

## 国都投资研究周报

策略周报：企业盈利仍在磨底，政策弱预期有待扭转，指数缓升成长占优

一、市场展望：企业盈利仍在磨底，政策弱预期有待扭转，指数缓升成长占优

1、市场脉动：指数底部企稳盘整，科技成长引领阶段反弹

2023/4/18 至今的一个半月，内外环境压力边际上升，包括总量政策预期降低、上市公司业绩仍处于磨底期、疫后经济复苏动能边际减弱、以及美元维持限制性高利率时间预期延长、美国债务上限谈判持续拉锯等，导致 A 股引领全球主要股指震荡回调，具体包括：

1) 央行一季度货币政策例会公告内容措辞的边际收敛变化；4/18 公布的我国一季度 GDP 同比增速 4.5% 明显好于预期、完成全年目标 5% 左右目标压力不大，预计继续出台刺激扩张性政策的概率降低。

2) 4 月底公布完毕全部 A 股的 22 年报、23 一季报表明上市公司业绩增速仍在磨底期，盈利能力仍处于缓慢下行探底阶段；而 4 月制造业 PMI 环比明显回落至荣枯线下方，也表明疫后经济恢复的基础尚不牢固。

3) 4 月以来全国楼市销售量价边际降温，钢铁水泥等上游周期行业量价走弱，表明受去年末疫情过峰积压的需求推动的前期房地产回暖持续性差；同时，前期陆续公布的 4 月进口贸易、物价、信贷社融、消费、工业、投资等数据悉数弱于预期，进一步印证当前内需恢复边际放缓，三年疫情期企业、居民资产负债表受损后的修复尚需时间，经济内生动力不足，信用扩张意愿与能力有待提升。

4) 5/3 美联储议息会议公告及会后鲍威尔的发言，使得市场对于美元降息时点的不确定性提高，需视后续美国通胀、就业及时薪等数据状况，而 4 月美国就业数据强劲，或使得美元维持高位限制性利率水平的较长时间，降息时点或延后等。

以上市场环境预期变化压力之下，叠加 AI+ 主题板块交易拥挤度存在自峰值回落的压力释放，进一步加快此前市场调整节奏。4/18-5/10 近一个月内交易期间，美元指数大部分时间保持在近一年低位 101 附近窄幅

研究员：王景

电话：010-84183383

Email：wangjingyj@guodu.com

执业证书编号：S0940516070001

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

股指方面，同期 4/18-5/19 日全球主要股指先抑后扬，纳指在科技巨头好于预期的财报下领涨 6.7%，期间 MSCI 全球、发达、新兴市场各-0.3%、+0.02%、-3.1%，而受美元利率与汇率强势压力，MSCI 中国 A 股指数、恒生指数、恒生科技下跌-7.1%、-9.8%、-13.2%，与发达市场股指背离明显。

具体 A 股市场方面，主要股指普遍震荡回调 5.1-9.0%，低估值高股息率的“中特估”先扬后抑跌幅靠后，上证指数、上证 50 各-5.1%、-6.3%而相对抗跌，而科创 50、创业板 50 领跌-8.9%、-9.0%；板块风格来看，期间周期（-7.5%）<成长（-7.4%）<消费（-5.1%）<金融（-3.2%）。动态来看，在经历此前近一个月连续弱势调整后，已对内外压力消化较为充分。近两周 5/15-29 日 A 股呈现缩量企稳态势，万得全 A 小幅下跌-0.7%，前期领跌的科创 50 反弹+2.4%、中证 500、中证 1000、创业板指等中小盘成长指数跌幅均在-1.0%以内；而前期相对抗跌的上证 50、中证 100 等大盘价值指数转跌-2.7%附近；此前领跌的成长风格反弹居前，而前期逆势反弹的金融风格转为显著回调，期间成长（+1.4%）>消费（-0.7%）>周期（-0.9%）>金融（-4.5%）。

**2、企业盈利仍在磨底，美元流动性收紧压力升温，短期超跌反弹空间或有限。**短期来看，过去一个半月指数的震荡回调，已对上述内外压力消化较为充分，主要指数与行业板块已回吐此前涨幅的 50-70%，创业板指已跌破 22 年 10 月大底；而最新美国债务上限谈判达成初步协议、中美高层团队近期重启接触与对话，以及英伟达为代表的全球 AI 龙头财报指引超预期、拼多多等中国互联网企业的一季报大超预期，正提振美国股指、中概股反弹。预计受以上内外环境的局部改善或提振，近期领跌全球的 A、H 股阶段性或有望超跌反弹。

然而，考虑到近期基本面数据仍偏弱（22 年低基数下，4 月工业企业利润同比降幅仍达-18.2%，扣除基数影响后的两年复合增速从 3 月的-4.0%扩大至 4 月的-13.5%），美国 4 月消费支出与核心 PCE 数据超预期及美联储委员鹰派信号，市场此前对于 6 月中旬的美元暂停加息预期，转为继续加息 25bp 概率升至六成以上，预计短期美元利率与汇率保持强势下，人民币汇率承压，国内货币政策难有继续宽松空间。综合以上基本面仍偏弱、外部美元流动性收紧压力预期上升，预计 A 股短期超跌反弹有限，近中期盘整格局的打破，有待经济内生动力的增强、或经济提振政策的出台。

## 2、汇率问题：贬值期中小盘成长风格一般相对抗跌，预计本轮人民币汇率继续贬值空间有限

1) **人民币兑美元汇率释放阶段性贬值压力。**年初疫后经济恢复性动力释放后，近期国内经济内生动力减弱，使得离岸人民币再度破 7；但考虑到美国经济下行压力甚至衰退风险、美元加息已入尾声，中期美元指数易降难升，以及本轮人民币汇率实际贬值已自 3 月中旬至 4 月中旬逆弱势美元启动（期间美元指数显著贬值 4.5%，而人民币兑美元汇率仅升值 1.3%），反应市场对于国内经济恢复预期已下修，预计本轮人民币继续贬值空间有限。

值得注意的是，近日随着离岸人民币兑美元汇率持续走弱至 7.0 上方关口后，人民银行、外汇局指出，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作，坚决抑制汇率大起大落。

同时，4 月中旬至今，A 股港股大盘指数震荡回调，落后 MSCI 全球指数 5-10 个百分点，也对经济恢复动能下修反应较为充分。综合判断，本轮汇率贬值与指数震荡调整压力或释放殆尽，后续若针对性的稳增长政策与举措出台，人民币汇率与股指有望进入上涨修复行情。

2) **汇率—股指—风格表现相关性简析。**决定汇率走势的长期因素主要为经济基本面强弱，因而汇率升贬与反应基本面预期的股市涨跌存在高度相关性；A 股大盘指数与离岸人民币兑美元汇率存在高度正相关性，即人民币升值阶段 A 股一般上涨，反之亦然，但指数相对汇率的弹性差异较大；风格表现差异来看，人民币汇率升值期，与经济相关性高大盘价值风格中证 100 涨幅显著高于中小盘成长风格中证 500，反之人民币汇率贬值期，中证 500 跌幅小于中证 100。

（以上数据来源：WIND，国都证券，下同）

## 3、近期市场展望：业绩尚在磨底，指数震荡风格轮动

1) **整体业绩尚在磨底，大盘指数相对稳健，双创指数波动回落。**全部 A 股的 22 年报及 23 一季报显示，上市公司业绩仍在底部震荡，业绩增速与盈利能力的向好拐点或待 23H2。全部 A 股上市公司 22 年报、23 一季报的营收各同比+6.6%、+3.8%，归母净利润各同比+0.8%、+1.4%，ROE(TTM)分别为 8.9%、8.5%；剔除金融石油石化后全 A 的 22 年报、23 一季报营收各同比+6.6%、+3.9%，归母净利润各同比-1.4%、-6.5%，ROE(TTM)分别为 8.2%、7.6%。整体来看，22 年报、23 一季报的业绩增速、盈利能力均处于 22Q1 以来的

低位震荡磨底期。

主要指数的业绩表现来看，沪深 300 等大盘股业绩保持平稳增长，盈利能力在较高水平略有回落，22 年报、23Q1 的营收/净利润各同比+8.9%/+3.7%、5.0%/+6.0%，ROE(TTM)分别为 10.6%、10.2%，营收增速随名义 GDP 增速回落而放缓（22 年、23Q1 名义 GDP 同比+5.3%、+5.0%），但净利润增速略有反弹，ROE 稳中略降。而创业板、科创板、中证 500 等中小盘股的业绩增速、ROE 盈利能力普遍下行，具体数据方面，22 年报、23Q1 的创业板营收/净利润各同比+19.2%/+9.9%、11.2%/+3.0%，ROE(TTM)分别为 8.0%、7.3%，科创板营收/净利润各同比+29.2%/+5.6%、+0.3%/-46.8%，ROE(TTM)分别为 7.7%、6.8%，中证 500 营收/净利润各同比+3.7%/-18.4%、+3.3%/-9.2%，ROE(TTM)分别为 6.9%、6.4%。

**2) 单季度风格板块业绩表现来看，金融与消费回升明显，而成长与周期承压回落。**按风格板块单季度业绩表现来看，金融、消费板块业绩增速回升明显，而成长、周期板块业绩仍承压。23Q1 金融、消费的营收/净利润各同比+6.3%/+10.3%、+6.1%/+9.3%，均较 22 年第四季度的-5.4%/-8.8%、+2.2%/-11.3%的同比增速明显回升，ROE ( TTM ) 环比稳中微降至 8.6%、9.8%；而成长、周期板块的 23Q1 业绩增速、ROE 均较 22 年报放缓，23Q1 成长、周期的营收/净利润各同比+5.5%/-10.1%、-0.4%/-18.2%，均较 22 年第四季度的+10.2%/+51.8%、+3.4%/-30.1%的同比增速普遍明显回落，ROE ( TTM ) 环比分别回落 0.68、1.08 个百分点至 7.3%、9.4%。

