

国都证券研究所晨报 20230316

【财经新闻】

- 美联储不加息的理由又增加了：PPI 和零售销售均超预期回落
- 瑞信危机引爆投资者恐慌，欧股、油价遭重挫
- 国家统计局：稳经济政策效果持续显现 整体呈现企稳回升态势

【行业动态与公司要闻】

- 我国猪场防疫能力显著提升 当前非洲猪瘟对行业影响有限
- 千亿白马巨震！20 年功勋董事长刚离职 30 年销售老将也不干了

【国都策略视点】

- 策略观点：疫后初期经济恢复分化，下半年主要看商品消费与房地产的边际改善状况

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3263.31	0.55
沪深 300	3986.90	0.06
深证成指	11413.43	-0.03
中小综指	12083.50	0.46
恒生指数	19539.87	1.52
恒生中国企业指数	6559.86	1.88
恒生沪深港通 AH		
股溢价	138.97	-1.55
标普 500	3891.93	-0.70
纳斯达克指数	11434.05	0.05

资料来源：iFinD，国都证券

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	建筑装饰	5207.40	3.33
2	建筑材料	839.23	1.96
3	钢铁	1519.93	1.87
4	房地产	2214.24	1.39
5	公用事业	2142.84	1.15

资料来源：iFinD，国都证券

研究员：白蛟蛟

电话 010-84183207

Email: baijiaojiao@guodu.com

执业证书编号：S0940519060001

联系人：王景

电话：010-84183383

Email: wangjingyj@guodu.com

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。

【财经新闻】

■ 美联储不加息的理由又增加了：PPI 和零售销售均超预期回落

【财联社】美国 2 月生产者价格指数(PPI)环比下滑，这是近期通胀压力缓解的一个迹象。此外，零售销售数据也继续降温，这些都在强化美联储不加息的预期。

美国劳工部周三公布的数据显示，美国 2 月 PPI 环比下降 0.1%，预估为 0.3%，前值为 0.7%；美国 2 月 PPI 同比增长 4.6%，预估为 5.4%，前值为 5.7%。

PPI 反映了企业和其他客户支付给供应商的价格。指标通常反映了生产者的成本变化，以及他们的定价能力，也可以说明消费者价格的未来变化。

财经网站 Forexlive 评论称，PPI 数据远低于预期，且前几个月的年率将从 6.0% 下修至 5.7%。该指标的高水位在 2022 年 6 月，为 11.3%。如果生产者将下跌的价格传导至消费者，那么较低的 PPI 对未来的通胀来说可能是个好消息。

美国商务部公布的数据显示，美国 2 月零售销售环比下滑 0.4%，市场预期为下滑 0.3%，较前值的 3.2% 大幅下降。

此前一天，美国 2 月份消费者价格指数(CPI)同比和环比均符合预期，虽然出现了进一步回落，但核心通胀领域依然颇具粘性。

物价压力发出好坏参半信号的同时，美联储正试图驯服通胀，也在解决硅谷银行和签名银行倒闭后的金融系统动荡，这使得美联储陷入了尴尬的境地。

最近几周，在出现了顽固的通胀、强劲的消费支出和劳动力市场的新迹象之后，美联储已经为一场更持久的对抗通胀的战斗做好了准备。就在上周，美联储主席鲍威尔甚至表示，再次大幅加息已经摆上了议程。

但是，硅谷银行的暴雷以及随后发生的动荡，提高了更大规模金融系统后果的风险，使美国经济的前景变得暗淡，美联储加息前景也充满了不确定性。经济学家们普遍预计，美联储将在 3 月份按兵不动，或者如果银行业没有进一步恶化，将加息 25 个基点。

BMO Capital Markets 高级分析师 Sal Guatieri 表示：“美国消费者支出的水平似乎仍会令美联储对通胀前景感到不安，因此有必要进一步加息。但美联储现在有更重要的事情要做，这使得下周的政策决定不那么看重数据，而是更多地依赖于银行业危机的发展。”

