

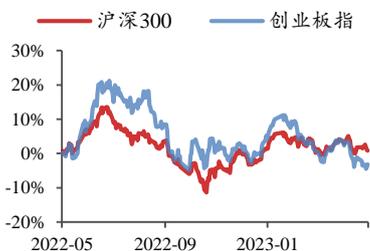
2023年05月12日

## 开源晨会 0512

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	2.435
纺织服装	1.818
电力设备	1.291
公用事业	1.239
环保	1.122

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-1.503
国防军工	-1.090
通信	-0.871
石油石化	-0.808
有色金属	-0.781

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【宏观经济】核心通胀黏性或支撑美联储短期不降息——美国4月CPI点评——宏观经济点评-20230511**

**【固定收益】政策主线延续稳增长、扩内需——2023年5月十大转债——固收专题-20230511**

**【固定收益】政策好于预期，债市不宜追高——固定收益 2023 年中期投资策略-20230511**

**【金融工程】沪深300与中证500成分股调整预测（2023年6月）——金融工程定期-20230511**

#### 行业公司

**【机械】自主可控、AI 赋能、一带一路——机械行业 2023 年度中期投资策略-20230511**

**【电力设备与新能源】业绩超预期源于单位盈利，可持续性关注产业链瓶颈与细分需求挖掘——行业点评报告-20230511**

**【电力设备与新能源】景气度有望延续，产业链利润开始出现分化——2023 年电动车中期策略报告-20230511**

**【化工】周期底部显现，静待业绩修复——新材料行业深度报告-20230511**

**【地产建筑】两部门印发意见规范房地产经纪服务点评：引导头部经纪机构健康良性发展，有望压缩经纪服务费用——行业点评报告-20230511**

**【非银金融】基本面景气度延续，关注中特估主线——非银金融行业 2023 年中期投资策略-20230510**

**【汽车】出口加速，汽车产业焕发二次成长——汽车行业 2023 年中期投资策略-20230510**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】核心通胀黏性或支撑美联储短期不降息——美国4月CPI点评——宏观经济点评-20230511

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：美国公布4月最新通胀数据。其中CPI同比上升4.9%，环比上升0.4%；核心CPI同比上升5.5%，环比上升0.4%，均符合市场预期。

美国通胀同比微跌，核心通胀黏性仍较足

1.通胀水平连续下行，但斜率放缓。美国4月CPI同比上升4.9%、环比上升0.4%，同比较3月回落，但环比较3月上升。核心CPI同比上涨5.5%，较3月下降，环比同3月份持平。总的来看，后续美国通胀水平仍将继续下行，在2022年往期的高基数背景下，短期内核心通胀高于整体通胀的态势或将延续。但需注意的是，由于劳动力市场尚有韧性，整体通胀下行的进程不确定性仍存，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储去通胀进程还未结束。

2.能源通胀下行幅度收窄，核心商品通胀环比再度上行。具体而言，4月能源项同比下降5.1%，同比增速跌幅收窄1.3个百分点；食品方面，4月份食品项同比上升7.7%，较3月份下降0.7个百分点，连续8个月下降；核心CPI方面，4月核心CPI同比上升5.5%，环比上升0.4%。同比增速较3月略有下降，环比增速较3月持平。总的来看，4月核心CPI同比与环比增速走势略有分化，可能与2022年同期基数提升有关。核心商品和核心服务通胀环比增速的再度分化，或主因4月份二手车环比较3月份有所较多提速，带动整体核心商品通胀有所上行。

3.住房项或将带动核心通胀下行，但下行斜率仍存隐忧。4月的通胀数据显示美国通胀水平同比增速再次下降，且符合市场预期，说明当前通胀下行的趋势并未扭转。但从环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对较强。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，4月份同比、环比增速分别较3月份下降0.7、0.29个百分点至5.11%、0.11%。往后看，我们认为在住房通胀下行的带动下，整体核心通胀将会持续下行，后续的关注或将聚焦于核心通胀的下降斜率，考虑到当前劳动力市场依旧偏强，放缓速度较慢，后续核心通胀的下行斜率隐忧尚存。

