



Research and
Development Center

从低位板块布局

——行业配置主线探讨

2023年5月18日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

从低位板块布局

2023年5月18日

- **核心结论:** Q2 经济数据出现二次走弱, 经济低于预期的概率比较大。3月以来, 板块之间分化加大, 消费&周期、成长、金融&稳定先后走弱。近期 TMT 和中特估的调整, 主要原因是股市经过3月以来近1个季度的调整, 经济复苏不及预期的担忧已经 price in 了大部分, 因此在调整的后期, 强势板块需要最后的补跌。我们认为, 市场调整的时间和幅度都已经比较充分, 经济担忧带来的调整可能已经接近尾声, 建议短期配置风格偏向低估防御板块, Q2 后期-Q3 初期开始重点关注行业业绩兑现。短期内, 在指数底部震荡时期, 建议关注业绩兑现关注度不高的中特估、一带一路、房地产金融、公用事业(电力)等低估值价值股, 做防御性配置。Q2 后期-Q3 初期股市有可能企稳, 市场开始关注业绩兑现。如果经济预期好转, 建议适当增配经济相关的板块。
- **未来3个月配置建议:** 金融地产稳定(经济改善左侧+中特估&高股息高分红+防御) > 周期(中特估&高股息高分红+商品价格下降) > 消费(股价估值下降多+缺少催化剂) > 软成长(过去2-3年受压制+寻找新赛道+补跌) > 硬科技(供需错配缓解+产能压力仍待出清)。
- **金融地产:** 银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期, 在经济确定改善之前, 反而更容易产生超额收益。建议 Q2 配置风格偏向防御, 金融地产可能有超额收益, 年度可关注中特估概念催化下高股息、高红利标的表现。
- **消费:** 2023 年消费板块大概率会有超额收益, 驱动力从估值修复向盈利兑现转变。:(1) 估值中等, 风险释放已经较为充分。(2) 过去1个季度, 疫情影响的减退和地产政策的变化, 带来年度盈利的修复。(3) 由于 Q2 高频经济数据和预期整体偏弱, 消费板块短期催化较少, 后续需要经济预期转好和消费高频数据持续兑现。
- **成长:** TMT 板块 Q2 受季节性因素和业绩兑现的影响, 波动风险加大。一般 Q2 季节性风格不利于成长, 可以等 Q2 后期再重点配置, 以时间换空间。Q2-Q3 的行情投资者更加关注业绩兑现, 关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。硬科技(新能源、光伏等)长期需求逻辑较好, 但年度供需错配的情况较 2021 年减少。
- **周期:** 周期股长期逻辑好, 海外经济波动的影响还未完全消除, 2023 年下半年-2024 年可能会有较大的机会。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会, 这一过程 Q2 可能会告一段落。受全球经济衰退的影响, 大宗商品价格可能还有最后一跌, 而当大宗商品价格触底, 经济上行周期全面开启后, 市场可能会开始对周期股重新定价, 届时可能会出现比较大级别的战略性买点。
- **一级行业具体配置方向:** (1) 金融地产稳定: 银行(信贷企稳+低估值) > 地产(基本面修复+低估值) > 公用事业(低估值+高股息+现金流好); (2) 消费: 酒店&航空&旅游(困境反转)、家电(可能受益于地产销售复苏); (3) 成长: 年度配置关注计算机、传媒、港股互联网等新赛道; (4) 周期: 低估值的钢铁。
- **风险因素:** 经济下行超预期, 稳增长政策不及预期。

目录

一、 市场主线风格探讨.....	5
1.1 大类板块配置建议.....	5
1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议.....	8
1.2.1 金融地产：经济改善左侧更易有表现，指数波折期间可做防御性配置.....	9
1.2.2 消费：季度内可能受经济弱的影响，关注业绩兑现.....	9
1.2.3 成长：季节性风格可能不利于成长，成长内部关注新赛道.....	10
1.2.4 周期：长期逻辑好，Q2可能会受到海外经济波动的影响.....	10
1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比.....	10
二、 市场表现跟踪.....	12
2.1 市场表现回顾：稳定表现较强，周期表现偏弱.....	12
2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化有所扩大，TMT 交易热度上升.....	13
三、 宏观中观基本面跟踪.....	17
3.1 投资.....	17
3.2 外需.....	17
3.3 工业.....	17
3.4 通胀.....	18
3.5 上游：资源品.....	19
3.6 中游：建材、机械设备.....	19
3.7 下游：房地产、消费.....	20

表目录

表 1：2022 年 10 月和 2023 年 5 月中万一级行业 PB 估值对比（单位：%）.....	6
表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序.....	7
表 3：一级行业长期基本格局&未来 1 年供需状态.....	8
表 4：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）.....	11

图目录

图 1：4 月 PMI 如预期继续回落，符合季节性规律（单位：%）.....	5
图 2：30 大中城市地产销售尚未回升到 2015-2022 年均值（单位：万平方米）.....	5
图 3：3 月以来，周期&消费→成长→金融稳定依次调整（单位：倍数）.....	6
图 6：4 月稳定板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）.....	12
图 7：4 月大小盘风格指数集体下跌，中盘指数领跌（单位：%）.....	12
图 8：4 月主要指数涨跌不一，创业板指跌幅居前（单位：%）.....	12
图 9：亏损股指数跌幅较小，微利股指数跌幅居前（单位：%）.....	12
图 10：4 月一级行业涨跌幅（单位：%）.....	13
图 11：4 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）.....	13
图 12：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）.....	13
图 13：4 月涨幅最高的板块估值中等偏下（单位：%）.....	13
图 14：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差有所下降（单位：%）.....	14
图 15：一级行业涨跌幅标准差有所上升（单位：%）.....	14
图 16：新能源车日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 17：半导体日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 18：计算机日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 19：传媒日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 20：医药生物日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 21：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 22：采掘（煤炭）日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 23：有色金属日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 24：4 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）.....	16
图 25：4 月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势（单位：pct）.....	16
图 26：4 月核心资产上涨股票数占比小幅下降（单位：%）.....	16
图 27：4 月核心资产估值下降（单位：倍）.....	16
图 28：2023 年 4 月房地产、制造业、基建投资均有所下降（单位：%）.....	17
图 29：2023 年 4 月上游利润率有所下降，下游利润率小幅抬升（单位：%）.....	17

图 30: 美国 4 月 CPI 下降 4.9% (单位: %)	17
图 31: 2023 年 4 月我国出口金额回落 (单位: %)	17
图 32: 2023 年 4 月工业增加值当月同比回升 (单位: %)	18
图 33: 4 月高炉开工率较 3 月上升 (单位: %)	18
图 34: 4 月 CPI 继续走低, 核心 CPI 稳定 (单位: %)	18
图 35: 4 月 PPI 增速继续下降为负值 (单位: %)	18
图 36: 蔬菜价格继续下降, 猪肉价格继续小幅下降 (单位: 元/公斤)	18
图 37: 鸡蛋价格所有下降, 白条鸡价格振荡 (单位: 元/公斤)	18
图 38: 煤炭库存开始下降, 螺纹钢库存底部企稳 (单位: 万吨)	19
图 39: 铜铝锌库存开始上升 (单位: 万吨)	19
图 40: 4 月水泥价格下降、玻璃价格回升 (单位: 元/吨, 点)	19
图 41: 3 月挖掘机销量同比上升, 石油沥青从高处回落 (单位: %)	19
图 42: 4 月大中城市商品房成交面积回落 (单位: 万平米, %)	20
图 43: 4 月社会消费品零售总额同比增速继续大幅回升 (单位: %)	20
图 44: 4 月汽车销量增速继续大幅上升 (单位: %)	20
图 45: 4 月新能源车销量增大幅回升, 渗透率回升至 30% (单位: %)	20

