



# 弱复苏环境：继续坚定成长主线

## A股2023年中期投资策略

姓名 张弛（分析师）

证书编号：S0790522020002

邮箱：zhangchi1@kysec.cn

2023年5月9日

# 核心观点

## 1. 宏观环境：预计2023Q2国内经济仍处于“复苏初期”

2023Q1经济数据整体超预期，但亦观察到经济周期与盈利周期出现背离，意味着国内经济尚处于复苏初期。结构上来看：（1）消费：静待复苏斜率再次上扬；（2）投资：短期库存约束，下半年有望提升对“硬科技”基本面支撑；（3）出口：不悲观不亢奋，全年仍有望实现“软着陆”。预计2023Q2继续维持“弱复苏”环境，伴随经济内生动力逐步修复，下半年仍存在由弱走强的可能。

## 2. 流动性大概率继续趋势回升，估值仍处较低水平

2023H1A股流动性明显改善，后续仍看好流动性继续趋势回升，叠加A股估值仍处于较低水平，流动性驱动下估值有望扩张：一方面，伴随年内需求复苏，信用传导更加通畅；另一方面，美联储加息或达到尾声，在经济衰退风险加大背景下，美债长端收益率大概率持续走低，对我国流动性掣肘有望持续减弱。

## 3. 市场风格：预计成长风格仍是市场主线

基于我们所构建的风格投资时钟框架，当宏观经济处于弱复苏环境、流动性逐步回升及风险偏好持续改善，同时成长风格不具备估值约束的背景下，成长风格有望具备更高的上涨弹性。预计2023Q2成长风格仍是市场主线，更看好硬科技及医药；伴随经济复苏，下半年顺周期或有望启动。

## 4. 行业配置：

- **成长**：预计2023年AI+所引领的TMT行情仍有望贯穿全年，主要基于：（1）经济“弱复苏”；（2）AI+有望带动新一轮产业周期，2023Q1部分TMT行业业绩已经出现改善；（3）基金持仓配置仍处于低位。考虑到历史复盘来看产业周期所引领的行情持续期较长，中长期维度来看向上行情趋势不变，但后续表现或出现分化，重点看好有业绩、估值合理、机构逐步加仓的方向。
- **消费**：伴随经济内生动力增强，看好可选消费及服务消费的修复弹性，建议关注医美、消费电子及汽车。
- **中特估**：关注央国企提估值逻辑：包括一带一路、具备永续增长率（g）及有能力提高分红率的“中字头”组合等投资方向。

**5. 风险提示**：（1）国内经济复苏不及预期；（2）美国超预期加息；（3）工业用电未见明显扭转；（4）历史回溯数据对于当前的判断或存在偏差。

# 目录

## CONTENTS

- 1 国内经济尚处于复苏初期
- 2 流动性有望持续向好，估值修复
- 3 风格：成长或仍是市场风格主线
- 4 行业配置
- 5 风险提示

# 1.1 消费：静待复苏斜率再次上扬

2023年3月社零累计同比10.6%，尽管实现了较高增长，但倘若剔除掉基数效应，3月累计同比增长4.5%。考虑到：（1）居民新增存款累计增速仍处于较高水平；（2）就业仍然存在结构性问题。

这意味着，伴随2023年年初消费场景放开，消费抑制需求在经历1~2月的集中性释放后，消费复苏的斜率开始平坦化，回归约4%的实际增长（类比2021年）。然而，真正的消费复苏增量则在于“超额储蓄的释放”，有望拉动2023年全年消费实际增速升至8%以上。我们预计2023H2伴随居民薪资与就业改善、储蓄增速明显回落及CPI企稳，较强且持续的消费需求动力及投资机会将有望形成。

图1：剔除基数效应后，2023年3月消费复苏边际放缓



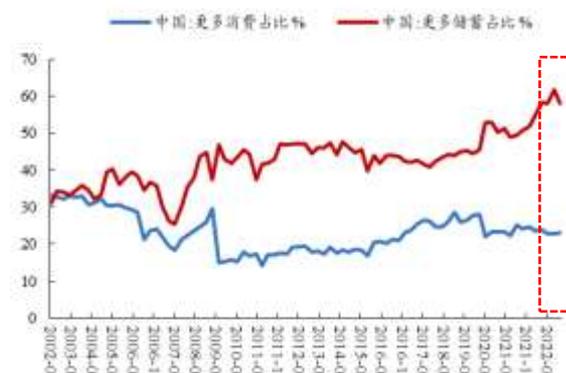
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：企业利润对于居民收入具有一定的领先性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1更多消费占比略有回升，但幅度仍有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2 投资：短期库存约束，下半年有望提升对“硬科技”基本面支撑（I）

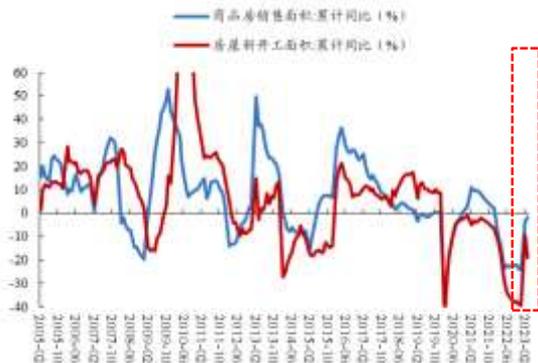
2023年3月固定资产投资累计同比5.1%，累计增速环比回落了0.4pct，结构上来看：

- 地产投资为主要拖累，3月房地产开发投资累计同比-5.8%，降幅相比上月扩大了0.1pct，我们预计地产投资企稳或在2023Q4；
- 基建投资则维持韧性，3月广义基建投资累计同比10.8%，预计随着需求端动力逐步增强，基建逆周期调节器作用或下降。

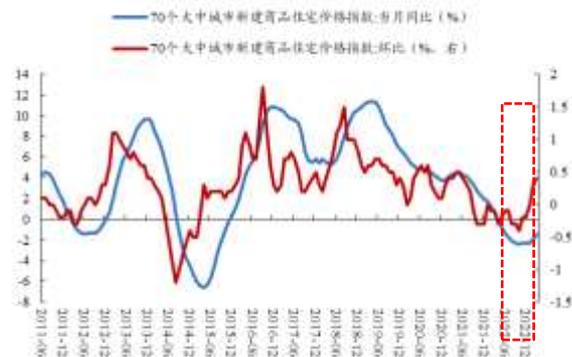
图4：2023年2月地产投资增速放缓，基建投资维持韧性 图5：2023Q1地产销售面积回暖但增速尚未转正 图6：70大中城市商品住宅价格回暖但同比尚未转正



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.2 投资：短期库存约束，下半年有望提升对“硬科技”基本面支撑（II）

制造业投资增速有所放缓，3月制造业投资累计同比7%，增速环比上月回落了1.1pct，后劲依然较大，静待库存约束缓解，增速或仍有上升空间。

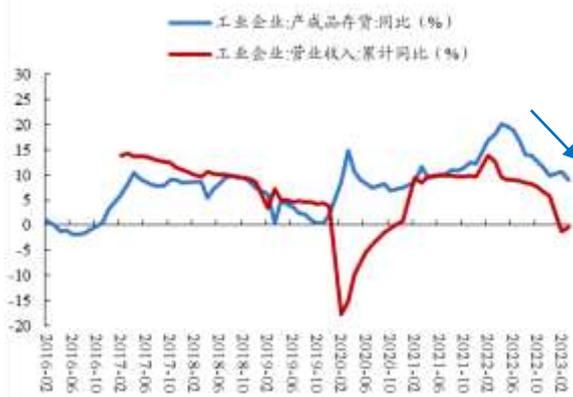
尽管3月制造业投资有所放缓，但结构上来看仍然存在亮点。具体来看：高技术产业和高技术制造业投资2023年3月的累计同比分别为16%和15.2%，均表现优于整体制造业投资增速。其中，电子及通信设备制造业投资增长20.7%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长19.9%。随着未来3~6个月的库存周期去化，预计制造业增速有望进一步提升，成为国内GDP贡献的核心动力，也将对电子、机电、机械等“硬科技”产业的基本面形成支撑。

图7：高技术产业及制造业表现优于制造业整体



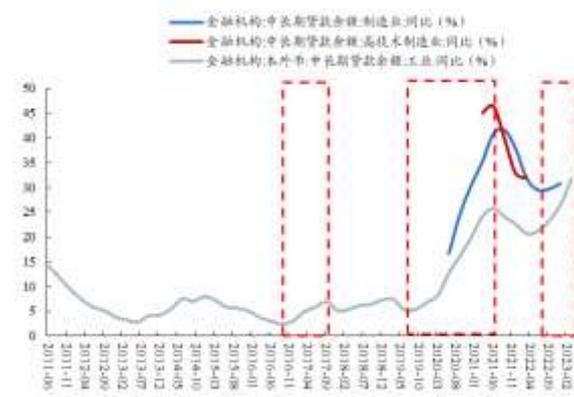
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：工业企业当前仍处于去库阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q1工业企业中长期信贷余额增速31.7%



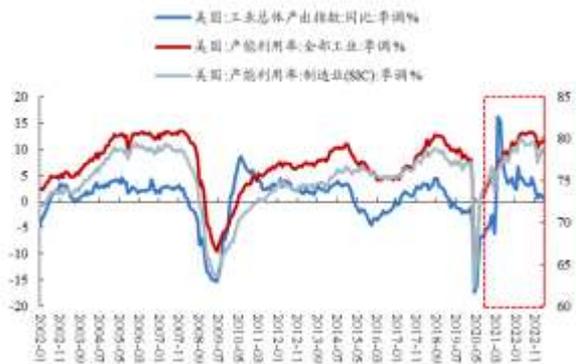
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 出口：不悲观不亢奋，全年仍有望实现“软着陆”

2023Q1出口环比回升，其中3月出口大超市场预期，改善趋势明显。尽管海外国家经济衰退预期上升，但我们前期看好出口的逻辑并未被打破，继续维持前期观点，预计2023年出口或有望实现“软着陆”。具体来看：

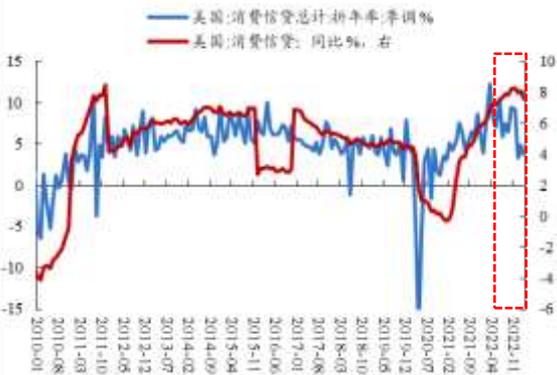
- 疫情环境变化之下供给由收缩转向释放；
- 美国需求仍具备韧性，海外需求尚未明显回落，具体：较强的消费能力与生产能力；
- 中国出口份额逆势提升，包括：（1）WTO公布历史上美国滞胀期间，中国出口份额均会提升；（2）欧洲产能利用率回落，导致进口需求上升及出口份额下降，订单流向其他主要出口国家。

图11：美国产能利用率尚未明显回落



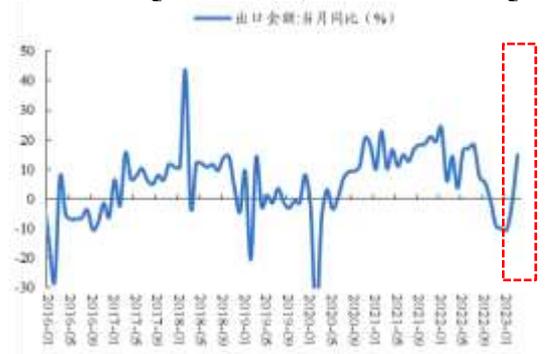
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国消费信贷同比增速仍维持高位



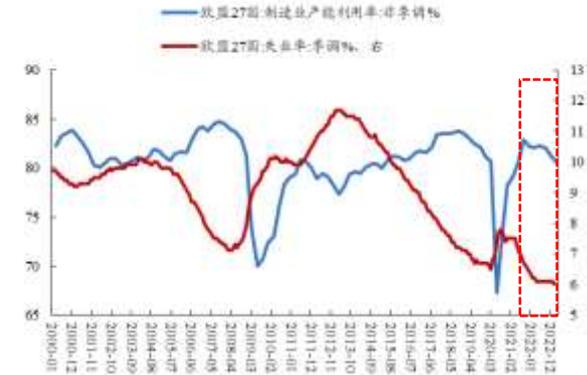
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023Q1出口当月同比增速环比2022Q4回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：产能利用率先行回落或将增加欧洲的进口需求



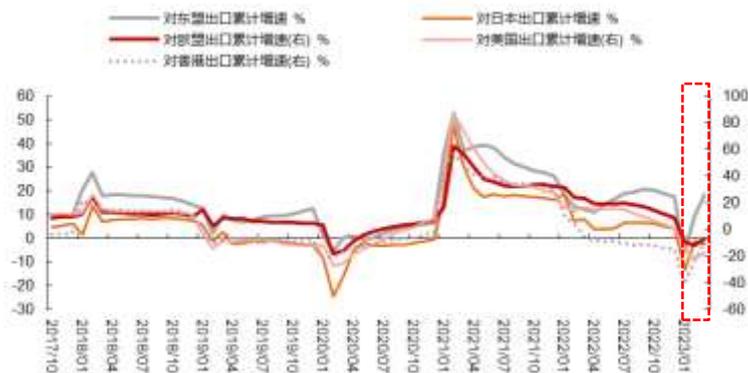
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 出口区域拆分：新兴市场经济体对我国出口拉动明显上升 (I)

我国出口区域结构正在发生变化。我们统计了13个国家和地区，2022年我国出口至这13个国家和地区的总额占总出口的比重约为80%，我们对其拆分发现：

从出口区域结构来看，2019年以来我国出口至东盟、俄罗斯、印度等新兴市场经济体的比重处于提升趋势，而出口至美国、欧盟等发达经济体的占比则处于回落趋势。事实上，2023年3月我国出口至新兴市场经济体的出口增速高增，为导致我国出口超预期的主要因素。其中，3月我国出口至东盟、俄罗斯的当月同比分别为35.43%、136.43%，对出口的拉动分别为5.37%、1.9%；明显优于我国出口至欧盟、美国的同期表现，其当月同比分别为3.38%、-7.68%。

图14：2023年3月对东盟出口同比上升，对中国香港出口同比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：从出口区域结构拆分来看，2019年以来我国出口至东盟、印度、俄罗斯、沙特等新兴市场国家的比重处于提升趋势（单位：%）

时间	欧盟	美国	日本	中国香港	韩国	东盟	印度	英国	俄罗斯	墨西哥	加拿大	澳大利亚	沙特阿拉伯
2023/3/31	15.33	14.02	4.96	7.55	4.73	16.92	3.42	2.17	2.93	2.25	1.28	2.39	1.29
2022/12/31	15.63	16.19	4.82	8.42	4.57	15.90	3.31	2.27	2.12	2.16	1.50	2.20	1.06
2021/12/31	15.45	17.18	4.94	10.47	4.48	14.41	2.91	2.60	2.01	2.01	1.54	1.98	0.91
2020/12/31	15.15	17.46	5.51	10.63	4.36	14.87	2.58	2.81	1.95	1.73	1.63	2.07	1.09
2019/12/31	17.12	16.72	5.73	11.19	4.44	14.41	3.00	2.49	1.98	1.86	1.47	1.92	0.96
环比变化	-1.78	-2.70	-0.77	-3.64	0.29	2.51	0.42	-0.33	0.95	0.39	-0.19	0.47	0.33

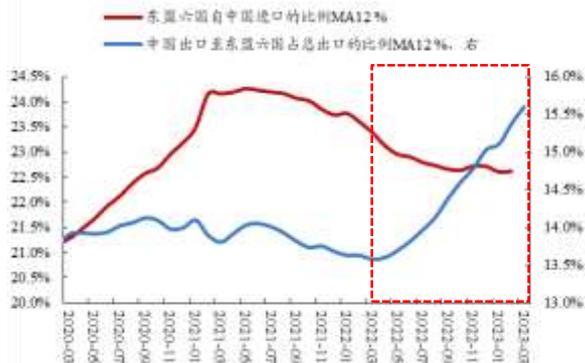
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 出口区域拆分：新兴市场经济体对我国出口拉动明显上升 (II)

我们进一步对我国与东盟国家的出口数据进行分析发现，不同统计口径下我国在东盟国家的市场份额存在差异。具体来看：(1) 中国统计口径下，我国出口至东盟六国占我国总出口的比例2022年以来呈现上升趋势，而东盟六国自中国进口占总进口的比例则处于放缓趋势，两者表现出现背离；(2) 从市占率来看，中国口径下我国出口至东盟六国的市占率（中国出口至个国家的金额/海外国家进口总额）明显高于东盟六国自中国进口的市占率（海外国家自中国进口的金额/海外国家进口总额）。

这意味着，我国至东盟国家的出口高增或与转口贸易旺盛有关，或反映转口贸易占比上升。其背后逻辑反映了主要发达经济体的需求韧性，我国对欧美的增速明显放缓或有“水分”。事实上，中国香港地区亦出现了类似的情况，亦可佐证这一现象。

图15：中国与东盟国家口径下出口表现出现背离



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图16：中国口径下市占率高于海外口径下的市占率 图17：中国在越南、印尼的市占率较高

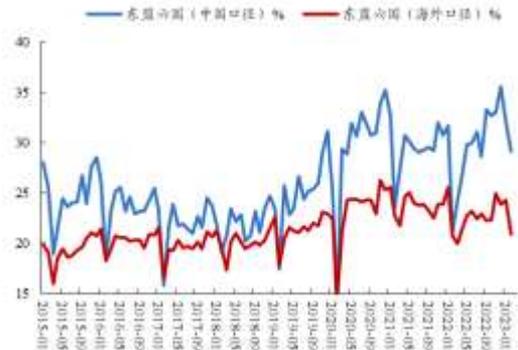
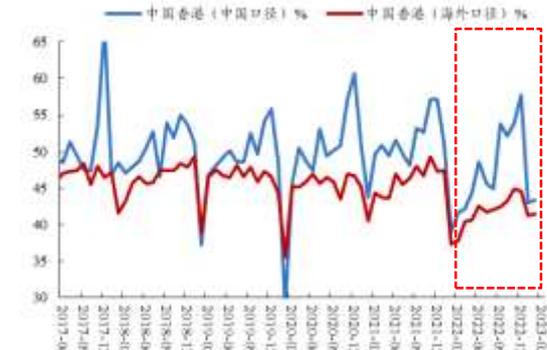


图18：市占率：中国口径下（我国出口至中国香港）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

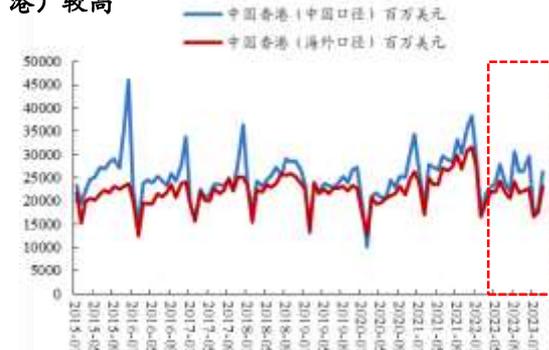
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图19：绝对金额：中国口径（我国出口至东盟六国）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图20：绝对金额：中国口径（我国出口至中国香港）较高



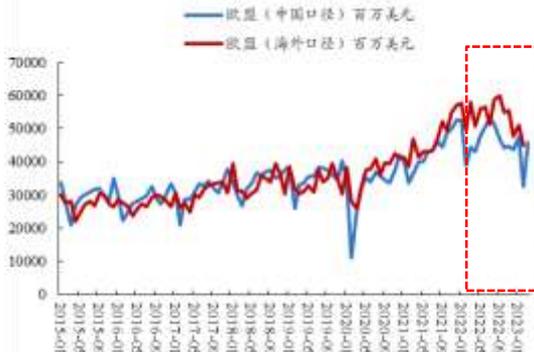
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图21：绝对金额：中国口径（我国出口至俄罗斯）较高



