率整体小幅上行,跨季资金面边际收敛。受降准后长期资金压力缓解影响,本周商业银行同业存单发行规模环比进一步下降,发行量2018.00亿元,较上周减少2081.80亿元,到期5443.90亿元,净融资-3425.90亿元。银行间质押式回购日均成交额为5.96万亿,环比下降0.49万亿。截至本周五收盘,1M、3M、6M、1Y期同业存单收益率分为2.61%、2.47%、2.52%、2.62%,较上周五收盘分别变化15bp、5bp、2bp、-5bp;受跨季影响,本周资金利率整体上行,3月31日DR001、DR007、DR014分别报收1.81%、2.39%、2.59%,较上周收盘分别变化54bp、69bp、-4bp。

利率债市场跟踪:新发利率债净融资额环比减少,国债收益率小幅下行

本周共发行利率债81只,利率债发行总额4115.72亿元,较上周环比减少-4140.06亿元。本周到期利率债3220.31亿元,净融资额885.16亿元,较上周大幅减少。后续等待发行利率债25只,其中国债0亿元,地方政府债1086.83亿元,政策银行债240亿元,等待发行总额1326.83亿元。

本周国债收益率整体小幅下行。截至3月31日收盘,1Y、2Y、5Y及10Y期国债较上周收盘分别变化-6.00bp、-1.60bp、-2.29bp、-1.48bp。本周国债期限利差整体小幅上行,10Y期与1Y期国债利差变化5.00bp,10Y期与2Y期国债利差变化0.00bp。国债期货价格环比上周收盘全线小幅上涨,2Y、5Y、10Y期国债期货价格较上周五收盘分别变动0.08%、0.14%及0.23%。

海外债市跟踪:美国国债收益率再次上行,中美利差倒挂幅度边际扩大

本周美国国债收益率延续下行趋势。3月24日美国1Y、2Y、5Y及10Y期国债收益率较上周收盘分别变化32bp、30bp、19p、10bp。本周美债延续倒挂趋势,不同期限倒挂幅度扩大,10Y与2Y期美债利差-58bp,前值-38bp;10Y与5Y期美债利差-12bp,前值-3bp。本周中美利差倒挂持续,倒挂幅度边际走阔,其中2Y期中美国债利差-167bp,前值-135bp,较上周扩大32bp;10Y期中美国债利差-63bp,前值-51bp,较上周扩大11bp。

风险提示:疫情扩散超预期;政策变化超预期。

### 【固定收益】部分投资指标上升——经济高频周报-20230402

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

#### 核心观点

生产端:生产端12个指标中,有9个指标更新。其中,7个指标与上周(第13周,下同)保持一致,2个指标出现下降,1个指标出现上升,多数指标处于中位的位置。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,半钢胎开工率从近五年次高下降至近五年中位。煤炭方面,焦化企业开工率口保持近五年最低。化工方面,PTA开工率保持近五年中位、PX开工率从近

五年最低上升至近五年次低、涤纶长丝开工率保持近五年最低、涤纶短纤负荷率保持近五年最低。

消费端：消费端 10 个指标中，有 8 个指标更新。其中，5 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，多数指标处于中位的位置。汽车方面，乘用车零售量从近五年次高下降至近五年最低，乘用车批发量保持近五年中位。轻纺方面，中国轻纺城成交量从近五年中位上升至近五年次高。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、上海地铁客运量从近五年中位上升至近五年最高、广州地铁客运量保持近五年中位、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 7 个指标与上周保持一致，2 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，钢材价格从近五年中位上升至近五年次高、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，石油沥青开工率从近五年次低上升中位、沥青价格保持近五年次高。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。5 个指标与上周保持一致，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 价格保持近五年中位、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。17 个指标与上周保持一致，1 个指标出现下降，1 个指标出现上升，多数指标处偏高位置。农产品方面，农产品价格保持近五年次高、蔬菜价格保持近五年次高、水果价格保持近五年最高、猪肉从近五年中位下降至近五年次低、牛肉价格保持近五年中位、羊肉价格保持近五年中位、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，工业品价格保持近五年次高、金属价格保持近五年次高、有色价格保持近五年次高、黑色价格保持近五年次高、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】经济延续回升态势——可转债周报-20230402

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：股指成长占优，转债窄幅波动

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）转债市场整体窄幅波动，先下跌后上涨，日均市场成交额、日均换手率均下降。转债行业涨跌分化，日常消费、医疗健康和能源表现较好，公用事业调整；从不同维度来看，转债平均跌幅小于于正股平均跌幅；大盘、中等级转债占优，小盘、低等级表现较差。个券涨少跌多，在 478 只可交易转债中，165 只上涨，313 只下跌；剔除本周新上市个券，晶瑞转债、健帆转债、龙净转债领涨，蓝盾转债、浙矿转债、汉得转债领跌。剔除本周新上市个券，晶瑞转债、北方转债、万兴转债成交额居前。

转债价格下跌，转股溢价率上升。截至 3 月 31 日，全市场转债平均价格是 134.23 元，与前周相比下跌 0.65 元，处于 2021 年以来 47.10%分位数；全市场平均转股溢价率为 44.67%，比前周上升 0.81pct，处于 2021 年以来 63.80%分位数。

本周（3.27-3.31）股指方面，创业板表现占优，行业方面，美容护理、石油石化、社会服务上涨较多，建筑装饰、房地产、国防军工下跌较多。北向资金保持净流入，A 股市场成交活跃，日均成交额上升、换手率下降，融资交易占比上升。

A 股估值有所下降，截至 3 月 31 日，A 股整体市盈率（PE）为 17.92X，处于 35.71%分位值（2015 年以来）；行业估值方面，有色金属、银行、煤炭、国防军工、医药生物的 PE 处于其历史分位数的低位，房地产、银行、建筑材料、非银金融的 PB 处于其历史分位数的低位。

市场前景：经济延续回升态势

PMI 持续超季节性恢复，制造业 PMI 由于前值的高基数小幅回落但保持高增；建筑业 PMI 和服务业 PMI 进一步上行，或因 3 月天气转暖后项目开工进一步增加，后续或形成更多实物工作量，随着人流恢复，居民出行、旅游、服务型消费需求进一步释放。美国 2 月 PCE 数据低于预期，不加息预期再度升温，市场流动性担忧进一步减弱。经济回升态势不减，我们建议围绕稳增长，增配受益于内需回升的转债。当下市场两条政策主线，中特估和数字经济。中国特色估值体系下，央国企估值有望重塑，业绩确定性强，能够确定性受益于内需的回升，关注部分低估值、高分红、业绩稳定的央国企转债；两会设立数据局，要推动数字经济发展，近期 AIGC 应用层出不穷，市场期待是不是带来产业变革，相关大数据、算力升级、云计算、芯片等领域有望持续受益。择券方面，一是加大股性转债配置力度，选取正股行业景气度高、有一定驱动力、弹性较强的个券，同时注意赎回风险；二是关注新券、次新券，注册制实施后，市场进入扩容期，部分个券在细分领域具有一定竞争力，拓宽了配置空间；三是关注业绩超预期个券。后续关注四月政治局会议、地产恢复、美联储加息等因素。