一、市场主线风格探讨

1.1 大类板块配置建议

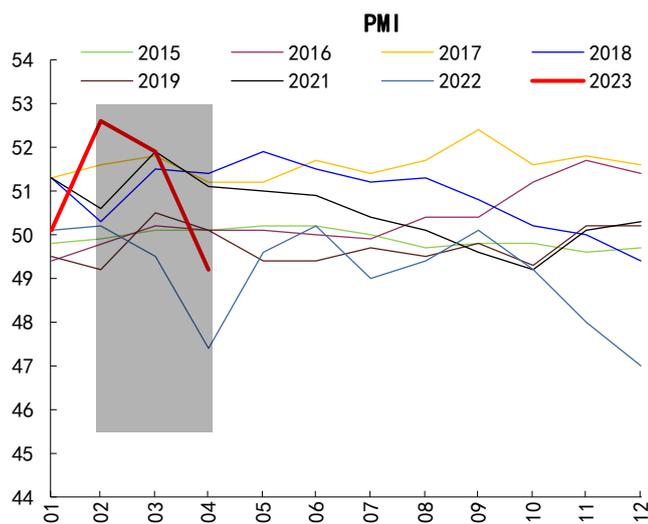
Q2 经济数据出现二次走弱，除了海外经济衰退、库存周期下降等长期原因，也符合季节性规律，Q2 经济低于预期的概率比较大。3 月以来，板块之间分化加大，消费&周期、成长、金融&稳定先后走弱，我们认为，近期 TMT 和中特估的调整，主要原因是股市从 3 月就开始担心经济复苏不及预期，而经过近 1 个季度的调整，经济复苏不及预期已经 price in 了大部分，因此在调整的后期，强势板块需要最后的补跌。增量资金不足加上前期博弈性资金阶段性获利了结，也加剧了板块的波动性。考虑到历史上牛市第一年中战术调整的时间通常在 2-4 个月之间，同时周期和部分消费、成长行业已经基本上跌回 2022 年 10 月底的水平，我们认为，市场调整的时间和幅度都已经比较充分，经济担忧带来的调整可能已经接近尾声，建议短期配置风格偏向低估值防御板块，Q2 后期-Q3 初期开始重点关注行业业绩兑现。短期内，在海外经济偏弱、库存周期下行等长期因素的影响下，指数可能还需经历最后的磨底阶段，在底部震荡时期，建议关注业绩兑现关注度不高的中特估、一带一路、房地产金融、公用事业（电力）等低估值价值股，做防御性配置。Q2 后期-Q3 初期股市有可能企稳，市场开始关注业绩兑现。如果经济预期好转，建议适当增配经济相关的板块。

未来 3 个月配置建议：金融地产（经济改善左侧表现+中特估&高股息高分红+防御）>周期（中特估&高股息高分红+商品价格下降）>消费（估值下降多+缺少催化剂）>软成长（过去 2-3 年受压制+寻找新赛道+补跌）>硬科技（供需错配缓解+产能压力仍待出清）。

未来 3 个月配置建议：

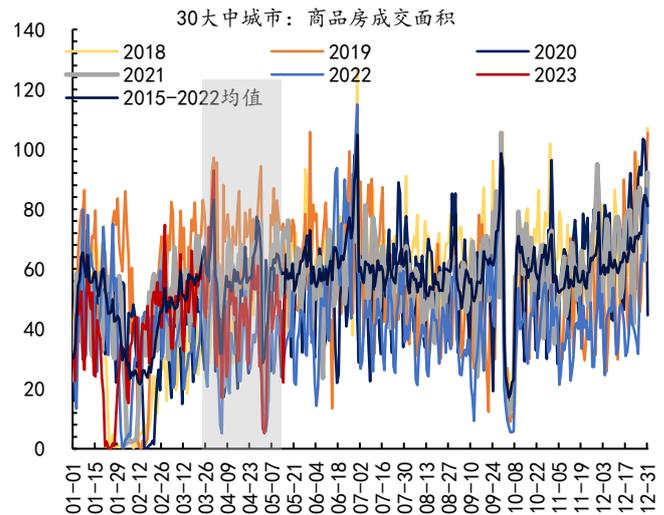
（1）4 月经济数据整体走弱，Q2 经济低于预期的概率大。近期公布的 4 月经济数据均偏弱。4 月 PMI 录得 49.2%，低于荣枯线以下。新增社融从 3 月的 5.28 万亿大幅下降至 1.22 万亿。CPI 和 PPI 同比增速均下降。高频的 30 大中城市房地产销售数据尚未回升到 2015-2022 年均值，商品价格也在继续下降。Q2 经济数据走弱除了海外经济衰退、库存周期下降等长期原因，也符合季节性规律，Q2 经济低于预期的概率比较大。

图 1：4 月 PMI 如预期继续回落，符合季节性规律（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：30 大中城市地产销售尚未回升到 2015-2022 年均值（单位：万平方米）

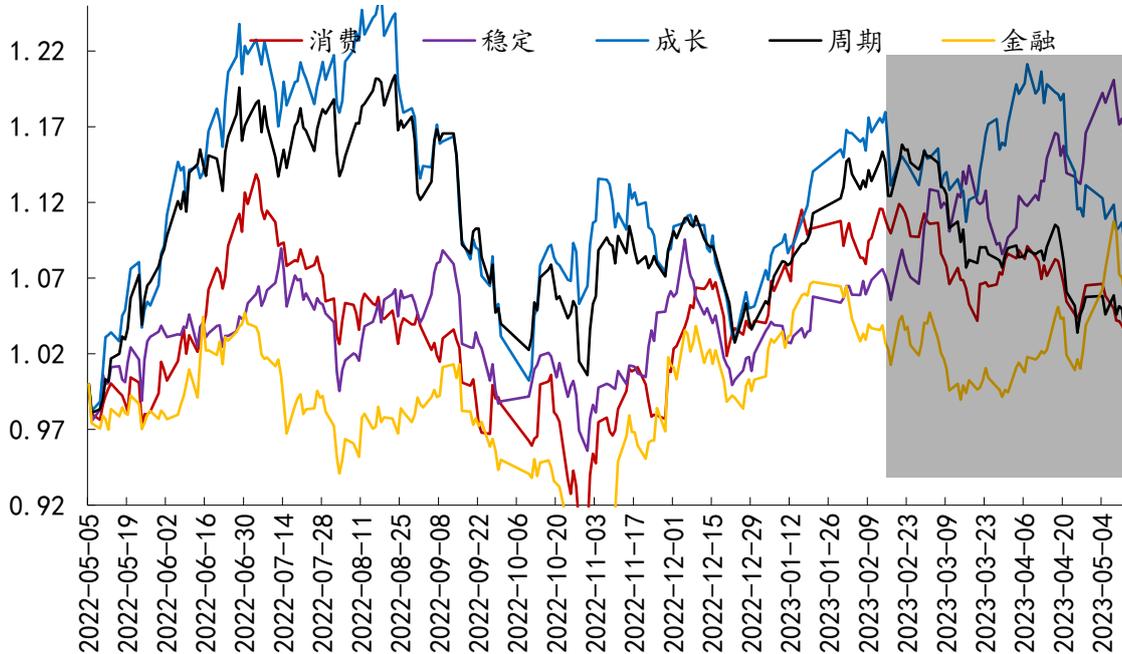


资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）3 月以来，板块之间分化加大，本质原因是市场整体估值修复后，投资者开始寻找新的产业逻辑和有业绩兑现的方向。由于投资者对经济的担心，消费和周期类行业从 2 月中下旬开始率先走弱，而 TMT 和中特估还很强。4 月初，TMT 中的计算机、通信开始调整，5 月以来，前期一直强势的传媒和中特估主题也开始走弱。