就在周三，瑞士信贷股价大跌引发欧美市场震荡，银行板块再度遭受重挫，投资者担忧银行业危机进一步蔓延。据媒体报道，瑞士信贷已呼吁瑞士央行公开对其表示支持。

FedWatch 工具显示，美联储在下周维持联邦基金利率不变的几率已经从昨天的 30% 飙升至目前的 59%。

■ 瑞信危机引爆投资者恐慌，欧股、油价遭重挫

【界面新闻】市场对银行危机的担忧从美国蔓延至大西洋对岸。

由于硅谷银行倒闭带来的连锁反应，以及瑞士信贷(Credit Suisse)爆出的坏消息，欧洲股市周三大幅下挫，其中银行板块暴跌。投资者担心，位于商业核心的金融机构难以应对过去一年利率的急剧上升。

截至收盘，泛欧斯托克 600 指数下跌 3%，所有板块全部下跌。其中银行股暴跌 7%。金融信息提供软件 Eikon 的数据显示，这一跌幅是自去年 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来的最差表现。此外，石油和天然气板块下跌 6.7%，矿业股下跌 5.6%。

英国富时 100 指数下跌 3.83%，德国 DAX 指数下跌 3.27%，法国 CAC40 指数下跌 3.58%，意大利富时 MIB 指数跌 4.61%。

当天，瑞士信贷的最大投资方沙特国家银行表示，由于监管限制，无法为其提供更多资金支持，重燃投资者对欧美银行体系稳定性的担忧。瑞信股价盘中一度下跌达 30%，收盘跌幅为 24%，为史上最大跌幅。

瑞信债券的一年期信用违约互换(CDS)从周二业务结束时的报价 835.9 个基点飙升至近 1000 点，约为瑞银一年期 CDS 价格的 20 倍，德银的 10 倍。

瑞信的暴跌引发了大规模的银行业抛售。周三，法巴银行、兴业银行、德国商业银行和德意志银行都录得大幅下滑。包括瑞信在内的几家银行股不得不在上午暂时停牌。

沙特国家银行主席 AmmarAlKhudairy 当天早些时候向路透社表示，“我们不能(提供更多资金)，因为会超过 10%，这是一个监管问题。”但他补充到，沙特国家银行对瑞信的转型计划感到满意，称该行不太可能需要额外资金。

沙特国家银行去年收购了瑞士信贷 9.9% 的股份，作为这家瑞士银行 42 亿美元融资的一部分。该融资计划旨在为大规模战略改革提供资金，提高投行业务绩效并解决一系列风险和合规问题。

瑞信周二还在其年报中宣布，发现其 2022 年和 2021 年的财务报告流程存在“重大缺陷”。投资者也在评估这一缺陷的影响。

荷兰银行(ABNAmro)银行研究主管博蒙特(JoostBeaumont)表示，瑞士信贷的债券和股票下跌表明，投资者认为这家银行需要救助，如果监管机构不能很好地处理瑞士信贷的状况，将给整个行业带来冲击，“更糟糕的是，大西洋两岸都存在银行业问题。”

当天晚些时候瑞士监管机构表示，必要时将向瑞士信贷提供流动性。

由于担心银行业危机继续发酵进而削弱全球经济增长，国际油价也出现大幅下跌。WTI 期货价格下跌逾 6% 至 66.85 美元/桶，创去年 7 月 12 日以来最大单日跌幅。布伦特原油期货下跌 5.8% 至 72.98 美元/桶。

市场情绪再度紧张也导致美国股市走低。周三收盘，道琼斯指数下跌 280.83 点，或 0.87%，至 31874.57 点，该股指盘中跌幅一度达 725 点；标普 500 指数收跌 0.7% 至 3891.97 点，该股指盘中一度跌去年内全部涨幅；纳斯达克指数略涨 0.05%，至 11434 点。

美国大型银行受到冲击。富国银行当天收跌 3.29%，高盛集团下跌 3.09%，摩根大通下跌 4.72%，而花旗集团下滑 5.4%。

部分区域性银行股跌幅更大。第一共和银行(FirstRepublicBank)在其债务评级被标普全球评级和惠誉下调后，周三股价下跌超过 21%。西太平洋合众银行(PacWestBancorp)下跌近 13%。

作为仅次于瑞银集团的瑞士第二大银行，瑞士信贷多年来一直是欧洲银行业问题最多的一家银行。屡屡发生的丑闻和财务损失重创了这家拥有 166 年历史的银行。

该行主要为富人提供财富管理服务，并在华尔街拥有投行业务，是国际金融市场的主要参与者。截至 2022 年底，它的资产规模约为 5800 亿美元，是上周倒闭的硅谷银行规模的两倍多。

