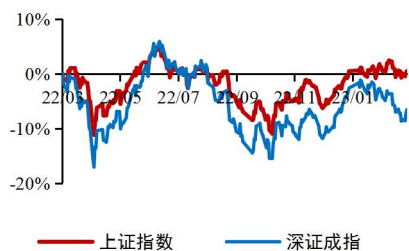


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 23 日 星期四

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	3,265.75	0.31
深证成指	11,496.93	0.61
沪深 300	3,999.44	0.43
中小板指	7,543.11	1.05
创业板指	2,341.92	0.20
科创 50	1,034.05	0.38

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,030.11	-1.63
纳斯达克综合	11,669.96	-1.60
标普 500	3,936.97	-1.65
巴黎 CAC40	7,131.12	0.26
德国法兰克福 DAX	15,216.19	0.14
日经 225	27,466.61	1.93
恒生指数	19,591.43	1.73

资料来源：最闻

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解-1-2 月进口量大幅增加，关注印尼斋月影响

【山证新股】中复神鹰(688295.SH) 2022 年年报点评：行业高景气+新增产能投产+产品结构优化，助力业绩高增

【公司评论】云铝股份(000807.SZ)：云铝股份 2022 年年报点评-铝价下跌与限电减产影响公司利润，2023Q1 业绩仍将承压

【公司评论】中国铝业(601600.SH)：中国铝业 2022 年年报点评-成本上涨拖累公司业绩，持续降本增效与结构优化

【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-2022 全年营收规模稳步扩张，库存可控期待后续复苏

【宏观策略】【山西证券|宏观策略_张治、范鑫】美联储 3 月 FOMC 加息 25bp 符合市场预期及情绪管理逻辑

【宏观策略】A 股冲高回落

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解-1-2月进口量大幅增加，关注印尼斋月影响

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **数据拆解：**
- **全口径：**2023年1-2月进口量同比大增70.8%，1-2月全口径煤炭进口价格较去年同期下降，但维持相对高位。1月单月实现进口量3148万吨，同比增长30.30%，环比增长1.84%。2月单月实现进口量2917万吨，同比增长159.75%，环比减少7.34%。2023年1-2月全口径煤炭进口均价录得137美元/吨，较去年均价降5.53%（对应降幅8美元/吨）。
- **动力煤：**1-2月动力煤进口同比增加，2月环比有所降低，1-2月进口动力煤价格较去年均价有所下降，2月有所回落。1-2月动力煤进口量实现1978万吨，同比增长47%。1月动力煤进口量实现1188万吨，同比增长20%，环比增长17%。2月动力煤进口量实现790万吨，同比增长121%，环比减少33.51%。2023年1-2月进口动力煤均价录得146美元/吨，同比增0.24%（对应增幅0.35美元/吨）。2023年2月进口动力煤价格录得140美元/吨，同比增8.28%（对应增幅11美元/吨），环比降6.11%（对应降幅9美元/吨）。
- **炼焦煤：**1-2月炼焦煤进口同比回升，增量主要来自蒙古国，1-2月进口炼焦煤价格同比降，环比增。1-2月炼焦煤进口量实现1311万吨，同比增长55%。1月炼焦煤进口量实现620万吨，同比增长13%，环比减少4.15%。2月炼焦煤进口量实现691万吨，同比增长132%，环比增长12%。2023年1-2月进口炼焦煤均价录得196美元/吨，较去年均价降16.18%（对应降幅38美元/吨）。但2023年1-2月进口炼焦煤价格较22年12月环比增3.70%（对应增幅7美元/吨）。
- **褐煤：**1-2月褐煤进口量同比增加101%，印尼月度供应量基本稳定，1-2月进口褐煤价格较去年均价有所下降，但仍维持高位。1-2月褐煤进口量实现2473万吨，同比增长101%。1月褐煤进口量实现1202万吨，同比增长47%，环比减少9.34%。2月褐煤进口量实现1270万吨，同比增长207%，环比增长6%。2023年1-2月褐煤进口均价录得87美元/吨，较去年中枢价格降7.51%（对应降幅7美元/吨）。
- **无烟煤：**1-2月无烟煤进口量同比大增150%，增量主要来自俄罗斯，1-2月进口无烟煤价格较去年均价有所上涨，较22年12月环比下降。1-2月无烟煤进口量实现303万吨，同比增长150%。1月无烟煤进口量实现138万吨，同比增长101%，环比增长33%。2月无烟煤进口量实现165万吨，同比增长212%，环比增加19.67%。2023年1-2月无烟煤进口均价录得220美元/吨，较去年中枢价格增3.59%（对应增幅8美元/吨）。1-2月价格均录得220美元/吨，较去年12月环比有所下降。