我们认为，近期 TMT 和中特估的调整，主要原因是股市从 3 月就开始担心经济复苏不及预期，而经过近 1 个季度的调整，经济复苏不及预期已经 price in 了大部分，因此在调整的后期，强势板块需要最后的补跌。另外，增量资金不足加上前期博弈性资金阶段性获利了结，加剧了板块的波动性。

图 3：3 月以来，周期&消费→成长→金融稳定依次调整（单位：倍数）



注：倍数代表以 2022 年 5 月 5 日为基期标准化后的数值

资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 经济担忧带来的调整可能已经接近尾声，短期配置风格偏向低估值防御板块，Q2 后期-Q3 初期开始重点关注行业业绩兑现。牛市第一年，市场出于对经济的担心带来的战术性调整，时间最短是 2 个月，最长是 3-4 个月。今年 3 月以来，股市对经济的担心已经有 2 个半月了，我们认为，Q2-Q3 经济预期可能会出现一些积极的变化，从时间上来看，市场对经济担忧的调整可能已经接近尾声。从幅度上来看，从 2 月中下旬以来，周期和部分消费板块基本上跌到了 2022 年 10 月底的水平。成长板块分化较大，电子、电力设备行业跌幅均达到 8% 以上，也已经基本上跌回 2022 年 10 月底的水平。TMT、金融和稳定板块跌幅相对较小。考虑到 3 月以来市场对经济的担忧大概率不及 2022 年 10 月底悲观，市场的调整幅度也可能已经比较充分。

表 1：2022 年 10 月和 2023 年 5 月申万一级行业 PB 估值对比（单位：%）

风格	一级行业	PB (2022 年 10 月 31 日)	PB (LF) 分位数 (2010 年以来)	PB (2023 年 5 月 16 日)	PB (LF) 分位数 (2010 年以来)
周期	采掘	1.4	39.5%	1.3	31.7%
	化工	2.1	20.4%	2.0	15.0%
	钢铁	0.9	18.0%	1.0	30.4%
	有色金属	2.5	23.2%	2.3	20.3%
	机械设备	2.2	33.4%	2.3	35.4%
	建筑材料	1.4	0.0%	1.5	0.2%
消费	家用电器	2.1	5.9%	2.4	21.5%
	食品饮料	5.1	41.1%	5.8	52.5%
	纺织服装	1.5	0.5%	1.8	22.7%

	轻工制造	1.7	12.3%	2.0	28.1%
	医药生物	3.0	2.8%	3.0	3.3%
	商业贸易	2.0	36.1%	2.1	39.9%
	休闲服务	3.0	7.4%	3.4	26.0%
	汽车	2.0	36.9%	2.1	38.6%
	农林牧渔	2.9	13.9%	2.8	11.6%
成长	电子	2.6	9.7%	2.6	10.6%
	电气设备	3.7	66.4%	3.2	49.5%
	国防军工	3.6	65.9%	3.3	55.2%
	计算机	3.1	13.4%	3.8	34.2%
	传媒	1.6	0.0%	2.9	39.0%
	通信	1.8	8.6%	2.2	27.8%
金融	银行	0.4	0.0%	0.5	2.4%
	非银金融	1.0	0.0%	1.2	6.9%
	房地产	0.8	0.0%	0.9	1.5%
稳定	建筑装饰	0.8	0.1%	0.9	17.9%
	公用事业	1.5	19.0%	1.7	32.7%
	交通运输	1.3	16.2%	1.5	32.9%

资料来源：万得，信达证券研发中心

在海外经济偏弱、库存周期下行等长期因素的影响下，指数可能还需经历最后的磨底阶段，在底部震荡时期，市场风格仍将偏向价值，建议关注估值处在相对低位，业绩兑现关注度不高的中特估、一带一路、房地产金融、公用事业（电力）等低估值价值股，做防御性配置。Q2后期-Q3初期股市有可能企稳，市场可能逐渐开始关注有业绩兑现的板块。如果经济预期好转，可适当增配经济相关的板块。

表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制；	稳增长持续发力，虽然不能把行业长期格局完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能，对 ROE 预期稳定和存量资产重估，均有利。房地产销售、投资数据可能触底回升。	低
消费	这一次需求下降只是短期的受疫情影响？还是受人口、收入等长期因素影响？	疫情达峰后需求回补弹性较大；经济预期恢复大方向有利于景气改善；产业链库存和价格竞争格局尚好。	中等
周期	碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足	国内需求预期逐渐改善；海外需求弱。	中等
硬科技	国产替代、新能源需求爆发	需求依然健康、产能进入密集释放期。	高
软成长	AI、元宇宙、国产替代、互联网监管	监管收紧因素在预期之内，不存在供给过剩问题；新赛道孕育新的需求。	低
未来 3 个月配置建议	金融地产（经济改善左侧表现+中特估&高股息高分红+防御）>周期（中特估&高股息高分红+商品价格下降）>消费（估值下降多+缺少催化剂）>软成长（过去 2-3 年受压制+寻找新赛道+补跌）>硬科技（供需错配缓解+产能压力仍待出清）。		

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议

表 3：一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。	<p>建议关注钢铁</p> <p>周期股长期逻辑好，海外经济波动的影响还未完全消除，2023 年下半年-2024 年可能会有较大的机会。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会，这一过程 Q2 可能会告一段落。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还有最后一跌，而当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别的战略性买点。</p>
	石油石化	长期资本开支不足。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	上游成本压制有所缓解，稳增长可能带来需求预期恢复。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	需求关注稳增长效果。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求。	全球经济可能会由滞胀转为衰退。稳增长可能带来需求预期恢复。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	能源成本高，稳增长可能带来需求预期恢复。	
	机械设备	存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量	产业链疫后修复，稳增长可能带来需求预期恢复。资本开支周期支撑景气上行。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代	需求受地产周期和高油价影响，稳增长政策（购置税补贴等）对需求有拉动。	<p>建议关注酒店&航空（疫情影响减退+经济恢复后困境反转）；家电（可能受益于地产销售恢复）</p> <p>2023 年消费板块大概率会有超额收益，驱动力从估值修复向盈利兑现转变。（1）消费板块估值中等，风险释放已经较为充分。（2）过去 1 个季度，疫情影响的减退和地产政策的变化，带来消费板块年度盈利的修复。（3）由于 Q2 高频经济数据和预期整体偏弱，消费板块短期催化较少，后续需要经济预期转好和消费高频数据持续兑现。重点关注消费板块的业绩兑现。</p>
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	成本压力缓解，稳增长下地产周期可能触底。	
	社会服务	疫情加快部分子行业集中度整合，但核心壁垒还在构建。	疫情反复对局部需求有冲击，疫情后产能优化，需求反转。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧。	库存较健康，疫情缓解后需求恢复，稳增长	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化。	疫情改变了医保支出结构，之前高估值导致部分子行业高产能。疫情后医美等消费医疗需求恢复。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。	前期猪价持续下降，推动行业产能去化，有利于猪周期反转。猪价开始底部回升。	
	商贸零售	国产品牌替代，社区团购被监管。	疫情反复对局部需求有冲击，关注疫情后的消费需求恢复。	
	纺织服饰	国产品牌替代，东南亚竞争。	疫情后出口景气回落；关注消费需求恢复。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	当期需求弱，需求关注下半年稳增长效果。	
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。	稳增长发力，订单增加。	<p>银行（信贷企稳+低估值）>地产（基本面修复+低估值）>公用事业（低估值+高股息+现金流好）</p> <p>银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022 到 2023 年上半年均处于这一阶段。建议 Q2 配置风格偏防御，金融地产可能有超额收益，年度可关注中特</p>
	交通运输	航空疫后产能出清，航运超级周期可能已结束。	关注疫情后的需求恢复。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	成本压制有所缓解，期待政策支持。	
金融地产	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊市进入后期，短期基本面压制接近尾声。		

