

晨会纪要

数据日期: 2023-03-20	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)	3234.91	11247.13	3939.07	11942.35	2801.18	1025.32
涨跌幅度(%)	-0.48	-0.27	-0.49	0.03	-0.11	0.94
成交金额(亿元)	4802.92	5772.24	3197.60	2140.75	2466.21	888.01

晨会主题

【常规内容】

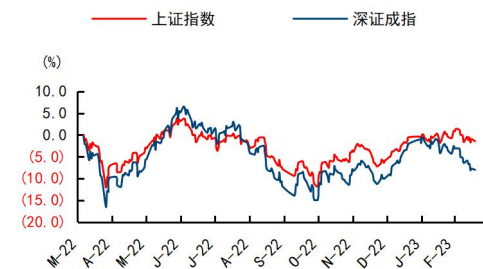
宏观与策略

宏观专题: 宏观经济专题研究-如何理解倒挂的社融-M2 剪刀差?
宏观快评: 2023 年 1-2 月财政数据解读-政策前置发力, 财政收入下滑但支出回升
宏观周报: 宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数再次明显上升
宏观周报: 货币政策与流动性观察-央行“双管齐下”投放中长期流动性
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-涨跌互现行情, 需要关键矛盾消解以破局

行业与公司

基础化工行业专题: 硅基新材料行业分析框架
传媒互联网周报: GPT4、文心一言陆续发布, 微软上线基于大模型的办公产品 Copilot
行业周报: 3 月第 3 周-基本面偏弱, 回调后积极布局季报行情
非金属建材周报(23 年第 11 周): 基建景气持续&地产数据改善, 行业需求有望修复
非银行业快评: 证监会《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》点评-理顺场外衍生品模式, 推动券商规范加杠杆
电子行业周报: AI 引爆 TMT 春季躁动行情, 景气回升趋势中电子关注度走强
交通运输行业周报: 招商轮船有望迎油散共振, 快递价格竞争可控
交运行业快评: 2 月快递数据点评-快递需求修复趋势良好, 价格竞争仍然可控
家电行业周报(23 年第 11 周): 1-2 月地产景气改善, 家电零售延续恢复趋势
房地产行业周报: 房地产行业周观点-央行降准利好地产基建, 销售延续复苏势头
建筑行业周报: 建筑行业周观点-基建投资增长 9%, 关注高景气下央企龙头估值回归
计算机行业快评: 人工智能行业点评-OpenAI 访问限流, GPT-4 算力测算
农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(63)-本周全国生猪均价环比下跌 2.19%, 仔猪均价环比下跌 0.21%
李子园(605337.SH) 深度报告: 品牌与渠道势头向好, 甜牛奶龙头开启全国化之路
口子窖(603589.SH) 公司快评: 股权激励顺利落地, 渠道改革有望不断兑

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 03月21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	19000.71	-2.65

基金指数 03月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3036.79	0.02
股票基金指数	10769.52	0.06
混合基金指数	9931.26	0.01

汇率 03月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.06	0.5
美元兑人民币	6.88	-0.1
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	131.87	-1.4

非流通股解禁 03月21日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
爱科科技	73.94	2.23	2023-03-20
中远海能	60171.91	100.00	2023-03-20
佳华科技	5350.51	100.00	2023-03-20
建科机械	5538.45	100.00	2023-03-20
西力科技	187.50	1.95	2023-03-20
普冉股份	106.36	6.39	2023-03-20
合肥城建	18014.41	99.50	2023-03-20
返利科技	29666.88	50.97	2023-03-20

现

中信特钢(000708.SZ) 财报点评:经营业绩稳健,内生外延发展

中材科技(002080.SZ) 财报点评:锂膜增长亮眼,玻纤和叶片盈利有望修复

塔牌集团(002233.SZ) 财报点评:全年业绩承压,Q4 盈利水平底部回升

亨通光电(600487.SH) 公司快评:拟分拆亨通海洋光网上市,加强全球市场布局

金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:云服务经营亏损率大幅缩窄,苍穹星瀚维持高增长

金融工程

金融工程专题报告:学术文献研究系列第 54 期-上市公司信息披露文本语气与股票预期收益

金融工程日报:市场成交额破万亿,黄金股逆市大涨

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:宏观经济专题研究-如何理解倒挂的社融-M2 剪刀差?

近一段时间,社融-M2 剪刀差的倒挂引起了市场关心。在社融创立后的绝大部分时间里,社融-M2 剪刀差维持正向增速差,但 2021 年二季度以来,剪刀差开始持续收窄,去年 5 月转负后逆向扩张,并在今年 1 月创下-3.2 个百分点的(社融口径调整以来)最大负增速差。

本篇报告将根据《“重构”M2:与社融的差异从哪来?》中构建的框架,“代入”现实数据做出定量分析。时点的选取上,为更直观地反映社融-M2 剪刀差逆转的原因,本文选取社融-M2 剪刀差缩窄前的 2020 年作为参照点,对比 2022 的数据进行分析。

总体而言,我们认为社融-M2 剪刀差持续逆扩张背后反映了 2022 年地产融资放缓、经济运行不畅和理财“赎回潮”带来的影响。具体来看,上述分析框架涵盖的派生渠道解释了绝大部分(95%)的社融-M2 增量差,其中贡献最大的有四项,合计占 72.4%:企业债发行少增(21.7%),银行二级市场增持信用债(19.7%),银行金融债发行少增(16.0%)和其他(15.0%)。

前瞻地看,我们认为社融-M2 剪刀差的倒挂主要由临时性因素造成,上半年企稳后收窄/修复将是大概率事件。

利率方面,以同业存单为例,社融-M2 剪刀差的回升将对存单收益率构成支撑。根据我们在报告《存单波动为哪般?》中提出的“三碗面”框架,存单利率受以下因素的影响依次递减:政策面>供需面>信用面(等微观因素)。经过 2 月的资金波动后,政策面已经较为明朗:“宽货币”托底经济下行压力的使命基本完成,央行将引导市场利率回归正常化。以社融-M2 剪刀差为代表的商业银行主动负债意愿指标修复,也指向存单收益率将面临一定上行压力,我们认为年内存单利率波动区间为[2.65%-2.8%]。

股票方面,以上证综指为例,社融-M2 剪刀差的负值(即 M2-社融)常被视为“剩余流动性”,历史上与股指走强存在一定的领先关系。其逻辑在于认为以 M2 增速为代表的广义货币派生速度显著超过以社融增速为代表的实体经济部门融资需求增速,“多余”的流动性可能流向股票等资本市场。但我们认为将本次较高的 M2-社融剪刀差,理解为可能流入股市的“剩余流动性”有待商榷。主要原因在于,本次高增速差的重要来源是理财赎回和非银持有金融债下降“释放”的 M2,而这部分风险偏好较低的资金短期内进入股市的概率较低。

风险提示:疫情再度扩散,中国疫后通胀,美联储加息超预期。

证券分析师: 董德志(S0980513100001)

◆ 宏观快评:2023 年 1-2 月财政数据解读-政策前置发力,财政收入下滑但支出回升

3 月 17 日财政部公布,1-2 月全国一般公共预算收入 45642 亿元,同比下降 1.2%。一般公共预算支出 40898 亿,同比增长 7%。全国政府性基金预算收入 6965 亿元,同比下降 24%。全国政府性基金预算支出 12493 亿元,同比下降 11%。

结论:全国一般公共预算收入同比-1.2%低于 2022 年全年增速(0.6%),为近十年同期增速第二低,仅高于 2020 年 1-2 月的-9.9%。反映出防疫机制转换初期疫情达峰、经济恢复基础不牢固带来的收入承压和财政收支紧平衡状态。一般公共预算支出 7%略高于 2022 年全年同比增速(6.1%)。从预算完成度来看,1-2 月一般公共预算收入略低,支出略高。收入端,税收收入下滑,非税收入继续高增,但涨幅收窄。支出结构上,债务付息、卫生健康、社保就业等分项支出增速较快。受土地出让相关收支拖累,政府性基金收支增速持续下行。高频数据显示,土地市场和房屋销售景气度均有所回暖,但尚未表现出明显的修复趋势,预计政府性基金收支仍将承压。

