

## 国都投资研究周报

**策略周报：经济复苏好于预期 VS 货币信贷政策取向收敛，指数震荡缓升风格趋于均衡**

**一、市场展望：政策预期趋稳，基本面温和复苏，指数缓升结构轮动**

**1、市场脉动：信贷与经济数据略超预期，美元利率政策趋于稳定，股指震荡缓升，结构分化趋于收敛**

3月中上旬，全国两会窗口期设定的5%左右增长预期目标，使得市场对于经济刺激政策、尤其是房地产需求端刺激政策预期降温，同时欧美银行业局部流动性危机发酵，全球风险偏好下挫。以上国内经济刺激政策与复苏强度预期降温、海外银行业流动性危机事件，共同促使3月中上旬（3/1-3/15）全球主要股指普遍下跌1.8-5.8%不等，MSCI中国A股指数（人民币）、万得全A各下跌2.6%、2.1%，创业板指领跌3.8%。

3月下旬起，随着美联储会议决议公布，市场对于美元加息终点临近预期明朗且稳定（5月初大概率为本轮最后一次加息25bp），同时欧美监管机构迅速出手并暂时舒缓了局部银行业流动性危机，提振全球风险偏好回升；同时，国内小幅降准时点早于预期，稳货币宽信用政策总基调未变。尤其是近期陆续公布的3月PMI、信贷社融、进出口贸易等数据均好于预期，表明疫后经济温和复苏持续，近期市场连续小幅上调一季度及全年GDP增速至4.1%、5.5%（之前为3.7%、5.3%）。

以上国内外政策预期趋稳、国内疫后经济复苏略好于预期支撑下，推动3/16至今全球主要股指及A股普遍反弹，3/16-4/14全球主要股指普遍反弹6-12%，MSCI中国A股指数（人民币）、万得全A反弹3-4%，涨幅相对靠后，而恒生科技、科创50显著反弹9.2%、14.5%而居前。

3月中旬至今的全球市场反弹中，A股反弹幅度相对落后，主要系两会后市场对于经济刺激尤其是房地产需求端政策预期降温，疫后经济复苏强度预期下调所致。A股大盘指数相对平淡，但以ChatGPT为首的TMT板块大放异彩；3/17至4/7，万得全A、沪深300、中证500、创业板指、科创50、上证50各反弹4.6%、4.7%、5.3%、6.3%、17.0%、2.4%；板块风格来看，期间周期（+1.1%）<金融（+2.4%）<消费（+2.7%）<成长（+9.4%），行业表现分化显著，期间传媒（+23.5%）、计算机（+18.6%）、通信（+14.5%）、电子（+14.1%）涨幅遥遥领先，而钢铁、公用事业、基础化工、纺织服装、银行逆势微幅下跌3.5%以内。

**研究员：王双**

电话：010-84183312

Email：wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

**联系人：王景**

电话：010-84183383

Email：wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

值得注意的是，随着 TMT 板块成交占比于 4/6 触及历史峰值 50.2%后，上周（4/10-14）逐步回落近 8 个百分点至 4/14 的 42.8%（仍显著高于历史均值 22.5%），同时消费板块成交占比自低位小幅回升 2.2 个百分点至 12.5%（仍低于历史均值 16.6%），而金融地产成交占比短暂反弹后仍停留在底部 4.2%（22 年底至今持续显著低于历史均值 11.5%）。以上各主要风格板块的成交额占比的边际变化，初步反应了资金对于板块配置的边际调整，并与板块表现呈现了较强的相关性。上周随着以上各板块的成交占比变化，TMT 板块指数随成交占比的回落而下跌-1.1%，金融地产逆势上涨+0.5%；消费板块受食品饮料大跌拖累而下跌-1.8%，但若成交占比回升阶段可持续或有望反弹。

近中期展望，随着近期国内外政策预期趋稳、国内疫后经济复苏动能小幅上修且温和持续，下半年上市公司业绩也将趋势改善，有望支撑中期指数震荡缓升结构为主的行情。板块风格方面，随着基本面温和恢复但略好于预期，货币信贷政策虽有边际小幅收敛压力（人民银行一季度例会措辞反应），但三季度前 PPI 持续通缩下流动性有望保持合理充裕，预计板块风格逐步回归轮动均衡，低估值、低成交占比但基本面预期触底改善的金融地产、消费板块有望阶段性补涨。

（以上数据来源：WIND，国都证券，下同）

## 2、近中期市场展望：基本面复苏驱动的缓慢上涨行情可期

1) 23 年为修复预期与信心之年。疫情防控政策转折之下，经历三年反复冲击的企业、居民预期有望从低谷逐步修复，有利于恢复信用传导效能，扭转资产负债表衰退态势；同时，中央释放“大力提振市场信心”政策信号，重点有望修复平台经济、民营企业、地方政府发展信心，激发全社会干事创业活力。

2) 23 年为经济温和修复之年。过去三年疫情反复扰动，经济平均增速已下移至 4.5%附近，低于 2035 年人均 GDP 达到中等发达国家所需的 4.7%年均增速底线，尤其 22Q2-Q4 连续三个季度增速在 4%下方，经济中低增速态势亟需扭转。岁末年初防疫政策的快速优化落实，全国第一波集体感染快速达峰过后，23 年经济有望环比逐季修复。但考虑到 23 年欧美为首的全球经济明显放缓、国内劳动人口与总人口双双回落及地产周期性下行压力，预计我国 GDP 同比增速有望自 22 年的 3.0%温和修复至 23 年 5.0%上方附近。

23 年“内强外弱”下经济温和修复可期。22 年受疫情反复加剧，对社会生产生活频繁扰动，经济波动显著，叠加房地产加剧下行，致使 22 年我国 GDP 增速明显低于年初预期值 5%以上。展望 23 年，随着防疫政策优化调整后快速落实、国内第一波快速达峰且感染率近乎达到群体免疫之高，目前国内生产生活基本回归正常状态，疫情对经济的影响正趋于弱化。23 年稳增长为首要任务，并以恢复和扩大内需为主要抓手，预计疫后内需恢复为 23 年经济主要贡献力量。目前市场一致预期 23 年的消费、工业同比增速较年初小幅上调至 7.5%、5.7%，而投资增速较年初下调至 5.6%（制造业、基建投资同比增速预期值较 22 年回落 3 个百分点至 6.0%、7.3%，而房地产投资同比降幅较 22 年大幅收窄 10 个百分点至-0.1%），相较 22 年的-0.2%、3.6%、5.1%，可见 23 年消费恢复弹性居首。

预计 23 年消费与投资两大内需均较 22 年回暖，同时，作为国民经济支柱产业房地产，23 年销售、投资同比降幅也有望从 22 年的-25%、-10%附近大幅收窄至-5%以内，对经济拖累明显降低。23 年内需经济恢复明显，但受发达经济体的抗通胀紧货币滞后影响，23 年全球经济增速显著放缓，23 年外需明显转弱，预计我国出口贸易额同比增速将由 22 年的+7.7%转负至 23 年-2.0%附近。

以上 23 年“内强外弱”下，目前市场预期疫后我国经济温和修复，23 年实际 GDP 同比增速有望回升 2 个百分点至+5.3%附近；分季度来看，一季度受去年高基数及消化疫情达峰的双重影响，预计 23Q1 为全年增速低点 4.0%附近，低基数下 23Q2 明显反弹至 7%附近，23Q3、Q4 预计在 5%附近。

3) 市场展望：熊末牛初转承阶段，指数温和反弹，先价值修复后成长启航。肇始于 21/2 大盘指数见顶回调至 22/10 年内二次探底，期间主要指数与行业调整幅度普遍达 35-40%，各板块调整时长在 1-2.5 年不等，对比前 20 年四轮大调整期的跌幅与时长，本轮 A 股调整程度已超过历次均值。过去两年 A 股的震荡下行，已对美元加息、疫情反复、地缘冲突、经济下行等四大压力因素消化殆尽，23 年预计为熊末牛初转承之年。

展望 23 年，以上四大压力因素有望缓和好转—美元加息已至尾声、疫情冲击即将作别、地缘冲突或将缓和、国内经济逐渐恢复，市场风险偏好或适度提升，公司业绩盈利将小幅反弹，有望共同驱动 A 股指数温和反弹。考虑 23 年 A 股整体业绩增速~10%，叠加风险偏好适度回暖下的估值弱修复，预计大盘指数温和反弹 15%附近。

**全年结构均衡轮动。**考虑到 23 年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。

综合判断，23 年股市资金供需总体仍偏紧，决定了市场以存量资金博弈、结构轮动为主的特征难以发生改变，结合 23 年疫后服务消费恢复、以住房改善与新能源汽车为扩内需两大抓手、以自主安全与数字经济为首的创新发展等主线，以及估值高低-预期实现难易等差异状况，预计 23 年价值与成长风格趋于均衡。

**熊末牛初板块温和反弹顺序或为金融>消费>成长。**22 年受地缘冲突加剧大宗价格大幅震荡、国内疫情反复冲击经济预期、美联储激进加息陆股通资金流向大幅摆动，使得 A 股风格切换与板块轮动明显加快，全年来看金融>周期~消费>成长。然而，从本轮步入熊市的完整周期来看，四种风格板块调整顺序与时长为金融>消费>周期>成长，依次 2.5 年、1.9 年、1.3 年、1.1 年，但期间最大调整幅度均在 35-40%，差异不大。

从调整时序与时长来看，同时结合 23 年国内政策发力顺序或为稳地产、恢复消费、补短板强链条固实业，及 23 年国内经济、公司业绩前稳后强，美联储货币政策前鹰后鸽等综合因素研判，预计 23 年先价值修复后成长启航，板块温和反弹顺序或为金融>消费>成长。

#### 5) 中期配置建议：中期布局扩大内需与补链强链两大主线机会。

中期来看，23 年投资主线可重点遵循中央对 23 年经济工作重点部署方向，即扩大内需下的消费恢复、补短板基建，及加快建设现代化产业体系下补链强链的科技制造。

**一扩大内需主线：**23 年要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费；同时加强区域间基础设施联通、十四五重大工程和补短板项目建设。以上地产链条板块、新能源汽车及智能驾驶、养老医疗服务，及补短板项目的半导体设备与材料、先进制造生产线设备更新改造、数控机床等，23 年有望获得金融财税政策支持，建议中期可逢低布局与深入挖掘优质标的。

同时，中期随着疫后就业及居民收入预期的逐步改善，居民消费能力有望增强、消费条件有望改善，利于消费趋势性恢复，可适当关注衣食住行娱医等消费板块，包括白酒、餐饮旅游、航空酒店、影视广告、医疗服务等业绩修复行情。