	银行	金融去杠杆，房贷不炒，压制收入和利差。	稳增长促使信贷扩张。	估概念催化下高股息、高红利标的表现。
	房地产	房贷不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松，地产销售可能企稳回升。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率快速提升。长期需求强。	行业资本开支在 2021 年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。上游涨价&补贴减少，整车降价，可能会压制年度需求增速。	软成长（计算机、传媒、港股互联网）>硬科技（新能源、光伏） TMT 可能成为牛市中赛道，但 TMT 板块 Q1 涨幅较大，Q2 受季节性因素和业绩兑现的影响，波动风险加大。一般 Q2 季节性风格不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置，以时间换空间。Q2-Q3 的行情投资者更加关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。 硬科技（新能源、光伏、半导体等）长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况较 2021 年减少。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求放量，整体利润稳定增长。	
	通信	5G 基站建设也已出现一段高速增长，但 5G 应用尚在探索普及阶段。	5G 下游应用的爆发尚未验证，通信是新基建的重要方向之一，存在逆周期性。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，汽车电子国产替代速度快。	半导体需求周期性下行。供应方面，芯片短缺有所缓解，供需周期可能逐渐下行。	
	计算机	ChatGPT 代表的 AI 技术突破性发展，数字经济高速发展。	下游需求很分散，企业 IT 支出存在后周期性，目前宏观经济增速仍承压。海外 AI 生产力应用市场已有结合了 AI 能力的公司或产品。	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严，但有边际转松的趋势。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期，线上需求受宏观经济影响小，平台经济监管常态化，互联网大厂裁员有利于未来利润释放。	

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2.1 金融地产：经济改善左侧更易有表现，指数波折期间可做防御性配置

建议 Q2 配置风格偏防御，金融地产可能有超额收益，年度可关注中特估概念催化下高股息、高红利标的表现。从经济周期来看，银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022 到 2023 年上半年均处在这一阶段。考虑到 Q2 经济高频指标和预期变化均可能偏弱，指数进入底部震荡后期，金融地产是目前为数不多的估值仍处在较低位置的板块，作为防御性配置可能也会有不错的超额收益。年度来看，在中特估概念催化下，部分业绩稳健，低估值标的仍有修复空间，可关注高股息、高红利标的表现。

1.2.2 消费：季度内可能受经济弱的影响，关注业绩兑现

消费板块股价和估值均已下降到低位，2023 年大概率会有超额收益，驱动力从估值修复向盈利兑现转变。

(1) 过去 1 年，受经济下行、疫情和房地产景气度下降的影响，消费板块整体调整较多，股价和估值均已下滑到历史偏低位置，整体风险释放较为充分。从估值来看，截至 2023 年 5 月 16 日，家电/食品饮料/休闲服务/商贸零售/汽车/医药生物 2010 年以来 PB 估值历史分位分别为 21.5%/52.5%/26%/39.9%/38.6%/3.3%，基本都下滑到历史中等偏下水平。(2) 到 2023 年 Q2，疫情影响的减退和地产政策的变化，带来消费板块年度盈利逻辑的修复。

由于 Q2 高频经济数据和预期整体偏弱，消费板块短期催化较少，后续需要经济预期转好和消费高频数据持续兑现。重点关注消费板块的业绩兑现。可能有业绩兑现的方向：(1) 重点关注疫情受损板块的困境反转，如酒店、旅游、航空。(2) 地产链下游行业，业绩兑现可能受益于地产销售的恢复，如家电。

1.2.3 成长：季节性风格可能不利于成长，成长内部关注新赛道

年度层面上，几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023年是关注新赛道的重要年份。(1) 过去2-3年表现相对较弱的成长，比如计算机、传媒、港股互联网等板块受宏观经济下行、行业监管政策等因素影响，成长性被压制。这些行业供给端出清较为充分，需求端存在长期成长性。传统业务的年度景气度正在反转，AI的产业变化增加了未来的想象空间，有可能成为牛市中新赛道。

(2) 短期来看，TMT板块Q1涨幅较大，Q2受季节性因素和业绩兑现的影响，波动风险加大。一般Q2季节性风格不利于成长，可以等Q2后期再重点配置，以时间换空间。Q2-Q3的行情投资者更加关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。AI板块中，应用端发展速度较快，可以关注AI在游戏、教育、纺服、环保等领域的应用扩散，聚焦商业模式能够快速落地产生收入的标的。半导体板块受益于国产替代加速推进，存储、算力芯片、服务器等细分行业后续可能存在业绩兑现。

(3) 硬科技（新能源、光伏等）长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况仍需消化。硬科技板块虽然长期产业逻辑通顺，但年度供需错配仍需消化，产能压力仍然需要出清，短期供需基本面逻辑不是很强。

1.2.4 周期：长期逻辑好，Q2可能会受到海外经济波动的影响

周期长期逻辑好，海外经济波动的影响还未完全消除，2023年下半年-2024年可能会有较大的机会。周期股从2020年以来ROE出现较大幅度的抬升，但PB估值抬升幅度却比较有限，背后的主要原因是，市场担心ROE的抬升是周期性的，而不是系统性的。2022年周期股分化开始加大，上游资源股煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大，而2023年全年，国内经济恢复的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，去年底到今年初涨幅较大的大多是过去两年较弱，且和国内经济相关性高的板块。

近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会，这一过程Q2可能会告一段落。2021年Q4以来，全球商品价格虽然下降，但商品价格下降的幅度要小于周期股估值下滑的幅度，考虑到周期行业的产能格局较好，我们认为股市对周期股的定价可能出现偏差。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还有最后一跌，而当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别的战略性买点。从时间上来看，我们认为2023年下半年-2024年，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。经济改善右侧，海外衰退风险过后，可以增加周期股配置。行业上短期可关注前期表现偏弱，估值低的钢铁。

1.3 PB-ROE模型度量行业估值性价比

我们用PB-ROE模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用5年期和10年期PB和ROE历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE分位数-PB分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE分位数-PB分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块盈利下降的幅度小于估值下降的幅度，整体仍低估。3月以来，周期板块估值下降幅度较大，但由于商品价格下跌，2023年一季报数据显示，周期股ROE也有小幅下滑。整体来看，周期板块盈利下降的幅度小于估值下降的幅度，因此整体仍处于低估的状态。钢铁行业虽然盈利情况相对较弱，但估值下降到低位，高估情况有所缓解。

(2) 成长板块分化加大，计算机、传媒仍处于高估状态，通信、电子低估减弱，电力设备、军工低估程度提高。成长风格中，TMT板块2023年一季报业绩兑现偏弱，除了传媒估值继续提升外，计算机、通信、电子估值均有下降。计算机、传媒仍处于高估状态，通信、电子低估减弱。电力设备、军工等硬科技板块，2023年

一季报业绩兑现仍然较好，但估值下降较多，低估程度提高。

(3) 消费板块估值下降较多，业绩兑现改善，家电、食品饮料、农林牧渔均转为低估。除医药外，消费板块 2023 年一季报业绩兑现均较稳定，除了医药盈利明显下滑外，消费板块 ROE 均有提升。但消费板块估值整体下降较多，家电、食品饮料、农林牧渔均转为低估。

