

二季度积极一些，拐点处或为布局良机

报告摘要

核心观点：

◆ 一季报落地后，部分逆境反转行业业绩逐季改善趋势或吸引资金配置，与 TMT 主线接力轮动。展望二季度，外部流动性的紧缩预期已出现转折，国内经济有望加速修复支撑市场反弹。一季度，在美国银行业风波及内部温和复苏的背景下上证指数走势逐月走弱。海外方面，美国区域性银行业风波扭转 3 月初鹰派加息预期，但投资者恐慌情绪已暂时平息。国内方面，国务院总理李强表示 3 月份经济表现比 1、2 月份更好，往后看经济向好趋势明确。制造业方面，在 PPI 高基数和出口下行影响下 2 月工业企业利润总额累计同比降幅扩大到 22.9%，3 月先行指标 PMI 指数反映出制造业产需两端均出现回暖，制造业盈利增速或触底回升；地产方面，3 月销售端继续改善，30 大中城市商品房成交面积同比增速升至 43.59%，较上月提升 12.09%。且政策继“保交楼”后继续灵活发力，全面推广“带押过户”降低二手房市场交易成本，促进住房改善需求释放。消费方面，五一、端午有望迎来旺季催化，大众消费需求或将进一步回补；同时随着员工全面返岗，商务活动或将更加活跃，带动消费复苏。预计二季度在地产、消费需求端改善的牵引下经济修复速度将加快，部分行业一季度业绩或为全年低点。

◆ TMT 板块虹吸效应虽或将减弱，但作为今年重要主线景气度仍有望延续。复盘 13-15 年由移动互联网引领的牛市行情，我们认为本轮 TMT 行情或并非短期主题投资。移动互联的高渗透力持续影响传统行业，基于移动支付技术的移动互联网创新热潮为传统互联网类业务提供了新的商业模式和发展空间，通过各类 APP 与社会服务业广泛融合，在公共交通、零售行业、餐饮行业都得到普及，随后从第三产业渗透至第一、第二产业，由前端服务接口向中间销售链、后端生产链延伸。随着移动互联应用深度和广度的不断加深，13-

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

王玉茜 研究助理
SAC 执业证书：S0640122040025
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《TMT 狂欢下关注经济修复阻力较小方向》
中航策略周报：《关注紧缩后周期中的全球金融风险》
中航策略周报：《中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大》
中航策略周报：《数字中国规划落地，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《底部清晰，军工板块或迎来新一轮估值抬升》
中航策略周报：《“阳康牛”，加配成长》

市场走势：



15 以移动互联为主导的创业板企业盈利逆势上涨，带动市场走高，自 2013 年至 2015 年底，创业板已上涨 284.78%至 2714.05 点高位。

- ◆ 当前经济背景同 13-15 年相似，都处于经济复苏初期阶段，且央行通过 OMO+降准+MLF 等“政策组合拳”补充流动性。TMT 板块景气度跃升受政策端及技术端双轮驱动。基础设施的迅速更新也为此轮计算革命提供条件，ChatGPT 带来的算力需求暴涨以及英伟达等主要供给方的供给有限，推动芯片、服务器、通信设备、存储等相关领域规模扩大，底层算力基础迎来发展机遇，产业链上下游均受益。生成式 AI 促进了交互式体验对应用前景和商业模式的落地，不仅可以辅助企业工作流程降本增效，在教育、娱乐、陪伴、医疗等多场景都可带来颠覆性改变，或带来新一轮产业革命，推动相关行业价值重估。ChatGPT 较元宇宙有更多落地场景，应用具备快速提高渗透率和付费率潜力，作为今年的年度主线之一仍具备上涨潜力。

投资建议：

- ◆ 配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜，关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明，随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

本周市场回顾:

本周市场表现整体较好, 上证指数, 深证成指, 沪深 300, 科创 50, 创业板指, 中证 500 分别上涨 1.67%, 2.06%, 1.79%, 7.35%, 1.98%, 1.97%。行业风格上, 本周成长及金融风格表现较强, 分别上涨 3.36%, 2.34%; 周期风格表现较弱, 下跌 0.11%。分行业来看, 申万一级行业中通信、电子、计算机表现较强, 分别上涨 7.94%, 6.69%, 5.55%; 汽车、煤炭、食品饮料表现较弱, 分别下跌 2.40%, 2.01%, 1.91%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交额为 10,251.95 亿元, 较上周增加了 239.05 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 18.31 倍, 较上周提升 2.06%。因复活节假日, 北向交易于 4 月 5 日(周三)至 4 月 10 日(周一)暂停, 本周北向资金仅包含 4 月 3 日及 4 月 4 日数据, 呈净卖出状态, 本周净卖出金额为 30.72 亿元。