核心通胀黏性可能支持美联储短期不降息

美国就业市场的韧性下滑，或将为核心通胀提供一定支撑，考虑到后续能源价格的可能波动，美联储去通胀进程或将较慢，短期内降息的可能性较低。4月美国新增非农就业数据显示当前美国就业市场韧性较强。但职位空缺数与职位空缺率反映美国就业市场的紧张态势边际缓解。从4月份的通胀数据来看，当前就业市场对核心通胀的支撑较为明显，若就业市场仍保持较慢回落，核心通胀下行的斜率会较慢，下半年高基数消失后，整体通胀水平面临反弹压力。

从美联储5月FOMC会议的表态来看，本轮加息或已结束。4月通胀水平继续下行，或也将支持6月份停止加息。但降息或不会如市场预期般很快到来，一方面核心通胀黏性仍较强，降息很有可能会使美联储之前紧缩政策效果大打折扣；另一方面银行业危机尚未对实体经济造成较大规模的负面影响。我们认为，最快在2023年底，随着银行业压力逐渐增强，美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

#### 【固定收益】政策主线延续稳增长、扩内需——2023年5月十大转债——固收专题-20230511

陈曦（分析师）证书编号：S07905221100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：经济延续复苏态势，大盘价值转债占优

国内经济延续复苏态势，一季度 GDP 同比增长 4.5%，超出市场预期；美联储 5 月加息 25bp 符合市场预期，加息周期或接近尾声；股市 4 月份整体下调，月末反弹，大盘指数表现较好；转债市场小幅上涨，大盘价值转债占优。

市场展望：政策主线延续稳增长、扩内需

政治局会议强调“内生动力不强、需求不足”，“扩大内需”，“持续性”，表明政策主线仍是稳增长，扩大内需，有利于经济进一步复苏和市场预期向好。

2023 年以来经济延续复苏态势，4 月下旬转债和正股市场经历了一轮调整，主因是市场担忧当经济好转，政策会出现转向，而此次会议有助于打消市场疑虑。

会议强调扩大内需。会议对当前形势判断“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，强调了“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，表明虽然当前经济政策重心不会转向，仍然延续稳增长和扩大内需，推动经济进一步向好，实现高质量发展。

会议强调经济恢复的持续性。政治局会议，提出了“四个持续”：“推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”，前三个讲的都在强调发展经济，表明政策支持经济稳增长和扩大内需更有持续性。

会议在房地产领域强调“防风险”。防风险具体措施表述是“支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作”，有利于促进房地产企稳回升。

当前市场的逻辑是“扫平估值洼地”。市场从“二十大”之后，是有向好预期的；只是，路径上原本期待的是“强刺激+强复苏”，结果预期落空，导致了一轮调整；现在，市场通过另一种逻辑，找到了重新上涨的方式，即：估值便宜+难以下跌+各行业自己的催化。

从市场风格来看，2023 年 4 月以来大盘、价值转债明显跑赢中小盘转债。大盘价值转债估值处于历史较低分位数，随着经济复苏延续、市场预期向好，有较大的估值修复空间。在历史上稳增长时期，价值蓝筹大都占优。我们看好受益于稳增长、扩内需相关转债。

转债市场延续前期的震荡状态，转债涨少跌多，整体转债价格下降，转股溢价率在正股调整下被动抬升，中高平价转债的溢价率较前月持平或下降。

转债 4 月发行同比高增，全面注册下 5 月发行或淡季不淡；转债在债券投资中占比仍在提升，公募基金一季度加仓电力设备、医药、化工转债。

2023 年 5 月十大转债：布局稳增长、扩内需

经济延续复苏态势，政策主线延续稳增长，扩大内需成为稳增长的重要支撑，与内需紧密相关的基建链、地产链和大消费有望受益。

择券上，我们建议加大股性转债和新券、次新券的配置力度，关注“中特估”相关转债，同时注意强赎风险、适度参与下修博弈。

风险提示：稳增长不及预期；疫情复发影响超预期；企业经营变化超预期。

**【固定收益】政策好于预期，债市不宜追高——固定收益 2023 年中期投资策略-20230511**

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002

1.4 月政治局会议重点：没有提到的内容更重要

没有提到的内容：地缘政治、“安全”词频下降、供给侧结构性改革。

重点提到的内容：需求侧、持续性、改革开放、防风险。

## 2. 当前经济不存在通缩

回顾历史，物价的变化往往滞后于基本面的变化，CPI、PPI 是经济的滞后指标。

在经济复苏的初期阶段，物价走势和经济基本面背离时有发生，比较典型的有 2020 年、2009 年两段时期。

## 3. 在经济上行阶段债市下行空间有限

目前 10Y 期国债与 MLF 的利差分位数依然高于 50%，从这个角度而言长端收益率依然有下行空间。但是，目前对债市不利的因素正在累积：首先，2023 年利率的中枢理应高于 2022 年，因此当前债市或已超涨，目前 10Y 国债已经下破政策利率，继续下行空间有限；其次，政策端可能并非像市场理解的一样“保守”，我们认为应该警惕政策和基本面的预期差，追高需谨慎，建议更多转向防守。