根据雷曼兄弟倒闭后制定的国际银行规则，该银行被归类为“具有系统重要性的金融机构”。这类机构被要求持有更多资本，并维持在陷入困境时有序解除其业务的计划。

过去一年来，瑞信已更换了决策层，并努力稳定其在投资者中的声誉。去年秋季，该行增发 40 亿美元的股票，吸引了财力雄厚的中东投资者，使其有更多时间来应对困境。尽管如此，瑞信依然面临客户和资金流失的问题。去年四季度该行的客户提款超过 1100 亿瑞士法郎。

市场的紧张情绪促使多名银行高管向欧洲央行官员请愿，要求其推迟在周四加息 50 个基点的计划。

欧洲央行前执行董事会成员、法国兴业银行董事长斯马吉(Lorenzo Bini Smaghi)在接受德国媒体 Boersen-Zeitung 采访时表示，金融传染已导致货币环境有所收紧，如果行动过头，欧洲央行或重蹈 2011 年的覆辙，当时它在希腊债务问题蔓延的情况下继续提高利率。

“当金融系统的某个部分陷入危机时，通常会在某种程度上蔓延至整个系统，因为投资者往往在想，‘谁是下一个？’”。

■ 国家统计局：稳经济政策效果持续显现 整体呈现企稳回升态势

【证券日报】3 月 15 日，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖在国新办举行的新闻发布会上表示，今年以来，随着疫情防控较快平稳转段，稳经济政策的效果持续显现，经济运行整体呈现企稳回升的态势。

展望全年，付凌晖表示，对实现经济增长 5%左右的预期目标充满信心。中国经济经过长期发展，物质技术基础已经非常雄厚，经济总量达到 121 万亿元，有超大规模的市场优势、完善的产业体系、丰富的劳动力资源，劳动力素质还在不断提高，创新发展的动能不断增强，这是经济发展最重要的基础。今年疫情对生产需求的抑制性作用有较大幅度消除，有利于释放经济增长潜力。扩大内需方面，政策会持续加力。

生产需求明显改善

助力经济运行好转

1 月份-2 月份，生产需求明显改善，就业物价总体稳定，市场预期加快好转，经济运行呈现企稳回升态势。

生产需求回升向好。从生产来看，工业和服务业双双回升。1 月份-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.4%，上年 12 月份为增长 1.3%，回升了 1.1 个百分点。从服务业来看，1 月份-2 月份服务业生产指数同比增长 5.5%，实现了由降转增。从需求来看，消费和投资都在改善。1 月份-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.5%；全国固定资产投资同比增长 5.5%，生产需求的改善对于整体经济运行好转起到了很好的效果。

就业物价总体稳定。从就业看，1 月份-2 月份全国城镇调查失业率平均为 5.6%。从价格看，1 月份-2 月份居民消费价格同比上涨 1.5%，和世界主要经济体相比，中国价格稳定和国际高通胀形成鲜明对比。

经济循环逐步改善。去年由于疫情等多方面超预期因素冲击，经济运行循环不畅的问题比较突出。从生产端来看，规模以上工业 41 个大类行业当中有 28 个行业增速回升。从消费端来看，社会消费品零售总额当中 18 类限额以上单位中有 12 类增速在加快。

市场主体活力趋于增强。前两个月企业预期都出现了明显改善。从制造业 PMI 来看,2 月份制造业 PMI 已经回升到 52.6%,达到了近年来较高水平。同时,服务业 PMI 也达到了 55.6%,说明市场主体发展预期改善。

谈及今年经济增长的主要动力,付凌晖表示,对于消费的抑制性因素在逐步消除,随着就业逐步恢复,居民收入的增长,消费对整个经济拉动会明显改善。同时,投资对经济增长的拉动作用继续展现。此外,随着创新驱动的发展,在创新领域特别是科技投入还需要增加。面对外部的不确定性,进出口的拉动作用虽然可能相对去年减弱,但也会对增长起到拉动作用。

展望未来,东方金诚高级分析师冯琳表示,政策面将继续在提振消费、投资两方面发力,同时也将着力引导房地产行业尽快实现软着陆,带动涉房消费、房地产投资恢复正增长。预计 3 月份宏观经济数据将进一步改善。