正文:

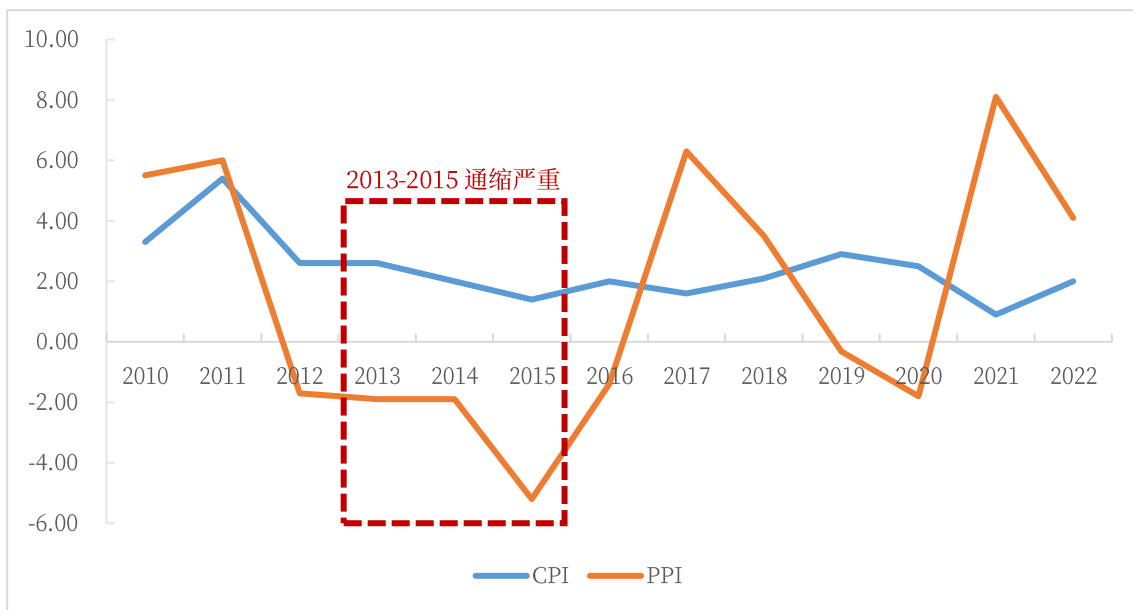
一季报落地后, 部分逆境反转行业业绩逐季改善趋势或吸引资金配置, 与 TMT 主线接力轮动。展望二季度, 外部流动性的紧缩预期已出现转折, 国内经济有望加速修复支撑市场反弹。一季度, 在美国银行业风波及内部温和复苏的背景下上证指数走势逐月走弱, 1 月、2 月、3 月涨跌幅分别录得 5.39%, 0.74%, -0.21%。海外方面, 美国区域性银行业风波扭转 3 月初鹰派加息预期, 但投资者恐慌情绪已暂时平息。由于硅谷银行外其他金融机构也普遍存在借短买长经营模式盈利转负及负债端融资成本过高引发的流动性风险, 交易者认为为避免爆发系统性风险美联储或将控制加息节奏, 且银行风波后金融机构削减向实体经济投放的融资量或将导致实体端融资紧缩从而加速美国经济衰退, 加息终点大概率已临近。银行危机对市场风险偏好压制作用或较小, 3 月 29 日 VIX 波动率指数已回落至 3 月 8 日硅谷银行首次暴雷前位置, 且自硅谷银行首次暴雷至 4 月 7 日, 标普 500 及纳斯达克指数分别累计上涨 2.83%, 4.42%。国内方面, 国务院总理李强表示 3 月份经济表现比 1、2 月份更好, 往后看经济向好趋势明确。制造业方面, 在 PPI 高基数和出口下行影响下 2 月工业企业利润总额累计同比降幅扩大到 22.9%, 3 月先行指标 PMI 指数反映出制造业供需两端均出现回暖, 制造业盈利增速或触底回升; 地产方面, 3 月销售端继续改善, 30 大中城市商品房成交面积同比增速升至 43.59%, 较上月提升 12.09%。且政策继“保交楼”后继续灵活发力, 全面推广“带押过户”降低二手房市场交易成本, 促进住房改善需求释放。消费方面, 五一、端午有望迎来旺季催化, 大众消费需求或将进一步回补; 同时随着员工全面返岗, 商务活动或将更加活跃, 带动消费复苏。预计二季度在地产、消费需求端改善的牵引下经济修复速度将加快, 部分行业一季度业绩或为全年低点。