➤ 点评与投资建议：

- **1-2 月进口数据超预期。**1-2 月进口量较去年同期大幅增加，与历年相比也处于较高水平。一方面，2022 年同期俄乌战争爆发、印尼暂停出口等因素导致低基数；另一方面，也与海外价格下降导致价差走扩有关。主要煤种均较去年同期有所增加，增量主要来自印尼、蒙古和俄国。澳煤进口重启，但 1-2 月数据尚未明显体现，数据滞后主因海关统计节点确认偏差，预计相关增量将体现在 3 月数据中。从价格层面来看，1-2 月进口煤价格较去年均价有所下降，主因海外需求端偏弱，但整体仍处于高位。
- **预计 3 月增量趋势将延续，4 月或有降速。**3 月澳煤增量大概率入表，但印尼将在 3 月下旬进入斋月略有影响，俄蒙趋势不变。4 月印尼大多数时间均处于斋月，且 2023 年 4 月 1 日恢复煤炭进口关税，预计 4 月进口增速或有一定下降。
- **2023 年海外煤价仍有上涨逻辑基础，需等待数据验证。**由于 2023 年欧盟将在全年禁运俄罗斯煤炭，同时多国燃煤电厂重启，多重因素将导致欧盟煤炭缺口大于 2022 年。此外，印度煤炭需求持续增加。但全球主要供应国并无显著增量。全球煤炭价格目前仍处于高位，价格反弹需等待数据验证。
- 若海外价格上涨或进口价差收窄，建议关注兖矿能源、陕西煤业、中国神华、山煤国际、广汇能源等高弹性标的。
- 风险提示：欧洲能源危机缓解，蒙古国通关车辆数大幅增加，澳洲煤炭进口放量，俄煤产量增加和进口加速，印尼煤炭基准价大幅回落，国际煤价大幅下跌。

【山证新股】中复神鹰（688295.SH）2022 年年报点评：行业高景气+新增产能投产+产品结构优化，助力业绩高增

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营收 19.95 亿元，同比增长 70.00%；实现归母净利润 6.05 亿元，同比增加 117.09%；实现扣非归母净利润 5.64 亿元，同比增加 119.10%。单看四季度，公司营业总收入 / 归母净利润 / 扣非净利润分别为 5.43 亿元 / 1.81 亿元 / 1.60 亿元，同比增长 15.72%/129.74%/101.82%，环比下降 7.95%/10.93%/16.54%。公司公布 2022 年利润分配方案，拟每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税）。
- 事件点评
- 行业高景气+新增产能投产+产品结构优化，助力业绩高增。2022 年，公司营收高增、净利同比翻倍，主要原因是：
 - 1) 风电、光伏、氢能、航空航天等终端应用行业高需求，国产替代持续推进。根据公司公告，2022 年，

中国碳纤维需求量为 7.44 万吨，同比增长 19.30%，高于全球增速 14.40%。碳纤维国产产品需求量为 4.50 万吨，同比增长 53.80%，国产市占率由 2021 年的 46.89% 上升至 60.48%，提升 13.59%，国产替代水平显著提升。