仲量行大中华区首席经济学家庞溟对《证券日报》记者表示,随着宏观经济向上向好态势进一步巩固,市场主体预期稳定、信心修复,经济内生动能持续恢复,在政策性开发性金融工具有序存续、设备更新改造专项再贷款持续发力、财政支持重大项目与重点领域力度不减等政策面积极因素支持下,预计未来数月基建投资和制造业投资将继续保持稳定增长、积极扩张的合理势头。

今年经济增速目标

符合发展实际和需要

“政府工作报告提出今年的经济增长预期目标是 5%左右。5%的预期增长目标是综合考虑了各方面的因素,是符合我们当前经济发展的实际和需要的。”付凌晖说,首先,由于受疫情影响,过去三年中国经济平均增速为 4.5%,就业压力比较大。要推动经济稳定增长,5%的经济增长目标高于过去三年经济平均增速,有利于扩大就业,稳定经济,改善民生。其次,5%的预期目标有利于防范和化解经济运行中存在的各种问题和风险,同时也有利于引导各方面积极推进经济结构的战略性调整,提高经济发展质量。

“从当前经济运行情况和资源要素支撑条件来看,能够支撑 5%左右的预期增长目标。”付凌晖表示。

付凌晖同时坦言,5%的预期增长目标有压力、有挑战。从国际上来看,今年的国际形势比较复杂,全球经济增长趋于下行,主要国际组织对今年经济增长的预期都是下调。还有国际通胀问题,虽然一些主要经济体大幅加息,通胀水平比去年有望回落,但总的来看还是属于高通胀水平。同时,国际环境中,地缘政治、单边主义、保护主义在抬头,这些对全球经济增长的压力会逐步显现。从国内来看,中国经济总量去年达到了 121 万亿元,1 个百分点的增长,可能相当于过去几个百分点的增长。

“今年经济运行在逐步恢复,但是也要看到,在疫情冲击的这几年当中,企业、个人资产负债表受损的问题还需要时间修复。长期积累的一些结构性问题还比较突出,稳定经济增长需要付出努力。”付凌晖说。

民生银行首席经济学家温彬对《证券日报》记者表示,随着政策效应持续释放和市场信心逐渐提升,经济复苏的基础将会进一步夯实,预计 2023 年经济增速有望达到 5.5%左右甚至更高水平。

【行业动态与公司要闻】

■ 我国猪场防疫能力显著提升 当前非洲猪瘟对行业影响有限

【中国证券网】非洲猪瘟(下称“非瘟”)在沉寂两年后,近期,某机构发布的一份题为“非瘟或卷土重来”的研究报告在

行业内引发关注。但从记者向业内了解的情况看，本轮非洲猪瘟具有季节性和区域性特征，影响程度有限且整体可控。业内专家表示，随着过去4年我国持续提升生猪养殖管理能力，非洲猪瘟对于行业及相关价格的影响已逐步减弱。

影响程度有限、整体可控

3月13日，某机构发布了一份生猪养殖行业深度报告，标题即是“非瘟或卷土重来”。报告提到：“结合调研反馈，我们推测目前北方产区的非瘟病毒感染面或达到50%，预计能繁母猪和后备母猪减产20%—30%的可能性较高。同时，我们预计在南方养殖业对本轮弱毒型毒株的警惕性不足的背景——这与2019年非常类似，南方疫情将早于并猛于往年，感染面或发展至50%以上。”

尽管近两年非洲猪瘟疫情有所缓和，但养殖业仍然谈之色变。从相关资产的价格表现看，上述机构的报告观点，一定程度上造成了市场较剧烈的反应：国内生猪期货主力合约3月14日大涨超3%，牧原股份、新五丰等上市养殖企业股价均短期连续大涨。

本轮非洲猪瘟的感染面真有这么严重？业内存在不同的观点。

光大期货农产品研究总监王娜向记者表示：“根据我们和养殖企业沟通，2023年春节前后非瘟疫情及猪病持续发生，但其对生猪市场仅形成阶段性供应冲击，其感染面积及市场影响并未达到市场热议的50%这一幅度。2023年第一季度，生猪产业的产能去化也处于正常节奏。”

中粮期货研究院生猪研究员关壹麟向记者表示：“根据我司所了解到的情况，本轮非洲猪瘟疫情主要发生在北方地区，如东三省、河北、河南、山东、苏北等地区，整体具有季节性特征和区域性特征，预计影响程度有限且整体可控。”