TMT 板块虹吸效应虽或将减弱, 但作为今年重要主线景气度仍有望延续。复盘 13-15 年由移动互联网引领的牛市行情, 我们认为本轮 TMT 行情或并非短期主题投资。13-15 年处于经济复苏进程早期。2013 年深化地产调控叠加“钱荒”危机, 经济经历短暂企稳后又迎来 2015 年的股市清理杠杆资金, 经济处于通缩下行区间, PPI 达近十年来最低点。为缓解钱荒危机, 2013-2015 年连续创新 SLF、MLF、PSL 等货币政策工具, 自 2014 年持续实行降准降息等宽松货币政策为市场提供流动性支持。在经济修复早期与流动性宽松的背景下, 移动互联高速扩张

推向新一轮计算革命。2013 年 12 月 4 日，工信部向移动、电信、联通颁发 TD-LTE 的 4G 牌照，伴随移动通讯网络基础设施的升级换代、技术革新作为实现创新的核心，移动互联推广速度迅猛。移动互联的高渗透力持续影响传统行业，基于移动支付技术的移动互联网创新热潮为传统互联网类业务提供了新的商业模式和发展空间，通过各类 APP 与社会服务业广泛融合，在公共交通、零售行业、餐饮行业都得到普及，随后从第三产业渗透至第一、第二产业，由前端服务接口向中间销售链、后端生产链延伸。其在智慧社区和智慧城市等智慧产业的普及推动公共服务体系的变革式发展。随着移动互联应用深度和广度的不断加深，13-15 以移动互联为主导的创业板企业盈利逆势上涨，带动市场走高，自 2013 年至 2015 年底，创业板已上涨 284.78% 至 2714.05 点高位。

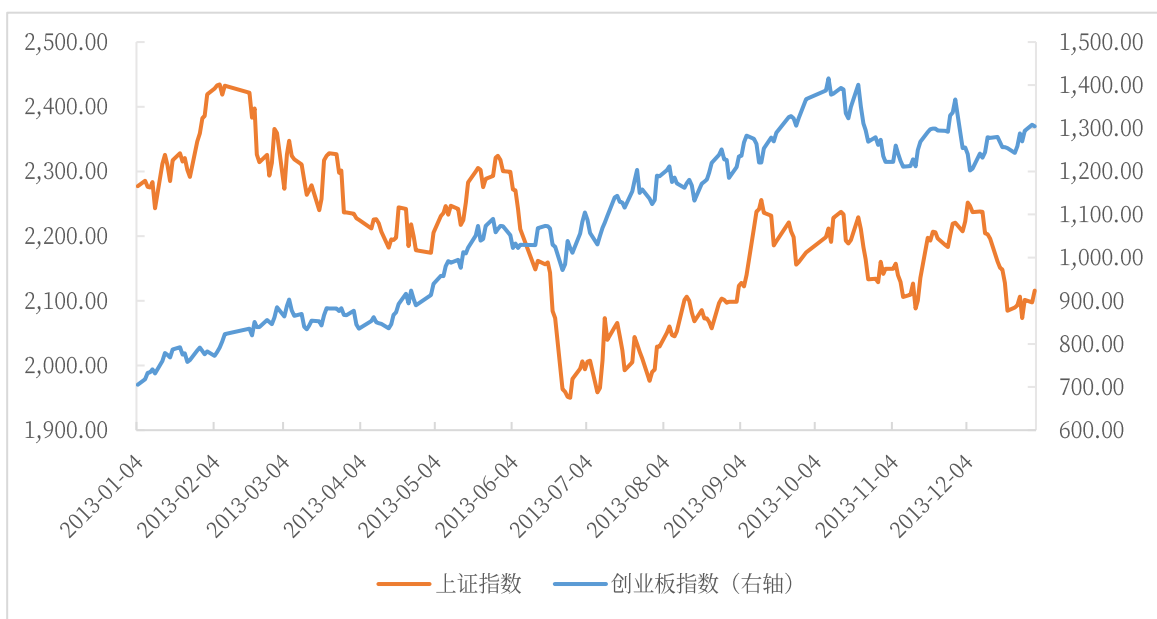
当前经济背景同 13-15 年相似，都处于经济复苏初期阶段，且央行通过 OMO+降准+MLF 等“政策组合拳”补充流动性。TMT 板块景气度跃升受政策端及技术端双轮驱动。政策端来看，从党的二十大，到 2022 年 12 月召开的中央经济工作会议，再到 2023 年全国两会，建设数字中国的顶层规划及产业指引不断清晰，数字经济成为未来有望持续受政策呵护的投资主线。4 月 6 日国资委调研提到，将加大政策支持力度促进集成电路产业高质量发展，从产业政策面继续给予 TMT 领域支持。技术端来看，ChatGPT 发布两个月已达 1 亿用户，截至 3 月 31 日 ChatGPT 及其子域日访问量已达 5391.8 万。国内方面，华为的盘古大模型将应用推广至智能客服、机器翻译、语音识别等领域，腾讯的混元大模型、百度的文心一言、360 的 MasterYoda、以及阿里将 AI 技术应用于电商零售、酒店管理、AI 法院，都将为数字中国建设提供更多的可能性。基础设施的迅速更新也为此轮计算革命提供条件，ChatGPT 带来的算力需求暴涨以及英伟达等主要供给方的供给有限，推动芯片、服务器、通信设备、存储等相关领域规模扩大，底层算力基础迎来发展机遇，产业链上下游均受益。生成式 AI 促进了交互式体验对应用前景和商业模式的落地，不仅可以辅助企业工作流程降本增效，在教育、娱乐、陪伴、医疗等多场景都可带来颠覆性改变，或带来新一轮产业革命，推动相关行业价值重估。ChatGPT 较元宇宙有更多落地场景，应用具备快速提高渗透率和付费率潜力，作为今年的年度主线之一仍具备上涨潜力。