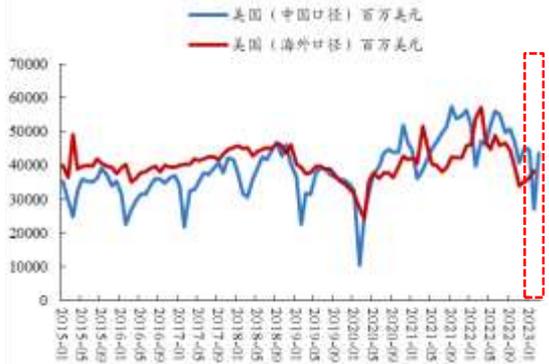
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图22：绝对金额：海外口径（我国出口至欧盟）较高



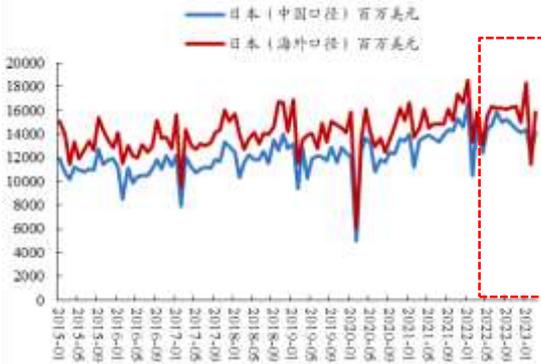
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图23：2023年2月美国口径下自中国进口绝对金额较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

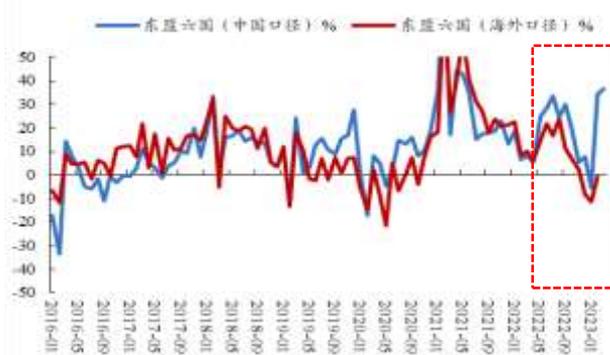
图24：绝对金额：海外口径（我国出口至日本）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

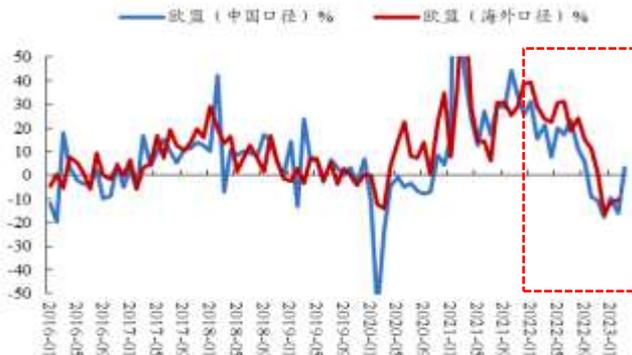
# 出口区域拆分：新兴市场经济体对我国出口拉动明显上升（IV）

图25：出口同比来看，中国口径（我国出口至东盟六国）较高



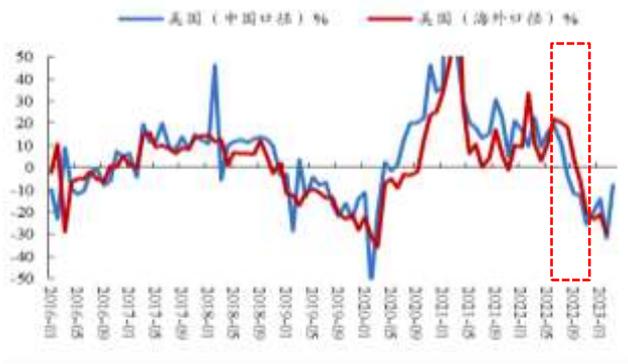
数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图27：出口同比来看，海外口径（我国出口至欧盟）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图26：出口同比来看，海外口径（我国出口至美国）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图28：市占率来看，海外口径（我国出口至欧盟）较高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 国内经济尚处于复苏初期
- 2 流动性有望持续向好，估值修复
- 3 风格：成长或仍是市场风格主线
- 4 行业配置
- 5 风险提示

## 2.1.1 2023H1国内市场流动性现状

### 2023H1 A股市场流动性持续改善。

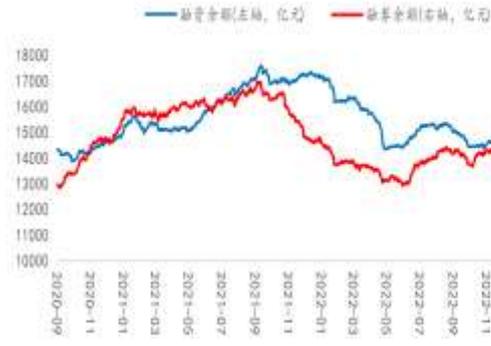
- 北上资金持续向好——截至4月28日，2023陆股通净流入已超2022年全年两倍水平，达到2017年全年净流入的90.8%。
- 两融资金规模自年后持续扩张——截至4月28日，2023年两融净流入668亿元。
- 基金规模回升，股票占比小幅微升——截止2023Q1，基金资产净值26.06万亿元，环比上升2.7%。其中，持有A股市值5.74万亿元，环比上升3.6%。股票资产占净值比例为24.63%，环比上升0.2pct；其中A股资产占净值比例为22.03%，环比上升0.19pct。

图29：2023年陆股通净流入已超2022年的两倍水平



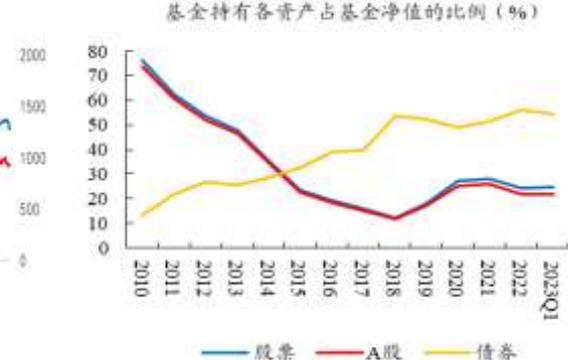
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2023年融资余额持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023Q1基金持有的股票占比有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

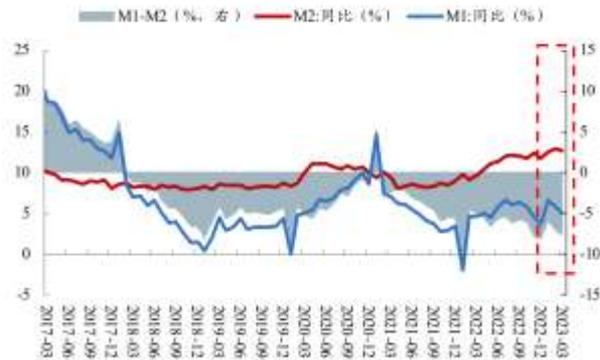
## 2.1.2 2023H2市场流动性展望

这仅仅是流动性复苏的开端，后续流动性继续趋势回升的概率依然较大。

- 总体仍处于“货币超发”环境——2023Q1的M2同比和“M2%-社融%”均较2022Q4走高。
- 资金活化程度提升，更多进入市场中流通——“M1%-短融%”自2023年以来呈现趋势性改善。
- 企业“肯花钱”才会“借钱”——2023Q1中长期企业信贷持续维持高位快速增长。

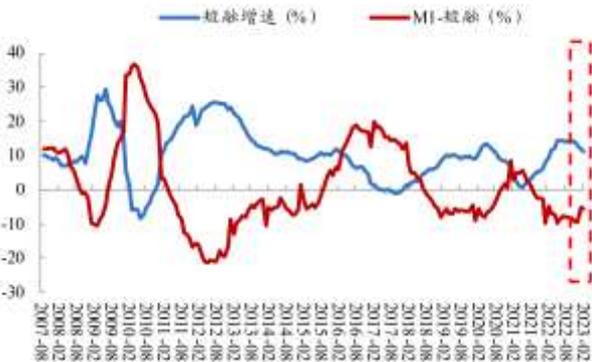
伴随年内消费需求逐步回暖，信用传导更加通畅，预计M1仍有望向M2收敛，市场剩余流动性将继续呈现扩张趋势。

图32：M1仍有较大空间向M2收敛



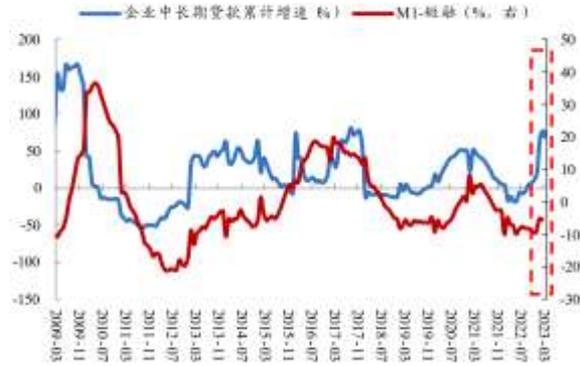
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2023M1回升，短融增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2023年企业中长期信贷快速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1.2 2023H2市场流动性展望：海外流动性

美联储加息或已达尾声，美债收益率或将进一步下行，海外掣肘减弱

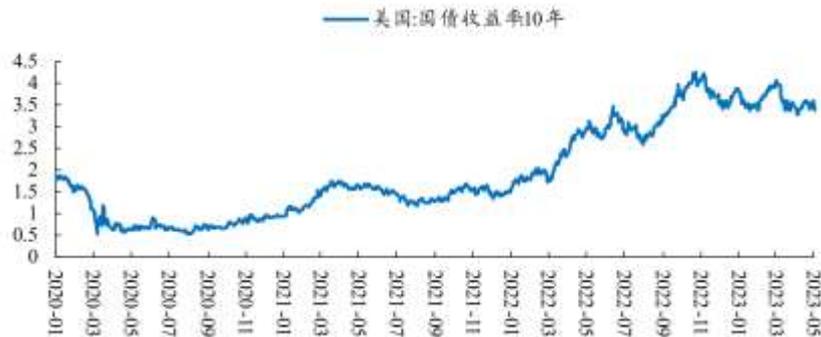
- 截止2023年5月，美联储本轮共加息500BP，根据点阵图预测，美联储加息或已达尾声；
- 10年期美债收益率自2023年3月初起便已经持续走低，因此即便2023年内不开启降息进程，在加息达到尾声、经济衰退风险较大的背景下，10年期美债收益率或仍将继续下行。
- 海外掣肘减弱，有利于外资流入，增加我国市场剩余流动性。

图35：美国通胀水平较峰值已大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：自2023年3月起，美国10Y国债收益率下行

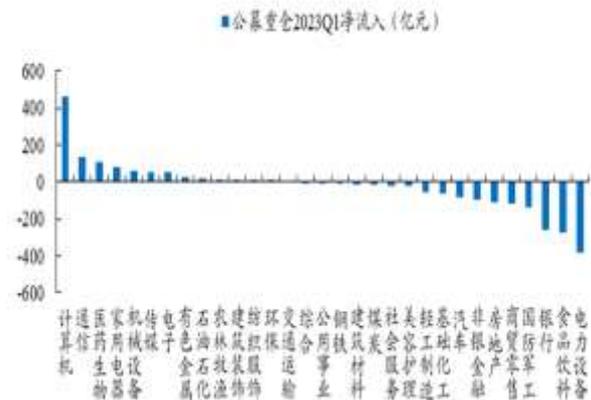


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1.3 2023Q1公募基金重点增配TMT

- 2023Q1，公募基金重仓持股净流入前五的一级行业为计算机、通信、医药生物、家用电器、机械设备，净流入额分别为459/132/110/81/58亿元。基金流入、流出的行业分化较大，体现为板块间的资金轮动。
- 2023Q1，基金对TMT板块配置明显提升，对TMT主要增持的是计算机行业，持仓比例从3.9%上升至7.1%。
- 2023Q1，基金对计算机、通信和传媒的“持股市值/流通市值”上升最大。我们以基金持股市值占流通市值的比例衡量基金对各行业的影响力，截至2023Q1，基金持仓中“持股市值/流通市值”最高的行业为食品饮料、电力设备、美容护理、医药生物和计算机，“持股市值/流通市值”增幅最大的行业为计算机、通信和传媒，分别走高1.33/0.98/0.55pct。

图37：公募基金2023Q1净流入最多的一级行业为计算机



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2023Q1，基金配置比例上升最大的行业为计算机



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2023Q1，基金“持股市值/流通市值”增幅最大为计算机、通信、传媒



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1.4 2023Q1公募基金“抱团”成长

### 2023Q1公募基金坚定“抱团”成长

- 截至2023Q1，全市场主动型基金共计4994支，对于全市场主动型基金，我们定义持有集中度大于1%的公司为“抱团股”。2023Q1全市场主动型基金“抱团股”主要分布TOP5的行业多数为成长板块，具体为：电子、医药生物、计算机、食品饮料、电力设备。综合考虑“抱团股”在行业中占比情况，行业内受基金“抱团”程度上升，即（行业中抱团集中度上升比例-抱团集中度下降比例）最大的行业为：食品饮料（6.4%）、通信（5.2%）、家用电器（4.3%）、传媒（3.9%）、石油石化（3.7%）、计算机（3.4%）、电子（2.7%）。

表2：2023Q1全部基金行业“抱团”股情况

行业	抱团上升个股数	抱团下降个股数	抱团个股数	抱团个股占比	抱团集中度上升比例	抱团集中度下降比例	抱团集中度净上升比例
食品饮料	15	6	21	14.89%	10.6%	4.3%	6.4%
通信	8	1	9	6.72%	6.0%	0.7%	5.2%
家用电器	6	2	8	8.60%	6.5%	2.2%	4.3%
传媒	7	1	8	5.19%	4.5%	0.6%	3.9%
石油石化	3	1	4	7.41%	5.6%	1.9%	3.7%
计算机	17	5	22	6.20%	4.8%	1.4%	3.4%
电子	18	6	24	5.41%	4.1%	1.4%	2.7%
建筑装饰	3	0	3	1.74%	1.7%	0.0%	1.7%
社会服务	3	2	5	5.00%	3.0%	2.0%	1.0%
有色金属	5	4	9	6.08%	3.4%	2.7%	0.7%
医药生物	13	11	24	4.41%	2.4%	2.0%	0.4%
汽车	4	3	7	2.46%	1.4%	1.1%	0.4%
机械设备	3	2	5	0.95%	0.6%	0.4%	0.2%
交通运输	5	5	10	6.49%	3.2%	3.2%	0.0%
美容护理	1	1	2	5.71%	2.9%	2.9%	0.0%
建筑材料	1	1	2	2.38%	1.2%	1.2%	0.0%
纺织服装	1	1	2	1.64%	0.8%	0.8%	0.0%
公用事业	1	1	2	1.38%	0.7%	0.7%	0.0%
钢铁	0	0	0	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
环保	0	0	0	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
综合	0	0	0	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
基础化工	1	3	4	1.03%	0.3%	0.8%	-0.5%
房地产	1	3	4	2.45%	0.6%	1.8%	-1.2%
轻工制造	0	2	2	1.26%	0.0%	1.3%	-1.3%
商贸零售	0	2	2	1.80%	0.0%	1.8%	-1.8%
煤炭	1	2	3	6.82%	2.3%	4.5%	-2.3%
国防军工	3	6	9	6.98%	2.3%	4.7%	-2.3%
非银金融	1	4	5	4.27%	0.9%	3.4%	-2.6%
农林牧渔	0	3	3	2.78%	0.0%	2.8%	-2.8%
电力设备	5	16	21	6.23%	1.5%	4.7%	-3.3%
银行	0	8	8	12.90%	0.0%	12.9%	-12.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2.1 当前A股主要指数估值仍处于较低水平

- 年初至4月28日以来，多数主要指数估值水平回升，但创业板指、茅指数和宁组合2023年以来PE估值仍有所下行。
- 多数指数估值仍处于历史较低水平，宽基指数多数低于历史中位数，其中创业板指、中证500的PE估值低于历史25%分位水平。

表3：多数指数估值仍处于历史较低水平

板块	代码	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)		过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
				年初以来 (%)	2022年 (%)				年初以来 (%)	
A股	399001.SZ	深证成指	25.5	2.1	-13.7	43.8	58.2	2.5	2.6	
	000906.SH	中证800	13.6	8.0	-16.0	52.1	37.4	1.5	1.5	
	000688.SH	科创50	45.8	11.7	-26.2	35.4	35.4	4.8	4.6	
	000300.sh	沪深300	12.2	7.9	-19.3	46.0	34.4	1.4	1.4	
	宽基指数	000001.SH	上证综指	13.5	9.6	-11.2	63.7	32.9	1.4	1.3
	000016.SH	上证50	10.0	7.6	-18.2	52.3	32.9	1.3	1.3	
	000852.SH	中证1000	33.5	19.7	-24.4	41.2	25.5	2.3	2.4	
	000905.SH	中证500	25.0	10.7	11.1	63.8	23.2	1.7	1.8	
	399006.SZ	创业板指	33.6	-13.7	-38.5	8.0	5.2	4.5	4.8	
	8841415.WI	茅指数	23.4	-4.8	-28.8	38.0	63.0	4.1	4.4	
风格指数	399372.SZ	大盘成长	19.2	0.8	-46.2	18.6	58.2	3.8	4.2	
	399377.SZ	小盘价值	17.1	31.5	13.7	93.2	43.2	1.1	1.1	
	399376.SZ	小盘成长	25.5	31.3	-0.6	64.4	33.5	2.1	2.2	
	399373.SZ	大盘价值	7.0	15.9	-11.6	32.8	23.0	0.8	0.8	
	8841447.WI	宁组合	32.8	-21.8	-53.6	0.2	4.4	5.9	6.4	