风险提示：疫情复发影响超预期；国际政治冲突加剧；国内外通胀恶化。

### 【固定收益】当前债市的潜在不利因素正在累积——固收专题-20230401

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

债市“资产荒”行情导致交易已经较为拥挤

春节后至今，债市行情大致可以分为两段：春节后至两会前，高频数据间存在分化，虽然社融、PMI 等超预期，但市场对经济复苏高度仍然谨慎，信用债利差修复，长端利率债震荡；两会后至今，5% 经济增长目标处于市场预期下沿，部分需求和供给端高频修复斜率出现分化，海外银行风波持续发酵，市场转向交易“弱预期+弱现实”，债市配置热情高涨，收益率不断下行。同时，由于信贷融资成本低，信用债供给不足、供需矛盾演绎最终再次出现“资产荒”，城投、中票、企业债等短端信用利差再次被压至历史低位，交易愈发拥挤。

两会后，政策面并不“保守”

虽然两会上未见强刺激和高目标，导致市场对 2023 年经济增长高度一路下修，甚至出现“能否达到 5%”的担忧。但是相对于年初定好的强刺激，我们认为，灵活加减的逆周期调节或许是现阶段更合适的选择。两会后，政策面的变量正在不断加力、积累。已经先后有降准、消费 REITs、减税降费、支持民营经济等多个促经济政策先后释出。

首先，3 月 18 日的超预期降准是两会后稳增长政策组合拳的开端，关于超预期降准，我们认为，此次降准的象征意义大于实际意义，藉此向市场释放“打好宏观政策组合拳”的决心，是稳增长的开始；随后，3 月 24 日国常会宣布继续在研发、小微企业等领域实施减税降费，降低企业的经营压力，提振实体经济信心；同日，证监会、发改委于 3 月 24 日先后发文，宣布公募 REITs 扩容至消费基础设施领域，为消费领域修复提供资金支持，也是扩大内需的一环；在两会答记者问上，李强总理强调各级政府关心民营企业发展，随后，各地也先后出台政策，优化营商环境，呵护民营经济发展。由此可见，虽然两会上没有强刺激，但两会后政策在不断发力，稳增长政策仍在不断累积。

当前市场对经济的低预期可能会出现较大预期差

我们在 2023 年债市策略报告中指出，随着疫情防控政策的大幅优化以及政策重心强调扩大内需，应该对经济修复保持乐观，并在近期多次提示基本面的修复可能会超市场预期。目前来看，一季度经济处在持续修复通道，经济动能展现了较强的韧性。首先，年初至今，信贷持续强劲，3 月下旬票据利率票据利率再次冲高，预计 3 月信贷总量仍有支撑；其次，各月制造业、建筑业、服务业 PMI 也表现出一定的超季节性特征；再次，地产销售量持续上行，关于地产究竟是短期需求释放还是稳地政策产见效之争，可能正在向后者倾斜。虽然经济高频数据存在分化，但在经济修复初期阶段有分化是情理之中，并不能因此认为经济动能减弱。

3月30日李强总理在博鳌亚洲论坛上表示，从当下看，中国经济增长的动能和态势是强劲的，从3月情况来看比12月份更好，特别是消费、投资等主要市场经济指标不断向好，现实情况比统计数字更有说服力。因此，我们认为当前市场对经济的过低预期可能会出现较大预期差，应该对债市保持一份谨慎，避免经济恢复超预期对债市的冲击。

“资产荒”后，债市可能从对不利因素钝化转向敏感

综上，目前经济复苏“弱预期+弱现实”几乎已经成为市场的共识，债市也对不利因素钝化，交易愈发拥挤，如果没有明显利好出现，债市收益率可能难有进一步下行空间，相反，政策面并未像市场理解的一样“保守”，基本面也在持续修复，展现出了较强的韧性，均指向对债市不利。那么一旦后续政策面和基本面的累积导致市场出现预期差，当前拥挤的债市行情可能从对不利因素钝化转向对不利因素过度敏感。类似于2022年11月，但驱动因素可能从流动性收敛的预期差变为基本面复苏的预期差。

风险提示：货币政策变化超预期，疫情再次扩散超预期。

### 【固定收益】PMI持续超季节性恢复——2023年3月PMI数据点评-20230331

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

#### 核心观点

1. 3月，制造业PMI为51.9%（前值52.6%，下同）。非制造业PMI为58.2%（56.3%），建筑业PMI为65.6%（60.2%），服务业PMI为56.9%（55.6%）。

2. 整体：制造业、建筑业、服务业PMI均呈现超季节性恢复态势。制造业PMI由于前值的高基数小幅回落但保持高增。建筑业PMI指数进一步上行，处于高景气度区间，或因3月天气转暖后项目开工进一步增加，或将带动形成实物工作量。服务业PMI也同样高于前值，随着人流的恢复，居民出行、旅游、服务型消费需求进一步释放。结合高频来看，我们认为经济回升态势不减。

3. 后续：经济的进一步恢复，各行业企业对后续自身的经营较为乐观。因此，在经济进入常态化运行之后，叠加后续政策支持经济的力度持续，我们认为经济将会出现回升，同时促进生产、投资、消费形成正向循环。需关注后续地产、实物工作量、居民消费等情况。

4. 债市：PMI超季节性回升，或证明加经济进一步恢复。由于稳增长、稳内需或是确定性方向，经济恢复态势不减，基本面向好，全年利率中枢或将震荡上移。近期债券市场对经济和政策的预期明显回落，我们认为较好的止盈机会，警惕未来1个月债市调整风险。继续看好与内需相关的转债。

#### 5. 分项：

（1）制造业：PMI指数较前值小幅回落0.7个百分点，或因2月基数较高影响，但仍保持较高位运行，其多数分项同样在前值的高基数上保持较高位运行。从季节性来看，本次PMI超季节性恢复，超近五年同期0.7个百分点。

供需：生产指数和新订单指数分别在上月基数较高的情况下小幅回落，但仍保持较高位置运行。生产端恢复仍好于需求端。

进出口：新出口订单指数和进口订单指数分别较上月下降2个百分点和0.4个百分点。内需回升或强于外需，但海外需求仍存。

价格：原材料购进价格和出厂价格分别较上月下降3.5个百分点和2.6个百分点。在企业采购量为2021年来最高位的情况下，证明价格的下行并非因为需求低迷，或因原材料价格下降为下游释放空间。

库存：新订单指数较前值回落0.5个百分点，产成品库存较前值回落1.1个百分点，两者均出现下降，但库存

端回落更为明显且新订单指数仍保持高位。或证明企业补库并未加深，或将向去库阶段转变。

(2) 服务业：商务活动较前值回升 1.3 个百分点，回升态势进一步上升。据国家统计局，“从行业看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于 60.0%，表明近期居民消费和商旅出行意愿增强”。从季节性来看，2 月服务业 PMI 远超近五年同期。从高频来看，多个城市的地铁客运量出现持续回升，随着人流的恢复，与人流相关行业的线下接触性消费已经出现回升。

(3) 建筑业：商务活动指数大幅上升 5.4 个百分点，为近年来最高值，且远超近五年季节性。随着天气转暖，项目开工逐渐加快，项目开工进程加快或将带动形成实物工作量拉动 GDP。

需求：订单指数大幅下降 11.9 个百分点，或证明现在多数开工项目为之前累计项目，由于疫情影响推迟到 2023 年开工，需要关注后续政策支持下的地产和基建新增项目。

风险提示：政策变化超预期；疫情变化超预期。

### 【固定收益】降准对资金面更多的是短期利好——4 月流动性展望-20230331

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

#### 3 月市场预期转向“弱现实+弱预期”

回顾 3 月，两会上提出的 5% 经济增长目标处于市场预期下沿，基本面修复斜率有所放缓，上中下游高频数据表现出现分化，整体各项高频数据的恢复需进一步验证，叠加海外银行业风波不断传导蔓延，虽然 PMI、社融和经济数据均有一定程度超预期，但市场仍对经济修复的可持续性和高度不断下修，而对经济“弱现实”的预期不断强化，股债市场转向交易“弱预期+弱现实”。