**3) 按行业板块来看，部分下游消费、计算机与传媒、非银金融等行业板块业绩已处于回升周期，而电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等中游制造为主的板块正处于底部企稳阶段，上游周期、电气设备、医药生物、农林牧渔等行业板块业绩位于放缓阶段。**

具体来看，业绩回升显著的包括非银金融、房地产、休闲服务、计算机、传媒等，23Q1 净利润同比增速较 22 年回升幅度高达 70-600 个百分点不等；业绩稳中有升的包括家电、食品饮料、建筑装饰，净利润同比增速保持 12-17%较快增速，且较 22 年回升 3-5 个百分点；业绩处于底部企稳阶段的行业板块以中游制造业为主，包括电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等，净利润同比增速环比变化普遍在±10 个百分点以内；业绩自高位明显回落的包括电气设备及新能源、农林牧渔、采掘、化工、有色金属，23Q1 净利润同比增速较 22 年回升幅度高达 20-65 个百分点不等。

**4) 风格短期收敛均衡。**资金方面，公募基金 23 年一季报显示，权益类基金仓位已攀升至历史高位 89% 附近，且基金份额普遍呈现净赎回态势，增量发行仍较低迷，市场存量资金博弈态势持续。公募基金指数板块配置方面，呈现“由大转小”特征，1Q23 基金整体减配沪深 300、创业板，增配中证 500、科创板。行业配置调整方面，1Q23 基金减配电气设备及新能源、国防军工、银行、医药 CXO 等，而增配计算机、半导体、通信、传媒、食品饮料、创新药及医疗服务等。

同时，TMT 交易拥挤度正由过热逐步降温，交易占比分化趋于收敛，后续若消费、金融地产基本面产生正向预期差，或继续催化资金回归均衡配置。随着 TMT 板块成交占比于 23/4/6 触及历史峰值 50.2%后，已趋势回落近一个半月至 33%（十年均值 22%，上次 20/2/25 触及峰值 41%后持续回调 1 个月幅度达 25%）；同期金融地产板块成交占比触底显著 5 个百分点至 9%、消费板块占比微升 1.5 个百分点至 12%，当前仍较十年均值 11.5%、16.6%偏低 20%、30%；此前 2 月底至 4 月初的 AI+主题投资为主的极致分化行情已快速收敛，2/28-5/15 期间 TMT、金融地产、消费三大组合指数收益率各为+6.2%、+5.0%、-5.7%。

政策方面，随着基本面温和恢复但略好于预期，货币信贷政策虽有边际小幅收敛压力（人民银行一季度例会及货币政策执行报告的措辞微调的反应），但三季度前 PPI 持续通缩下流动性有望保持合理充裕，预计板块风格逐步回归轮动均衡，低估值、低成交占比但基本面预期触底改善的金融地产、消费板块有望阶段性补涨。

**5) 预期-现实强弱反向制衡下，或进一步决定短期风格轮动均衡。**综合判断，短期上市公司业绩尚在磨底，同时市场在宏观经济复苏动能提速、复苏分化走向均衡前，对于经济与公司业绩回升空间相对谨慎。同时，近期市场受行业板块间的预期-现实强弱反向制衡，单一风格板块难以持续独领风骚，近期或更多呈现轮动加快、均衡收敛的特征。对 TMT 板块的中期预期向好，但 23Q1 乃至 Q2 业绩仍在磨底，表现为强预期弱现实；而金融地产板块中期预期谨慎，但近期业绩整体平稳甚至反弹（非银金融），呈现为弱预期强现实；服务消费板块业绩回暖正在兑现，但股价或早已提前 Price-in。

**4、中期市场风格展望：总量政策预期弱化，经济复苏弹性有限，科技成长风格仍占优。**中期市场风格展望：经济总量复苏好于预期，政策或边际收敛，科技成长风格仍占优

**1) 一季度经济总量复苏好于预期。**一季度实际 GDP 同比 4.5%，好于市场预期值 4.0%，疫后初期经济总量复苏好于预期，恢复节奏分化明显。当前服务消费回补拉动为主，中期尚需耐用品消费回暖均衡接力，或有待就业状况、企业盈利及居民收入实质改善。

**2) 总量政策预期弱化，逆周期刺激性政策出台概率较低，注重内生性恢复动力。**受一季度经济总量恢复好于预期，市场对 23 年 GDP 增速预期值已连续上调至 5.6%，明显高于政府预期目标至 5% 左右，预计进一步出台刺激性政策的必要性或动力降低，即大规模放松房地产限购限贷政策、全面财税补贴居民大宗消费的刺激性政策出台的可能性进一步下降，而一以贯之坚持创新驱动高质量发展为核心目标。

4 月底中央政治局会议对下阶段宏观政策设定的总基调以稳中求进为主，总体符合预期，也印证逆周期刺激性政策出台概率较低的判断。此次会议作出以下几方面的研判与部署：

**一宏观形势方面**，会议总体对一季度经济运行作出了较为肯定的评价，但同时指出内生动力不强需求不足。会议指出，一季度经济社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但同时指出，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，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

**二下阶段宏观政策取向方面**，坚持稳中求进，财政与货币政策取向总体不变，侧重形成扩大需求的合力。会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹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，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

同时强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力；要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费；要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

**三产业政策方面**，会议指出要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，加快突破短板领域，做大做强优势领域。提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

**四房地产方面**，会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，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，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。

**3) 货币政策取向边际变化的关键词：总量适度、节奏平稳、有进有退、稳中有降。**综合前期人民银行一季度例会、近日公布的一季度货币政策执行报告内容的措辞边际变化，货币政策取向边际趋于收敛，宽松空间收窄，关键词可概括为“总量适度、节奏平稳、有进有退、稳中有降”。与 22 年四季度措辞对比来看，关于宏观经济、货币政策与工具、融资成本等三大方面的主要边际变化包括：

**(1) 宏观经济：内部下行压力缓和，但内生恢复动力与需求仍不足。**央行一季度例会新增“国内经济呈现恢复向好态势”，删除了“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。同时，近日公布的人行一季度货币政策执行报告对国内外经济展望总体谨慎，指出海外货币政策不确定性增大，全球经济增长放缓，外需可能持续承压；内需方面，当前消费仍面临“疫情伤痕效应”等问题，撬动民间投资也面临制约，恢复需要时间，也需要政策进一步支持。并提出，要把发挥政策效力和激发经营主体活力结合，更注重引导经济自发修复；与 4 月底的中央政治局会议指出的“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”一致。

**(2) 货币政策：侧重跨周期调节，总量适度，节奏平稳、有进有退。**下阶段货币政策与工具取向方面，更侧重“跨周期调节、总量合理、节奏平稳”，替代之前三重压力下的“加大逆周期调控力度、加大实施力度”，边际上倾向收敛平衡；一季度货币政策执行报告新增了“货币信贷总量适度，节奏平稳”的要求；政策工具方面，延续 22Q4 基调措辞，继续强调“持续发挥政策性开发性金融工具的作用”、“结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退”。

**(3) 融资成本：已位于合理适度区间偏下沿，转为稳中有降。**一季度例会已将“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”调整为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，降低变为稳中有降，表明降成本的紧迫性或空间下降。货币政策执行报告对于存贷款利率，新增“保持利率水平合理适度”措辞（即实际利率要与实际增长与潜在增速匹配）。

23Q1 新发放贷款加权平均利率为 4.34%，较 22Q4 提升 20bp（21Q4 以来首次止降转升），主要系票市场有风险，投资需谨慎

据融资利率环比大幅上行 107bp 所致，而其余贷款利率均有所下降。结合央行认为的“合理适度”利率区间 4-5%，当前 4.34% 利率位于该合理适度区间偏下沿，继续下调空间有限，与央行提出的推动融资成本稳中有降一致。

**4) 密集部署加快建设现代化产业体系，科技产业政策出台预期升温。**4 月底以来，中央、国务院顶层决策机构密集部署加快建设现代化产业体系，预计后续配套科技产业政策的有望出台。4 月底中央政治局会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，加快突破短板领域，做大做强优势领域，并提出：要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

近日中央财经委员会会议再次研究加快建设现代化产业体系问题，提出：要把握人工智能等新科技革命浪潮，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。会议同时指出：要完善新发展阶段的产业政策，把维护产业安全作为重中之重，强化战略性领域顶层设计，增强产业政策协同性；要加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，从制度上落实企业科技创新主体地位；把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来，加强产业链供应链开放合作；要大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护优秀企业家，大力培养大国工匠。

**5) 中期科技成长风格仍占优。**综合“经济温和复苏、政策预期降温”的宏观政策组合环境来看，预计年内经济复苏弹性不足，但完成政府预期目标值压力也不大，逆周期刺激性政策出台的概率下降，因而低估值、低仓位的金融地产、耐用品消费板块的向上修复空间有限；

而数字中国、补短板强链条的硬核科技安全自主创新战略下，叠加全球 AIGC 大模型竞赛驱动的算力芯片需求爆发式释放，TMT 软硬件科技板块中期有望进入新一轮高景气；虽然年初至今 TMT 板块相对收益较为显著，但当前板块估值仍处于历史分位数安全甚至偏低水平。综合判断，中期科技成长风格仍占优。