**二现代产业体系主线：**23 年围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通；重点提升传统产业在全球产业分工中的地位 and 竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广，大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。

中长期我国经济转型升级、创新驱动、制造强国下，我国科技制造优势有望进一步提升，建议可逢低布局人工智能、半导体、军工、信息安全、创新药、电动汽车、智能驾驶、光电生产设备与材料、光伏风电储能等科技赛道板块细分机会。1、重点跟踪关注美国核心通胀变化、国内经济复苏状况。考虑到当前 A 股整体估值仍较历史均值偏低，且年内经济复苏态势较为确定，预计近期市场重点关注内外两大变量因素的预期差。

**5) 近期风格研判：**近期基本面预期改善，但经济刺激政策预期降温，周期价值与科技成长有望交替领涨。2 月受美元加息预期边际上修、国内疫后经济弱复苏预期两大内外压力，A 股指数持续震荡，大盘价值股普遍回调。新近公布的 PMI 指数、信贷社融等强于预期，近期有望改善市场对于疫后经济复苏偏弱预期，同时美元加息预期上修压力已消化殆尽，近期 SVB 挤兑关闭事件或促使美联储加息立场趋软，美元指数与利率呈现阶段筑顶回落态势。以上国内基本面预期的改善，叠加外部美元紧缩预期压力的见顶，近期有望提振 A 股市场风险偏好。

此外，3 月中旬公布的前 2 月经济数据同比增速整体好于预期，3 月综合 PMI 产出指数为 57.0%，环比上升 0.6 个百分点，位于较高景气区间，表明我国企业生产经营总体情况继续好转。基本面稳步复苏态势，有望驱动市场进入第二波修复反弹行情，地产系周期与后端消费、建筑机械化工钢铁等中上游周期、大金融等为主的周期价值板块阶段性有望领涨。然而，考虑到政府工作报告的设定的 23 年 GDP 发展预期目标、财政赤字率及地方专项债预算规模等，总体偏稳健，经济刺激政策预期降温确认，中期经济增速修复空间预期或受限，或将制约周期价值板块修复的空间与持续性。



考虑到 22 年 10 月底起的第一轮估值修复行情中科技成长板块明显落后，当前科技成长板块的估值分位数仍偏低，中期美元利率与汇率大概率见顶回落；而我国产业政策、科技政策重点支持科技与先进制造领域，中期科技成长板块业绩增速优势明显。综合估值、政策、利率及中期业绩等因素来看，预计近中期科技成长板块有望阶段性领涨，考虑到 ChatGPT 引领的 TMT 板块短期涨幅较大、且成交额占比攀升至均值两倍以上，短期震荡波动性或较大，使得周期价值与科技成长有望交替领涨。

## 二、市场焦点简析：居民缩表能否转为扩表？央行例会或预示宽货币强信贷边际收缩，美国通胀回落趋势下利率政策拐点隐现

### 1、居民缩表态势初步扭转，能否扩表将为复苏强弱的关键变量

1) 社融信贷连续三个月超预期放量。23 年 3 月新增信贷、社融规模各 3.95、5.38 万亿，连续三个月超预期，Q1 共新增信贷、社融 14.5、10.7 万亿各同比多增 2.4、2.5 万亿，反应宽信贷成为当前宽信用主要抓手工具。3 月 M2、社融同比+12.7%（较 2 月阶段高点环比回落 0.2 个百分点）、10.0%（环比 2 月微升 0.1 个百分点至近五个月高点）。

2) 社融结构变化简析：宽信贷成主力，信用债发行边际回暖但仍偏弱，信托贷款持续压降后转稳。新增社融规模同比连续两月大增共 2.7 万亿，新增信贷同比连续四个月大增共 2.8 万亿，22 年 8 月起信贷已成为新增社融主要贡献，而政府专项债、企业债净融资额同比连续少增共 2.1、1.9 万亿（期间理财产品赎回潮信用债发行成本上升）；今年以来专项债、企业债发行较 22H2 边际改善，23Q1 专项债累计同比转为多增 0.25 万亿，不过相比 22Q1 同比多增 0.93 万亿仍表明 23 年专项债前置发行不显著，仍以推进前期存量项目形成实物工作量为主；近两月企业债同比近乎转平；此外，信托贷款在经历连续三年持续压降共 3.7 万亿后，23 年起已转为平稳，同比变化由负转为 Q1 共多增 0.17 万亿，反应房地产融资政策有所改善。

### 3) 本轮宽货币政策及其信用传导效果回顾：宽货币政策持续近两年，但受制约居民缩表宽信用效果迟滞。

从 M2、社融同比变化曲线来看，反应货币政策的 M2 增速已自 21/8 阶段底部 8.2% 趋势上行一年至 22/8 的阶段高点 12.2%，随后 22/9-12 月短暂在 12% 中枢窄幅休整，但 23Q1 再度攀升至 12.7%，整体表明期间经济增速明显偏低压力（连续六个季度的当季 GDP 同比增速均值为 3.6%，波动范围在 0.4-5.2%）下宽货币政策持续；以上宽货币政策持续发力下，反应货币政策传导效果的新增信贷、社融或其存量增速明显滞后且同比变化曲线回升斜率偏缓，表明期间宽货币政策传导为宽信用效果不明显。

21/9 至 22/12 连续十六个月宽货币期间，累计新增信贷、社融各高达 27.1、44.5 万亿，但累计同比多增仅 0.45、0.83 万亿，同时信贷存量同比增速迟滞于 22/5 企稳在 10.9% 中枢窄幅震荡，社融存量同比增速较 M2 仅晚 2 个月于 21/11 月的 10.1% 企稳回升，但持续时长较短仅八个月至 22/6 的 10.8%，随后持续回落至 23/1 月的近十年低点 9.4%。

宽货币政策传导至宽信用效果不佳的原因何在？拆分信贷、社融分项结构来看，主要系期间居民端贷款持续走弱、企业债发行偏弱所致，反应期间疫情防控叠加经济周期下行中居民就业状况变差、收入预期转弱中的消费与购房意愿不足，及企业债融资不畅。具体来看，21/9 至 22/12，企业中长期、短期贷款累计新增 12.7、3.1 万亿，同比多增 0.8、2.4 万亿，期间企业端贷款较为正常；但居民中长期、短期贷款累计新增 4.6、1.6 万亿，同比少增 3.5、1.0 万亿，反应期间居民购房、消费意愿不足或持续受限。此外，同期企业债发行累计 3.5 万亿，同比少增 0.7 万亿。

### 4) 宽信用效果的两大积极变化：企业中长期贷款已连续八个月同比多增且 23Q1 同比加速放量，居民短贷、中长贷近两月同比转为多增。

持续宽货币政策后，近期宽信用效果呈现两大积极变化：一是 23Q1 企业中长贷同比加速放量，3 月为连续第八个月同比多增 0.73 万亿，且 23Q1 同比加速放量，Q1 累计同比多增 2.73 万亿，月均同比多增 0.9 万亿，明显高于此前五个月月均值的 0.48 万亿；企业中长贷持续多增且 23 年以来加速放量，反应前期政策性金融机构新增贷款、保交楼及设备更新专项贷款等货币工具发力见效，也预示制造业、基建投资较高增速有望保持，地产投资有望底部企稳。

二是居民短贷、中长贷近两月同比转为多增，扭转此前连续约十五个月的同比少增态势。23 年 2、3 月居民短贷、中长贷连续两个月同比转增共 0.64、0.39 万亿，相比此前连续月均少增 700、2800 亿元已明显改观，反应 2 月以来居民服务消费快速恢复、3 月楼市成交明显改观（3 月 30 大中城市销面同比逾+40%）。

此外，值得注意的是，3 月居民存款同比增幅已锐降至 2000 亿元，相比 22 年月均同比多增近 7000 亿

元及 23 年前 2 月的 1 万亿元，初步预示居民“少消费、少贷款、多储蓄”的缩表行为发生改变。

5) **居民能否由缩表转为扩表，将成为年内经济复苏强弱的关键变量。**居民端贷款回暖，将有助于宽货币-宽信用-稳经济的传导效果，后续重点观察一线城市楼市回暖能否持续及能否扩散至二线以下城市？同时关注居民服务消费快速回补后，汽车手机、家电家具等大件商品消费意愿能否接力？这将成为年内我国在净出口拖累约 1 个百分点的压力之下，及基建与制造业投资高位持稳情景之下，国内经济复苏强弱的关键变量。

22 年居民新增存款共 17.8 万亿元，同比显著多增 7.9 万亿，双双创历史纪录新高；反应疫情持续反复及经济下行压力下，居民收入预期低迷下的预防性储蓄意愿显著上升，成为压制消费恢复的重要因素之一，后续随着防疫新政及稳增长稳就业稳物价的综合效果显现，预计居民收入预期及消费信心有望逐步改善，超额的预防性储蓄或助力 23 年消费恢复与回归正常。

## 2、央行例会或预示宽货币强信贷边际收缩

近日人民银行货币政策委员会召开 23 年第一季度例会，从公布内容有关央行对于宏观经济评判、货币总量与结构性工具政策取向、金融工作重点等方面措辞的边际来看，总体可概括为“经济恢复向好但基础尚不牢固、货币与信贷回归合理边际收敛、融资成本继续下降空间非常有限”。具体如下：

1) **宏观经济形势方面：**央行认为，当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧；**国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。与 22 年四季度例会措辞对比而言，新增“国内经济呈现恢复向好态势”，删除了“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，删除了“增强信心，攻坚克难”等字眼。**以上措辞的边际变化，反应了年初至今国内疫情平稳转段后经济持续温和恢复，尤其是信贷、PMI 及 3 月房地产销售、进出口贸易均强于预期等事实，也表明以上经济基本面回暖下，央行对于经济看法较此前积极。

2) **货币政策方面：**央行提出，要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节；进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资；结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。

与 22 年四季度例会对比，释放了货币政策边际收敛信号。“搞好跨周期调节”替代“逆周期调节”，并提出“打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳”，取代之前的“加大宏观政策调控力度”、“加大稳健货币政策实施力度”等提法。以上措辞的变化，均表明在国内经济恢复向好态势下，下阶段货币政策与工具更侧重“跨周期调节、总量合理、节奏平稳”，替代之前三重压力下的“加大逆周期调控力度、加大实施力度”，边际上倾向收敛平衡。

3) **融资成本方面：**例会提出，完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。而去年四季度例会要求“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”，表明降成本的紧迫性或空间下降，也客观反应了近两年企业与居民的贷款利率已大幅降低至历史低位后难以继续显著下降的这一事实。