前瞻地看,受调入资金和专项债结存限额影响,后续财政加力程度有待观察。一方面,调入资金及使用结转结余下降。2023 年安排 1.2 万亿,相较于去年的 2.3 万亿大幅下滑。另一方面,专项债结存限额空

间收窄。通过动用结存限额，去年实际新增专项债超过4万亿。今年结存限额1.15万亿，已位于近五年低点，预计实际使用限额较去年下降。

年初专项债发行继续前置发力，基建投资仍为稳增长主要抓手。2023年开年以来财政政策前置发力，截至3月中，新增专项债发行1.19万亿，专项债投向和用作资本金领域也持续扩围。2023年1-2月有80.6%的项目收益专项债投向基建领域，较2022年同期（73.5%）有所提升。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数再次明显上升

国信宏观扩散指数再次明显上升。本周国信高频宏观扩散指数A转正，指数B大幅抬升。从分项来看，本周投资、消费、房地产领域景气均向好。从季节性比较来看，本周指数B标准化后（即年初第一周设定为100）明显上升，在历史同期范围内处于较高水平，表明国内经济复苏态势仍很稳固。

2023年3月17日当周，国信高频宏观扩散指数A为0.7，指数B录得108.1，指数C录得-1.6%(+0.8pct.)。消费相关分项中，全钢胎开工率、PTA产量均较上周上行，本周国内消费景气上升；投资相关分项中，焦化企业开工率小幅回落，螺纹钢产量、水泥价格均较上周上行，国内投资景气上升；房地产相关分项中，30大中城市商品房成交面积、建材综合指数均较上周上行，国内房地产领域景气上升。

周度价格高频跟踪：

（1）本周食品价格继续下跌，非食品价格继续上涨。2023年3月食品、非食品价格环比或均高于季节性水平。预计3月CPI食品环比约为-0.5%，CPI非食品环比约为零，CPI整体环比约为-0.1%，高基数带动下3月CPI同比或继续小幅回落至0.9%。

（2）2月上旬和中旬，随着春节后国内生产供应活动恢复正常，供给明显增加，国内生产资料价格有所回落；2月下旬，随着国内需求持续回暖，国内生产资料价格止跌回升；3月上旬，国内生产资料价格小幅回落。预计2023年3月国内PPI环比回升至正值，高基数带动下PPI同比继续回落至-2.3%左右。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:货币政策与流动性观察-央行“双管齐下”投放中长期流动性

央行“双管齐下”投放中长期流动性

海外流动性方面，上周（3月13日-3月17日）欧央行在3月议息会议上决定加息50bp。3月16日公布的美国初请失业金人数减少2万人至19.2万人，表明美国的劳动力市场韧性仍强。前瞻地看，尽管美国通胀水平仍处于高位，但近期硅谷银行倒闭引发的一系列风险事件，使市场从预期美联储加息提速，转而博弈是否暂缓加息。美联储联邦资金利率期货隐含的加息25bp的可能性回升至约6成（62%），不加息可能性约4成（38%）。

国内流动性方面，上周（3月13日-3月17日）狭义流动性继续走宽。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（3月6日-3月10日）上升0.33至100.38，其中价格指标贡献-96.2%，数量指标贡献196.2%。价格指数下降（紧缩）主要受上周一周7天/14天R与DR加权利率、R001利率总体环比上行拖累，而标准化后的同业存单加权利率环比下行形成支撑。央行上周逆回购和MLF超额续作，对数量指数构成支撑。

上周（3月13日-3月19日），央行净投放短期流动性资金4310亿元。其中：7天逆回购净投放4310亿元（到期320亿元，投放4630亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。此外，3月15日MLF净投放1810亿元（到期3000亿元，投放4810亿元），并宣布将于3月27日降准25bp。本周（3月20日-3月26日），央行逆回购将到期4630亿元，其中7天逆回购到期4630亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月20日）央行7天逆回购净投放-110亿元，14天逆回购净投放0亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资185.9亿元，本周计划发行6067.0亿元，净融资额预计为4824.5亿

元；同业存单净融资 998.4 亿元，本周计划发行 959.2 亿元，净融资额预计为-6542.5 亿元；企业债券净融资 849.3 亿元，其中城投债融资贡献约 74.6%，本周计划发行 1056.7 亿元，净融资额预计为-2954.0 亿元。本周同业存单到期量超 7000 亿元，提示关注潜在的资金面扰动。

上周五（3 月 17 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（3 月 10 日）上行 0.36 至 100.43，同期美元指数下行 0.79 至 103.86。3 月 17 日，美元兑人民币在岸汇率较 3 月 10 日的 6.97 下行约 888 基点至 6.88，离岸汇率从 6.98 下行约 885 基点至 6.89。

风险提示：疫情出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

◆ 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. 云南能投资本投资有限公司 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受理，拟发行规模为 10 亿元，正股可能是电投产融（000958.SZ），主承销商为招商证券、红塔证券、中信证券，交易所受理日期为 2023 年 3 月 15 日。
2. 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受理，拟发行规模为 20 亿元，正股可能是中国电信（601728.SH），主承销商为中信证券、中金公司，交易所受理日期为 2023 年 3 月 13 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-涨跌互现行情，需要关键矛盾消解以破局

上周市场焦点（3 月 13 日-3 月 17 日）

股市方面，上周指数涨跌交替，波动较大。上周末美联储宣布为符合条件的储蓄机构提供资金，硅谷银行事件风波暂平；周一晚间海外市场对美国其余中小银行经营的担忧发酵；周三统计局发布的 1-2 月经济数据显示经济运行企稳回升；周四受瑞士信贷股票大跌影响，A 股再度走弱；周五外盘情绪回暖提振 A 股，数字经济和“中特估”带动市场上涨，沪指+0.77%。

债市方面，上周债市利率窄幅下降，经济数据发布后不升反降，十年期国债利率-1bp 收于 2.86%，3 年 AA 级企业债利率-5bp 收于 3.68%。

转债市场方面，上周多数转债下跌但跌幅不如正股，转债转股溢价率再度提升。个券层面，上周涨幅排名靠前的转债包括北方转债、中钢转债“中特估”、“一带一路”相关个券，以及太极转债、万兴转债等数字经济主题相关的个券；跌幅靠前的转债包括美联转债、上能转债、福 22 转债等光伏、锂电产业链主题相关个券，以及特一转债、杭叉转债等可能触及赎回/公告赎回的转债。此外，光大转债以 76% 比例转股、24% 比例到期的方式退出转债市场。

观点及策略（3 月 20 日-3 月 24 日）

关注各板块矛盾点消解及信心的建立：在两会工作经济工作目标提出后，近期市场表现表现出对经济复苏力度的质疑，顺周期板块有所调整。但国信高频宏观扩散指数连续多周持续上升，表明国内经济复苏仍较强劲，我们认为看到更多经济数据验证经济的复苏后，市场或可对年内经济修复建立信心，脱离当前忽涨忽跌的局面。另一方面，汽车零部件、光伏设备、锂电池、风电等前期热门赛道经历较大幅度调整，建议观察前期价格战、海外制裁风险等矛盾点的变化与消解。

转债估值方面，截至上周五多个平价区间转股溢价率再次接近历史 90% 分位数高位，转债转股溢价率有

压缩风险，但在债市利率没有大幅上行的背景下，压缩幅度或有限。

择券策略方面，不同行业景气回暖有先后，地产、基建链部分龙头公司上涨幅度已比较可观，转债需防范赎回风险；顺周期品种行情则需要经济数据向好的支撑；另一方面，汽车、电新等行业近期调整幅度较大，性价比有所提升。各行业转债所处的位置（对正股价格敏感度）也不相同，后续建议关注正股性价比，积极布局景气度率先回升的消费和部分制造业领域，也可左侧埋伏景气筑底的板块：