## 二、宏观经济跟踪与展望：疫后经济内生动力偏弱，针对性政策或有望出台

**1、疫后经济恢复转入放缓阶段。**近日国家统计局公布 4 月工业、投资、消费同比增速各为+5.6%、+4.7%、+18.4%，其中工业、投资均明显低于市场预期值，且剔除 22 年同期低基数效应，两年平均增速悉数放缓；此外，月度环比来看，4 月工业、投资、消费季调环比各-0.47%、-0.64%、+0.49%，其中投资环比连续两月负增长，工业环比为历史记录第四次转负（前三次为 20 年 1-2 月、22 年 11 月新冠疫情冲击高峰期），而消费环比增速也明显低于疫情前 2015-19 年同期均值+0.77%。

总体而言，疫后初期地产与服务消费积压需求集中释放与回补，推动一季度经济恢复好于预期，但疫后第一阶段的恢复性需求快速释放后，4 月以来经济复苏动能边际减弱，反应当前经济内生动力不强，疫后经济恢复转入放缓第二阶段。

**2、当前经济弱复苏的主要原因简析：回暖的服务消费拉动效应较低、地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续。**4 月工业、投资环比转负、消费恢复不及预期，结合此前已公布的制造业 PMI 环比明显回落至荣枯线下方、进口贸易同比降幅扩大、新增信贷社融低于预期等数据，及中上游周期行业的开工率与量价等高频数据持续偏弱，均表明经济已由一季度疫后初期恢复性的好于预期的第一阶段，4 月起转入内生性的弱于预期的第二阶段。

从疫后初期经济恢复节奏来看，行业间甚至行业内部分化明显，恢复节奏呈现出“服务业消费需求回补快、耐用品消费持续偏弱，房地产积压需求释放、但房地产投资反复低迷、基建与制造业投资稳中有降”的分化特征。当前内生性经济复苏弱于预期的主要原因包括：回暖的服务消费拉动效应较低、地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续。

**1) 回暖的服务消费拉动效应较低。**本轮疫后经济恢复亮点主要为服务消费的快速回补，一季度服务业增加值同比增长 5.4%，明显高于第一、二产业的 3.7%、3.3%。4 月全国服务业生产指数同比+13.5%，比上月加快 4.3 个百分点，其中住宿餐饮业，批发零售业，交通运输、仓储邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长 48.7%、18.8%、17.6%、13.2%，比上月分别加快 18.8、7.9、5.7、1.2 个百分点。

但住宿餐饮、交运酒店等服务消费的产业链较短，就业群体收入偏低，从“行业需求回暖—就业改善—收入提升—消费释放”的传导链与循环力来看，服务消费对经济的拉动效应远不及房地产、基建及制造业。因而，疫后初期经济恢复亮点的服务消费快速回补，短期对经济拉动效应有限，且服务业就业群体收入偏低、就业

改善时间较短，消费能力提升与意愿释放尚需时间。

**2) 地产销售不振投资低迷。**22 年房地产销售、投资持续低迷，为拖累经济主要原因之一。22 年下半年起，针对供给端房企融资政策、需求端居民限购限贷政策均由紧转松，23 年房地产销售回暖能否持续？能否传导提振房企投资积极性？或成为 23 年经济复苏强弱的主要变量之一。

前 4 月来看，去年底疫情防控积压的需求，年初平稳转段后释放，推动房地产销售回暖，并在保交楼任务下房地产竣工面积连续转正。然而，短期销售回暖力度有限，弹性远不及前几轮楼市复苏周期；具体来看，在 22 年 2-4 月同期基数明显走低下，近三月的全国商品房销面同比降幅未见明显收窄，2、3、4 月累计同比依次为-3.6%、-1.8%、-0.4%，可见本轮楼市政策结构性放松对销售提振有限。

同时，楼市成交较弱回暖下，房地产投资整体仍低迷，房企资金来源仍未转正，23 年以来房企资金来源同比降幅已较 22 年明显收窄，但仍未转正前 4 月累计同比-6.4%；房企投资信心与意愿不足，施工、新开工及拿地面积仍同比明显下降。前 4 月全国房地产开发投资、房屋施工面积、新开工面积同比降幅悉数连续两个月扩大至-6.2%、-5.9%、-21.2%。房地产开发景气指数虽然连续四个月环比回升，但仍位于历史低位且幅度缓慢（月均仅 0.1 个百分点），4 月 94.8 数值仍位于历史低谷。

考虑到当前全国人口加速老龄化，人口结构的不利变化，长期房地产下行周期难以改变，同时居民负债杠杆率已高达 60% 以上且收入预期仍待提振，地产销售、投资回暖的力度与持续性有待观察。

**3) 工业通缩下企业去库存压力持续。**4 月工业生产增速明显低于预期，反应当前内需不足、外需走弱双重压力之下，工业通缩阶段企业盈利下行，工业企业主动去库存压力持续。22 年 10 月至今，PPI 同比转负已连续七个月，且 23 年 2-4 月同比降幅显著扩大至-3.6%，预计 5、6 月同比降幅仍存在小幅扩大压力；规模以上工业企业利润总额累计同比已连续八个月负增长，前 3 月同比-21.4%。

工业通缩及工业企业利润持续承压下，企业去库存压力持续，22 年 4 月工业企业成品存货累计同比+20.0%见顶后，已连续十个月趋势回落至 23 年 3 月的+9.1%，同时中采制造业 PMI 原材料库存指数已连降两个月至 4 月的 47.9%。

此外，以上需求不足、工业通缩及盈利承压下，工业产能利用率也明显下降，生产供给端下行，进一步加速工业去库存。23 年一季度全国工业产能利用率为 74.3%，同比下降 1.5 个百分点、环比下降 1.4 个百分点，且位于 2Q20 以来最低水平；工业产能利用率回升，也有待下半年工业通缩缓和。

**3、疫后耐用品消费持续偏弱，中期能否改善或为经济复苏持续性关键因素之一。**与服务消费的快速回暖不同的是，疫后以来地产链条的家具建材、汽车、手机等耐用品消费持续偏弱，反应居民收入改善预期偏低下大件商品消费意愿不足。前 4 月建筑装潢、家电、通讯器材、文化办公用品等耐用品消费累计同比-0.5~-4.5% 不等，汽车、家具两年平均也是负增长。疫后耐用品消费持续偏弱，反映当前居民、企业收入预期改善有限。

23Q1 居民收入平稳增长，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.1%，较 22 全年加快 0.1 个百分点；扣除价格因素实际增长 3.8%，仍低于同期实际 GDP 增速。23Q1 全国居民平均消费倾向（消费性支出/可支配收入）为 62%，同比提高 0.2 个百分点，但较疫情前 2013-19 年消费倾向季度均值 69%，缺口依然高达约 7 个百分点。

居民信贷在 23 年 2-3 月短暂回暖后，4 月再度转弱，当月居民新增短贷、中长贷均转负至-1200 亿元附近，同比各+601、-842 亿元。4 月居民短贷长贷悉数负增、缩表再现，与期间耐用品消费偏弱的走势一致。

**4、后续经济内生动力持续偏弱下，针对性政策或有望出台。**一季度经济恢复好于预期，4 月底高层有关宏观形势研判与定调后，市场对于总量扩张政策预期降温。然而，4 月以来疫后经济恢复转入内生动力偏弱的放缓第二阶段：居民消费以服务消费回补为主、大件商品消费持续偏弱，居民缩表行为再现；房地产销售回暖偏弱、房企投资意愿与信心持续偏低，房地产投资仍低迷，持续拖累上下游行业；工业通缩持续，工业企业盈利承压，企业去库存压力释放，工业生产供给端下行，加剧经济放缓压力。

以上房地产、居民耐用品消费、工业去库存三大压力明显缓解之前，经济内生动力或持续偏弱：提振企业投资、居民消费信心与能力为关键，后续对冲性政策或有望出台，如一线城市房地产政策的进一步优化调整、新能源汽车为首的消费财税激励政策、政策性金融机构对智能绿色产业、数字基建、民生环保等领域结构性信贷支持等。

**5、市场小幅上修一季度及全年经济增速，下半年消费与房地产投资为两大主要改善动力。**疫后国内经济温和复苏、平稳开局，尤其 3 月出口贸易、房地产销售及服务消费恢复强于预期下，使得近期市场再度小幅

上修 23 全年 GDP 同比增速一致预期至 5.6%，明显高于政府工作报告预期目标值 5% 左右。一季度 GDP 公布后，市场预期 23 年第二、三、四季度的 GDP 同比增速预测值基本维持稳定在 7.6%、4.9%、5.7%。

22 年基数大幅波动效应下，23 年 Q1、Q2 的经济增速预计分别为全年的低点、高点，Q2 中的 4、5 月消费、工业同比增速有望显著反弹至两位数。从市场对于 23Q3、Q4 消费、投资、工业的季度预测来看：消费增速 Q3 有望保持稳定在 6% 附近、Q4 在低基数下再次反弹至 10% 以上；工业增速基本稳定在 5.0% 上方附近；下半年投资增速有望稳定保持在 6.0-6.5% 区间，其中制造业投资累计增速逐季回落至 Q3、Q4 末的 6.8%、5.8%，基建投资累计增速 Q2、Q3、Q4 依次为 10.0%、7.0%、9.5%，全年来看基本与 22 年持平。下半年固定资产投资增速保持稳定，主要得力于房地产投资增速的趋势改善，目前市场预期 Q3\Q4 末房地产投资累计同比降幅逐季收窄至 -5%、-1% 以内。