(4) 金融地产和稳定板块估值有所提升，但伴随业绩兑现小幅改善，高估情况有所减弱。2023 年一季报建筑、公用事业、非银金融业绩兑现均有改善，其中建筑估值并未明显提升，高估情况大幅减弱。公用事业、非银金融估值提升相对较多，高估情况有所提升。交通运输业绩兑现小幅转弱，但估值提升，从低估转为高估。银行地产业绩和估值较为稳定。

表 4: PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况 (单位: %)

板块	行业	PB, 过去 10 年分位数 (%)	PB, 过去 5 年分位数 (%)	ROE, 过去 10 年分位数 (%)	ROE, 过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数-PB 分位数 (5 年)
周期	煤炭	41.0	57.3	90.2	80.9	49.25	23.57
	石油石化	14.2	28.5	87.8	85.7	73.57	57.20
	基础化工	17.9	35.5	80.4	61.9	62.53	26.40
	钢铁	29.1	30.8	39.0	4.7	9.91	(26.15)
	有色金属	24.9	42.2	90.2	80.9	65.32	38.73
	建筑材料	0.2	0.5	14.6	4.7	14.35	4.21
	机械设备	35.9	46.8	65.8	52.3	29.92	5.51
消费	汽车	36.9	51.2	14.6	28.5	(22.30)	(22.65)
	家用电器	10.7	5.1	73.1	85.7	62.43	80.63
	社会服务	21.6	28.4	14.6	28.5	(6.99)	0.12
	食品饮料	55.2	17.5	75.6	66.6	20.42	49.05
	医药生物	4.7	9.4	19.5	38.0	14.79	28.57
	农林牧渔	12.2	15.3	36.5	42.8	24.33	27.48
	商贸零售	44.3	72.2	14.6	28.5	(29.68)	(43.70)
	纺织服饰	22.6	41.6	26.8	52.3	4.23	10.66
	轻工制造	23.8	44.8	9.7	4.7	(14.07)	(40.07)
稳定	建筑装饰	19.5	39.1	19.5	38.0	(0.03)	(1.13)
	交通运输	28.0	29.8	14.6	28.5	(13.36)	(1.28)
	公用事业	41.8	81.0	14.6	28.5	(27.20)	(52.51)
金融	非银金融	8.5	17.0	7.3	14.2	(1.17)	(2.77)
	银行	4.6	9.1	9.7	19.0	5.14	9.86
	房地产	1.5	3.1	2.4	4.7	0.86	1.61
成长	电力设备	48.0	45.6	97.5	95.2	49.45	49.65
	国防军工	52.4	60.6	82.9	66.6	30.54	6.02
	通信	17.9	28.8	97.5	95.2	79.55	66.41
	电子	7.4	14.8	43.9	38.0	36.52	23.21
	计算机	22.7	40.5	4.8	9.5	(17.90)	(30.99)
	传媒	45.3	90.1	29.2	57.1	(16.09)	(32.97)
其他	综合	23.3	46.7	19.5	38.0	(3.81)	(8.71)

注: PB 为截至 2023 年 5 月 16 日数值, ROE 为 2023 年一季报数值。

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：稳定表现较强，周期表现偏弱

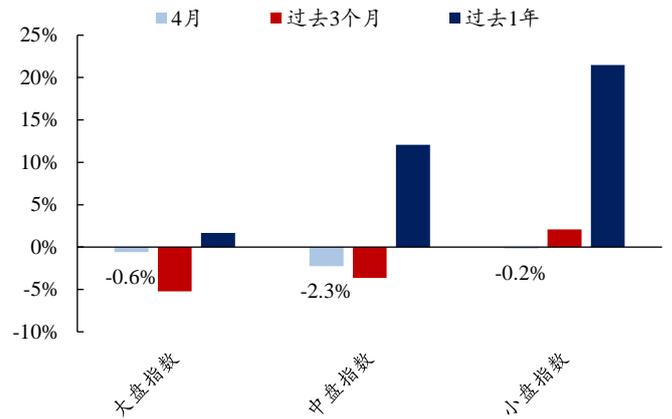
从市场风格来看，4月稳定表现更强，周期表现偏弱。主要风格板块中，稳定涨幅居前，为6.99%，周期跌幅2.55%，表现偏弱。从大小盘风格来看，4月中盘指数下跌2.3%，跌幅居首。4月主要指数涨跌不一，上证指数领涨，为1.9%，创业板指下跌2.4%，跌幅居首。亏损股指数跌幅较小，微利股指数跌幅居前。

图 4：4月稳定板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）



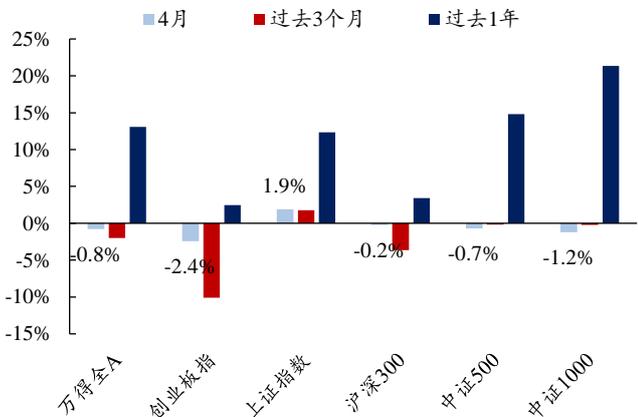
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：4月大小盘风格指数集体下跌，中盘指数领跌（单位：%）



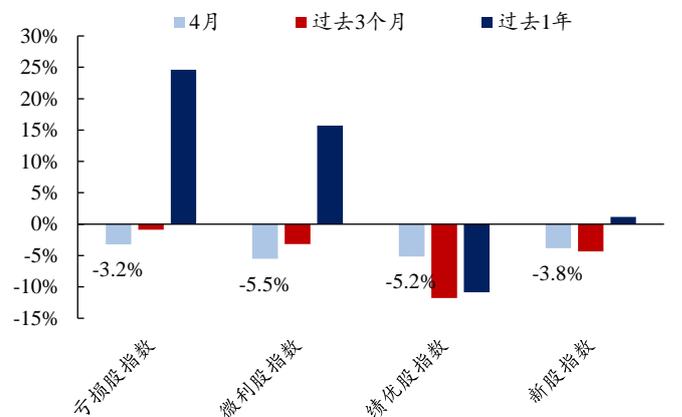
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：4月主要指数涨跌不一，创业板指跌幅居前（单位：%）



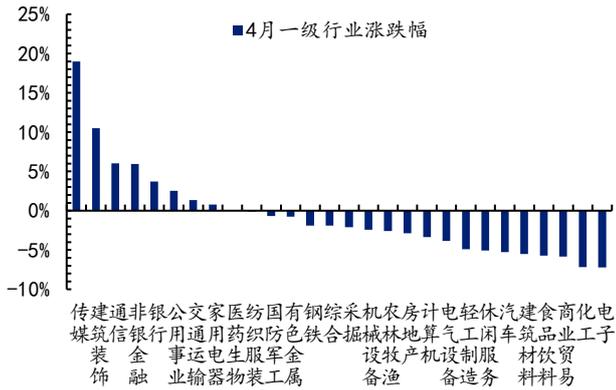
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：亏损股指数跌幅较小，微利股指数跌幅居前（单位：%）