## 3、美国通胀高位趋势回落，服务业价格压力缓和初显，美元加息终点临近降息拐点有待观察

1) **美国通胀高位趋势回落。**新近公布的 3 月通胀变化大体符合预期，CPI 同比环比均回落，核心 CPI 同比略升环比回落；具体数据方面，3 月 CPI 同比+5.0%环比+0.1%（前值+6.0%/+0.4%），核心 CPI 同比+5.6%环比+0.4%（前值+5.5%/+0.5%），其中 CPI 同比环比显著回落，主要系当月能源与交运价格同比环比大幅回落所致。

22 年下半年起得益于能源及交运价格回落，美国通胀见顶趋势回落（CPI 同比自 6 月 9.1%较快回落至年底 6.5%），但 23 年 1-2 月 CPI 回落明显放缓，2 月核心 CPI 环比甚至略有反弹。

2) **服务业价格压力缓和初显。**从更受美联储关注的核心 CPI（剔除商品与能源价格）变化趋势来看，本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，21 年底至今的连续十六个月同比涨幅保持在 5.5-6.6%高位区间震荡，22 年 9 月见顶+6.6%震荡回落六个月后仍高达+5.6%，环比涨幅也从此前高位+0.6%小幅回落，近四个月仍持续在 0.4-0.5%较高区间震荡。本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高



不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。

值得注意的是，随着美联储连续激进加息至高位利率的滞后紧缩效应显现、疫情期间居民领取的美国财政补贴消耗殆尽、美国股市震荡回调居民账户财富缩水等压力，美国劳动力市场尤其是服务业供需边际缓和，使得此前平均时薪上涨压力正放缓，有望推动服务业价格自高位趋势回落。

3月美国住房、医疗保健、服装、娱乐等服务业分项价格的同比、环比涨幅悉数回落，仅教育与通信反弹、信息技术与硬件降幅收窄。

此外，3月美国区域中小银行业流动性危机，促使银行业加速紧信用，或将进一步加剧年内晚些时候美国经济步入轻微衰退，届时有望巩固美国通胀高位回落动力。

3) **美元加息终点临近降息拐点有待观察。**预计23年二季度末美国通胀、核心通胀有望自高位回落至4%/5%。美国高位通胀趋势回落，有望支持本轮美元加息终点临近，市场预期5/4美联储议息日本轮最后一次加息25bp至5.0-5.25%。但23H1核心CPI高位缓降的态势，或决定了美联储政策由鹰转鸽过程较长且迟疑。

4、**AI+主题板块成交占比已创历史峰值新高，资金炒作难以持续升温。**3月初起随着AI+主题的持续火热，创业板指、科创50成交额占比迅速攀升，当前创业板指成交额占比升值近十年第三高点27%（均值17%，20/9/9、21/11/25触及峰值39%、29%后降温并伴随股指阶段性回调）、科创50成交占比比较均值4.4%高出一倍至9.0%；沪深300成交占比近一月基本稳定在均值线30%下方附近。

23年初以来，TMT板块成交占比持续攀升，而消费、金融地产板块成交占比回落，成交占比变化与指数表现分化一致；当前TMT板块成交额占比升值近十年峰值46%（均值22%，上次20/2/25触及峰值41%后持续回调1个月幅度达25%；近一个月消费、金融地产板块成交占比均值各为11.7%、5.2%，已降至近十年低谷附近，且较十年均值16.6%、11.5%偏低30%、55%；后续若基本面产生正向预期差，或易催化资金回归配置。

### 三、宏观经济跟踪与展望：疫后初期经济恢复分化，下半年主要看大件商品消费与房地产的边际改善状况

1、**前两月经济温和恢复，消费与投资增速略好于预期。**近日国家统计局公布1-2月投资（+5.5%）、消费（+3.5%）、工业（+2.4%）等经济数据，均由去年底疫情防控高峰期的负增长转为正增长，其中投资、消费增速好于预期值3.3%、2.9%，工业增速弱于预期值3.0%。概括来看，疫后经济恢复特征主要体现为“服务业消费需求回补快、房地产积压需求释放、基建投资保持较快增速、大件商品消费有待提振”等四大特征。结合此前已公布的社融信贷、企业中长期贷款、PMI、出口贸易等数据均强于预期，而2月进口贸易及CPI弱于预期，预计投资增速有望保持平稳、而商品消费愿意有待提振。

2、**疫后经济恢复分化原因简析及后续展望。**从前两个月公布的数据来看，疫后经济恢复呈现明显分化，即服务消费恢复较快，商品消费恢复偏慢，积压需求释放下地产销售脉冲式回暖，政策持续加码下基建投资保持较快。以上经济恢复分化原因及其后续展望如下：

1) **疫后初期服务消费回补快，后续继续回补空间有限。**疫后消费场景约束的消除，利于出行服务消费的迅速回暖，从而提振餐饮旅游、纺织服装、金银珠宝、化妆品等出行服务消费显著回暖，同比由负转正甚至高达双位数的增速。考虑到当前出行服务消费已恢复至相对疫情前的较高水平，回补空间逐步收窄，预计后续服务消费增速保持平稳。

2) **商品消费回暖有待居民收入预期的改善，后续为消费增速稳中有升的主要驱动力。**与服务消费的快速回暖不同的是，前两月汽车、智能手机等大件商品消费同比降幅高达近-10%，反映当前就业及居民收入预期改善有限。而地产后周期消费品，包括建材家具家电等消费同比降幅明显收窄，或主要系疫情后初期积压需求的集中释放有关，后续走势取决于地产销售状况。整体来看，当前商品消费恢复偏弱，后续或随着经济恢复持续稳固，社会就业及居民收入预期的逐步改善，从而有望提振居民消费信心与购买大件商品，下半年商品消费的回暖为消费增速乃至经济改善的主要驱动力之一。

3) **地产回暖力度与持续性有待观察。**前两月全国房地产销售面积与销售额、同比大幅改善，同比降幅均由去年底的双位数收窄至低个位数；房地产新开工面积，施工面积，同比降幅也大幅收窄至个位数，房企到位资金同比降幅收窄至20%以内，而竣工面积同比转正至8.0%。以上房地产销售与投资端的数据改善，一方面反应疫情后初期积压需求的集中释放，另一方面也表明此前系列支持地产的金融政策逐见成效。考虑到当前全国人口加速老龄化，人口结构的不利变化，长期房地产下行周期难以改变，同时居民负债杠杆率已高达

60%以上且收入预期仍待提振，地产销售、投资回暖的力度与持续性有待观察。

3、市场小幅上修一季度及全年经济增速，下半年消费与房地产投资为两大主要改善动力。疫后国内经济温和复苏、平稳开局，尤其投资、消费恢复强于预期下，使得近日市场小幅上修 23Q1 我国实际 GDP 同比增速至 4.1%（22 年一季度增速 4.8%基数最高），23 年第二、三、四季度的 GDP 同比增速预测值基本维持在 7.5%、4.9%、6.0%不变，23 全年 GDP 同比增速目前一致预期 5.5%，位于政府工作报告预期目标值 5%左右的上方。

22 年基数大幅波动效应下，23 年 Q1、Q2 的经济增速预计分别为全年的低点、高点。从市场对于 23Q3、Q4 消费、投资、工业的季度预测来看：消费增速 Q3 有望保持在 6%附近、Q4 在低基数下再次反弹至 10%以上；下半年投资增速有望稳定保持在 6.0-6.5%区间，其中基建、制造业两大投资累计增速逐季回落至 Q3\Q4 末的 7.0%\6.0%、6.8%/4.0%，下半年固定资产投资增速保持稳定，主要得力于房地产投资增速的趋势改善，目前市场预期 Q3\Q4 末房地产投资累计同比降幅逐季收窄至-4%、-3%以内。

#### 四、美元利率政策展望：本轮美元加息终点临近，中期降息时机不定但趋势已成

1、近期美国就业与经济数据喜忧参半，5 月加息概率反复修正，美元利率与汇率阶段低位盘整。最新公布的美国就业、时薪及经济数据喜忧参半，整体呈现就业韧性较强、劳动参与率回升、时薪上涨压力减缓，但制造业与服务 PMI 双双走弱，表明当前美国经济动能放缓，就业市场滞后反应经济状况短期仍具韧性；而职位空缺数下降叠加劳动参与率回升，将利于减轻时薪与通胀压力。综合判断，近期公布的喜忧参半的就业与经济数据，部分修正了上周公布的 3 月 ADP 就业人数远不及预期时的 5 月初加息预期概率，由上周的大概率按兵不动上调至加息 25bp 概率近七成。

具体就业数据方面，美国 3 月新增非农就业 23.6 万人，较上月的 32.6 万回落，3 月失业率再度回落至历史低点 3.5%，劳动参与率小幅上升至 62.6%，非农时薪同比增速回落至 4.2%（2 月同比+4.6%）；此外，2 月职位空缺数下降至 993.1 万，为 2021 年 5 月以来最低水平，年初以来空缺职位下降了近 100 万个。

经济数据方面，3 月美国 ISM 制造业 PMI 指数 46.3，环比明显回落 1.4 个百分点，并创 2020 年 5 月以来新低，且多数分项指数均处于萎缩区间，同时 3 月 ISM 服务业 PMI 指数环比大幅回落近 4 个百分点至 3 月的 51.2。

前期受 ADP 就业数不及预期、PMI 指数走弱影响，市场预期美元加息或提前结束的概率上升，使得美元汇率与利率再度双双走弱，美元指数一度跌至近一年低点 101.5 附近，近四个交易日（3/31-4/5）2Y/10Y 美国国债利率下行 31/25bp 至近半年低点 3.8%/3.3%附近。而受周五公布的 3 月非农就业数及失业率好于预期，短期就业市场韧性较强，5 月初美元加息 25bp 的概率上修至近七成左右，使得美元利率与汇率有所反弹，美元指数重回 102 上方附近，2Y/10Y 美国国债利率上行至 4.0/3.4%下方附近。

2、美联储再度如期放缓加息幅度至 25bp。3/22 美联储议息会议如近期市场预期般加息 25bp，近一年美元利率累计上调 9 次至近十六年新高 4.75-5.0%。此次美联储议息决议受市场高度关注，2 月底至 3 月底的一个月内，受年初美国就业与通胀超预期、美联储主席国会鹰派证词、近期欧美银行业流动性风险事件等快节奏变化的影响，市场对于此次加息幅度及年内降息与否的预期，也经历了过山车般起伏。由最初的 3 月美元加息 50bp 转向 SVB 挤兑事件发生后的暂停加息，年内降息预期也一度大幅提高至 100bp；而随着近日美国监管层迅速出手纾困银行业流动性压力，短期个别中小银行挤兑事件未大范围传染扩散，市场对于此次美元加息幅度已适时稳定在 25bp，同时对于年内降息幅度也大幅收窄。