### 三、压制 A 股两大问题的简析：居民缩表再现，美国通胀回落趋势下政策拐点预期延后至年末

#### 1、居民缩表再现，能否扩表将为复苏持续性的关键变量

1) 信贷与社融连续三个月超预期放量后，4 月转弱。23 年 1-3 月新增信贷、社融规模连续三个月超预期，Q1 共新增信贷、社融 14.5、10.7 万亿各同比多增 2.4、2.5 万亿，宽信贷成为当前宽信用主要融资工具。信贷、社融连续三个月超预期放量后，4 月双双转弱，环比大幅回落至 0.44、1.22 万亿，同比增幅也显著收窄至 815、2873 亿元；4 月新增社融低于预期，主要系前 3 月信贷已显著冲量、4 月居民再度明显缩表下短长贷悉数负增所致。

4 月 M2 同比+12.4%。连续第二个月环比回落 0.3 个百分点，社融、人民币贷款存量规模同比+10.0%、+11.7%，环比持平。

22 年 8 月起信贷已成为新增社融主要贡献，而政府专项债、企业债净融资额同比累计均少增共 2.0 万亿（理财产品赎回潮信用债发行成本上升），非金融企业股票融资额已连续七个月同比少增共 2 千亿，而委托、信托贷款等表外融资同比压降幅度已持续明显缓解近一年。

2) 居民缩表再现短长贷悉数负增，企业中长期贷款保持同比多增态势。21 年 5 月至 23 年 1 月居民端短期、中长期贷款趋势性同比少增，期间各累计少增 1.35、4.47 万亿，居民缩表行为明显，反应期间疫情防控、居民收入预期转弱、房地产周期下行等共振压力。23 年 2、3 月随着防疫政策优化调整及国内疫情快速过峰，疫后服务消费快速回补及购房需求积压集中释放，居民短贷、中长贷近两月同比转为多增共 0.64、0.39 万亿，相比此前连续月均少增 700、2800 亿元已明显改观。

然而，居民信贷在 2-3 月短暂回暖后，4 月再度转弱，当月居民新增短贷、中长贷均转负至 -1200 亿元附近，同比各 +601、-842 亿元。4 月居民短长贷悉数负增、缩表再现，与期间耐用品消费偏弱、楼市成交量边际走低一致，也反应居民收入预期仍待提振。

企业中长贷保持同比多增态势，4 月连续第九个月同比多增 0.40 万亿，且 23 年 1-4 月同比加速放量，前四月累计同比多增 3.13 万亿，月均同比多增 0.78 万亿，明显高于此前五个月月均值的 0.48 万亿；企业中长贷持续多增且 23 年以来加速放量，反应前期政策性金融机构新增贷款、保交楼及设备更新专项贷款等货币工具发力见效，也预示制造业、基建投资较高增速有望保持，地产投资有望底部企稳。

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

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

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

宽货币政策传导至宽信用效果不佳的原因何在？拆分信贷、社融分项结构来看，主要系期间居民端贷款持续走弱、企业债发行偏弱所致，反应期间疫情防控叠加经济周期下行中居民就业状况变差、收入预期转弱中的消费与购房意愿不足，及企业债融资不畅。具体来看，21/9 至 22/12，企业中长期、短期贷款累计新增

12.7、3.1 万亿，同比多增 0.8、2.4 万亿，期间企业端贷款较为正常；但居民中长期、短期贷款累计新增 4.6、1.6 万亿，同比少增 3.5、1.0 万亿，反应期间居民购房、消费意愿不足或持续受限。此外，同期企业债发行累计 3.5 万亿，同比少增 0.7 万亿。

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

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

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

1) 美国通胀转为缓慢回落，美元利率或较长维持高位。新近公布的 4 月美国 CPI 同比小幅回落至 4.9%（预期持平 5.0%），但核心 CPI 连续五个月高位盘整，近五个月同比保持 5.5-5.7%、环比保持 0.4-0.5% 涨幅。22 年下半年起得益于能源及交运价格回落，美国通胀见顶趋势回落（CPI 同比自 6 月 9.1% 较快回落至年底 6.5%；但 23 年以来通胀回落明显放缓，尤其核心通胀高位粘性强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。4 月美国 CPI 回落至近两年低点 5% 下方，或支持美联储 6 月暂停加息，但通胀回落缓慢、核心通胀粘性强，美元利率或较长时间维持在限制性高位水平，目前市场预期的年内转为降息或届时面临延后修正压力。

2) 服务业价格压力缓和初显。从更受美联储关注的核心 CPI（剔除商品与能源价格）变化趋势来看，本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，21 年底至今的连续十七个月同比涨幅保持在 5.5-6.6% 高位区间震荡，22 年 9 月见顶+6.6% 震荡回落，但近五个月保持在+5.5-5.6% 高位区间盘整，近五个月环比涨幅也在 0.4-0.5% 较高区间盘整。本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。

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

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

### 3) 美元加息终点临近降息拐点有待观察。

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

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

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

但美联储何时转向鸽派降息，尚存在较大不确定性，取决于未来几个月美国通胀、就业、经济形势变化程度。目前市场预期 23 年下半年美联储将降息，届时预期差的验证与修正，需密切跟踪通胀、就业及经济数据。

5 月初的美联储政策声明的几个关注点：一删除了此前暗示未来还会加息的措辞，称货币政策是否采取更紧缩，将取决于经济状况；二称美国 23Q1 经济温和增长，近几个月的就业增长强劲，并重申银行体系稳健韧性；三高度关注通胀风险，并表示通胀率仍居高不下。同时，会后美联储主席鲍威尔表示，若通胀居高不下，不支持美联储降息，并表示将根据数据逐次会议对利率政策做决定，如有必要，美联储准备采取更多行动。

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

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

#### 四、23 年市场研判：基本面复苏驱动的缓慢上涨行情可期

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

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

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

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

以上 23 年“内强外弱”下，目前市场预期疫后我国经济温和修复，23 年实际 GDP 同比增速有望回升约 2.5 个百分点至 +5.5% 附近；分季度来看，一季度受去年高基数及消化疫情达峰的双重影响，预计 23Q1 的 4.5% 为全年增速低点，低基数下 23Q2 明显反弹至 7.5% 附近，23Q3、Q4 预计在 5% 附近。

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

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

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

综合判断，23 年股市资金供需总体仍偏紧，决定了市场以存量资金博弈、结构轮动为主的特征难以发生改变，结合 23 年疫后服务消费恢复、以住房改善与新能源汽车为扩内需两大抓手、以自主安全与数字经济为

首的创新发展等主线，以及估值高低-预期实现难易等差异状况，预计 23 年价值与成长风格趋于均衡。

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

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

#### 4) 中期配置建议：中期布局扩大内需与补链强链两大主线机会。

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

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

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

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

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

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

### 本周研究动态：

#### 化工行业（王双）

#### 行业走势

2023 年 5 月 22 日至 5 月 26 日申万基础化工指数下跌 1.06%，上证指数下跌 2.16%，行业指数跑赢大盘指数。细分板块中表现较好的板块是轮胎、氨纶、改性塑料；表现较差的板块是纯碱、磷肥、氯碱。

#### 行业观点

**黄磷价格本周低位反弹，但下游景气度仍然不高：**本周黄磷价格上涨 6.23%到 1.99 万元/吨。黄磷价格降至

低位后，多数企业成本承压，部分黄磷企业低价不愿接单，供应端开始集体惜售挺价，不断收紧低端价格，市场现货货源偏紧，低价货源难寻。目前下游市场仍未好转，企业开工积极性不高，维持低负荷生产，对本次黄磷价格推涨保持谨慎观望态度，多数企业以消耗库存原料和前期订单为主，部分企业少量刚需补货；本周黄磷行业库存约 10200 吨，较上周大幅减少；从主要下游产品看，磷酸、草甘膦、三氯化磷价格需求市场仍然低迷，对黄磷高价接受度低，保持按需采购，随用随采。草甘膦价格跌势未止，整体开工率处于低位；三氯化磷、磷酸企业开工稳定，但是下游需求不足，多以接单生产为主，对黄磷保持刚需采购，难以支撑黄磷价格。本周黄磷行业平均利润仍保持亏损状态，但是鉴于本周黄磷价格有所反弹，亏损情况略有缓解，但是整体来看仍难盈利。

本周聚合 MDI 价格上涨 3.4% 至 1.52 万元/吨：经销商对外低价惜售情绪不减，市场报盘价拉涨上行；下游对高价原料接受能力有限，下游大型家电企业生产相对维稳，对原料按合约量跟进为主；中小型企业接单生产，对原料囤货意愿不高。下游管道身处淡季行情，整体需求端难有放量；下游喷涂行业维持正常订单交付，对原料消化能力提升有限。下游冷链相关及板材行业需求相对温和，整体订单短期难集中释放，因而对原料刚需采购。终端消费能力不高，下游车企仍以去库存为主，因而对原料消化能力有限；其他行业需求释放缓慢，对原料消化能力不足。综合来看，各行业订单均未有释放，因而对原料消耗能力有限。

**碳酸锂价格进入僵持阶段：**本周碳酸锂市场涨跌互现，截止到本周四，国内工业级碳酸锂（99.2% 为主）市场成交价格区间在 27-28 万元/吨之间，市场均价涨至 27.5 万元/吨，相比上周上涨 0.5 万元/吨，涨幅 1.85%。国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 29-30 万元/吨，市场均价涨至 29.5 万元/吨，相比上周上涨 0.5 万元/吨，涨幅 1.72%。随着工碳和电碳价差逐步回到合理区间，市场对工碳需求较前期减量，需求逐步转向电碳。同时在前期价格上涨背景下，青海地区工碳出货量增加，市场现货流通紧张情况缓解。甚至在市场需求减少下，部分贸易商入市降价抛货。下游放缓采购节奏。终端动力电池需求未见明显好转，叠加前期碳酸锂价格上涨，下游材料及经销商备货量增加，现多消耗原料库存。正极材料市场成本压力仍存，对碳酸锂高价接受度降低，采购较为谨慎，仅保持刚需少量补库。