流动性方面，3 月流动性压力较 2 月显著回落。3 月前半段，得益于春节后现金回流和财政投放等季节性原因，流动性压力较 2 月显著好转，OMO 滚续量也有所收敛。月中受税期扰动，资金利率有所抬升，但央行超量续作 MLF 后又超预期续作降准，为市场投放长期流动性，并在跨季窗口加大逆回购投放，资金面在 3 月下旬重回宽松。截至 3 月 29 日，DR007 中枢环比由 2.11% 下行至 2.01%。

#### 4 月潜在流动性缺口较小

政府存款方面，对于政府债融资，2023 年 1-3 月政府债融资节奏较为平稳，融资压力小于 2022 年同期。参考年初至今各类型国债数量和平均融资规模，4 月预计发行国债 7000 亿元，净融资额约 1500 亿；目前稳增长仍需要财政“加力提效”支持，但专项债发行节奏可能较 2022 年平缓，参考四川、广西等省份的二季度地方债发行计划以及 2022 年同期发行情况，预估 4 月地方债净融资规模在 1500 亿左右；对于财政收支差额，4 月是缴税大月，届时月中税期可能会对流动性产生一定扰动。出于财政前置发力的影响，财政支出保持积极，预计 4 月财政收支差额在 2500 亿左右。综上，综合考虑 2023 年 4 月地方政府融资和财政收支的潜在变化，我们预计 2023 年 4 月财政存款增量规模约在 5500 亿左右，与 2019 年、2021 年同期相似。

其他方面，3 月全面降准 25bp，参考过去三年同期，4 月银行缴准粗略估计环比减少约 500 亿；4 月居民和企业取现需求较弱，预计 4 月 M0 回流补充流动性在 1000 亿左右。近期人民币汇率整体企稳，外汇占款规模对流动性影响较小。

#### 历史经验看降准对资金面更多的是短期利好

央行方面，3 月末的降准超市场预期，这其中既有“打好宏观政策组合拳”，释放稳增长信号的初衷，也有呵护跨季流动性、确保 4 月信贷投放连续性等意图。目前 MLF 余额较高，我们认为央行可能会缩量续作 4 月的 MLF。

毫无疑问，降准释放 5000 多亿低成本资金在短期对资金面存在利好，但根据历史经验，降准对资金面可能只是短时影响，目前经济持续复苏，同时后续可能还会有宽财政、宽信用等政策发力，对央行而言，目前已经没有了压低资金利率的必要性。因此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。

债市“资产荒”极致演绎后可能对潜在不利因素过度反应

春节以来，在弱预期、超预期降准、机构欠配、欧美金融风险等因素作用下，以短端信用债为代表的债市收益率持续下行，“资产荒”再次出现，短债利差已经被压缩至历史低位。

但也可以看到，虽然3月高频数据恢复力度不及2月，但政策端正在发生积极变化，近期超预期降准、随后新一轮减税降费、消费REITs接踵而至，同时政治局会议临近，不排除政策加码的可能。相对于年初定好的强刺激，我们认为，灵活加减的逆周期调节或许是现阶段更合适的选择，对基本面的恢复高度应该多一分乐观，而对债市多一分谨慎。比如，虽然3月初地产数据一度有所回落，但随后再次上行，目前仍在稳步修复，展现出了较强的修复韧性。虽然近期流动性压力较小，但根据历史经验，降准对流动性的宽松效果往往并不显著，后续资金利率大概率仍将围绕政策利率波动。而政策加码、基本面超预期等依然是债市面临的潜在风险，目前信用债利差修复行情已经基本结束，极致的“资产荒”后，债市可能由此前的利空钝化转为对利空过度敏感，如果后续有对债市不利的因素出现，债市可能将面临较大的调整压力。

风险提示：货币政策变化超预期，疫情再次扩散超预期。

### 【金融工程】券商金股解析月报（2023年4月）——金融工程定期-20230402

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

#### 4月份券商金股特征解析

4月份爱美客、宁德时代、广联达、TCL中环、恺英网络、科大讯飞、晶澳科技等金股推荐次数靠前。4月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场40家券商发布的金股，去重后金股数量合计为285只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，4月份推荐次数靠前的金股为：爱美客（7次）、宁德时代（6次）、广联达（5次）、TCL中环（4次）、科大讯飞（4次）等；在新进金股中，4月份推荐次数靠前的金股为：晶澳科技（4次）、兆易创新（3次）、唐人神（3次）、春秋航空（3次）、海光信息（2次）等。

4月份电子、计算机、电力设备等行业金股数量占比靠前。4月份金股权重靠前的行业分别为：电子（10.4%）、计算机（10.1%）、电力设备（9.9%）、医药生物（8.3%）。相比于上月，本月权重增加最多的行业为电子（+4.2%）、传媒（+4.1%）、计算机（+1.6%）；权重减少最多的行业为：汽车（-3.5%）、轻工制造（-2.5%）、基础化工（-1.9%）。

4月份券商金股的市值水平和估值水平均上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，4月份券商金股的市值水平和估值水平均有一定上升，表明4月券商金股转向成长风格。

#### 3月份券商金股绩效回顾

3月份券商金股组合整体收益率为-2.2%，2023年以来收益率为5.7%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为19.3%，收益表现显著优于沪深300指数和中证500指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合3月份收益率分别为-2.2%、-3.4%、-0.7%，2023年以来收益率分别为5.7%、7.2%、4.6%。

3月份中际旭创、金桥信息、芯原股份、金山办公、彩讯股份等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：中际旭创、金桥信息、芯原股份、金山办公、彩讯股份等金股月度收益靠前，3月份收益率分别为53.8%、51.3%、49.8%、48.5%、45.5%。

#### 开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合3月份收益率为-1.8%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为27.3%，收益表现



优于全部金股组合。优选金股组合3月份收益率为-1.8%，2023年以来收益率为8.2%。

4月份开源金工优选金股组合持仓明细：谱尼测试、济川药业、德赛西威、千禾味业、安井食品、晶澳科技、以岭药业、沪电股份等个股业绩超预期排名靠前。

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】资产配置月报（2023年4月）——金融工程定期-20230401

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位保持中配

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标，进而计算出股票与债券的配置权重，为投资者提供稳健的战术资产配置建议。

我们以中证800（000906.SH）和中债总财富（CBA00301.CS）这两大宽基指数作为标的配置，在全样本区间内，股债组合年化收益率6.50%，最大回撤4.89%，收益波动比1.63，收益回撤比1.33。

回顾3月股债配置，股权风险溢价ERP、历史估值分位数为中性，流动性信号看多，配置股票仓位为12.83%，债券仓位为87.17%，3月组合收益0.49%。展望4月股债配置，股权风险溢价ERP、历史估值分位数维持中性，流动性信号继续看多，股票仓位为12.36%，债券仓位为87.64%。

行业轮动观点：4月看多传媒、家电、银行、餐饮等

开源金工从交易行为、资金面、基本面三个维度出发，分别构建6个行业轮动子模型，对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的前三分之一行业作为多头组合，基准组合为全行业等权组合。

4月风格板块判断：成长组得分显著高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大科技、大消费板块。

3月份行业组合回顾：钢铁、机械设备、轻工制造、食品饮料、美容护理、家用电器、建筑装饰、传媒、计算机、建筑材料，组合平均收益率为0.82%，基准组合收益率为-1.27%，超额收益率为2.09%。