3、此次美联储决议声明内容、预测点阵图的边际变化及其预示有哪些？相较于 22 年 12 月，此次美联储决议声明内容主要边际变化包括：1) 删除了“持续加息可能是合适的”措辞，改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”，预示本轮加息已临近终点；

2) 删除了“通胀已经得到缓解”的措辞，改为“通胀仍然高企，消费和生产增长适度，就业增长已经加快，因此进一步收紧政策可能是合适的”，表明 23 年初通胀超预期压力下，美联储对通胀走势仍谨慎，并在银行业流动性压力期仍支持加息（尾声）而非暂停加息甚至转向降息；

3) 新增了市场高度关注的美国银行业健康状况评估内容，声明认为“美国银行体系依旧稳健、有韧性”，并表示“贷款计划有效满足了银行的需求，所有储户的储蓄都是安全的，将加强银行业监管”（这一点与美国财长同一时间的表态相左，即不考虑为所有存款兜底政策），但同时指出，最近银行业压力或导致信贷环境收紧，并给经济活动、就业和通胀带来压力。



4) 点阵图预测方面, 整体变动不大, GDP 微降而通胀与就业小幅调升。相较于 22 年 12 月, 美联储下调美国 23 年 GDP 增长预期至 0.4% (前值 0.5%), 上调 23 年 PCE 通胀预期至 3.3% (前值 3.1%), 同时下调失业率至 4.5% (前值 4.6%); 同时维持 GDP、核心 PCE、失业率的长期预测值各 1.8%、2.0%、4.0% 不变; 利率预测方面, 23、25 年及长期利率预测值维持在 5.1%、3.1%、2.5% 不变, 仅 24 年较前次下调 20bp 至 4.3%。整体来看, 此次点阵图预测值较前次变动不大。

4、本轮美元加息终点临近, 但何时转向降息尚存较大不确定性。高通胀压力超预期叠加美联储启动加息时点迟滞, 使得 22 年美联储连续激进加息, 美元低利率迅速切换至高利率, 为近期美国部分中小银行流动性危机爆发的主要外因。近期美国中小银行流动性危机事件, 或将加快美国信贷紧缩效应, 并对经济活动、就业和通货膨胀产生收缩影响。

同时, 受商品价格同比涨幅已趋势回落近半年驱动, 美国通胀自 22 年中见顶后已趋势回落, 虽然受服务业价格粘性较强近两个月回落不及预期, 但随着高利率累计效应叠加此次银行业流动性压力下信贷紧缩加速效应, 预计 23 年下半年通胀、核心通胀均有望回落至 4% 下方。

综合判断, 23 年下半年美国经济下行风险加大、通胀缓和, 且此次银行业流动性危机产生的中期紧缩冲击效应尚待观察, 因而预计本轮美元加息终点已临近。根据 3 月美联储点阵图指引, 5 月最后再加 25bp 至 5.0-5.25% 即为本轮加息终点。

但美联储何时转向鸽派降息, 尚存在较大不确定性, 取决于未来几个月美国通胀、就业、经济形势变化程度。最新美联储点阵图显示 23 年下半年美元利率维持在 5.0-5.25% 区间不动, 会后鲍威尔答记者问也进一步确认这判断, 24 年将开启降息, 累计下调 75bp 至 4.3%。而目前市场预期 23 年下半年美联储将降息, 届时预期差的验证与修正, 需密切跟踪通胀、就业及经济数据。

5、美元利率与汇率: 短期或企稳甚至技术性小幅反弹, 中期步入下行周期。前期受 SVB 事件影响, 美元利率与汇率已双双快速回落至阶段低点; 但随着美国监管机构的快速出手救助, 美国中小银行业流动性压力舒缓, 扩散传染为整个金融业流动性危机的风险下降, 叠加年内美元利率保持峰值不动的指引, 美元利率与汇率快速下行后, 短期或企稳或技术性小幅反弹。

然而, 中期美国紧货币政策后, 区域中小银行业流动性压力加剧紧信用, 近期显示的美国经济放缓态势或于下半年确认, 同时就业市场供需由紧趋缓、工资上涨压力减轻后, 美国高位通胀压力也有望趋于回落, 届时美联储政策大概率将再度转向宽松开启降息 (美联储指引 24 年降息 3 次共 75bp), 因而中期内美元利率与汇率或进入下行周期, 利于人民币兑美元汇率稳中有升及境外资金加大 A 股资产配置。

**风险提示: 疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。**

## 本周研究动态:

### 化工行业 (王双)

#### 行业走势

2023 年 4 月 10 日至 4 月 14 日申万基础化工指数下跌 1.38%, 上证指数上涨 0.32%, 行业指数跑输大盘指数。细分板块中表现较好的板块是民爆用品、无机盐、氟化工及制冷剂; 表现较差的板块是磷化工及磷酸盐、涂料油漆油墨制造、氨纶。

#### 行业观点

美国补充战略原油库存或导致原油价格上涨: 4 月 12 日美国能源部长称, 美国计划补充战略石油储备重回俄乌冲突前的水平。拜登之前也多次提到会回补战略原油库存, 但是一直没有实际行动, 刺激沙特等多国在 4 月初大幅减产, 原油价格上涨。随着美国加息预期降低, 美元指数下降, 原油价格上涨预期再次升温。回补原油库存, 会进一步刺激油价上涨。2022 年 2 月 25 日美国战略原油储备是 5.8 亿桶, 2023 年 4 月 7 日, 该数据是 3.7 亿桶, 。近十年美国战略原油储备都是下降的, 俄乌战争之后, 为了抑制油价过快上涨, 美国加速释放原油储备, 战略原油储备下降 2.1 亿桶。不含战略储备的原油库存是 11.6 亿桶增长到 12.3 亿桶, 但是

整体仍然是处于历史比较低的位置。

电子特气未来可期：中国承接产业转移与进口替代：我国正积极承接全球第三次半导体产业转移，中国半导体市场规模从 2016 年的 1,075 亿美元增长至 2021 年的 1,925 亿美元，CAGR 达 12.36%；随着疫情逐步稳定，未来三年国内面板出货量 CAGR 有望恢复至 10%-15%。随着光伏产业需求持续旺盛，未来三年我国光伏装机容量 CAGR 有望保持 30%以上。随着集成电路、显示面板、光伏能源等新兴产业的发展，特种气体的国产化需求愈加明显。同时，随着国家政策的大力支持和国内特种气体的技术突破，客观上国内的特种气体开始逐步具备替代进口的能力，未来国产替代进口的市场需求广阔。在电子特气领域，国内企业主要是两个发展策略，一是突破一个产品品类，然后扩大规模，提高技术，在行业内达到较高的市场占有率；另外一种突破一个品类之后，扩大产品品类，增加产品供应品种。国内多数企业属于第一种，华特气体属于第二种。因此在产品品类上很难形成直接的竞争，即使有些产品直面竞争，纯度差别、认证周期不同、客户群体差别，正面竞争的接触面较小。推荐不断拓品类、提价值、多渠道发展的华特气体。

TDI 供给紧张，价格上涨：本周 TDI 上涨 6.2%到 18750 元/吨，目前库存极低，需求强劲，出口较好，发货缓慢。甘肃银光 12 万吨装置做投料前的准备，预期近期释放；欧洲地区 TDI 处于供需弱平衡状态，虽供应处于缩减状态，但需求持续低迷不振，价格报至 3300 欧元/吨，TDI 出口美金价格报盘在 2400 美金/吨左右，日本三井化学计划于 2025 年 7 月调整 TDI 产能，从当前 12 万吨缩减至 5 万吨/年。主要考虑日本本土和海外的供需发展趋势，进行 TDI 产能优化，据反馈，三井化学认为未来 TDI 产能减少至 5 万吨将满足国内市场需求。韩国韩华公司 TDI 装置将于 4 月 15 日开始检修，为期约三周。此外，韩国巴斯夫 TDI 因大量支援出口，供应紧张。4 月份逐渐进入中下游的市场淡季，甘肃银光装置尚未重启，市场供给仍然非常紧张。

万华化学收购国内 TDI 供应商之一烟台巨力：公司近日获得国家市场监督管理总局的经营者集中申报批复，同意万华化学拟通过收购烟台巨力精细化工股份有限公司，取得烟台巨力控股权。烟台巨力精细化工股份有限公司在烟台莱阳市拥有 8 万吨/年 TDI 及造气、硝酸等配套产能（已停产）；全资子公司新疆和山巨力化工有限公司拥有 TDI15 万吨/年。有利于万华在西北地区的产业布局，更好的为“一带一路”沿线国家服务。目前国内 TDI 产能 142 万吨，收购完成之后，万华将拥有国内 44%的 TDI 产能的话语权。

本周碳酸锂市场价格继续弱势运行：4 月 13 日，国内本周国内工业级碳酸锂（99.2%为主）市场成交价格区间在 14.5-15.9 万元/吨之间，市场均价跌至 15.2 万元/吨，相比上周下跌 2.8 万元/吨，跌幅 15.55%。国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 17-20 万元/吨，市场均价跌至 18.5 万元/吨，相比上周下跌 3.7 万元/吨，跌幅 13.14%。碳酸锂价格持续下跌，产业链各环节近期均面临去库存。下游为避免原料价格下跌，带来生产成本的上升，多灵活采购碳酸锂。目前除盐湖端及自有矿端成本暂时可控外，外购矿石企业以长协订单为主，碳酸锂价格下跌致使成本压力加大，已有倒挂现象。尽管锂盐厂稳市意愿强烈，但需求支撑无力，价格向下运行。目前 Li<sub>2</sub>O 5%min 中国到岸价 3450-3650 美元/吨，品味 2.5%及以上云母均价达到 8500 元/吨，在利润压缩下，成本面支撑较为坚挺。盐湖卤水端成本几乎持平，整体水平在 5-8 万元/吨左右。缺少自有矿石等锂盐企业，矿石成本相对较大，市场矿石可流通量较少，成本压力仍存。叠加工厂仍以长协锂辉石为原料，价格偏高。随着碳酸锂价格走跌，预计下周锂辉石价格会继续回落。本周碳酸锂库存量较上周整体增加。江西地区近期产量下滑明显，小厂多处于停产状态，大厂多有减产。青海、四川及其他地区碳酸锂装置也有不同程度减产。但目前碳酸锂市场成单乏力，锂盐厂出货量欠佳，库存逐步累积，处于高位水平。