1. 去年 12 月以来景气度已明显提升的工程机械、服装及面料、风电、包装造纸、工程机械等，偏股型转债数量多，可选空间也比较大；
2. 行业盈利仍处于底部区间或存在较大不确定性，但年内景气度有望改善的水泥、钢铁、半导体、消费电子、汽车零部件、光伏设备、锂电池材料等，转债存续数量多，但不少个券平价较低，溢价率偏高，适宜左侧埋伏。

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）

行业与公司

◆ 基础化工行业专题：硅基新材料行业分析框架

四氯化硅是有机硅合成、三氯氢硅、多晶硅生产过程中的重要原料和中间产物，四氯化硅按纯度可以分为工业级四氯化硅与高纯四氯化硅（包括半导体级、电子级），高纯四氯化硅是光纤通讯、集成电路、气凝胶制造生产不可或缺的基础原材料，半导体级四氯化硅主要用于生产光纤预制棒；电子级四氯化硅气体主要用于薄膜沉积与蚀刻工艺，高纯四氯化硅可用于生产正硅酸乙酯（TEOS），高纯正硅酸乙酯是气凝胶主要原料；电子级正硅酸乙酯也可用于集成电路制造过程中的化学气相沉积（CVD）薄膜制程。

电子级含硅特气主要用于硅外延片生产，进口替代空间广阔。电子级含硅特气包括电子级四氯化硅、三氯氢硅、二氯二氢硅、硅烷，主要用于化学气相沉积（CVD）的气相外延法生产硅外延片，电子级二氯二氢硅主要用于生产 12 寸硅外延片，电子级三氯氢硅、四氯化硅主要用于生产 6-8 寸硅外延片。目前含硅特气 90% 以上依赖进口，随着下游半导体产业国产化进程加速，有望带动国产电子级含硅特气加速国产化，我们预计国内电子级三氯氢硅、四氯化硅市场规模在 60 亿元左右，电子级二氯二氢硅市场规模在 40 亿元左右。

气凝胶具有纳米多孔网络结构的固体材料，在动力电池及新能源汽车需求有望爆发增长。目前主流气凝胶工艺采用正硅酸乙酯为硅源，以二氧化碳超临界为干燥方式制备，目前石油化工领域消费量最大达到 56%，其次在工业隔热领域应用占比为 18%。气凝胶毡是气凝胶最广泛的使用形式，是通过玻纤或陶瓷为基体增强后的气凝胶复合材料。气凝胶毡可以用作动力电池及整车的新型防火隔热材料，2022 年国内新能源汽车气凝胶复合材料的市场潜在规模约为 13.0-32.5 亿元，未来在气凝胶在新能源电池领域需求有望爆发增长。

气相二氧化硅又叫气相白炭黑，我国未来 5 年表观消费量增速达到 10.4%，疏水型气相二氧化碳壁垒较高。气相二氧化硅是由硅的卤化物在氢氧火焰中高温水解生成的带有表面羟基和吸附水的无定形的纳米级颗粒，按照产品性能不同可以分为亲水型和疏水型产品，分别占比约 87% 和 13%，亲水型气相二氧化硅主要应用于有机硅、涂料油墨、胶粘剂、合成树脂等领域，橡胶领域的使用量占 60% 以上。目前疏水型气相二氧化硅产品基本被跨国公司垄断，未来具备进口替代空间。

相关标的：我们建议关注（1）硅基电子气体：三孚股份、联泓新科、和远气体；（2）高纯石英砂：江瀚新材；（3）气凝胶及复合材料：晨光新材、宏柏新材、泛亚微透、兴发集团；（4）气相二氧化硅：三孚股份、新安股份、宏柏新材。

风险提示：市场竞争加剧风险；项目建设和市场开拓不达预期的风险；技术升级迭代风险；环保风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 传媒互联网周报：GPT4、文心一言陆续发布，微软上线基于大模型的办公产品 Copilot

传媒板块本周表现：行业上涨 4.28%，跑赢沪深 300 和创业板指。本周（3.10-3.17）传媒行业上涨 4.28%，跑赢沪深 300（-1.52%），跑赢创业板指（-3.33%）。其中涨幅靠前的分别为蓝色光标、宝通科技、值得买、新华网等，跌幅靠前的分别为*ST 中昌、生意宝、ST 天润、粤传媒等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 1 位。

重点关注：GPT4、文心一言陆续发布，微软上线基于大模型的办公产品 Copilot。1）GPT-4 主要亮点在多模态和长内容解决能力，文心一言国产大模型终于问世，二者背后本质是生成式 AI 的确定性产业趋势，技术底座夯实之下，应用场景将迎来实质性变革；2）从应用端看，微软发布“AI+办公”产品 Copilot，全面变革办公场景。国内来看，多家 A 股传媒上市公司宣布接入百度文心一言，具体来看，有望在虚拟人、文本生产、虚拟空间、交互对话、内容宣发、数字营销等场景开展探索布局；3）从单一模态到多模态，GPT-4 有望真正带来内容端、平台端的重估。微软 GTP4、谷歌 PaLM-E 类跨模态模型可以处理更复杂的任务，使得通用大模型逐渐成为可能。除此以外，我们看到了预训练大模型成本可控及轻量化运行的趋势，这使得“通用大模型”+“垂直小模型”有望落地至具体场景，基于此诞生的类“内容大脑”的操作系统，让 AI 时代的新物种成为可能。

本周重要数据跟踪：头部出海手游蝉联 2023 年 2 月全球手游收入前三名。1）本周电影票房 4.12 亿元，环比增长 23.27%，《保你平安》、《回廊亭》和《毒舌律师》排名居前；2）综艺节目方面，《大侦探第八季》、《最强大脑第十季》和《我们的客栈》排名居前；3）本周游戏方面，2023 年 2 月全球手游玩家在 App Store 和 Google Play 付费近 61 亿美元，同比下降 8.9%，其中中国 iOS 市场收入占比 18.6%。2023 年 2 月全球手游收入前三名的游戏为腾讯《王者荣耀》、米哈游《原神》和腾讯《PUBG Mobile》。

投资建议：景气度反转与新科技落地两条主线布局，关注国有媒体低位修复。1）行业景气度底部反转带动业绩与估值低位修复，游戏板块推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、姚记科技、完美世界等标的；IP 娱乐推荐华策影视、万达电影、光线传媒、阅文集团、泡泡玛特等；广告营销及互联网产业链推荐兆讯传媒、分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩等标的；2）基于 AIGC 落地要素聚焦数据及场景两端，数据及 IP 角度推荐浙数文化、视觉中国、中文在线、人民网等标的，场景落地推荐汤姆猫、昆仑万维、蓝色光标等标的；3）国有媒体关注浙数文化、人民网、中国科传、歌华有线、贵广网络等。

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：夏妍（S0980520030003）、张衡（S0980517060002）

◆ 煤炭行业周报：3 月第 3 周-基本面偏弱，回调后积极布局季报行情

1. 煤炭板块收跌，跑输沪深 300 指数。中信煤炭行业收跌 2.55%，沪深 300 指数下跌 0.21%，跑输沪深 300 指数 2.34 个百分点。全板块整周 4 只股价上涨，31 只下跌。中煤能源涨幅最高，整周涨幅为 2.23%。

2. 重点煤矿周度数据：中国煤炭运销协会数据，3 月 10 日-3 月 16 日，重点监测企业煤炭日均销量为 810 万吨，比上周日均销量增加 19 万吨，增加 2.4%，比上月同期增加 41 万吨，增加 5.3%。其中，动力煤周日均销量较上周增加 2.2%，炼焦煤销量较上周增加 2.9%，无烟煤销量较上周增加 2.8%。截至 3 月 16 日，重点监测企业煤炭库存总量（含港存）2084 万吨，比上周下降 0.7%，比上月同期减少 210 万吨，减少 9.1%。