4月份行业配置推荐：传媒、家用电器、商贸零售、轻工制造、银行、环保、电子、社会服务、食品饮料、石油石化。

3月行业ETF组合回顾：钢铁、机械设备、食品饮料、家用电器、传媒、计算机，组合收益率为4.07%，有ETF跟踪的行业平均收益率为-0.56%，超额收益率为4.64%。

4月行业ETF组合配置：传媒、家用电器、银行、电子、食品饮料、医药生物。

“配置+选基”FOF组合：3月组合收益-1.04%，相对主动股基超额0.75%

通过因子择时进行基金策略配置，并结合分域选基因子增强构建“配置+选基”FOF组合。截至2023年3月31日，3月开源“配置+选基”FOF组合收益率为-1.57%，主动股基指数收益率为-2.32%，组合超额收益为0.75%。2023年4月，我们同时看多高成长、低估值、高质量风格驱动的基金策略，相应的低配偏小票风格的基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，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。

### 【金融工程】行业轮动创新高，宽基指增正当时——基金研究系列（17）-20230331

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

宽基大年：2023 年以来，宽基较主动权益表现更为占优

2023 年以来，市场风格变化较快，大部分投资者在基金上的持有体感的波动较大。

宽基增强也出现了历史罕见的一致负超额。往年三类宽基增强相对各自基准均为正超额，而 2023 年以来 300 增强、500 增强、1000 增强产品相对各自基准的平均超额分别为-1.17%、-1.39%和-1.35%，历史罕见。

宽基增强整体较主动权益的表现更为占优。从 2022 年以来，三类宽基增强的业绩超额均优于主动权益。

由于近年来的结构性市场环境，宽基增强的数量和规模相对主动权益而言增长的速度更快。

百里挑一：2022 年以来主动权益的择基难度上升

2022 年以来主动股基择基难度明显上升。2022 年以来，排名前 50%分位数的基金在下一季度平均下滑 25%以上，2022 年 Q4 排名前 50%分位数的基金在 2023 年 1 月和 2 月排名分位数平均下滑了 28.2%，仅靠历史业绩进行择基的难度迅速上升；即使对于专业的 FOF 产品，也存在同样挑战，通过分析 FOF 产品的持仓，2022 年以来 FOF 产品持有的主动权益基金，其加权收益略低于宽基增强。

追本溯源：轮动加快、收益持续性降低导致择基难度提升

主线的确立、瓦解、再确立、再瓦解的过程往往伴随着较快的行业轮动速度，通过比较两者之间的相对强弱可以看到，两者呈现较为明显的负相关。2023 年以来创新高的轮动速度，使得主动股基的业绩表现迅速下滑；公募的高配置行业已连续七个季度跑输低配置行业，创历史首次。核心配置行业的频繁切换，使得近两年来公募权益产品的整体表现并不尽如人意。

抽丝剥茧：绩优指数增强基金盘点

在主动权益择优难度迅速提升的背景下，使用宽基增强作为底仓配置，未尝不是个高性价比的选择。

绩优 300 增强基金（5 只）：超额收益主要体现在行业配置这块，万家选股能力更为突出；绩优 500 增强基金（5 只）：选股收益与行业配置收益各贡献了一半，建信和万家凸显行业配置收益，选股收益上万家和华夏相对突出；绩优 1000 增强基金（2 只）：收益贡献主要体现在选股端，其中万家的选股收益更为明显。

风险提示：基金评价模型基于净值历史数据，市场未来可能发生变化；对基金产品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；产品的表现受宏观环境、市场波动、风格转换、政策监管等多重因素影响，存在一定波动风险。

## 行业公司

### 【机械】氢能产业发展驶入快车道，核心设备需求高增——行业周报-20230402

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

氢能：我国向绿色低碳转型的重要载体

氢能具备生态友好、高效、储运方式多样、应用场景广泛几点核心优势。2022 年 3 月，国家发改委和国家能源局联合发布《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》，首次将氢能定位为未来国家能源体系的重要组成部分、用能终端实现绿色低碳转型的重要载体、战略性新兴产业和未来产业重点发展方向。氢能产业链包括上游制氢，中游氢储运、加氢站，化工为氢能最主要的应用场景，预计到 2060 年工业领域氢气使用量占总量的 60%，工业领域包括化工行业和钢铁行业。目前，工业用氢主要依赖化石能源制取，未来通过低碳清洁氢替代应用潜力大。

上游制氢：电解槽是制绿氢的最核心设备

电解水制氢是未来最有发展潜力的绿色氢能生产方式。碱性电解是电解水制氢最成熟、成本最低的技术路线，

电解槽是碱性电解水制氢的核心单元和值量中心。在氢能产业化提速背景下，电解槽设备出货量正显著提升。《规划》设定了2025年中国绿氢产量达到10-20万吨/年的基础目标，据高工产研氢电研究所测算，实现上述目标对应的电解槽装机规模为1400-2800MW（按设备利用率4000h计算）。GGII预计，2025年国内电解水制氢设备市场需求量将超过2GW，相比2020年增长6倍以上。2023年1-2月，已公开招标电解槽的绿氢项目共8个，合计电解槽招标量达763.5MW，同比增长近3倍，并已超过2022年国内电解槽出货量（近750MW）。

#### 中游氢储运、加氢站核心设备国产化空间大

高压气态储氢技术成熟度高、成本较低，是现阶段我国主要的储氢方式。根据应用领域划分，气态储氢瓶又包括加氢站用储氢瓶组及车载储氢瓶，站用储氢瓶市场空间更大。加氢站是为燃料电池汽车充装氢气燃料的专门场所，政策加码下我国加氢站扩建力度加大。在加氢站成本构成中，设备投资额占比高达45%，核心设备氢气压缩机、加氢机、储氢瓶仍高度依赖进口。目前我国常建的高压氢气加氢站的造价约为1500万元，未来仍有30%-40%的降本空间，而设备国产化是最重要的降本途径。

#### 受益标的

科新机电【布局氢能储运压力容器。定增募投项目切入制氢、储氢、加氢环节】、兰石重装【制氢、储氢和加氢站装备】华电重工【碱性电解槽设备】华光环能【碱性电解槽设备】石化机械【站用加氢及储氢设备】锡装股份【成功研发加氢反应器，氢储能关键工艺及装备在研】东方精工【全资子公司间接投资中科富海，中科富海布局氢液化设备和液氢制冷设备】春晖智控【加氢站电磁阀、氢能车电磁阀】汉钟精机【氢能源用空压泵在研】。

风险提示：氢能在国内能源总需求中占比提升不及预期、国内设备厂研发、推广进度不及预期。

#### 【食品饮料】糖酒会催化在即，关注淡季批价表现——行业周报-20230402

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：估值已至合理区间，关注催化低位布局

3月27日-3月31日，食品饮料指数涨幅为2.3%，一级子行业排名第4，跑赢沪深300约1.7pct，子行业中啤酒（+6.7%）、保健品（+5.2%）、其他酒类（+4.4%）表现相对领先。受到低基数背景下啤酒销量超预期催化，本周啤酒板块表现出较好弹性。餐饮与夜场场景放开带来啤酒销量修复，提价与结构升级持续推进，啤酒行业量价提升逻辑清晰。同时成本端压力减轻，全年业绩有望出现修复性增长。经过前期调整震荡，市场已消化白酒春节旺销带来的高预期，目前白酒行业已进入估值合理区间。糖酒会企业招商以及发布新品，可能对板块产生情绪催化，可积极关注。进入淡季以来，各家酒企政策转向为控量挺价，价盘拉升是白酒行业核心催化因素，我们更看重端午节白酒动销以及市场批价表现，预计在酒企控货政策下，后续价格大概率缓慢上行。当前市场逐渐进入一季报披露期间，业绩的分化可能带来板块震荡上行。我们判断短期行情可能与季报业绩相关性较大，建议按照确定性原则布局，短期以高端白酒与地产酒为主；一季报之后，考虑到经济活跃度增加带来商务场景恢复，建议关注次高端白酒的投资机会。