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2.2 行业估值水平分化较大

表4：行业估值水平分化较大，多数处于历史较低水平

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅 (%)		过去5年PE		过去20年	PE历史分位数	PB最新值	PB涨跌幅 (%)		过去5年	过去20年
			年初以来	2022年	历史分位数	PE历史分位数				年初以来	2022年		
A股	社会服务	109.2	-3.5	32.8	76.5	92.8	3.5	-1.7	-3.7	39.5	39.1		
	计算机	69.4	32.3	-10.6	84.4	88.1	3.9	20.1	-27.8	57.0	48.3		
	美容护理	52.5	21.0	-19.5	86.3	80.7	4.8	-10.0	-5.1	54.6	81.3		
	汽车	29.3	-5.8	-1.5	59.8	74.6	2.0	-3.6	-19.5	50.8	34.8		
	商贸零售	38.5	-1.6	18.2	95.5	72.1	2.1	-10.2	-6.3	74.2	36.9		
	公用事业	25.1	0.6	-13.3	79.6	54.9	1.6	1.2	-17.5	68.2	17.3		
	钢铁	19.5	12.6	71.4	100.0	52.9	1.0	0.0	-28.8	33.7	20.6		
	食品饮料	33.1	-2.5	-22.3	42.3	52.6	6.1	-6.0	-25.6	26.5	60.9		
	机械设备	30.0	-0.5	10.6	70.2	52.2	2.3	1.3	-20.9	50.5	31.8		
	传媒	46.9	41.6	-2.7	95.1	45.6	3.0	41.5	-29.6	96.3	29.4		
	综合	45.5	-4.4	-24.3	64.6	41.0	1.8	-3.7	45.5	44.9	17.2		
	轻工制造	28.3	-7.6	31.5	84.0	40.0	2.0	-2.5	-20.1	46.1	31.8		
	国防军工	56.2	1.5	-28.8	27.1	39.7	3.3	0.3	-25.4	64.9	55.5		
	非银金融	17.7	19.7	2.6	80.3	38.5	1.2	4.4	-25.0	13.7	3.4		
	农林牧渔	36.9	-22.0	82.0	57.3	36.5	2.9	-3.2	-12.2	17.3	29.2		
	房地产	14.4	6.8	54.3	98.6	35.1	0.8	-8.0	-10.2	1.2	0.3		
	建筑材料	17.5	22.5	-5.0	94.2	31.1	1.5	-4.3	-32.2	1.4	2.4		
	纺织服饰	23.9	3.7	10.3	51.3	30.7	1.8	-0.6	-9.9	30.7	18.2		
	电子	35.9	22.9	-20.8	56.3	27.4	2.7	2.7	-41.5	18.4	26.2		
	建筑装饰	11.2	22.9	-7.3	89.3	27.0	1.0	16.3	-11.6	66.7	16.4		
	通信	30.8	22.8	36.8	15.9	24.5	2.3	24.5	24.4	51.9	44.9		
	家用电器	14.6	6.3	-26.7	29.7	21.8	2.6	7.9	-29.9	21.6	44.3		
	石油石化	14.8	32.9	-19.1	54.8	20.8	1.4	12.9	-15.4	49.4	12.2		
	环保	21.1	-0.6	-4.3	34.7	8.9	1.5	0.0	-24.5	3.3	1.2		
	医药生物	24.4	1.2	32.4	14.6	7.1	3.1	-2.8	-25.8	10.8	19.6		
	银行	4.9	-0.4	-18.2	8.6	6.0	0.5	0.0	-16.7	8.9	2.2		
	基础化工	14.8	3.7	-29.6	16.0	5.9	2.1	-4.8	-28.9	36.6	18.4		
	交通运输	12.7	8.7	-23.8	17.3	5.9	1.5	5.6	-12.3	62.1	28.3		
	电力设备	23.5	-3.9	39.8	4.9	5.4	3.2	-13.3	-40.3	45.2	42.8		
	煤炭	6.6	1.9	-24.5	2.9	0.7	1.3	-3.0	-6.5	55.9	19.4		
	有色金属	13.6	-5.8	31.1	0.2	0.3	2.4	-5.1	-38.5	44.2	24.7		

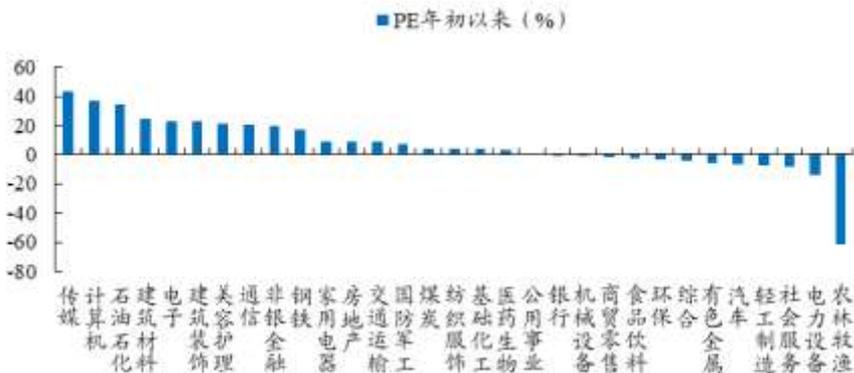
- 截止4月28日，以PE-ttm衡量，社会服务、计算机、美容护理的估值均处于历史75%分位水平上方，多数周期板块和金融板块行业估值水平较低，有色金属、煤炭、电力设备、交通运输、基础化工、银行、医药生物、环保、石油石化、家用电器、通信的估值均低于历史25%分位水平。

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2.3 后续关注成长、央国企提估值逻辑

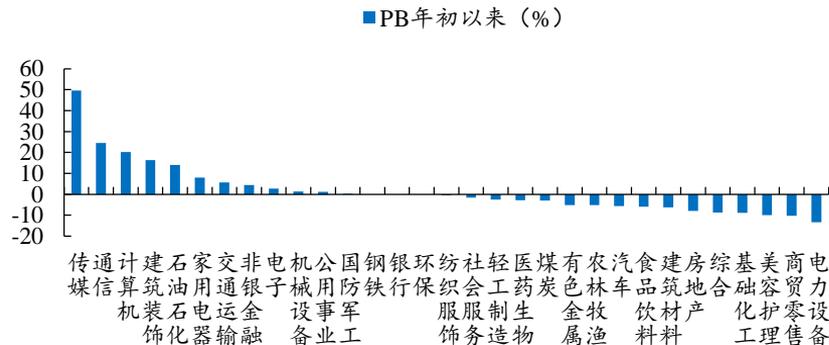
- 2023年以来，在AI热点和中特估行情的带动下，以传媒、计算机、电子为代表的TMT板块；以及石油石化、建筑材料等央企占比比较大的板块估值提升。
- 后续关注：（1）硬科技、医药生物等成长板块受益于流动性与风险偏好弹性或更有望实现估值拔升；（2）计算机、传媒、互联网3.0（数字经济）中“既有业绩，估值亦合理”的方向估值有望继续提升；（3）央国企提估值逻辑，包括：一带一路、纳入永续增长及提高分红等重要投资方向。

图40：年初以来，TMT和石化、建筑等板块PE估值走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：年初以来，TMT和石化、建筑等板块PB估值走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

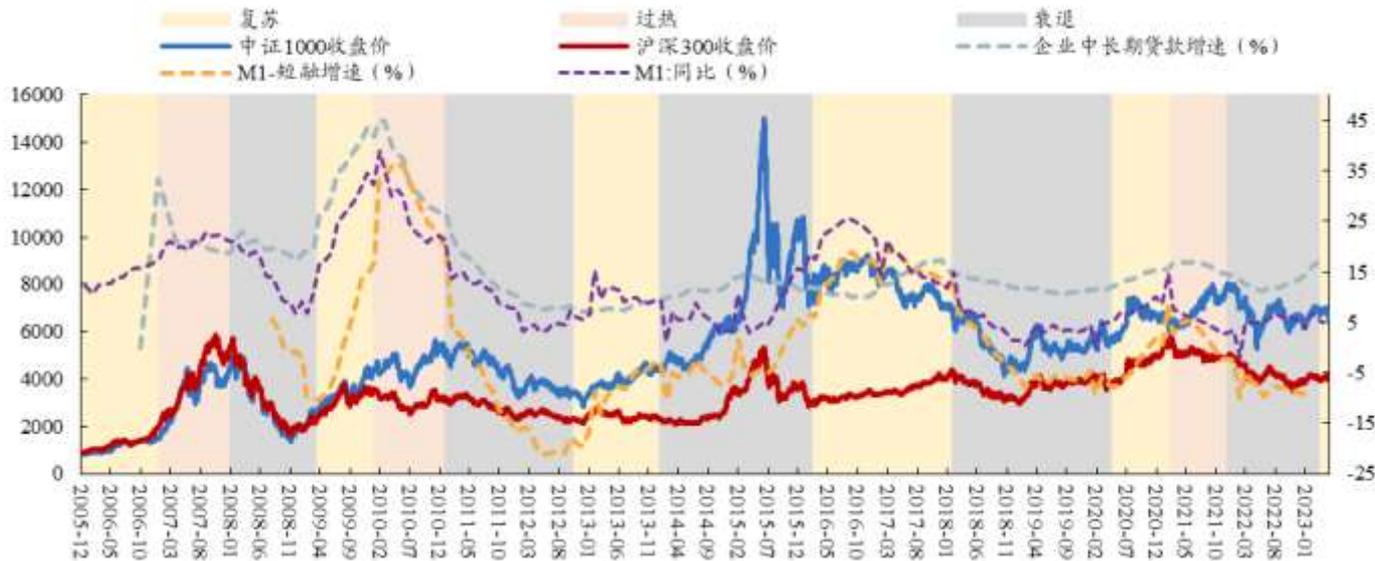
## CONTENTS

- 1 国内经济尚处于复苏初期
- 2 流动性有望持续向好，估值修复
- 3 风格：成长或仍是市场风格主线
- 4 行业配置
- 5 风险提示

## 3.1 构建：大盘价值与中小盘成长的“投资时钟”

基于历史复盘启示，我们从经济环境、信用环境、宏观/市场流动性、市场风险偏好、估值等五大维度出发，比较沪深300和中证1000的绝对或相对优势，并给出经济复苏、过热及衰退情形下大盘价值或中小盘成长风格的配置建议。

图42：历史上不同的宏观经济环境下沪深300和中证1000的表现情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 3.1 构建：大盘价值与中小盘成长的“投资时钟”

表5：历史上不同的宏观经济环境下“风格投资时钟”背后的逻辑

情形	经济复苏		经济过热	经济衰退	
	估值合理+信用下沉	估值约束/信用收缩		衰退初期：剩余流动性收缩+ERP上升	衰退末期：剩余流动性扩张+ERP回落
阶段	2006年、2009年、2012年12月~2013年2月、2016年、2020年4~8月	2013年2月~2014年3月、2017年、2020年8月~2021年2月初	2010年、2021年	2008年、2011~2012年、2015年6月~2016年1月、2018年、2022年Q1及2022年Q4	2014年3月底~2015年6月、2019年、2022年4月~2022年8月底
基本面	制造业PMI、企业中长期贷款、工业用电等经济数据趋于回暖；信用利差收窄	制造业PMI、企业中长期贷款、工业用电等经济数据趋于回暖；信用利差扩张	大宗商品价格上涨，PPI上行至高位水平；经济动能趋缓	经济加速下行：PPI下行甚至为负值、工业用电下行，制造业PMI下行，信用明显收紧	经济出现复苏迹象：制造业PMI、工业用电等经济数据趋于回暖，信用开始扩张
资金面	市场剩余流动性扩张，M1回升，短融回落	市场剩余流动性扩张，M1回升，短融回落；宏观流动性趋紧，10年期国债收益率明显上升	市场剩余流动性收缩	M1下行、短融高企，市场剩余流动性收缩	M1回升、短融下降，市场剩余流动性扩张
情绪面	市场风险偏好回升	市场风险偏好回升	市场风险偏好可能出现下降	市场风险偏好回落	市场风险偏好回升
政策面	-	资金荒、信用收紧及通胀抬升	科技产业景气向上增强 中证1000盈利表现；地产政策调控升级及基本面走弱拖累沪深300	政策扶持金融、消费等价值行业	宏观政策偏宽松
资产配置	沪深300和中证1000均上涨，但 <b>中证1000弹性最佳</b>	2013年：资金荒，信用约束沪深300，超配：中证1000； 2017年及2020.8~2021.2：估值约束/信用约束中证1000，超配：沪深300。	中证1000	沪深300（相对占优）	沪深300和中证1000均上涨， <b>中证1000弹性更佳</b>

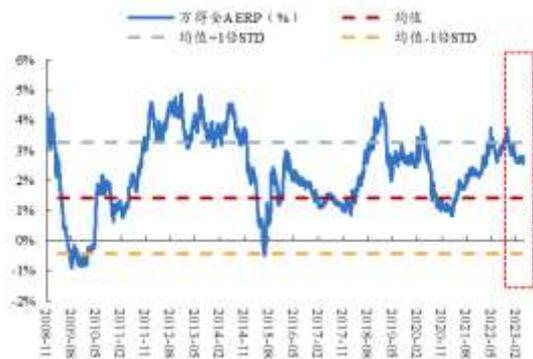
数据来源：开源证券研究所

## 3.2 市场风格：成长或仍是市场风格主线

风格而言，基于我们构建的风格投资时钟框架，成长风格有望延续，更看好硬科技及医药；同时伴随国内经济复苏，预计下半年顺周期有望启动。主要基于：

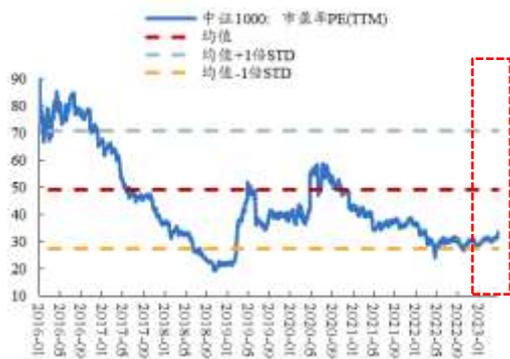
- 预计二季度国内经济仍处于“复苏初期”。事实上，2023年3月PPI同比仍处于下行通道且为负增长，需求偏弱，总量相关或难以具备盈利优势；
- A股实际流动性将明显改善；
- 伴随企业盈利预期持续上修、流动性逐步回升，风险偏好有望逐步改善；
- 成长风格不具备估值约束。

图44：预计市场风险偏好有望继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：成长风格不具备估值约束



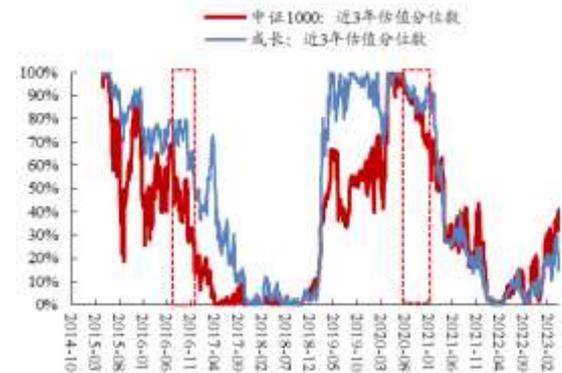
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：PPI仍处于下行通道，总量相关难以具备盈利优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：成长风格近3年估值分位数仍处于合理偏低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

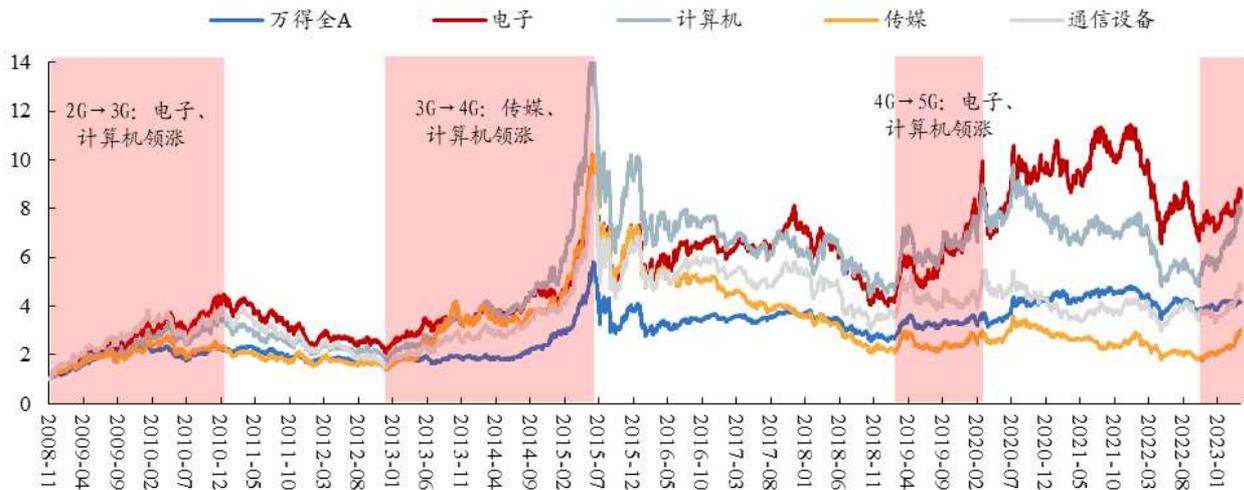
## CONTENTS

- 1 国内经济尚处于复苏初期
- 2 流动性有望持续向好，估值修复
- 3 风格：成长或仍是市场风格主线
- 4 行业配置
- 5 风险提示

## 4.1 复盘：史上三轮TMT“曲折”行情

2008年底以来A股市场共经历过3轮科技产业周期变迁，带动TMT板块开启上涨行情且录得明显超额收益，包括2008年11月~2010年12月、2012年12月~2015年6月、2019年1月底~2020年2月。

图47：2008年底以来在产业周期变迁下，A股呈现出三轮TMT上涨行情



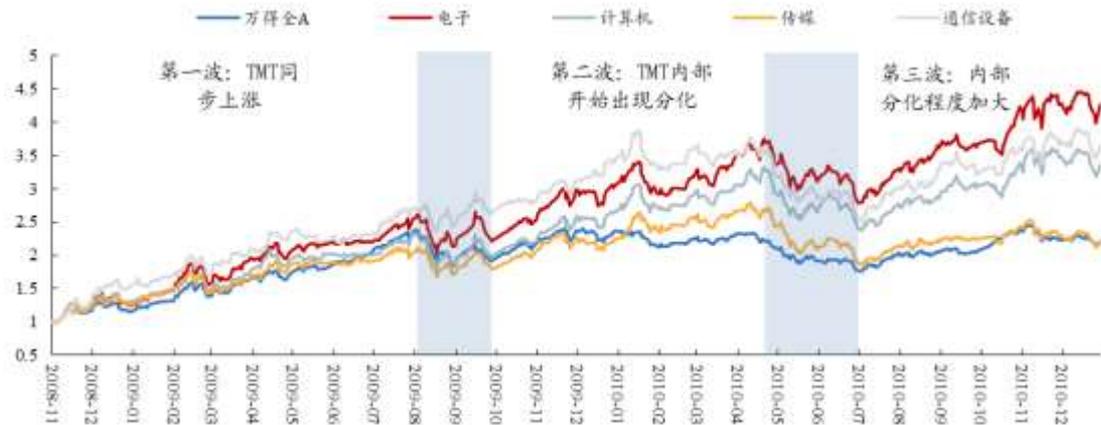
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：以2008年11月初为起始点1。

## 4.1.1 2008年底~2010年：2G向3G时代切换，消费电子产业周期兴起（I）

2009年市场呈现普涨特征，2010年伴随宏观环境变化市场表现分化。期间，TMT板块共包括三轮上涨行情，具体来看：

- **第一阶段（2008年11月~2009年8月初）：**A股和TMT均呈现普涨特征，主要表现为估值驱动。期间，TMT内部行业同步上涨但超额收益斜率上行速率较为缓慢，同时伴随经济进入复苏初期金融板块表现占优背景下，TMT存在阶段性并未获得超额收益的情况。其中，2008年底通信设备率先走强，2009年之后以消费电子为代表的电子超额收益更为明显。
- **第二阶段（2009年10月~2010年4月下旬）：**A股市场开始逐步出现分化，TMT行业在盈利驱动下亦开始表现分化。期间，仍以估值贡献为主导，消费电子、半导体等行业盈利预期回升，盈利贡献逐步转为正向贡献。
- **第三波上涨行情（2010年7月~12月）：**TMT板块内部分化加大。期间，电子和计算机上涨且超额收益斜率上升，背后逻辑为盈利增长出现分化。其中，电子主要为盈利贡献主导。