- 2) 募投西宁万吨产能一期项目全部投产，连云港本部、神鹰西宁全年产量首超万吨，公司产业规模正式迈上万吨制造新台阶。2022 年报显示，全年碳纤维产量 10,639.75 吨，同比增长 68%，销量 9,374.31 吨，同比增长 52.65%；我们测算中复神鹰产品市占率由 2021 年的 9.84% 上升至 2022 年的 12.60%，提升 2.76%。
- 3) 高毛利润产品及高性能产品产量放大。公司产品实现了传统成熟、战略新兴及高附加值领域的全覆盖，正向“小丝束化，高性能化”产品结构转型。根据百川盈孚数据，2022 年国产 T700 碳纤维（12K）均价为 254.01 元/千克，较 2021 年同比上涨 14.99%；T300 碳纤维（12K）均价为 168.95 元/千克，较 2021 年同比上涨 3.67%。公司主营 T700 系列产品，量价齐升助力公司业绩高增长。
- 多维度布局，产品供给向新能源领域倾斜，建成航空级预浸料产线。2022 年，公司拥有产能 1.45 万吨/年，产能及产量均处于国内企业前列；西宁二期项目 1.4 万吨项目正处于全面建设和陆续扫尾阶段，预计上半年实现投产，建成后年产能将达到 2.85 万吨。公司加大对新兴领域的跟进力度，不断拓展下游产业链合作，与隆基股份、法国彼欧、法国佛吉亚等龙头企业签署战略合作协议。公司实现增韧树脂批量生产，航空预浸料专用 T800 级碳纤维通过 PCD 预批准，航空级预浸料生产线达到国内领先、国际先进水平。
- 投资建议
- 公司是高性能碳纤维头部企业，产能、产量以及市占率均居国内企业前列，T700 级及以上产品系列数年保持 50% 以上的市占率，风电、光伏、氢能以及航天航空等下游应用持续高景气。募投项目产能释放后，将进一步提升规模化效应，有效降低成本，助力公司获取新增市场份额。我们预测公司 2023-2025 年分别实现营收 28.96、40.85、55.6 亿元，同比增长 45.17%、41.04%、36.13%；分别实现归母净利润 8.7、12.99、18.03 亿元，同比增长 43.77%、49.36%、38.77%；对应 EPS 分别为 0.97、1.44、2 元，对应 PE 分别为 42.21X、28.26X、20.37X，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 市场竞争加剧风险；产能扩张不达预期风险；技术升级迭代的风险；原材料和能源价格波动风险；募投项目不能顺利实施的风险。

【公司评论】云铝股份(000807.SZ)：云铝股份 2022 年年报点评-铝价下跌与限电减产影响公司利润，2023Q1 业绩仍将承压

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 公司发布 2022 年年度报告,2022 年公司实现营收 484.63 亿元,同比增长 16.08%;实现归母净利润 45.69 亿元,同比增长 37.07%;基本每股收益 1.32 元。其中,2022Q4 公司实现营收 109.14 亿元,同比增长 14.33%,环比减少 14.49%;实现归母净利润 8.05 亿元,同比增长 823.35%,环比减少 26.66%;基本每股收益 0.23 元。

➤ 事件点评

- 产销量创新高,毛利率下降致业绩承压。量:2022 年公司生产原铝 259.67 万吨,同比增长 12.89%;生产铝合金及加工产品 139.55 万吨,同比增长 12.37%;铝产品销量为 267.31 万吨,同比增长 10.86%。利:2022 年公司电解铝单吨毛利约 3004 元,同比减少 29%,毛利率由 25.68%下滑至 17.18%;铝加工品单吨毛利约 2424 元,同比减少 16%,毛利率由 16.24%下滑至 13.16%。虽然公司产销量创新高,但受原材料以及能源价格上涨影响,主营业务利润同比减少 15.70%。根据百川盈孚数据,2022 年电解铝行业平均单吨成本为 17681 元,较 2021 年平均成本上涨 18.83%。
- 限电减产影响持续,2023Q1 业绩承压。经测算,公司电解铝 2022Q1-Q4 分季度毛利率分别为 20.19%、18.99%、16.20%、12.67%,主要系 2022 年 9 月以来限电减产影响,海鑫水电铝项目二期投产转固定资产,折旧摊销成本增加。根据百川盈孚数据,云南 2022Q4 电解铝总产量 105 万吨,较 2022Q3 减少 19 万吨,降幅为 16%。2023 年云南降水量低于往年同期,2 月再次压减企业用电负荷,据 SMM 统计,此次减产后,云南电解铝企业减产规模由 20%左右扩大至 35%-42%,公司 2023Q1 业绩或因持续限电减产而承压。
- 具备一体化低碳低成本优势,持续优化产品结构。公司依托云南的水电资源,已经形成年产氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨、阳极炭素 80 万吨、石墨化阴极 2 万吨、铝合金 157 万吨的绿色铝一体化产业规模优势。目前公司氧化铝自给率约 30%,阳极炭素自给率约 70%,与索通发展合资建设年产 90 万吨阳极炭素项目顺利投产后,公司权益炭素产能达到 113.5 万吨,阳极炭素自给率会得到进一步提升。公司绿色铝碳排放约为煤电铝的 20%,且云南水电具备低成本优势,公司 2022 年电解铝单吨盈利能力(3004 元)高于行业平均水平(据百川盈孚数据 2349 元)。据北极星电力网数据,2023 年 3 月云南、新疆、蒙东、河南、山东、山西工商业电价分别为 291.6、265.8、279.9、506.4、392.2、419.1 元/MWh。2022 年公司转让浩鑫铝箔 100%股权,不再直接从事铝板带箔业务,大力拓展铝合金产品市场,致力于向中高端铝合金产品升级;2022 年公司铸造铝合金销量同比增长约 10%,国内市场占有率约 26%。2023 年公司主要生产经营目标:氧化铝产量约 140 万吨左右,电解铝产量约 255 万吨左右,铝合金及加工产品产量约 137 万吨左右,炭素制品产量约 82 万吨左右。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.38/1.62/1.99,对应公司 3 月 21 日收盘价 13.14 元,2023-2025 年

PE 分别为 9.5/8.1/6.6，首次覆盖给予“增持-A”评级。。

➤ 风险提示

- 电解铝下游需求不及预期风险；原材料与能源价格波动风险。

【公司评论】中国铝业(601600.SH)：中国铝业 2022 年年报点评-成本上涨拖累公司业绩，持续降本增效与结构优化

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营收 2909.88 亿元，同减 2.64%；实现归母净利润 41.92 亿元，同减 27.22%；实现扣非归母净利润 31.31 亿元，同减 55.46%；基本每股收益 0.239 元，同减 26.69%。其中，2022Q4 实现营收 849.16 亿元，同增 13.50%，环增 39.97%；实现净利润 38.47 亿元，环增 266.47%；实现归母净利润-3.75 亿元。

➤ 事件点评

- 原材料价格上涨致毛利率下降，2022 年公司业绩有所下滑。氧化铝板块：2022 年公司氧化铝销售量为 523 万吨，同比减少 14%；单吨毛利为 1868 元，同比增长 13%，由于单吨成本涨幅(22%)大于单吨毛利，毛利率由 2021 年的 18.66%下降至 17.52%。电解铝板块：2022 年公司电解铝销量为 685 万吨，同比增长 9%；单吨成本 1.76 万元/吨，同比增长 14%，由于单吨价格涨幅(7%)小于单吨成本，单吨毛利由 2021 年的 3355 元下降至 2584 元，降幅为 23%；毛利率由 2021 年的 17.81%下降至 12.78%。能源板块：2022 年公司煤炭产量 1074 万吨，同比增长 30.34%；同时，受益于煤炭销售价格上涨，2022 年公司能源板块税前利润 22.01 亿元较 2021 年的-2.35 亿元增利 24.36 亿元。
- 电解铝行业成本下降，预计 2023 年盈利能力增强。2022 年原材料与电力成本大幅上涨使电解铝企业盈利能力下降，2023 年成本压力得到缓解。根据百川盈孚数据，3 月 17 日电解铝行业加权平均完全成本为 17336 元/吨，较年初下降 292 元/吨，降幅为 1.66%；成本下降主要为预焙阳极成本下降所致(价格较年初-14.30%)。此外，海外能源危机造成欧洲多家电解铝企业停产减产，国内西南地区枯水期限电导致电解铝减产约 300 万吨(百川盈孚数据)，随着国内经济复苏需求回暖，电解铝供需偏紧有望支撑价格。
- 持续降本增效，资产结构逐步优化。公司是资源型企业，不仅在国内铝土矿资源拥有量第一，还在海外拥有铝土矿资源 18 亿吨左右，资源保证度高；是铝行业的龙头企业，有完整的产业链，深化成本领先战略，2022 年公司电解铝单吨毛利(2584 元)高出行业平均水平(2349 元)235 元/吨。2022 年公司氧化铝产量 1764 万吨，自供率 100%；电力与铝土矿部分自供，一体化布局有助于公司降本增效。公司收购云铝股份 29.10%股权，成为云铝股份控股股东，并将其纳入合并报表范围，优化自身资产结构的同