#### 推荐组合：贵州茅台、五粮液、嘉必优、甘源食品

（1）贵州茅台：2022年目标圆满完成，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，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：食品饮料跑赢大盘

3月27日-3月31日，食品饮料指数涨幅为2.3%，一级子行业排名第4，跑赢沪深300约1.7pct，子行业中啤酒(+6.7%)、保健品(+5.2%)、其他酒类(+4.4%)表现相对领先。个股方面顺鑫农业、华统股份、惠泉啤酒涨幅领先；元祖股份、嘉必优、良品铺子跌幅居前。

酒业数据新闻：汾酒技改原酒产储能扩建项目（一期）启动

3月30日，汾酒2030技改原酒产储能扩建项目（一期）启动仪式在汾阳市杏花村经济技术开发区举行，项目占地约1932亩，总投资约91亿元，建设周期3年。据悉，该项目是杏花村经济技术开发区重点项目之一，是“杏花村汾酒”专业镇建设的重要载体，更是杏花村汾酒厂股份有限公司进一步扩大生产、释放产能、增加储能的重大举措（来源于酒业家）。

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。

### 【商贸零售】从品牌春季订货会，看黄金珠宝行业消费趋势——行业周报-20230402

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

关注黄金珠宝行业春季订货会，继续推荐潮宏基等

本周（3月29日），东方时尚珠宝品牌潮宏基2023年春季订货会圆满举办；此外，周大生等品牌也相继发布了订货会日程。我们认为，对黄金珠宝行业而言，本轮春季订货是疫情防控全面优化以来的第一次大型订货会，全国各地加盟商在疫后的库存优化、经营信心回升情况和产品偏好选择趋势，具备较大的研究参考意义。从潮宏基2023年春季订货会现场情况看，加盟商看货、订货积极性高涨，体现对行业消费复苏的充足信心。而从热销品类看，一是迎合当下年轻客群悦己消费需求的一口价黄金产品，比如采用硬金技术的IP联名系列，包括哆啦A梦系列、宝可梦系列、三丽鸥系列等；另一类则是潮宏基推出的品牌印记类产品“花丝风雨桥”系列，主打非遗“花丝工艺”，将传统工艺与现代首饰结合，顺应国潮消费趋势。长期看，消费者对于黄金珠宝的设计感、时尚感要求不断提高，加盟商也会更加青睐对消费趋势把握精准、款式更新快、特色鲜明的年轻化珠宝品牌，产品力对品牌的重要性在持续提升。

行业关键词：猪行鲜生、辉妈到家、朝气鲜食、拼容颜、京东工业

【猪行鲜生】社区生鲜电商猪行鲜生获1.25亿元A轮融资。

【辉妈到家】永辉超市预制菜自有品牌辉妈到家发布春季上新计划。

【朝气鲜食】叮咚买菜旗下预制菜品牌朝气鲜食首次对外发布。

【拼容颜】医美服务提供商拼容颜完成A+轮融资。

【京东工业】京东集团拟分拆京东工业在香港上市。

板块行情回顾

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同），商贸零售指数报收2720.36点，下跌0.05%，跑输上证综指（本周上涨0.22%）0.27个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第16位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2023年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周三江购物(+48.5%)、\*ST商城(+14.9%)、人人乐(+12.0%)涨幅靠前。

投资建议：关注先发布局AIGC新技术的跨境电商公司

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。

投资主线四（跨境电商）：AIGC 等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰、焦点科技等

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

### 【建材】地产销售修复&玻璃持续去库，推荐玻璃底部机会——行业周报-20230402

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

地产销售修复&玻璃持续去库，推荐玻璃底部机会

目前下游加工厂订单逐步好转，刚需补货对玻璃需求形成一定支撑，同时在玻璃价格提涨的带动下，除华南地区受雨水天气影响出货一般，大部分地区产销仍维持较好水平。本周玻璃厂库延续去库趋势，全国厂库 5476 万重量箱，环比降低 6.6%；刚需支撑下价格持续回暖，本周玻璃现货价格为 1811.46 元/吨，环比增长 1.5%。虽然保交楼进展弱于预期，但整体维持逐步修复的态势，随着第二笔保交楼资金逐步落地以及在施工面积高位支撑下，2023Q2 竣工有望持续改善，短期内玻璃价格仍具备上涨动力。中长期来看，随着 2023 年 6-9 月 500 万吨天然碱、300 万吨联氨碱陆续投产，盈利弹性有望加速释放，但需持续关注下半年需求释放弹性以及玻璃生产商复产节奏。受益标的：信义玻璃、旗滨集团。受益于刚需刚改的集中释放，地产销售延续修复态势，2023 年 1-3 月中国 TOP100 房企销售额为 17590 亿元，同比增长 8.2%；2023 年 3 月销售额同比增长 24.6%，环比增长 36.7%，但需持续关注销售修复的持续性。在疫情宽松政策、地产销售加速修复以及财政前置节奏加快的背景下，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。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。“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（2023.3.27-2023.3.31，下同）建筑材料指数下跌 1.92%，沪深 300 指数上涨 0.59%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 2.51 个百分点。近三个月来，沪深 300 指数上涨 4.19%，建筑材料指数上涨 1.12%，建材板块跑输沪深 300 指数 3.07 个百分点。近一年来，沪深 300 指数下跌 6.04%，建筑材料指数下跌 17.28%，建材板块跑输沪深 300 指数 11.24 个百分点。

板块数据跟踪

水泥：截至 4 月 1 日，全国 P.O42.5 散装水泥均价 387.72 元/吨，环比微跌 0.53%；水泥-煤炭价差为 236.79 元/吨，环比上涨 0.18%；全国熟料库容比 56.68%，环比上升 2.81pct。

玻璃：截至 4 月 1 日，全国浮法玻璃现货均价 1811.46 元/吨，环比上涨 27.39 元/吨，涨幅为 1.54%；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 25.80 元/重量箱，环比提升 25.49%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 16.54 元/重量箱，环比提升 23.35%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 21.46 元/重量箱，环比上

涨 5.37%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 89.94 元/重量箱，环比下降 1.95%。

玻璃纤维：截至 3 月 30 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。

### 【农林牧渔】现金流恶化驱动生猪主动去产能，疫病扰动或加快行业去化节奏——行业周报-20230402

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：生猪短期供需错配明显，现金流恶化仍为产能去化主驱动力

需求疲弱导致近期猪价下行。据涌益咨询数据，截至 2023 年 3 月 31 日，全国生猪销售均价为 14.52 元/公斤，周环比下跌 0.54 元/公斤。消费淡季生猪需求较为疲弱，进而导致猪价持续下行，屠宰出现缩量。毛白价差低位运行，冻品库容率持续抬升均进一步确认生猪消费端疲弱态势。