图1 2013-2015 年 CPI 及 PPI 同比增速（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

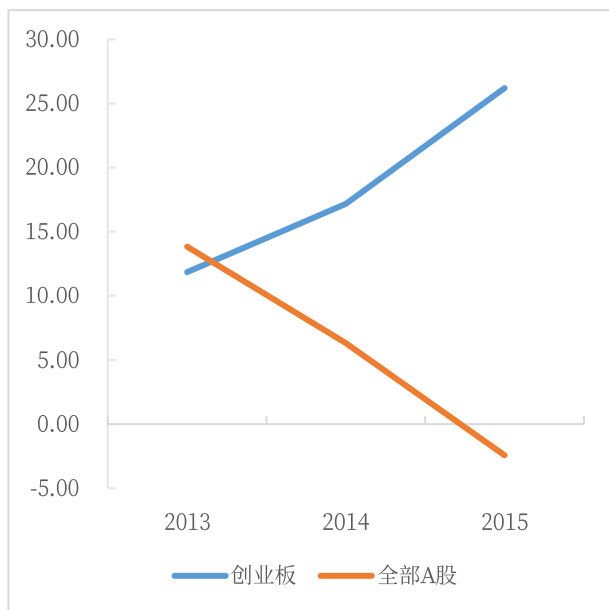
图2 2013 年创业板指数逆势走高



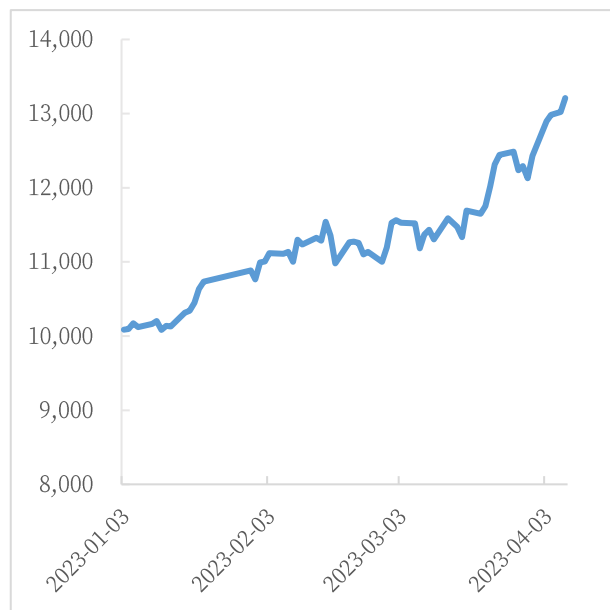
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所整理

图3 2013-2015 年创业板及全部 A 股扣非归母净利润同比增长率 (单位: %)

图4 年初至今 TMT 板块涨跌幅 (单位: %)



资料来源：Wind，中航证券研究所整理



资料来源：Wind,中航证券研究所整理（注：此处 TMT 板块收盘价取通信、计算机、传媒、电子等 4 个申万一级行业收盘价求和。）

投资建议：

配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜，关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明，随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性收紧超预期；

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637