3. 动力煤产业链：价格方面，环渤海动力煤（Q5500K）指数 732 元/吨，周环比持平，中国进口电煤采购价格指数 1186 元/吨，周环比下跌 1.58%。从港口看，港口价格周环比下跌；从产地看，大同动力煤车板价环比下跌 0.83%，榆林环比下跌 1.04%，鄂尔多斯环比上涨 0.34%；澳洲纽卡斯尔煤价周环比上涨 4.02%；动力煤期货结算价格 801.4 元/吨，周环比持平。库存方面，秦皇岛煤炭库存 545 万吨，周环比持平；北方港口库存合计 2699 万吨，周环比减少 50 万吨。

4. 炼焦煤产业链：价格方面，京唐港主焦煤价格为 2500 元/吨，周环比持平，产地柳林、吕梁、六盘水主焦煤价格周环比持平；澳洲峰景焦煤价格周环比下跌 2.19%；焦煤期货结算价格 1874 元/吨，周环比下跌 3.78%；主要港口一级冶金焦价格 2810 元/吨，周环比持平；二级冶金焦价格 2610 元/吨，周环比持平；螺纹价格 4350 元/吨，周环比上涨 0.23%。库存方面，京唐港炼焦煤库存 62.3 万吨，周环比增加

1.6 万吨（2.64%）；独立焦化厂总库存 866.4 万吨，周环比增加 5.8 万吨（0.67%）；可用天数 11.6 天，周环比持平。

5. 煤化工产业链：阳泉无烟煤价格（小块）1530 元/吨，周环比持平；华东地区甲醇市场价 2650.56 元/吨，周环比下跌 20.56 元/吨；河南市场尿素出厂价（小颗粒）2720 元/吨，周环比下跌 30 元/吨；纯碱（重质）纯碱均价 3081.25 元/吨，周环比持平；华东地区电石到货价 3466.67 元/吨，周环比下跌 16.66 元/吨；华东地区聚氯乙烯（PVC）市场价 6138.89 元/吨，下跌 194.86 元/吨；华东地区乙二醇市场价（主流价）4028 元/吨，周环比下跌 80 元/吨；上海石化聚乙烯（PE）出厂价 8750 元/吨，周环比下跌 150 元/吨。

6. 投资建议：海外硅谷银行事件引发避险情绪，国际能源价格大跌，但继续下跌空间有限；国内两会结束、供暖需求减少，进入季节性淡季，但一季度业绩整体稳定，回调后可以积极布局产量增长的公司。安全检查影响边际减弱，重要会议结束，产地煤炭供给边际修复。三月下旬北方地区供暖逐步退出，下游水泥、钢铁、化工需求恢复性增长，需求整体进入传统淡季，短期煤价或略有下降。基本面方面，煤企库存周环比下行，下游需求（电力）季节性走弱，工业持续回暖，水泥、钢铁、化工需求继续好转。动力煤方面，港口及产地价格稳中偏弱；炼焦煤价格相对稳定，钢价上涨；化工用煤维持高位，化工产品价格普遍下跌。动力煤库存维持高位，焦煤库存继续减少。2023 年经济复苏预期较强，3 月煤炭需求走弱，但板块一季度业绩整体稳定，维持行业“超配”评级。关注季报行情，关注动力煤公司中国神华、中煤能源、陕西煤业；焦煤公司盘江股份、山西焦煤、平煤股份、淮北矿业以及转型新能源的华阳股份、美锦能源，关注煤机龙头天地科技。

7. 风险提示：疫情的反复；产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。

证券分析师：樊金璐（S0980522070002）

◆ 非金属建材周报（23 年第 11 周）：基建景气持续&地产数据改善，行业需求有望修复

基建投资维持较高增速，地产竣工改善明显。1-2 月，全国广义基建投资同比增长 12.18%，较去年全年增速进一步提高 0.66pct；房地产方面，前 2 月全国地产开发投资同比下降 5.7%，降幅比去年全年收窄 4.3pct，商品房销售面积累计下降 3.6%，较去年末降幅收窄 20.7pct，房屋新开工面积累计下降 9.4%，降幅较 2022 年收窄 30pct，房屋竣工面积累计同比增长 8%，增速较去年末提高 23pct。整体来看，基建投资增速延续去年较高增速，在全年稳中求进的工作总基调背景下，基建投资预计全年仍具备较好支撑，房地产销售、新开工呈现逐步修复趋势，竣工端回暖明显，预计在保交楼政策下全年竣工端具备更高确定性。

央行宣布降准，促进需求恢复。3 月 17 日，央行决定与 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%，为今年年内首次降准，有助于提振市场信心，促进经济需求恢复。

当前时点地产链头部企业仍是配置重点，关注需求释放和降库节奏。当前子行业跟踪及投资建议如下：

水泥：本周国内水泥市场需求继续小幅提升，全国水泥出货率环比增加 3 个百分点。由于一季度错峰生产接近尾声，各地企业熟料生产线陆续复产，而下游需求恢复相对偏弱。截至 3 月 17 日，全国 P.042.5 高标水泥平均价为 449 元/吨，环比下跌 0.33%，同比下降 14.66%。本周全国水泥库容比为 58.7%，环比上升 0.5pct，同比下降 0.2pct。短期继续跟踪需求恢复节奏，推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团、冀东水泥、天山股份。

玻璃：①浮法玻璃：市场交投氛围良好，多地价格上涨，加工厂进一步补货，带动浮法厂降库。根据卓创资讯，本周国内浮法玻璃主流均价 1759.32 元/吨，环比上涨 1.28%，重点省份生产企业库存 4562 万重箱，环比减少 9.25%；短期部分区域浮法厂库存压力已得到一定缓解，供需结构尚可，价格或暂偏稳运行；中长期玻璃行业科技升级依旧是看点，推荐旗滨集团、南玻 A。②光伏玻璃：随着生产推进，组件厂家部分刚需补货，采购积极性提升，需求较前期好转，玻璃厂家部分出货较前期好转，库存有不同程度下降。本周 3.2mm 原片主流价格 17.5 元/平米，环比持平；3.2mm 镀膜主流价格为 25.5 元/平米，环比持平；3.2mm 钢化主流价格为 26 元/平米，环比持平，库存天数 26.26 天，环比减少 5.19%，预计随着市场缓慢升温，价格或继续维稳。

玻纤：本周粗纱市场价格整体延续淡稳趋势，多数厂虽报价稳定，但成交多存小幅可谈空间，中下游仍按需少量采购为主，部分贸易商适当逢低备货；电子纱市场多数池窑厂出货仍显一般，部分大厂因库存高位，实际成交相对灵活，周内多数厂电子纱及电子布价格均报稳，厂家存一定挺价心态。看好玻纤需求结构性景气，关注后续供给释放节奏，推荐中国巨石、中材科技。

其他建材：从近期地产高频数据来看，二手房销售数据明显回升，同时保交楼效果正逐步显现，预计后续复苏有望逐步由二手房向新房市场扩散延伸，带动地产链进入修复区间。当前地产链头部企业仍是板块配置重点，推荐东方雨虹、科顺股份、三棵树、坚朗五金、伟星新材、兔宝宝、铝模板行业。

风险提示：基建地产运行低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

◆ 非银行业快评：证监会《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》点评—理顺场外衍生品模式，推动券商规范加杠杆

3月17日，证监会颁布《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》（下文简称“管理办法”）。该监管政策出台目的是为了贯彻落实《期货和衍生品法》，促进衍生品市场健康发展，支持证券期货经营机构业务创新，满足市场各类主体的风险管理需求，以更好服务实体经济、防范和化解金融风险。

核心观点：“管理办法”是针对我国《期货和衍生品法》的配套政策。过去我国衍生品尤其是场外市场缺乏统一交易规则，《期货和衍生品法》和“管理办法”正本清源，促进业务规范扩张。2019年以来，证券行业受益于机构投资者增加和净值型产品增长，预计银行理财、私募基金等提供绝对收益产品的资管机构2023年继续保持规模扩张，利好提供产品解决方案的券商衍生品业务。衍生品尤其是场外衍生品业务对券商业务资质、资本水平、杠杆扩张能力有较高要求，建议关注相关能力较强的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、戴丹苗（S0980520040003）