2023 年 7-8 月或成为新周期的供需反转节点。反转节点预计出现在 2023Q3 主要系：（1）2023 年 1-3 月行业疫病扰动导致出现阶段性“高淘高补”，高淘汰所导致的产能折损将在 6 个月后显现；（2）8-9 月为下半年需求拉动猪价上行的重要节点。因此供需在 7-8 月的快速错位或驱动猪价上破行业成本。与此同时，2023Q2 产业端行为将影响此轮周期行情的高度及持续性。一方面，短暂性疫病冲击催化拐点，而疫病影响的程度及持续扰动时长将决定供给收缩的持续性；另一方面，基于周期反身性，若行业对后期猪价过于乐观，选择在 Q2 强撑养殖规模或拖慢出栏节奏，行业周期反转节点可能会有所拖后。

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（2023.3.27-2023.3.31，下同）：农业跑赢大盘 2.18 个百分点

本周上证指数上涨 0.22%，农业指数上涨 2.40%，跑赢大盘 2.18 个百分点。子板块来看，畜养殖、禽养殖、动物保健板块领涨。个股来看新五丰（+29.60%）、巨星农牧（+25.85%）、顺鑫农业（+15.04%）领涨。

本周价格跟踪：本周白羽鸡、黄羽鸡、对虾、糖价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，2023 年 3 月 31 日全国外三元生猪均价为 14.60 元/kg，较上周下跌 0.56 元；仔猪均价为 36.95 元/kg，较上周下跌 0.37 元/kg；白条肉均价 18.53 元/kg，较上周下跌 0.52 元/kg。3 月 31 日猪料比为 3.82:1。自繁自养头均利润-283.12 元/头，环比-23.82 元/头；外购仔猪头均利润-486.04 元/头，环比-13.27 元/头。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 6.24 元/羽，环比+6.30%；毛鸡均价 10.58 元/公斤，环比+2.72%；毛鸡养殖利润 2.87 元/羽，环比+0.85 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。

## 【非银金融】年报整体符合预期，一季报改善可期——行业周报-20230402

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

周观点：年报整体符合预期，一季报改善可期

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）非银上市公司陆续披露年报，券商和保险年报数据整体符合预期，疫情影响和行业转型下上市险企NBV增速同比承压，股债双杀对券商自营投资收益带来较大拖累。展望2023年，经济复苏、权益市场改善有望驱动非银行业盈利否极泰来。展望一季报，上市险企NBV有望实现个位数正增长，股市和债市同比均明显改善，上市券商一季报有望同比高增。

保险：2022年报数据符合预期，转型效果有望在2023年体现

（1）上市险企披露年度报告，2022年新业务价值及同比分别为：中国人寿360亿元、同比-19.6%，中国平安288亿元、同比-24.0%，中国太保92亿元、同比-31.4%，新华保险24.2亿元、同比-59.5%，中国人保37亿元、同比-7.2%，其中寿险-17.3%、健康险+35.3%，受行业转型及疫情影响，上市险企NBV同比承压，中国人寿、新华保险同比略低于预期。受权益市场波动拖累投资收益影响，上市险企归母净利润同比承压，其中中国人保受财险板块带动同比增长：中国人寿320.8亿元、同比-37.0%，中国平安837.7亿元、同比-17.6%，中国太保246.1亿元、同比-8.3%，新华保险98.2亿元、同比-34.3%，中国人保244.1亿元、同比+12.8%。（2）保险资产负债两端改善有望贯穿全年，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。

券商：上市券商2022年净利润同比-30%符合预期，3月偏股新发环比+60%

（1）本周日均股基成交额11205亿，环比+0.9%，3月日均股基成交额10376亿，环比+3.4%，同比-6%；本周新发偏股/非货币基金83/309亿，环比+11%/+22%，同比+27%/+37%，3月新发偏股462亿，环比+60%，同比+13%，基金新发持续改善。（2）3月31日证监会就修改《证券公司监督管理条例》公开征求意见，主要内容包括根据新《证券法》要求，取消、调整部分行政许可事项，落实审慎监管原则、提升风险防控主动性。（3）目前已披露年报的22家上市券商合计归母净利润1077亿，同比-30%，业绩表现符合我们预期，2022年股债双杀对券商大自营业务带来明显冲击，是业绩拖累首要因素。（4）近期市场交易量和基金新发均有改善趋势，主板注册制企业发行提速利于IPO业务改善，继续推荐兼具 $\alpha$ 和 $\beta$ 的轻资本互联网券商东方财富和指南针，受益标的同花顺。传统券商推荐东方证券和国联证券，受益标的中信证券。

受益标的组合

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，友邦保险。

券商&多元金融：东方财富，同花顺，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。

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。

## 【煤炭开采】一级矿权&二级回购高溢价，煤炭股低估有望反转——行业周报-20230402

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

一级矿权&二级回购高溢价，煤炭股低估有望反转

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）秦港Q5500动力煤平仓价报价1075元/吨，小跌1.83%，布伦特原油现货

价 79.2 美元/桶，环比上涨 7.82%，IPE 天然气结算价环比上涨 17.2%。动力煤方面：供给端：本周晋陕蒙 442 家煤矿开工率为 85.3%，环比微涨 0.16 个百分点；进口煤方面，印尼进入斋月开始影响到出口成交下滑，当前虽然澳洲煤炭放开但到中国港口并不具备明显价格优势；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。后期判断：供给方面，产量增量仍存在不确定性，内蒙矿难事件及其它区域矿难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，尤其是市场超产的黑煤将被打击；进口煤不存在总量冲击，澳煤的放开更多是结构调整，3 月 26 日国务院明确进口煤零关税延期至年底，侧面反映国内用煤紧张，此外 3 月 27 日澳大利亚众议院通过减排计划，将限制天然气和煤炭投资，预计大约有一半项目无法按照新拟议的立法进行，为未来澳煤出口量形成压制；需求方面，电煤日耗在经济稳增长政策支持下有望向好，当前市场现货煤价格更多反映非电煤需求（水泥、煤化工）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，当前下游焦煤库存同比处于低位，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 日起至上周连续 12 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持续下跌，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；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，蒙古国新交易机制仍将影响中蒙的煤炭贸易总量；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，政策端对稳增长仍在持续护航支持，非电煤需求最重要的水泥、煤化工开工率整体持续上行。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。国内 2 月社融数据表现亮眼侧面反映了经济向好。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；前几周陕西和内蒙在一级市场挂牌出让让矿权均实现了极高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被低估；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，近期多家煤企发布 2022 年年报，盈利均同比大增，中国神华、兖矿能源维持高比例分红，A 股股息率分别达到 9.1% 和 12.1%。当前对经济有担忧的背景下，高分红高股息率有望成为防守的首选，同时当前也是基金持仓低位叠加对海内外经济过于悲观，极致预期下往往形成交易策略的反转，煤炭股在经济预期改善背景下也同样具备进攻属性。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。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；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。

### 【计算机】重视自主安全的华为盘古生态链机会——行业周报-20230402

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

市场回顾：本周（2023.3.27-2023.3.31，下同），沪深 300 指数上涨 0.59%，计算机指数上涨 2.11%。

周观点：重视自主安全的华为盘古生态链机会



### 1、意大利宣布禁用 ChatGPT，建设自主安全的大模型重要性凸显

当地时间 3 月 31 日，意大利个人数据保护局宣布，从即日起禁止使用聊天机器人 ChatGPT，并限制 OpenAI 公司处理意大利用户信息，同时个人数据保护局开始立案调查。个人数据保护局认为，3 月 20 日 ChatGPT 平台出现了用户对话数据和付款服务支付信息丢失情况，此外 OpenAI 没有就收集处理用户信息进行告知，缺乏大量收集和存储个人信息的法律依据。我们认为 ChatGPT 用户信息丢失将进一步引发数据隐私安全担忧，凸显建设自主安全的国产大模型的必要性。