图48：2008年11月~2010年12月TMT上涨，期间电子、计算机表现较为占优



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：以2008年11月初为起始点1。

图49：2009年10月开始TMT板块内部分化不断加大

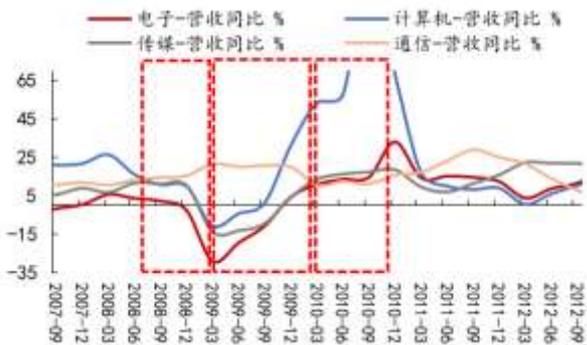


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.1 通信基本面率先改善，电子和计算机承接（II）

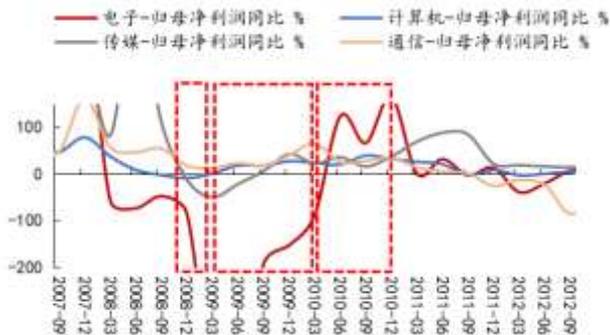
- **第一波上涨行情（2008年11月-2009年8月初）**：通信设备占优主要由基本面率先改善所驱动，其营收同比增速、归母净利润同比增速和毛利率的中枢均高于其他TMT行业，盈利能力强劲。
- **第二波上涨行情（2009年10月-2010年4月下旬）**：电子和计算机表现占优也主要由其基本面改善相对占优所驱动，其中计算机营收和经营现金流改善尤为明显，电子在归母净利润、ROE和资本开支方面均改善显著。
- **第三波上涨行情（2010年7月-12月）**：电子和计算机超额收益明显主要受基本面持续加速改善驱动，计算机和电子营收增速改善幅度最大，同时电子行业归母净利润增速改善尤为显著，增速中枢也远超TMT其他行业；在ROE和资本开支方面，电子和计算机行业仍持续大幅改善。

图50：营收增速优势逐渐从通信设备过渡到计算机和电子



数据来源：Wind、开源证券研究所

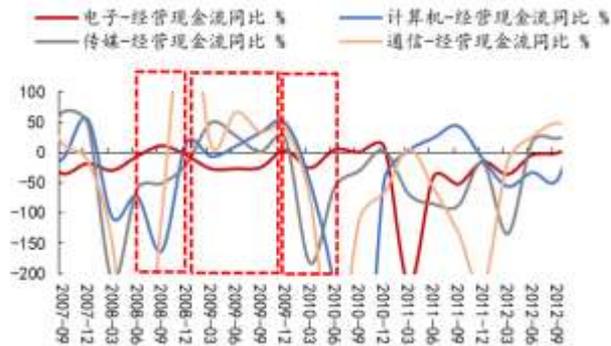
图51：电子行业从2009年之后归母净利润增速大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

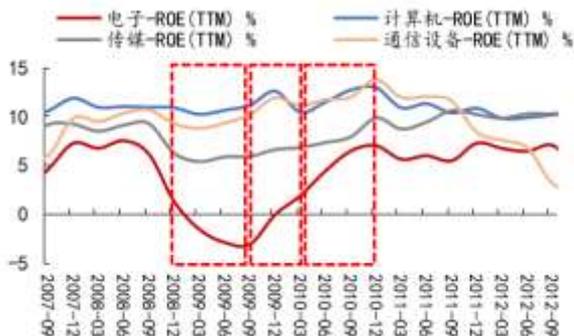
# 4.1.1 通信基本面率先改善，电子和计算机承接（III）

图52：通信设备经营现金流率先改善



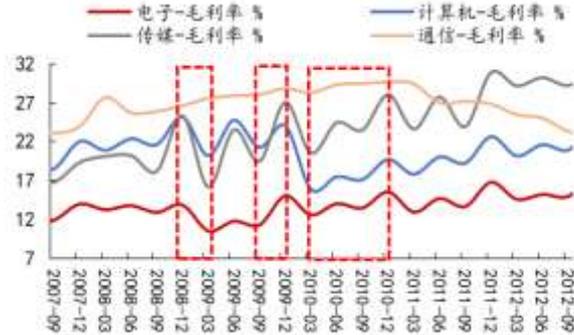
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：电子行业ROE从2009年后期开始大幅上升



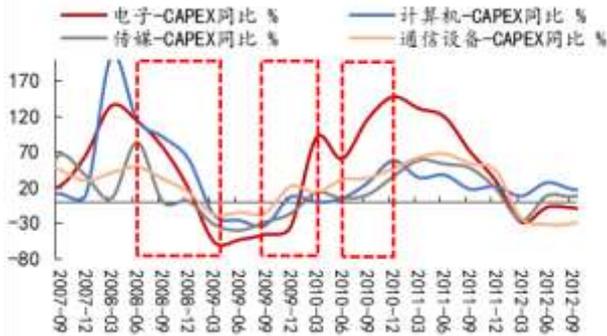
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：通信设备毛利率维持高位，其余三个行业后期毛利率上升更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：2009年后期开始电子资本开支扩张最为迅速



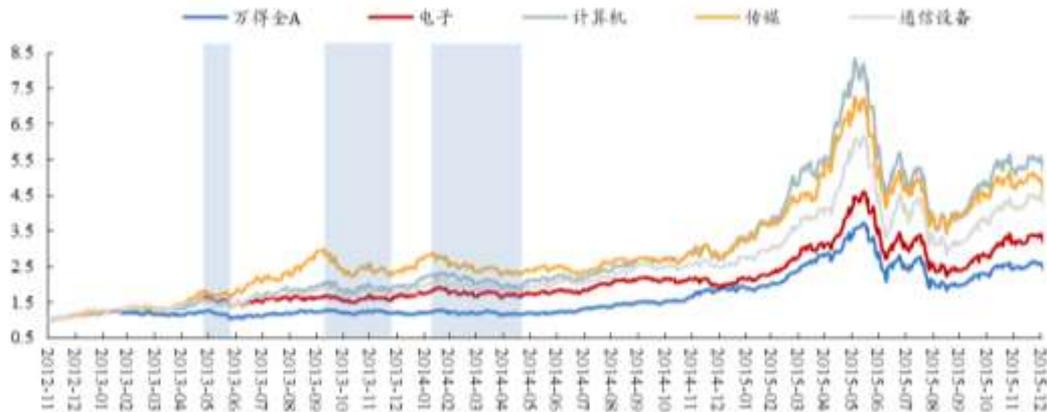
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.2 2012年底~2015年中：3G向4G时代切换，内容应用端崛起（I）

2013年经济弱复苏下市场表现分化，2014~2015年流动性宽松下市场普涨。这阶段TMT板块共包括四波上涨行情，具体来看：

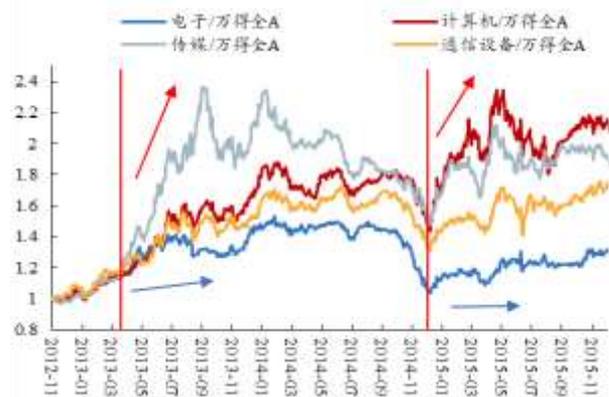
- **第一波上涨行情（2012年12月~2013年5月下旬）：**TMT行情由同步走向分化。4月TMT内部行业开始出现分化，背后逻辑是盈利增速表现分化，其中传媒行业的超额收益最为明显。这阶段主要表现为估值和盈利共同驱动（除电子外）。
- **第二波上涨行情（2013年6月下旬~10月上旬）：**TMT行业分化程度加大。TMT均上涨但收益率差距拉大，其中电子在智能手机销量增速预期放缓的拖累下其相对收益曲线表现为震荡波动。这阶段表现最优的传媒行业迎来戴维斯双击，估值与盈利均为正向贡献。
- **第三波上涨行情（2013年12月下旬~2014年2月上旬）：**TMT行业分化程度有所收敛，但均具备超额收益。其中，传媒主要为估值驱动，而其他行业在盈利为正向贡献驱动下，与传媒的股价表现分化程度有所收敛。
- **第四波上涨行情（2014年5月下旬~2015年6月）：**2015年TMT进入快速上涨阶段，流动性扩张下估值驱动为主。2014年下半年TMT并未录得超额收益，直到2015年TMT板块进入快速上涨阶段，超额收益斜率快速上行，计算机、传媒超额收益显著。

图56：2012年12月~2015年6月TMT整体上涨，传媒和计算机表现明显占优



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：以2012年11月30日为起始点1。

图57：伴随市场上涨，TMT内部逐步走向分化

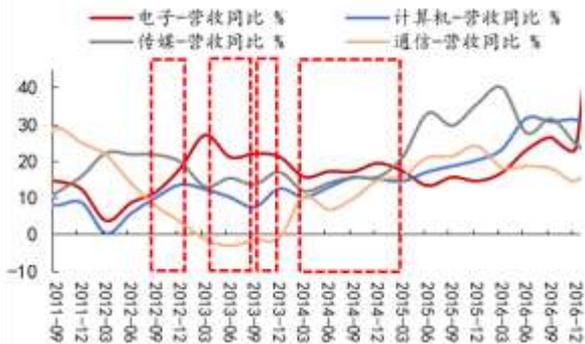


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.2 传媒、计算机超额收益显著 (II)

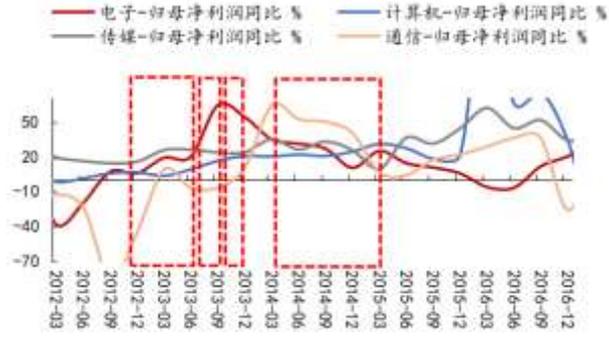
- **第一波上涨行情 (2012年12月-2013年5月下旬):**传媒行业盈利能力显著占优驱动其超额收益显著。此阶段传媒在营收增速、归母净利润增速、毛利率以及ROE方面均显著优于其他TMT行业，盈利能力强劲，进一步驱动其资本开支显著扩张并于2013Q2达到高点。
- **第二波上涨行情 (2013年6月下旬-10月上旬):**传媒盈利能力仍具韧性，为其超额收益带来正向贡献。此阶段传媒营收、归母净利润和资本开支增速虽趋于放缓但仍具韧性，经营现金流持续加速上涨并达到高点，毛利率和ROE仍显著优于其他TMT行业，盈利能力保持相对优势。
- **第三波上涨行情 (2013年12月下旬-2014年2月上旬):**电子、计算机和通信设备基本面改善为其市场表现带来正向贡献。此阶段电子的营收、归母净利润和经营现金流增速虽趋于放缓但显著占优；计算机和通信设备在营收、归母净利润、经营现金流、ROE和资本开支方面均显著改善；传媒行业归母净利润增速基本持平，经营现金流、毛利率和ROE也均趋势下滑，失去其对其他行业的盈利优势。
- **第四波上涨行情 (2014年5月下旬-2015年6月):**仅电子和计算机明显受基本面驱动。此阶段电子的营收增速具有绝对优势，进入2015年后其归母净利润增速也快速反弹并进而驱动其资本开支加速扩张；计算机营收和归母净利润增速均持续改善，较有韧性，且ROE显著占优。

图58: 传媒的营收优势逐渐向电子和计算机过渡



数据来源: Wind、开源证券研究所

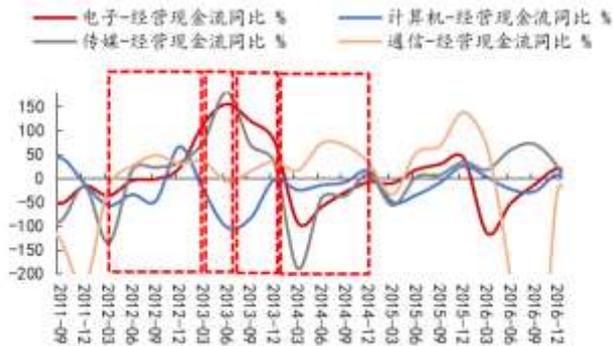
图59: 传媒和计算机盈利相对具有韧性，电子和通信设备盈利波动较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

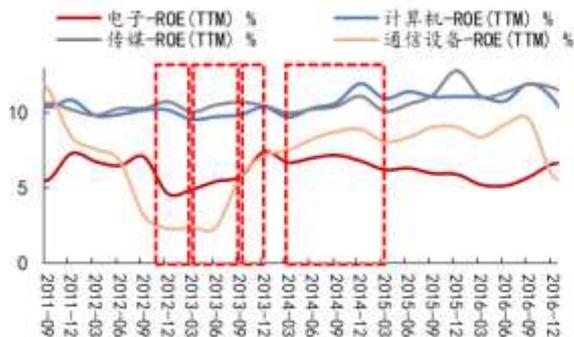
## 4.1.2 传媒、计算机超额收益显著 (III)

图60: 经营现金流的优势逐渐从传媒过渡至电子和计算机



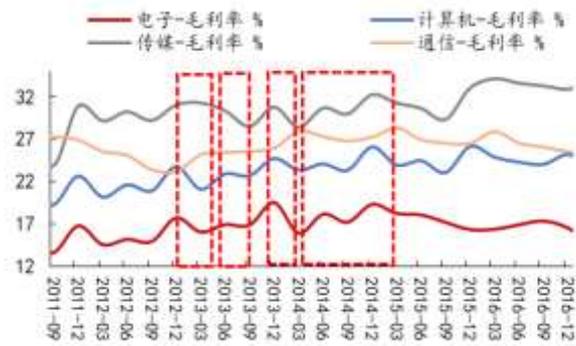
数据来源: Wind、开源证券研究所

图62: 传媒和计算机ROE显著优于其他行业



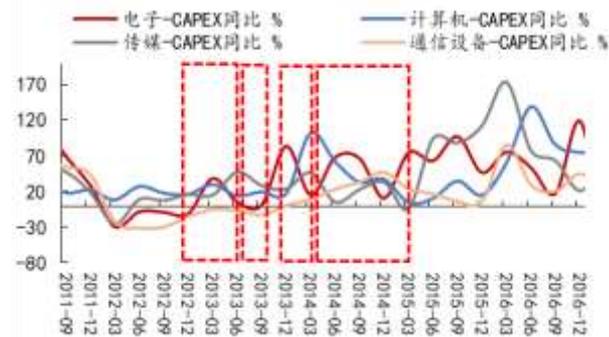
数据来源: Wind、开源证券研究所

图61: 传媒行业毛利率显著高于其他TMT行业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图63: 电子和通信设备资本开支略领先于计算机和传媒



数据来源: Wind、开源证券研究所

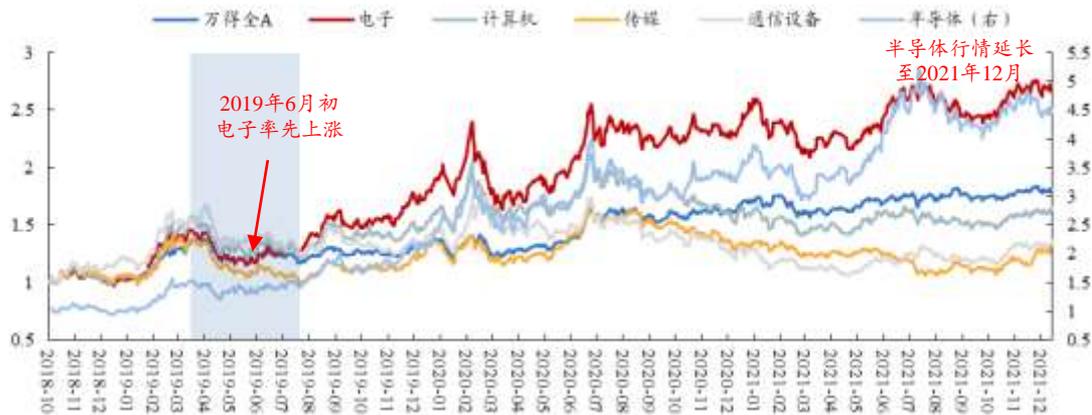
## 4.1.3 2019年初~2020年2月：受益于4G向5G时代切换及国产替代逻辑（I）

这阶段TMT板块共包括两段上涨行情，具体来看：

**第一波上涨行情（2019年1月底~4月初）：**A股及TMT共同上涨，且各行业均获得超额收益。这阶段主要为估值贡献主导，仅通信具有5%的盈利贡献。其中，基础设施和设备硬件端表现优于应用端。事实上，2018年下半年基站设备产量增速开始上行，2018Q4伴随市场企稳，通信设备已经率先上涨且表现明显优于其他板块。

**第二波上涨行情（2019年8月~2020年2月）：**TMT板块内部出现分化。这阶段依然为估值贡献主导，但电子和计算机在盈利改善的背景下，盈利贡献分别为5.3%和0.6%。盈利比较优势下电子和计算机超额收益斜率上行且跑赢创业板指，而传媒和通信并未跑赢。值得关注的是，电子板块在基本面回暖的支撑下领先其他板块约2个月率先出现上涨，即2019年6月初电子便开始逐步启动第二波上涨行情；同时，在盈利支撑下半导体的上涨行情延长至2021年12月。

图64：2019年1月~2020年2月TMT整体上涨，电子和计算机表现明显占优



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：以2018年10月19日为起始点1。

图65：2019年8月开始TMT板块内部出现分化

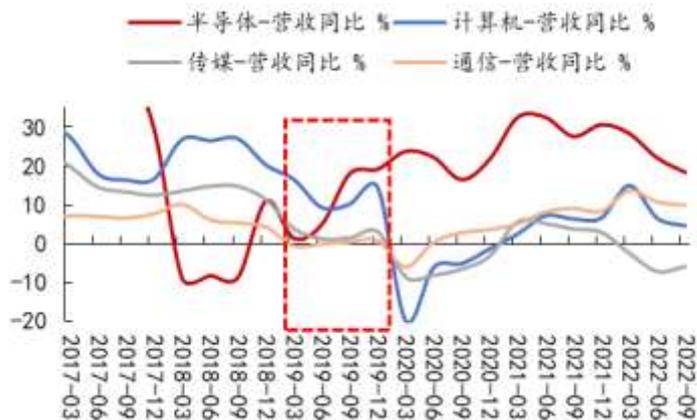


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.3 2019年初~2020年2月：电子和计算机占优，半导体亮眼（II）

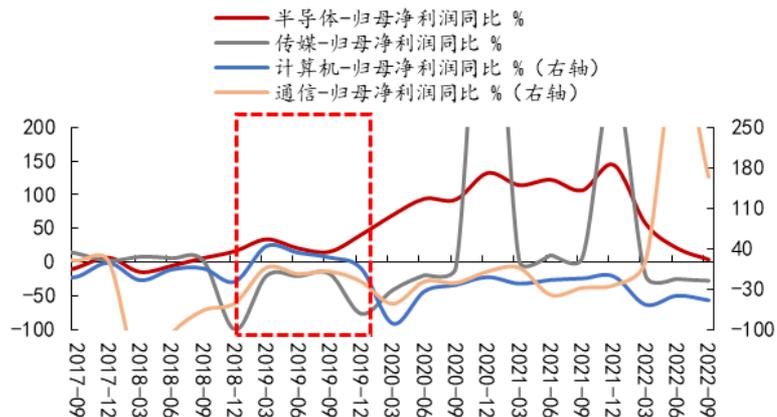
- 从细分行业来看，半导体和计算机盈利能力相对占优，其中，半导体营收增速、归母净利润增速、毛利率和ROE均处于上升趋势且利润增速中枢显著高于其他行业，驱动其资本开支趋于扩张；计算机营收、归母净利润增速、ROE中枢均处于相对高位，资本开支亦有所扩张。