图 1：化工产品价格走势

产品	最新价格 (2023/4/14)	单位	较上周	较上月	较23年初	较22年同期
烟酰胺	36	元/千克	20.00%	24.14%	38.46%	-28.00%
维生素D3	58	元/千克	7.41%	11.54%	5.45%	-34.09%
TDI	18750	元/吨	6.23%	6.53%	-0.79%	6.53%
MMA	11250	元/吨	5.96%	8.52%	8.70%	-20.03%
苯胺	11350	元/吨	3.65%	-12.52%	17.62%	-9.42%
混合芳烃	8080	元/吨	3.59%	3.19%	8.46%	15.43%
液化天然气	4555	元/吨	3.45%	-10.03%	-32.23%	-37.65%
甲苯	7475	元/吨	2.33%	3.00%	21.70%	4.25%
煤制油	7750	元/吨	2.24%	-1.19%	-2.98%	-0.64%
PX (CFR中国)	1146	美元/吨	2.20%	10.48%	20.47%	-3.16%
PVDF粉料	9	万元/吨	-5.26%	-5.26%	-40.00%	-73.53%
丙烷	4908	元/吨	-5.43%	-13.29%	-10.11%	-18.20%
硫磺	916	元/吨	-7.19%	-18.51%	-24.36%	-71.27%
合成氨	3341	元/吨	-7.53%	-22.48%	-22.59%	-29.56%
三氯化磷	6200	元/吨	-8.82%	-18.42%	-17.33%	-46.09%
硫酸	211	元/吨	-10.59%	-10.59%	-1.86%	-77.67%
氯化铵	970	元/吨	-11.09%	-16.38%	-9.09%	-27.40%
硝酸	2200	元/吨	-14.73%	-13.39%	-15.38%	-8.75%
维生素K3	98	元/千克	-14.78%	-24.03%	-43.02%	-47.03%
液氯	193	元/吨	-35.67%	-60.12%	169.68%	-83.56%

资料来源：百川盈孚、国都证券

#### 投资建议：

2023年房地产等终端需求改善具有不确定性，出口型产品也存在需求回落的风险，在全球经济增速下滑的预期下，周期品的情绪非常悲观，行业整体性的机会相对困难。

受益海内外成本差，出口占比较高，煤头产品较油头产品、气头产品在竞争中占有优势，推荐万华化学、华鲁恒升；估值偏低、材料需求前景好的新材料个股：新宙邦、光威复材、华特气体、建龙微纳、利安隆、新瀚新材、美瑞新材等；低估值农药个股：扬农化工、先达股份。

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

数据来源：百川盈孚、WIND、国都证券

## 机械、军工行业(韩保倩、段佳琪)

### 一、市场表现回顾

**机械设备** (SW) 板块上周下跌 0.08%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 10 位，同期沪深 300 指数下跌 0.76%，创业板指数下跌 0.77%。细分子板块 (申万二级行业划分) 来看，本周所有细分板块涨幅由大到小分别是轨交设备 (+2.55%)、通用设备 (+1.53%)、专用设备 (-0.11%)、自动化设备 (-1.65%) 和工程机械 (-2.21%)。个股表现来看，涨幅排名前五的分别是精测电子 (+49.76%)、高澜股份 (+22.48%)、英维克 (+21.03%)、沪宁股份 (+17.07%) 和川仪股份 (+14.80%)；而跌幅排名前五的分别是宇晶股份



(-11.00%)、永和智控(-9.84%)、瑞凌股份(-9.12%)、大族激光(-8.50%)和蓝英装备(-8.40%)。估值方面来看，截止4月14日，机械设备(SW)市盈率(TTM，剔除负值)为31.24x，全部A股的市盈率(TTM，剔除负值)为16.97x。

## 二、本周主要观点

**通用自动化：**本周机床板块波动幅度较大，主要受日本机床订单数据影响。根据日本工作机械工业会最新公布的月度数据显示，3月日本机床订单额同比减少15%，跌到1410亿日元，连续3个月出现负增长。从机床构成来看，3月日本机床内需减少8%，降至493亿日元；外需(出口)减少14%，降至916亿日元。对华机床订单1月、2月分别同比下降26.35%、1.34%。

日本机床订单连续下滑，主要系：1)22年同期基数较高；2)全球经济减速，日本机床出口市场需求不足。从国内的角度来看，目前国内通用设备呈现弱复苏的态势，机床下游的航空航天、新能源等领域需求依旧稳健增长，国产替代也在持续推进。日本数据也不能完全反应国内市场走势，维持对今年国内机床行业需求复苏相对乐观态度。

**工程机械：**根据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，23年3月销售各类挖掘机2.56万台，同比下滑31%。其中，国内1.39万台，同比下滑47.7%，内销数据低于之前CME的1.5万台预期；出口1.17万台，同比增长10.9%，出口数据略好于之前CME的1万台预期。23Q1共计销售挖掘机5.75万台，同比下滑25.5%。其中，国内2.88万台，同比下滑44.4%；出口2.86万台，同比增长13.3%。

内销同比大幅下滑主要系国标切换导致的需求透支，同时国四的价格有所提升，客户对新机的接受度有待进一步引导。但社融信贷数据释放相对积极信号，各类基建项目也逐步复工，内销增速有望逐步收窄。同时行业竞争逐步趋缓，工程机械的价格有望回升，企业的利润率有望修复。

外销维持增长态势，但增速有所放缓主要系22年同期出口数据基数较高，为去年全年第三大销售月份。但工程机械龙头企业依旧对23年出口持较为乐观态度，同时美国能源投资、全球矿业投资以及中国与周边经济体的合作深化，有望在一定程度上支撑挖掘机的出口韧性。建议关注：最具全球竞争力的三一重工；国企改革估值修复的徐工机械。

**氢能：**由中石化建设的我国首条“西氢东送”项目输氢管道示范工程被纳入《石油天然气“全国一张网”建设实施方案》，标志着我国氢气长距离输送管道受到国家政策认可和支持，发展进入新阶段。该条线路起于内蒙古乌兰察布，终点位于北京燕山，全长400多公里，一期运力10万吨/年，预留50万吨/年的远期提升潜力，将用于替代京津冀地区现有的化石能源制氢及交通用氢，并在沿线多地预留端口，便于接入潜在氢源。管道建成后，或将有效利用内蒙丰富的较低成本绿氢，缓解氢气供需区域错配的问题，为今后跨区域氢气输送管网建设具有示范作用。

短期来看，管道运输纯氢的前期建设投入较大，在目前用氢规模较小且分散的情况下经济性有限。但从长期来看，随着用氢规模不断扩大、产业不断成熟，管道输氢的经济性逐步体现，纯氢管道运输有望成为长距离

的主流输氢方式。建议关注在管道前期建设中成本占比较大的氢气压缩设备企业。

### 三、行业动态跟踪

4月三一氢能再提速，首批25台氢能源重卡已发车，交付邯郸大客户。据悉，该批氢能源重卡对标国内最高标准生产，能跑高速、省道、国道，整车百公里氢耗低于12kg。具体参数方面，三一氢能源重卡采用大功率永磁同步电机，额定功率250kW，最大扭矩为2400N·m，电机效率高达95%以上。具有低氢耗、长续航、轻量化等优势，满载综合工况续驶里程可超过340km。同时，三一还为其提供了5年/40万公里的三电质保、5年/20万公里的燃料电池质保、5年/30万公里的储氢系统质保。【Ofweek氢能网】

4月11日，隆基绿能发布公告称，公司通过全资子公司隆基投资向其控股子公司隆基氢能增资4.6亿元，公司董事、高级管理人员及经营团队核心管理人员向隆基氢能增资4,000万元，合计增资5亿元。【Ofweek氢能网】

绿的谐波与三花智控签署战略合作框架协议，双方同意在三花墨西哥工业园内共同出资设立一家合资企业，该合资企业注册资本不低于1000万美元，双方均以现金方式进行出资。合资企业由绿的谐波占据控股地位并纳入其合并财务报表范围。同时，双方除设立合资公司外，也开展全方位战略合作，合作有效期为15年。【公司公告】

### 四、重点个股

- 1) 工程机械行业：安徽合力、杭叉集团
- 2) 机床刀具行业：科德数控、欧科亿
- 3) 机器人行业：埃斯顿、汇川技术
- 4) 科学仪器行业：普源精电、鼎阳科技
- 5) 激光设备行业：海目星、联赢激光

### 五、风险提示

下游行业需求不及预期；原材料或零部件价格波动或短缺；海外市场需求不及预期；行业竞争加剧风险等。

(资料来源：Wind、iFind、公司公告、国家统计局、CME 工程机械杂志、GGII 高工产业研究院、ofweek 维科网、机床工具工业协会、上海证券报、光明网)

## 食品、饮料（白皎皎）

### 一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-5.15%；农林牧渔（中信）涨跌幅-3.08%；沪深 300 涨跌幅-0.76%。

## 二、食品饮料

### 1. 白酒：

#### 1) 价格及库存：

茅台：箱装 2920 元左右，渠道库存维持在 0.5-1 月左右；五粮液：批价 950 元左右，库存 1 月左右；老窖：批价 900 元左右，库存约 1.5-2 个月。价格整体维持稳健。

#### 2) 动态：

贵州茅台：公司发布 2023 年第一季度主要经营数据报告：2023 年第一季度公司预计实现营业总收入/净利润分别为 391.6/205.2 亿元左右，分别同比+18%/+19%左右。

#### 3) 观点：

**短期：**糖酒会的召开，产业人士相对偏悲观，再叠加淡季效应，导致整体反馈较平淡略低预期，造成短期情绪面扰动加大，本周回调较大，我们认为板块利空已基本消化。

我们认为就行业基本面看，淡季量相对较小，行业早就呈现量缩价涨特征，产品结构升级和优势龙头份额提升驱动大部分上市公司业绩的增长，这个不是行业新信息或者新趋势；千元价格带随着近几年行业红利，推出很多新品，但普五、国窖 1573 等具有品牌历史的动销仍在增长，表现更优；

**23 年维持预判：**我们认为随着一季报的逐步落地（茅台一季报超预期奠定板块基数）以及端午五一等节假日，以及下半年的消费旺季到来，23 年消费端恢复具有持续性，白酒板块可温和复苏，库存逐步下行，预计板块将逐步走出基本面的底部区间，全年量价预期也逐步提升，有望拉动白酒板块缓慢持续上行的。高端酒估值性价比短期更优。

**中长期：**消费升级，行业集中度提升逻辑可持续，头部性企业进入稳健增长的阶段；考虑白酒的品牌溢价以及业绩确定性优势，估值中长期中枢有望维持在 30-40x，目前板块对应 23 年处于合理阶段（20-30x），仍值得中长期板块性布局。

### 2. 大众品：

#### 1) 价格：

成本端：包材及大豆等价格周环比持续下行，考虑企业库存周期，则 23 年有望持续下行，预计 23 年整体成本压力将逐步缓解。另外，近期鸭副产品价格持续走低。

#### 1) 动态：

【燕京啤酒】公司发布 22 年业绩快报：2022 年实现营收 132.02 亿元、同比+10.38%，归母净利 3.52 亿元、同比+54.51%，扣非归母净利 2.72 亿元、同比+58.32%；公司发布 2023 年一季度业绩预告。公司预计 23Q1 实现归母净利润 6200-6600 万元，实现扣非归母净利润 5407-5807 万元，业绩扭亏。业绩整体好于市场预期。