◆ 电子行业周报：AI引爆TMT春季躁动行情，景气回升趋势中电子关注度走强

AI创新热潮引爆TMT春季躁动行情，景气回升趋势中电子关注度走强。过去一周上证上涨0.63%，电子上涨1.17%，子行业中电子化学品上涨3.17%。如之前所述，在ChatGPT热潮之中，市场对于AI、人机交互创新的预期强化，推动科技产业升级的“比尔安迪”定律将不再停留于OS层面，各类AI应用和硬件算力形成螺旋演进的发展趋势。同时，基于产业链验证，3月手机终端备货已出现明显复苏，上游芯片环节反馈去库存已至尾声，部分客户追单意愿强烈。行业“短期景气复苏”与“中期AI创新成长”之间的逻辑共振强化，电子关注度升温，继续推荐受益手机终端需求改善的力芯微、光弘科技，受益行业周期上行的长电科技、京东方A、洁美科技，受益场景数字化需求的海康威视、视源股份，以及受益于国产化加速的鼎龙股份、中微公司、英杰电气、国芯科技等。

华为将于3月23日举办新品发布会，P60、Mate X3等新品将发布。华为宣布将于3月23日举办新品发布会，将发布P60系列手机及Mate X3折叠机等旗舰新品；此外华为将发布畅享60、Free buds5，B7手环、Watch 4系列手表、WATCH Ultimate、MatePad 11 2023等AIoT新品。3月手机终端备货已出现明显复苏，同时近期各终端品牌的新品发布会有望带动消费电子景气度逐步复苏，继续推荐受益于终端需求回暖的力芯微、光弘科技、传音控股、东山精密、顺络电子、闻泰科技、环旭电子等。

ChatGPT催生办公场景数字化热潮，智能交互平板市场充分受益。根据DISCIEN数据，2022年海外智能交互平板（IFPD）出货量1541K（YoY +18%），在海外通胀影响下依然实现同比高增长。近期宏碁印度大单，以及韩国、巴西等国新订单的出现，反映海外发展中国家IFPD市场正逐步崛起。此外，ChatGPT催生办公场景数字化热潮，我们预计接入AI大语言模型的智能交互平板将陆续发布，进一步推进企业数字化趋势，继续推荐视源股份、创维数字、康冠科技等产业链相关标的。

工信部提出推动集成电路高质量发展，建议关注能持续拓展能力圈的企业。上周，工信部党组书记、部长金壮龙提出，提升产业链供应链韧性和安全水平，稳步实施关键核心技术攻关工程，加强产业链关键环节产能储备和备份；加快5G、工业互联网等新型信息基础设施建设和应用，壮大数字经济核心产业，

推动集成电路、工业软件产业高质量发展。作为先进制造业、数字经济的基石，半导体产业需要高质量发展才能支撑我国战略转型，建议关注具有能力圈拓展潜力，不断实现高端产品国产替代的企业，继续推荐长电科技、圣邦股份、杰华特、国芯科技、晶晨股份、芯朋微、华虹半导体、中芯国际等。

微软推出 Copilot，关注大模型 AI 应用加速落地机遇。上周微软推出 Microsoft 365 Copilot，将大语言模型 AI 技术整合到其 Office 办公软件，对于办公场景和生产力工具带来巨大的提升，或成为人机交互方式变革的里程碑。ChatGPT 等大模型除了在人力密集或专业程度较高的垂直行业有商业化前景以外，未来有望赋能智能家居、工业数字化等 AIoT 行业。继续推荐先进封装龙头长电科技、通富微电，数字芯片设计公司晶晨股份、裕太微、峰昭科技、国芯科技，国内代工龙头中芯国际、华虹半导体。

充电桩渗透加速，超结 MOS、IGBT 厂商将受益。2023 年 2 月，我国充电桩增量为 37.8 万台，其中公共充电桩增加 7.2 万台 (YoY+54.1%)，随车配建私人充电桩增加 30.6 万台 (YoY+125.3%)；桩车增量比为 1:2.5。未来，在各地政策推动下，桩车比将进一步提升。此外，尽管美国政策要求申请部分补贴的公共充电桩 24 年 7 月后 55% 的组件需本土制造，但目前海外运营商多处于亏损状态，考虑国内品牌性价比、美国部分私桩及欧洲充电桩不受限，充电桩出海需求仍将快速增加。在此背景下，充电模块核心功率器件超结 MOS、IGBT 将受益，推荐关注超结 MOS 龙头东微半导，相关功率器件厂商宏微科技、士兰微、新洁能等。

重点投资组合

消费电子：东山精密、京东方 A、沪电股份、海康威视、光弘科技、闻泰科技、三利谱、传音控股、福蓉科技、视源股份、环旭电子、福立旺、康冠科技、鹏鼎控股、歌尔股份、永新光学、易德龙、创维数字、博敏电子、世华科技、精研科技、蓝特光学、长信科技

半导体：长电科技、圣邦股份、杰华特、裕太微-U、国芯科技、东微半导、晶晨股份、峰昭科技、扬杰科技、斯达半导、新洁能、华虹半导体、纳思达、宏微科技、士兰微、时代电气、中芯国际、力芯微、韦尔股份、芯朋微、北京君正、澜起科技、艾为电子、思瑞浦、卓胜微、兆易创新、通富微电、纳芯微、赛微电子

设备及材料：鼎龙股份、中微公司、芯碁微装、北方华创、路维光电、富创精密、广立微、万业企业、立昂微、安集科技、沪硅产业-U、中晶科技

被动件：江海股份、洁美科技、顺络电子、三环集团、风华高科、泰晶科技

风险提示：疫情反复影响下游需求；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

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

联系人： 詹浏洋

◆ 交通运输行业周报：招商轮船有望迎油散共振，快递价格竞争可控

航运：中国需求恢复已经开始引发油散共振。本周 BDI 表现亮眼，报 1535 点，环比升 8%，分船型看，权重最大（40%）的 Cape 船型表现突出，报 1913 点，环比升 10%。Cape 船型的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，近期钢铁、建筑行业的复工率已出现明显回升，有望带动 BDI 持续上涨。油运方面，本周运价有所上涨，中国需求疫后修复的逻辑正在兑现，Poten 显示中东-远东的 VLCC 的 TCE 为 101800 美元/天，环比升 3000 美元/天；在俄成品油禁令实施后，市场的混乱及前期的囤货导致了运价短期跌幅较大，但目前已经开始重回升势，BCTI 报 1070 点，环比+18%，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。此外，本周集运 SCFI 在连续 40 周下降后首次转涨，后续走势值得关注。

航空机场：各航司披露 2 月运营数据，民航运营趋于稳定，各航司运投、运量平稳复苏，三大航客座率回归至 75% 左右，春秋、吉祥客座率回归至 85% 左右。夏秋换季在即，继续看好民航业量价表现，此外，油价下跌利好航司成本压力消化，继续看好民航供需反转大方向的持续演绎和枢纽机场的价值回归。推荐春秋、吉祥、国航、上海机场、白云机场。

快递：1-2月快递业务量同比增长约5%，考虑到去年同期基数较高，需求表现基本符合预期。3月初以来，我国快递日均揽收量平均值约3.64亿件，相较去年3月日均2.76亿件的低基数（疫情防控影响），需求恢复态势明显。2月圆通、韵达和申通单价环比分别减少0.20元、0.15元和0.28元，我们认为2月价格波动主要是因为1月春节期间价格偏高以及货重波动。快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响，推荐顺丰和圆通。

物流：美国发生危化品事故或引发国内危化品物流监管从严，促使行业集中度向头部物流企业集中，不合规的设施进一步被清退，行业规范供给短期供不应求。密尔克卫为行业龙头，过去数年复合增速超过45%，预计2023年业绩增速在30%以上，估值水平不超过25x，继续推荐。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18X，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）