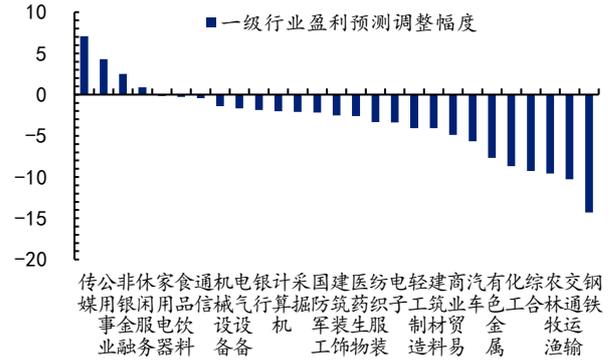


资料来源：万得，信达证券研发中心

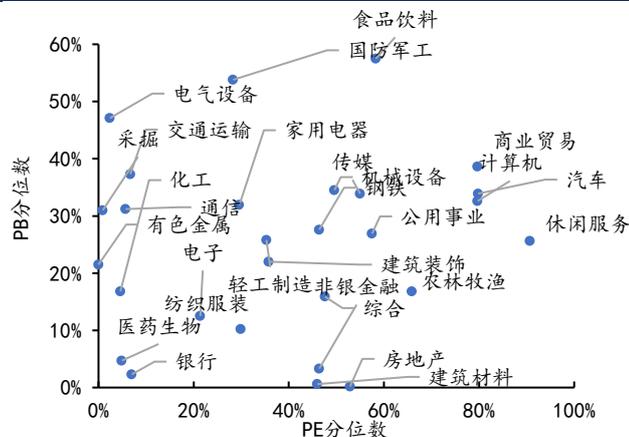
行业表现方面，4月一级行业中，传媒、建筑装饰、通信、非银金融和银行领涨。电子和化工涨跌幅靠后。截至4月末，传媒和公用事业2023年盈利预测上调幅度居前，钢铁和交通运输2023年盈利一致性预期下调幅度居首。

图 8：4 月一级行业涨跌幅（单位：%）


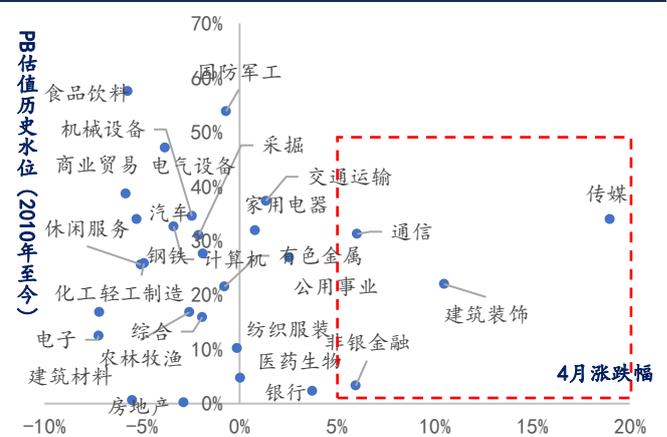
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：4 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）


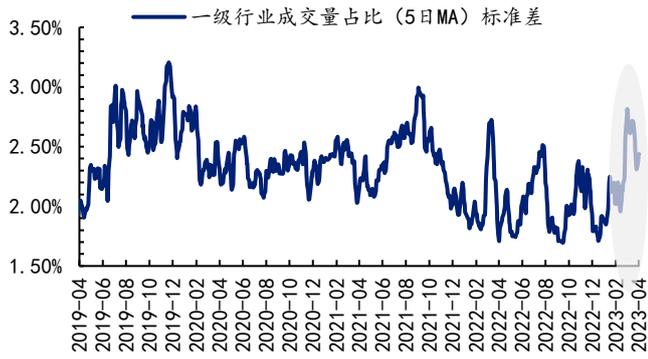
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：4 月涨幅最高的板块估值中等偏下（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化略有收窄，TMT 交易热度回落

4 月一级行业成交量标准差有所下降，涨跌幅差异度上升。4 月行业间整体涨跌分化扩大。一级行业成交量占比标准差开始下降，一级行业涨跌幅标准差继续上升。

图 12：一级行业成交量占比（5日 MA）标准差有所下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：一级行业涨跌幅标准差下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从换手率来看，低估值板块交易热度上升，成长除传媒外交易热度下降。（1）成长赛道中，截至4月28日，新能源车换手率小幅上升至1.64%，处于2010年以来48.80%的历史分位。半导体换手率下降至1.89%，处于2010年以来43.50%的历史分位。计算机换手率下降至4.11%，处于2010年以来88.10%的历史分位。传媒换手率上升至5.99%，处于2010年以来99.90%的历史分位。（2）消费板块交易拥挤度小幅回升。截至4月28日，食品饮料日均换手率上升至1.15%，处在2010年以来38.20%的历史分位。医药生物换手率上升到1.70%，处在2010年以来67.60%的历史分位。（3）周期板块交易热度回升。截至4月28日，采掘行业日均换手率上升至0.78%，处于2010年以来46.50%的历史分位；有色金属日均换手率上升至1.29%，处于2010年以来40.40%的历史分位。（4）金融地产稳定板块交易热度回升。截至4月28日，银行业日均换手率上升至0.28%，处于2010年以来85.9%的历史分位；建筑行业日均换手率上升至1.29%，处于2010年以来84.2%的历史分位。

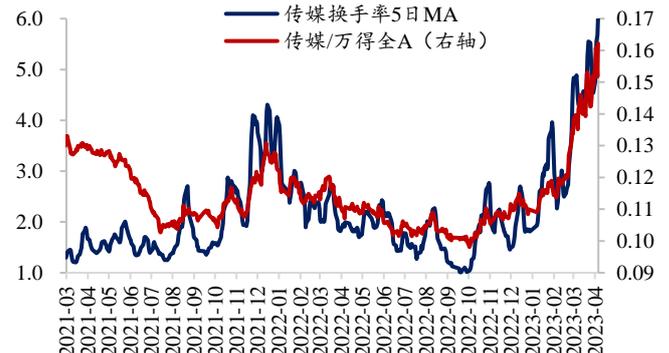
图 14：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

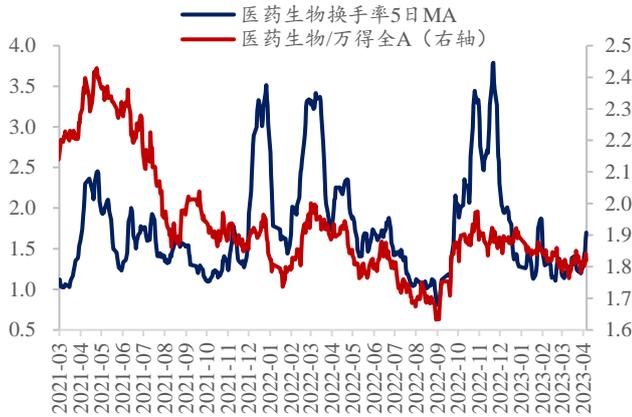
图 15：半导体日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：计算机日均换手率（单位：%、倍）

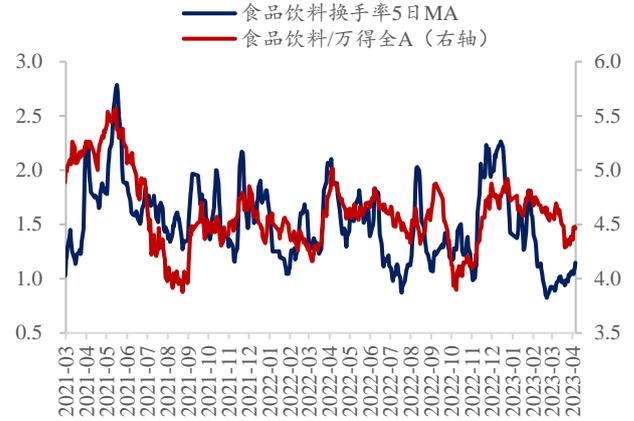
图 17：传媒日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：采掘（煤炭）日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：有色金属日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：银行日均换手率（单位：%、倍）