图66：半导体营收增速大幅上涨，计算机营收增速亦处于相对高位



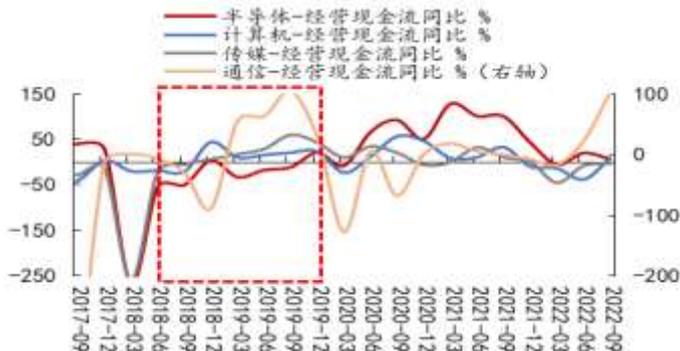
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：半导体和计算机归母净利润增速中枢高于其他TMT行业



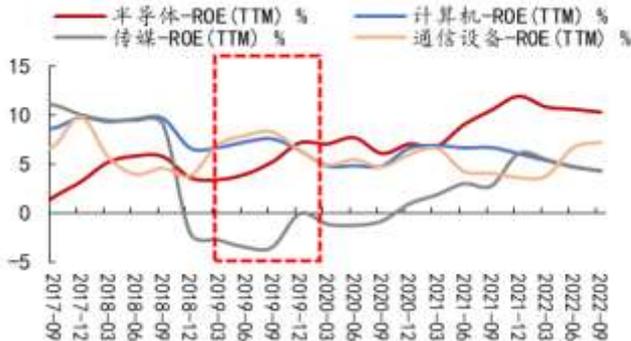
数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：通信设备行业整体经营现金流占优



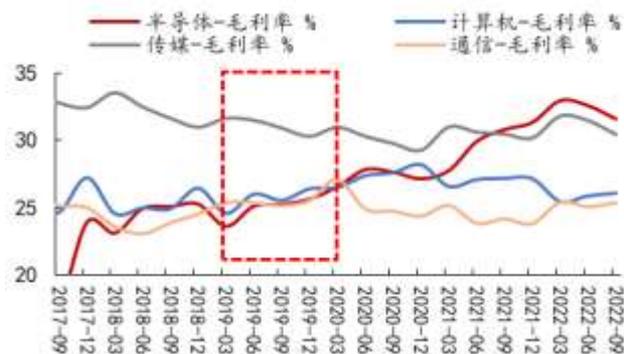
数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：半导体ROE上行趋势明显，计算机和通信设备ROE中枢较高



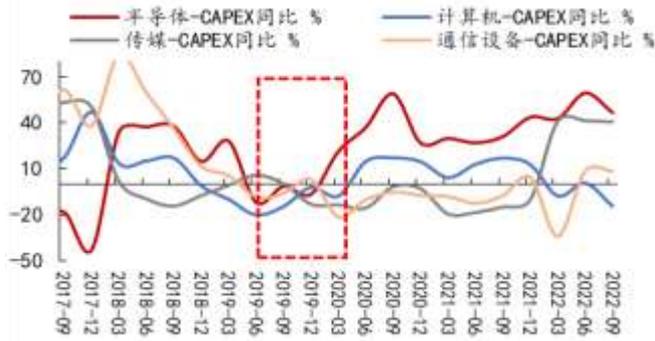
数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：半导体、计算机、通信设备毛利率处于上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：半导体资本开支趋于扩张且扩张趋势快于其他TMT行业

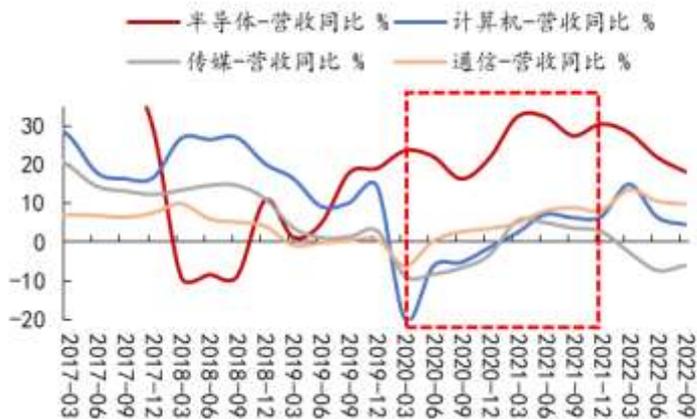


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.3 2020年2月~2021年12月：半导体一枝独秀（IV）

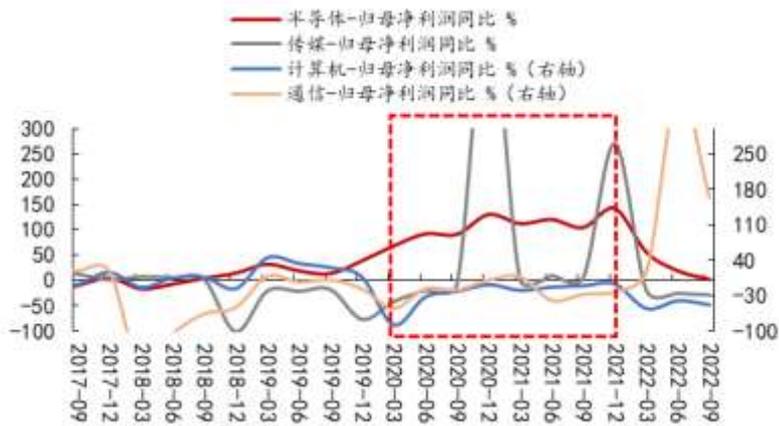
- TMT板块基本面在疫后复苏下有一定回暖但整体偏弱，基金对于TMT板块的重仓比例从2020Q2开始出现下行趋势；此阶段半导体行业“一枝独秀”，基本面显著改善，具体表现为其营收增速、归母净利润增速、经营现金流增速、毛利率和ROE在上行速度和增速中枢上均具有绝对优势，资本开支大幅扩张，基金对于半导体行业的重仓比例在2020Q1持续上升，其基本面的改善基本同步或略领先于基金重仓比例上升。

图72：半导体营收同比增速大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

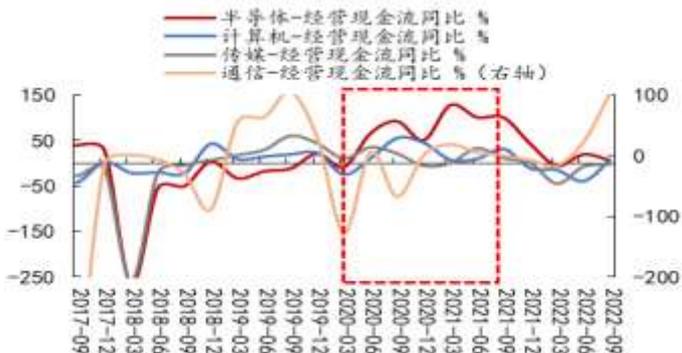
图73：半导体归母净利润增速中枢较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

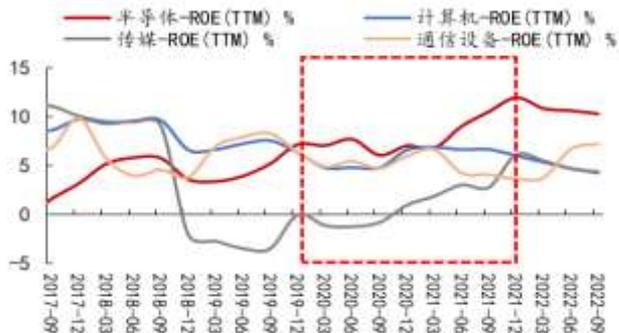
## 4.1.3 2020年2月~2021年12月：半导体一枝独秀 (V)

图74：半导体经营现金流改善更为显著



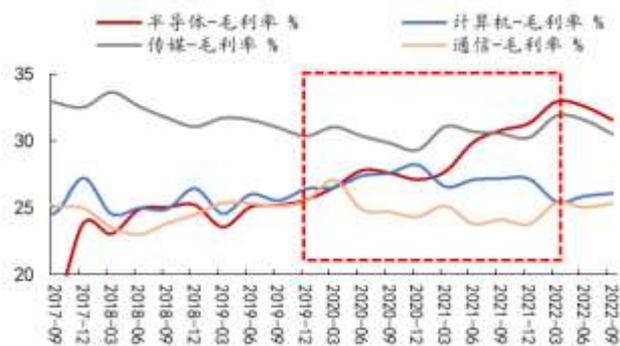
数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：半导体行业ROE中枢高于其他TMT行业



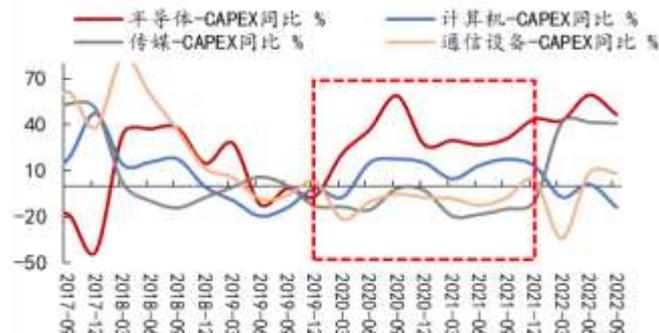
数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：半导体行业毛利率上行速度快于其他TMT行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图77：半导体行业CAPEX增速中枢高于其他TMT行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

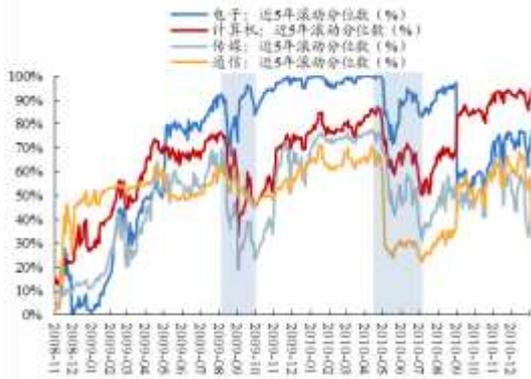
## 4.1.4 2008年底~2010年：本轮上涨行情中出现过两波短期调整（I）

本轮TMT上涨行情过程中出现过两波市场短期调整，包括2009年8月~9月、2010年4月下旬~6月。究其原因：

- 伴随宏观经济复苏、通胀抬头，宏观政策紧缩预期抬升，带动短期风险偏好回落，ERP上升；
- 估值均处于历史高位。以近5年滚动历史分位数来看，TMT板块估值已升至历史较高水平，尤其是电子在2009年8月初和2010年4月下旬分别升至92%和100%的分位数水平；同时，计算机和电子短期存在交易过热现象。

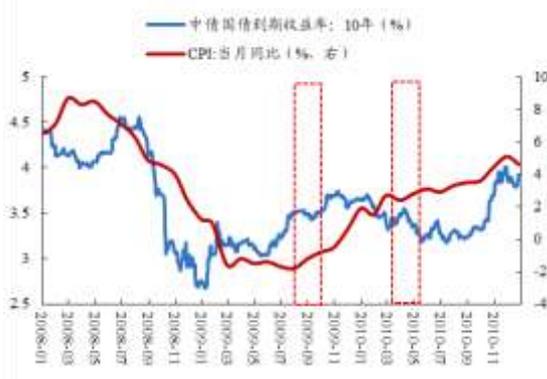
估值约束背景下，贴现率抬升及风险偏好回落共同导致TMT板块估值收缩。

图79：调整期间TMT估值均升至历史高位



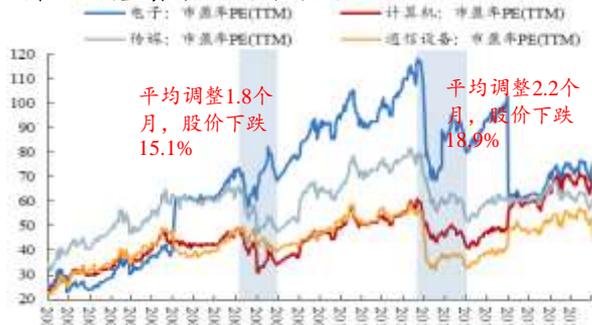
数据来源：Wind、开源证券研究所

图80：经济复苏及政策收紧下，贴现率升至相对高位



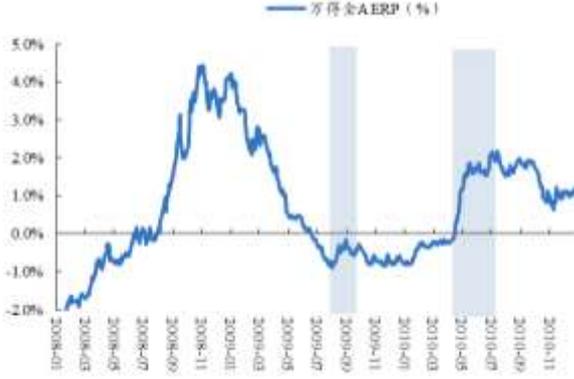
数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：调整期间TMT估值收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图81：市场风险偏好阶段性回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.4 2008年底~2010年：短期过热+上涨动能回落致调整 (II)

2009年8月-9月：TMT出现调整，其中尤以电子、计算机跌幅较大：4周左右的短期持续过热引发行情出现阶段性调整。具体来看：

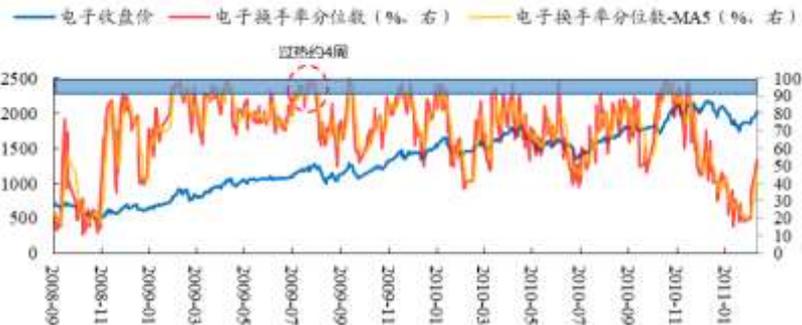
- 计算机：2009年7月9日起，计算机行业短期过热约20个交易日，引发计算机自2009年8月6日起开始调整，调整周期约1个月，跌幅19.4%。
- 电子：2009年7月10日起，电子行业短期过热约20个交易日，引发电子行业自2009年8月6日起开始调整，调整周期约1个月，跌幅18.6%。

图82：2009年8月起的调整周期持续约4周

	2009/08/06-2009/09/01		
	调整期涨跌幅 (%)	调整持续交易天数	过热期间交易天数
电子	-18.63	19	21
计算机	-19.42	19	20
TMT	-17.78		

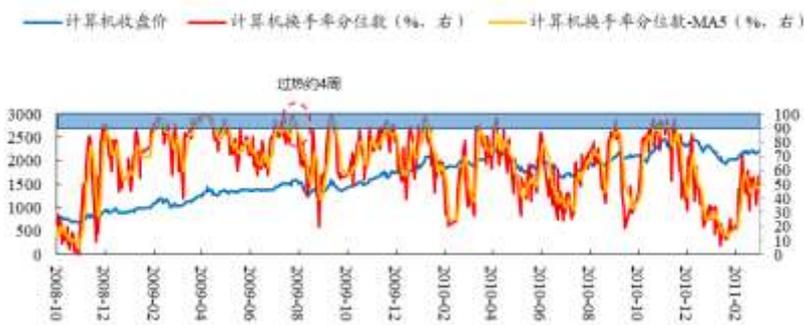
数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：2009年7月，电子短期持续过热导致行情调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图84：2009年7月，计算机短期持续过热导致行情调整

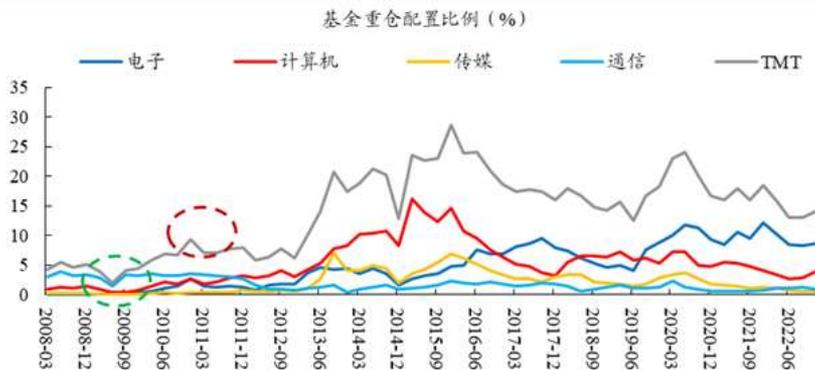


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.4 2008年底~2010年：资金配置拐点伴随主升浪行情拐点（III）

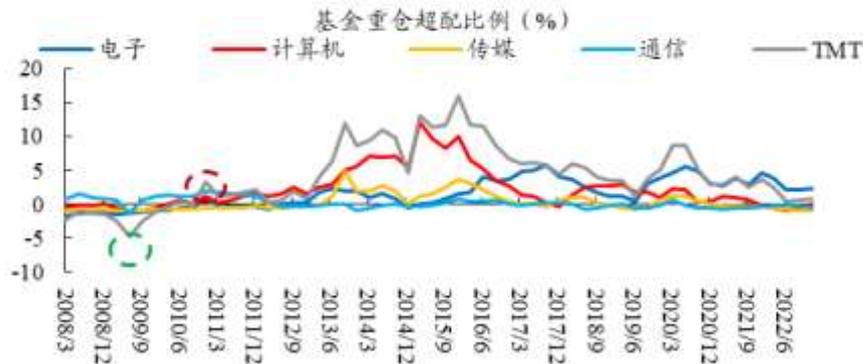
- 本轮TMT上涨行情的主要上涨阶段的主要上涨拐点同步于机构配置拐点：2009Q2,基金配置低点；2010Q4,基金配置高点——对应该阶段主要上涨行情对TMT的资金持仓结构高点同步于TMT行情拐点。自2009Q3开始，TMT板块占基金重仓持股比重开始持续走高，从2009Q2的2%上升至2010Q4的9.4%，随着配置比例达到高点，行情达到高点。由此，基金对TMT板块也由欠配升至超配：2009Q2的TMT超配比例为-4.8%的历史低点，2010Q4达到3.2%。

图85：2009-2010年行情主要上升阶段拐点对应基金配置拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图86：2009-2010年行情主要上升阶段拐点对应基金偏好拐点

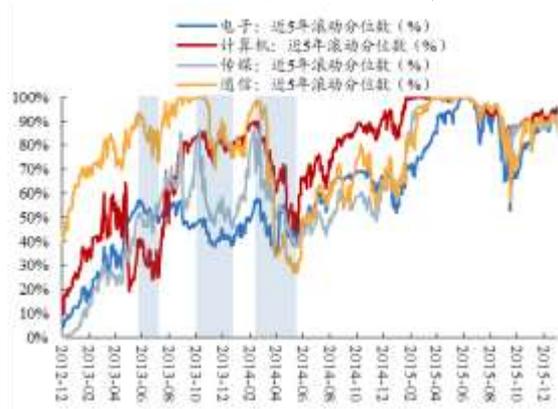


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.4 2015年底~2015年中：本轮上涨行情过程中出现过三波短期调整 (I)

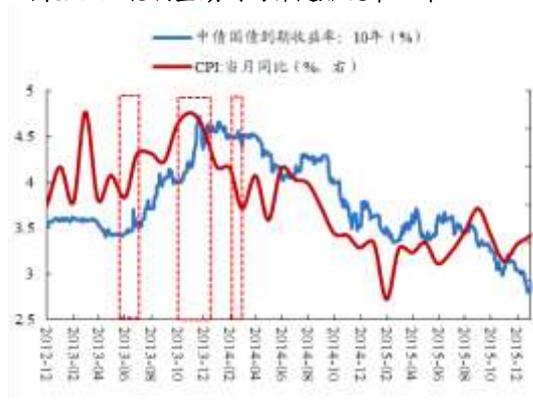
- **第一波调整 (2013年5月下旬~6月下旬)**：本轮TMT调整时间约1.1个月，平均调整幅度10.9%。主因2013年政府加强非标资产整治的背景下，银行间流动性收紧，利率上升，风险偏好回落。尽管TMT板块亦表现为下跌行情，但仍具备超额收益。
- **第二波调整 (2013年10月中旬~12月下旬)**：本轮TMT调整时间约2.5个月，平均调整幅度17.6%。主因：(1) 传媒、计算机估值已经升至历史较贵水平，伴随贴现率快速上升短期出现调整；(2) 交易过热进入极值。自2013年8月底传媒行业换手率分位数升至90%以上（持续时间1.5个月），交易进入过热区间。期间，基金持仓比重亦出现回落。
- **第三波调整 (2014年2月中旬~5月中旬)**：本轮TMT调整时间约3.3个月，平均调整幅度17.9%。主因人民币汇率超预期贬值及货币政策仍偏紧，市场风险偏好回落，贴现率短期冲高；而TMT板块估值升至历史较高水平，贴现率上升及风险偏好回落拖累市场表现。