◆ 交运行业快评：2月快递数据点评-快递需求修复趋势良好，价格竞争仍然可控

国家邮政局公布了快递行业2月运行情况。2月，快递业务量完成91.8亿件，同比增长32.8%；快递业务收入完成849.7亿元，同比增长29.3%。

上市公司公布了2月经营数据。2月份，顺丰控股速运物流业务业务量同比增长37.8%，单价同比下降0.5%；韵达股份业务量同比增长13.6%，单价同比提升11.1%；圆通速递业务量同比增长61.2%，单价同比下降4.8%；申通快递业务量同比增长70.0%，单价同比下降6.6%。

国信交运观点：1）1-2月快递行业业务量同比增长约5%，考虑到去年同期基数较高，需求表现基本符合预期。3月初以来，我国快递日均揽收量平均值约3.64亿件，相较去年3月日均2.76亿件的低基数（疫情防控影响），需求恢复态势明显。2月行业单票价格（不包括其他收入）为6.2元，同比-0.5%，环比下降16.2%，环比下降属于正常的季节性波动（1月春节期间快递价格偏高）。2）顺丰1-2月业务量同比增速为12.8%，顺丰整体需求和时效快递需求增长表现均比较稳健。圆通、韵达和申通1-2月业务量同比增速分别为+16.7%、-12.8%以及+18.9%，其中圆通和申通的业务量增速明显高于行业表现，而韵达由于去年疫情受损和主动优化业务结构的影响仍在，业务量增长仍弱于行业。2月，圆通、韵达和申通单价环比分别减少0.20元、0.15元和0.28元，我们认为2月价格波动主要是因为1月春节期间价格偏高以及货重波动，通达系的价格表现仍属稳定。3）投资建议：展望疫情后时代的2023年，宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏、快递经营效率提升，叠加22年快递需求低基数，我们预测2023年快递需求增长恢复至双位数以上。目前来看，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战的影响。首推顺丰控股，公司2023年有三大看点，一是时效快递增速回暖，二是资本开支继续下降、经营成本继续优化，三是鄂州机场航空转运中心投入运营，公司估值处于历史相对低位，因此给予重点推荐。其次看好圆通速递，目前行业价格竞争仍然可控，且圆通管理改善的逻辑仍然持续，其2023年市场份额有望继续提升，利润有望实现较快增长，2023年14倍左右的PE提供了安全边际。此外，建议紧密关注韵达股份和中通快递。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、罗丹（S0980520060003）

◆ 家电行业周报（23年第11周）：1-2月地产景气改善，家电零售延续恢复趋势

本周研究跟踪与投资思考：本周我们继续跟踪地产及家电零售情况。1-2月地产竣工及销售数据明显好转，3月家电内需延续恢复趋势。

1-2月地产竣工及销售数据好转，累计同比显著改善。地产竣工方面，2023年1-2月我国住宅房屋竣工累计面积9781.5万平方米，累计同比9.7%，为2022年以来首次转正，较去年12月的-14.3%环比回升

了 24.1pct，保交楼政策持续推进下房屋竣工端加速回暖。地产销售方面，1-2 月我国住宅商品房销售面积同比-0.6%，降幅较 2022 年 12 月的-26.8%显著收窄。随着疫情政策转变以及居民购买力持续修复，购房需求有所释放，地产景气出现回升。

家电零售延续向好趋势，3 月以来厨电零售仍在持续回暖。随着地产边际改善以及消费逐步复苏，自 2 月以来家电零售端降幅持续收窄。据奥维云网监测数据，前 11 周家电全品类线上、线下累计零售额同比-4.2%、-8.6%，较 1 月（线上-24.6%、线下-29.9%）降幅已大幅收窄。（1）白电零售：空调线上、线下零售仍保持正增长，冰箱线上表现优于线下，洗衣机降幅收窄。2023W1~W11 空调线上、线下零售额同比分别为 15.6%、1.0%；冰箱线上、线下零售额同比 5.4%、-9.0%；洗衣机线上、线下零售额同比-9.2%、-18.7%。（2）厨电零售：厨电品类整体持续复苏，集成灶线下回暖明显。2023W1~W11 油烟机线上、线下零售额同比-2.1%、-5.94%，燃气灶线上、线下零售额同比-3.9%、-9.1%，集成灶线上、线下零售额同比-14.5%、12.0%，洗碗机线上、线下零售额同比 1.5%、1.6%，3 月以来厨电品类零售仍在持续修复。

（3）小家电零售：扫地机线下优于线上，洗地机仍保持高景气，其他小家电零售端略有复苏。2023W1~W11 扫地机线上、线下零售额同比-15.3%、23.8%；洗地机线上、线下零售额同比 34.1%、25.7%；电饭煲线上、线下零售额同比-6.0%、-9.5%，空气炸锅线上、线下零售额同比-40.0%、21.3%，搅拌机线上、线下零售额同比-19.2%、-12.5%，传统小家电品类整体仍处于略有复苏的状态。

重点数据跟踪：市场表现：上周家电周相对收益+0.06%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周度环比-1.7%、-0.8%至 8620/2279 美元/吨；冷轧价格周环比+0.81%至 4877 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线本周环比分别-1.18%、+1.6%、-5.14%；海外天然气价格：周环比-2%；资金流向：美的/格力/海尔陆股通持股比例周环比变化-0.14%、-0.28%、-0.06%。

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、火星人；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）

◆ 房地产行业周报：房地产行业周观点-央行降准利好地产基建，销售延续复苏势头

近期核心观点：

2023 年开年以来，地产基本面边际修复，销售降幅收窄，购房者的信心逐步重筑，竣工明显回暖，房企融资也逐渐改善。虽然销售复苏的持续性有待观察，但竣工回补的确定性毋庸置疑，我们认为竣工端确定性强于销售端和开工端，维持今年竣工同比+30%的判断，建议布局地产链相关标的。当前阶段，地产板块投资应自下而上寻找增长标的。尽管仍有政策放松预期，但销售的恢复速度是当下最核心的变量。“弱复苏、慢复苏”下，应更重视个股选择。我们看好拿地积极、有增长预期的 α 属性较强的公司，核心推荐越秀地产。

市场表现回顾：

板块方面，2023.3.13-2023.3.17 期间，房地产指数（中信）下跌 0.16%，沪深 300 指数下跌 0.21%，房地产板块跑赢沪深 300 指数 0.05 个百分点，位居所有行业第 14 位。近一个月，房地产指数（中信）下跌 5.1%，沪深 300 指数下跌 4%，房地产板块跑输沪深 300 指数 1.1 个百分点。近半年来，房地产指数（中信）下跌 9.1%，沪深 300 指数下跌 2.62%，房地产板块跑输沪深 300 指数 6.48 个百分点。

个股方面，2023.3.13-2023.3.17 期间，32 只个股上涨，101 只个股下跌，5 只个股持平，占比分别为 23%、73%、4%。涨跌幅居前 5 位的个股为：中润资源、张江高科、万通地产、天地源、天业股份，居后 5 位的个股为：天润数娱、ST 新梅、万泽股份、泛海控股、深深房 A。

行业数据跟踪：

从新房维度，30 城商品房成交面积日频数据跟踪显示，销售延续复苏。2023 年截至 3 月 18 日，30 城商品房成交面积 2792 万 m²，同比-4.8%；其中，长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域的商品房成交面积累计同比分别为-14%、-8%、+2%、+15%；一线城市、二线城市、三线城市的商品房成交面积累计同比分别为-5%、-7%、+1%。

从二手房维度，样本 8 城二手住宅成交面积周频数据跟踪显示，成交势头依旧良好。2023 年截至 3 月 17 日，样本 8 城二手住宅当周成交面积 185 万 m²，连续四周保持高位，当年累计成交面积 1403 万 m²，累计同比+87%，较 2021 年同期-1%，较 2019 年同期+59%。

行业政策要闻：

①央行降准 0.25 个百分点至 7.6%。②甘肃酒泉、江苏徐州、江苏无锡推出促进房地产市场平稳健康发展的若干措施。③湖北襄阳、江西吉安优化公积金贷款政策。④河南郑州登封开展新房购置契税补贴活动。⑤浙江杭州优化落户条件。