**纯碱供给量充足，价格持续下降：**本周轻质纯碱价格下降 10.31% 到 2009 元/吨。目前国内纯碱供给量仍较为充足，除检修厂家以外，其他厂家基本正常生产为主。受近期新单成交率较为一般影响，纯碱厂家多灵活调价以承接新单。截止 2023 年第 21 周，据百川盈孚统计，中国国内纯碱总产能为 3455 万吨（包含长期停产企业产能 375 万吨），装置运行产能共计 2601 万吨（共 24 家联碱工厂，运行产能共计 1255 万吨；12 家氨碱工厂，运行产能共计 1350 万吨；以及 2 家天然碱工厂，产能共计 135 万吨）。整体行业开工率约为 90.18%。国内纯碱供给量较前期有所上涨，厂家现货库存量也有小幅上行，整体厂家现货库存压力尚存。2023 年 1-4 月中国纯碱全国总计进口量达 7.82 万吨，进口均价 305 美元/吨；1-4 月份纯碱总计出口量达 62.81 万吨，出口均价 367 美元/吨。本月国内纯碱市场价格下滑明显，国外用户拿货偏谨慎，多观望。

**百草枯市场价格下挫**：百草枯市场均价为 1.2 万元/吨，价格较上周同期下跌 0.15 万元/吨，跌幅 11.11%。220 公斤装 42%母液主流成交参考至 1.2 万元/吨，FOB 参考 1600-1750 美元/吨；200 升装 20%水剂成交参考 1-1.1 万元/千升，FOB 参考 1450-1580 美元/千升。主流企业装置低负荷运行，但行业内库存偏高，新单成交零星，市场供应充足。下游市场观望情绪浓厚，采购方谨慎观望，以刚采为主。百草枯行业维持低开工率，但市场交投氛围冷清，需求疲软，百草枯企业库存压力较大。原料端吡啶价格低位盘整，合成氨价格小幅下跌，一氯甲烷价格平稳，百草枯生产成本保持低位。百草枯行业的理论毛利仍处于盈亏线以上，但企业低负荷开工，下游采购谨慎，企业销售压力大。

**图 1：化工产品价格走势**

产品	最新价格 ( 2023/5/26 )	较上周	较上月	较 23 年初	较 22 年同期
黄磷	19896	6.23%	-12.76%	-35.35%	-48.05%
醚后碳四	4752	5.48%	-22.78%	-18.94%	-24.63%
固体烧碱	3335	4.64%	4.09%	-30.75%	-25.99%
苯胺	10800	4.35%	-9.62%	11.92%	-6.09%
聚合 MDI	15225	3.40%	-1.14%	4.28%	-10.70%
维生素 K3	86	2.38%	7.50%	-50.00%	-52.22%
液化气	4461	2.36%	-19.80%	-18.10%	-27.79%
三氯甲烷	2505	2.33%	-8.61%	0.76%	-40.07%
混合芳烃	7580	2.02%	-3.19%	1.74%	1.07%
MTBE	7650.00	1.97%	0.35%	13.64%	-0.24%
丙烯	6225	-8.46%	-12.01%	-11.70%	-21.70%

轻质纯碱	2009	-10.31%	-21.22%	-24.84%	-30.72%
双氧水	794	-10.38%	0.13%	12.62%	-24.81%
PX	8100	-10.40%	-10.40%	8.72%	-17.77%
百草枯	12000	-11.11%	-14.29%	-53.85%	-48.94%
重质纯碱	2222	-12.38%	-22.23%	-20.33%	-25.93%
氯化铵	567	-13.96%	-38.24%	-46.86%	-62.33%
四氯乙烯	4503	-14.89%	-16.24%	-34.12%	-46.60%
光伏级三氯氢硅	12000	-20.00%	-29.82%	-33.33%	-55.56%
液氯	-113	-2160.00%	-356.82%	59.21%	-109.60%

资料来源：百川盈孚、国都证券

### 投资建议：

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

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

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

数据来源：百川盈孚、WIND、国都证券

**机械、军工行业(韩保倩、段佳琪)**

## 一、市场表现回顾

**机械设备 (SW)** 板块上周上涨 0.04%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 5 位，同期沪深 300 指数下跌 2.37%，创业板指数下跌 2.16%。细分子板块 (申万二级行业划分) 来看，本周所有细分板块涨幅由大到小分别是自动化设备 (+1.85%)、通用设备 (+0.70%)、专用设备 (-0.05%)、工程机械 (-2.35%) 和轨交设备 (-2.80%)。个股表现来看，涨幅排名前五的分别是百胜智能 (+84.14%)、柯力传感 (+24.72%)、远信工业 (+22.76%)、迈赫股份 (+22.65%) 和腾亚精工 (+22.02%)；而跌幅排名前五的分别是恒进感应 (-52.10%)、润泽科技 (-42.63%)、奥来德 (-31.93%)、科安达 (-30.75%) 和德马科技 (-30.60%)。估值方面来看，截止 5 月 26 日，机械设备 (SW) 市盈率 (TTM，剔除负值) 为 30.09x，全部 A 股的市盈率 (TTM，剔除负值) 为 16.81x。

## 二、本周主要观点

**工程机械：**根据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，23 年 4 月销售各类挖掘机 1.88 万台，同比下滑 23.5%。其中，国内 9513 台，同比下滑 40.7%；出口 9259 台，同比增长 8.9%。23 年 1-4 月共计销售挖掘机 7.62 万台，同比下滑 25%。其中，国内 3.83 万台，同比下滑 43.5%；出口 3.79 万台，同比增长 12.2%。

CME 预估 23 年 5 月销售各类挖掘机 1.55 万台，同比下滑 25%左右。其中，国内 6500 台，同比下滑 46%左右，降幅环比小幅扩大；出口 9000 台，同比增长 7%左右，涨幅有所收窄。

**国内市场：**23 年 4 月基建投资同比+9.8%，环比-1pct；4 月房地产开发投资同比-6.2%，新开工施工面积同比-21.2%，降幅有所扩大。基建投资减速、需求趋弱，地产消费需求信心不足、恢复有待时日，房地产行业目前以“保交楼”和“去库存”为主，投资短期内难以有效提振。此外，国标切换仍有影响，国四价格相对较高，客户对新机的接受度有待提升。

**海外市场：**虽然 CME 预测增速有所放缓，但长期出口逻辑不变，龙头企业海外布局较为完善，目前已逐步进入收获期，海外需求仍有韧性，出口有望继续维持增长态势。

## 三、行业动态跟踪

5 月 25 日，由工业和信息化部产业发展促进中心联合浙江省经济和信息化厅、浙江省台州市人民政府共同主办的第三届工业母机高质量发展论坛在温岭举行。来自机床装备领域的院士、专家学者、企业代表等 400 余人齐聚一堂，共同探讨新时代工业母机产业科技创新发展新路径，为提升机床装备产业链供应链、实现高质量发展提供新思路。辛国斌在视频讲话中表示，工业母机是“制器之器”和“自强之基”，是关系国家战略安全和发展大局的基础性产业。工信部将坚持“需求导向、场景牵引、中试验证、串珠成链”，着力提升自主创新能力，推动产业提质升级，加强市场应用推广，培育完整产业生态，推动工业母机产业高质量发展。

### 【浙江日报】

近日，国际机器人联合会 (IFR) 发布报告显示，2022 年北美机器人市场增长强劲，制造业工业机器人总安装量达到 41624 台，同比增长了 12%。汽车行业是工业机器人的主要应用领域，美国、加拿大和墨西哥的公司共安装了 20391 台工业机器人，同比 2021 年增长了 30%。国际机器人联合会 (IFR) 主席 Marina Bill 表

示：“北美是仅次于中国的全球第二大工业机器人运营存量市场，其中美国、加拿大和墨西哥是机器人自动化增长的主要应用市场，而汽车行业处于领先地位。”

在美国，汽车制造商和零部件制造商的需求在 2022 年增长了 48%，显示出一种周期性的需求模式，经过几年的收缩后迎来反弹，从 2017 年的峰值水平 15397 台下降到 2021 年的 9854 台，然后到 2022 年安装量激增至 14594 台。

加拿大的工业机器人有 40% 安装在汽车行业，因此安装数量很大程度上取决于当年汽车行业的投资，2022 年其汽车销量下降了 36%，因此汽车行业工业机器人仅安装了 1258 台，这低于新冠流行前 2019 年 1897 台的水平。其中汽车零部件的工业机器人安装量大幅下降了 45%，仅有 995 台，而发动机、整车等销量增长了 99%，安装了 263 台。

墨西哥的工业机器人安装量也由占比达 66% 的汽车行业决定，2022 年增长了 16%，达到了 4222 台，这是自 2017 年创纪录的 4805 台峰值以来的第二好成绩

此外在非汽车行业，北美市场安装量超过 4000 台工业机器人的其他行业包括：电子电气行业，增长了 28%；金属和机械行业，下降了 9%；还有塑料和化学产品行业，下降了 4%，这些行业各占了 2022 年工业机器人安装量 9% 的市场份额。【Ofweek 机器人网】

#### 四、重点个股

- 1) 工程机械行业：安徽合力、杭叉集团、浙江鼎力
- 2) 机床刀具行业：科德数控、欧科亿
- 3) 机器人行业：埃斯顿

#### 五、风险提示

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

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

### 建筑材料（王景）

#### 一、建筑材料市场表现回顾

上周建筑材料行业指数下跌 2.02 个百分点，沪深 300 指数下跌 2.37 个百分点，建筑材料行业指数跑赢沪深 300 指数 0.35 个百分点。子行业方面，水泥行业指数跌幅为-1.25%，玻璃玻纤行业指数跌幅为-3.12%，装修建材行业指数跌幅为-2.01%。