在中信建投期货研究发展部研究员魏鑫看来，本轮非洲猪瘟疫情实际在今年2月就有发生，但近期才（在消息面上）明显发酵，这或许与短期价格上行过程中，非瘟因素被相对忽视；而随着价格回落，市场人心思涨但意兴阑珊有关。“非洲猪瘟这一理由的出现恰逢其时，且在市场舆论的加持下，形成了‘薛定谔’的猪瘟。”魏鑫说。

防疫能力显著提升

业内流传的深度报告中，还对行业普遍关注的“猪周期”进行了预期，表示“年后非瘟疫情暴发且不断蔓延，对明年的猪肉供应带来较大的挑战，行业新周期即将开启”，并认为场内的产能去化特征呈现逐步加速的局面，从“动清”变为“栋清”，且产能去化的时间节奏往往是“第一个月影响10%的产能，第二个月影响30%—50%，第三个月产能可能会全清”。

但在部分受访专家看来，随着近几年我国生猪行业防疫意识和技术的提高，非洲猪瘟对行业供应端的冲击已明显减轻。目前疫情主要导致生猪出栏体重出现下降，而非2019年那样大规模扑杀的情况。

“与2019年的非瘟疫情相比，我国生猪养殖行业经过近几年的疫情管理经验积累，非瘟及流行腹泻并不会大幅减少市场供应，主要是出栏体重的减轻，因此其对供应端的冲击与2019年相比将明显减弱。”王娜说。

关壹麟说，2019年至2020年的非洲猪瘟在给行业带来沉重打击的同时，也促进了行业生物安全防疫意识的进步。在经历非洲猪瘟疫情后，我国猪场逐渐实现了封闭化管理，杀菌消毒措施逐渐完善，疫情防控能力显著提升。

猪场的环境管理上，当前新建猪舍的环境条件逐渐改善，猪群的抵抗力逐渐提升；生产流程管理上，越来越多的猪场提高了批次化管理能力，逐渐实现了一批猪“全进全出”的管理模式；在生物安全防疫上，我国养殖主体的疫苗接种意识逐渐增强；在事中管理上，猪场的科技化水平加强，对于疑似感染非瘟病毒的猪只识别能力逐渐提升；在事后管理上，我国养猪户“拔牙”

(即拔牙式精准清除或者隔离)成功率逐渐提升,当疫情发生时能够尽可能地减小损失,并能够尽快重新恢复生产秩序。“以上的努力大幅降低了非洲猪瘟对于行业的影响。”关壹麟说。

而对于猪价,关壹麟认为当前非洲猪瘟疫情影响有限,整体可控,预计不会造成2019年那种极端波动的行情。当前生猪行业供给整体处于行业正常健康区间,需求方面正在向着新冠疫情前的水平逐渐恢复,预计未来猪价整体在合理水平范围内波动。

养殖上市公司回应

部分生猪养殖上市公司也对业内传言进行了回应。北方养殖企业大北农证券部人士表示:“公司感觉相比去年的(非洲猪瘟)疫情是要严重一点,但也没有达到(感染面或达到50%)那种程度。”上述人士说,目前公司没有收到“能繁母猪和后备母猪减产20%—30%”这种数据。

牧原股份也在回答媒体提问时表示:“公司运用自动化系统饲养生猪,通过集中过滤系统、独立通风系统等过滤病菌,公司当前经营正常,未发现有猪集中染病的情况。”

新希望在投资者互动平台上表示,目前公司猪场对非瘟及其他主要疾病的防控水平在近两年都有大幅改善,今年入冬以来的防控局面总体上大幅好于过去两年冬天,非瘟有较多增加的时间点更晚,峰值时的数量更少、出现之后处置转入稳定的时间更短、猪只留存比率更高,多方面较过去一两年同期都有明显改善。

新希望表示,今年2月份的非洲猪瘟防控形势环比今年1月份、同比去年2月份都有所改善,但放在本次冬春之交的整体形势下看,仍处在偏紧阶段,还需要谨慎对待、积极处置。

■ 千亿白马巨震! 20年功勋董事长刚离职 30年销售老将也不干了

【中国基金报】曾经与贵州茅台齐名的超级白马、百年老字号云南白药,正在经历人事持续巨震。

3月15日公司公告,首席销售官、高级副总裁王锦因“个人原因”递交《辞职报告》,申请辞去在云南白药及其控股子公司的一切职务。销售出身的王锦1992年就加入了云南白药,迄今已逾30年,并在2009年开始担任副总裁至今。