## 4. 转债配置策略：战略性看好内需、大盘

经济延续复苏态势，政策延续稳增长、扩内需，战略性看好与内需相关的大消费、基建链、地产链；稳增长时期，大盘价值转债表现占优。

风险提示：政策变化超预期，疫情扩散超预期。

## 【金融工程】沪深 300 与中证 500 成分股调整预测（2023 年 6 月）——金融工程定期-20230511

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

沪深 300 指数预计有 12 只成分股被调整

根据中证指数公司发布的指数编制规则，我们可以对主流指数成分股的调整样本进行预测。预测窗口期通常有一个月时间，年中预测窗口期为 5 月，年末预测窗口期为 11 月。

我们预测沪深 300 指数总共有 12 只成分股面临调整，中国海油、晶科能源和三安光电等个股预计将调入，苏泊尔、生益科技和华峰化学等个股预计将调出。

沪深 300 指数调入样本以电力设备、电子等行业为主，调出样本以医药生物、基础化工和家用电器行业为主。

中证 500 指数预计有 50 只成分股被调整

我们预测中证 500 指数总共有 50 只成分股面临调整，酒鬼酒和格科微等个股预计将调入，上海医药、中远海能和复旦微电等预计将调出。其中，部分调入个股来源于沪深 300 指数成分股，如金城医学、玲珑轮胎等，部分调出成分股将纳入沪深 300 指数新的成分股中，如中远海能、上海医药等。

中证 500 指数调入样本以电子、电力设备和医药生物为主，调出样本以交通运输、医药生物和房地产为主。

沪深 300 和中证 500 指数的样本调入调出事件收益特征存在差异

总的来看，我们更推荐关注调整日之前的事件收益规律。这是因为，投资者在调整日之前便可以基于调整预测或调整公告进行提前交易。调出与调入，如期地带来了方向相反的事件收益。

调出效应：沪深 300 指数和中证 500 指数的调出样本，在调整日之前都具有负的超额收益。

调入效应：中证 500 指数的调入样本，在调整日之前具有正的超额收益；而沪深 300 指数则无较为显著的结论。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

## 行业公司

### 【机械】自主可控、AI 赋能、一带一路——机械行业 2023 年度中期投资策略-20230511

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001

1、外部环境日趋复杂，安全与效率并重，自主可控是贯穿全年的重要主线

近年来在地缘因素、货币紧缩等多重因素加码下全球经济增长乏力，以美国为首的部分发达国家贸易保护主义与逆全球化进一步抬头。自主可控在国家安全、政策支持、确定性强等多重逻辑共振下，将会是高端装备制造板块穿越周期的投资主线，且具有较高的估值容忍度。关注技术壁垒高、国产渗透率低和市场空间的细分领域。

(1) 工业母机：看好母机核心资产：高端机床（五轴、磨床）以及数控系统、编码器、光栅尺、滚珠丝杠、主轴国产替代，核心逻辑由周期性转向自主可控。

(2) 半导体设备：看好核心卡脖子环节，容易落地兑现业绩的零部件，以及碳化硅第三代半导体设备

(3) 核工业：核电加速提振下景气度高、确定性强，看好国产化率低的核燃料运输容器、乏燃料处理设备、电机、冷却塔等渗透率有望持续提升的细分领域。

2、AI 赋能制造业，机器人将成为最佳载体

AI 开启新一轮生产力增长浪潮，将在工业软件、控制系统、机器视觉等多领域赋能，实现降本增效，加速智能工厂普及，重塑生产模式，加速技术突破。作为 AI 的最佳载体，AI+机器人有望实现 0-1 的高速成长。