图88：调整期间估值均升至历史较高水平



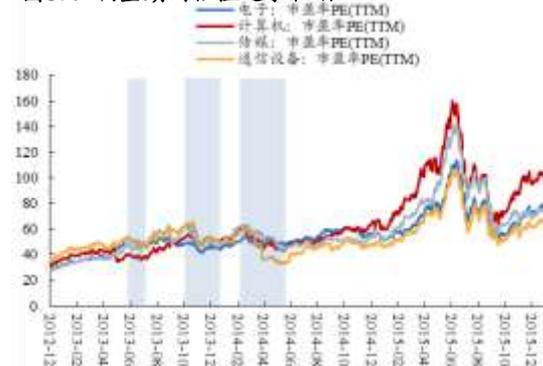
数据来源：Wind、开源证券研究所

图89：几轮调整期间均伴随贴现率上升



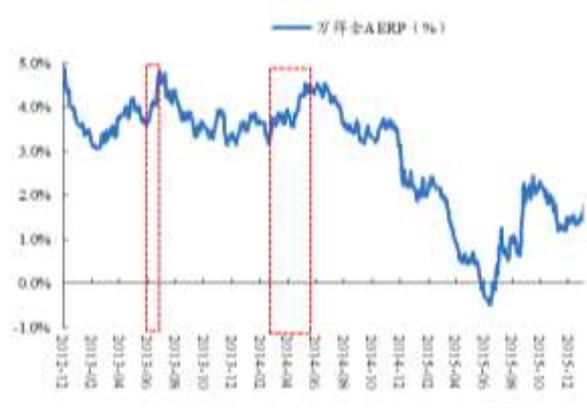
数据来源：Wind、开源证券研究所

图87：调整期间估值趋于收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：几轮调整期间风险偏好回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.4 2012年底~2015年中：过热+机构资金减配致调整（II）

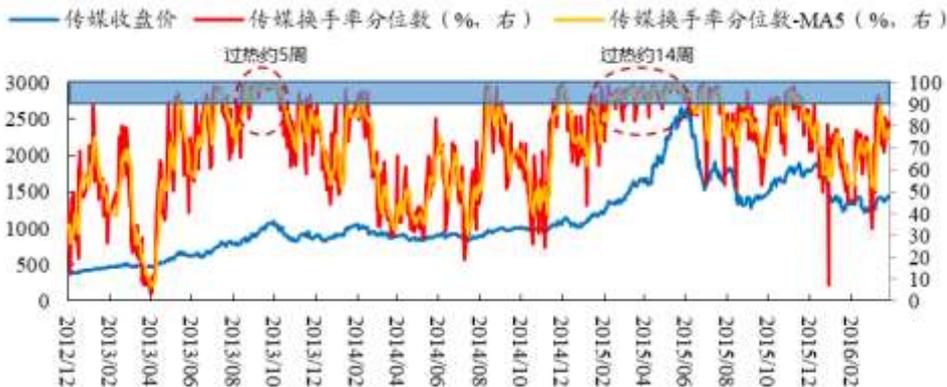
本轮TMT行情的第二波调整（2013年10-12月）中传媒跌幅较大，主因5周左右的短期持续过热引发行情阶段性调整。

- 传媒：2013年8月27日起，传媒行业短期过热约25个交易日，引发传媒自2013年10月10日起开始调整，调整周期约1个月，跌幅25.4%。

另一方面，机构基金配置比例下降：TMT板块占基金重仓持股比例在2013Q3达到阶段高点20.8%，2013Q4降至17.4%，其中主要降幅即来自于传媒（7%→4.1%），对传媒的超配比例也从4.9%降至2%。

短期持续+机构资金阶段性减配，市场迎来约5周调整行情。

图92：2013年传媒短期过热后调整



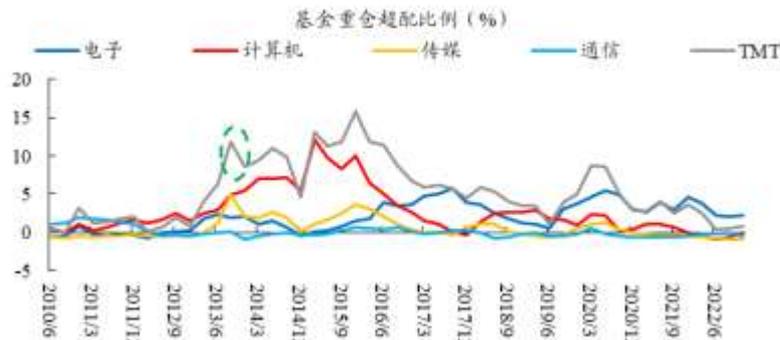
数据来源：Wind、开源证券研究所

图91：2013年10月起的传媒调整周期持续约4.5周

	2013/10/10-2013/11/11		
	调整期涨跌幅 (%)	调整持续交易日数	过热期间交易日数
传媒	-25.39	23	25
TMT	-14.61		

数据来源：Wind、开源证券研究所

图93：2013Q4年基金对TMT配置偏好阶段回落，主因传媒超配比例下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

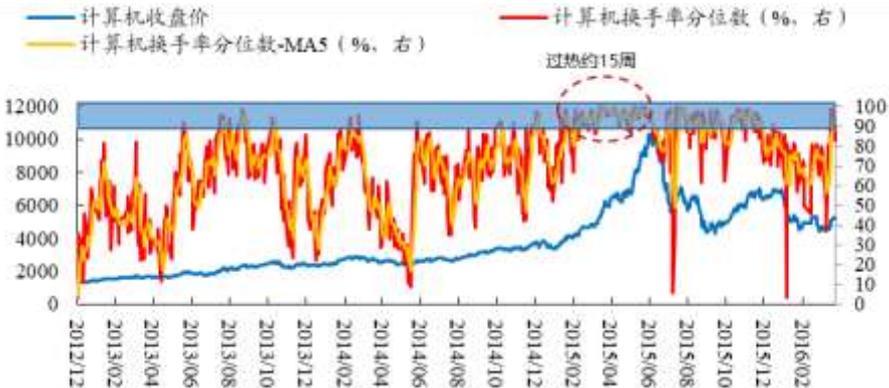
## 4.1.4 2015年底~2015年中：长期过热+资金配置回落造行情拐点（III）

15周左右的较长期持续过热引发行情主升浪出现拐点。

- 2015年2-6月：传媒、计算机、通信、电子等行业长期过热约14-16周，引发TMT板块2015年6月见顶；

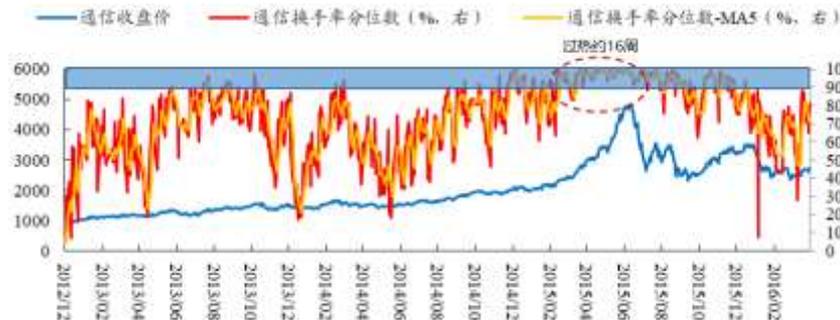
另一方面，机构基金配置比例下降：TMT板块占基金重仓持股比重在2015Q1达到阶段高点23.6%，2015Q2回落至22.7%；由此，超配比例由13%降至11.3%。

图95：2015年，计算机长期过热后迎来行情拐点



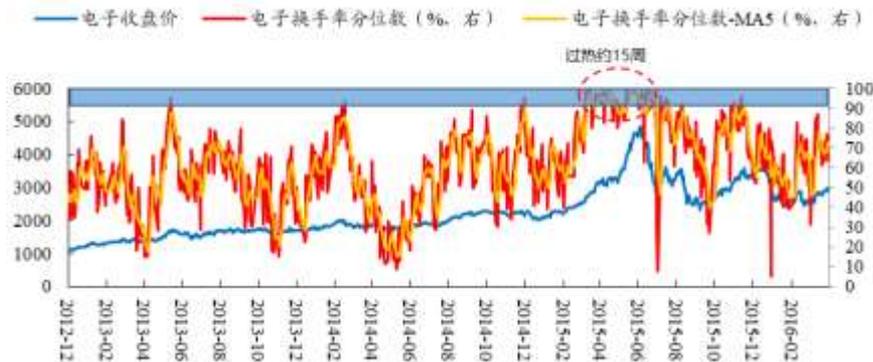
数据来源：Wind、开源证券研究所

图94：2015年，通信长期过热后迎来行情拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图96：2015年，电子长期过热后迎来行情拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

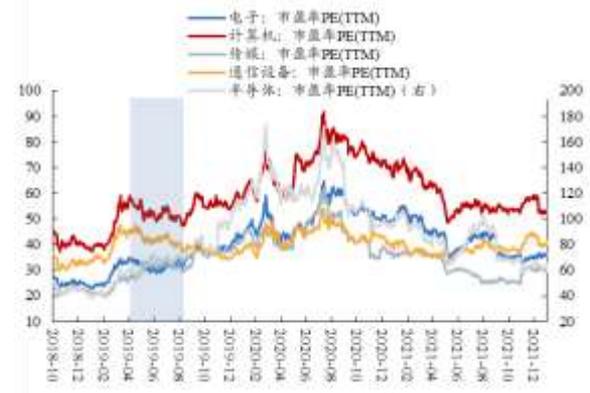
# 4.1.4 2019年初~2020年2月：本轮上涨行情过程中出现过一次短期调整 (I)

本轮上涨行情过程中出现过一次短期调整，即2019年4月初~8月初，本轮调整持续时间约4.2个月，平均调整幅度19%。

- 伴随宏观经济好转，政策紧缩预期抬升。4月中旬央行2019Q1货币政策例会提出要“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，货币政策出现边际变化的信号。
- 中美贸易摩擦加剧。2019年5月中美贸易摩擦有所加剧，带动短期风险偏好回落。
- TMT板块基本面支持力度较弱。从归母净利润增速来看，2019年上半年电子仍为负增长；计算机和通信在2019Q1增速回升之后拐头回落，其中，计算机2019Q2~Q3连续两个季度呈现放缓；2019年前三个季度传媒一直为负增长。
- 交易过热进入极值。期间，TMT板块基金持仓比重亦出现明显回落。

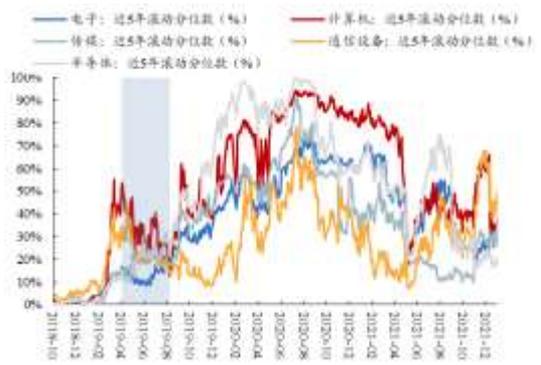
尽管2019年4月初TMT估值较为合理，但在宏观政策预期收紧、外部风险事件发生、TMT本身交易出现过热且基本面支撑力度较弱的背景下，TMT板块估值收缩，基金持仓比重回落，拖累其股价表现。

图97：2019年4月初调整期间估值较为合理



数据来源：Wind、开源证券研究所

图98：2019年4月初调整期间估值历史分位数较为合理



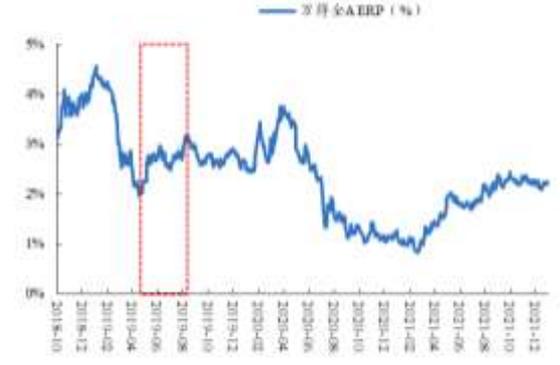
数据来源：Wind、开源证券研究所

图99：2019年上半年TMT板块业绩表现较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图100：2019年4月初~8月初市场风险偏好回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 4.1.4 2019年初~2020年2月：短期过热+交易热度回落致调整 (II)

2019年4月-8月：4周左右的短期持续过热引发行情出现阶段性调整。

- 2019年2-3月：计算机、传媒、电子、通信等行业均短期过热约4-9周，引发TMT2019年4月开始调整，调整周期约2-4个月。

图101：2019年4月起的调整周期持续约2-4月

	2019年4月-2019年6(或8)月		
	调整期涨跌幅(%)	调整持续交易日期数	过热期间交易日期数
电子	-21.12	42	22
通信	-22.37	72	33
计算机	-22.49	42	29
传媒	-27.73	85	29
TMT	-20.89		

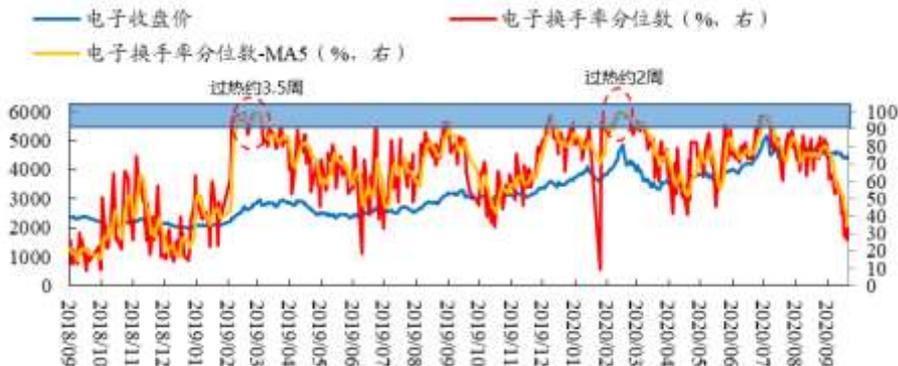
数据来源：Wind、开源证券研究所

图102：2019-2020年，计算机短期过热后调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图103：2019-2020年，电子短期过热后调整

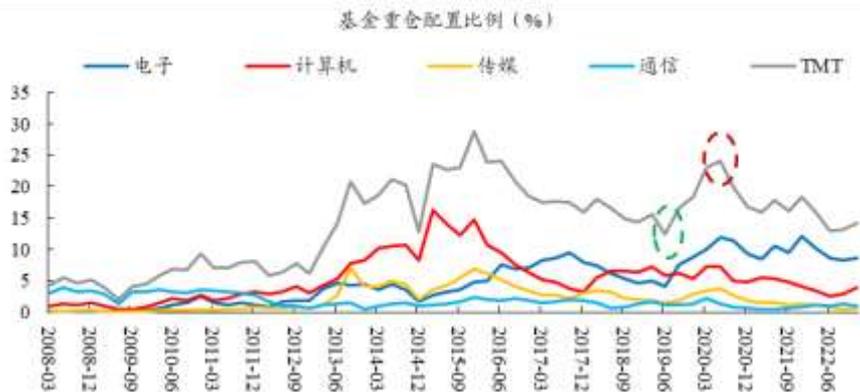


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.4 2019年初~2020年2月：资产配置拐点伴随主升浪行情拐点（III）

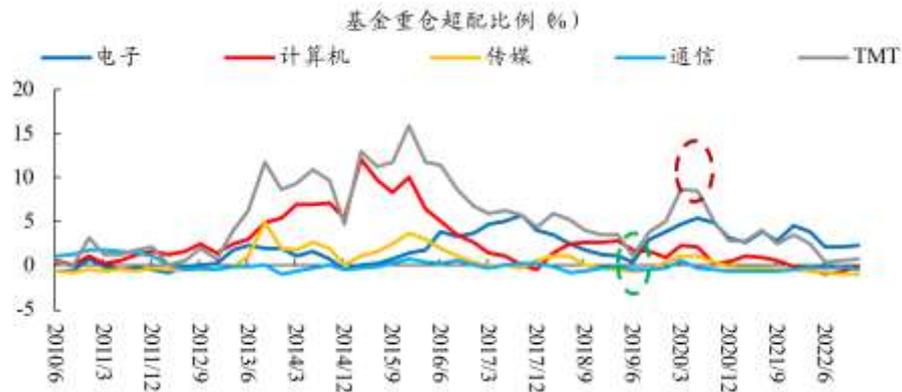
- 该轮行情主要上涨阶段伴随着机构资金配置的开启，而行情高位的拐点则同步于机构资金配置的高点：TMT板块占基金重仓持股比重在2019Q2降至低点12.49%，自2019Q3开始持续走高至2020Q2的24.14%，其中电子涨幅较大，从2019Q2的4.1%升至2020Q2的11.9%。由此，基金对TMT板块偏好也大幅增加：2019Q2的TMT超配比例仅为1.1%的低点，2020Q1/2均达到8.6%。而本轮行情的第二波上涨同样自2019Q3开启，2020Q1-Q2两次达到高点。

图104：2019-2020上涨阶段的第二波行情拐点对应基金配置拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图105：2019-2020上涨阶段的第二波行情拐点对应基金偏好拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.5 总结

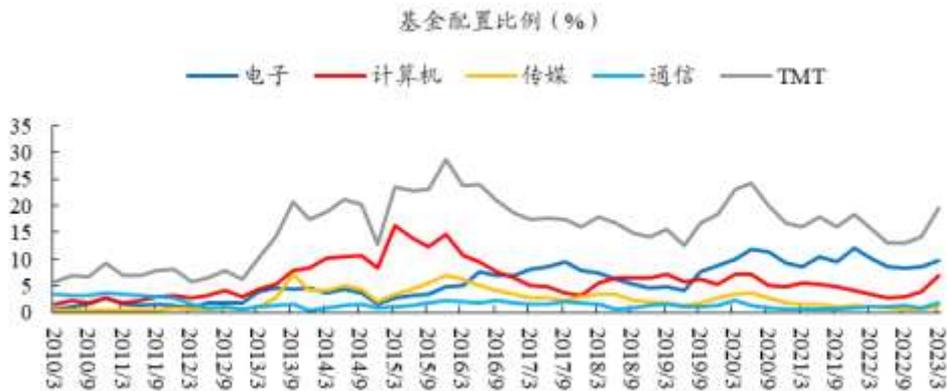
基于前文历史复盘，我们可以得到以下启示：

- (1) 经济“弱现实”、流动性趋于宽松叠加估值处于低位的背景下，基于我们的风格投资时钟框架，成长风格最为占优。
- (2) 产业周期所引导的TMT行情，拉长周期（中、后段）必然是基本面明显改善的支撑。
- (3) TMT表现分化的本质，亦是盈利增长分化。同时，我们从微观层面亦得出：一方面，在TMT板块跑赢的三个阶段中，其基本面的多项财务指标均表现出趋势性改善，当中具备超额收益的细分行业，亦表现出较强的“盈利增速差”；另一方面，从2010年至今的整个历史维度来看，在TMT板块跑赢的前两个阶段，TMT板块经历了硬件-软件-应用的走势变迁，即板块先后经历了电子表现占优、计算机和传媒表现占优的行业轮换，相对应各行业的基本面也表现出相似的行业轮换。
- (4) 机构资金上调TMT持仓比例往往会滞后于该板块微观财报盈利改善约1个季度。
- (5) 阶段性调整原因包括：一是宏观层面的因素，如政策收紧、流动性收紧或外部风险等所带来的风险偏好回落，估值收缩；二是交易过热（持续1.5个月以上）；三是估值高企，存在均值回归。

## 4.1.6 TMT主升浪或待基金继续增持，传媒或是下一步增持重点

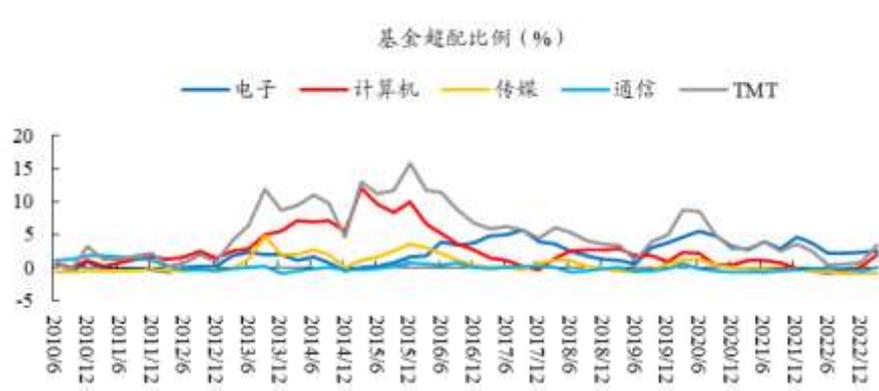
- 截至4月24日，基金2023Q1季报基本披露完毕，2023Q1基金重仓对TMT的配置比例升至19.5%，类似于第二轮行情，基金在第一阶段即开始跟随行情大幅增配TMT。但相较于历史上高点28.7%而言，当前机构对TMT增持空间犹存；而从基金配置偏好角度而言，TMT行业超配比例从0.8%上升至3.3%，相较于历史高点15.9%则更低。TMT行情主升浪或将伴随机构资金继续增持而形成。
- 分行业而言，2023Q1基金主要增持的是计算机行业，持仓比例从3.9%上升至7.1%，传媒、通信、电子增持比例均在1%以内；而从基金偏好而言，当前传媒、通信仍处于欠配状态（超配比例为负），只有计算机从欠配转为超配（-0.1%→1.9%），电子从2.28%小幅升至2.34%。虽然2023Q1电子在TMT中涨幅相对较小，但其增配空间相较于历史高点其实不大，或许下一轮当基金进一步增持TMT板块的重点仍是目前欠配的传媒和通信。

图106：2023Q1基金增配TMT板块，主要增持计算机，电子距离历史高点空间不大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图107：2023Q1基金对传媒和通信仍欠配

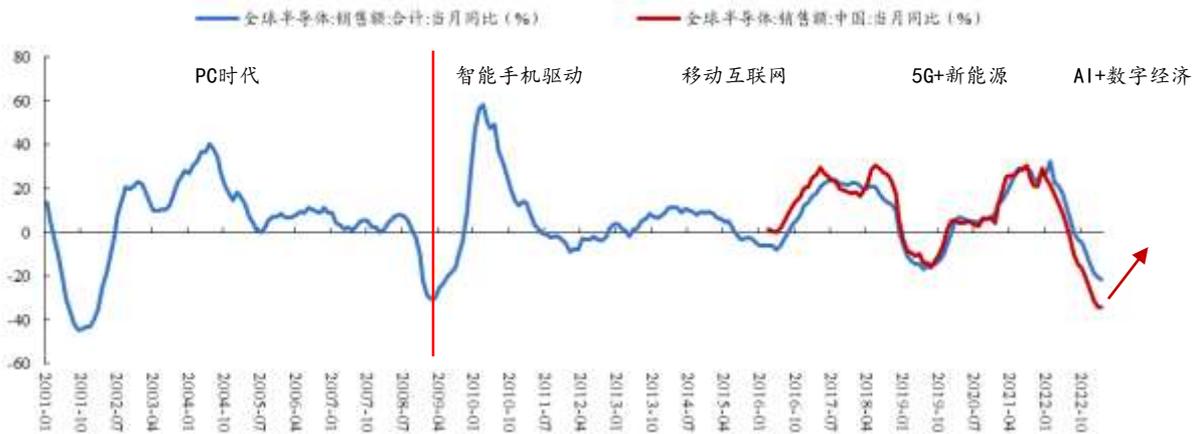


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1.7 TMT: 受益于新一轮产业周期, 关注业绩有望兑现的细分行业 (I)

历史复盘来看, 每一轮科技产业周期有望带动全球半导体产业的增量投资与消费需求。本轮以AIGC为代表的新一轮产业周期, 其上游主要包括数据平台、算力(提供底层支持, 包括AI芯片、服务器等), 中游为算法层, 下游为应用层(包括文本、图像、视频、游戏等)。对应至A股行业, 则主要分布在TMT产业。本轮AI产业浪潮下, 我们看好全年TMT的行情, 仍具备投资机会: 一方面, 伴随经济复苏、需求回暖, 有望带动行业本身周期性回升; 另一方面, 新一轮科技产业周期开启, 催生了硬件端、软件端以及应用端的相关需求。但同时考虑到伴随市场交易热度上升, 尤以传媒为代表的TMT板块交易热度持续处于高位。根据历史复盘经验, 伴随2023年一季报披露完毕, 后续TMT板块或表现分化, 建议挖掘业绩有望持续落地的细分行业, 重点看好有业绩、估值合理、机构逐步加仓的方向。

图108: 历史复盘来看, 科技产业周期有望带动全球半导体产业周期增量投资与消费需求



数据来源: Wind、开源证券研究所

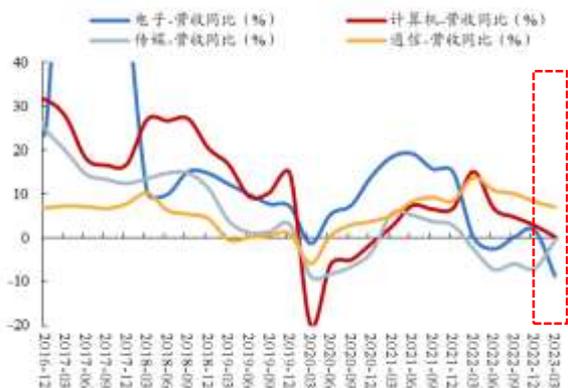
## 4.1.7 TMT：传媒一季报业绩改善明显（II）

2023Q1TMT板块中传媒、计算机业绩改善较为明显。尽管从TMT板块整体来看景气表现较弱，2023Q1归母净利润同比-17.2%（2022年为-15.3%），其中主要受到电子盈利增速大幅下滑的拖累，而**传媒、计算机受益于疫情恢复、低基数效应迎来业绩改善**。具体来看：

- **传媒各项财务指标均改善**，2023Q1营收与归母净利润均改善，2023Q1归母净利润同比18.25%，环比2022年+85.78pct；ROE为2.41%，环比2022年+0.26pct，主要来自于归母净利率的支撑；二级行业来看，影视院线、广告营销、数字媒体表现较优；
- **计算机**：营收增速有所放缓，2023Q1归母净利润同比82.28%，环比2022年+127pct；ROE为3.45%，环比2022年+0.15pct，亦主要来自归母净利率的支撑；二级行业来看，IT服务表现较优；
- 电子在半导体产业周期下行的拖累下表现为盈利下滑，进而对整个TMT板块形成拖累；通信尽管盈利仍为正增长，但增速放缓。

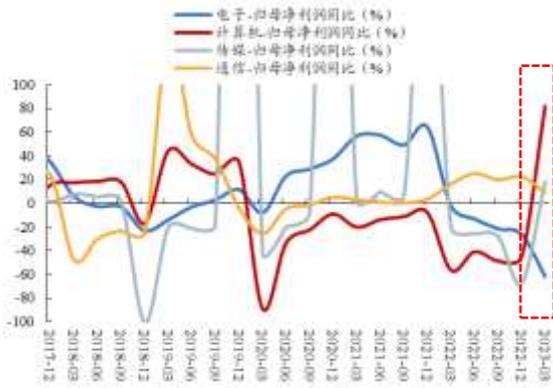
**预计经济弱复苏环境下，AI+产业周期引领的需求回升有望带动新一轮TMT景气周期且继续表现占优**，例如，传媒受益于应用端需求回升，降本增效下业绩或有望持续释放；以半导体为代表的电子行业有望受益于AI硬件需求上升，加速库存去化，行业迎来困境反转的概率加大。

图109：2023Q1仅传媒营收增速出现改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图110：传媒和计算机归母净利润增速改善显著



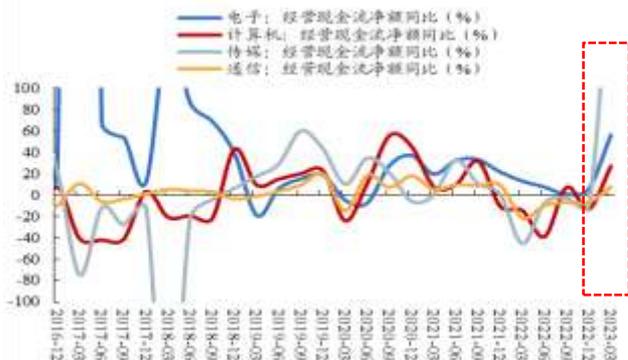
数据来源：Wind、开源证券研究所

图111：2023Q1仅传媒和计算机ROE出现改善



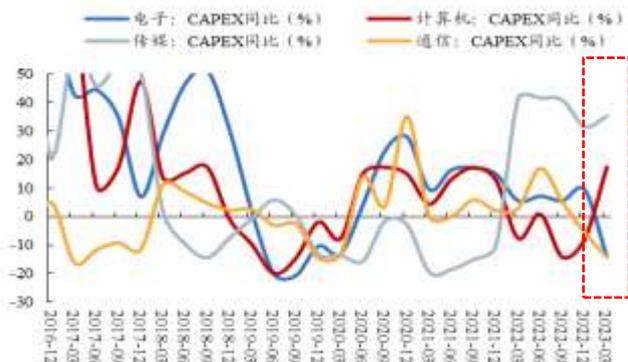
数据来源：Wind、开源证券研究所

图112：传媒行业经营现金流增速大幅改善



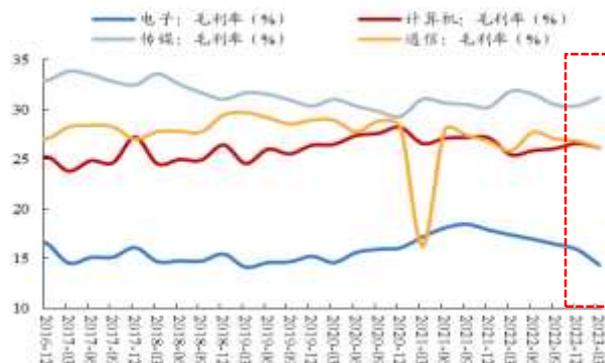
数据来源：Wind、开源证券研究所

图114：传媒CAPEX增速趋于回升且高于其他行业，资本开支加速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图113：传媒行业毛利率趋于回升且高于其他行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图115：TMT整体处于去库，半导体库存增速回落



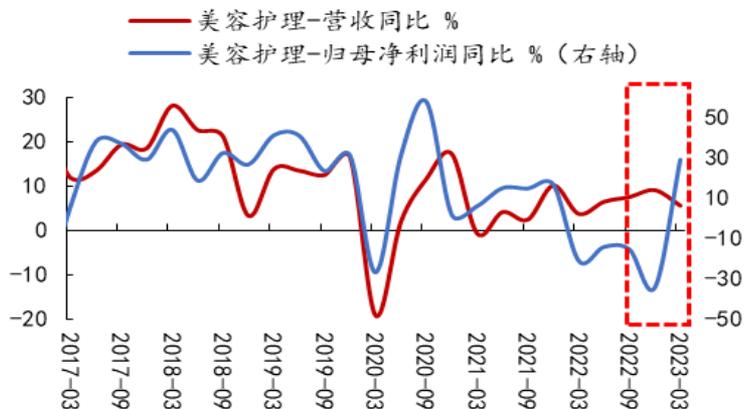
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2.1 美容护理：利润改善，盈利能力强劲，有望具备较高修复弹性（I）

2023Q1美容护理盈利能力改善，预计2023年有望具备较高修复弹性。从2023Q1财务表现来看，营收增速和经营现金流增速虽有所下滑，但归母净利润增速已由负转正，大幅回升；毛利率近年来趋势上行且维持高位，ROE也开始有回升迹象，行业盈利能力持续增强；前期经营现金流的持续改善驱动CAPEX增速趋势上行，有息负债率略领先于CAPEX增速上升，资本开支趋于扩张。

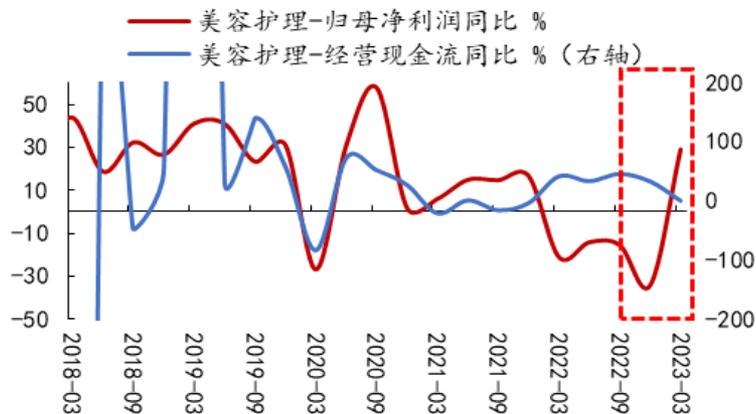
供给端来看，2020-2022年受疫情拖累医美行业资本开支回落，供给端持续出清；需求端来看，疫情恢复下居民出行需求增加，叠加下半年伴随宏观经济由弱走强，居民消费能力提升有望增加医美需求，预计行业整体有望具备更高盈利弹性。

图116：美容护理营收增速有所下滑但归母净利润增速大幅回升



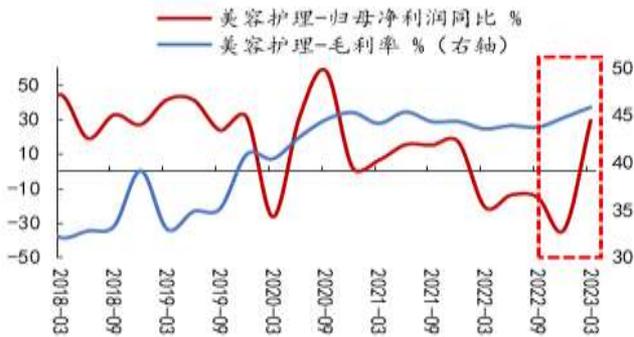
数据来源：Wind、开源证券研究所

图117：美容护理行业经营现金流增速有所回落



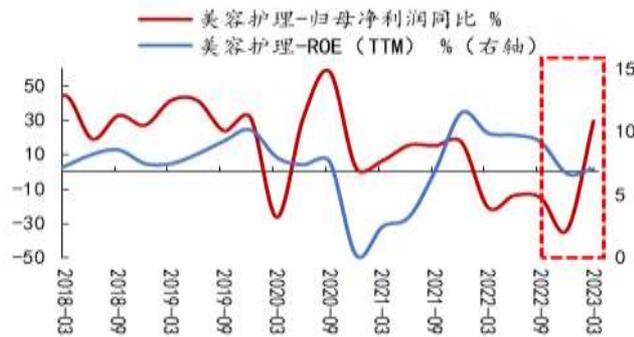
数据来源：Wind、开源证券研究所

图118：美容护理行业毛利率近年来趋势上行且维持高位



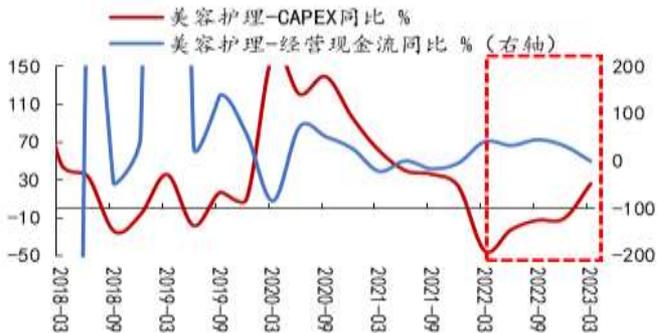
数据来源：Wind、开源证券研究所

图119：美容护理行业ROE (TTM) 有所回升，盈利能力上升



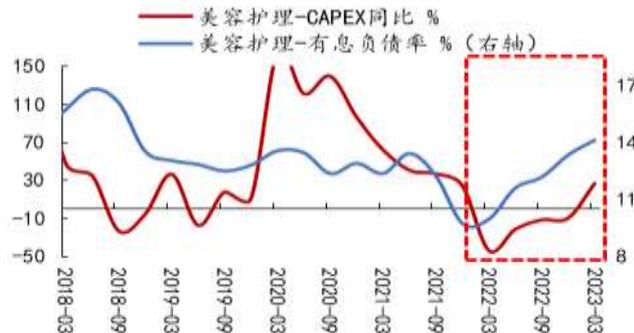
数据来源：Wind、开源证券研究所

图120：美容护理前期经营现金流的改善驱动CAPEX增速趋势上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图121：美容护理行业有息负债率略领先于CAPEX增速上升

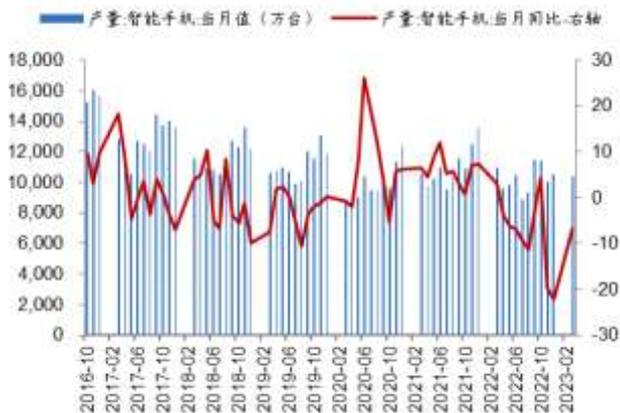


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2.2 消费电子：2023Q1智能手机市场仍表现低迷，预计下半年有望反弹（I）

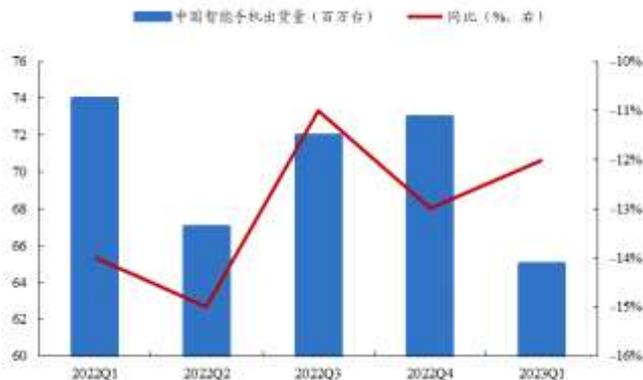
伴随经济复苏、需求回暖，预计下半年智能手机销量有望触底回升。2023年3月中国智能手机产量当月同比-6.7%，相比上月降幅收窄；同时，根据IDC数据，2023Q1中国智能手机出货量同比-11.8%，环比2022Q4降幅略微有所放缓，延续2022年以来的低迷。伴随国内宏观经济逐步复苏，居民薪资和就业回暖，预计下半年智能手机销量相比上半年有望反弹，带动国内智能手机市场修复。根据IDC预测，预计2023年和2024年中国智能手机出货量同比分别为-1.1%、5.9%。