#### 华为盘古 NLP 大模型具备全球领先的技术实力

根据华为官网信息，2021 年 4 月华为云正式发布盘古 NLP 大模型。盘古 NLP 大模型包括 30 亿参数的视觉(CV)预训练模型，以及与循环智能、鹏城实验室联合开发的千亿参数、40TB 训练数据，是业界首个千亿级生成和理解中文 NLP 大模型。

盘古 NLP 大模型具备全球领先的语言理解和模型生成能力。根据 2019 年权威的中文语言理解评测基准 CLUE 榜单，盘古 NLP 大模型在总排行榜及分类、阅读理解单项均排名第一，刷新三项榜单世界历史纪录；总排行榜得分 83.046，多项子任务得分业界领先，是最接近人类理解水平（85.61）的预训练模型之一。

#### 华为具备自主可控的 AI 全栈能力

根据华为官网信息，华为已构建起全栈 AI 计算基础设施及应用服务能力，具体包括昇腾/鲲鹏系列处理器、PC、服务器、存储设备、虚拟化、开源欧拉和开源鸿蒙操作系统、开源高斯数据库、中间件、云服务、行业应用等。我们看好华为具备从底层硬件到顶层应用的人工智能全栈能力，有望充分受益国产大模型建设浪潮，建议重视华为生态链厂商成长机遇。

#### 投资建议

华为具备全球领先的大模型技术实力及自主可控的人工智能软硬件技术底座，建议重视意大利禁用 ChatGPT 事件催化下的国产大模型厂商成长机遇，尤其重视华为生态链的投资机会。昇腾及鲲鹏硬件领域推荐卓易信息、神州数码（神州鲲泰），受益标的包括拓维信息（湘江鲲鹏）、同方股份、烽火通信（长江计算）、广电运通（广电五舟）、常山北明等。基础软件领域推荐软通动力、太极股份（普华软件）、中国软件国际（开鸿数字），受益标的包括润和软件、海量数据、中国软件（麒麟软件）、诚迈科技（统信软件）、麒麟信安、创意信息、中科创达、东土科技、科蓝软件等。ERP 领域推荐赛意信息、鼎捷软件，受益标的包括汉得信息、法本信息、能科科技等。CAD 领域推荐中望软件等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

### **【化工】沙特阿美高溢价入股荣盛石化，中国化工核心资产有望迎来价值重估——行业周报-20230402**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）行业观点一：AOC 溢价入股荣盛石化，中国化工核心资产有望价值重估

2023 年 3 月 27 日，荣盛石化发布公告：荣盛控股与沙特阿美的全资子公司 AOC 签署了《股份买卖协议》。据该协议，荣盛控股拟将其所持有的荣盛石化 1,012,552,501 股（占截至该协议签署之日公司总股本的 10% 加一股股份）无限售流通股份以 24.3 元/股的价格转让给 AOC。此外，荣盛石化与沙特阿美确定建立战略合作关系，荣盛石化及下属子公司与沙特阿美及其关联方签署了《原油采购协议》、《ATS 框架协议》、《原料供应框架合同》、《化学品框架协议》等一揽子协议。《原油采购协议》：沙特阿美、浙石化和荣盛石化（新加坡）私人有限公司将签订一份原油采购协议（COSA），关于沙特阿美向浙石化供应承诺数量为每天四十八万（480,000）桶的阿拉伯原油，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

采购价格基于公开原油市场指标确定。我们认为，荣盛石化引入境外战略投资者并签订相关协议，对公司稳定原油供应具有重要意义，同时可拓展化工产品的海外销售渠道，为公司引入沙特阿美在炼油、石化等领域的先进技术奠定了良好基础。沙特阿美高溢价入股荣盛，彰显了国际市场对中国炼化企业的价值认可，有望引领中国化工核心资产全面价值重估。【受益标的】荣盛石化、新凤鸣、恒力石化、桐昆股份、万华化学等。

本周行业观点二：3月份主要经济指标向好，制造业保持扩张态势

据钛媒体快报3月30日消息，国务院总理李强在海南博鳌亚洲论坛表示：3月份经济表现比1、2月份更好，主要经济指标向好，消费和投资的主要指标继续改善，而就业和价格保持稳定，市场预期明显改善；将继续稳字当头，巩固拓展经济恢复向好的态势；将会在扩大市场准入、优化营商环境方面推出新举措。此外，据国家统计局数据，2023年3月制造业PMI为51.9%，制造业保持扩张态势。

本周新闻：三井化学拟优化TDI产能，计划未来每年减产5万吨

【TDI】三井化学拟优化TDI产能，计划未来每年减产5万吨。据慧聪化工网公众号报道，2023年3月28日，三井化学股份有限公司宣布计划于2025年7月优化其大牟田工厂的TDI工厂的生产能力。三井化学决定，未来每年减产约5万吨。

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】新凤鸣、泰和新材、华峰化学、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、东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、兴发集团、川恒股份、云图控股、和邦生物、川发龙蟒、湖北宜化、东方铁塔、盐湖股份、亚钾国际等；【硅】合盛硅业、硅宝科技、宏柏新材、三孚股份、晨光新材、新安股份；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、双环科技、山东海化、中泰化学、新疆天业、滨化股份等；【其他】振华股份、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。

**【化工】阿科力COC千吨级产线有望年内量产，二氧化硅市场规模稳步扩容——新材料行业周报-20230402**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）行情回顾

新材料指数下跌0.65%，表现弱于创业板指。半导体材料涨2.21%，OLED材料跌0.27%，液晶显示跌1.53%，尾气治理涨1.96%，添加剂涨0.03%，碳纤维跌7.51%，膜材料跌1.93%。涨幅前五为晶瑞电材、格林达、华特气体、艾可蓝、阿石创；跌幅前五为光威复材、阿科力、博迁新材、上纬新材、方邦股份。

新材料周观察：二氧化硅应用广泛，市场规模稳步扩容

沉淀法二氧化硅(SiO<sub>2</sub>? nH<sub>2</sub>O)因其化学惰性及对化学制剂的稳定性和可明显提高橡胶产品的力学性能，被作为化工填充料广泛应用于轮胎、鞋类、硅橡胶、饲料、涂料、口腔护理、日用品、医药等领域。据TransparencyMarketResearch预测，2023年全球沉淀法二氧化硅市场规模将增长到34.9亿美元。国际上赢创等二氧化硅生产技术成熟，能综合运用二氧化硅、氧化铝和硅铝化合物产品类丰富、通用性强的各类二氧化硅产品；国内沉淀法二氧化硅产能和产量整体呈现上升趋势，生产企业向规模化、大型化和集中化发展，但应用领域仍以价格和附加值相对较低的橡胶制品等为主。确成股份是中国目前最大的沉淀法二氧化硅生产商，公司产品涵盖二氧化硅及其原材料硅酸钠、硫酸及蒸汽、电力等全产业链；凌玮科技主要从事中高端纳米二氧化硅的研产销，覆盖消光剂、吸附剂、开口剂、防锈颜料，其中开口剂、防锈颜料等产品能自主生产的国内厂商较少；金三江的沉淀法二氧化硅产品主要应用于牙膏领域，近几年不断向高端工业（PE蓄电池隔板、硅橡胶等）、食品和药品等领域拓展。据远翔新材统计，2022-2024年国内沉淀法二氧化硅产能扩张趋势将有所放缓，新增产能主要为特殊用途