作为 AI 的最佳载体，机器人有望实现 0-1 的高速成长；看好特斯拉人形机器人，国产供应链切入机会。

3、一带一路制造业出海，“中特估”估值重塑

政策催化“一带一路”加速推进，相关国家对化工、电力、轨交等基建需求持续增长，制造业出海迎利好。

中特估方面，一些央企具备明显估值优势，国企改革等带来盈利能力等基本面边际改善，高胜率基础上带动赔率提升。

4、顺周期有望 2023Q2 探底，持续看好经济复苏和制造业升级。

(1) 工控自动化：新一轮“智能制造”有望提升景气度。看好技术壁垒高的流程自动化中大型 PLC，以及平台型细分龙头。

(2) 机床、刀具：看好自身具备强  $\alpha$ 、有望突围的细分龙头。

(3) 激光设备：自 2018 年以来的价格战或接近尾声，产业出清带来新一轮国产激光器格局重塑，高端激光器利润率有望提升，龙头强者恒强。看好龙头和设备出海。

(4) 工程机械及其他：看好叉车、高空作业车、矿山智能化。

5、投资主线：自主可控、AI+制造、一带一路和中特估

自主可控：(1) 工业母机：工业母机：华中数控、奥普光电、宇环数控、秦川机床、科德数控；(2) 半导体设备：金海通、宇环数控、快克智能；(3) 核工业：科新机电、景业智能、佳电股份

AI+制造：看好方向：工控系统、机器视觉、测试设备（标的后附）

机器人：埃斯顿、步科股份、江苏雷利、鸣志电器、汉宇集团、丰立智能、兆威机电

一带一路&中特估：（1）一带一路：博实股份、卓然股份、兰石重装、中铁工业、铁建重工、中国通号、青达环保、东方电气、科新机电、海鸥股份、华荣股份、纽威股份、川仪股份、中控技术；（2）中特估：中国重工、中铁工业、铁建重工、柳工、中粮科工

顺周期：（1）工控：汇川技术、伟创电气、信捷电气、英威腾；（2）刀具：鼎泰高科、欧科亿、新锐股份、中钨高新；（3）机床：海天精工、纽威数控、豪迈科技；（4）激光：华工科技、柏楚电子、维宏股份、锐科激光、杰普特（5）其他：杭叉集团、安徽合力、联德股份、浙江鼎力、华铁应急、法兰泰克

风险提示：高端装备制造自主可控、国产替代进程不及预期；人形机器人量产情况、AI 赋能制造进度不及预期；一带一路出海情况不及预期；顺周期复苏不及预期。

## 【电力设备与新能源】业绩超预期源于单位盈利，可持续性关注产业链瓶颈与细分需求挖掘——行业点评报告-20230511

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 鞠爽（联系人）证书编号：S0790122070070

营收利润双双高增，逆变器 2023Q1 业绩持续高增

逆变器板块平均收入增速同比实现了 134.6% 的增长，利润增速实现了同比 592.7% 的增速，剔除其中因为 2022Q1 基数较低出现大幅增长的固德威后，板块利润同比增速仍然实现了 181.1% 的增长。2023Q1 的平均毛利率增速而言，其 2023Q1 毛利率同比 2022Q1 实现了 3pct 的提升，环比实现了 2.3pct 的提升。净利率增速方面，2023Q1 净利率同比 2022Q1 实现了 4.7pct 的提升，环比则实现了 1.8pct 的提升。在费用端，2023Q1 各家的期间费用率同比实现了 3.3pct 的降低，其中销售费用率平均降低了 0.6pct，管理费用率平均降低了 0.7pct，财务费用率平均降低了 0.9pct，研发费用率则平均下降了 1.1pct。

2023Q1 逆变器企业业绩超预期源于单位盈利超预期

2023 年逆变器相关企业在收入与利润端均同比均实现了大幅增长，出货量方面系 2023 年光伏与储能行业需求持续向好，主要逆变器企业出货量同比持续高增。单位盈利方面，拆分为大功率逆变器与中小功率段逆变器看均超预期。大功率逆变器在盈利层面超预期主要系其主要原材料 IGBT 模块受制于国产化能力不足，供需总体呈现紧平衡状态，大功率逆变器处于卖方市场，相关企业对售价进行了一定幅度的上调，因此其单位盈利能力环比有所提升。中小功率段逆变器方面，2023Q1 其单位盈利能力提升主要系去年末受 IGBT 单管原材料短缺影响价格有所上调，2023Q1 存在一定溢价同时产品结构升级使其产品毛利率有所提升。