时，也有助于发挥资源端优势并向绿色铝转型。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.63/0.70/0.95，对应公司 3 月 21 日收盘价 5.54 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.8/7.9/5.8，首次覆盖给予“增持-B”评级。

➤ **风险提示**

➤ 电解铝下游需求不及预期风险；原材料与能源价格波动风险；铝土矿出口国政策变动风险。

【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-2022 全年营收规模稳步扩张，库存可控期待后续复苏

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ 公司发布 2022 年年度报告，2022 年，公司实现营收 536.51 亿元，同比增长 8.8%，实现归母净利润 75.90 亿元，同比下降 1.7%。

➤ **事件点评**

➤ **2022 年公司经营受到疫情影响，电商渠道带动营收增长。**2022 年，公司实现营收 536.51 亿元，同比增长 8.8%，其中 22H1、22H2 分别实现营收 259.65、276.86 亿元，同比增长 13.8%、4.4%。公司营收稳健增长主要受益于线上渠道在疫情环境下表现较好，2022 年，公司电商渠道收入同比增长 30.7%，占集团收入比重上升至 34.3%。从流水角度看，2022 年，安踏品牌、FILA 品牌、所有其它品牌零售流水同比增长低单位数、下降低单位数、增长 20%-25%。2022 年，公司实现归母净利润 75.90 亿元，同比下降 1.7%，其中 22H1、22H2 分别实现归母净利润 35.88、40.02 亿元，同比下降 6.6%、增长 3.1%。

➤ **安踏品牌：**DTC 转型及电商渠道推动营收规模扩张，经营利润率保持平稳。2022 年，安踏品牌收入同比增长 15.5%至 277.23 亿元，占集团收入比重 51.7%，收入增长主要受益于：1) 电商渠道增长；2) 中国大陆其他地区持续进行 DTC 模式转型。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 136.87、96.77、43.59 亿元，同比增长 60.0%、17.7%、-39.8%，收入占比分别为 49.4%、34.9%、15.7%。盈利能力方面，安踏品牌由于 DTC 业务占比提升，毛利率同比提升 1.4pct 至 53.6%，经营利润率为 21.4%，与上年同期持平。截至 2022 年末，安踏、安踏儿童门店分别为 6924、2679 家，较上年末净增 92、108 家。目前，公司已在全国 23 个地区对 7200 家门店，采用混合运营模式，整体约 51% 的门店由公司直营，49% 的门店由加盟商按照公司运营标准经验。公司预计 2023 年末，安踏、安踏儿童门店分别为 7100-7200 家、2800-2900 家。

➤ **FILA 品牌：**鞋类及专业功能服装产品取得突破，盈利能力受到疫情影响。2022 年，FILA 品牌继续坚

持“顶级商品、顶级品牌、顶级渠道”核心战略，聚焦高尔夫、网球、跑步功能产品，其中鞋类产品零售流水增长超过 10%，成人与儿童专业运动服装占比超过 30%。FILA 品牌全年实现收入同比下滑 1.4% 至 215.23 亿元，收入占比为 40.1%，主要由于疫情对 FILA 直营门店经营的负面影响，但电商渠道零售流水增长超过 30% 抵消部分负面影响。毛利率受零售折扣加深、高端产品创新升级与原材料价格上涨共同影响，同比下滑 4.1pct 至 66.4%，经营利润率同比下降 4.5pct 至 20.0%。截至 2022 年末，FILA 品牌门店共 1984 家，同比净减少 70 家，公司预计 2023 年末，FILA 品牌（包含 FILA KIDS 和 FILA FUSION）门店为 1900-2000 家。