#### 二、行业动态及重点子行业近期跟踪

水泥：上周全国水泥均价继续下滑，42.5 标号水泥上周全国均价为 445.65 元/吨，比前一周下滑了 6.61 元/吨，跌幅为-1.46%。分地区来看，西南地区和华东地区水泥价格下滑最多，西南地区水泥价格下滑了 13.2 元/吨，华东地区水泥价格下滑了 11.85 元/吨。东北地区、西北地区和中南地区水泥价格每吨下滑分别为 5.34 元、4 元和 3.34 元。华北地区水泥价格基本与上周持平。目前已经是全国水泥均价连续八周下滑，从 3 月底的 473.58 元/吨下降到上周的 445.65 元/吨，跌幅达到-5.9%。其中南方地区由于供需恶化，水泥价格下滑幅度较大，北方地区水泥价格相对稳定。

浮法玻璃：价格方面，上周浮法玻璃全国均价 2186 元/吨，比前一周下降了 41 元/吨，下跌幅度为-1.84%。库存方面，上周浮法玻璃企业库存为 5217 万重箱，比前一周增加了 404 万重箱，增幅 8.39%。整体来看，上周浮法玻璃市场以稳中偏弱整理为主，局部地区价格有所下滑。

### 三、核心投资观点

在细分子行业中，我们对浮法玻璃行业比较看好。浮法玻璃今年以来价格涨幅较大，从供需两方面看景气度都将持续好转。

需求方面，对浮法玻璃行业而言，浮法玻璃行业的需求有 70%来自于房地产，而浮法玻璃主要使用在房地产竣工阶段玻璃幕墙和玻璃门窗的安装中，所以浮法玻璃行业的需求受到房地产竣工面积影响很大。今年 2 月份房地产行业竣工面积同比增速由负转正达到 8%，3 月份房地产行业竣工面积同比增速达到了 14.7%，4 月份房地产竣工面积同比增速更是达到了 18.8%。在“保交楼”政策的推动下，房地产行业竣工面积修复是确定性较高的情况，从而推动了浮法玻璃行业的需求。

供给方面，随着 2022 年玻璃价格的下跌，很多玻璃厂商生产线进入冷修状态，2022 年是冷修大年，共有 41 条浮法玻璃生产线冷修，目前这些冷修生产线开始复产的很少。因此目前浮法玻璃行业供给依然处于偏紧状态，供给方面目前没有给玻璃价格上涨带来较大的压力。

### 四、本周重点推荐个股

旗滨集团（601636）：旗滨集团是国内浮法玻璃行业双龙头之一，在福建漳州、广东河源、湖南醴陵、浙江绍兴、浙江长兴、浙江平湖、马来西亚等地均建有浮法玻璃生产基地，一共有 25 条浮法玻璃生产线，日熔量达到了 17500 吨/天。随着浮法玻璃行业景气度回暖，公司具备硅砂自给、交通便利、规模化生产带来的成本优势，有望率先受益。另外，公司积极培养新兴业务，光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃有望发力，带来公司业绩增长。

### 五、风险提示

下游行业需求不及预期、原材料或燃料价格波动、市场竞争加剧。

（资料来源：Wind、iFind、国都证券、公司公告）

## 食品、饮料（白皎皎）

### 一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-1.08%；农林牧渔（中信）涨跌幅-2.46%；沪深 300 涨跌幅-2.37%。

### 二、食品饮料

#### 1. 白酒：

##### 1) 价格及库存：

茅台：箱装 2950 元左右，渠道库存维持在 0.5-1 月左右；五粮液：批价 950 元左右，库存 1 月左右；老窖：批价 900 元左右，库存约 1.5-2 个月。本周维持稳健。

##### 2) 动态：

五粮液股东大会：公司召开股东大会，管理层透露，公司年初至今 26 个营销大区动销均实现双位数增长。五一期间线下是去年同期 1 倍、线上是去年同期 1.5 倍。

山西汾酒：名酒观察反馈，汾酒将于 6 月 20 日上调主要产品价格，53 度青花 20 上调 20 元/瓶，42 度青花 20 上调 18 元/瓶，850ml 青花 30 上调 200 元/瓶，玻汾高低度各上调 1 元/瓶，青花 30 复兴版上调 70-80 元/瓶。

##### 3) 观点：

近期各公司陆续召开股东大会和业绩说明会，整体反馈较积极，再结合市场情绪角度看，边际变化略有向好，短期或可企稳。

基本面看，目前板块仍处于淡季，价盘整体平稳、渠道库存良性；年维度看，我们认为随着场景回补以及社交常态化，终端需求恢复，行业库存下降，叠加下半年消费旺季有望驱动白酒景气度提升；

中长期动态估值中枢有望维持在 30-40x，目前板块在市场风格和低预期背景下对应 23 年处于合理阶段（20-30x）；

低预期回调充分下板块具有战略配置价值，短期一线白酒更优更稳。

#### 2. 大众品：

##### 1) 价格：

大豆、棕榈油、豆油等价格周环比持续下行，包材尤其玻璃环比回升，但同比仍下降，整体预计 23 年大众品整体成本压力将逐步缓解。

##### 2) 动态：

安井食品 2022 年股东大会反馈：C 端发力锁鲜，B 端主推升级。2023 年 B 端新推高端产品丸之尊散装丸子，终端陈列丸之尊专柜实现产品区隔、价格升级、渠道利润升级。

##### 3) 观点：

短期，板块在消费整体相对疲弱背景下，或缺乏上行压力。但低预期背景下，大众品行业基本面已基本筑底，其中啤酒、速冻食品、饮料类等受益于消费场景恢复以及成本压力缓解，已经率先在报表端兑现。调味品，随着一季报落地，我们认为后期逐季改善（需求回升，渠道库存和成本压力减缓）趋势确定性较高，23-24 年有望迎来景气反转，有望否极泰来。

维持看好大众品 23-24 年景气反转行情，其中调味品、预制菜、速冻食品等具有成长性的细分领域，有望在低预期背景下迎来超预期的增长。各细分领域龙头中长期维度也有望价值逐步回归。

### 三、农业：推荐养殖板块

1) 猪价：15.0 元/kg，周环比小幅上行。考虑供给相对过剩，预计价格在二季度维持在 14-15 元/kg。

2) 观点：目前猪价行业持续亏损，处于去产能阶段，我们综合判断行业周期基本面仍处于底部左侧，去产能仍需时间和幅度；头均市值处于历史底部区域，分位置较低，板块中长期具有投资价值。

#### 四、推荐个股

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

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

#### 五、风险提示

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

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

## 休闲服务 ( 韩保倩、郝卓凡 )

### 一、市场表现回顾

社会服务 ( SW ) 板块前一周下跌 0.4%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 11 位。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是峨眉山 A(+3.73%)、首旅酒店(+2.98%)、\*ST 西域(+2.62%)、锋尚文化(+2.59%)、丽江股份(+0.41%)；而跌幅最大的公司分别是曲江文旅(-6.99%)、\*ST 米奥(-6.58%)、凯撒旅业(-5.54%)、科锐国际(-4.98%)、国旅联合(-4.65%)。

估值方面来看，截止 5 月 28 日，社会服务 ( SW ) 市盈率 ( TTM，剔除负值 ) 为 52.4x，全部 A 股 ( TTM，剔除负值 ) 的估值为 13.5x。【IFind】

### 二、本周主要观点

疫情前期积压的服务消费需求持续性释放，出行及消费复苏趋势较为明确，酒店及旅游均恢复程度较好，看好全年维度社会服务行业的业绩弹性。长期来看，服务消费增长仍然是长期趋势，推荐行业复苏逻辑下，成长属性好、业绩确定性高的标的。推荐酒店龙头锦江酒店、首旅酒店，免税行业龙头中国中免，景区演艺龙头宋城演艺、天目湖。

### 三、行业动态跟踪

珠海拱北口岸进境免税店全新亮相。5 月 24 日，珠海拱北口岸进境免税店举行焕新升级仪式，全新亮相。该店是珠海免税集团旗下重点商业项目之一，坐落于全国通关流量最大的陆路口岸——拱北口岸，是亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店。据介绍，拱北口岸进境免税店免税品经营面积为 3889 平方米，经营品类涵盖香水化妆品、烟草、酒水、时尚精品、食品、日用消费品等六大类。一层 ( 进境层 ) 以国际高端香化和畅销烟酒产品为主，其中高端香化经营区域约占一层面积的 70%；二层以全球领先洋酒品牌集团形象店、轻

奢及时尚腕表、国际名牌太阳镜及进口日用消费品为主。（南方日报）

深圳机场:拟投资设立深圳机场免税合资公司。深圳机场 5 月 24 日晚间公告，为进一步提升深圳机场商业资源价值，打造世界一流的机场免税品店，按照深圳机场免税店招标方案，公司拟与中标单位深免集团成立合资公司，共同经营 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店。同日公告，公司拟以自有资金在深圳市设立全资子公司深畅货运（注册资本：1 亿元），运营新一期国际物流设施，保障深圳机场国际货运业务可持续发展。（公司公告）

白云机场：免税业务已恢复至疫情前的四成左右。近日，白云机场在业绩说明会上表示，白云机场免税业务随着国际航班的逐步恢复在平稳增长，目前，已恢复至疫情前（2019 年）的四成左右。