图122：2023年智能手机产量当月同比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图123：2023Q1中国智能手机销量降幅略微有所放缓

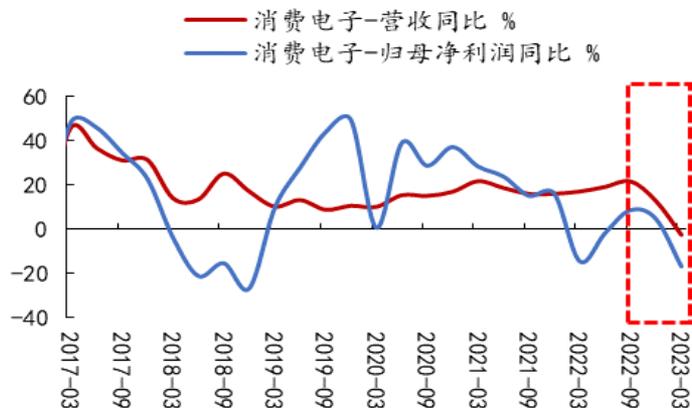


数据来源：IDC、开源证券研究所

## 4.2.2 消费电子：基本面仍处底部区域，需静待业绩回暖（II）

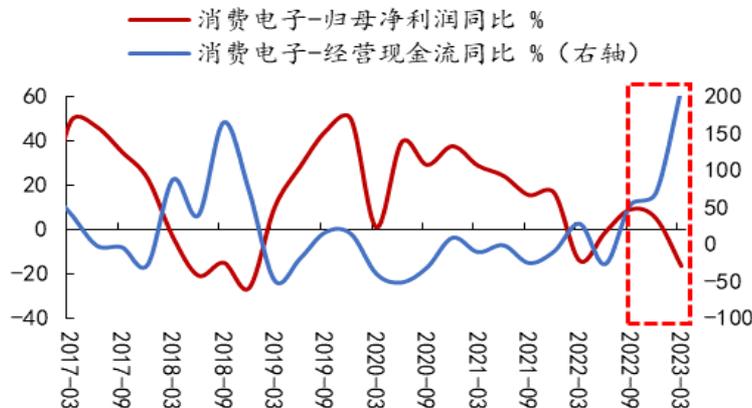
- 消费电子行业基本面仍处底部区域，需静待业绩回暖。从财务视角出发来看，营收增速、归母净利润增速、毛利率、ROE仍趋于下行，盈利能力下降，基本面仍处于底部区域，资本开支也仍趋于收缩；但经营现金流增速已出现大幅反弹，鉴于经营现金流增速对于利润增速有一定领先性，后续行业盈利或将趋于改善。

图124：消费电子营收和归母净利润增速仍处于下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

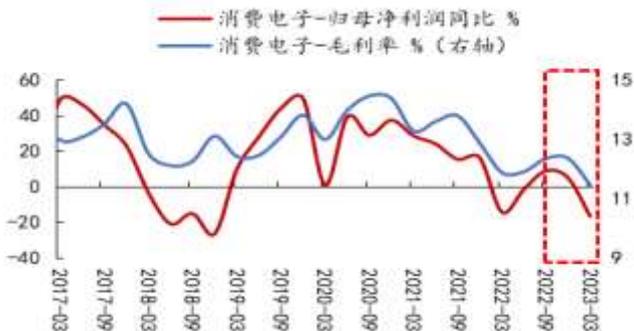
图125：消费电子经营现金流增速领先于利润增速大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

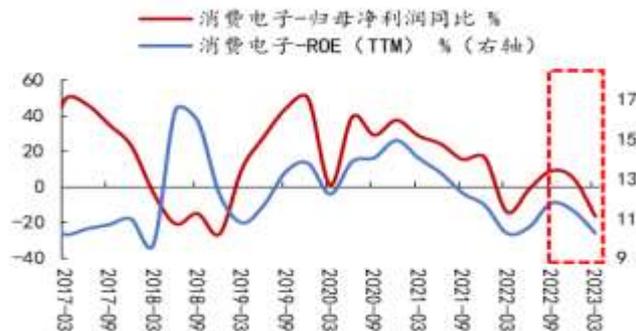
## 4.2.2 消费电子：基本面仍处底部区域，需静待业绩回暖（III）

图126：消费电子行业毛利率仍趋于下行，位于底部



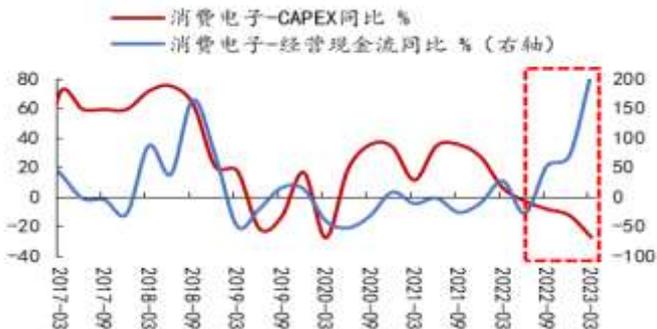
数据来源：Wind、开源证券研究所

图127：消费电子行业ROE (TTM) 回落，盈利能力有所下降



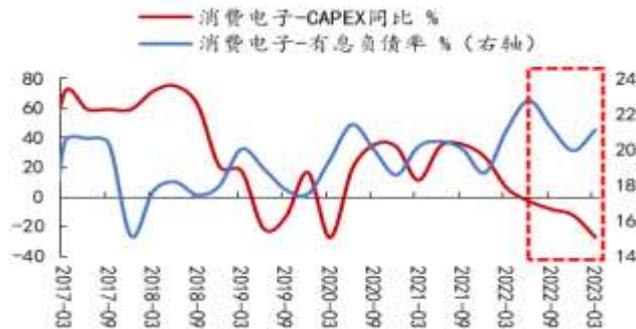
数据来源：Wind、开源证券研究所

图128：消费电子行业资本开支仍趋于收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图129：消费电子行业有息负债率有所上升



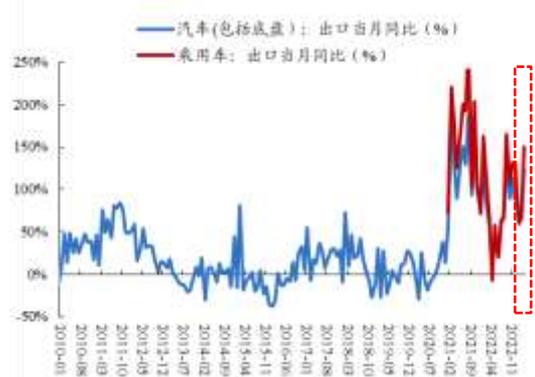
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2.3 汽车：内外需拉动下，预计库存有望持续去化 (I)

内外需拉动下，预计汽车库存有望持续去化，行业或迎来景气回升。主要基于：

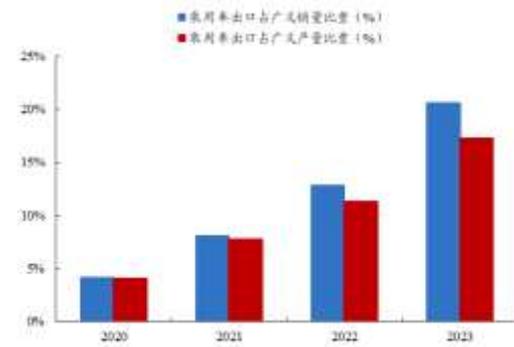
- 伴随国内经济逐步由弱走强，居民就业和薪资回暖，国内汽车消费需求有望回升；
- 汽车出口高速增长或将带动国内车企库存持续去化。2023年3月汽车（包括底盘）、乘用车出口当月同比分别为123.8%、150.5%，且2023年以来持续高增长。一方面，出口份额提升有望贡献增量。按照乘联会汽车销量口径测算，乘用车出口占我国乘用车产量、销量的比重逐年上升，2023年1~3月占比分别为17.3%、20.6%，环比2022年全年分别提升了6pct、7.7pct；另一方面，欧盟以及新兴经济体包括东盟、俄罗斯等为中国汽车出口主要目的地且出口同比呈现高增长。2023年3月我国汽车出口至欧盟、东盟、俄罗斯的累计同比分别为101.2%、74%、312%。

图131：2023年以来汽车出口高速增长



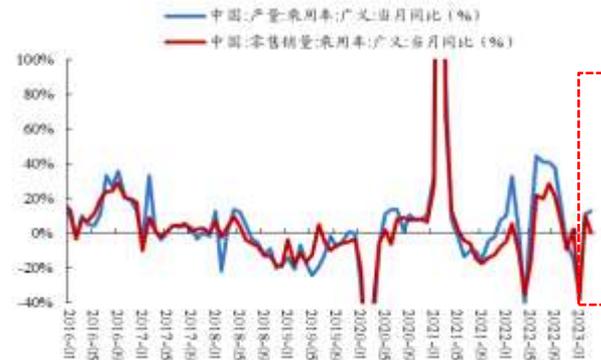
数据来源：Wind、开源证券研究所

图132：2023年1~3月乘用车出口占比提升



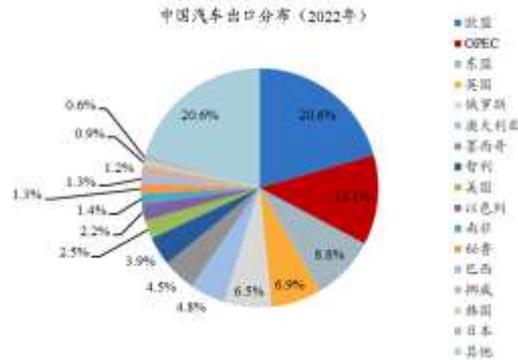
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年数据为1~3月累计数据。

图130：2023年以来汽车产销数据表现仍较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图133：2022年汽车主要出口至欧盟、OPEC等国家及地区

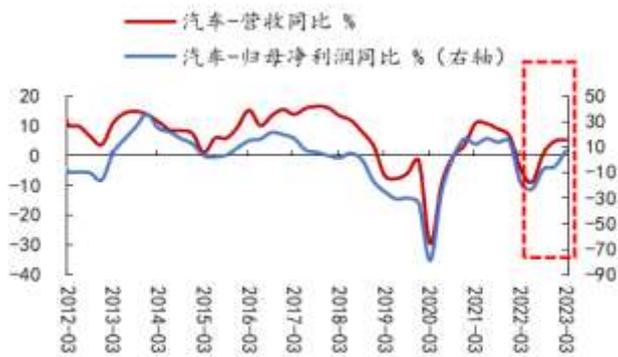


数据来源：海关总署、开源证券研究所

## 4.2.3 汽车：2023Q1基本面改善且库存去化，资本开支有望重回扩张（II）

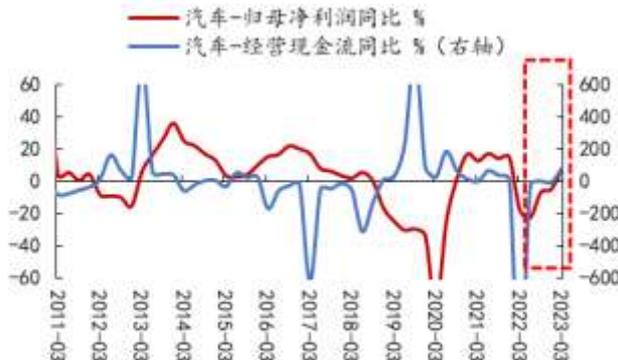
- 2023Q1汽车基本面改善且库存去化。从财务视角出发来看，营收、归母净利润、经营现金流、毛利率均大幅改善；需求改善带来营收上升的同时，存货同比增速回落，行业库存持续去化；ROE小幅回升，整体趋于平稳，盈利能力有韧性；CAPEX增速虽有回落迹象但仍维持高位，现金流的大幅改善或将驱动资本开支重回扩张趋势。

图134：汽车营收与归母净利润增速大幅回升



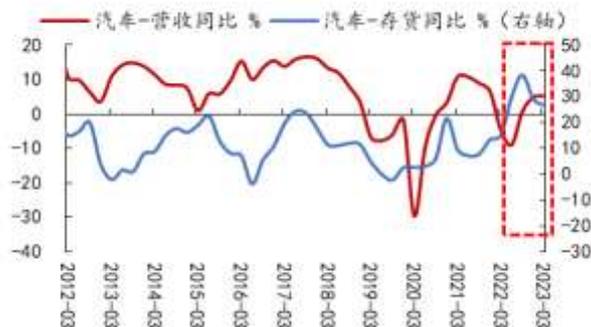
数据来源：Wind、开源证券研究所

图135：汽车行业经营现金流显著改善



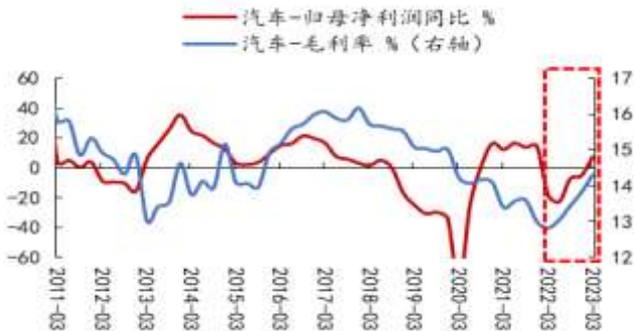
数据来源：Wind、开源证券研究所

图136：汽车存货同比增速回落，行业库存持续去化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图137：汽车行业归母净利润增速改善带动毛利率趋势上行



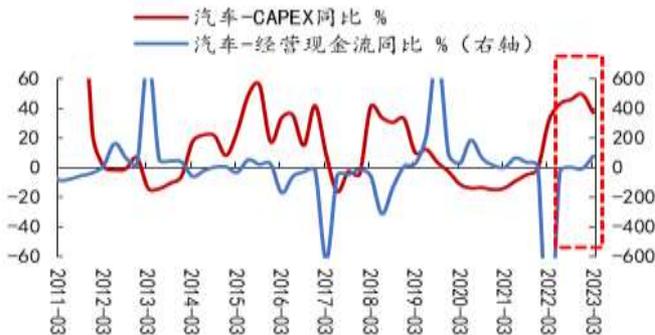
数据来源：Wind、开源证券研究所

图138：汽车行业ROE（TTM）小幅回升，整体维持平稳



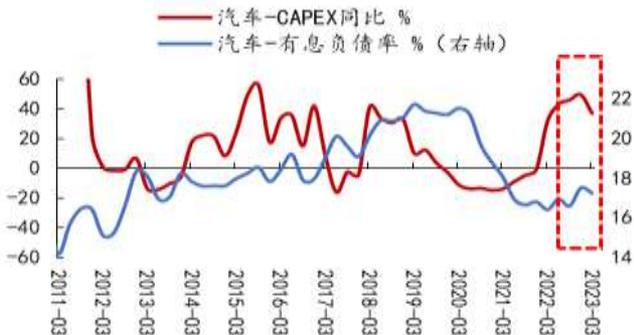
数据来源：Wind、开源证券研究所

图139：汽车CAPEX同比增速仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图140：有息负债率出现小幅回落

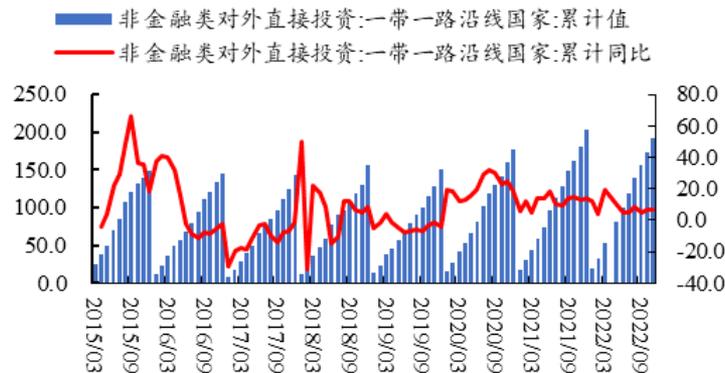


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.3.1 央国企提估值逻辑一：“一带一路”有望推动央国企估值提升

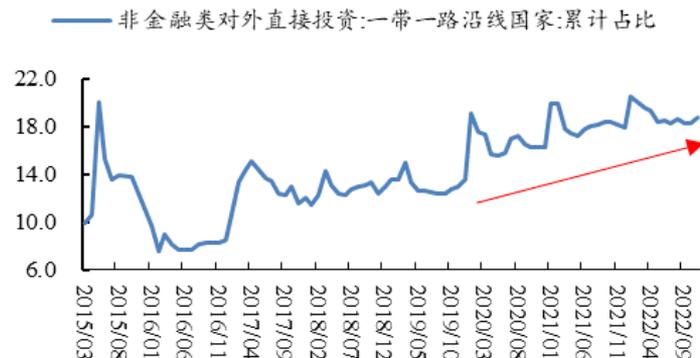
- 从“一带一路”投资规模来看：国内资本对“一带一路”沿线国家的直接投资规模总体呈现出扩张趋势。2015-2021年间复合增速达到了5.38%，占对外直接投资的比重由不足10%上涨至17.9%；
- 从“一带一路”投资行业分布来看：2013-2021年，中国对“一带一路”国家的投资涉及多个相关行业，但投资的重点仍是基础设施核心领域，尤其是能源和交通运输方面，因此“一带一路”惠及的企业主要集中在建筑、建材及基建等行业；在RCEP及“一带一路”推动下，央国企所处的建筑、建材及基建等行业的生命周期曲线或“被拉长”，强化了盈利增长提速对于行业整体beta的估值提振。

图141：对“一带一路”国家直接投资规模稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图142：对“一带一路”国家直接投资规模占比企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.3.2 央国企提估值逻辑二、三：纳入永续增长率 (g) + 提高分红率 (I)

央国企提估值核心是稳定的现金流产出及分配，围绕这一核心，甄选出具备永续增长率 (g) 及有能力提高分红率的“中字头”组合：

• (一) 具备永续增长率，筛选指标包括：

- (1) 净现金流持续稳定或增长：过去三年净现金流同比增速中位数 $>0$ 且增速波动率分位数 $\leq 30\%$ ，或过去三年净现金流同比增速趋势向上；
- (2) 经营现金流净额持续稳定或增长：过去三年经营现金流净额同比增速中位数 $>0$ 且增速波动率分位数 $\leq 30\%$ ，或过去三年经营现金流净额同比增速趋势向上；
- (3) 具有超额现金回报率：当期CFROI-WACC $>0$ 且过去三年CFROI-WACC趋势上行。

• (二) 具有稳定、较高股息支付率，筛选指标包括：

- (1) 净现金流持续稳定或增长：过去三年净现金流同比增速中位数 $>0$ 且增速波动率分位数 $\leq 30\%$ ，或过去三年净现金流同比增速趋势向上；
- (2) 具有超额现金回报率：当期CFROI-WACC $>0$ 且过去三年CFROI-WACC趋势上行。
- (3) 高股息支付率：股息支付率分位数 $\geq 70\%$ 。

## 4.3.2 央国企提估值逻辑二、三：纳入永续增长率(g)+提高分红率(II)

- 通过构建具备永续增长率和高分红率的央国企组合，并对其2019-2022年的表现进行回测，得出以下结论：（1）同时满足净现金流与经营现金流均稳定或趋势上行，且超额现金回报率为正（CFROI-WACC>0）的组合2019年至今回报率达到191.62%，超沪深300表现约160.12pct；（2）同时满足净现金流稳定或趋势上行、超额现金回报率为正（CFROI-WACC>0）且股息支出率较高的组合在2019年至今期间的回报率达到268.9%，超沪深300表现更高达237.4pct。

图143：现金流持续稳定、具有永续增长及提高分红潜力的央国企组合长期跑赢沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

- (1) 国内经济复苏不及预期；
- (2) 美国货币政策超预期；
- (3) 工业用电未见明显扭转；
- (4) 历史回溯数据对于当前的判断或存在偏差。

## 分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

## 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，具备证券投资咨询业务资格。

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：**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

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券