就在王锦辞职前一周,云南白药刚公告担任董事长近20年、被外界视为“灵魂人物”的王明辉,突然宣布辞去一切职务。消息一出市场哗然,次日云南白药股价放量大跌超5%,随后的五个交易日也持续下跌。

业内人士指,云南白药这一轮人事动荡,大概率还没有结束。

中国基金报记者注意到,作为一家医药零售企业,目前云南白药的高层架构却象极了科技企业,去年11月公司一口气任命了包括首席运营官、首席创新官、首席合规官、首席科学家等在内的8个“首席XX官”。目前担任首席执行官的则是华为中国区前副总裁出身的董明,王明辉辞职后其目前也代行董事长职责。

30年销售“老臣”一辞到底

3月15日的公告显示,云南白药董事会近日收到公司首席销售官、高级副总裁王锦女士送达的《辞职报告》,王锦因个人原因,申请辞去公司首席销售官、高级副总裁以及在云南白药及其控股子公司的一切职务。根据《公司法》《公司章程》的相关规定,王锦的辞职申请自送达董事会之日起生效。

与此同时,云南白药于2023年3月13日召开董事会会议,审议通过了《关于聘任公司高级管理人员的议案》,根据《公

公司章程》规定，经公司首席执行官提名，并经董事会提名委员会对公司高级管理人员候选人进行资格审查，聘任赵英明担任公司首席商务官、高级副总裁。

资料显示，王锦，女，生于1970年3月，研究生学历。

现年53岁的王锦，1992年就加入了公司，任职已长达31年。其历任云南白药集团医药电子商务有限公司东北分公司经理，客户服务部经理，学术推广部经理，云南白药集团商务部总经理兼学术推广部总经理，云南白药控股有限公司党委副书记，云南白药集团股份有限公司党委书记，副总经理兼药品事业部总经理，生产制造中心总经理。

2009年起，王锦担任云南白药副总经理，2016年起兼任高级副总裁。而在四个多月前的2022年11月8日，其刚刚被加聘为“首席销售官”。

与医药背景出身的王锦不同，接任者赵英明主要在零售百货行业工作，更接近云南白药现第二大股东新华都集团的行业领域。

现年51岁的赵英明曾服务过王府井百货集团、茂业集团、京东集团等大型企业，历任王府井百货集团总裁助理、茂业商业总经理、京东集团副总裁、京东零售时尚居家事业群总裁等职务，现任浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司独立董事。

一周前20年功勋董事长刚辞职

30年销售老将王锦的辞职，再一次震动市场。就在一周前，公司刚公告掌舵近20年的功勋董事长王明辉突然离职。

3月7日云南白药公告，董事会于近日收到公司董事长王明辉先生送达的《辞职报告》，王明辉因个人原因，申请辞去公司第十届董事会董事长、董事、董事会战略委员会委员以及在云南白药及其控股子公司的一切职务。

而经董事会半数以上董事共同推举，在董事会选举产生新任董事长前，由公司法定代表人、董事、首席执行官(总裁)董明代为履行董事长职责，主持董事会日常工作，直至选举产生新任董事长为止。

生于1962年4月的王明辉，也是云南白药的“老人”。公开资料显示，其早年从宾川县医药公司副经理一路干到了昆明制药股份有限公司董事、副总裁。从1999年11月起，王明辉开始出任云南白药董事；从2004年4月起，任云南白药董事长，直至此次辞职，时间长达19年之久。

掌舵云南白药的19年里，王明辉带领这家企业实现了腾飞，可以说是公司不折不扣的灵魂人物。从1999年到2021年，云南白药的总营收从2.3亿元升至363.7亿元，是当初的158倍，股价也涨了70多倍。

而王明辉刚接手的时候，云南白药主力产品白药散剂正面临销量骤降的危机。此后的几年中，在他的带领下云南白药先后推出创可贴、云南白药气雾剂等热销产品，随后又通过大单品云南白药牙膏，成功开拓大健康领域。2021年云南白药牙膏的市场份额已经超过23%，保持在行业第一。