风险提示：

①政策落地效果及后续推出强度不及预期；②外部环境变化等因素致行业基本面超预期下行；③房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 建筑行业周报:建筑行业周观点-基建投资增长 9%，关注高景气下央企龙头估值回归

基建投资开年高增 9%，能源投资再加速。固投稳增 5.5%，基建投资开年增 9%，开复工提速。2023 年 1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额 5.4 万亿元，同增 5.5%，广义基建投资完成额约 1.4 万亿元，同增 12.2%，狭义基建投资完成额约 1.1 万亿元，同增 9.0%；2023 年 1 月份/2 月份全国开工项目总投资额分别为 9.4/9.1 万亿元，累计同比增长 93%/14.2%。

基建细分领域增长潜能大，交通领域强复苏。交运仓储投资保持 9%高增，铁路投资同比高增 17.8%，建设空间可期，到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计约 70 万公里，其中铁路/公路/高等级航道分别约 20/46/2.5 万公里。水利、公共设施投资增速平稳，公共设施管理高增长，财政支持力度大，项目储备充足。

专项债：本周发行 2186 亿元，年初至今已发行 11944 亿元。年初至今，地方专项债已发行 11944 亿元，发行进度达到 2022 年的 30%。过去一周，共发行专项债规模 2186 亿元，环比上期大幅增长 582%。

城投债：单周净融资 715 亿元，2 月净融资累计同比+89%。3.13-3.19 城投债发行 2373 亿元，净融资 879 亿元。年初至今，城投债发行 1.43 万亿元，净融资 5351 亿元。2 月份以来城投债发行节奏持续加快，净融资规模持续为正。

建材价格：主要建材价格平稳。本期主要建材价格平稳，水泥方面，各地熟料产线开窑恢复生产，产能持续释放，水泥供给增加，在需求旺盛的情况下价格维持平稳。螺纹钢价格下降 37 元/吨，石油沥青价格下降 121 元/吨，但仍维持在相对高位。春季集中开工对主要建材均体现出较强的需求支撑，主要建材供给增加，建材价格维持总体平稳。

投资建议：建议积极布局建筑龙头。2023 年基建投资维持高增，预计全年基建投资增速保持 7%-9%高增长；水利、能源、交通等细分领域延续 2022 年高增态势，城市综合开发、生态环境修复等将创造新的基础设施建设需求，基建投资增长具备可持续性。今年适逢“一带一路”十周年与第三届峰会举办，叠加“国企改革”与“中特估值”强概念，重点推荐涉海外业务的低估值央企基建龙头中国中铁、中国交建、中国铁建、中国建筑。

风险提示：相关政策推进不及预期；重大项目审批进度不及预期；国央企改革推进不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）

联系人： 朱家琪

◆ 计算机行业快评:人工智能行业点评-OpenAI 访问限流，GPT-4 算力测算

OpenAI 对于 Plus 付费用户的 GPT-4 访问连续下降阈值，GPT-4 访问限制由第一天的 150 msg/4 hr 到 100 msg/4 hr 到 50msg/3 hr 到最近的 25msg/3hr。在较短的时间内 GPT-4 下降了 4 次访问阈值。

uChatGPT-4 的访问被持续限流

OpenAI 对于 Plus 付费用户的 GPT-4 访问连续下降阈值，GPT-4 访问限制由第一天的 150 msg/4 hr 到

100 msg/4 hr 到 50msg/3 hr 到最近的 25msg/3hr。在较短的时间内 GPT-4 下降了 4 次访问阈值。对于 GPT-4 的限流，OpenAI 的官方回复是“开发者可能会对使用 GPT-4 的应用程序或者服务施加类似限制，以确保合理的资源分配，避免滥用或者控制成本。通常这类限制取决于 API 访问限制或者特定的订阅服务”。官方主要从控制成本的角度对 GPT-4 访问量进行优化，也明确了限流几乎只针对 GPT-4。

uOpenAI 限流的背后是其日活和周活用户数的持续攀升

由于功能的强大以及回复率准确的高企，ChatGPT 的日活和周日跃用户数量屡创新高，截止 3 月 15 日，ChatGPT 日活突破 5837 万（3 月 13 日的日活用户数据是 4846 万，两天新增接近 800 万日活），截止到 3 月 9 日这周，ChatGPT 周度的活跃用户数量为 331.81 万，相比上一周活跃用户数量增加了接近 25 万。GPT 的日活和周度活跃用户数量持续攀升，一方面是 GPT4 的能力更加强大，使用的体验更加流畅、回复的答案更加精准、上下文溯源的能力更加强大，使得越来越多的用户加入到体验和运用模型的队伍中来，另一方面是因为经过此前 GPT-3 经历后的付费用户数量越来越多。目前，OpenAI 没有提价，对于 Plus 会员的价格还是 20 美金/月，但是随着用户数量的持续增加，预计限流的动作会持续。

uOpenAI 的需求持续增长将持续推高算力成本

ChatGPT 应对终端访问，每 1000 tokens 需要算力成本 0.02 美金，3 月 3 日 OpenAI 发布 GPT-3.5-turbo，对外开放 API 接口，宣称算力成本下降 90%，1000 tokens 算力成本下降到 0.002 美金。目前，以英伟达 DGX A100 服务器作为计算资源，采用云服务单天成本约为 460 美元，假设按照 ChatGPT 日活 1300 万人，每个人每天平均 1000 字的问题（共计 173.3 亿个 token），假设峰值为一天均值的 5 倍，那么需要 602 万台 DGX A100 服务器，每天的租用成本为 27.77 万美金，平均到每 1000 个 token 的推理成本为 0.02 美金左右（详细的测算过程欢迎参考前期报告《人工智能行业点评：ChatGPT 对算力的需求究竟如何？》）。目前，GPT-3.5-turbo 的算力成本下降了 90% 达到 0.002 美金每 1000 个 tokens，我们预期模型的参数有所下调（此前测算成本按照 GPT-3.5 的模型参数 3000 亿个进行测算），此结果和用户对于 new bing 不及 Chat GPT 本身交互准确的感受相一致。

预期在应用逐步增长的背景下，GPT 的算力成本将进一步攀升。目前 OpenAI 主要的用户为 C 端用户，未来有望逐步扩大到 B 端领域，GPT-3.5-turbo 下降精度降低算力成本以适应更多的应用场景是扩大生态中坚实的一步。随着 GPT 生态的建立、相关应用的爆发，算力的需求将持续扩大。目前，根据微软的数据，Bing 的日活首次突破 1 亿（集成搜索+聊天功能的必应预览版自推出以来总聊天次数已超过 4500 万次），目前 GPT 的日活数量接近 5800 万，Bing 日活 1 亿用户，假设 NewBing4000 万日活，其他应用 4000 万日活，合计 1.4 亿日活。假设普通 98.5% 的用户使用 GPT-3.5-turbo，1.5% 的用户使用 GPT-4，那么 98.5% 普通用户的一天的算力成本在 28 万美金左右（对应 607 台 DGX A100 系列服务器），而 1.5% 付费使用 GPT-4 的用户的算力成本为每天 840 万美金（对应 1.8 万台 DGX A100 系列服务器）。

随着 OpenAI 官方公告 6.14 号开出 GPT-4 的 API 接口，按照目前用户数量和问询数量的趋势，公司必须做出一些应对措施，要想保留 GPT-4 强大和精准的能力，就需要继续扩大算力，或者继续降低精度以控制算力成本。在全球的 AI 浪潮下，国内自从百度文心一言大模型推出后，也有几百家的公司成为其合作伙伴，未来阿里和腾讯的大模型也有望推出，对应的算力缺口有望持续扩大，从国内的浪潮信息、中科曙光、工业富联、海光信息、紫光股份等公司下游需求来看已经有些端倪。

u 投资建议：

目前，全球正处于 AI 浪潮中，海外以 OpenAI 旗下的 GPT 大模型为代表，越来越多的 C 端用户和 B 端厂商接入生态，在 AI 赋能后，产品和应用端都出现了较为明显的积极变化。微软已经率先将 GPT-4 接入了 Office 等全系列办公场景，预期后续会有更多的现象级应用出现，国内市场也受益于百度文心一言大模型的发布，未来有望在应用端迎来百花齐放。随着应用端逐渐丰富，对算力的需求提出了更多的需求，在此趋势下，预计未来的算力需求缺口将会持续扩大，建议重点关注人工智能算力领域的相关标的，如海光信息等。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、朱松（S0980520070001）