北京大兴国际机场 4 月进出境旅客 10.1 万人次，创开航以来新高。从北京海关获悉，今年 4 月份，北京大兴国际机场进出境航班 596 架次，进出境旅客 10.1 万人次，环比分别增长 177.2%、201.8%，创 2019 年 9 月大兴国际机场开航以来单月进出境旅客数新高。（民航资源网）

四川：居民可利用自有住宅从事旅游经营。5 月 23 日召开的四川省第十四届人民代表大会常务委员会第三次会议上，《四川省旅游条例(修订草案)》提请大会第二次审议。《条例(修订草案)》在推进文化和旅游融合发展、提高旅游服务质量、促进旅游业健康发展等方面进行了补充完善，拟规范在线旅游、防范私设“景点”等行为。在提高旅游服务质量方面，《条例(修订草案)》增加一条规定：“城镇和乡村居民可以利用自有住宅或者其他条件依法从事旅游经营，为旅游者休闲度假、游览观光或者体验乡村生活等服务。”（成都商报）

北京大兴机场君澜酒店正式开业。5 月 16 日，座落于北京大兴国际机场（廊坊）临空经济区的地标性建筑——大兴机场君澜酒店正式开业。大兴机场君澜酒店是由河北临空集团投资，由浙江君澜酒店管理有限公司全权委托管理的一家高端城市休闲商务酒店。（全球旅报）

#### 四、重点个股

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

#### 五、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

### 医药生物（傅达理）

#### 一、市场表现回顾

上周（5.22-5.26）医药生物（SW）板块上涨 0.02%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 6 位，同期沪深 300 指数下跌 2.37%，创业板指数下跌 2.16%。细分子板块（申万三级行业划分）来看，本周各细

分板块涨跌不一，上涨的板块有医疗设备+2.02%、中药+1.70%、血液制品+1.21%、原料药+1.19%、化学制剂+0.85%、线下药店+0.76%，而下跌的板块则有医院-3.56%、医疗研发外包-3.40%、医药流通-1.41%、体外诊断-1.10%、疫苗-0.83%、医疗耗材-0.38%和其他生物制品-0.38%。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是三诺生物(+18.10%)、翰宇药业(+16.59%)、海翔药业(+16.51%)、吉贝尔(+13.00%)和康弘药业(+12.49%)；而跌幅排名前五的分别是\*ST紫鑫(-22.92%)、重药控股(-10.16%)、金石亚药(-8.67%)、第一医药(-8.59%)和怡和嘉业(-7.77%)。

估值方面来看，截止5月26日，医药生物(SW)市盈率(TTM，剔除负值)为27.88x，持续低于2010年以来中位数水平(35.61x)，相较全部A股的估值溢价率为106.31%，持续低于2010年以来的中位数水平(+127.54%)。

## 二、板块主要观点

中医药利好政策持续兑现，ASCO有望为创新药带来催化。5月26日，财政部发布2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目竞争性评审结果公示，根据竞争性评审结果，拟将15个项目确定为2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目，包括北京市朝阳区、天津市南开区、河北省沧州市、山西省长治市、上海市浦东新区、江苏省南京市、浙江省宁波市、安徽省亳州市等。早在3月15日，财政部发布《关于组织申报中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目的通知》，试点项目聚焦：1)加快促进中医药技术传承创新；2)加快促进中医药人才发展；3)加快促进中医药服务模式创新发展；4)加快促进中医药管理体系创新。中央财政补助最高2亿元/项目，用于支持中医药传承创新发展，中药利好政策持续兑现。中药板块是今年医药投资的主线之一，持续推荐：1)中药创新药，包括康缘药业、方盛制药、佐力药业等；2)品牌中药及OTC，包括片仔癀，同仁堂、华润三九、东阿阿胶等。此外，近期2023年ASCO会议的召开时点已经临近，部分公司如科伦药业等已披露于ASCO官网公布研究结果摘要，优异的临床数据读出将为创新药板块带来催化，持续推荐创新药相关标的，包括恒瑞医药、百济神州、科伦药业、亚虹药业等。

## 三、行业动态跟踪

全国首个中药饮片联采结果公布。5月22日，山东互联网中药(材)交易中心发布通知公告，公示中药饮片联合采购拟中选企业名单，公示时间为5月23-25日。21个中药饮片品种42个品规均有企业中选，其中31个品规拟中选企业达到10家以上(11个品规超30家)。100家企业“杀出重围”，平均降价29.5%，最大降幅达56.5%。

无参比品种仿制意见稿出炉。5月24日，CDE官网发布《关于无参比制剂品种仿制研究的公告(征求意见稿)》，有两点值得重点关注：一是以临床价值为导向，所仿制的品种应符合当前科学认识和临床诊疗需求及实践，作为主流治疗药物被广泛使用，且具备不可替代性特征，同时有足够临床试验数据支持临床获益大于风险；二是严控产品质量，仿制药应与多批质量研究充分、上市基础好、并且在相应治疗领域市场份额较大的已上市同品种进行全面的对比，仿制药质量不得低于已上市同品种。

国家药监局印发《医疗器械经营质量管理规范附录：专门提供医疗器械运输贮存服务的企业质量管理现场检查指导原则》。5月25日，国家药监局综合司关于印发《医疗器械经营质量管理规范附录：专门提供医疗器械运输贮存服务的企业质量管理现场检查指导原则》的通知。该《指导原则》适用于药品监督管理部门对专门提供医疗器械运输贮存服务的企业经营许可(含变更和延续)或者经营备案后的现场核查，以及对这类企业日常监督检查。检查时，应当按照《指导原则》的检查项目和所对应的重点检查内容，对企业实施《规范附录》情况进行检查。专门提供医疗器械运输贮存服务的企业可根据其经营范围、经营品种等特点，确定合

理缺项项目，并书面说明理由，由检查组予以确认。

药监局发布《关于加强委托生产药品上市许可持有人监管工作的通知（征求意见稿）》。5月24日，国家药监局综合司正式发布《关于加强委托生产药品上市许可持有人监管工作的通知（征求意见稿）》公开向社会征求意见。意见中对药品委托生产持有人的监管进行了严格的规定。比如：中药注射剂、多组分生化药的持有人应当具备自行生产能力，产能不足、需要增加委托生产地址的，应当严格按照药品上市后变更管理办法的规定办理。生物制品（疫苗、血液制品除外）、中药注射剂、多组分生化药委托生产的，持有人要建立覆盖生产用原料（包括生物材料、中药材、中药饮片、中药提取物、动物来源的原材料等）等环节的全过程质量管理体系。

国家药监局：保障特殊药品正常供应和使用。5月25日，特殊药品计划管理与检查工作座谈会在重庆召开。国家药品监督管理局党组成员、副局长黄果出席会议并讲话。黄果要求，一是提高思想认识，加强特殊药品监管的强烈责任意识。二是严格监管检查，严防特殊药品流弊风险。三是加强计划管理，保障特殊药品正常供应和使用。四是强化特药检查中心建设，打造有战斗力的特殊药品检查队伍。

第四批鼓励儿童药清单公示。5月26日，国家卫健委公示《第四批鼓励研发申报儿童药品建议清单》，公示期为5个工作日。公示期技术后，如无异议，这将是第四批鼓励研发申报的儿童药品。至此，国家鼓励研发申报儿童药品建议清单共公布3批公布清单（105个药品）、公示第4批29个药品。

#### 四、重点个股

- 1) 创新药及产业链标的：恒瑞医药、百济神州、科伦药业、药明康德、凯莱英、泰格医药等；
- 2) 医疗器械标的：迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光、澳华内镜、惠泰医疗、艾德生物、开立医疗、乐普医疗等；
- 3) 医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、国际医学、益丰药房等；
- 4) 医疗大消费标的：爱博医疗、华润三九、同仁堂、爱美客等；
- 5) 疫苗标的：智飞生物、长春高新、康泰生物、百克生物等；
- 6) 生命科学产业链标的：诺禾致源、华大智造、纳微科技、百普赛斯等。

#### 五、风险提示

市场竞争加剧风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治局势动荡加剧风险；业绩增长不及预期风险。

（周报资料来源：iFinD、Wind、公司公告、财政部、山东互联网中药（材）交易中心、CDE、国家药监局、国家卫健委）

#### 汽车、能源（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数+0.15%，HS300指数-2.37%，汽车强于大盘；长安汽车、华域汽车等

表现较强；宁德时代、比亚迪、长城汽车等表现较弱。

## 二、行业动态及趋势展望:

### 【插混、纯电市场竞争加剧，一家独大的格局将变】

据盖世汽车报道，5月25日，长城汽车官微发布一篇声明，2023年4月11日，长城汽车向生态环境部、国家市场监督管理总局、工业和信息化部递交举报材料，就比亚迪秦 PLUS DM-i、宋 PLUS DM-i 采用常压油箱，涉嫌整车蒸发污染物排放不达标的问题进行举报。对此，比亚迪方面也给予回应，声明其产品及相关检测符合国家标准。

从公平市场竞争的角度看，高压邮箱与常压邮箱成本相差约 1000 元。长城的举报，对行业发展有非常积极的促进作用，有利于监管方、企业方统一标准，营造更加公平的竞争环境。预计比亚迪配置高压油箱是大概率事件。

随着长城、吉利、奇瑞混动系统的陆续推出，国内混动市场将不再是比亚迪一家独大的局面，单纯从竞品的评测指标来看，能耗、动力等核心指标已经比较接近；当然电车核心的三电优势，尤其是比亚迪电池方面的优势，依然明显领先竞争对手，并在较长时间内为公司提供较高的竞争壁垒。