【绝味食品】公司公告 2023Q1 实现营收 18-18.5 亿元、同比增 6.63%-9.59%，归母净利 1.28-1.38 亿元、同比增长 43.71%-54.94%，扣非净利 1.26-1.36 亿元、同比增长 52.95%-65.09%。收入、利润均符合预期。

#### 3) 观点：

**行情：**维持看好大众品 23-24 年景气度有望反转的行情。基本面需求好转+供给收缩+成本压力缓解，边际向好趋势确定性较高；23-24 年年有望否极泰来，景气度反转向，调味品、预制菜、速冻食品、连锁餐饮等具有成长性的细分领域，有望在低预期背景下迎来超预期的增长，戴维斯双击有望逐步开启，上行空间大。

其次考虑基数效应，以及成本兑现先后顺序，我们优先推荐啤酒、调味品。其中啤酒中长期产品结构升级拉动均价持续提升，同时管理效率优化，利润率持续提升空间较大。

## 三、农业：推荐养殖板块



1) 猪价：13.85 元/kg，持续下行，考虑供给相对过剩，预计价格在二季度或仍有下行空间；同时猪价走低，行业亏损加大，均对产能去化加速起到较强作用；

2) 观点：我们综合判断行业周期基本面仍处于底部左侧，去产能仍需时间；短期结合行业目前猪价下跌开启，去产能加速，短期迎来较强催化；头均市值处于历史底部区域，分位置较低，板块中长期具有投资价值。推荐：牧原、温氏、巨星农牧、新五丰、傲农、天康等。

#### 四、推荐个股

**重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、今世缘、天味食品、千禾味业、牧原股份；**

其他：山西汾酒、古井贡酒、海天味业、安井食品、绝味食品、中炬高新、重庆啤酒、日辰股份、温氏股份等。

#### 五、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行超预期；重大食品安全事故；政策变动；北上资金大幅波动。

数据来源：Wind，ifind，公司公告，酒业家，调味品协会，农业部，猪易通等。

### 休闲服务 ( 韩保倩、郝卓凡 )

#### 一、市场表现回顾

社会服务 ( SW ) 板块前一周上涨 0.10%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 12 位。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是曲江文旅(+61%)、西安旅游(+20.73%)、西藏旅游(+15.49%)、\*ST 西域(+12.7%)、西安饮食(+8.03%)；而跌幅最大的公司分别是锦江酒店(-12.59%)、黄山旅游(-4.6%)、科锐国际(-4.01%)、福成股份(-3.98%)、凯撒旅业(-3.9%)。

估值方面来看，截止 4 月 14 日，社会服务 ( SW ) 市盈率 ( TTM，剔除负值 ) 为 60.7x，全部 A 股 ( TTM，剔除负值 ) 的估值为 14.1x。【IFind】

#### 二、本周主要观点

目前来看，出行及消费复苏是明确主旋律，酒店及旅游均恢复程度较好；长期来看，服务消费增长仍然是长期趋势，推荐行业复苏逻辑下，成长属性好、业绩确定性高的标的。推荐酒店龙头锦江酒店、首旅酒店，免税行业龙头中国中免，景区演艺龙头宋城演艺、天目湖。

#### 三、行业动态跟踪

上市航司复苏势头强劲，3 月运营指标大幅提升。4 月 13 日，多家航空公司公布 3 月主要运营数据，中国国航、中国东航、南方航空客运运力投入同比上升。当前，民航业客运收入快速反弹，并且随着五一黄金周临近，机票预订量出现大幅上涨。中国航协方面预计，今年第二季度国内市场的“补偿性旅游”需求正转化为实际消费，有存量需求集中释放的因素，国际客运市场将保持恢复态势。预测第二季度的整体客运航班量将恢复至疫情前的 98% 以上，旅客运输量恢复至 85% 左右。( 证券时报 )

今年或迎五年来最旺“五一”，国内旅游预订量较 2019 年涨 200%。今年五一假期或将迎来国内旅游市场五年来最旺的一季。美团、大众点评数据显示，截至 4 月 10 日，五一期间国内的住宿、交通、景点门票等预订量较 2019 年同期增长约 200%，住宿预订潮更是提早了两周。此外，山东或成五一新“顶流”，中国香港和澳门则领跑出境游热度。（环球旅讯）

三亚凤凰机场拟建 T3 航站楼。4 月 11 日，三亚市自然资源和规划局发布《关于三亚凤凰机场 T3 航站楼项目规划修改的批前公示》。根据凤凰机场运营和发展需求，为进一步提升凤凰机场的保障能力，三亚凤凰国际机场责任有限公司拟建设 T3 航站楼项目，规划用地性质为机场用地。其中 T3 航站楼项目规划指标确定为容积率 $\leq 2.0$ ，建筑限高 $\leq 45$  米，建筑密度 $\leq 70\%$ ，绿地率 $\geq 15\%$ ；货运站规划指标确定为容积率 $\leq 0.6$ ，建筑限高 $\leq 24$  米，建筑密度 $\leq 50\%$ ，绿地率 $\geq 15\%$ 。（界面新闻）

锦江酒店去年营收同比下降 3.44%，今年 2 月份境内酒店 RevPAR 超过 2019 年同期。4 月 11 日晚，锦江酒店公布 2022 年年度报告。2022 年度，锦江酒店实现合并营业收入 110.08 亿元，比上年同期下降 3.44%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，比上年同期增长 18.67%。报告显示，2023 年 1 月以来，休闲游及商务差旅消费需求明显释放，境内酒店市场信心逐步恢复，锦江酒店的境内酒店经营显著复苏，1 月份及 2 月份整体平均 RevPAR 已分别恢复至 2019 年同期的 88% 及 115%。（公司公告）

首旅酒店：预计一季度净利 6000 万元-8000 万元。首旅酒店发布 2023 年第一季度业绩预告，公司预计 2023 年第一季度归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润为 6000 万元至 8000 万元。上年同期 2022 年第一季度报告中，首旅酒店已披露归属于上市公司股东的净利润为亏损约 2.32 亿元。（公司公告）

众信旅游：加紧筹备各类精细化、多元化的旅游产品。众信旅游 4 月 12 日在互动平台表示，公司今年营业状况较去年同期有明显好转，二月份以来，随着我国试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务等相关政策的陆续出台，出境旅游市场加速复苏，公司自主研发并推向市场的旅游产品咨询量火爆，销售情况良好。公司将紧抓行业复苏红利期，加紧筹备各类精细化、多元化的旅游产品。（公司公告）

一季度国铁发送旅客 7.53 亿人，同比增长 66%。4 月 8 日，国铁集团对外披露，今年一季度，国家铁路运输呈现客运稳步快速恢复、货运持续高位运行的良好态势，累计发送旅客 7.53 亿人、同比增长 66%，货物 9.7 亿吨、同比增长 2.3%，为经济运行持续整体好转提供了有力支撑。国铁集团运输部负责人介绍，一季度，国家铁路共发送旅客 7.53 亿人，同比增长 66%。其中 3 月份，国家铁路日均发送旅客 858 万人，同比增长 171%，基本恢复至 2019 年同期水平。广深港高铁 1 月 15 日开始陆续恢复开行以来，双向客流持续走高，日均发送旅客人数逾 2 万人，最高日突破 4 万人，积极促进了香港与内地人员流动、经贸往来。（公司公告）

#### 四、重点个股

- 1) 免税购物标的：中国中免、王府井等；
- 2) 酒店标的：首旅酒店、锦江股份等；
- 3) 景区标的：宋城演艺、天目湖等。

#### 五、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

## 医药生物 (傅达理)

### 一、市场表现回顾

上周 (4.10-4.14) 医药生物 (SW) 板块上涨 0.76%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 8 位，同期沪深 300 指数下跌 0.76%，创业板指数下跌 0.77%。细分子板块 (申万三级行业划分) 来看，本周多数板块上涨，涨幅由大到小分别为医疗研发外包+3.38%、血液制品+2.81%、化学制剂+1.70%、医疗耗材+0.63%、医药流通+0.60%、医疗设备+0.57%、原料药+0.55%、医院+0.32%和线下药店+0.10%，而下跌的板块包括中药-0.83%、疫苗-0.33%、其他生物制品-0.15%和体外诊断-0.07%。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是圣诺生物 (+39.82%)、诺禾致源 (+28.64%)、迈威生物 (+23.33%)、艾迪药业 (+22.45%) 和贝瑞基因 (+21.26%)；而跌幅排名前五的分别是海森药业 (-14.93%)、\*ST 和佳 (-14.06%)、\*ST 吉药 (-13.37%)、科美诊断 (-12.19%) 和马应龙 (-9.35%)。

估值方面来看，截止 4 月 14 日，医药生物 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 25.79x，持续低于 2010 年以来中位数水平 (35.67x)，相较全部 A 股的估值溢价率为 82.75%，持续低于 2010 年以来的中位数水平 (+127.73%)。

### 二、板块主要观点

AACR 年会开幕，创新药板块迎催化。AACR 年会于 2023 年 4 月 14 日-4 月 19 日在美国奥兰多举行，多家国内创新药企如恒瑞医药、百济神州、科伦药业、信达生物、瀚森制药、和黄药业等披露核心产品临床数据，其中恒瑞医药 HER2-ADC 全球多中心 I 期临床数据表现亮眼。AACR 摘要显示，SHR-A1811 用于治疗 HER2 表达/突变的晚期实体瘤在 ORR 和 DS-8201 处于同一水平。针对 HER2 阳性的乳腺癌患者 ORR 达到 81.5% (88/108)，在 HER 低表达的乳腺癌患者中，ORR 达 55.8% (43/77)，两类人群对应 DS-8201 的 ORR 分别为 70.6% (46/68) 和 39.6% (27/72) (同为人数接近的 I 期数据)。安全性方面，SHR-A1811 的 TRAEs、三级及以上 TRAEs、间质性肺炎发生率等数据均优于 DS-8201；此外，在 HER2 突变 NSCLC 适应症上，SHR-A1811 的 ORR 达 40% (20/50)，DS-8201 的 ORR 达 34.1% (14/41)，mPFS 达 10.8 个月，DS-8201 为 6.7 个月；安全性方面，三级及以上 TRAEs 为 42%，低于 DS-8201 的 51.2%，在有效性和安全性上同样显示出潜在的竞争力。随着 AACR 会议的持续，将有更多国内创新药企的具体临床数据披露，有望对相关公司股价形成催化。经过前期的调整，目前创新药板块整体估值合理，政策层面 CDE 发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范 (试行)》亦对板块形成催化。建议积极关注创新药企投资机会，推荐恒瑞医药、百济神州、科伦药业等。