大功率逆变器单位盈利有望保持稳定，中小功率逆变器关注新领域、新市场

展望 2023Q2 及全年行业盈利情况，预计随着光伏组件与储能电芯成本下行，全球光伏地面与储能装机有望持续增长。电站核心零部件大功率逆变器与储能变流器受制于 IGBT 模块紧平衡影响，其单位盈利预计能够保持稳定。中小功率段逆变器，受行业需求承压及行业新进入者增多影响，主要逆变器企业出货量与盈利能力预计将受到一定影响。不过随着海外工商业光伏与储能需求的放量，针对新应用领域与海外需求起量的新市场进行布局的企业有望抢占市场先机。

投资建议

建议关注具备 IGBT 模块保供能力的大功率逆变器企业：阳光电源、科华数据，受益标的：禾望电气、上能电气。建议关注对新市场与新应用领域进行重点突破的逆变器企业：德业股份，受益标的：固德威、锦浪科技；开辟储能第二成长曲线的微逆企业受益标的：昱能科技、禾迈股份。

风险提示：行业需求不及预期；竞争格局恶化。

**【电力设备与新能源】景气度有望延续，产业链利润开始出现分化——2023年电动车中期策略报告-20230511**

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

新车型密集交付有望推动 2023 年新能源车延续高景气度

2022 年新能源车销量再创新高，其中国内新能源车销量 689 万辆，同比+95.2%，欧洲 28 国销量 259 万辆，同比+15%，美国销量 98.5 万辆，同比+51.1%。2023 年国内国际主流品牌的电动车新车型开始密集推出，电动车销量有望延续高景气度，未来几年渗透率有望快速提升。我们预计到 2025 年动力+储能电池需求量有望接近 2000GWh。

产业链利润分化，龙头盈利能力优势凸显

2023 年一季度受到原材料价格下跌带来的库存减值以及产业链去库存带来的排产下降影响，利润开始出现分化。各环节龙头企业凭借规模效应和产业链议价权带来的成本优势在出货量及单位盈利两反面掌握主动权。建议关注供应链议价权提升的电池环节：受益标的宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、珠海冠宇、国轩高科、派能科技、蔚蓝锂芯、孚能科技、鹏辉能源；建议关注各环节龙头企业：受益标的宁德时代、德方纳米、恩捷股份、天赐材料、璞泰来；

风险提示：新能源车渗透率及储能装机不及预期、原材料价格快速下跌导致的库存减值扩大、行业竞争进一步加剧。

**【化工】周期底部显现，静待业绩修复——新材料行业深度报告-20230511**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（联系人）证书编号：S0790121070017 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028

2022 年新材料板块营收增长，2023Q1 利润率环比改善

2022 年新材料板块实现营收 9190.58 亿元，同比增长 7.71%；实现归母净利润 535.19 亿元，同比下降 31.07%；板块整体毛利率为 16.56%，同比下降 6.92pcts；净利率为 5.82%，同比下降 3.28pcts。2023Q1 新材料板块利润率环比回升，单季度实现营收 2100.61 亿元，同比下降 5.11%；实现归母净利润 77.54 亿元，同比下降 59.62%；板块整体毛利率为 14.80%，同比下降 5.93pcts，环比增加 0.75pcts；净利率为 3.69%，同比下降 4.98pcts，环比增加 0.20pcts。

新材料板块整体估值较低，建议关注底部布局机会

根据我们统计，在 92 家新材料行业上市公司中，2023 年估值水平低于 30 倍、PEG 大于 0 且小于 1、估值历史分位数在 30% 以下的公司数量达到 26 家，占比 28.26%。整体来看，新材料上市公司具备较强的成长性，同时当前估值水平处于历史低位，未来伴随 AI 产业发展带来的半导体周期上行以及国产替代的持续推进，我国新材料企业成长空间广阔，建议关注底部布局机会。