纯电市场，随着搭载宁德时代麒麟电池的极氪 001 开始交付，高能量密度、长续航将再次成为消费者的首选。本质原因是：EV 车型的保有量大幅增加后，充电方面必然会出现供给不足的情况，尤其是节假日高速路充电难的问题将日趋严峻。提升车辆 CLTC 续航至 900KM（高速续航 650km）以上，降低高速补能次数，是解决节假日充电难的唯一出路。基于此，我们判断，麒麟电池热销是大概率事件；比亚迪方面，迫于竞争压力、后续也将大概率推出更高能量密度的长续航车型。

（资料来源：盖世汽车、懂车帝、国都证券）

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

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

**五、风险提示：**（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

## 风电光伏（韩保倩）

## 一、市场表现

光伏指数本周 ( 5.22-5.26 ) 周涨幅 2.27% , 沪深 300 下跌 2.37% , 跑赢大盘。本周涨幅前五名为钧达股份 (+23.06%)、爱旭股份 (+22.58%)、帝科股份 (+14.73%)、石英股份 (+14.22%)、浙江新能 (+12.77%)。风电 ( 中信 ) 指数本周 ( 5.22-5.26 ) 本周下跌 0.88% , 跑赢大盘。本周涨幅前五名为海力风电 (+3.11%)、大金重工 (+2.76%)、银星能源 (+2.18%)、天顺风能 (+1.92%)、泰胜风能 (+1.88%)。【wind】本周 SNEC 展会在上海召开, TOPCON、HJT、\*BC 等 N 型电池产品市场关注度较高, TOPCON 今年产能规划超过 350GW, 隆基绿能、晶科能源等多家组件企业展示 TOPCON 组件, 转换效率 22-23%, 工艺路线差异化并行。我们认为 6 月组件排产旺盛, N 型加速渗透, 24 年需求确定性较强, 同时关注部分产业链环节结构化过剩问题。

## 二、行业要点

根据 PVinfolink 数据, 本周光伏产业链价格如下 ( 5 月 17 日数据 )

多晶硅致密料: 130 元/公斤, 周跌幅 9.1%。

硅片: 166 单晶硅片停止报价; 182 单晶硅片 ( 150 $\mu$ m ) 4.15 元/片, 周跌幅 9.8%, 210 单晶硅片 ( 150 $\mu$ m ) 6.00 元/片, 周跌幅 1.6%。

电池片: 166 单晶 PERC 电池停止报价; 182 单晶 PERC 电池 0.92 元/w, 周跌幅 3.2%; 210 单晶 PERC 电池 1.00 元/w, 周跌幅 4.8%;

5 月开始增加 TOPcon 电池报价, 182mm TOPcon 电池片报价 1.03 元/W, 周跌幅 1.9%。

组件: 366-375/440-450 单面单晶 PERC 组件停止报价; 182 单面单晶 PERC 组件 1.63 元/w, 周跌幅 1.8%; 210 单面单晶 PERC 组件 1.65 元/w, 周跌幅 1.8%。

双面双玻 182 组件 1.65 元/w, 周跌幅 1.8%, 210 组件 1.67 元/w, 周跌幅 1.8%。

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

本周变动环节: 硅料、硅片环节跌幅收窄, 其余环节小幅下跌, 玻璃环节价格未变动。

本周 SNEC 会议在上海召开, 产业链气氛热烈。Q2 多晶硅大厂产能逐渐释放, 买方态度谨慎, 二三线企业与一线龙头, 颗粒硅与致密料之间价差拉大。电池片和组件环节排产保持高位, 下游项目消纳速度不及预期, 市场存在观望情绪。

## 三、投资关注

1、晶胜机电 300316: 公司在新品发布会上发布三款新品, 第五代单晶炉、分选装盒一体机和钨丝线。分选装盒一体机有效实现高效自动化能力, 助力智慧化工厂; 钨丝线突破碳钢线极限并具有持续细线化可能性。公司推出第五代单晶炉将大规模导入此前拥有半导体领域的超导磁场技术, 打开低氧 N 型晶体生长工艺窗口, 实现 5ppm 超低氧单晶硅稳定生长, 彻底消除同心圆和提高少子寿命, 拓宽了有效电阻率范围。同时, 第五代单晶炉为客户提供了单晶炉单机开放二次平台。用户可对工艺和逻辑进行自主编程, 挖掘数据价值, 打造差异化竞争力。

我们认 TOPCON 等 N 型产能 23 年快速扩产对晶体品质和碳氧含量提出更高要求, 除了晶胜机电此次低氧单晶炉外, 连城数控推出 MCCz+外加磁场降氧、奥特维子公司松瓷机电推出高性价比低氧单晶炉, 有助于 TOPCON 硅料降本增效, 解决同心圆问题, 提高效率和良率。同时此次晶胜提出的单晶炉新品, 亮点除了低氧化外还在于改变传统的封闭控制系统模式, 配置了基于开放架构的用户可编程的软件定义工艺平台。

**风险提示:** N 型竞争不及预期、新技术产业化推进不及预期。

## 通信、电子（王双、苏国印）

本周上证指数下跌 2.16%，沪深 300 下跌 2.37%，中信通信指数本周上涨 0.06%，中信电子指数上涨 0.09%。通信行业方面，根据来自中国移动的官方信息显示，其已于日前启动 2023 年至 2024 年 5G 无线主设备集中采购工作。本次集采涉及到自建的 5G 2.6GHz/4.9GHz 基站设备以及共建共享的 5G 700MHz 基站设备，均采用单一来源方式，总计规模超过 41.27 万站，其中，5G 2.6GHz/4.9GHz 基站设备规模为 25.17 万站，5G 700MHz 基站设备本期拟扩容约 16.1 万站。从供应商角度来看，两大标的单一来源指定的供应商均为：上海诺基亚贝尔股份有限公司、爱立信(中国)通信有限公司、华为技术有限公司、中兴通讯股份有限公司、大唐移动通信设备有限公司。就在不久前的 5 月 15 日，中国移动才刚发出了 2023 年至 2024 年 5G 无线网主设备的公开部分集采。公告显示，此次采购的 5G 基站总规模为 8.6941 万站，其中自建 5G 2.6GHz/4.9GHz 基站 6.38 万站，共建共享 5G 700MHz 宏基站占 2.3141 万站。在今年 517 电信日大会上，中国移动总经理董昕表示，在打造新型信息基础设施方面，中国移动已开通 5G 基站超 155 万个。粗略统计，随着本轮集采结果的落地，中国移动的 5G 基站数量将接近 205 万个。我们认为当前 5G 仍在规模建设期，相关主设备厂商及接入网、核心网供应商在业绩仍将持续受益于 5G 订单的推动，建议重点关注中兴通讯。

电子方面，美股英伟达(NVDA.US)公布截至 4 月 30 日的 2023 年第一季度业绩。Wind 数据显示，该公司 Q1 营收为 71.9 亿美元，同比下降 13%，但好于市场预期的 65 亿美元；调整后每股收益为 1.09 美元，市场预期 0.92 美元。按业务划分，严重依赖个人电脑行业的图形芯片业务营收下降 38%至 22.4 亿美元，好于市场预期的 18.9 亿美元；数据中心业务营收增长 14%至 42.8 亿美元，好于市场预期的 39 亿美元。英伟达表示，其数据中心部门的营收增长是由“大型消费者互联网公司和云服务提供商的强劲需求”推动的。这些客户正在部署其图形芯片，以支持生成式人工智能和大型语言模型。受最新 GeForce RTX 40 系列产品需求的推动，游戏相关营收连续增长。展望未来，英伟达预计第二财季营收将达到 110 亿美元左右，大幅超出之前市场预期的 71.8 亿美元，超预期幅度达 53%。这一展望表明，英伟达从人工智能热潮中获得的业绩推动超出此前市场预期。在首席执行官兼联合创始人黄仁勋的领导下，英伟达将自己定位为培训人工智能软件组件的顶级提供商。黄仁勋在声明中表示：“随着公司竞相将生成式人工智能应用于每一种产品、服务和业务流程，价值 1 万亿美元的全球数据中心基础设施将从通用用途转向加速计算。”英伟达正在大幅增加供应，以满足对其数据中心产品“激增的需求”。我们认为，当前人工智能浪潮正处在发展初期，随着大模型、多模态等技术的进步和应用场景的增多，对算力的需求将持续增长，AI 芯片和光模块等算力硬件将大幅受益，中际旭创、新易盛作为全球的光模块龙头，将优先受益于海外龙头在 AI 算力上的布局，其中中际旭创的 800G 高端光模块已经供货海外客户，新易盛 800G 产品预计很快也将进入到交付阶段，未来业绩保持高速增长的确性较高，我们对板块继续予以推荐评级，重点推荐中际旭创和新易盛

对电子行业而言，整体上我们认为，当前行业还面临最终下游需求较为疲弱的压力，在库存环节还需要等待全行业库存的进一步出清，从上游来看，包括存储等元器件已经开始通过降低产能等措施加速库存步伐，从时间周期角度，行业去库存有望在二、三季度进入尾声，同时低价需求的环比改善回暖，行业景气有望在三季度触底回升，从业绩角度进入新一轮的上行周期，但是目前在底部区域尚需等待去库存的推进以及行业景

气回暖的明确信号，从推荐角度我们仍重点看好半导体设备和材料环节，虽然当前龙头公司有一定的减持压力，但是从长期来看，行业成长空间巨大，股价仍有较大的上行空间，重点推荐北方华创、中微公司、拓荆科技、盛美上海、华海清科等。

风险提示：市场系统风险，电子行业景气度持续下滑，半导体上游设备及材料需求不及预期。

( 相关数据来源：Wind，iFind，国都证券整理 )

**分析师声明**

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

**免责声明**

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

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

**国都证券投资评级**
**国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

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

**国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

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