这样一位功勋人物的突然离开，业内和投资圈不少人士都表示惊讶和惋惜，而资本市场也迅速给出反馈。3月7日，云南白药股价大跌超过5%，成交量放大两倍以上，此后的五个交易日也继续下跌。

一位长期跟踪云南白药的私募人士对中国基金报记者表示，云南白药在2019年完成混改后，内部股东利益实际上并不一致，“之前在新建海南国际中心、处置大理置业、收购安徽金健桥医疗这些事情上面，云南国资委的股东代表就三次投出反对票”。在他看来，这次王明辉辞职开启的人事调整，大概率还没有结束。

【国都策略视点】

■ 策略观点：疫后初期经济恢复分化，下半年主要看商品消费与房地产的边际改善状况

1) 前两月经济温和恢复，消费与投资增速略好于预期。近日国家统计局公布 1-2 月投资(+5.5%)、消费(+3.5%)、工业(+2.4%)等经济数据，均由去年底疫情防控高峰期的负增长转为正增长，其中投资、消费增速好于预期值 3.3%、2.9%，工业增速弱于预期值 3.0%。概括来看，疫后经济恢复特征主要体现为“服务业消费需求回补快、房地产积压需求释放、基建投资保持较快增速、大件商品消费有待提振”等四大特征。结合此前已公布的社融信贷、企业中长期贷款、PMI、出口贸易等数据均强于预期，而 2 月进口贸易及 CPI 弱于预期，预计投资增速有望保持平稳、而商品消费愿意有待提振。

2) 疫后经济恢复分化原因简析及后续展望。从前两个月公布的数据来看，疫后经济恢复呈现明显分化，即服务消费恢复较快，商品消费恢复偏慢，积压需求释放下地产销售脉冲式回暖，政策持续加码下基建投资保持较快。以上经济恢复分化原因及其后续展望如下：

(1) 疫后初期服务消费回补快，后续继续回补空间有限。疫后消费场景约束的消除，利于出行服务消费的迅速回暖，从而提振餐饮旅游、纺织服装、金银珠宝、化妆品等出行服务消费显著回暖，同比由负转正甚至高达双位数的增速。考虑到当前出行服务消费已恢复至相对疫情前的较高水平，回补空间逐步收窄，预计后续服务消费增速保持平稳。

(2) 商品消费回暖有待居民收入预期的改善，后续为消费增速稳中有升的主要驱动力。与服务消费的快速回暖不同的是，前两月汽车、智能手机等大件商品消费同比降幅高达近-10%，反映当前就业及居民收入预期改善有限。而地产后周期消费品，包括建材家具家电等消费同比降幅明显收窄，或主要系疫情后初期积压需求的集中释放有关，后续走势取决于地产销售状况。整体来看，当前商品消费恢复偏弱，后续或随着经济恢复持续稳固，社会就业及居民收入预期的逐步改善，从而有望提振居民消费信心与购买大件商品，下半年商品消费的回暖为消费增速乃至经济改善的主要驱动力之一。

(3) 地产回暖力度与持续性有待观察。前两月全国房地产销售面积与销售额、同比大幅改善，同比降幅均由去年底的双位数收窄至低个位数；房地产新开工面积，施工面积，同比降幅也大幅收窄至个位数，房企到位资金同比降幅收窄至 20%以内，而竣工面积同比转正至 8.0%。以上房地产销售与投资端的数据改善，一方面反应疫情后初期积压需求的集中释放，。另一方面也表明此前系列支持地产的金融政策逐见成效。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) 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，尤其投资、消费恢复强于预期下，使得近日市场小幅上修 23Q1 我国实际 GDP 同比增速至 3.7%(22 年一季度增速 4.8%基数最高)，23 年第二、三、四季度的 GDP 同比增速预测值基本维持在 7.4%、4.9%、6.0%不变，23 全年 GDP 同比增速目前一致预期 5.3%，位于政府工作报告预期目标值 5%左右的上方。

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。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 有望保持在 6%附近、Q4 在低基数下再次反弹至 10%以上；下半年投资增速有望稳定保持在 6.0-6.5%区间，其中基建、制造业两大投资累计增速逐季回落至 Q3\Q4 末的 7.0%/6.0%、6.8%/4.0%，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-4%、-3%以内。

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。

(数据来源：WIND,国都证券)

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