多板块盈利能力短期受损，半导体材料和添加剂板块业绩相对较好

从各细分板块来看，2022 年，半导体材料板块实现营收 2295.62 亿元，同比增长 25.40%；实现归母净利润 236.17 亿元，同比增长 35.98%；毛利率达到 22.49%，同比下降 0.55pcts；净利率达到 10.29%，同比增加 0.80pcts。显示材料板块实现营收 4426.24 亿元，同比下降 6.29%；实现归母净利润 84.59 亿元，同比下降 77.49%；毛利率达到 12.03%，同比下降 12.37pcts；净利率达到 1.91%，同比下降 6.05pcts。膜材料板块实现营收 432.94 亿元，同比增长 11.06%；实现归母净利润 34.14 亿元，同比下降 30.27%；毛利率达到 18.02%，同比下降 6.73pcts；净利率达到 7.88%，同比下降 4.67pcts。添加剂板块实现营收 1460.48 亿元，同比增长 39.73%；实现归母净利润 175.50 亿元，同比增长 21.89%；毛利率达到 24.94%，同比下降 2.33pcts；净利率达到 12.02%，同比下降 1.76pcts。尾气治理板块实现营收 916.56 亿元，同比增长 20.32%；实现归母净利润 36.02 亿元，同比下降 38.80%；毛利率达到 13.27%，同比下降 1.68pcts；净利率达到 3.93%，同比下降 3.80pcts。2023Q1 各细分板块归母净利润均同比下降，半导体材

料与添加剂板块营收分别同比增长 6.58%、5.31%，其余板块营收同比下滑。

#### 受益标的

我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代历史性机遇：**【电子（半导体）新材料】**：昊华科技、鼎龙股份、国瓷材料，阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、松井股份、彤程新材等；**【新能源新材料】**：泰和新材、晨光新材、宏柏新材、振华股份、百合花、濮阳惠成、黑猫股份、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等；**【其他】**利安隆等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

### **【地产建筑】两部门印发意见规范房地产经纪服务点评：引导头部经纪机构健康良性发展，有望压缩经纪服务费用——行业点评报告-20230511**

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

#### 两部门印发意见规范房地产经纪服务

2023 年 5 月 8 号，住房和城乡建设部、市场监管总局联合印发意见规范房地产经纪服务。《意见》坚持问题导向，突出保护交易当事人合法权益，明确了 10 个方面的监管措施。其中有三条内容围绕合理经纪服务收费展开，包括合理确定经纪服务收费、严格实行明码标价、严禁操纵经纪服务收费等。

#### 新政规范收费标准，有望压缩经纪服务费用

目前房地产经纪服务收费标准的最早依据是 1995 年国家计委下发的《关于房地产中介服务收费的通知》，其中规定：房屋买卖代理收费，按成交价格总额的 0.5-2.5% 计收；独家代理可适当提高，但最高不超过成交价格的 3%。2014 年，发改委和住房城乡建设部下放房地产经纪服务收费定价权限，由省级人民政府价格、住房城乡建设行政主管部门管理。目前各地标准不一，但收费上限基本在 2.5-3% 不等。本次政策中明确提出“房地产经纪机构要合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用。鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。引导由交易双方共同承担经纪服务费用”，我们认为新政将规范市场收费标准，特别是“分档定价”的手段有望压缩经纪服务费用。

#### 引导头部经纪机构健康良性发展

本次《意见》提出“具有市场支配地位的房地产经纪机构，不得滥用市场支配地位以不公平高价收取经纪服务费用。房地产互联网平台不得强制要求加入平台的房地产经纪机构实行统一的经纪服务收费标准，不得干预房地产经纪机构自主决定收费标准”。近年来，随着行业周期洗牌和收并购，集中度有一定提升，政府在此时发布意见规范头部经纪机构，引导其健康良性发展。从现实看，在北京等城市，确实存在大中介定价高于中小中介的情况。

#### 投资建议

短期来看，规范房地产经纪服务有望压缩经纪服务费用，但更加公开透明的收费标准，可以建立消费者和地产经纪人的信任度，提升地产经纪行业服务效率，加快存量房市场交易流通速率，有利于改善需求的充分释放，推动房地产行业平稳健康发展。我们认为 2023 年在宽松政策和消费复苏预期下，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企提升市场份额。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科 A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

### **【非银金融】基本面景气度延续，关注中特估主线——非银金融行业 2023 年中期投资策略-20230510**

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

### 1. 复盘：保险明显超额，券商小幅跑赢，中特估带来定价影响

2022年11月至今，保险板块呈现出明显超额收益，券商小幅跑赢市场，中特估对多元金融和保险带来定价影响。4月以来保险明显领涨，一季报和中特估成为重要定价因素。保险1季报NBV及净利润同比超预期，数据验证寿险负债端供需改善；2023Q1自营驱动券商净利润高增，手续费类收入复苏较缓。