OK 镜集采报量较少，好于预期。4 月 10 日，河北省医保局公布河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购《采购文件》，OK 镜 (角膜塑形镜) 方面，共五省 11 市参与集采报量，报价时间为 5 月 6 日，约定采购量为各地医疗机构计算未来一个采购年度实际需求量的 80% 上报确定，共 14342 片，采购周期 2 年。申报



价格方面，文件要求最高申报价不高于 2022 年以来在全国最低有效采购价。中选规则来看，企业中选率最高 70%，没有高于特定降幅即中标等规则。采购量分配方面，第一名中选企业分配 20% 的约定采购量。整体来看，我们认为本次 OK 镜联盟集采总体报量较少（欧普康视 2022 年年报数据显示，其 2022 年 OK 镜销量约 69 万片），同时按照中选规则，即使第一顺位中选，其中标新增量也不到 3000 片，预计 OK 镜厂商以价换量意愿有限，整体降幅有望较为温和。投资层面，建议关注 OK 镜生产商及下游眼科医院的投资机会，推荐爱博医疗、爱尔眼科和华夏眼科，建议关注欧普康视、昊海生科、普瑞眼科、何氏眼科等。

### 三、行业动态跟踪

**国家卫健委明确：合理控制分院区数量。**4 月 13 日，国家卫健委举行新闻发布会。会上，国家卫健委医政司副司长李大川表示，要合理控制分院区的数量，避免重复建设和资源浪费。他指出，公立医院设立分院须达到相应要求，除了对医院自身诊疗水平提出要求外，须医院病床使用持续超过 90% 的高位运行，平均住院日处于全国同类别医院的 10% 才可以设置分院区。去年 1 月，国家卫健委发布《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》，其中明确：原则上到 2025 年末，符合条件的公立医院举办分院区不得超过 3 个。另外，李大川还介绍了基层医疗情况。截至去年年底，87.7% 的县医院达到了二级医院能力，45.6% 的县医院达到了三级医院能力。国家卫健委未来将从医疗人才对口帮扶、专科能力提升等方面推动县医院医疗服务能力。

**第八批集采中选结果公布。**4 月 11 日，上海阳光采购网正式公布第八批国家集采中选结果。第八批国采将于今年 7 月落地实施。此次集采共 39 种药品采购成功，中选药品平均降价 56%，降幅比第七批集采高出 8 个百分点。国采至第八批，累计成功采购的药品共 333 种。此次第八批集采大多为临床疾病用药，共有 251 家企业 366 个产品参与竞标，覆盖抗感染、心脑血管、精神疾病等药物，抗凝血的肝素类产品为首次纳入。其中，甲流抗病毒药物磷酸奥司他韦干混悬剂平均降价 83%，最低价为博瑞制药报出，15.99 元一瓶；最高价为印度熙德隆公司报出，每瓶 35.11 元。据悉，此次集采平均每个品种有 6.5 家企业中选。国家医保局日前发布《关于做好 2023 医药集中采购和价格管理工作的通知》。根据文件，药品集采覆盖面将持续扩大。到 2023 年底，每个省份的国采及省采药品数累计达到 450 种。其中省级集采药品应达到 130 种，化药、中成药、生物药都要有所覆盖。

**国家卫健委：关于印发应对近期新冠病毒感染疫情疫苗接种工作方案的通知。**4 月 10 日，国家卫健委官网公布《关于印发应对近期新冠病毒感染疫情疫苗接种工作方案的通知》，明确了我国在经历大范围感染之后的疫苗接种策略。方案提出，现阶段疫苗接种的重点是针对不同目标人群补齐免疫水平差距，进一步降低重症和死亡风险。国家卫健委在解读该方案时介绍，当前，全国整体疫情处于局部零星散发状态，但新冠病毒并未消失，病毒在人群中的传播仍持续存在。不同人群免疫水平还存在差距。在此前疫情中，未感染且未完成既定免疫程序的人群，未来仍存在感染并发展成重症的风险；已感染且未完成基础免疫的人群，由于疫苗或病毒诱导的抗原刺激不足，免疫保护效果也明显弱于完成基础免疫后再感染获得的混合免疫。加之保护性抗体会随时间延长发生衰减，现阶段部分人群仍需接种疫苗，进一步强化自身免疫能力，补齐免疫水平差距，降低未来可能出现的重症和死亡风险。

**全国二级医院国家集采中选药品完成比例超 90%。**4 月 10 日，国家卫健委通报 2021 年度全国二级公立医院的绩效考核结果。全国共 5456 家二级公立医院参与考核，医院的综合诊疗水平、公立医院合理用药水平不断提升。2021 年，全国二级公立医院抗菌药物较前一年有所下降，浙江、江苏等下降较快，湖南、吉林等省相对较低。另外，二级医院国家集采中选药品完成比例为 92.34%，较前一年提升 0.36 个百分点。4 月 14 日，

国家卫健委医政司还发布了 2023 年版《国家二级公立医院绩效考核操作手册》。新版手册对于二级公立医院的电子病历应用、患者满意度提出了更高要求。

2023 年全国医政工作要点出炉。在 4 月 11 日召开的 2023 年全国医政工作电视电话会议上，公布了医政司 2023 年工作要点。2023 年，我国医政工作重点围绕 6 大方面展开：1) 做好“乙类乙管”阶段疫情救治；2) 促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局。加强已设置“双中心”的管理和考核，制定“揭榜挂帅”清单。启动紧密型城市医疗集团试点，开展医联体绩效考核，继续完善分级诊疗技术方案。加强重症医学、呼吸等专科能力建设，加速推广康复外科、多学科诊疗模式，持续提高脑卒中、恶性肿瘤等重大疾病救治管理水平。继续做好电子病历、智慧服务、智慧管理分级评价工作；3) 推动公立医院高质量发展，实施绩效考核。继续组织做好二级以上公立医院绩效考核，同步推进绩效考核与高质量发展评价，制定一批引领公立医院新趋势的先进技术清单；4) 持续加强医政管理。全面提升医疗质量。实施全面提升医疗质量行动计划，加强门诊、日间医疗质量管理。加强“限制类”技术、介入技术、内镜技术等重点医疗技术临床应用管理。持续加强医疗机构药事管理。开展处方合理性抽查并加强抽查结果运用。落实儿科驻科药师的配备管理要求。开展医疗机构麻醉药品和精神药品管理专项检查。加强重点药物临床应用管理，关注老年人、儿童等特殊人群的用药安全；5) 强化重点人群、重点疾病管理。持续推进癌症、脑卒中、儿童血液病恶性肿瘤、罕见病等重大疾病救治管理；6) 以医疗帮扶助力乡村振兴战略和民族地区发展。持续推动医疗人才“组团式”支援国家乡村振兴重点帮扶县人民医院。持续推进三级医院对口帮扶县级医院。

#### 四、重点个股

- 1) 创新药及产业链标的：恒瑞医药、百济神州、科伦药业、药明康德、凯莱英、泰格医药等；
- 2) 医疗器械标的：迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光、澳华内镜、艾德生物、开立医疗、乐普医疗等；
- 3) 医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、国际医学、益丰药房等；
- 4) 医疗大消费标的：爱博医疗、华润三九、同仁堂、爱美客等；
- 5) 疫苗标的：智飞生物、长春高新、康泰生物、万泰生物等；
- 6) 生命科学产业链标的：纳微科技、百普赛斯、诺禾致源等。

#### 五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治局势动荡加剧风险。

( 周报资料来源：iFinD、Wind、公司公告、AACR 官网、河北省医保局、卫健委、上海阳光采购网、中国卫生杂志 )

#### 汽车、能源 ( 王树宝 )

**一、汽车股表现回顾：**上周汽车指数-1.50%，HS300 指数-0.76%，汽车弱于大盘。长城汽车、长安汽车、广汽集团等表现较强；宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等表现较弱。

## 二、行业动态及趋势展望：

【中汽协：3 月汽车销量同比+9.7%，环比+24%】

据中汽协统计，3 月国内汽车整体销量 245.1 万辆，同比+9.7%，环比+24%；1-3 月累计销量 607.6 万辆，累计同比-6.7%。

(1) 乘用车：3 月销量 201.7 万辆，增长 8.2%；1-3 月累计销量 513.8 万辆，下降 7.3%；

(2) 商用车：3 月销量 43.4 万辆，增长 17.4%；1-3 月累计销量 93.8 万辆，下降 2.9%；

(3) 新能源汽车：3 月销量 65.3 万辆，增长 34.8%；1-3 月累计销量 158.6 万辆，增长 26.2%；

(4) 中国品牌乘用车：3 月销量 105.2 万辆，增长 16.4%；1-3 月累计销量 268.3 万辆，增长 5.3%；

(5) 汽车出口：3 月出口量 36.4 万辆，增长 114.1%；1-3 月累计销量 99.4 万辆，增长 70.6%。

(资料来源：中汽协)

**三、行业投资逻辑：**汽车板块整体业绩下滑预期延续，新能源汽车保持较高增速，转型成果突破的龙头车企、电动化、智能化零部件龙头的增长预期较强，相关标的具备较好的投资机会。重点推荐以下主线：(1) 传统燃油车转型新能源初见成效的长安、长城、广汽、吉利；(2) 新能源、智能化标签明显的车企空间大、增速高，推荐比亚迪、赛力斯；(3) 电动智能化领域的龙头，推荐宁德时代、亿纬锂能、伯特利、文灿股份。

**四、本周重点推荐个股：**比亚迪 (002594)：公司是国内电动汽车领域的龙头企业，在电池、电控领域独领风骚，刀片电池的推广极大的提升电动汽车的安全性，同时有效降低了成本。DMi、DMp 车型的推出，混动车型成本大幅降低，PHEV 车型的销量大增、占比达到 50% 以上；同时 EV 车型在 E3.0 平台的加持下，海豚、元 PLUS、汉 EV、海豹等都将持续放量，供不应求。海豹、汉、唐、腾势 D9 有望大幅提升公司的高端车型占比，巩固公司的新能源龙头地位；此外，仰望品牌的推出进一步提升的品牌力，给予“推荐”评级。

**五、风险提示：**(1) 价格竞争加剧；(2) 销量不及预期。

## 风电光伏 (韩保倩)

### 一、市场表现

光伏指数本周 (4.10-4.14) 周跌幅 1.07%，沪深 300 本周下跌 0.76%，跑输盘。本周涨幅前五名为嘉泽新能 (+6.19%)、首航高科 (+6.11%)、银星能源 (+3.86%)、科士达 (+3.80%)、科华数据 (+3.70%)。

