

晨会纪要

数据日期: 2023-04-07	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3327.64	11967.74	4123.27	12602.89	2990.07	1161.02
涨跌幅度(%)	0.45	0.85	0.65	0.98	1.14	1.22
成交金额(亿元)	4363.72	6176.25	2865.67	2172.00	2875.17	1125.98

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

招商南油(601975.SH) 深度报告: 远东成品油运龙头, 行业供需改善有望充分释放弹性

【常规内容】

宏观与策略

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪

固定收益周报: 转债市场周报-转债进攻性不输正股, 关注 TMT 内部轮动策略专题: 策略专题研究-海外银行风险事件对资产配置的影响

策略周报: 怎么看 TMT 热度再创新高?

行业与公司

汽车行业专题: 造车新势力系列二十-多款重磅新车型上市, 3 月车企销量复苏

汽车行业 4 月投资策略: 3 月新能源乘用车批发销量预计同比增长 32%, 持续关注板块年报季报行情

电新行业周报: 锂电产业链周评(4 月第 2 周)-欧洲电动车市场稳步回暖, 锂盐价格持续下跌

电新行业周报: 光伏产业链周评(4 月第 2 周)-硅料及石英砂价格继续上行, 国内分布式组件小幅涨价

电新行业周报: 储能产业链周评(4 月第 2 周)-储能电芯显著降价, 光热发电规模化发展可期

电新行业周报: 风电/电网产业链周评(4 月第 2 周)-原材料价格保持振荡走势, 哈密重庆特高压直流工作稳步推进

电新行业快评: 光热发电行业政策点评-兼具调峰电源和储能双重功能, 光热发电规模化发展可期

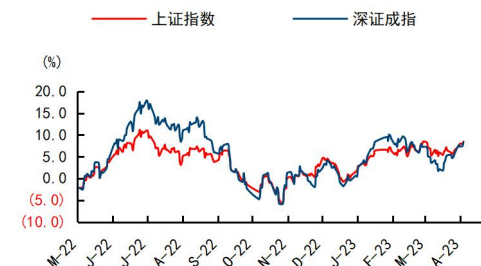
基础化工周报: OPEC+减产推动油价上行, 继续看好电子特气国产化进程
家电行业投资策略: 家电行业 2023 年一季报前瞻&4 月投资策略-一季度内需景气复苏, 关注空调及小家电内销

海外市场专题: 电商行业 2022Q4 财报总结: -各家收缩非核心业务降本增效, 预计 Q1 用户争夺加剧

互联网行业 4 月投资策略暨年报总结: 2023 年业绩展望乐观, 互联网大厂相继跟进 AI

互联网行业周报(23 年第 13 周): 阿里巴巴组织变革, 微软探索 Bing chat

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04 月 10 日

	收盘指数	涨跌幅
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	20331.2	0.27

基金指数 04 月 10 日

	收盘指数	涨跌幅
债券基金指数	3046.20	0.01
股票基金指数	11085.57	0.19
混合基金指数	10296.82	0.08

汇率 04 月 10 日

	收盘指数/价	涨跌幅
欧元兑美元	1.09	-0.12
美元兑人民币	6.86	-0.12
美元兑港币	7.85	0.04
美元兑日元	132.15	0.31

非流通股解禁 04 月 10 日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
一汽解放	298216.62	92.07	2023-04-10
上能电气	5175.00	66.28	2023-04-10
雷赛智能	13836.38	95.86	2023-04-10
京源环保	2770.75	100.00	2023-04-10
三友医疗	12073.60	100.00	2023-04-10
罗欣药业	68321.09	99.10	2023-04-10
科美诊断	205.00	1.60	2023-04-10
智明达	62.50	2.92	2023-04-10

广告

社会服务行业 4 月投资策略：期待五一及暑假景气走高，出行产业链有望新行情

社会服务行业双周报（第 54 期）：外国人入境团队游恢复，达美乐中国登陆港交所

海外市场专题：海外市场速览-国内经济复苏主线或将重新开启

传媒行业 2023 年 4 月投资策略：大模型加速推进、应用爆发可期，两条主线把握板块投资机遇

传媒互联网周报：华为“盘古”聚焦“AI for Industries”，阿里大模型开启测试

电子行业专题：VR 虚拟现实行业深度报告-AI 赋能、苹果入局，生态正向循环推动产业全面加速

商贸零售行业 4 月投资策略暨一季报前瞻：一季度行业渐进式复苏，关注 AI+商业落地机遇

农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（64）-本周全国生猪均价环比下跌 1.30%，仔猪均价环比下跌 1.24%

公用环保行业周报：公用环保 202304 第 2 期-光热发电规模化发展推进，电化学储能电站行业数据梳理

交通运输行业周报：五一民航出行预期升温，快递需求修复良好

通信行业周报 2023 年第 11 期：GPT 5 发布时间确认，国内大模型进展不断

粤电力 A (000539.SZ) 财报点评：火电盈利有望修复，新能源发展提速

上海电力 (600021.SH) 财报点评：经营业绩显著改善，新能源发展加快推进

龙源电力 (001289.SZ) 财报点评：资产减值拖累业绩增长，项目资源储备充足保障业绩增长

鼎阳科技 (688112.SH) 财报点评：预计 2023 年一季度归母净利润同比增长 55%-86%，持续受益国产替代加速

天虹国际集团 (02678.HK) 海外公司财报点评：内外需不佳叠加棉价下跌，公司业绩承压

森马服饰 (002563.SZ) 财报点评：2022 年收入下降 14%，近期终端零售改善

威高股份 (01066.HK) 财报点评：归母纯利增长 20%，平台化战略驱动新业务拓展

云海金属 (002182.SZ) 财报点评：镁产业链龙头，依托股东优势加速扩张

金融工程

金融工程专题报告：金融工程专题研究-哪类 ETF 的机构投资者占比在提升？一穿透算法下的 ETF 机构持仓行为分析

金融工程周报：热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 91 期）

金融工程周报：主动量化策略周报-TMT 领涨，超预期精选组合今年以来在主动股基中排名前 20%分位点

金融工程周报：港股投资周报-中概股持续回调，港股精选组合今年以来下跌 1.10%

金融工程周报：多因子选股周报-成长因子表现出色，上周公募中证 500 指增超额中位数-0.66%

金融工程周报：基金周报-商用飞机高端制造主题 ETF 申报，货基收益重返“2”时代

金融工程日报：沪指六连阳，两市成交额连续 4 日破万亿

【重点推荐】

行业与公司

◆ 招商南油(601975.SH) 深度报告: 远东成品油运龙头, 行业供需改善有望充分释放弹性

招商南油集油化气于一体, 是全球领先的中小船型液货运输服务商。截至 22 年末, 公司拥有及控制运力 65 艘, 共计 238 万载重吨, 旗下拥有远东最大 MR (2.5-5 万载重吨成品油船) 船队, 规模第二的内贸原油船队、国内第三的内贸液货化学品船队及国内独家经营的乙烯船队。公司服务于炼化行业, 油品运输业务收入占营业收入约 8 成。

南油的收入利润弹性主要来自于外贸成品油运输业务, 其余业务板块稳中有升。南油成品油运输业务弹性较大, 以 2022 年船队数据测算, 运价在盈亏平衡点上每波动 10000 美元/天, 预计为公司带来 6.2 亿元增量利润, 且随着公司 23 年 2 艘五星红旗 MR 运力交付, 弹性仍在扩大。公司 MR 船队的盈亏平衡点约在 12500 美元/天, 假设公司旗下 MR 船队中 10 艘兼营 MR 的税率为 25%, 外贸船队无须交税, 并假设公司旗下船队年均运营天数为 350 天, 美元汇率为 6.9, 则运价在盈亏平衡点上每波动 10000 美元/天, 公司外贸 MR 船队可以为公司带来 4.35 亿元增量利润, 内外贸兼营 MR 船队可以为公司带来 1.81 亿元增量利润。此外, 公司化学品运输、乙烯运输有望受益于国内炼化企业发展, 实现较为稳定的持续增长。

全球成品油贸易格局重构, 国际成品油运输行业需求快速增长。类似于国际航运行业, 成品油运价格波动性较大, 行业整体运力利用率与运价存在高度相关性。22 年以来, 俄乌冲突带来的俄油禁令对成品油贸易格局形成较大冲击, 欧盟对俄成品油的禁令已于 2023 年 2 月生效, 迫使欧盟从更远的中东、美湾等地进口成品油, 同时俄油亦需要寻找运距更长的非洲、亚洲等地买家以消化产能, 在假定俄油产量不变的情况下, 预计将为行业带来 646 亿吨海里的周转增量需求。此外, 过去十年中全球炼能一直处在东移的趋势当中, 2020 年以来这一趋势有所加速, 参考澳大利亚的过往案例, 在其主要炼厂关停后, 成品油进口量出现快速提升, 加工国和消费国的割裂将会带来中长期运输需求的持续提升。

成品油运输业供给格局较好, 老龄化较为严重, 供需错配下运价中枢有望逐步抬升。截至 23 年 2 月, 行业在手订单占运力比已下降至 5.8%, 其中 LR/MR 船型在手订单占运力比分别为 7.1%/4.9%, 目前新造船产能紧张、价格高企, 2026 年前新增运力将较为有限。此外, 由于油品运输具备较高危险性, 租家往往选择较为年轻、先进的运力, 行业上一波下水高峰在 07-09 年之间, 现有运力老龄化压力持续加大, 以运力可见度较高的 2025 年末作为观测节点, 预计 20 岁以下成品油船将较当前下降约 300 艘。

盈利预测与估值: 全球经济的疫后复苏、俄成品油禁令的生效、全球炼能的持续东移、船舶的老龄化等因素有望带来 23-25 年行业供需差明显加大, 运价有望维持高度景气, 招商南油作为远东成品油运龙头公司有望充分受益。预计 2023-2025 年公司实现净利润 19.2/22.1/23.2 亿元, 对应 PB 估值 1.85/1.50/1.25X, , 首次覆盖给予南油 2023 年 2.34-2.45X 目标 PB 估值, 对应目标价 4.49-4.71 元/股, 较 4 月 6 日收盘价具有 26%-32% 上涨空间, “买入”评级。

风险提示: 宏观经济超预期下滑、炼能东移进程不及预期、公共卫生事件、行业运力超预期扩张、油品消费恢复不及预期、安全事故等。

证券分析师: 高晟 (S0980522070001)、姜明 (S0980521010004)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募 EB)项目情况, 对私募可交换债项目做基

本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息（部分项目因合规原因未予列示）：

1. 大连重工装备集团有限公司 2023 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 10 亿元，正股是大连重工（002204.SZ），主承销商为国泰君安，交易所反馈日期为 2023 年 4 月 7 日。
2. 冀中能源集团有限责任公司 2023 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 20 亿元，正股可能是冀中能源（000937.SZ），主承销商为第一创业承销保荐、国金证券，交易所受理日期为 2023 年 3 月 31 日。
3. 广东省广晟控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券获交易所通过，拟发行规模为 20 亿元，正股是中国电信（601728.SH），主承销商为中信证券、中金公司，交易所通过日期为 2023 年 4 月 3 日。

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报：转债市场周报—转债进攻性不输正股，关注 TMT 内部轮动

上周市场焦点（4 月 3 日-4 月 7 日）

股市方面，上周权益市场有所上涨，AI 相关 TMT 板块持续较高热度，消费、新能源板块有所调整。周一市场放量上涨，两市全天成交额合计 12530 亿元，在东方财富的强势带动下，芯片领域领涨，全天沪指+0.72%；周二成交额较上日继续放量，但个股涨少跌多，芯片板块依旧快速上涨，人工智能概念受 360 新闻的影响出现分歧，沪指+0.49%；清明节后周四公布的 3 月财新服务业 5PMI 录得 57.8，创 28 月以来新高，此外中字头涨势较好，全天各指数弱势震荡，沪指+0.00%；周五 ChatGPT、创新药等板块领涨，全天沪指+0.45%。

债市方面，上周十年期国债利率窄幅震荡，周五收于 2.85%，与周初持平；此外，1 年、3 年 AA 级企业债利率均有所下行。

转债市场方面，上周多数转债跟随正股上涨，除【70，80】平价区间转股溢价率有所下降外，其余区间转债平均转股溢价率均有所抬升。个券层面，上周精测、飞凯、奥飞、国微等科技板块转债涨幅排名靠前，前周跌幅较大的北方转债也实现较大涨幅，小康、嵘泰等汽车转债跌幅较大。

观点及策略（4 月 10 日-4 月 14 日）

上周转债估值继续抬升，且高价转债抬升幅度高于市场平均，我们关注的【转债隐含波动率-正股长期实际波动率】指标于保持在 0 之上且绝对值进一步扩大，债市走强的背景下，转债展现出不弱于正股的进攻性。当前转债估值再次行至 90%以上历史分位数，短期内需警惕转债估值压缩风险。

经济持续修复，重视同环比低基数的行业：制造业 PMI 显示国内经济持续修复，EPS 的持续修复有望带动股指继续上行。展望二季度，低基数效应下，新能源汽车销售、光伏装机以及智能手机及可穿戴设备销售同环比均有望明显回升，EPS 修复有望带动汽车零部件、光伏组件及部分辅料环节、消费电子等相关板块行情表现。

数字经济+国产替代为 TMT 板块提供持续催化，关注内部轮动：ChatGPT 应用扩散带来的算力需求刺激年内 TMT 板块第一轮上涨行情，而海外制裁不断的背景下，国内芯片制造厂商为保障供应链安全，国产替代进程持续加速有望为 TMT，尤其是半导体材料和设备板块提供持续上涨催化；

择券策略方面，建议从两个角度挖掘个券：

1. 行业盈利仍处于底部区间或存在较大不确定性，信心建立中的地产基建链、汽车零部件、风光储设备等板块，转债存续数量较多，不少优质龙头标的动态 PE 小于 15x，转债转股溢价率处于同平价区间中等甚至偏低水平；

2. 数字经济行情扩散+国产化进程加速相关的半导体及设备材料、电子特气、PCB、通信设备等领域相关个股。

下周建议重点关注国内 3 月经济数据、美国 CPI 数据。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：策略专题研究-海外银行风险事件对资产配置的影响

要辨别海外银行业危机对资产配置的影响，首先要区分冲击原因。首先要区分的是本次欧美银行业风险，是类似次贷危机的系统性问题、经济周期中加息等导致的客观规律，还是特定风险事件导致的尾部效应，如果是前者则容易引发系列后续风险，后者则处于可控状态。本文以所罗门兄弟、长期资本、贝尔斯登、雷曼兄弟四次典型的欧美银行业风险为例，前两次是操作型的时间风险，后两者是经济周期和金融系统性风险。本次硅谷银行、签名银行和瑞士信贷更接近于短期的风险，没有达到雷曼时刻的量级。

美联储持续加息是本轮银行业危机的原因之一，但最主要的还是风险主题的投资行为。为遏制通胀，这轮加息周期中美联储累计加息 475bp，一定程度上导致硅谷银行等银行债券资产下跌，融资成本上升，陷入流动性危机。美国银行业危机传入欧洲，“挤兑潮”导致数家欧美银行破产。而最主要的问题还是在于个别主体展业经营与投资失效，如签名银行和硅谷银行存在加密货币业务的风险敞口，瑞信则是合作的金融机构对冲基金 Archegos Capital 爆仓时，连带遭受巨额损失，Greensill Capital 破产导致瑞信资金被冻结等。个案集中暴雷并不代表系统性风险，鉴于全球央行的学习效应，本轮海外银行业危机尚可控，对市场影响不宜对标 2008 年金融危机。

历次海外银行业风险时期资产价格数据与本轮银行业特点：（1）对于美股而言，美国银行业危机虽暂时平息，但增加了美国经济衰退的可能，年初以来“N 字形”的反弹更类似熊市反弹，建议等到加息风险消散后的右侧再加以布局。长期来看，在信贷紧缩、经济下滑的形势下，美股面临下跌风险。（2）对于 A 股而言，随着疫情影响退潮，国内基本面持续向好，双向力量向好支撑。此外，由于欧美银行业危机并非系统性风险，在短期内对 A 股情绪面有一定负面扰动，长期来看对 A 股的影响有限。加之今年海外风险+全球经济衰退预期，国内经济复苏“一枝独秀”的场景更容易吸引避险资金流入，因此资金面好转+盈利复苏后 A 股有望开启增长态势。（3）对于美债，根据历史上风险时期数据来看，美债收益率有望继续回落，但需要注意节奏。但与历次风险事件不同，6 月以前本轮危机中美联储尚处在相对明朗的加息周期，因而美债收益率的长期趋势将受到美联储加息进程影响，预计 5 月会议靴子落地后下行空间才会进一步打开。（4）对于大宗商品而言，短期下跌基本到位，欧佩克+减产对能源类的石油价格有抬升压力，全年来看金属中贵金属品种有望持续向好。短期来看，由于本轮银行业危机对实体经济的冲击尚不构成系统性衰退风险，CRB 指数开年下跌场景已经较充分反映了全球需求走弱+欧美银行业风险事件，但欧美产能约束和更为滞后的库存周期下，商品除了贵金属有金融属性加持外，基本金属为代表的商品很难延续前两年的行情，商品属性较强的品种供需平衡表紧平衡的状态已被较为充分 price in；长期来看，预期信贷紧缩、经济下滑将对大宗商品形成压制。对于美元与黄金而言，硅谷银行暴雷后，降息预期升温，市场利率长期下行，美元指数出现明显下跌趋势，黄金成为避险资金的主要流向，一旦加息预期向降息预期转型，低利率现象下黄金作为不生息资产的“比差”效应突出。

风险提示：海外地缘冲突风险尚未结束，欧佩克+意外限产对原油及中下游产业链价格的扰动，市场对 5 月联储议息会议预期存在广泛分歧等

证券分析师： 王开（S0980521030001）

◆ 策略周报：怎么看 TMT 热度再创新高？

策略观点：怎么看 TMT 热度再创新高？

TMT 单日成交占比持续突破 45%，相对市值占比偏离度达 30%。自 3 月 22 日 TMT 成交额占比突破 40%起，A 股交易极限集中的情况已持续小半月，本周 TMT 成交量占比历史性地达到 48%，相较不到 16%的市值占比，偏离度超过 30%。

本轮 TMT 强势对其他风格的交投热情产生“无差别挤压”。上一轮 TMT 成交量突破 40% 时，在前期成交热度抬升期间，可选消费、中游制造交易热度受影响较少，仅必选消费、大金融受影响。本轮 TMT 成交占比中枢提升 15%+ 的过程中，必选消费下降 4-6%、可选消费下降 3%、大金融下降 3-4%、中游制造业下降 5-6%。

内外资分歧时刻已至，市场整体交投热情、北上资金、杠杆资金或成后续 TMT 能否“无差别挤压”其他行业的三大关键变量。上一轮 TMT 成交量突破 40% 后，能在 3-4 个月后再创新高源于市场交易热度的突破，目前市场交投热情仅与 2022 年相对高位持平。此外，之前同时大量买入的杠杆资金和北上资金出现分歧，北上资金开始出现流出现象。后续 TMT 热度持续需要上述三个关键变量形成合力，若北上资金大步向外跑，TMT 无差别挤压行情将缓和。

季报来临，沿偏离度+景气主线挖掘“伴飞随行”新机遇。若 TMT 热度不减，在北上资金和杠杆资金分歧不大，且成交额向上突破的基础上，关注存在业绩上修验证的半导体、电子化学品，内部轮动补涨空间较大的被动器件，复苏相位领先设计、封测等方向。若 TMT “无差别挤压”行情暂缓，综合交投偏离度和业绩上调，或存下列伴飞随行品种：1) 可选消费领域关注美容护理下游、小家电；2) 支持性行业关注电力；3) 必选消费关注休闲食品、调味发酵品、养殖、动保。

行情概况：国内市场科创领涨，海外市场涨跌互现。海外指数涨幅前三为印度 SENSEX30、富时 100、道指。国内市场方面，科创 50 上涨 7.35% 带动宽基指数悉数上涨。行业方面，通信、电子、计算机分别上涨 7.94%、6.69%、5.55%，光模块、存储器等赛道领涨。

估值：近 5 个交易日，宽基指数估值提升，行业估值分化。截至 4 月 7 日，万得全 A、沪深 300、中证 500、中证 1000、科创 50、创业板指的 PE (TTM) 分别为 18.31 倍、12.33 倍、23.95 倍、31.38 倍、46.71 倍、36.36 倍。集成电路、人工智能、传感器估值上升幅度较大，工业机器人、储能、充电桩估值下降幅度较大。

市场情绪：电子、非银金融热度上升。近五个交易日内，交易热度上升较多的行业为电子、非银金融，热度下降的行业为商贸零售、电力设备。

资金：融资净买入 195 亿，北上资金流出 30.72 亿。TMT 上周流出幅度较大，电子、计算机、传媒分别流出 26.50、18.58 和 15.92 亿。

风险提示：海外地缘冲突尚未缓解、欧美推行逆全球化对供应链和产业链造成压力

证券分析师：王开 (S0980521030001)

联系人：陈凯畅

行业与公司

◆ 汽车行业专题：造车新势力系列二十—多款重磅新车型上市，3 月车企销量复苏

埃安、理想、蔚来位列 3 月交付量前三名。2023 年 3 月，埃安/小鹏/哪吒/理想/蔚来/零跑/问界/极氪的交付量分别为 4.0/0.7/1.0/2.0/1.0/0.6/0.4/0.7 万辆，分别同比 +97%/-55%/-16%/+89%/+4%/-39%/+21%/+271%，分别环比 +33%/+17%/+0%/+25%/-15%/+93%/+5%/+22%，埃安、理想、蔚来交付量位列前三。2023 年 1-3 月，埃安/小鹏/哪吒/理想/蔚来/零跑/问界/极氪的累计销量分别为 80,308/18,230/26,176/52,584/31,041/10,509/11,659/15,234 台，分别累计同比 +79%/-47%/-13%/+66%/+20%/-51%/+137%/+85%。3 月是一季度的最后一月，部分地方政府的新能源汽车补贴在 3 月底截止，存在一定的抢装行情。同时小鹏 P7i、理想 L7、零跑 C11 增程版等多个车企的新车型上市交付，造车新势力的销量环比 2 月普遍增长。

行业端：2020-2022 年，新能源汽车行业的上一轮竞争告一段落，比亚迪凭借垂直整合的供应链体系、三电技术的积累、插混市场的开拓三大优势，市占率领跑行业。2023 年起，市场竞争进入耐力赛阶段，绝大部分细分空白市场都已被挖掘，各赛道的竞争激烈程度都有所提升。同时供应链环境趋于稳定，传统车企与造车新势力等发力追赶，行业格局仍存变数。当前时点，汽车智能化（智能驾驶、智能座舱）的落地方式与盈利模式尚未成熟；汽车电动化（电池、电机、电控）的技术原理趋于同质；汽车品牌力

的塑造需要较大的市场营销投入与高效的终端渠道铺设。在有限的资源约束下，新能源汽车市场的竞争日趋激烈，企业的经营效率与战略决策越来越重要，行业发展已进入全新阶段。

公司端：蔚来稳扎稳打，持续围绕高端品牌生态做运营建设，自营补能体系前瞻布局，2023年有望交付EC7等多款新车，并实现老车型的全面升级。新一轮强势产品周期已经开启。小鹏积极进行战略调整与转型，从以智能驾驶为核心卖点转向电动化与智能化两条腿走路，对800V高压快充、自有补能体系建设加强了宣传与投入，进一步提升产品矩阵的竞争力以及研发生产的降本增效。理想L7于2023年2月正式发布，搭载新一代增程系统，于3月初开启首批用户交付。

风险提示：宏观经济增速放缓影响居民消费力，新能源汽车补贴政策退坡，行业竞争加剧影响整车厂的盈利能力。

投资建议：整车厂重点推荐比亚迪、吉利汽车、蔚来-SW、小鹏汽车-W。零部件重点推荐自主崛起及造车新势力产业链，德赛西威、拓普集团、星宇股份、骆驼股份等。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 余晓飞

◆ 汽车行业4月投资策略：3月新能源乘用车批发销量预计同比增长32%，持续关注板块年报季报行情

2022年报前瞻：截至4月6日，CS汽车板块234家汽车行业公司中共有62家公司发布年报，占比约26%。2022年，上述62家汽车行业公司的营业总收入为12690亿元，同比增长9.71%；归母净利润504亿元，同比增长20.32%。2022Q4，62家汽车行业公司的营业收入为3829亿元，同比增加34.57%，环比增加14.04%；归母净利润110亿元，同比增长126.84%，环比减少26.67%。

月度销量：据乘联会初步统计，3月，乘用车厂商批发195.5万辆，同比+7%（零售同比持平），环比+22%（零售环比+17%）；其中新能源批发59.9万辆，同比+32%（零售同比+5%），环比增长21%（零售环比+27%）。

本月行情：2023年3月CS汽车跑输沪深300指数1.1pct，弱于上证综合指数2.41pct，年初至今上涨3.53%。3月CS汽车板块下跌5.78%，其中CS乘用车下跌5.46%，CS商用车上涨0.9%，CS汽车零部件下跌7.79%，CS汽车销售与服务下跌2.05%，CS摩托车及其它下跌5.45%，同期沪深300指数下跌0.46%，上证综合指数下跌0.21%。

成本跟踪：截至2023年3月31日，橡胶类、钢铁类、浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-13.62%/-13.09%/-21.51%/-17.12%/-10.46%，分别环比上月同期-3.86%/-0.22%/+0.52%/-1.52%/-1.65%。

市场关注：北京、合肥、上海等地发布促进新能源车消费的相关政策方案；近期重点关注潜在的汽车消费刺激政策、客户结构优化的零部件（新进入特斯拉或比亚迪产业链）、一带一路利好（重卡及客车出海）等主线，同时持续关注近期的汽车板块年报季报行情。

核心观点：中长期维度，关注自主品牌崛起和电动智能趋势下的增量零部件机遇。一年期维度，今年价格战背景下，具备高产能利用率、高单车盈利的特斯拉及比亚迪产业链是汽车板块的阿尔法品种。当前板块有以下四点反弹催化：1）年报一季报业绩兑现期；2）3月后半月-4月全月的周度上险同比高增速数据支撑；4）4月上海车展的新车密集发布。

投资建议：推荐1）国产化降本主线（座椅、车灯等产业链），标的继峰股份、星宇股份；2）后市场（检测、轮胎、电瓶等），标的骆驼股份；3）超跌的特斯拉及比亚迪产业链，标的拓普集团、新泉股份、旭升集团、爱柯迪、欣锐科技等；4）一带一路：宇通客车；5）汽车+AI：德赛西威、科博达等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、戴仕远（S0980521060004）

联系人： 王少南、余晓飞、杨彬

◆ 电新行业周报:锂电产业链周评(4月第2周)-欧洲电动车市场稳步回暖,锂盐价格持续下跌

【新能源车】

- 国内:根据乘联会预测,3月国内新能源乘用车销量有望达到60万辆,同比+30%,环比+20%;预计2023Q1国内新能源乘用车批发销量有望达到148万辆,同比+25%。
- 欧洲:3月,欧洲八国新能源车合计销量为24.06万辆,同比+21%、环比+82%;2023Q1欧洲八国新能源车合计销量为48.09万辆,同比+6%。

【动力电池】

- 2月国内动力电池装车量21.9GWh,同比+60%,环比+36%。分结构来看,三元电池装车量6.7GWh,同比+15%,环比+24%,占总装车量30.7%,环比-3.0pct;磷酸铁锂电池装车量15.2GWh,同比+95%,环比+42%,占总装车量69.4%,环比+3.0pct。竞争格局来看,宁德时代/比亚迪份额分列前两位,市占率分别为43.8%/34.2%。中创新航2月份额位列第三、市占率提升至7.4%,自2022年5月后单月市占率再度提升至7%以上。

【锂电材料及锂电池价格】

- 锂盐价格持续下降,动力&储能电芯报价下行。碳酸锂价格持续走低,现已跌至22.5万元/吨;前驱体报价出现持续下跌;正极环节受锂盐报价下行影响,价格持续走低。电解液、负极、隔膜报价下行。本周动力电芯价格下跌0.04元/Wh,储能电芯报价下跌0.13元/Wh,方形三元动力电芯/方形铁锂动力电芯/方形家储用电芯/方形电力储能用电芯报价达到0.725/0.650/0.765/0.735元/Wh。

【投资建议】

- 建议关注:1)原材料价格下降后成本优化的电池企业(鹏辉能源、中创新航、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯);2)电池新技术:复合集流体产业链(璞泰来等),高镍正极(容百科技、当升科技),碳纳米管(天奈科技),涂碳铝箔(莱尔科技),铅炭储能(天能股份);3)产能加速出清电解液环节中的头部企业(新宙邦、天赐材料)。

【风险提示】

电动车销量不及预期,行业竞争加剧,原材料价格大幅波动,政策变动风险。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)

联系人: 李全

◆ 电新行业周报:光伏产业链周评(4月第2周)-坩埚及石英砂价格继续上行,国内分布式组件小幅涨价

【主产业链价格】

- 本周光伏主产业链成交均价(M10):硅料202元/KG(约合0.558元/W),环比-7元/KG(约合-0.019元/W);硅片6.40元/片(约合0.862元/W),环比持平;电池片1.09元/W,环比持平;单玻组件1.74元/W,环比持平。根据PV infolink,国内分布式组件价格环比提升0.01元/W。•本周硅料/硅片/电池/组件静态单瓦毛利分别为0.379/0.206/0.060/-0.013元/W,环比变化分别为-0.015/+0.010/-0.002/-0.004元/W。

【辅材价格】

- 硅片端辅材环比变化:石英坩埚环比+20%。•电池端辅材环比变化:正面银浆+5.3%、背面银浆+5.8%。
- 组件端辅材环比变化:3.2mm玻璃环比+4.0%,2.0mm玻璃环比+2.8%,胶膜、焊带、背板、铝边框价格均环比持平。
- 部分辅材上游环比变化:外层石英砂+11.1%,粒子价格环比持平。

【投资建议】

随着下游光伏需求的提升,石英砂、石英坩埚的紧缺形势有所加剧,本周石英坩埚及石英砂价格继续显著上行。根据PV infolink,国内分布式光伏组件价格小幅上涨,与硅料价格出现背离。我们认为光伏

行业终端组件需求旺盛，而上游硅料持续降价，产业链整体利润有扩大趋势，有供应紧缺或技术迭代支撑的环节相对溢价能力更强，有望获得更多利润留存。建议关注：

- 1) 硅片环节，石英砂紧缺促使硅片竞争格局分化，硅片龙头企业石英砂保供能力和制造能力优势凸显，推荐 TCL 中环、双良节能；
- 2) 一体化组件商环节，有望在原材料价格下行阶段受益，实现量利齐升，并且在新型电池技术领域具备更强的整体竞争优势，晶澳科技、东方日升、晶科能源、天合光能、隆基绿能，以及转型中的通威股份；
- 3) 电池环节，2023 年 N 型电池需求有望显著提升，N 型技术红利释放，当前制造端以 TOPCon 为主，推荐钧达股份；
- 4) 辅材环节，硅料放量降价带来部分环节量利齐升，以及 N 型变革下的结构性机会，关注胶膜环节（海优新材、赛伍技术）和银浆环节（聚和材料）。

【风险提示】原材料价格下降不及预期，全球贸易形势变化，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 李恒源（S0980520080009）、王昕宇（S0980522090002）、陈抒扬（S0980523010001）

◆ 电新行业周报：储能产业链周评（4 月第 2 周）-储能电芯显著降价，光热发电规模化发展可期

【储能指数】

本周储能指数下跌 2.3%，低于市场变动幅度（+2.0%~+2.1%）。其中，结构件（-6.1%）、PCS（-4.5%）、系统（-3.8%）、电芯（-2.4%）、消防（-0.4%）、温控（+0.6%）等环节自制涨跌幅指数均跑输市场。

【电芯报价】

锂盐价格持续下降，储能电芯报价滞后下行。碳酸锂价格持续走低，本周已跌至 22.5 万元/吨，较年初报价下降了 29.25 万/吨。因储能电池报价存在滞后性，储能电池本周报价下降幅度较大，但从年初至今的跌价幅度基本符合原材料锂盐降价节奏。根据鑫椤锂电统计数据，本周电力储能方型电芯报价 0.765 元/Wh，较上周报价下降 0.130 元/Wh，较年初报价下降 0.215 元/Wh；本周户用储能方型电芯报价 0.735 元/Wh，较上周报价下降 0.130 元/Wh，较年初报价下降 0.200 元/Wh。

【行业动态】

国家能源局发布《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》。通知内容涵盖：1) 要充分认识光热发电规模化发展的重要意义；2) 积极开展光热规模化发展研究工作，“十四五”期间每年新增开工规模达到 3GW；3) 结合沙漠、戈壁、荒漠地区新能源基地建设，尽快落地一批光热发电项目，目前风光大基地项目清单中已明确 1.5GW 光热项目；4) 提高光热发电项目技术水平。

【重点公司公告】

科士达：公司发布 2022 年度业绩快报及 2023 年一季报业绩预告。2022 年公司实现营业收入 44 亿元（同比+56.84%），归母净利润 6.56 亿元（同比+75.82%），其中 Q4 实现营收 16.61 亿元（同比+73.3%，环比+36.4%），Q4 实现归母净利润 2.1 亿元（同比+127.8%，环比+8.5%）；同时公司发布 2023 年一季度业绩预告，2023 年一季度公司预计实现营业收入 14.0 亿元，较上年同期增长 150%，归属于上市公司股东的净利润为 2.0 亿元至 2.7 亿元，主要系公司光储业务的订单和出货量不断增加叠加数据中心 IDC 业务保持稳定增长态势，以致公司整体业绩增速较快。

首航新能源：IPO 过会。3 月 31 日，公司公告首航新能源首次公开发行股票申请符合发行条件、上市条件和信息披露要求。首航新能 2022 年预计实现营业收入 43.00-45.00 亿元，同比增长 135.53%-146.49%；预计实现归母净利润 8.25-8.65 亿元，同比增长 341.53%-362.94%。2022H1 储能逆变器+储能电池营收占比为 55.68%，光伏逆变器业务营收占比为 43.95%。

【投资建议】

近日，中关村储能产业技术联盟发布《储能产业研究白皮书 2023》，2022 全球新型储能新增装机 20.4GW，同比增长+96%；国内新型储能新增装机 7.3GW/15.9GWh，同比分别增长 200%/280%，预计 2023 年全球光

储市场需求将同比提速，中国企业将有望进一步提升在全球市场中的竞争力。建议关注：（1）光伏和储能逆变器领先供应商（阳光电源、上能电气、锦浪科技、固德威、德业股份、盛弘股份）；（2）前瞻性布局海内外大储系统业务的企业（东方日升、南网科技、金盘科技、智光电气）；（3）原材料价格下降后成本持续领先的电池企业（宁德时代、亿纬锂能、鹏辉能源）；（4）抽水蓄能设备供应和建设头部企业（东方电气、中国电建、中国能建、中国能源建设）。

【风险提示】储能装机不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）、陈抒扬（S0980523010001）

◆ 电新行业周报：风电/电网产业链周评（4月第2周）-原材料价格保持振荡走势，哈密重庆特高压直流工作稳步推进

【风电】

本周各类原材料价格环比小幅下降，延续近期振荡走势。铜材价格本周降幅较明显，成交价为 68,960 元/吨，环比下降 790 元/吨。

截至目前，2023 年 4 月风机公开招标容量 1.30GW，均为陆风招标；1/2/3 月招标容量分别为 12.11GW/8.89GW/7.20GW，各月招标容量均高于去年同期水平。2023 年以来全国风机公开招标容量 29.5GW，其中陆上风电 26.7GW，海上风电 2.8GW。

本周风电各细分板块呈现不同走势：系泊系统（+3.2%）、叶片（+1.7%）和海缆（+1.4%）板块呈现上涨走势；其余板块呈现下跌走势，其中跌幅较大的包括塔筒（-5.1%）和铸锻件（-3.9%）。个股方面，本周涨幅前三分别为亨通光电（+14.6%）、中天科技（+4.4%）和亚星锚链（+3.2%）。

国内风电行业基本面表现平稳，3 月排产交付情况显著改善，广东阳江三山岛 10GW 海上风电规划通过国家能源局批复，海外方面苏格兰、挪威启动海上风电开发权招标，国内外海上风电发展确定性逐步夯实。

【电网】

本周各类原材料价格环比略有下降，延续近期振荡走势。

2022 年全国电网工程投资完成额为 5012 亿元，同比+2.0%。2023 年 1 月-2 月全国电源工程投资完成额 676 亿元，同比+43.5%；电网工程投资完成额 319 亿元，同比+1.9%。2023 年以来全国煤电新增核准 24.65GW，其中 3 月核准容量 9.65GW，4 月新增核准 3.36GW。2023 年以来煤电项目开工 14.07GW，其中 3 月开工 10.07GW，煤电项目建设显著复苏。

本周电网板块股价整体呈现下跌走势，配电设备（-4.4%）和输变电设备（-2.1%）板块跌幅较大。个股方面，本周跌幅前三分别为思源电气（-5.7%）、许继电气（-5.4%）和望变电气（-4.6%）。

【投资建议】

风电：大宗价格近期保持稳定，产业链盈利能力较 2022 年有望显著修复。今年 1-2 月三北地区由于冻土原因交付较少，3 月排产与计划交付量环比显著提升，预计二季度迎来交付旺季；近期海上风电规划、招标、建设快速推进，广东阳江三山岛 10GW 海上风电增量规划正式通过国家能源局批复，建议关注 2023 年海陆景气共振带来的板块性机会。陆上分散式风电配套政策逐渐明确，海上风电有望迎来新一轮竞配。建议关注四大方向：1）盈利能力受大宗影响较小的塔筒/管桩环节；2）长期可能出现供给紧张的大兆瓦轮毂底座环节；3）新技术方向，包括滑动轴承的应用和漂浮式海上风电催生的锚链系统和动态缆需求；4）出口放量助力盈利修复的整机环节。

电网：2023 年国家电网投资有望超过 5200 亿元，创历史新高，2022 年特高压开工进度不达预期，2023 年有望迎来集中放量；2022 年特高压仅开工 4 条，2023 年特高压开工条数有望达到 8 条。今年以来已开工 2 条特高压线路，电网建设对于设备销售的拉动趋势逐渐明朗，建议关注行业确定性放量带来的板块性机会。变压器、低压电器等通用电力设备企业在风电、光伏和储能等行业需求的带动下有望拥抱新的成长周期。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政

策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）

联系人：王晓声

◆ 电新行业快评：光热发电行业政策点评-兼具调峰电源和储能双重功能，光热发电规模化发展可期

近日，国家能源局发布了《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》，通知内容涵盖：1) 要充分认识光热发电规模化发展的重要意义；2) 积极开展光热规模化发展研究工作，“十四五”期间每年新增开工规模达到 3GW；3) 结合沙漠、戈壁、荒漠地区新能源基地建设，尽快落地一批光热发电项目，目前风光大基地项目清单中已明确 1.5GW 光热项目；4) 提高光热发电项目技术水平。

国信电新观点：1) 光热发电作为一种出力稳定、可靠的新能源发电技术，兼具调峰电源和储能的双重功能，可以实现用新能源支撑新能源，是我国构建新型电力系统、实现能源转型目标中不可或缺的技术，未来市场空间广阔。我们预计未来光热发电单 GW 投资约 140 亿元，按照每年新增开工 3GW 测算，每年开工规模对应的投资额约为 520 亿元。

2) 根据国家太阳能光热产业技术创新战略联盟统计，截至 2022 年底我国光热发电累计装机约 588MW，在建项目约 3.4GW，主要分布在甘肃、青海、吉林、新疆、西藏等地区。一般项目建设周期为 1.5-2 年，预计目前在建项目将在 2023-2024 年陆续投产，我国光热发电装机规模及相关设备需求将呈现高增长。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王昕宇（S0980522090002）、陈抒扬（S0980523010001）

联系人：王晓声、李全

◆ 基础化工周报：OPEC+减产推动油价上行，继续看好电子特气国产化进程

核心观点

本周国际油价大幅上涨，国际原油价格重新站上 80 美元/桶上方，本周 WTI 原油均价为 78.4 美元/桶，较上周均价上涨 6.7 美元；布伦特原油均价为 82.8 美元/桶，较上周均价上涨 5.6 美元。在 4 月 2 日的 OPEC+大会上，沙特联合多国主动自愿减产，合计 160 万桶/天，从 5 月开始持续到今年年底。EIA 周三公布的数据显示，上周美国原油库存下滑 370 万桶，降幅超过预期，主要受强劲的出口及炼厂需求影响，也支撑了原油价格上行。EIA 在最新发布的月度能源展望报告中预计，2023 年全球石油日供给同比增加 115 万桶至 10111 万桶，2023 年全球石油日需求预期为 10048 万桶，同比增加 110 万桶。此外，IEA 本周预测 2023 年全球石油需求将增加 200 万桶/日，其中中国将增加 90 万桶/日。我们认为近期 OPEC+ 的进一步减产明确了对原油价格的主导预期，同时国内需求复苏也将大幅拉动原油需求，我们看好年内原油价格的上行趋势。

OPEC+突然宣布进一步减产 160 万桶/天，国际油价急速大涨，WTI 再次突破每桶 80 美元，我们认为 4 月份原油价格还存在上行空间，重点关注【中国海油】、【中国石油】和【中国石化】。国产替代与国际化发展趋势，为国内电子特种气体企业带来发展契机，建议关注【华特气体】、【三孚股份】和【昊华科技】。供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，下游需求恢复平稳增长，我们看好三代含氟制冷剂迎来景气复苏，同时含氟聚合物、氟化液国产化进程提速，重点推荐【巨化股份】、【三美股份】和【永和股份】。膳食纤维随着健康概念推广，行业渗透率稳步增长，【百龙创园】大幅扩展产能同时积极布局阿洛酮糖等其他高端甜味剂及益生元产品。间位芳纶方面个体防护装备配备标准的逐步推进；对位芳纶光通信及橡胶领域需求保持旺盛；此外锂电隔膜芳纶涂覆市场需求前景广阔，重点推荐【泰和新材】。国际海运费持续下行，同时国内汽车产销量持续走高，海外轮胎需求回暖，未来中国轮胎的比较竞争力优势将持续扩大全球市场份额，重点推荐【赛轮轮胎】和【森麒麟】。原油价格上行叠加海外生物燃料混掺比例进一步提升，重点推荐【卓越新能】。

重点数据跟踪

价格涨跌幅：本周化工产品价格涨幅前五的为异丁烯（6.76%）、混合芳烃（5.90%）、DEG（5.39%）、MTBE（4.85%）、涤纶 POY（4.56%）；本周化工产品价格跌幅前五的为 PVDF 电池级（-24.14%）、液氯

[illegible]

◆ 家电行业投资策略:家电行业 2023 年一季报前瞻&4 月投资策略——季度内需景气复苏, 关注空调及小家电内销

2023Q1 家电内外销依然处于复苏的通道中，前 14 周家电全品类零售额同比下滑 5%，1-2 月家电出口额下滑 6%，环比 2022 年及 2022Q4 均出现积极改善。我们预计家电上市公司 Q1 有望环比改善，营收与利润实现稳健的恢复性正增长。分板块看，白电尤其是空调板块恢复较好；厨电受到地产竣工的滞后影响，恢复进度相对更慢；小家电内销保持稳健增长，外销或有所拖累。

白电：空调内销表现亮眼，白电价格依然坚挺。1-2 月空调出货量同比+4.3%；零售端，2023 年前 14 周空调线上线下零售额同比分别+13.3%/+4.5%，冰箱线上线下零售额分别+4.7%/-6.4%，洗衣机线上线下分别-8.7%/-14.6%。价格方面，前 14 周空调线上线下均价分别-1.0%/+9.5%，冰箱线上线下均价分别+5.8%/+8.9%，洗衣机线上线下均价分别-5.0%/+5.3%，整体均价稳中有升。原材料价格方面，铜、铝、钢铁及塑料等原材料价格同比均出现 8%以上的降幅。我们预计白电企业 Q1 营收增速接近中高个位数，盈利保持稳中向好。核心推荐：美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电。

厨电：零售呈现复苏迹象，短期仍有压力。1-2 月我国住宅地产竣工面积同比增长 9.7%，为 2022 年以来首次转正。厨电在零售端也开始逐渐回暖，1-2 月油烟机线上线下零售额分别-6.8%/-4.8%，前 14 周线上线下累计降幅已收窄至-9.0%/-2.7%；燃气灶也从 1-2 月线上线下-10.7%/-10.2%，收窄至前 14 周的-11.0%/-6.1%。新兴厨电零售表现较为良好，前 14 周集成灶线上线下零售额分别-21.3%/+15.0%，洗碗机线上线下分别-9.8%/+9.6%。预计厨电企业 Q1 收入有望逐渐企稳回升。核心推荐：亿田智能、火星

小家电：内需稳健，外销承压。传统小家电行业开年以来整体表现稳健，根据线上销售跟踪数据，预计个护健康品类增长较好，厨房小电及生活电器基本持平；线下随着疫情的放开，预计零售有所回暖；外销受到海外去库存的影响，Q1 预计依然承压。新消费小家电受到消费需求弱复苏的影响，叠加 Q1 处于新品蓄势期，整体或依然处于恢复过程中。盈利方面，传统小电企业盈利或基本保持平稳，新消费家电受到费用投入及新品发布的影响，盈利或相对承压。核心推荐：光峰科技、大元泵业、小熊电器、佛山照明。

重点数据跟踪：市场表现：3月家电板块月相对收益-0.36%。原材料：3月LME3个月铜、铝价格分别月度环比+0.9%、+1.3%，铜、铝价格高位回落有所震荡；冷轧板价格月环比+2.1%。集运指数：美西/美东/欧洲线3月环比分别-11.08%、-3.84%、-11.88%；资金流向：重点公司陆股通持股比例下降，3月美的/格力/海尔陆股通持股比例月环比-0.57%/-0.70%/-1.06%。

核心投资组合建议：白电推荐海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器；厨电推荐老板电器、亿田智能、火星入；小家电推荐光峰科技、小熊电器；照明板块推荐佛山照明；零部件板块推荐大元泵业。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

◆ 海外市场专题:电商行业 2022Q4 财报总结: -各家收缩非核心业务降本增效, 预计 Q1 用户争夺加剧

大盘概览：受疫情下物流管制影响，22Q4 网上零售增速降至 4%，料 23Q1 增速恢复至高个位数。整体规模和增速看，22Q4 国内社会零售额 11.9 万亿，同比下降 2.5%，增速较上年同期的 3.5%明显下滑，实物线上渗透率 31.2%，同比提升 4.3pct，驱动因素看，22Q4 疫情导致物流履约链路不畅，消费者家庭囤货需求增加，各平台降本增效，线上交易增长主要由用户价值提升驱动。料 23Q1 各平台通过大促和日常降价等手段刺激用户消费，线上交易将主要由用户交易频次提升驱动。

格局演变：22Q4GMV 增速持续分化，预计 23Q1 下沉市场竞争激烈。22Q4 各家 GMV 增速继续分化，阿里京东唯品会份额下滑，拼多多和抖快份额提升明显。2023 年消费回暖，预计市场份额争夺更加激烈，争

夺焦点将从直播电商转移至下沉市场。分公司看，1) 预计阿里 23Q1 GMV 低个位数负增长，份额逐步企稳。2) 拼多多持续抢占份额，开拓海外市场第二曲线。3) 抖快增速逐渐回归常态，京东短期份额可能承压；4) 唯品会为服饰类品牌特卖电商，预计将随大盘同步复苏。

货币化率：23Q1 行业竞争加剧，预计各家货币化率增长放缓。平台话语权决定货币化率，22Q4 阿里货币化率小幅下降，京东、多多和快手电商货币化率上升明显。展望 23Q1，市场份额竞争加剧，预计拼多多、京东和快手电商货币化率增长趋缓，直播电商增速减缓后阿里竞争环境边际好转，预计阿里货币化率降幅收窄。

利润端：预计 Q1 各家电商业务对用户投入随消费复苏加大，整体费用率可控。展望 23Q1，预计各电商业务费用投放随行业竞争加剧有所恢复，主要用于用户端拉新促活，Q1 消费复苏缓慢，预计各公司会继续收缩非核心业务以控制整体费用水平。

投资建议：电商板块推荐顺序为拼多多（PDD.O）、阿里巴巴-SW（9988.HK），建议关注未上市的抖音集团。拼多多性价比电商起家，已经形成适配的商家生态并建立“省”的用户心智，行业竞争加剧的背景下我们看好拼多多份额扩张能力，预计 Q1 拼多多份额继续提升，短期竞争影响拼多多收费能力，长期份额提升利于平台话语权提升；大盘复苏和直播电商竞争减弱带动阿里电商业务复苏势头明显，近期集团改组利于公司各版块估值提升，目前阿里对应 FY24E 整体经调整净利润 11.5xPE，估值较低，推荐阿里巴巴-SW（9988.HK），此外，抖音电商仍有较大增长空间，目前增速在电商行业居首位，建议关注未上市的抖音集团。

风险提示：宏观经济系统性风险，新进入者竞争加剧等市场风险。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人： 王颖婕

◆ 互联网行业 4 月投资策略暨年报总结：2023 年业绩展望乐观，互联网大厂相继跟进 AI

3 月行情回顾：恒生科技指数单月上涨 9.6%。其中 3 月 17 日-3 月 31 日累计上涨 13%。本轮上涨主要受到 ChatGPT 的快速迭代及应用，和国内公司纷纷发布 AI 相关应用计划的驱动。截至 2023 年 3 月 31 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 39.19x，处于恒生科技指数成立以来 36.43%分位点。

行业动态：1) 游戏：3 月进口和国产游戏版号均下发，1-2 月市场整体仍承压；2) 移动支付：2022 年非银支付机构处理网络支付笔数和金额均同比下降；3) 电商：1-2 月社零同比低个位数上升，线上消费受疫情与节假日影响较大；4) 本地生活：抖音在全国 15 城上线外卖业务，拼多多“快团团”发力本地生活，美团、阿里调整业务布局；5) 广告：2023 年 1 月广告市场花费同比下降 2.3%，环比增长 4.5%；6) 短视频：视频号将推两大创作者变现能力，抖音商城测试广告位。

人工智能动态：微软&Open AI 引领行业变革，国内外大厂相继发布 AI 产品。2022 年 11 月 30 日，OpenAI 发布 ChatGPT，引发全球关注。微软陆续推出搜索引擎 New Bing 和办公助手 Copilot。国内大厂动态：1) 百度：率先发布文心一言，目前已有 650 家企业宣布接入；2) 腾讯：广告业务已经受益于 AI，持续投入混元模型迭代；3) 阿里巴巴：应用侧和基础设施侧均有投入。

重点公司财报总结：1) 网络游戏：四季度腾讯和网易表现分化，2023 均展望乐观；2) 金融科技：四季度短期放缓，今年以来显著复苏；3) 电商：阿里巴巴和京东增速放缓，拼多多维持高增长；4) 本地生活：到家整体稳健，到店/到目的地短期承压；5) 网络广告：腾讯和快手广告增长领先；6) 云服务：收入增速均放缓或下滑，降本增效是主题。

投资建议：基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头腾讯；预计随消费复苏，显著受益的电商公司拼多多；受益于版号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头网易；2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头阿里巴巴；3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司美团、快手。

风险提示：政策风险，疫情反复风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人：徐焘、陈淑媛、王颖婕

◆ 互联网行业周报（23 年第 13 周）：阿里巴巴组织变革，微软探索 Bing chat 广告

指数情况：3 月第五周，恒生科技指数单周涨幅为 1.87%。本周指数上涨幅度回调，主要受此前 AIGC 概念上涨过快，市场情绪逐渐回归冷静的影响。此外，中美关系持续变化对互联网公司带来冲击，市场仍然较为谨慎。同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为 4.43%。截至 2023 年 3 月 31 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 39.19x，处于成立以来 36.43%分位点。

个股方面，互联网板块股票多数股价上涨。港股方面，阿里巴巴、京东集团、快手为本周表现前三，单周涨幅为 17.7%、8.3%、6.2%。年初至今，SEA、金山软件、贝壳为累计涨幅前三，累计涨幅分别为 66.3%、48.1%、35.0%。

资金流向：腾讯、美团分别为南向、非南向净流入第一。在恒生科技指数成分股中，南向资金净流入前五的公司分别为腾讯控股、美团-W、哔哩哔哩-W、联想集团、金山软件；非南向资金净流入前五的公司分别为美团-W、理想汽车-W、舜宇光学科技、中芯国际、小米集团-W。

互联网板块重点新闻：

人工智能动态：1) 英国发布人工智能监管白皮书，概述了针对 ChatGPT 等人工智能治理的五项原则；2) 微软宣布将在必应 chat 中放置广告；3) 腾讯正研发类 ChatGPT 聊天机器人。

公司动态：1) 腾讯：企业微信将对一些基础功能收费。2) 阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构；3) 京东产发、京东工业拟独立上市；4) 网易《梦幻西游：时空》上线；5) 美团将于近期正式上线面向 To B 市场的业务“美团企业版”。

投资建议：基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头腾讯；预计随消费复苏，显著受益的电商公司拼多多；受益于版号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头网易；2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头阿里巴巴；3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司美团、快手。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

证券分析师：谢琦（S0980520080008）

联系人：王颖婕、徐焘、陈淑媛

◆ 社会服务行业 4 月投资策略：期待五一及暑假景气走高，出行产业链有望新行情

维持“超配”评级。目前板块行情演绎已经过渡到收入及业绩验证并重启资本开支的阶段，3 月以来景气阶段性回落，预计今年五一和暑期出游需求将再次迎来释放。立足 3-6 个月，兼顾政策预期、复苏次序、业绩确定性、估值水平等，优选中国中免、北京城乡、科锐国际、BOSS 直聘、九毛九、同庆楼、君亭酒店、广州酒家、携程集团-S、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、传智教育、锦江酒店、华住集团-S、海伦司、同程旅行、海南机场、王府井、中青旅、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶、中教控股、中公教育等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、广州酒家、百胜中国、海南机场、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶等。

一季度社服板块下跌 4.32%，跑输大盘 8.5pct。一季度经营良好或业绩拐点个股领涨，其中广州酒家+15%、华住/奈雪/百胜中国+13%、黄山+12%。

免税：海南全面启动封关运作准备，Q1 海南免税稳定增长。海南正式启动全岛封关准备，预计 2025 年底前启动封关。2023Q1 离岛免税店销售额 169 亿元/+18%；海控免税 Q1 同增 50%。4 月 1 日海南离岛免税“担保即提”和“即购即提”政策实施。2 月韩国免税销售恢复至疫前约 55%，较 1 月略回升，但仍系低位。格力地产收购珠免 100%股权并配套融资方案公布。

酒店：3 月酒店经营前低后高，关注龙头边际改善。经历 2 月商旅补偿性需求释放后，3 月前 4 周国内

酒店 RevPAR 各恢复约 93%、88%、97%、111%，前低后高。2023Q1 亚朵、华住、首旅国内酒店 REVPAR 各恢复至 2019 年同期约 115%，110%+，95%。展望 2023 年，华住预计新开约 1400 家，国内酒店 RevPAR 全年有望恢复 110-115%；首旅预计 2023 年新开酒店 1500-1600 家，开发和经营端的考核激励强化。此外 3 月君亭深圳首家 Pagoda 酒店开业。

旅游：景区逐步复苏，期待五一。宋城演艺 3 月杭州、西安、张家界、九寨项目陆续复园（西安项目全新升级亮相），清明节演出场次近 2021 年同期。1-2 月黄山景区客流和门票收入较 2019 年各增 48% 和 37%。清明节国内游人次恢复约 8 成。3 月 31 日，入境跟团游业务恢复。3 月初到 3 月底，国际航班量较 2019 年恢复从 19% 增至 33%。截止 4 月 6 日，携程五一订单量同比涨 7 倍，订单已追平 2019 年同期订单。

餐饮：1-2 月餐饮行业收入同比增长 9.2%。奈雪的茶预计全年开店 600 家（较此前 350-400 家的开店目标显著提速）；同时，公司结合 Q1 以来经营情况，预计门店经营利润率有望达到 20%，今年整体净利率有望 5%。

风险提示：自然灾害、疫情、政治等系统风险；政策风险；收购低于预期等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 杨玉莹

◆ 社会服务行业双周报（第 54 期）：外国人入境团队游恢复，达美乐中国登陆港交所

板块复盘：2023 年 3 月 27 日-4 月 8 日，消费者服务板块报告期内上涨 0.84%，跑输大盘 1.55pct。国信社服板块涨幅居前的股票为奈雪的茶（17%）、宇华教育（17%）、黄山旅游（14%）、永利澳门（13%）、锦江酒店、美高梅中国、首旅酒店、科德教育、众信旅游、中青旅；国信社服板块跌幅居前的股票为海伦司（-17%）、东方甄选（-8%）、中教控股（-6%）、BOSS 直聘（-5%）、学大教育、九毛九、希望教育、同道猎聘、中国中免、中国东方教育，景区、酒店涨幅居前。

行业新闻：中国旅游集团携手百度文心一言，深化布局“AI+旅行”应用；达美乐中国市值 60 亿元成 2023 餐饮第一股；Keep 冲刺港股；文旅部恢复旅行社经营外国人入境团队旅游业务；今年一季度海南离岛免税销售额达 169 亿元，同比增长 18%；清明节假期国内旅游出游 2376.64 万人次，预计国内旅游收入 65.20 亿元；道教四大名山青城山即将 IPO 上市；锦江酒店与雅高酒店集团签署谅解备忘录，在酒店业领域促进合作。

沪深港通：A 股宋城&锦江获增持，港股仅九毛九获增持。报告期内（3.27-4.8），A 股核心标的：占流通 A 股的比例，中国中免 11.36%/-0.29pct，宋城演艺 6.33%/+0.21pct，锦江酒店 4.81%/+0.04pct，首旅酒店 2.54%/-0.06pct。港股核心标的：自由流通股本占比，呷哺呷哺 42.51%/-5.11pct，奈雪的茶 42.28%/-0.80pct，九毛九 34.19%/+0.81pct，海伦司 32.50%/-0.64pct，海底捞 17.56%/-0.22pct。

风险提示：自然灾害、疫情等系统风险；政策风险；收购低于预期等

投资建议：维持板块“超配”评级。目前板块行情演绎已经过渡到收入及业绩验证并重启资本开支的阶段，3 月以来景气阶段性回落，预计今年五一和暑期出游需求将再次迎来释放。立足 3-6 个月，兼顾政策预期、复苏次序、业绩确定性、估值水平等，优选中国中免、北京城乡、科锐国际、BOSS 直聘、九毛九、同庆楼、君亭酒店、广州酒家、携程集团-S、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、传智教育、锦江酒店、华住集团-S、海伦司、同程旅行、海南机场、王府井、中青旅、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶、中教控股、中公教育等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、广州酒家、百胜中国、海南机场、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 白晓琦

◆ 海外市场专题：海外市场速览-国内经济复苏主线或将重新开启

国内商品房市场销售有回暖迹象

最近一周（截至4月2日）的数据显示，中国30大中城市商品房成交面积达到441万平方米，较前一周的379万平方米有显著回升。2018-2022年的同期数据分别为：373万平方米、463万平方米、299万平方米、493万平方米、294万平方米。

2018年和2021年分别是前两个基钦周期的高点。我们认为，在监管坚定贯彻“房住不炒”的背景下，2023年的房地产销售数据接近2021年并超越2018年，说明2023年国内经济有望呈现出较优的复苏态势。

美国3月非农就业数据基本符合市场共识

4月7日，美国劳工部发布了2023年3月的美国非农就业数据，基本符合市场共识。其中，美国新增非农就业人数为23.6万人（前值32.6万，本期市场共识24万）；失业率3.5%（前值3.6%，本期市场共识3.6%）。

美联储加息预期变动空间不大，短期内不是交易主线

非农就业数据公布后，市场上调了美联储加息路径的展望。其中，5月加息25bp的概率从49%上升至71%。受货币政策展望变化的影响，美元指数于周五上升0.18%。由于周五美股休市，美股和美债的变化尚未得到体现。

我们认为，基于美联储加息的交易将不再是主线逻辑。第一，现在市场所拥有的信息均不足以给5月FOMC加息情况的展望形成一锤定音的影响；第二，随着经济数据的连续发布和不可预测的事件驱动，美联储5月FOMC会议加息展望或将继续在不加和加25bp之前反复，市场对短期货币政策的变数获奖越来越麻木；第三，即使5月加息25bp，也大概率将会是本轮的最后一次加息，因此，5月是否加息对重点利率的影响上限仅有25bp的差异，这本身对市场定价的影响便不大。

未来，美国货币政策主要的不确定性有两点：一是市场开始假设5月并不是最后一次加息，目前我们看不到这类事件发生的迹象；二是降息的可能性进一步落地，这或许需要美国金融系统/实体经济衰退风险的进一步演绎。

投资建议：美股或需回调，港股或将重新开启经济复苏主线

我们继续使用风险溢价框架检测市场。美股方面，标普500目前的ERP-g（风险溢价减去隐含长期增速）已经下行至2%附近，2017-22年的波动区间集中在3%-5%；纳斯达克100指数ERP-g下行至1%以下，一度接近0%，而2022年以前的波动区间在2%-4%。在美国经济下修的阶段，我们认为这样的数据缺乏合理解释，或存在未被定价的不利因素。

港股方面，由于国内房地产市场近期表现有所回升，我们认为经济复苏的投资主线有望回归市场。在潜在的宏观经济数据的进一步验证下，我们推荐关注：互联网、食品饮料、社会服务、医药；房地产、银行、非银、建材、家电、轻工、有色金属。

风险提示：疫情发展的不确定性，经济周期下行的风险，国际政治局势的不确定性，国内货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 传媒行业 2023 年 4 月投资策略：大模型加速推进、应用爆发可期，两条主线把握板块投资机遇

3月大幅跑赢市场，AIGC表现优异。1）3月份传媒（申万传媒指数）板块上涨22.67%，跑赢沪深300指数23.13个百分点，在申万一级31个行业中，传媒板块排名第1位；AIGC概念整体表现良好，带动板块大幅跑赢市场表现；2）个股上，昆仑万维、上海电影、中文在线、盛天网络、汤姆猫等标的领涨；ST腾信、ST中昌、三五互联、贵广网络、中广天泽等标的领跌。

国内外大模型加速推进，AIGC应用奇点临近。1）大模型加速推进：海外来看，3月份以来Google发布PaLM-E、Meta上线LLaMa、微软发布GPT-4；国内来看，百度发布“文心一言”、360推出大模型、阿里巴巴大模型发布在即；2）应用端来看，微软推出“AI+办公”Copilot、OpenAI推出ChatGPT插件系

统，国内“文心一言”发布后已收到超过12万家企业的申请测试；3）预训练的大模型逐步走向成熟、技术底座逐渐完备；在更高的技术水平、更低的应用门槛之下，AIGC在应用端落地有望迎来奇点时刻，新一轮技术革命所带来的内容与平台创新值得期待。

游戏版号常态化发放、微软GDC展示AI落地潜能，持续看好游戏板块整体估值修复机会。1）国家新闻出版署分别于3月20日和23日下发27款进口游戏版号和86款国产游戏版号，游戏版号继续常态化发放；2）微软GDC大会展示了基于AIGC技术的游戏开发工具Azure OpenAI、Github Copilot、Simplygon等在编程、游戏虚拟玩家/虚拟主播、NPC互动、内容创作及游戏开发等方面的技术及相关应用案例，AI+游戏展现诸多可能。

投资观点：AIGC科技底座加速走向成熟，IP要素及应用价值日趋凸显、两条主线把握传媒板块投资机遇。1）基于科技落地要素把握大模型、IP数据及场景，大模型推荐昆仑万维，IP及数据要素推荐汤姆猫、浙数文化、中文在线、视觉中国、上海电影、华策影视、光线传媒、奥飞娱乐等，场景落地关注AI+文学、音乐、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域，推荐三人行、蓝色光标、天娱数科等标的。2）基于AIGC、景气度改善所带来的低位估值修复，持续看好估值处于合理区间的游戏板块（推荐恺英网络、姚记科技、三七互娱、吉比特、世纪华通等标的）以及广告/影视产业链个股（芒果超媒、分众传媒、兆讯传媒等标的）。

重点推荐组合：3月组合恺英网络、姚记科技、浙数文化、华策影视、昆仑万维均大幅跑赢市场表现，4月投资组合为昆仑万维、恺英网络、姚记科技、中文在线、华策影视、浙数文化、视觉中国。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等

证券分析师：张衡（S0980517060002）

◆ 传媒互联网周报：华为“盘古”聚焦“AI for Industries”，阿里大模型开启测试

传媒板块本周表现：行业上涨3.50%，跑赢沪深300及创业板指。本周（4.3-4.7）传媒行业上涨3.50%，跑赢沪深300（1.79%）及创业板指（1.98%）。其中涨幅靠前的分别为富春股份、上海电影、每日互动、吉比特、巨人网络等，跌幅靠前的分别为ST中昌、ST天润、ST明诚、国联股份、因赛集团等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第5位。

重点关注：华为AI聚焦赋能千行百业智能升级，阿里大模型测试开启。1）人工智能大模型技术高峰论坛上华为宣布聚焦“AI for Industries”，致力于通过AI赋能千行百业智能升级，并介绍了华为盘古系列大模型在矿山、铁路、科学计算、气象即药物研发等方面的应用；未来华为盘古大模型主要针对行业的各种应用；2）4月7日，阿里云官宣其大模型开始邀请企业测试，其大模型名为“通义千问”，目前企业用户可以在官网提交体验测试申请（tongyi.aliyun.com）。2022年达摩院发布的通义大模型打造了AI统一底座，并构建了通用与专业模型协同的层次化人工智能体系，实现模态表示、任务表示、模型结构的统一。通过这种统一学习范式，通义统一底座中的单一M6-OFA模型，在不引入任何新增结构的情况下，可同时处理图像描述、视觉定位、文生图、视觉蕴含、文档摘要等10余项单模态和跨模态任务。

本周重要数据跟踪：2023Q1全国电影票房、观影人次复苏明显。1）本周电影票房7.56亿，环比增长24.09%，《铃芽之旅》、《忠犬八公》和《保你平安》排名居前。2023Q1全国电影总票房158.6亿元，同比增长13.3%，观影人次3.37亿，同比增长9.4%。其中，国产影片票房134.9亿元，同比增长1%，进口片票房10.6亿，同比增长45.2%；2）综艺节目方面，《声声不息·宝岛季》、《大侦探第八季》和《哈哈哈哈哈第三季》排名居前，本周排名前10的综艺中芒果TV占5席；3）本周游戏方面，《王者荣耀》蝉联本周iOS游戏畅销榜和安卓游戏热玩榜第一名。

投资建议：AIGC科技底座加速走向成熟，IP、数据要素及应用场景价值日趋凸显，两条主线把握传媒板块投资机遇。1）基于科技落地要素把握大模型、IP数据及场景，大模型推荐昆仑万维，IP及数据要素推荐汤姆猫、浙数文化、新华网、人民网、中文在线、视觉中国、上海电影、华策影视、光线传媒、奥飞娱乐等，场景落地关注AI+文学、音乐、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域，推荐三人行、蓝色光标、天娱数科等标的。2）基于AIGC、景气度改善所带来的低位估值修复，持续看好估值处于合理区间的游戏板块（推荐恺英网络、姚记科技、三七互娱、吉比特、世纪华通等标的）以及广告/影视

产业链个股（华策影视、芒果超媒、光线传媒等标的）。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师：张衡（S0980517060002）

◆ 电子行业专题：VR 虚拟现实行业深度报告-AI 赋能、苹果入局，生态正向循环推动产业全面加速

AI 赋能元宇宙，苹果新机入局，行业可能进入全新起点。AI 一直都是 VR 行业的核心技术之一，尤其体现在追踪交互方面，传感器或摄像头获得的数据终需通过计算机视觉、深度学习等算法被设备理解，甚至 Meta 已经实现了完全基于 AI 的下半身追踪和裸手识别。近期 ChatGPT、Stable Diffusion 等 AIGC 多模态大模型的出现，则极大的降低了 3D 内容的制作门槛，提高制作效率，AI 的发展将推动 VR/MR 设备进入成熟快车道。另外，苹果首款 MR 设备有望于 WWDC23 发布，可能成为目前全球最贵、性能最强的 MR 一体机。

Quest 2 叩响元宇宙的大门，VR 进入加速迭代期。2021 年末，Quest 2 累计销量超 1000 万台，成为第一台破千万的“爆款”VR 设备。我们认为 Quest2 的成功源于：1）硬件上在 Inside-out 定位系统等方面塑造独立头显标准；2）软件上 2020 年迎来了以 Half-life 为代表的高质量作品；3）疫情期间对于宅家娱乐需求爆发。通过复盘智能手机 1991-2017 年的发展历程，与 VR 近十年的发展进行对比，我们认为 VR 现阶段对应智能手机的技术加速迭代期，VR 头显初始定义已经完成，一些重要功能和优化正经历市场筛选，尽管短期 VR 厂商仍较难创造大规模需求及稳定盈利，但随着内容生态的正向循环，我们看好中长期 VR 头显成为下一代通信、社交终端的潜力。Wellseenn XR 预计 2025 年全球 VR 出货量有望达到 3500 万部（21-25 年 CAGR 42.3%）。

Pico 和 Oculus 暂为国内外一体机龙头，强交互市场亟待打开。品牌方面，我们对比了国内外龙头 Pico 和 Oculus，Pico 硬件升级节奏领先，但在生态建设和内容审核等方面存在差距，目前 Pico Store 休闲益智类游戏占比 40%以上，平均售价也低于 Oculus。但在弱交互领域，围绕短视频和直播，抖音和 Meta 处于同一起跑线。2022 年二者加速渗透对方市场，竞争加剧。此外，注重高精度、高性能 PC VR 的 HTC、拥有丰富的游戏储备且注重用户体验的 PS VR 等其他品牌，在 VR 形成最终成熟形态前都有望向二者地位发起挑战。

光学：VR 硬件成本中光学占比第二，Pancake 已成确定性技术方向。Pancake 方案因加轻薄等优势更适合 VR 头显，接替菲涅尔成为确定性光学模组技术路径。核心设计思路是通过反射与偏振进行光路折叠，理论上能将 VR 头显的体积缩小到菲涅尔方案的 1/4。核心器件包括半透半反镜、1/4 相位延迟片、反射式偏振片。其中，1/4 相位延迟片和反射偏振膜的质量是成像质量的关键，目前被 3M、旭化成等少数企业垄断，膜材料价值占模组 50%以上，加工环节则以贴膜环节中曲面贴膜工艺壁垒最高。光学模组市场竞争激烈，参与者包括光学厂商、屏幕厂商、整机厂、和材料公司 3M 等。

显示：看好 Micro OLED 中期统治消费级产品。由于 VR 属于近眼显示，清晰度、刷新率、视场角等参数不达标都会造成眩晕，其中清晰度尤为重要，我们推算视网膜效果需 60 PPD 以上，即 FOV 90 度时，单眼分辨率需达到 5400*5400，考虑投影损失屏幕需达到 8K 以上。目前屏幕主流配置是 Fast-LCD 叠加 Mini LED 背光，但硅基 OLED 反应速度、像素密度都更佳，可达到视网膜级别 3000~4000PPI，但成本是前者 1.5 倍以上，我们看好 Micro OLED 降本后在消费级 VR 产品中占据统治地位。目前，海外公司如 eMagin、Kopin、SONY 等较早进入，国内京东方、视涯科技目前已率先实现量产。

芯片：主芯片高通一骑绝尘，国产芯片从辅助芯片渗透。VR 头显和手柄都有芯片组支撑其功能，其中数字芯片涉及到主控 SoC、存储、音频编解码芯片等；模拟芯片涉及到电源管理 PMIC、LED 驱动芯片、射频 FEM、马达驱动芯片、音频功放芯片等；传感器芯片涉及到 CMOS 图像传感器、陀螺仪等。未来，围绕图像的获取和生成是主机的主线升级方向，VR 图像生成质量必然向超高分辨率发展，推动对于 VR 芯片中 GPU 渲染能力的需求；而 VR 交互升级，CMOS 图像传感器数量和种类需求扩容。高通在主流 VR 产品上围绕骁龙 SoC 拥有完善芯片矩阵优势。由于 VR 其他芯片与智能手机和其他智能终端设备较为相似，国产 MCU、模拟芯片正在国产 VR 设备逐渐渗透。

交互：红外+传感+算法构建定位追踪系统。Outside-in 和 Inside-out 的方案相比，前者精度更高，商

用场景难以替代，后者自由方便，在消费类产品中占主流。硬件实现有声学、光学、惯性和磁性（IMU）三种路径，目前以光学+IMU 方案为主。另外，算法也是构建追踪识别的核心因素。未来交互方案升级将涉及头显部分的眼动追踪、深度摄像头、手势识别等，以及联动捕捉，即 VR 设备与可穿戴设备（手表、手套等）、汽车等其他设备协作。

产业链相关公司：歌尔股份（零部件、模组、整机）、创维数字（自有品牌）、闻泰科技（组装）、立讯精密（零部件、模组、整机）、领益智造（零部件、模组、整机）、欣旺达（电池）、德赛电池（电池）、智立方（传感器测试设备）、华兴源创（检测设备）、赛腾股份（自动化生产设备）、杰普特（光学模组检测设备）、京东方 A（显示模组）、三利谱（偏光片）、利亚德（动捕技术及 VR 应用）、舜宇光学科技（光学器件）、兆威机电（瞳距调节）、隆利科技（MiniLED 背光）、鸿利智汇（MiniLED 背光）、维信诺（显示屏）、长信科技（显示模组）、韦尔股份（图像传感芯片）、晶晨股份（SoC）、艾为电子（模拟芯片）、兆易创新（MCU）、瑞芯微（专用 VR 芯片）、全志科技（专用 VR 芯片）等。

风险提示：VR 需求不及预期，技术路线推进不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）、李梓澎（S0980522090001）

联系人： 詹浏洋、李书颖

◆ 商贸零售行业 4 月投资策略暨一季报前瞻：一季度行业渐进式复苏，关注 AI+商业落地机遇

主要公司 2023 年一季度业绩前瞻。总体来说自去年底疫情防控优化以来，消费行业在经历了短期疫情第一波冲击后，已经逐步恢复到正常的复苏轨道。2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。具体来看，黄金珠宝春节以来销售数据一直保持优异复苏趋势。黄金品类表现更优：除婚嫁等刚性需求外，保值避险和个性配饰双重需求共振也是重要原因。美妆：流量红利消减背景下，具备较强产品的迭代升级能力，以及多品牌布局能力的头部品牌，仍实现了逆势高增长；医美：医美消费粘性较强，疫情后复苏较为领先，上游头部生产商，借助丰富的管线储备以及完善的渠道布局，领先实现了业绩加速恢复。商超百货：整体在去年较低的基数环境以及疫情防控优化后的需求客流报复性恢复下，表现较为优异。

零售板块将迎来 AI+下游受益。今年以来随着 ChatGPT 的火爆出圈，AI+的产业应用落地也得到全行业的重视。预计零售行业也有望在此次浪潮中不断受益。具体来看，品牌方：AIGC 技术作为工具应用能够在短时间内制作出精美、富有创意的宣传文案、图片等，一方面能够大大降低制作成本，另一方面能够对于目前消费市场的变迁快速做出反应，并能精准匹配对应人群实现有效投放。电商运营：目前 AI+电商已被尝试应用于人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复等方面。凭借强大的数据分析和深度学习能力，AI 技术加持下，电商运营方利用企业海量数据进行精细化运作，并降低人力资源成本，实现运营效率的有效提升。

投资建议：维持板块“超配”评级。随着当前消费行业复苏趋势的不断演进，企业业绩兑现能力成为下一阶段关注重点。在一季报密集披露下，重点关注各板块中通过内生外延实现稳健复苏及成长的绩优龙头：1）黄金珠宝：金价提振叠加产品升级，龙头品牌通过持续开店扩张，全年业绩持续高增长确定性较高。推荐：周大福、老凤祥、潮宏基、周大生等。2）化妆品：二季度行业整体基数较低，同时品牌密集推新加速业绩释放，关注产品推新以及渠道精细化运营水平较高的头部品牌。推荐：鲁商发展、贝泰妮、华熙生物、珀莱雅等。3）医美：客流恢复良好且长期高景气趋势不变，下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强，上游关注新兴品类入局机会。推荐：爱美客、医思健康、朗姿股份、巨子生物等。4）主题投资机会：AIGC 技术在电商运营中应用逐步得到重视，关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力代运营和跨境电商公司。推荐：壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

风险提示：消费复苏不及预期；疫情反复；政策变动等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）

联系人： 孙乔容若

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(64)-本周全国生猪均价环比下跌 1.30%,仔猪均价环比下跌 1.24%

全面翻多养殖,期待转基因落地。1) 生猪:全面翻多生猪养殖板块。我们认为,短期猪价不管是回落还是提前启动上涨,均不影响中期猪价强势走势。另外,南方逐步进入雨季,养殖疾病有望步入高发期,后期猪价强势有望延续。核心看好出栏增速快、成本管控能力强的标的,重点推荐:华统股份、新五丰、巨星农牧、天康生物、唐人神、金新农、温氏股份、牧原股份、新希望等。2) 禽:白鸡景气一方面受2022年祖代引种收缩传导的供给景气外,近年来白鸡进入家庭消费,消费提振开启独立周期,因此我们认为2023年白鸡板块有望开启高景气。黄鸡近期产能继续回落,伴随生猪和白鸡景气回升,黄鸡价格再起的确定性更高,继续看好。禽板块核心推荐:益生股份、立华股份、圣农发展等。3) 动保:普莱柯、生物股份2023Q1批签发数据分别同比增加43%、26%,科前生物、中牧股份2023Q1批签发数据分别同比减少7%、23%。我们继续看好动保板块贝塔,看好龙头市占率提升。核心推荐:科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。4) 饲料及宠物:饲料会更加向技术服务类企业集中,核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。此外,2023年宠物板块有望伴随消费回暖,迎来较好机会,核心关注:中宠股份、佩蒂股份等。5) 肉制品:随着猪价高位回落以及消费回暖,看好双汇发展的业绩上行表现;同时,双汇发展的基金持仓比例处于历史底部,建议关注。6) 种植链:看好全球潜在粮食安全危机背景下,国内合理有序安全地推进转基因种子落地。重点推荐:大北农、隆平高科、登海种业。

推荐养殖、后周期、种业三大主线。1) 生猪养殖推荐:华统股份、新五丰、巨星农牧、天康生物、唐人神、金新农、温氏股份、牧原股份、新希望等;2) 禽推荐:益生股份、立华股份、圣农发展等;建议关注:春雪食品、湘佳股份。3) 动保推荐:科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。4) 种植链推荐:大北农、隆平高科、登海种业等。

农产品价格跟踪:

生猪:4月7日全国仔猪均价36.49元/千克,较上周同期下跌1.24%;全国外三元生猪均价14.41元/千克,较上周同期下跌1.30%。

家禽:4月7日白羽肉鸡价格为10.65元/公斤,较上周同期上涨0.66%;全国活鸡批发均价为23.02元/公斤,相较上周同期上涨4.35%。

大豆:国内大豆现货价格本周维持在高位,4月7日为5176.84元/吨。

玉米:本周玉米收购价维持高位,3月31日为2799元/吨。

风险提示:恶劣天气带来的不确定性风险;不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师: 鲁家瑞(S0980520110002)、李瑞楠(S0980523030001)

联系人: 江海航

◆ 公用环保行业周报:公用环保202304第2期-光热发电规模化发展推进,电化学储能电站行业数据梳理

市场回顾:本周沪深300指数上涨1.79%,公用事业指数下跌0.36%,环保指数上涨0.31%,周相对收益率分别为-2.15%和-1.48%。申万31个一级行业分类板块中,公用事业及环保涨幅处于第25和第22名。分板块看,环保板块上涨1.26%,电力板块子板块中,火电下跌0.08%;水电下跌0.68%,新能源发电上涨0.39%;水务板块上涨0.56%;燃气板块下跌0.50%;检测服务板块下跌1.05%。

重要事件:国家能源局发布《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》,提出“十四五”期间,全国光热发电每年新增开工规模达300万千瓦左右。结合沙漠、戈壁、荒漠地区新能源基地建设,尽快落地一批光热发电项目。光热发电规模暂按内蒙古80万KW,甘肃70万KW,青海100万KW,宁夏10万KW,新疆20万KW配置。

专题研究:中电联发布《2022年度电化学储能电站行业统计数据》,截至2022年,全国累计投运电站472座、总功率6.89GW、总能量14.05GWh、同比增长126.79%(在运405座、总功率6.44GW、总能量13.19GWh、同比增长146.48%)。2022年,新增投运电化学储能电站194座、总功率3.68GW、总能量

7.86GWh，总能量同比增长 175.81%。

投资策略：公用事业：能源问题凸显，推荐工商业能源服务商龙头南网能源、分布式光伏运营商芯能科技；推荐天然气贸易商转型能源服务及氨气氢气业务的成长属性标的九丰能源；推荐存量风光资产优质且未来成长路径清晰的绿电弹性标的金开新能；推荐有较大抽水蓄能和新能源规划，估值处于底部湖北能源；电网侧抽水蓄能、电化学储能运营龙头南网储能；推荐“核电与新能源”双轮驱动中国核电；推荐积极转型新能源，现金流充沛的广东电力龙头粤电力 A；推荐有资金成本、资源优势的新能源运营龙头三峡能源、龙源电力。环保：1、业绩高增，估值较低；2、商业模式改善，运营指标持续向好；3、稳增运营属性显现，收益率、现金流指标持续改善。推荐积极布局动力电池回收的旺能环境、伟明环保以及稀土回收利用龙头华宏科技。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 交通运输行业周报：五一民航出行预期升温，快递需求修复良好

航运：本周散货运价明显回升，BDI 报 1560 点，环比涨 12%，中大型船舶表现亮眼，BCI/BPI 报 2041/1851 点，环比上周涨 22.6%/13.2%。散运景气度与中国钢铁需求高度相关，在外需压力较大的情况下，基建或成我国经济的发力点，BDI 有望明显回升。油运受 OPEC 减产影响本周油运运价明显回落，BDTI 跌 7.6% 至 1319，TD3C 运价为 62200 美元/天，环比上周回落 16300 美元/天；成品油 BCTI 报 1014 点，环比-19%，考虑到石油消费需求正在回升，我们认为减产或不会充分兑现，继续维持油运 23 年淡季不淡、旺季弹性释放的观点，供需格局的改善有望带来 23-24 年运价中枢抬升，推荐招商轮船、中远海能、招商南油。另关注稳外贸预期下集运需求有望边际改善。

航空机场：五一小长假渐行渐近，民航表现备受市场关注，当前预售情况表现较好，期待五一假期民航迎来量价齐升。中航材与空客签署了 160 架飞机采购协议，考虑到订单签订至交付需要较长时间，其不改变未来几年民航供给增长保持低位的趋势。20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年三大航飞机计划增速 3.6%，行业理论供给仍将保持低位增长，伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，继续看好好民航业周期反转的大方向，推荐春秋、吉祥、三大航。枢纽机场亦有望受益于国际线旅客不断恢复带来的免税商业租金复苏，推荐上海机场、白云机场。

快递：根据交通运输部数据，由于去年疫情影响导致 3 月低基数，今年 3 月我国快递业务量同比增速估计超过 20%，一季度累计业务量同比增速估计为双位数，快递需求增长修复趋势明显，符合预期。目前，快递行业价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战对快递总部利润的影响。顺丰 2022 年业绩表现符合预期，盈利实现了大幅修复，其 23 年业绩有望维持快速增长态势。看好 23 年快递需求的修复弹性，推荐自身具有阿尔法属性的顺丰以及圆通。

物流：密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持“买入”评级。另自下而上推荐中蒙煤炭供应链龙头嘉友国际，23 年中蒙煤炭贸易规模扩大及全程供应链放量有望带来业绩不断超预期，当前估值对应 23 年仅 16X，继续推荐。

投资建议：看好危化品物流及快递、出行、油运板块持续复苏，此外，国家顶层设计或谋划新一轮国企改革，期待交运国企改革预期带来的催化，同时关注低 PB 铁路个股。推荐密尔克卫、嘉友国际、春秋航空、吉祥航空、中国国航、顺丰控股、中远海能、圆通速递、韵达股份、上海机场。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、黄盈（S0980521010003）、罗丹（S0980520060003）、曾凡喆（S0980521030003）、高晟（S0980522070001）

◆ 通信行业周报 2023 年第 11 期：GPT 5 发布时间确认，国内大模型进展不断

行业要闻追踪：OpenAI 确认 GPT 5 发布时间，国内大模型进展不断。据 OpenAI 官方 Blog，GPT 5 将于 2023 年第四季度推出。除此以外，本周多个国内厂商公布大模型相关进展，包括阿里云大模型、华为盘古模型等。国内外巨头积极布局下，AI 正迎来加速发展，持续关注底层算力基础设施，核心基础设施包

括服务器（浪潮信息、紫光股份、中兴通讯等），交换机（锐捷网络、菲菱科思等），光器件光模块（中际旭创、新易盛、天孚通信等）；配套设施包括机电设备（科士达等），温控设备（英维克、申菱环境等），高速互联线缆及组件等。除此以外，语音助手版天猫精灵展现“压缩版”大模型在端侧应用的巨大潜力，建议关注边缘智能后续发展趋势，推荐关注智能模组（移远通信、广和通等），AIoT 芯片（瑞芯微等）及相关通信芯片。

行业重点数据追踪：1）运营商数据：据工信部，截至 2023 年 2 月，5G 移动电话用户达 5.92 亿户，占移动电话用户的 34.9%；2）5G 基站：截至 2023 年 2 月，5G 基站总数达 238.4 万个；3）云计算及芯片厂商：22Q4 BAT 资本开支合计 134 亿元（同比-47%，环比-14%）；22Q4 海外三大云厂商及 Meta 资本开支合计 389.34 亿美元（同比+7%，环比-1%）。2023 年 3 月，服务器芯片厂商信骅实现营收 2.26 亿新台币（同比-47.8%，环比+1.2%）。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 4.48%，沪深 300 指数上涨 0.80%，板块表现强于大盘，相对收益 3.68%，在申万一级行业中排名第 1 名。在我们构建的通信股票池里有 163 家公司（不包含三大运营商），本周平均涨跌幅为 5.6%，其中，光器件光模块和工业互联网板块领涨，涨幅分别为 21%、11%。

投资建议：继续推荐 AI 基础设施投资机会

以 ChatGPT 为代表的 AI 应用正快速发展，并进行着快速迭代，有望赋能多行业多样化新型应用落地。软端的快速发展离不开硬件基础设施的保障，AI 数据中心内部的各类的硬件基础设施环节有望充分受益 AI 行业进步带来的需求提升。除此以外，AI 有望向边缘智能演进，关注端侧算力载体发展：

（1）智算中心基础设施：ICT 领先企业（紫光股份、浪潮信息、中兴通讯、锐捷网络、菲菱科思等），光器件光模块（中际旭创、天孚通信、新易盛等），IDC 温控企业（英维克、申菱环境），IDC 电源端企业（科华数据、科士达）；

（2）边缘智能：智能模组（移远通信、广和通等），AIoT 芯片（瑞芯微等）；

2023 年 4 月份的重点推荐组合：中国移动、紫光股份、中际旭创、移远通信、申菱环境、三旺通信、科士达。

风险提示：AI 发展不及预期、资本开支不及预期、宏观环境变化。

证券分析师：马成龙（S0980518100002）、付晓钦（S0980520120003）

联系人：袁文翀、钱嘉隆

◆ 粤电力 A(000539.SZ) 财报点评：火电盈利有望修复，新能源发展提速

收入稳步增长，净利润仍为亏损状态。2022 年，公司实现营业收入 526.61 亿元（+18.45%），归母净利润-30.03 亿元（-2.39%），扣非归母净利润-29.37 亿元（-9.35%）。公司收入增长主要得益于上网电价同比上涨及风电、光伏等新能源项目有序推进投产，2022 年，公司合并报表售电均价为 545.55 元/MWh（含税），同比增加 78.44 元/MWh，同比增长 16.79%。由于煤价仍处于高位，公司燃料成本同比增加，导致净利润仍为亏损状态。2022 年，公司燃料成本 432.52 亿元，同比增加 45.89 亿元，增幅 11.87%。

煤电电价上浮，促进公司火电盈利改善。广东全省 2023 年双边协商成交均价 553.88 元/MWh，同比提高 56.84 元/MWh。同时，广东省能源局、南方能监局联合印发《关于 2023 年电力市场交易有关事项的通知》，提出当一次能源价格波动超出一定范围时，视市场运行情况启动一次性能源价格波动传导机制，推动成本端压力向下游传导。

进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，进一步推动公司煤电业务盈利修复。随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内补充作用增强。政策保障下电煤中长期合同签订履约率将得到提升，有效发挥电煤长协“压舱石”作用，预计煤炭市场供需将有所缓解，煤炭价格中枢或将有所下移，公司成本端压力减轻。

装机规模有望大幅增长，保障长期业绩增长。2022 年，公司新增风电、光伏装机 0.38、0.17GW，截至 2022 年，公司风光新能源装机 2.52GW，在建装机容量 3.32GW，已核准备案的新能源项目规模约 10GW。此外，十四五期间，公司力争分别新增煤电、气电装机 6、10GW，2022 年，公司新增火电装机 0.92GW，核准/备案项目的计划装机容量 8.52GW。

风险提示：用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源投运不及预期。

投资建议：由于电价上浮及新能源加快发展，上调盈利预测。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 609.6、694.4、813.1 亿元（2023、2024 年原值为 606.1、693.6 亿元），同比增长 15.8%、13.9%、17.1%；归母净利润分别为 20.6、29.2、40.7 亿元（2023、2024 年原值为 15.6、21.2 亿元），EPS 为 0.39、0.56、0.77 元，当前股价对应 PE 为 16.2、11.4、8.2x，对应 PB 为 1.5、1.4、1.2x。给予公司 2023 年 1.6-1.7 倍 PB，对应 6.80-7.22 元/股合理价值，较目前股价有 19%-26%的溢价空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 上海电力(600021.SH) 财报点评:经营业绩显著改善，新能源发展加快推进

收入大幅增长，净利润扭亏为盈。2022 年，公司实现营业收入 391.61 亿元（+27.00%），归母净利润 3.21 亿元，扣非归母净利润 1.38 亿元。公司收入增长主要系风电、太阳能发电装机容量和发电量较上年同期增长，以及土耳其 EMBA 公司负责建设的胡努特鲁燃煤电站项目投运所致。公司归母净利润扭亏为盈，主要系公司风电、光伏发电量增加以及电价上涨所致。2022 年，公司平均上网电价为 0.55 元/KWh，同比增长 21.73%。

进口煤供应增加，煤价中枢或有所下行，助力公司火电业务盈利修复。随着印尼、印度煤炭产量提升，蒙煤、俄煤、澳煤的进口采购机会增加，进口煤对国内煤炭供应的补充作用增强。需求方面，非化石能源电量占比将在 2023 年继续提高，煤炭消费增速或将进一步放缓。政策保障下电煤中长期合同签约履约率将得到提升，预计煤炭市场供需将有所缓解，未来煤价中枢将有所下移，公司火电业务盈利有望迎来进一步修复。

风光新能源装机规模稳步增长，项目储备资源充足，未来加快建设驱动业绩增长。2022 年，公司新增风光新能源装机容量 53.32 万千瓦，其中新增风电、光伏装机容量 8.57、44.75 万千瓦。截至 2022 年，公司控股装机容量为 2091.53 万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏发电装机容量分别为 984.8、287.52、388.41、430.80 万千瓦。资源储备方面，公司在新疆、甘肃、内蒙古等实现储备项目容量超过 1300 万千瓦。根据公司经营计划，2023 年，公司在如期推动火电项目开发建设的同时，确保国内新能源实现核准 790 万千瓦、开工 460 万千瓦、投产 680 万千瓦（含并购项目 340 万千瓦），力争实现核准 1100 万千瓦、开工 600 万千瓦、投产 1000 万千瓦（含并购项目 540 万千瓦）；此外，境外新增落地项目 100 万千瓦左右。

风险提示：用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：由于公司加快新能源项目开发及煤价下行预期下火电盈利改善，上调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 406.5、453.2、492.7 亿元（2023、2024 年原值为 401.1、413.8 亿元），同比增长 3.8%、11.5%、8.7%；归母净利润分别为 26.5、32.9、38.9 亿元（2023、2024 年原值为 24.6、31.8 亿元），同比增长 752.1%、24.2%、18.4%；EPS 为 0.94、1.17、1.38 元，当前股价对应 PE 为 10.6、8.5、7.2x。给予公司 2023 年 12-13 倍 PE，对应 11.28-12.22 元/股合理价值，较目前股价有 15%-24%的溢价空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 龙源电力(001289.SZ) 财报点评:资产减值拖累业绩增长，项目资源储备充足保障业绩增长

营收同比微降，资产减值拖累业绩增长。2022 年，公司实现营业收入 398.63 亿元（-0.07%），归母净利润 51.12 亿元（-31.14%），扣非归母净利润 57.45 亿元（-19.54%）。公司营业收入下降主要系电价下降影响，2022 年，公司平均上网电价 468 元/MWh（不含增值税，下同），较 2021 年的平均上网电价 475 元/MWh 减少 7 元/MWh，同比下降 1.47%，其中风电平均上网电价 481 元/MWh，较 2021 年风电平均上网电价 494 元/MWh 减少 13 元/MWh，同比下降 2.63%，主要是由于公风电市场交易规模扩大、平价项目增加以及结构性因素综合所致。公司归母净利润大幅下降，除受电价下降影响外，资产减值成为拖累公司业绩增长的重要原因，2022 年，公司计提资产减值损失 20.03 亿元，同比大幅增长，其中计提固定资

产减值损失 13.75 亿元，在建工程减值损失 5.14 亿元。

装机容量持续增长，新增装机驱动业绩改善。2022 年，公司新增装机 4.41GW，同比增长 16.51%。其中，公司新增自建项目控股装机容量 2.41GW，包括风电控股装机容量 0.53GW、光伏控股装机容量 1.88GW；资产重组并购新增风电控股装机容量 1.99GW、光伏控股装机容量 10.00MW。截至 2022 年，公司控股装机容量 31.11GW，其中风电控股装机容量 26.19GW，火电控股装机容量 1.88GW，其他可再生能源控股装机容量 3.04GW。随着公司新增装机投运，公司发电量规模将进一步增长，驱动公司业绩改善。

资源储备充足，保障长期业绩增长。2022 年，公司新增资源储备 62GW，其中风电 25.63GW、光伏 36.37GW，较去年同期 56.46GW 增长 9.8%，资源储备项目均位于资源较好地区。同时，2022 年，公司取得开发指标突破 18.37GW，其中包括通过竞配及其他方式取得集中式开发指标 13.14GW，包括风电 4.67GW、光伏 8.47GW，分布式光伏项目备案 5.23GW。公司较为充足的项目资源储备，将有效保障公司业绩持续增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 449.5/474.0/514.6 亿元，同比增长 12.8%/5.4%/8.6%；归母净利润分别为 85.0/94.9/103.3 亿元，同比增长 66.4%/11.6%/8.8%；EPS 分别为 1.01、0.64、0.70 元，当前股价对应 PE 为 17.2/16.0/14.7X。给予公司 2023 年 19-20 倍 PE，对应公司合理市值为 1516-1701 亿元，对应 18.51-19.49 元/股合理价值，较目前股价有 8%-14%的溢价空间，维持“增持”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 鼎阳科技(688112.SH) 财报点评:预计 2023 年一季度归母净利润同比增长 55%-86%，持续受益国产替代加速

2023 年一季度营业收入同比增长 43%-71%，归母净利润同比增长 55%-86%。公司发布 2023 年一季度业绩预告，2023 年一季度预计实现营业收入 0.97-1.16 亿元，同比增长 42.83%-70.81%，区间中值为 1.07 亿元，同比增长 56.82%；归母净利润 0.31-0.37 亿元，同比增长 54.64%-85.56%，区间中值为 0.34 亿元，同比增长 70.10%；扣非归母净利润 0.30-0.36 亿元，同比增长 61.59%-93.90%，区间中值为 0.33 亿元，同比增长 77.74%。收入业绩实现较快增长，主要系公司经过多年积累四大产品线均已达到高端档次，国内收入受益国产替代实现加速增长，且公司优势产品线射频微波类产品实现快速增长。从盈利能力看，取业绩预告中值，2023 年一季度净利率/扣非净利率分别为 32.02%/30.99%，同比提升 2.50/3.65 个百分点，保持较高盈利能力。

高端新品推出节奏加快，高分辨率优势持续下沉至中低端产品线。公司 2023 年 3 月 30 日发布 SDS1000X HD 系列高分辨率数字示波器，带宽 200MHz，分辨率 12-bit。12-bit 高分辨率是公司优势技术，高端技术下沉至中低端产品，将显著提升中低端产品竞争力，面向更广阔的客户群增强用户体验，巩固客户群优势。在高端产品领域，2022 年公司发布 4GHz 12bit 数字示波器、26.5GHz 矢量网络分析仪，以及 40GHz 微波信号发生器，产品更新节奏加快，高端新品推出势头强劲。公司已推出 8GHz 带宽示波器前端放大器专用自研芯片，为示波器高端化发展奠定了技术基础。

技术+产品+品牌+渠道全面发力，综合竞争力国内领先。鼎阳科技成立十五年，早期从低端入门款产品做起，积累庞大客户群，凭借技术/产品/品牌/渠道端的多年深厚积累，时域和射频产品线已迈上高档台阶，高端新产品推出节奏加快，技术指标突破+产品功能强大+性价比优势突出，展现出较强产品力。公司产品下游行业覆盖面广，全球经销渠道建设基本完善，长期发展空间广阔。

风险提示：新产品拓展不及预期；国产替代不及预期；中美贸易摩擦风险

投资建议：

公司是国内通用电子测量仪器行业领先企业，所处行业空间大增长稳，在产业升级及自主可控大趋势下加速崛起，当前受益政策推动国产替代进一步提速，未来成长空间广阔。我们维持 2023-24 年归母净利润预测为 2.00/2.80 亿元，EPS 为 1.87/2.62 元，对应 PE 为 40/28 倍，维持“买入”评级。

证券分析师：吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 天虹国际集团 (02678.HK) 海外公司财报点评: 内外需不佳叠加棉价下跌, 公司业绩承压

内外需承压叠加棉价下跌, 全年收入下滑 10%, 毛利率大幅减少。公司是全球最大的包芯棉纱龙头。2022 年全年公司实现收入 238 亿元, 同比下滑 10.2%, 净利润同比下滑 94% 至 1.6 亿元。全年毛利率下降 10.5pct 至 11.6%, 主要受棉价在 2022 年下半年开始大幅下跌以及内外需疲软(公司 70~80% 的纱线销往国内), 内外棉价差扩大也同时影响公司由越南生产销往中国的纱线的利润。分业务看, 纱线/梭织面料/针织面料分别占收入的 74%/11%/4%, 收入同比-14%/+3%/-17%, 毛利率为 10.6%/24.6%/5.3%, 梭织面料表现相对较好。全年总费用率增加 1.7pct, 其中受美国加息和汇兑损失影响, 财务费用率提升 1.5pct 至 2.1%。全年净利率下跌 9.5pct 至 0.7%。资本开支 23.9 亿元, 基本与同期持平, 主要与纱线和面料产能扩张及设备技改相关, 后续预计会减少, 资产负债率同比增加 4.8pct 至 61.4%。

下半年受需求疲软、棉价急跌和内外棉倒挂, 业绩亏损。2022 2H 公司收入下降 23% 至 108 亿元。下半年全球纺织业需求走弱, 棉价急跌导致毛利率大幅下降至 1.7%, 净利润亏损 8.4 亿元(2021 2H 盈利 14.0 亿元)。

展望: 2023 年指引审慎, 推动本地化供应链整合中发挥龙头优势。1) 2023 年展望: 今年公司目标销售 75 万吨纱线(2021/2022 年分别为 82/66 万吨), 1.1 亿米梭织面料和 2.4 万吨针织面料(不包括贸易部分); 同时越南和尼加拉瓜的 23 万锭纱线新建纱线产能接近完工即将投产(占集团纱线产能约 6%)。2) 从中长期看, 全球贸易形势多变环境下, 本地供应链是大势所趋, 公司已在越南、尼加拉瓜、土耳其、墨西哥布局上下游产能, 并考虑寻找产业链合作伙伴共同投资, 龙头的规模效应、领先的全球化、垂直一体化布局是公司重要竞争力。从成长性看, 公司在纱线端将继续投入新建和技改保持稳健增长, 面料端保持较快扩张节奏。

风险提示: 原材料价格波动; 欧美高通胀; 贸易战风险; 系统性风险。

投资建议: 短期形势有望逐步好转, 中长期看好纱线龙头的全球化优势。本地供应链已成为大趋势, 公司早年布局全球化, 区域供应链已初具雏形, 快速反应具有一定优势。中长期看, 不佳的市场环境利好龙头集中度提升, 公司现金流充裕, 将在合适时机布局新建产能并寻找产业链合作伙伴寻找海外投资机遇。由于海外需求持续不佳, 加上棉价下跌超过预期, 下调公司纱线收入和毛利率, 预计公司 2023-2025 年净利润分别为 7.4/9.0/10.6 亿元(原 2023/2024 年分别为 19.4/21.1 亿元), 同比+375%/+21%/+18%, 由于盈利预测下调, 下调目标价至 7.4-8.0 港元(原为 9.6~10.9 港元), 对应 2024 年 PE 6~6.5x, 由于今年上半年经营压力仍然较大, 下调至“增持”评级。

证券分析师: 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人: 关竣尹

◆ 森马服饰 (002563.SZ) 财报点评: 2022 年收入下降 14%, 近期终端零售改善

2022 年收入下降 13.5%, 库存周转变慢、新品占比下降。2022 年在严峻的经营环境中, 收入下降 13.5% 至 133.3 亿元, 归母净利润下降 57% 至 6.4 亿元, 分业务看, 童装/休闲装收入分别-13%/-15% 至 89.3/42.8 亿元, 由于折扣加深以及疫情期间给加盟商让利, 公司毛利率下降 1.3pct 至 41.3%, 其中童装/休闲装分别下降 1.9/0.1pct。年末库存周转天数增加 48 天至 181 天, 存货余额同比增加 1.5% 至 45.4 亿元, 由于公司计提存货减值 6.9 亿元, 存货账面价值同比下降 4.4%, 按存货余额计的库龄结构, 1 年内占比下降 24.6pct 至 59.1%。2022 第四季度公司收入下降 19% 至 43.9 亿元, 净利润下降 33% 至 3.66 亿元。

2023Q1 终端零售下降 4%, 期待下半年渠道库存恢复健康、业绩改善; 中长期关注国际业务拓展。1) 2023 年以来呈现环比改善趋势, 1-3 月终端零售同比分别-10.8%/+1.3%/+6.9%, 1-3 月合计下降约 4.1%, 另外批发业务同比高个位数下滑, 一季度售罄率、折扣、终端库存均有一定的改善。2023 上半年仍需处理 2021-2022 年的过季库存, 我们预计下半年开始在库存逐步恢复健康、新品推出, 公司业绩将有较大的改善。2) 中长期, 一方面, 童装品牌巴拉巴拉在 2023 年启动新一轮中期战略, 围绕“品牌引领、产品领先、效率驱动”三大核心目标; 另一方面公司计划发展国际业务, 2022 年森马/巴拉巴拉分别在海外有 25/36 家门店, 全批发模式, 零售额 1.5 亿元人民币, 中长期希望国际业务占公司达到 1/3。

风险提示：疫情多轮反复；国际业务不及预期；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司是业内领先的童装和休闲装双龙头，休闲装业务稳健发展，童装业务赛道景气、公司市场地位遥遥领先，聚焦新战略后市场份额有望进一步提升，中长期期待公司国际化业务的成功拓展。一季度终端零售趋势向好，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。由于去年疫情影响超出预期，今年上半年仍然有去库压力，小幅下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 9.3/11.5/13.4 亿（原 2023-2024 年为 10.5/14.0 亿元），同比增长 45%/25%/16%，由于疫情管控放开增强复苏的确定性，估值切换后小幅上调目标价至 6.4-6.8 元（原为 5.2-5.6 元），对应 2024 年 PE 15-16x，维持“增持”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）

联系人： 关竣尹

◆ 威高股份(01066.HK) 财报点评:归母纯利增长 20%，平台化战略驱动新业务拓展

疫情影响收入增长，归母纯利增长符合预期。2022 年实现营收 136.19 亿（+3.6%），归母纯利 27.23 亿（+21.3%）。2022 年的特殊项目包含威高血液净化的股权摊薄所形成的收益 1.04 亿、固定资产处置录得收益 0.58 亿、一项产品责任索赔的税后费用 1.77 亿，扣除特殊项目后的归母纯利同比增长为 13.9%。五大业务线表现有所差异，医疗器械（临床护理为主）同比增长 5.6%，骨科同比下降 14%，介入同比增长 9.3%，药品包装同比增长 3.2%，血液管理同比增长 12.4%。去年各地散发疫情影响医院诊疗，同时骨科集采陆续落地，对于收入端增长产生显著影响，利润端仍保持稳健增长。

毛利率受多因素影响有所下降，现金流维持健康优质。2022 年毛利率为 52.2%（-3.1pp），主要由于疫情封控及供应链紊乱、集采降价、产品结构及渠道变化等因素影响。销售费用率为 17.8%（-2.4pp）和管理费用率 8.2%（-0.3pp），合计比同期下降 2.7pp，主要受益于数字化运营管理下的效率提升、疫情下商务和市场活动减少、产品结构变化和集采等因素。研发投入持续加大，研发开支达 5.47 亿，同比增长 8.6%。受益于各项费用率的下降和部分特殊项目，净利率提升至 21.2%。2022 年公司经营性现金流净额为 22.15 亿元，归母净利润现金含量超过 80%，继续保持优质状态。

平台化战略下新业务板块布局收获不断，海外业务保持良好增长。公司按照产品线加强现有产品的更新迭代及研发，针对已有产品进行升级换代、功能改善、新材料应用、成本控制。同时公司在上海、苏州设立研发中心，重点进行关键技术瓶颈攻关、重大单项产品研发。目前公司已布局临床护理数字化、生命信息与支持、泌尿、内分泌、内窥镜、康复和安全自动给药等产品系列，为中长期发展打下坚实基础。进一步践行国际化战略，2022 年海外营业收入同比增长 19.2%，持续利用全球资源孵化威高产业。

风险提示：带量采购产品大幅降价风险；预灌封注射器产能和订单量增长不及预期；新业务拓展不及预期的风险。

投资建议：考虑集采影响，略下调 2023-24 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑脊柱国采执行以及其他耗材集采影响，预计 2023-25 年归母净利润 31.36/36.58/42.85（23-24 年原为 31.96/37.31 亿），同比增速 15.1%/16.7%/17.1%，当前股价对应 PE=17/15/13x。威高已建立了品牌形象、质量管控、规模效应、成本优势的多维度壁垒，看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，维持“买入”评级。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 云海金属(002182.SZ) 财报点评:镁产业链龙头，依托股东优势加速扩张

2022 年公司归母净利润同比增长 24%。2022 年公司实现营收 91.05 亿元（+12.2%），归母净利润 6.11 亿元（+24.0%），扣非归母净利润 5.73 亿元（+36.5%），经营性净现金流 13.42 亿元（+2260%）。其中 2022Q4 单季营收 20.0 亿元（-19.0%），归母净利润 0.32 亿元（-85.9%），扣非归母净利润 0.18 亿元（-90.7%）。

公司业绩增长主因金属镁价格上涨。2022 年公司销售毛利润 14.6 亿元，比 2021 年增加 3.3 亿元，其中镁合金产品毛利润同比增加 4.3 亿元或 80%，铝合金产品毛利润同比减少 1.4 亿元或 -82%，镁合金深加

工产品毛利润增加 0.13 亿元或 17.2%。从事原镁冶炼的子公司五台云海净利润 3.8 亿元，同比增加 2 亿元或 116%，巢湖云海净利润 2.5 亿元，同比增加 1.7 亿元或 188%。

宝钢入主，公司加速扩张。公司是全球镁行业龙头企业，现有 10 万吨原镁和 20 万吨镁合金产能，镁合金全球市占率近 40%，拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”完整产业链。本轮定增完成后，宝钢金属将成为公司控股股东，公司与中国宝武“一基五元”发展战略中新材料产业方向高度契合。今年是公司的项目建设年，巢湖 5 万吨原镁项目、安徽青阳 30 万吨原镁和 30 万吨镁合金项目、安徽铝业 15 吨铝挤压型材项目有望 2023 年底前建成。到 2025 年，公司将达到 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金产能。

风险提示：产能释放低于预期，镁压铸件市场竞争加剧。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

假设 2023-2025 年镁锭价格均为 22000 元/吨，镁合金价格均为 23400 元/吨，预计 2023-2025 年营业收入 128/183/241 亿元，同比增速 40.6/43.1/31.5%，归母净利润 6.84/13.22/19.52 亿元，同比增速 11.9/93.3/47.7%；摊薄 EPS 分别为 1.06/2.05/3.02 元，当前股价对应 PE 分别为 21/11/8x。公司是全球镁产业链一体化龙头，不仅有原材料的资源、技术和成本优势，也有深加工产品设计及技术优势，将依托宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，在汽车轻量化领域的渗透进一步加速，首次覆盖给予“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-哪类 ETF 的机构投资者占比在提升？一穿透算法下的 ETF 机构持仓行为分析

ETF 机构持仓穿透算法

目前 ETF 基金在半年报、年报中公布的机构投资者持有份额占比一般是将 ETF 联接基金和其他机构都视为机构求得的，但实际上，ETF 联接基金中也有个人投资者，按照现有方法计算会高估机构投资者的比例。本文基于 ETF 和联接基金披露的数据，采用“ETF 机构持仓穿透算法”计算 ETF 基金中机构投资者实际持仓的规模和占比。

按资产类别分类

相比 2022H1（以下使用‘H1’代指‘6 月 30 日’），2022H2（以下使用‘H2’代指‘12 月 31 日’）机构投资者对股票型、跨境型、货币型和商品型 ETF 的持有比例分别上升至 43.13%、35.61%、84.06%、29.30%；对债券型 ETF 的持有比例下降至 91.78%。

按板块分类

统计股票型 ETF 中周期、大金融、科技、消费四个板块 ETF 的规模和机构持仓变动情况。从板块上看，机构投资者对周期、大金融、科技板块的持有规模有所下降，而对消费板块持有规模上升。机构投资者持有规模下降最多的是大金融板块，由 2022H1 的 367 亿元下降至 2022H2 的 298 亿元。个人投资者持有规模增长最多的是消费板块，由 2022H1 的 720 亿元增长至 2022H2 的 798 亿元，下降最多的板块为大金融板块，由 2022H1 的 756 亿元下降至 2022H2 的 714 亿元。

按热点主题分类

统计股票型 ETF 中 5G、芯片、军工、医药、红利、证券、新能源车等主题 ETF 的规模和机构持仓变动情况。相比 2022H1，2022H2 机构投资者对芯片、医药、黄金 ETF 的持有比例为 22.51%、22.15%、30.14%，分别提升 2.52%、2.54%、4.22%；对 5G、军工、红利、证券、新能源车 ETF 的持有比例为 7.08%、43.23%、16.84%、20.53%、42.02%，分别下降 0.88%、5.26%、7.13%、3.02%、8.20%。

按宽基分类

统计上证 50、沪深 300、中证 500、创业板类和科创板 ETF 等主要宽基 ETF 的规模和机构持仓变动情况。

相比 2022H1，2022H2 机构投资者对沪深 300、中证 500、科创板 ETF 的持有比例上升至 62.41%、64.94%、20.36%，对上证 50、创业板类 ETF 的持有比例下降至 66.16%、28.96%。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 91 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2023 年 4 月 7 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 2.39%、8.13%、8.29%、0.90%、4.20%、14.13%、1.03%。中信一级行业指数中计算机、通信、电子、传媒、建筑行业指数距离 250 日新高较近，基础化工、电力设备及新能源、综合、煤炭、汽车行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，区块链、软件、互联网、华为平台、云计算、卫星导航、数字货币等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2023 年 4 月 7 日，共 669 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是计算机、传媒、电子行业，创新高个股数量占比最高的是计算机、传媒、通信行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：17.10%、19.20%、22.00%、15.00%、22.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含同花顺、久远银海、中际旭创等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 26、8 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是计算机、通信行业；制造板块中创新高最多的是机械、建筑行业。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-TMT 领涨，超预期精选组合今年以来在主动股基中排名前 20%分位点

国信金工主动量化策略表现跟踪

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 0.62%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.27%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 7.32%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.85%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 32.26%分位点（922/2858）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.90%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.99%。本年，超预期精选组合绝对收益 10.45%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.99%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 19.98%分位点（571/2858）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 1.01%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.88%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 8.07%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.61%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 28.73%分位点（821/2858）。

本周，股票收益中位数 0.05%，50%的股票上涨，50%的股票下跌；主动股基中位数 1.61%，80%的基金上涨，20%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 6.84%，70%的股票上涨，30%的股票下跌；主动股基中位数 4.10%，77%的基金上涨，23%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

优秀基金业绩增强组合在考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益达到 24.15%，相较偏股混合型基金

金指数年化超额 13.30%，在 2012 年以来，组合分年度业绩排名基本都排在主动股基前 30%的水平。

超预期精选组合

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

超预期精选组合自 2010 年以来满仓年化收益达到 36.49%，相对中证 500 指数年化超额达到 34.33%。在考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益达到 31.56%，相较偏股混合型基金指数年化超额 24.22%。

券商金股业绩增强组合

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

券商金股业绩增强组合自 2018 年以来，考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益为 23.42%，相对偏股混合型基金指数年化超额 15.12%，在 2018 年-2022 年期间，组合每年的业绩排名都排在主动股基前 30%的水平。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-中概股持续回调，港股精选组合今年以来下跌 1.10%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-0.49%，相对恒生指数超额收益-0.15%。

本年，港股精选组合绝对收益-1.10%，相对恒生指数超额收益-3.88%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，中芯国际等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是消费板块，其次为科技、制造、周期和大金融板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生小型股指数收益最高，累计收益 0.69%；恒生科技指数收益最低，累计收益-1.54%。

行业指数方面，本周电讯业行业收益最高，累计收益 3.49%；工业行业收益最低，累计收益-2.06%。

概念板块方面，本周集成电路产业基金概念板块收益最高，累计收益 17.07%；大气治理概念板块收益最低，累计收益-8.14%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 98 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 617 亿港元，今年以来港股通累计净流入 854 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，腾讯控股、中国移动和商汤-W 流入金额最多，美团-W、建设银行和安踏体育流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-0.33%，投资港股的主动基金收益中位数-0.20%。

本年，港股通股票收益中位数-0.70%，投资港股的主动基金收益中位数-2.34%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-成长因子表现出色，上周公募中证 500 指增超额中位数-0.66%

国信金工指数增强组合表现跟踪

沪深 300 指数增强组合本周超额收益-0.86%，本年超额收益-3.01%。

中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.94%，本年超额收益-0.70%。

中证 1000 指数增强组合本周超额收益-1.88%，本年超额收益-1.47%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，预期 BP、3 个月盈利上下调、BP 等因子表现较好，而标准化预期外盈利、单季净利同比增速、DELTAROE 等因子表现较差。最近一月，BP、预期 BP、股息率等因子表现较好，而 DELTAROE、标准化预期外盈利、DELTAROA 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，高管薪酬、单季营收同比增速、单季净利同比增速等因子表现较好，而一个月换手、预期 EPTTM、单季 EP 等因子表现较差。最近一月，股息率、高管薪酬、特异度等因子表现较好，而三个月反转、一个月反转、一年动量等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，高管薪酬、单季 ROA、单季 ROE 等因子表现较好，而预期 EPTTM、标准化预期外盈利、EPTTM 等因子表现较差。最近一月，单季超预期幅度、特异度、3 个月盈利上下调等因子表现较好，而 EPTTM 一年分位点、一个月反转、一年动量等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，特异度、高管薪酬、单季超预期幅度等因子表现较好，而一个月换手、预期 PEG、标准化预期外盈利等因子表现较差。最近一月，特异度、高管薪酬、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一个月反转、三个月反转、标准化预期外盈利等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 57 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 589 亿元。中证 500 指数增强产品共有 61 只，总规模合计 466 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 27 只，总规模合计 218 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.80%，最低-1.37%，中位数-0.48%。最近一月：超额收益最高 1.97%，最低-2.83%，中位数-0.59%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.82%，最低-2.08%，中位数-0.66%。最近一月：超额收益最高 1.48%，最低-3.22%，中位数-1.31%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高-0.18%，最低-1.72%，中位数-1.02%。最近一月：超额收益最高 0.46%，最低-2.92%，中位数-1.02%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

◆ 金融工程周报：基金周报-商用飞机高端制造主题 ETF 申报，货基收益重返“2”时代

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，科创 50、中证 1000、中小板指收益靠前，收益分别为 7.35%、2.43%、2.11%，上证综指、沪深 300、中证 500 收益靠后，收益分别为 1.67%、1.79%、1.97%。从成交额来看，除上证综指、中证 500、中证 1000 外，上周主要宽基指数均有所增加。行业方面，上周电子、通信、计算机收益靠前，收益分别为 8.35%、7.98%、5.23%，汽车、煤炭、食品饮料收益靠后，收益分别为-2.38%、-1.89%、-1.88%。

截至上周五，央行逆回购净回笼资金 11320 亿元，逆回购到期 11610 亿元，净公开市场投放 290 亿元。3 年期、5 年期期限的国债利率有所上行，1 年期、7 年期、10 年期期限的国债利率有所下行，利差缩窄

0.14BP。上周中证转债指数上涨 0.98%，累计成交 1920 亿元，较前一周减少 373 亿元。

上周共上报 35 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 4 只 FOF，14 只 ETF，广发恒生 A 股电网设备 ETF、富国恒生 A 股电网设备 ETF、国泰恒生 A 股电网设备 ETF、银华中证 800 增强策略 ETF、富国中证人工智能主题 ETF、广发中证医疗 ETF 等。

4 月 4 日，证监会官网显示，8 家基金公司申报了中证商用飞机高端制造主题 ETF。

4 月 7 日，中国证券登记结算有限责任公司（下称中国结算）拟正式启动股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化调降工作，将实现股票类业务最低备付缴纳比例由 16% 平均降至 15% 左右。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.54%、1.26%、0.85%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 4.31%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 3.75%、3.59%、1.70%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.54%，量化对冲型基金收益中位数为-0.01%。今年以来，指数增强基金超额中位数为-1.21%，量化对冲型基金收益中位数为 0.48%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 189 只、目标日期基金 99 只、目标风险基金 124 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 2.86%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 15 只，合计发行规模为 36.96 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 44 只基金首次进入发行阶段，本周将有 23 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：陈梦琪

◆ 金融工程日报：沪指六连阳，两市成交额连续 4 日破万亿

市场表现：今日（20230407）市场全线上涨，规模指数中中证 1000 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。传媒、房地产、医药、通信、消费者服务行业表现较好，农林牧渔、煤炭、有色金属、建筑、食品饮料行业表现较差。医保支付改革、智慧医疗、无感支付、中文语料库、CRO 等概念表现较好，黄金精选、覆铜板、猪产业、铁路运营精选、中药精选等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 48 只股票涨停，有 5 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.50%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.51%。今日封板率 72%，较前日提升 5%，连板率 10%，较前日下降 4%。

市场资金流向：截止 20230406 两融余额为 16283 亿元，其中融资余额 15325 亿元，融券余额 958 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 9.9%。

折溢价：20230406 当日 ETF 溢价较多的是物联网 AH，ETF 折价较多的是人工智能 50ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 28 亿元，20230406 当日大宗交易成交金额为 23 亿元，近半年以来平均折价率 5.38%，当日折价率为 6.35%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.07%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.23%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.21%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.29%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 3.85%，处于近一年来 76%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 2.98%，处于近一年来 72%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 2.89%，处于近一年来 52%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 5.92%，处于近一年来 27%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是宏发股份、紫光股份、京东方 A、兆威机电、森马服饰、超图软件、康华生物、中科三环等，宏发股份被 225 家机构调研。20230407 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是世纪华通、中兴通讯、金桥信息、国际医学、朗玛信息、新华网、浩瀚深度、德明利、奋达科技、世嘉科技、新宏泰、中润资源、兆龙互连等，机构专用席位净流出较多的股票是神州泰岳、鼎阳科技、中文在线、光庭信息、首药控股-U、创维数字、惠威科技等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	445.52	-0.18	ICE 布伦特原油	85.12	0.15
白银	5542.00	0.34	铜	68790.00	0.08
铝	18640.00	0.32	铅	15270.00	0.49
豆一	5327.00	0.00	锌	22125.00	0.02
豆粕	3559.00	-1.68	镍	185220.00	2.91
玉米	2732.00	0.00	锡	196270.00	-0.72
螺纹钢	3969.00	-0.02	SR305	6617.00	2.14

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2022/10/31	10月PMI(%)	92.0	92.3	98.2	中国物流与采购联合会
2022/10/31	10月PPI(%)	-2.5	0.64	17.89	PPI
2022/10/31	10月CPI(%)	100.1	100.8	102.1	国家统计局
2022/10/31	10月狭义货币(M1)同比(%)	0.05	0.06	0.02	中国人民银行
2022/10/31	10月狭义货币(M2)同比(%)	0.11	0.12	0.08	中国人民银行
2022/10/31	10月新增人民币贷款(亿元)	4431.0	25686.0	7752.0	中国人民银行
2022/10/31	10月贸易顺差总额(亿美元)	84940.49	84048.99	84856.9	国家商务部
2022/10/31	10月固定资产投资累计同比(%)	0.05	0.01	0.06	国家统计局
2022/10/31	10月工业增加值(%)	0.05	0.06	0.03	国家信息中心
2022/10/31	10月社会消费品零售总额_同比(%)	0.05	0.05	0.06	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
000800.SZ	一汽解放	298216.62	439392.02	92.07	2023-04-10
300827.SZ	上能电气	5175.00	10567.54	66.28	2023-04-10
002979.SZ	雷赛智能	13836.38	29563.21	95.86	2023-04-10
688096.SH	京源环保	2770.75	10729.35	100.00	2023-04-10
688085.SH	三友医疗	12073.60	20533.35	100.00	2023-04-10
002793.SZ	罗欣药业	68321.09	145778.03	99.10	2023-04-10
688468.SH	科美诊断	205.00	27499.99	1.60	2023-04-10
688636.SH	智明达	62.50	2961.50	2.92	2023-04-10
688191.SH	智洋创新	191.30	7288.60	2.33	2023-04-10
002218.SZ	拓日新能	530.03	139239.82	20.44	2023-04-10
000948.SZ	南天信息	4659.83	38110.01	99.85	2023-04-10
603353.SH	和顺石油	11159.20	17339.40	100.00	2023-04-07
688260.SH	昀冢科技	150.00	6811.62	2.80	2023-04-06
300826.SZ	测绘股份	5543.87	10629.10	90.66	2023-04-03
688662.SH	富信科技	110.30	5423.00	3.14	2023-04-03
688630.SH	芯碁微装	151.01	6161.18	2.48	2023-04-03

301077. SZ	星华反光	242. 75	2143. 50	5. 92	2023-03-31
600746. SH	江苏索普	69192. 58	111608. 23	93. 04	2023-03-31
688659. SH	元琛科技	200. 00	8796. 68	2. 70	2023-03-31
688626. SH	翔宇医疗	160. 00	5250. 88	1. 46	2023-03-31
002252. SZ	上海莱士	176616. 58	673844. 55	99. 86	2023-03-30
688661. SH	和林微纳	100. 00	2600. 00	1. 81	2023-03-30
600150. SH	中国船舶	202912. 09	447242. 87	100. 00	2023-03-30
688109. SH	品茗股份	68. 00	2668. 39	2. 39	2023-03-30
688329. SH	艾隆科技	96. 50	4566. 35	2. 96	2023-03-29
002456. SZ	欧菲光	35369. 77	325910. 32	99. 11	2023-03-29
688597. SH	煜邦电力	660. 44	12715. 71	11. 81	2023-03-27
300791. SZ	仙乐健康	10886. 40	17703. 39	97. 20	2023-03-27
688189. SH	南新制药	4000. 00	14000. 00	100. 00	2023-03-27
300825. SZ	阿尔特	4505. 30	31427. 90	72. 05	2023-03-27
688228. SH	开普云	3756. 08	6713. 34	100. 00	2023-03-27
688195. SH	腾景科技	161. 75	8184. 00	3. 29	2023-03-27
688606. SH	奥泰生物	44. 88	2564. 50	1. 56	2023-03-27
688633. SH	星球石墨	90. 91	2393. 33	1. 82	2023-03-24
600905. SH	三峡能源	500200. 00	1357300. 00	25. 01	2023-03-23
688609. SH	九联科技	500. 00	32878. 18	2. 83	2023-03-23
603221. SH	爱丽家居	17200. 00	23272. 00	95. 93	2023-03-23
300290. SZ	荣科科技	1938. 46	62729. 62	61. 88	2023-03-23
688092. SH	爱科科技	73. 94	2683. 72	2. 23	2023-03-20
600026. SH	中远海能	60171. 91	346669. 18	100. 00	2023-03-20

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅 (%)	1 周 涨跌幅 (%)	1 个月 涨跌幅 (%)	3 个月 涨跌幅 (%)	12 个月 涨跌幅 (%)	30 天 波动率 (%)
道琼斯工业平均指数	33485. 29	0. 007676	13. 90	14. 84	17. 94	21. 85	30. 75
德国 DAX 指数	15597. 89	0. 500768	19. 19	-0. 35	6. 76	10. 21	30. 23
法 CAC40 指数	7324. 75	0. 115496	0. 84	-0. 65	6. 75	12. 70	38. 31
恒生指数	20331. 20	0. 279217	0. 10	-1. 32	-3. 14	-7. 92	80. 65
沪深 300 指数	4123. 27	0. 650300	1. 78	1. 83	3. 57	-2. 03	55. 75
美国 SP500 指数	4105. 02	0. 357913	1. 33	1. 39	5. 38	-8. 39	37. 18
纳斯达克综合指数	12087. 96	0. 759365	0. 62	3. 53	14. 36	-12. 96	48. 34
日经 225 指数	27518. 31	0. 166275	-1. 86	-2. 79	5. 94	2. 34	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300059. SZ	东方财富	22. 7000	-0. 8301	143420. 08	300059. SZ	东方财富	22. 7000	-0. 8301	116329. 61
2	300750. SZ	宁德时代	388. 0000	-2. 6862	93012. 27	601888. SH	中国中免	178. 0400	-3. 4438	95156. 66
3	600519. SH	贵州茅台	1814. 5900	0. 6948	82999. 04	002230. SZ	科大讯飞	65. 9000	-4. 9062	77051. 35
4	600570. SH	恒生电子	57. 2100	-0. 6253	60938. 66	300750. SZ	宁德时代	388. 0000	-2. 6862	66054. 51
5	300274. SZ	阳光电源	100. 9400	-4. 6837	60016. 05	600036. SH	招商银行	34. 2800	-0. 2619	57089. 77
6	000858. SZ	五粮液	196. 1500	0. 4918	54274. 89	600570. SH	恒生电子	57. 2100	-0. 6253	55590. 01

7	000977.SZ	浪潮信息	36.5100	-3.0279	49167.10	600519.SH	贵州茅台	1814.5900	0.6948	47680.67
8	002714.SZ	牧原股份	50.6600	1.5638	45023.69	601318.SH	中国平安	45.5700	-0.2408	45390.43
9	601668.SH	中国建筑	6.1600	5.2991	44582.74	603986.SH	兆易创新	130.5600	-0.7375	42170.72
10	002230.SZ	科大讯飞	65.9000	-4.9062	43455.20	601138.SH	工业富联	17.4100	-1.9707	40960.39

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1797.HK	东方甄选	30.7000	-0.03761755	14443.59	0981.HK	中芯国际	22.4500	0.07673861	154070.66
2	1024.HK	快手-W	56.1500	-0.01318102	23995.63	0700.HK	腾讯控股	385.4000	0.00103896	121921.21
3	2269.HK	药明生物	47.3500	0.01827957	25279.73	0020.HK	商汤-W	3.3300	0.02147239	99422.35
4	3888.HK	金山软件	37.5000	-0.06947891	25607.00	3690.HK	美团-W	133.8000	-0.00074683	56759.72
5	0941.HK	中国移动	65.9500	0.00456969	44614.42	1024.HK	快手-W	56.1500	-0.01318102	48510.89
6	0883.HK	中国海洋石油	12.2000	-0.00813008	60469.04	0883.HK	中国海洋石油	12.2000	-0.00813008	42704.12
7	3690.HK	美团-W	133.8000	-0.00074683	88315.68	3888.HK	金山软件	37.5000	-0.06947891	38924.59
8	0700.HK	腾讯控股	385.4000	0.00103896	91683.37	0939.HK	建设银行	5.1500	0.00980392	24744.09
9	0020.HK	商汤-W	3.3300	0.02147239	224205.22	0941.HK	中国移动	65.9500	0.00456969	21889.96
10	0981.HK	中芯国际	22.4500	0.07673861	258161.11	1797.HK	东方甄选	30.7000	-0.03761755	12267.46

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032