### 2. 展望：经济复苏延续，居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续

经济复苏延续，权益资产逐步复苏，居民储蓄逐渐流向理财产品，非银金融受益于权益资产弹性和经营景气度复苏，有望延续超额收益。

保险：2023Q2 资产负债两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续。

券商：手续费类业务有望同环比改善，机构持仓较低，估值仍处低位，看好板块性机会。

### 3. 重视中特估主线

中特估对非银金融板块定价影响明显，国企改革深化以及中特估体系持续探索的大背景下，我们认为非银央企上市公司享受三重利好：（1）央企金融公司自身估值重塑。（2）产投和投行业务受益于央企资本运作加速。（3）对央企国企的一二级市场股权投资增值。

非银板块中特估主线选股思路：（1）产融协同优势明显的央企金控。受益标的：中航产融，中油资本，中粮资本。（2）央企背景的保险公司。受益标的：中国人寿、中国人保和新华保险。（3）高股息率低估值标的。受益标的：中国财险，江苏金租。

### 4. 投资观点和受益标的：

保险：（1）寿险负债端持续复苏：首推负债端转型领先且NBV同比领先同业的中国太保，推荐NBV同比超预期的中国平安、中国人寿、友邦保险；（2）资产端释放利润弹性：受益标的权益市场资产占比最高的新华保险；（3）产险COR持续改善：推荐COR连续改善的众安在线以及财险行业龙头优势明显且具有中特估属性的中国财险，受益标的中国人保。

券商：（1）低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。（2）互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于AI主线。受益标的：指南针，同花顺，东方财富。（3）低估值央企头部券商，盈利景气度向好。受益标的：中国银河。（4）券商三方导流政策放开后潜在受益标的。受益标的：财通证券，招商证券。

风险提示：保险需求复苏不及预期；权益市场波动高于预期；稳增长政策效果不及预期；券商财富管理和资产管理业务增长不及预期。

## 【汽车】出口加速，汽车产业焕发二次成长——汽车行业2023年中期投资策略-20230510

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

### 1. 汽车出海步入快车道，自主品牌表现亮眼

1) 乘用车：2021年来，中国乘用车出口快速增长，且上汽、奇瑞占据领先地位；新能源乘用车出口亦高速增长，目前特斯拉中国份额领先，比亚迪等自主品牌出口提速。分地域看，整车出口以亚洲、欧洲为主，新能源出口加速下，出口结构逐步向较发达国家倾斜。2) 卡车：2021年来，我国卡车出口加速，俄罗斯、墨西哥等地为主要出口国，新能源卡车出口渗透率亦有所提升。3) 客车：受“一带一路”等政策等影响，我国客车出口回

暖，且新能源客车出口占比不断提升。

## 2. 强产品力+完善产业链+渠道等创新助力汽车产业出海

整车方面，领先的电动、智能水平及优秀造车品质+渠道、营销等模式创新+完善的汽车产业链体系下，我国新能源乘用车整车出口具备较强竞争优势；零部件方面，较强的产品性能+完善的工艺战略布局+较全面的解决方案助力我国汽车零部件高质量出海。

## 3. 主机厂加速海外渠道布局，销售潜力有待释放

比亚迪主要通过携手当地知名经销商加速布局海外乘用车渠道，覆盖地区较为广泛；新势力多采用直营/直营+授权模式布局海外渠道，中高端新势力以欧洲为主，哪吒汽车则进军东南亚及南亚市场；其他传统自主品海外渠道布局已相对较完善，后续有望持续扩大市场覆盖范围。

## 4. 汽车产业链全球化，出海建厂加速全球份额的提升

整车厂方面，比亚迪、长城等自主品牌、哪吒等新势力均加速出海建厂，有望抢占老牌车企全球份额；零部件方面，拓普集团、爱柯迪等零部件龙头出海建厂亦提速。

## 5. 零部件厂商海外建厂在资金、设备、人力等方面有别于海外并购

海外建厂通常新设全新管理团队及工厂，且海外建厂相比海外并购在管理制度、协同发展等方面更为灵活。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、疫情反复影响。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn