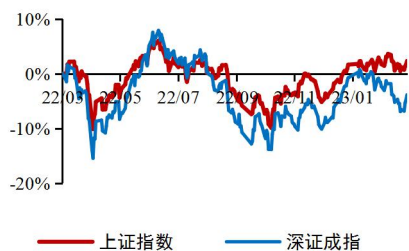


信义山证汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 24 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,286.65	0.64
深证成指	11,605.29	0.94
沪深 300	4,039.09	0.99
中小板指	7,632.62	1.19
创业板指	2,361.41	0.83
科创 50	1,058.99	2.41

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,105.25	0.23
纳斯达克综合	11,787.40	1.01
标普 500	3,948.72	0.30
巴黎 CAC40	7,139.25	0.11
德国法兰克福	15,210.39	-0.04
DAX		
日经 225	27,419.61	-0.17
恒生指数	20,049.64	2.34

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证宏观策略】-3 月 FOMC 会议点评及发布会实录

【山证金融&衍生品】常熟银行年报点评-2022 年归母净利润同比+25.4%，高增速有望保持

【公司评论】青岛啤酒(600600.SH)：青岛啤酒 22 年年报点评-22Q4 疫情下销量有所承压，23 年期待现饮恢复结构升级持续

【宏观策略】A 股低开高走

【今日要点】

【山证宏观策略】-3月FOMC会议点评及发布会实录

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 美联储3月FOMC加息25bp符合市场预期及情绪管理逻辑
- (1) 在近期银行业的动荡之后，美联储3月的FOMC会议关注度提升，除了“抗通胀与金融稳定性”哪家强之外，联储的行动还增加了一些“信号”意味，毕竟若此次联储停止加息或降息很有可能被解读为美国银行系统存在严重问题，由此看，3月加息25bp既符合宏观数据的表现（通胀仍高，劳动力市场有放松但仍然紧），也切合提振信心的需求。
- (2) 进一步看细节，点阵图反映的终端利率仍在5.1%，上调了2024年的利率至4.3%，SEP预测上调了PCE预期至3.3%，下调了经济增速预期与失业率预期，整体而言，释放信号偏“鹰”。但在措辞中将“持续加息是合适的”删去，改为“一些额外的紧缩政策或许是合适之举”，似乎又有所软化。
- (3) 我们判断本次加息很有可能是本轮紧缩的最后一次，Q4或会开始降息。我们之前提到过，在通胀仍高以及银行业资产负债两端承压的状态下，放缓加息优于暂停加息，目前来看抗通胀仍在首位，但金融稳定性或会加剧美国经济后续的收缩压力（通过信贷收缩），进而辅助通胀下行，结束加息进程。同时，在经济增速出现明显减速之后，或许本轮超快节奏加息累积的风险会逐步暴露。
-
- 风险提示：全球流动性环境超预期恶化，地缘冲突超预期发展

【山证金融&衍生品】常熟银行年报点评-2022年归母净利润同比+25.4%，高增速有望保持

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：公司发布2022年年报，营收88.09亿元、同比+15.1%，PPOP 53.64亿元、同比+21%，归母净利润27.44亿元、同比+25.4%。加权平均ROE 13.06%、同比+1.44pct。Q4营收21.27亿元、同比+5.2%、环比-7.8%，归母净利润6.64亿元、同比+25.8%、环比-24.5%。
- 规模扩张较快，息差保持稳健，信用更趋下沉。全年利息净收入76.11亿元、同比+13.7%、占比86.4%。生息资产平均余额2555亿元、同比+16.9%，净息差3.02%、同比-0.04pct。期末贷款余额1934亿元、同比+18.8%、占比69%。零售贷款同比+16.8%，对公贷款同比+19%，票据贴现同比+53.3%。年末村镇银行业务贷款余额355亿元、同比+21.2%，营收5.35亿元、占比6.07%，占比提升65BP。非息收入11.98

亿元、同比+24.3%、占比 13.6%。手续费及佣金收入 1.88 亿元，同比-21%，投资收益 8.43 亿元，同比+29.3%。

- **资产质量优良，资本充足率稳定：**不良贷款 15.68 亿元、同比+18.4%。不良率 0.81%、同比持平，关注率 0.84%，同比-5BP。拨备覆盖率 536.77%、同比+4.95pct。核心一级/一级/资本充足率分别-73BP、-74BP、-76BP，但公司发行常银转债 60 亿元，转股后公司资本充足率仍处较高水平。
- **2023 经营计划：**仍聚焦小微业务，营收增速约 10%，归母净利润增速约 20%，加权平均 ROE 约 13.5%，成本收入比稳中有降，资产质量保持稳健。
- **投资建议：**我们认为公司聚焦小微将使规模稳健扩张、息差保持高位、资产质量保持良好，预计 2023-25 年归母净利润同比+22.31%、+17.15%、+17.43%。当前股价对应 2023E P/B 0.80x，处上市以来低位，维持“买入-A”。
- **风险提示：**小微业务开展不及预期，利率下行超预期，资产质量恶化等。

【公司评论】青岛啤酒(600600.SH)：青岛啤酒 22 年年报点评-22Q4 疫情下销量有所承压，23 年期待现饮恢复结构升级持续

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件：**公司发布 2022 年年报，报告期内公司实现营业收入 321.72 亿元，同比增长 6.65%；归母净利润 37.11 亿元，同比增长 17.59%；扣非归母净利润 32.09 亿元，同比增长 45.43%。其中，22Q4 实现营业收入 30.62 亿元，同比减少 9.83%；归母净利润-5.56 亿元，扣非归母净利润-6.51 亿元，亏损收窄，22Q4 利润超预期。
- **事件点评**
- **Q4 疫情下销量有所承压，22 全年结构升级略有放缓。**从销量来看，2022 年公司实现啤酒销量 807 万千升，同比+1.79%；2022 上半年在疫情反复影响下，销售量一度有所承压，公司 Q3 推出旺季战役“夏日风暴”，同时 7-8 月份在疫情缓解及多地天气炎热支撑之下，销量实现较高增长，22Q4 局部地区疫情反复，销量再度承压，综合之下，22H2/Q4 销量同比+6.04%/-6.49%。分品牌看，青岛主品牌销量实现 444 万千升，同比+2.54%，占比达 55.0%；其他品牌销量同比+0.89%。从吨价看，22 年公司啤酒平均吨价为 3986 元/吨，同比+4.77%，其中青岛品牌/其他品牌吨价分别+5.51%/+3.17%。分地区看，22 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 213.67/78.63 亿元，同比+8.20%/+8.07%；境外地区受疫情影响相对较小，实现收入 7.21 亿元，同比+11.97%。总体而言，疫情下公司结构升级节奏虽略有放缓，在量价平稳增长下助力公司 22 年全年营收增长。

- **成本压力下结构升级&控费增效，盈利能力稳定向好。**公司 2022 年毛利率/净利率为 36.85%/11.53%，同比+0.13/+1.07pct，尽管 2022 年成本端承压，公司通过部分原材料价格锁价及产品提价，助力毛利率稳定向好。2022 年公司销售费用率/管理费用率分别为 13.05%/4.58%，同比-0.53/-1.03pct。面对疫情和成本压力双重挑战，公司通过持续优化管理体系，提高运营效率，净利率稳步提高。去年 Q3 以来成本开始显著上涨，未来成本逐步进入下降通道，同时 23 年疫后时代，伴随消费逐步复苏以及高端产品占比的持续提升，预计公司盈利能力将保持良好增长。
- **投资建议**
- **中长期看，公司继续进行产品结升级，同时不断完善终端布局。**未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 347.64/368.92/389.66 亿元，同比增长 8.1%/6.1%/5.6%。归母净利润 43.47/49.85/56.96 亿元，同比增长 17.1%/14.7%/14.3%。对应 EPS 分别为 3.19/3.65/4.18 元，3 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 34.1/29.7/26.0 倍，维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示**
- 产品升级不及预期，行业竞争加剧，疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

【宏观策略】A 股低开高走

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **三大指数低开，开盘震荡，午后走高。**截止收盘，沪指报 3286.65 点，涨 0.64%；深成指报 11605.29 点，涨 0.94%；创指报 2361.41 点，涨 0.83%。行业指数涨跌不一，电子（+3.01%）、计算机（+2.72%）和综合金融（+2.58%）领涨；商贸零售（-0.84%）、纺织服装（-0.60%）、电力设备及新能源（-0.45%）领跌；总体来看，两市个股涨跌不一，超 2000 只个股上涨，超 2800 只个股下跌，成交额回升至 10214 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气回升，热点题材持续，算力、芯片、半导体和 CPO 等概念火热。**板块方面，受国家发改委等五部门明确集成电路、软件企业税收优惠清单延用消息影响，电子、计算机板块开盘走高，全天上行；食品饮料、医药等板块冲高回落；军工、建筑、非银行金融板块午盘后拉升；零售、纺服、新能源板块全天震荡走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）小幅回落至 20 家，连板家数 5 家，热点持续性偏低，赚钱效应较低。
- **我们认为，A 股逐渐企稳，震荡上行。**短期内，美联储加息 25BP 落地，市场已充分预期。硅谷银行与瑞士信贷事件后，美联储联合财政部，与各国央行协同努力，流动性风险得到有效化解。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中长期看，两

会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，外贸数据平稳，疫后复苏力度持续增强，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。美联储激进加息预期大幅降低，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。短期风险事件影响逐渐走弱，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（通信、高端制造、养殖、和医药医疗等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。

➤ 风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期

➤

值周研究员:

平海庆 执业登记编码: S0760511010003 电话: 010-83496341 邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@sxzq.com

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规, 研究方法专业审慎, 分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息, 但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险, 投资需谨慎。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, 公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期, 公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则, 公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明, 禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构; 禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定, 且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人, 提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