- **其它品牌：**2022 年户外运动景气度高，迪桑特门店经营效率显著提升。2022 年，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 26.1% 至 44.05 亿元，收入占比为 8.2%，毛利率提升 0.8pct 至 71.8%，经营利润率同比提升 2.2pct 至 20.6%。分品牌看，迪桑特聚焦滑雪、高尔夫、铁人三项运动产品，滑雪产品消费者心智持续强化，2022 年平均店效超过 120 万/月。可隆体育继续打造高端品质户外生活方式品牌，聚焦登山、露营场景，2022 年平均店效接近 60 万/月，大量店铺实现扭亏为盈。Amer Sports 方面，集团收益同比增长 21.8% 至 240.26 亿元，公司分占合营公司盈利为 2800 万元（2021 年为亏损 8100 万元），全年首次形成利润正贡献。截至 2022 年末，迪桑特、可隆品牌门店分别为 191、161 家，同比净增加 9、6 家。公司预计截至 2023 年末，迪桑特门店在 185-195 家之间，可隆门店在 175-185 家之间。
- **2022 年毛利率同比小幅下滑，年末库销比有所改善。**盈利能力方面，2022 年，公司毛利率下滑 1.4pct 至 60.2%，主要原因为：1）FILA 品牌毛利率下降；2）安踏品牌毛利率因 DTC 业务占比提升而上升。2022 年，公司销售费用率为 36.6%，同比增加 0.6pct，其中广告及市场推广费用率同比下滑 2.1pct 至 10.3%，公司管理费用率为 6.7%，同比提升 0.8pct，其中研发费用率同比提升 0.1pct 至 2.4%。综合影响下，2022 年公司归母净利润率同比下滑 1.6pct 至 14.1%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 84.90 亿元，同比增长 11.1%，公司平均存货周转天数 138 天，同比增加 11 天。截至 2022 年末，安踏、FILA 品牌库销比在 6 个月以上，环比有所改善。现金流方面，2022 年，公司经营活动现金流净额为 121.47 亿元，同比增长 2.4%。
- **投资建议**
- **2022 年，公司经营受到较大负面影响，但在线上渠道、主品牌 DTC 转型、户外运动高景气带动下，营收规模稳步扩大，业绩在公司严格控费背景下仅小幅下滑。**进入 2023 年，公司安踏主品牌、FILA 品牌库存情况持续改善，库销比较 2022 年末进一步改善，目前处于 4.5-5 个月的可控水平，复苏态势已现。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 3.46、4.36 和 5.18 元，对应公司 23、24 年 PE 约 28、22 倍，维持“买入-A”建议。
- **风险提示**
- 国内消费市场恢复不及预期；电商渠道增长放缓；行业竞争加剧。

【宏观策略】【山西证券|宏观策略_张治、范鑫】美联储 3 月 FOMC 加息 25bp 符合市场预期及情绪管理逻辑

辑

张治 zhangzhi@sxzq.com

- (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 2023 年终端利率仍在 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，释放的信号偏“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

【宏观策略】A 股冲高回落

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- 走势回顾：
- 三大指数高开，开盘震荡上行，盘中回落，创业板指一度翻绿，尾盘企稳。截止收盘，沪指报 3265.75 点，涨 0.31%；深成指报 11496.93 点，涨 0.61%；创指报 2341.92 点，涨 0.20%。行业指数涨跌不一，通信（+3.55%）、传媒（+2.66%）和计算机（+2.14%）领涨；消费者服务（-0.78%）、家电（-0.51%）、国防军工（-0.36%）领跌；总体来看，两市个股普遍上涨，超 3100 只个股上涨，成交额回升至 9583 亿元。
- 市场焦点：
- A 股人气回升，chatGPT 概念再次火热，AIGC、CPO、光模块等板块领涨。板块方面，受英伟达算力芯片推出，6G 白皮书发布等消息影响，通信、计算机、电子板块开盘走高，全天上行；新能源、石油石化、医药等板块冲高回落；军工、家电、消费者服务板块全天震荡走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）小幅回落至 29 家，连板家数 3 家，热点持续性偏低，赚钱效应较低。
- 我们认为，近期风险事件影响正在消退，A 股短期震荡修复，中长期走强的预期不变。短期内，瑞信由瑞银收购，美财长耶伦讲话承诺政府将介入储蓄保护，流动性风险逐步得到控制。结合美 3 月通胀符合预期，美联储激进加息的预期进一步降低。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 2 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 3 月议息会议临近，激进加息预期已经大幅降低，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、养殖、高端制造和医药医疗等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、信创和新能源等）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