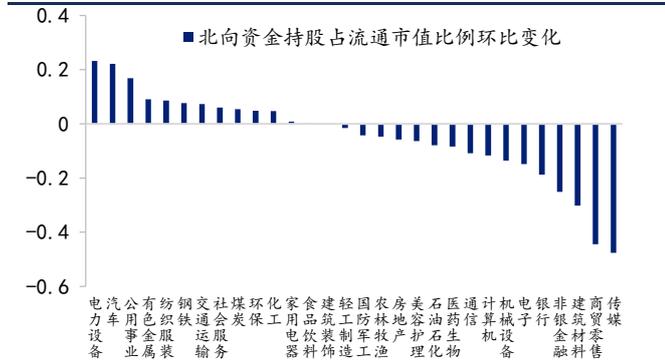

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：建筑日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

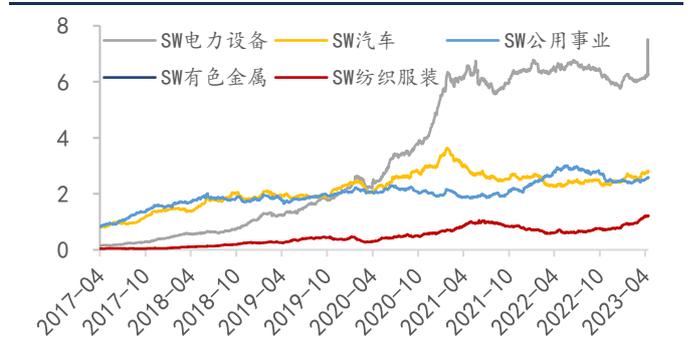
北向资金主要加仓电力设备、汽车、公用事业、有色金属和纺织服饰行业。4月北向资金持仓占流通市值比例增加较多的行业主要为电力设备、汽车、公用事业、有色金属和纺织服饰等行业。4月持仓占比变化前五的行业中，电力设备持仓占比较高，纺织服装持仓占比较低。

图 24：4 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：4 月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势（单位：pct）



资料来源：万得，信达证券研发中心

核心资产估值 4 月继续走低，4 月上涨股票数占比小幅下降。4 月核心资产上涨股票数占比为 34.3%，和 3 月相比有所下降。核心资产估值 4 月继续走低。

图 26：4 月核心资产上涨股票数占比小幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：4 月核心资产估值下降（单位：倍）

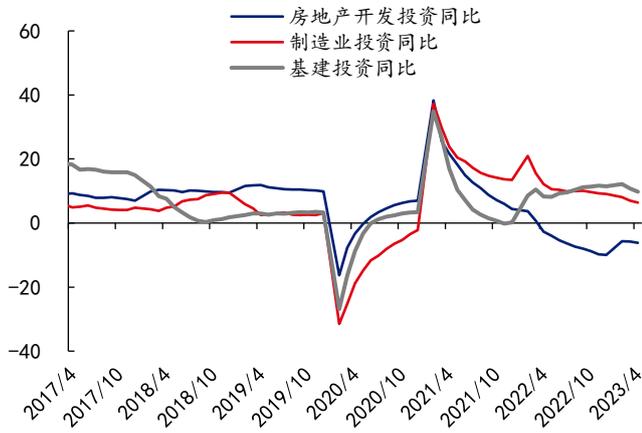


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观中观基本面跟踪

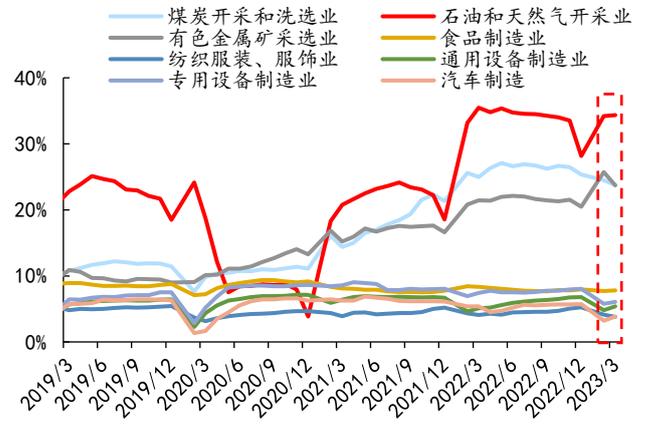
3.1 投资

图 28：2023 年 4 月房地产、制造业、基建投资均有所下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：2023 年 4 月上游利润率有所下降，下游利润率小幅抬升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 外需

图 30：美国 4 月 CPI 下降 4.9%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：2023 年 4 月我国出口金额回落（单位：%）

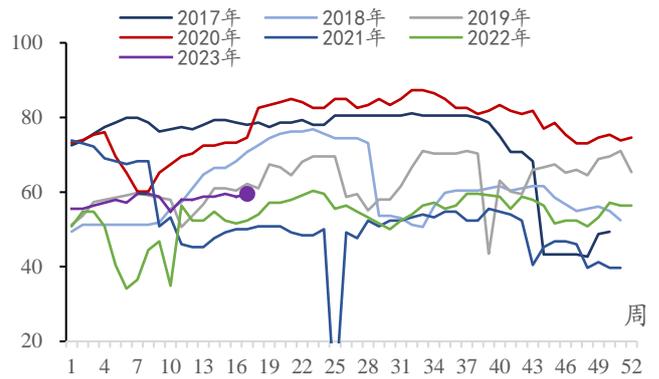


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 工业

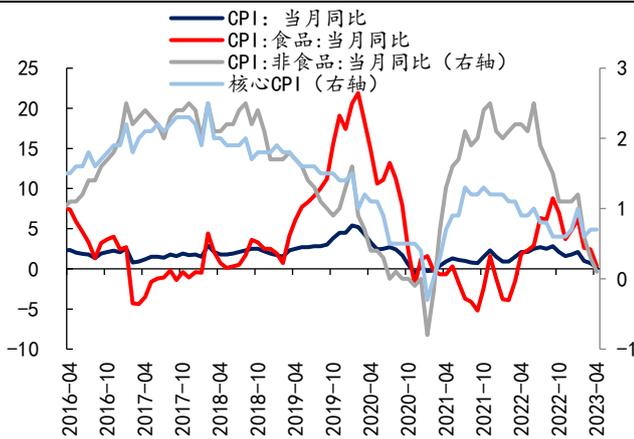
图 32: 2023 年 4 月工业增加值当月同比回升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

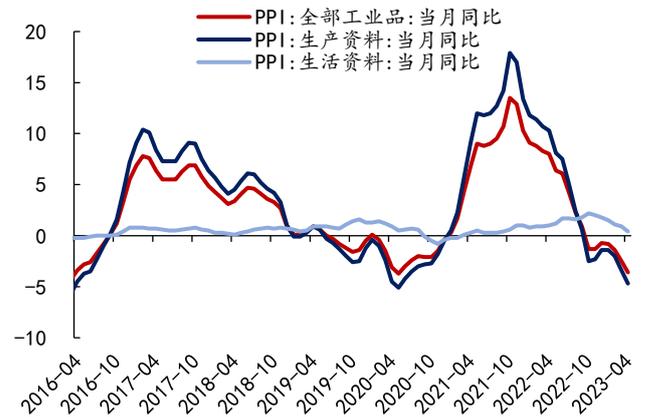
图 33: 4 月高炉开工率较 3 月上升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.4 通胀