二氧化硅产品。受益标的：确成股份、凌玮科技、远翔新材、金三江等。

#### 重要公司公告及行业资讯

【阿科力】公司 2022 实现营收 7.13 亿元，同比-18.99%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比+19.66%。公司“环烯烃共聚物材料的研制”项目已打通工艺路线并完成公斤级环烯烃共聚物样品制备，关键指标均达到预期，预计 2023 年下半年完成安装并进行试生产，争取在 2023 年实现千吨级生产线的量产。

#### 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。

### 【计算机：朗新科技(300682.SZ)】疫情扰动短期业绩，2023 复苏可期——公司信息更新报告-20230402

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

“双碳”政策打开成长空间，维持“买入”评级

考虑到疫情扰动短期业绩，我们下调 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 9.00、11.20、13.98 亿元（2023-2024 年原值为 13.77、17.24 亿元），EPS 为 0.85、1.06、1.32 元/股（2023-2024 年原值为 1.30、1.63 元/股），当前股价对应 PE 为 31.5、25.3、20.3 倍，公司是能源互联网领域领军企业，有望持续受益“双碳”高景气，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年报，经营性现金流大幅改善

2022 年公司实现营业收入 45.52 亿元，同比下降 1.89%；实现归母净利润 5.14 亿元，同比下降 39.28%。公司业绩短期扰动主要系受疫情影响，部分电网客户的订单和项目推进节奏有所延迟。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅改善，同比增长 92.87%，主要系公司加强现金流管理，经营回款周期改善。

能源数字化：电网数字化加速恢复，非电网数字化业务拖累缓解

2022 年公司全面参与多省新一代营销系统、采集系统、市场化交易系统、负荷管理系统的推广与建设，并在能源大数据、综合能源业务、营销运营业务和国际业务等领域实现新的突破，积累丰富业务经验和优质项目卡位。伴随疫情影响因素缓解，新型电力系统和电力市场建设需求加速释放，2023 年公司电网数字化业务有望加速恢复。同时公司 2022 年逐步精简非电网的能源数字化业务，优化相关业务的项目和团队，预计 2023 年将大幅减少对上市公司利润产生的拖累。

能源互联网：营销效率提升，商业模式升级可期

疫情影响下公司能源互联网业务仍保持快速增长，收入同比增速超过 30%，充分彰显行业景气和公司优势。2022 年聚合充电电量超 20 亿度，同比增长 257%，公共充电市占率达到 10%。同时，公司营销补贴效率不断提升，度电亏损持续收窄。此外，在平台聚合大量负荷资源的基础上，公司在多个省份开展售电业务，并作为负荷聚合商参与电网需求响应，有望开启公司全新成长曲线。

风险提示：“双碳”建设不及预期；市场竞争加剧；公司市场开拓不及预期。

### 【计算机：远光软件(002063.SZ)】收入平稳增长，电力信创有望打开成长空间——公司信息更新报告-20230402

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

电力信息化领军，维持“买入”评级

考虑到疫情扰动短期业绩，我们下调 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.04、5.06、6.35 亿元（2023-2024 原值分别为 4.32、5.15 亿元），对应 EPS 分别为 0.25、0.32、0.40 元/股（2023-2024 原值分别为 0.27、0.32 元/股），对应当前股价 PE 分别为 36.8、29.3、23.4 倍，公司是电力信息化领军企业之一，是国网数科公司旗下上市平台，有望受益“双碳”政策催化下的电力信息化高景气 and 电力信创机遇，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年报，收入平稳增长

公司发布 2022 年报，公司实现营业收入 21.25 亿元，同比增长 10.94%；归母净利润 3.23 亿元，同比增长 5.65%；扣非归母净利润 3.08 亿元，同比增长 8.37%，收入平稳增长。

数字企业：持续突破并深耕标杆客户，电力信创成长可期

在国家电网，公司满足国家电网辽宁、山西省管产业单位企业核心资源管理领域业务需求，实现试点单位 DAP 试点上线应用。在南方电网，基于公司云化、微服务化、中台化、全栈国产化的 DAP 产品实现在南网所有单位全面上线应用。在发电市场，公司加快推进国家电投集团经营分析系统建设，积极参与国家能源集团司库二期项目规划和方案设计。同时公司积极开拓两网五大以外的电力市场，中标中国电建集团智慧财务共享平台建设项目、田湾核电站基于大数据与 AI 的智慧税务平台等项目等。我们认为公司在电力行业集团管理领域具备丰富的行业 Know-How 和深厚客户资源壁垒，有望乘电力信创东风加速腾飞。

人工智能：算法实力国内领先，全面赋能企业应用

公司持续加大人工智能技术创新与应用，完善“AI 应用、RPA 云平台及应用、智能硬件”等核心产品线。目前部分图推理算法、OCR 识别算法逐步达到国内先进水平，未来有望广泛应用于企业管理各方面，成长前景光明。

风险提示：客户投资不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期风险。

**【商贸零售：朗姿股份(002612.SZ) 2022 年利润承压，关注 2023 年医美业务复苏——公司信息更新报告-20230402**

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

疫情扰动叠加次新机构亏损，2022 年归母净利润同比-90.7%

公司发布年报：2022 年公司实现营收 38.78 亿元（+1.2%）、归母净利润 1608 万元（-90.7%），疫情扰动叠加次新机构亏损导致利润承压。考虑深圳米兰柏羽医美医院刚刚升级完毕尚需要一定培育周期，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.66（-0.19）/2.50（-0.36）/3.30 亿元，对应 EPS 为 0.37（-0.5）/0.56（-0.9）/0.75 元，当前股价对应 PE 为 65.4/43.4/32.9 倍。我们认为，公司已构建泛时尚生态圈，三大业务协同发展，2023 年医美业务有望较快恢复，估值合理，维持“买入”评级。

医美业务毛利率有所下滑，积极优化女装、婴童业务收效较好

医美：营收 14.06 亿元（+9.3%）、毛利率 49.5%（-2.1pct）、净利率 0.15%（-1.3pct），手术项目毛利率下滑叠加毛利率较低的非手术类项目占比提升，盈利能力下滑；分品牌看，米兰柏羽/晶肤/高一生/韩辰分别实现营收 7.82/2.94/1.34/1.95 亿元，同比+11.3%/+14.7%/-16.5%/+17.1%，毛利率分别-0.8pct/-4.4pct/-8.0pct/+1.8pct，高一生受疫情冲击较大，韩辰经调整后改善明显。女装：营收 15.35 亿元（-9.3%）、毛利率 62.9%（+1.9pct），报告期内公司关闭低效门店并发力电商，2022 年线上营收占比已达 33.1%（+13.3pct）；婴童：营收 8.78 亿元（+7.6%）、毛利率 60.5%（+4.9pct），调整货品结构、折扣及优化低效店铺等措施成效显著。费用方面，销售/管理/财务/研发费用

率同比分别+2.0pct/+0.8pct/+0.7pct/+0.1pct。

2023 年医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏

2022 年公司新增 10 家合并主体中，除收购的昆明韩辰外，还包括新设的 1 家晶肤、5 家米兰柏羽，未来医美业务有望加速扩张；线下消费场景复苏将催化并购基金旗下医美标的成熟，从而进一步增加潜在可收并购数量、推进外延并购进程，2023 年公司医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏。此外，随着线下生产生活秩序正常化，消费力回升亦有望带动女装、婴童业务回暖。

风险提示：拓店不及预期、人力资源流失、竞争加剧、医疗事故、疫情反复。

## 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