风电 (中信) 指数本周 (4.10-4.14) 周跌幅 1.32%，跑输大盘。本周板块仅银星能源 (+5.26%)、双一科技

(+4.41%)、电气风电(+3.40%)和金风科技(+2.27%)四家企业上涨，其余均下跌。【wind】

国家能源局4月13日发布《2023年能源工作指导意见》，稳步推进可再生能源发展。意见从政策层面大力支持风电、光伏等可再生能源发展，新增装机有望同比实现大幅增长，看好国内风光发电长期发展。此外，指导意见重点提出了新的发展方向，如推进光热项目规模化发展、建设海上光伏、农村能源革命试点建设等，政策支持下细分领域有望迎来快速发展。

意见对2023年装机目标量化，预计风电光伏23年新增装机规模160GW左右，同比增长+28%。用电量及发电量占比目标方面，2023年非化石能源占能源消费总量比重提高到18.3%左右；非化石能源发电装机占比提高到51.9%左右；风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到15.3%，同比提升1.5个百分点。

## 二、行业要点

根据PVinfolink数据，本周光伏产业链价格如下

多晶硅致密料：197元/公斤，周跌幅2.50%。

硅片：166单晶硅片停止报价；182单晶硅片(150 $\mu$ m)6.40元/片，周跌幅0.8%，210单晶硅片(150 $\mu$ m)8.05元/片，周跌幅1.8%。

电池片：166单晶PERC电池停止报价；182单晶PERC电池1.07元/w，周变动幅度0%；210单晶PERC电池1.13元/w，周变动幅度0%；

组件：366-375/440-450单面单晶PERC组件停止报价；182单面单晶PERC组件1.715元/w，周变动幅度0%；210单面单晶PERC组件1.725元/w，周变动幅度0%。

双面双玻182组件1.735元/w，周变动幅度0%，210组件1.745元/w，周变动幅度0%。

光伏玻璃：3.2mm镀膜玻璃26.0元/m<sup>2</sup>，周涨幅2%；2.0mm镀膜玻璃18.5元/m<sup>2</sup>，周变动幅度0%。

本周变动环节：硅料、硅片环节价格下降，玻璃环节上涨，其余环节无变动。

光伏致密料延续缓跌态势，硅料企业积极出货态度明显，颗粒硅价格目前与致密料保持平稳价差，后续随着月度供给规模提升可能价差拉大。硅片环节供给4月环比提升11-13%，达到46-47GW/月，中环4月6日降价后，隆基硅片外销价格并未松动。组件环节一线龙头与二三线企业价差拉大，TOP4厂家根据自身订单和成本情况，上调分布式项目价格2-5分钱，集中式保持1.72-1.75元/W报价，二三线企业价格下落到1.63-1.68元/W。

## 三、投资关注

### 1、通威股份600438：公司公告23年1-3月经营数据

23年1-3月，公司产品产销两旺，各业务板块高效经营，取得了良好的业绩成果。经公司初步核算，2023年1至3月，公司实现营业收入约350-360亿元，同比增长约42%-增长46%；实现归母净利润约83-87亿元，同比增长约60%-增长68%。根据公司业绩预告，22Q4归母净利润约34.7-54.7亿元，则23Q1环比增长51.74%-增长150.72%(Q4公司存在计提11.87亿元资产减值损失因素)。

公司22年底硅料产能23万吨，23年Q3新增乐山三期12万吨产能，年底预计产能规模35万吨，并规划乐山20万吨和保山20万吨项目，预计24-26年产能扩张至80-100万吨。预计23年Q1硅料出货8万吨，权益产量6万吨，单吨净利12-13万吨，23年全年出货30万吨，权益产量25万吨左右。公司规模效应突出，



叠加工艺优势，质量、成本领先同业，龙头优势稳固。

公司 22 年底电池片产能 70GW，大尺寸超过 90%，出货 46-48GW，8.5GW TOPCON 产能 22 年底已投产，23 年 Q2 满产，23 年将继续扩产 30GW+TOPCON 产能（青龙一期 16GW TOPCON 完成招标，预计 23 年 Q3 投产，另有 16GW 新技术将在 23 年底投产），电池产能达到 100GW 以上，出货 70GW 以上，TOPCON 出货约 10GW，新技术电池占比提升带动产品结构优化，盈利持续改善。23Q1 电池出货 15-16GW，单瓦净利 6-7 分钱，环比 Q4 略有下降 2-3 分钱。

公司 22 年发力组件业务，预计 22 年出货 8GW，国内中标超预期并积极搭建海外渠道，22 年底组件产能 13-14GW，23 年将新增盐城 25GW、南通 25GW 和金堂 16GW，年底产能 80GW，出货 30GW，24 年预计出货 50GW，组件出货有望持续放量，产能加速布局。

预计 22-24 年归母净利润 262、178 和 185 亿元，给予推荐。

风险提示：行业竞争加剧、新业务拓展不及预期等。

2、禾望电气 603063：公司公告 22 年报。2022 年，公司实现营收 28.1 亿元，同比+33.5%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比-4.7%；拆分 22Q4 公司实现营收 10.5 亿元，同比+28.5%；实现归母净利润 9663 万元，同比-6.1%。

2009 年公司实现风电变流器批量发货，2022 年生产风电变流器 3034 台，同比-14.94%，销售 3439 台，同比-1.29%，库存 439 台，同比-47.99%。公司 22 年光伏逆变器销售 13.48 万台，同比+195.92%，生产 17.16 万台，同比+246.26%，库存 4.4 万台，同比+467.36%；其中境内销售 9.77 亿元，毛利率 22.39%，境外销售 0.36 亿元，毛利率 38.27%；河源工厂转移产线和扩产项目共计产能 35 万台并网逆变器和 10 万台储能逆变器。

公司加大对传动业务的布局，其在深井全变频钻机、大型油气压裂、大型齿轮箱试验台、大型轧钢、盾构机等细分市场已成为国内领先品牌。2022 年，公司获得首条 1450 热连轧全部主传动和辅传动订单，并中标“多态耦合轨道交通动模试验平台牵引制动系统项目”中的磁悬浮牵引变频器。凭借持续技术创新，公司有望巩固其电气传动领先品牌地位。

风险提示：行业竞争加剧、新能源需求不及预期等。

## 通信、电子（王双、苏国印）

本周上证指数上涨 0.32%，沪深 300 下跌 0.76%，中信通信指数本周下跌 2.72%，中信电子指数下跌 1.68%。

本周市场波动加大，AI 主题板块出现分化，通信和电子行业指数呈现震荡下跌走势，板块内部分化加大。

通信行业方面，近日 GSMA 发布了《中国移动经济发展 2023》年度报告，报告介绍了中国的移动产业发展

最新里程碑。根据 GSMA 估算，2022 年，移动技术及服务为中国贡献了 5.5% 的 GDP——相当于 1.1 万亿美元的经济附加值。预计到 2025 年，中国将成为首个 5G 连接数达到 10 亿的市场。《中国移动经济发展 2023》报告显示，中国大陆是世界上最大的 5G 市场，5G 连接数在 2022 年底已超过全球总量的 60%。2022 年，中国建设了 88.7 万个 5G 基站，截止 2022 年底，中国的 5G 基站已超过 230 万个。GSMA 预计，5G 将于 2024 年超过 4G 成为中国最主流的移动技术。该行业组织同时指出，4G 和 5G 在中国成为主流意味着传统网络（2G 和 3G）目前正在被逐步淘汰。虽然大部分用户已经迁移至 4G 和 5G，但传统网络仍在继续支持各种物联网业务。然而据估计，到 2025 年，中国的传统网络可能几乎彻底关停。报告还预测，到 2028 年，中国的智能手机数据流量将增加一倍以上。GSMA 指出，中国的移动流量增长受多种因素的推动，主要是视频直播、直播电商和在线游戏。5G 也是移动数据流量增长的主要推动因素，该技术在移动数据流量总量中占比不断增加便印证了这一点。在物联网方面，GSMA 预测，中国的授权频谱蜂窝物联网连接数到 2030 年将翻一倍，达 36 亿。2030 年，中国的授权频谱蜂窝物联网连接数将占全球总量的 67%。这份报告指出，过去几年间大规模的 5G 网络建设使中国的资本支出强度达到了创纪录的水平，随着运营商将重点转向创造投资回报，未来几年整体资本支出将开始下降。2023-2030 年期间，中国运营商将对自身网络投入 2910 亿美元，其中大部分用于 5G。

电子方面，本周以 CHATGPT 为代表的 AIGC 又有新的模型和应用产品推出。新的应用主要围绕训练简化、成本降低、多模态化展开，新的应用的推出将进一步提升算力的需求。AutoGPT 的发布开启了生态构建大时代，Auto-GPT 会分析用户提出的问题，并且给出执行目标和具体任务，然后开始执行，这意味着它可以对现有的任务进行深度分析。这种前置的问题分析机制使 AI 应用更加普及、使用更加便利、效率进一步提升，有望开启 AGI 的生态构建时代，从而促进算力和数据步入正循环轨道。Databricks 发布 Dolly2.0，复现 ChatGPT 的关键一步。Dolly 2.0 受到 ChatGPT 监督微调（SFT）步骤启发，自行打造了高质量人类指令数据集，而高质量指令数据集是复现 ChatGPT 的重要环节，Dolly 开放商用有利于引领 GPT 大模型进入商用化进程。Meta 发布图像模型 SAM，SAM 模型能够在未经过同类数据训练的情况下，自动分割图像中的所有内容，自动根据提示词进行图像分割。这类模型对于算力基础设施的需求程度远大于传统的小模型或者垂直模型，同时图像模型包含的数据量更大，训练过程中需要的计算能力，通信能力和存储能力相较于文字模型更多。我们认为，伴随着 AutoGPT 为简化 LLM 的使用提供崭新思路，ChatGPT 复现“运动”的不断深化，以 SAM、Midjourney 为代表的多模态模型百花齐放，智能硬件带来全新的 AIGC 入口，“AI+”开创一个全新的人工智能时代，包括未来可能出现的“AI+元宇宙”共振，算力作为人工智能的最底层支持，将深深受益于这一历史性的变革，我们推荐包括算力芯片、存储在内的半导体以及上游的设备和材料，推荐包括北方华创、中微公司、盛美上海、拓荆科技、微导纳米、华海清科、华峰测控等，建议关注海光信息、胜宏科技等。

风险提示：市场系统风险，AI 发展不及预期，半导体上游设备及材料需求低于预期。

（相关数据来源：Wind，iFind，国都证券整理）

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**国都证券投资评级**
**国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

**国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上