图 34: 4 月 CPI 继续走低, 核心 CPI 稳定 (单位: %)


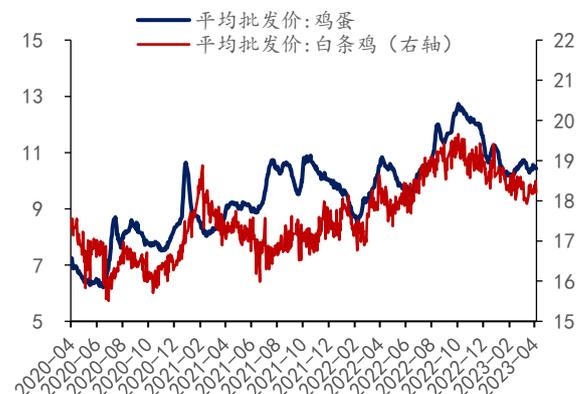
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 4 月 PPI 增速继续下降为负值 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 蔬菜价格继续下降, 猪肉价格继续小幅下降 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 鸡蛋价格所有下降, 白条鸡价格振荡 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

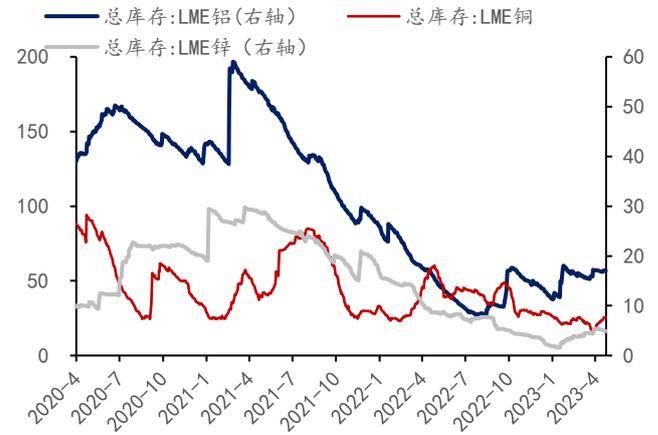
3.5 上游：资源品

图 38：煤炭库存开始下降，螺纹钢库存底部企稳（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：铜铝锌库存开始上升（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

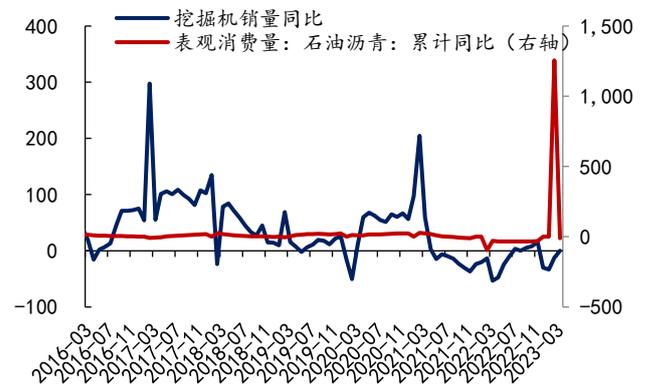
3.6 中游：建材、机械设备

图 40：4 月水泥价格下降、玻璃价格回升（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

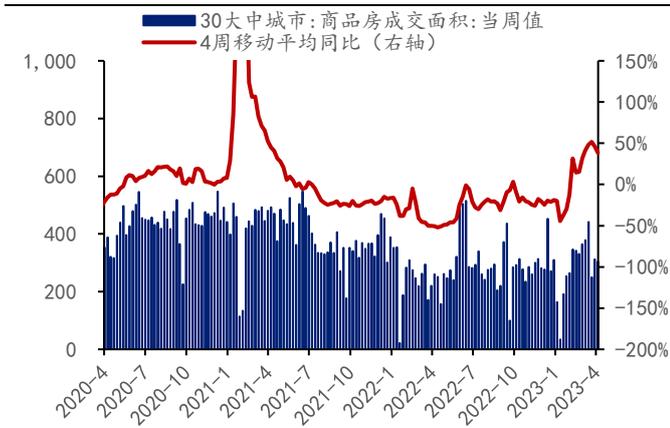
图 41：3 月挖掘机销量同比上升，石油沥青从高处回落（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

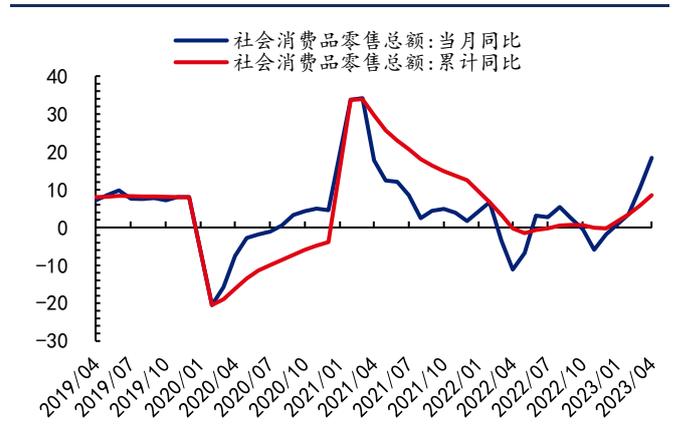
3.7 下游：房地产、消费

图 42：4 月中大城市商品房成交面积回落（单位：万平方米，%）



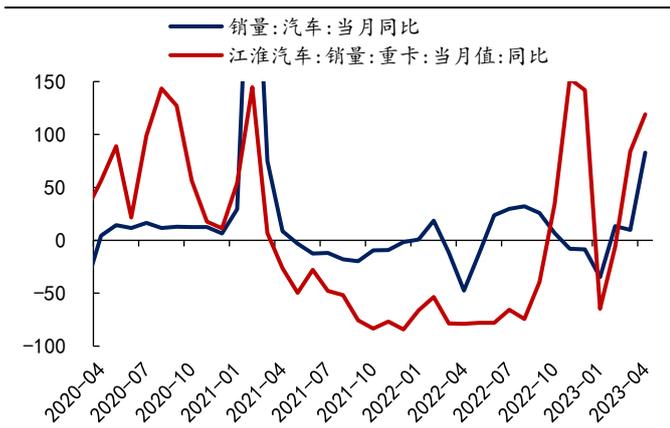
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：4 月社会消费品零售总额同比增速继续大幅回升（单位：%）



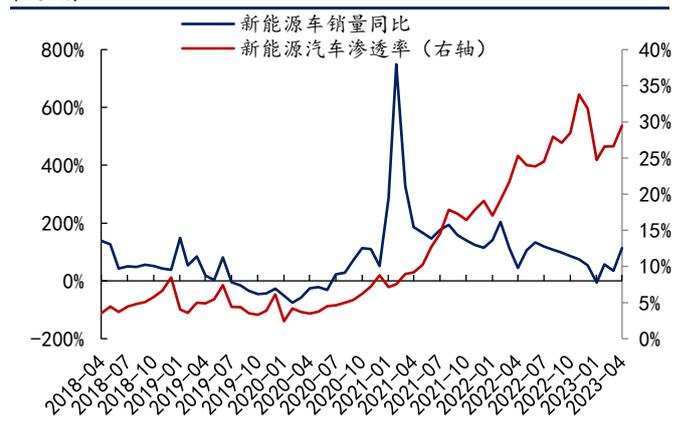
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：4 月汽车销量增速继续大幅上升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45：4 月新能源车销量大增回升，渗透率回升至 30%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

经济下行超预期，稳增长政策不及预期。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖，代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先beta，再Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。