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（63）-本周全国生猪均价环比下跌 2.19%，仔猪均价环比下跌 0.21%

拥抱养殖链景气回暖，期待转基因稳步落地。1) 生猪：2022 年猪价表现强势。考虑到行业资产负债表尚未修复，母猪补栏积极性不高，我们判断 2023 年生猪均价仍可维持较好盈利。周期虽不在，但成长可期。核心看好出栏增速快、成本控制能力强的上市企业，重点推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等标的。2) 禽：2022 年黄鸡伴随着部分产能出清，迎来盈利高点，随着在产祖代存栏的提升，2023 年行业盈利有望回落；白鸡由于海外禽流感影响，引种有收缩，2023 年行业存在大起大落可能。考虑到猪价后续的小幅回落，禽板块的机会同步倾向优质标的，核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。3) 动保：多数头部企业 2023M1-M2 批签发同比保持回暖，普莱柯、生物股份、科前生物、中牧股份 2023 年 1-2 月批签发数据分别同比变动+81%、+30%、+12%、-16%。我们继续看好动保板块贝塔，中短期，受益下游养殖规模化趋势的加速，动保行业有望迎来业绩量利双击；长期，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：随着猪价的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位置，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、温氏股份、牧原股份等；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：3 月 17 日全国仔猪均价 37.77 元/千克，较上周同期下跌 0.21%；全国外三元生猪均价 15.22 元/千克，较上周同期下跌 2.19%。

家禽：3 月 17 日白羽肉鸡价格为 10.44 元/公斤，较上周同期下跌 0.10%；全国活鸡批发均价为 22.00 元/公斤，相较于上周同期上涨 2.47%。

大豆：国内大豆现货价格本周维持在高位，3 月 17 日为 5197.89 元/吨。

玉米：本周玉米收购价维持高位，3 月 10 日为 2833 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)

联系人： 李瑞楠、江海航

◆ 李子园(605337.SH) 深度报告：品牌与渠道势头向好，甜牛奶龙头开启全国化之路

甜牛奶饮料龙头企业，金华起家逐步走向全国。李子园成立至今一直致力于含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等系列饮料的研发、生产与销售，其核心单品甜牛奶历久弥新，成功畅销二十余年。公司从金华起家，将华东区域打造成核心基本盘（2021 年收入占比为 53.2%），并拥有稳定的消费群体和扎实的渠道布局。近年来，公司开始大力推进全国化扩张，增长势头迅猛，2016-2021 年营业收入及归母净利润 CAGR 分别为 26.5%/20.7%。

含乳饮料：兼具饮料与乳制品双重属性，是具备塑造大单品的沃土。含乳饮料兼具软饮和乳制品双重属性，比软饮料更营养、健康；比乳制品风味和口感更好，在消费升级和年轻群体逐渐占主导的背景下，近年来逐渐受到消费者青睐，预计 2023 年含乳饮料市场规模将达到 1300 亿元（未来 3 年 CAGR 为 8%）。行业规模大可容纳众多产品，并且消费场景可多元化，因此行业中诞生了诸如娃哈哈 AD 钙奶、营养快线、旺仔牛奶等超级大单品。而以李子园为代表的区域龙头，凭借差异化产品和成熟市场的运作经验，开始加速全国化布局，目前已逐步积累起品牌和渠道势能，未来具备打造大单品的潜力。

甜牛奶产品优势明显，品牌与渠道势头向好，全国化放量可期。①产品：公司甜牛奶不仅具备特殊的甜味口感和适中的定价，和软饮料产品相比健康属性更强，因而受到年轻群体的青睐。同时，公司不断丰富产品矩阵，未来果蔬酸奶饮料等新品有望成为公司新的增长点；②渠道：公司渠道利润高于竞品，经销商合作意愿强，现已建立特通渠道与分区域经销相结合的销售模式，未来成熟区域公司将通过精细化

管理实现渠道下沉，其他市场公司将通过特通+传统渠道的方式抢占市场，当下渠道势能已现。③品牌：公司过往凭借邀请周迅/范冰冰/苗苗等影视明星代言，已建立了较高的品牌影响力。公司将继续通过央视/地方台/高铁广告/新媒体等方式相结合的广告投放模式塑造品牌，而与知名营销策划公司华与华的合作将进一步提升品牌知名度。

盈利预测与估值：2023 年将迎来业绩改善，中长期快速成长势头有望延续。疫情及成本上涨或将影响公司短期业绩，但随着提价落地及消费复苏，公司 2023 年业绩将迎来改善。从中长期角度看，公司品牌与渠道发展势头正盛，随着产能逐步释放，看好公司甜牛奶产品的全国化放量并享受规模效应。预计公司 2022-24 年归母净利润 2.2/3.0/3.7 亿元（-15.5%/35.5%/21.5%），EPS 分别为 0.73/0.99/1.20 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 31.05-33.70 元，相对目前股价有 25%左右溢价，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：渠道拓展不及预期、食品安全风险、行业需求疲软等。

证券分析师： 陈青青（S0980520110001）

联系人： 刘匀召

◆ 口子窖(603589.SH) 公司快评:股权激励顺利落地，渠道改革有望不断兑现

公司公告：口子窖发布 2023 年限制性股票激励计划(草案)，拟授予激励对象限制性股票数量为 313.4214 万股，授予价格为 35.16 元/股，授予的激励对象共计 58 人。

国信食饮观点：1) 股权激励锚定未来三年增长，继续强化渠道改革逻辑。2) 股权激励方案护航渠道改革，继续看好公司 2023 年改革不断兑现。3) 徽酒龙头渠道调整初见成效，关注拐点型投资机会，维持“买入”评级。

股权激励锚定未来三年增长，有望继续强化渠道改革逻辑。口子窖推出股权激励计划(草案)，有望充分释放中层骨干的积极性，为 2023 年渠道改革奠定基础。从股权激励方案授予对象看，本次激励对象为詹玉峰（总经理助理）、核心管理/技术/业务人员（57 人），预计中层核心骨干激励力度为人均约 187 万元。从覆盖面看，口子窖 2023 年报显示销售人员和技术人员合计 385 人，本次覆盖比例约 15%，预计核心中层骨干均纳入激励方案。从股权激励考核目标看，预计口子窖 2023-2025 年营收维持 15.0%/13.0%/15.4%，2025 年有望实现营收 80 亿元，不断强化口子窖中期成长空间。股权激励方案护航渠道改革，继续看好公司 2023 年改革不断兑现。口子窖于 2023 年 2 月推出新品“兼”系列，其中兼 10、兼 20、兼 30 有望通过品类平替的方式实现产品结构升级。从渠道变革上看，公司或通过新品品类平替的方式回收渠道利润，进而重新掌握渠道的费投权限，带动公司整体产品结构持续升级。其次，公司后续或在省内各地推进成立平台公司，缩减渠道层级，未来有望提升传统二批经销商的积极性。最后，公司在合肥市场成立营销公司，开始搭建地面营销队伍，未来有望加快公司团购业务的进度。投资建议：徽酒龙头渠道调整初见成效，关注拐点型投资机会，维持“买入”评级。考虑到公司推出股权激励有望激发组织活力，2023 年渠道改革或有望持续兑现，上修 2022-2024 年实现营收 52.42/60.65/68.86 亿元（前值为 53.21/58.57/61.97 亿元）；实现归母净利润 16.84/19.64/22.48 亿元（前值为 17.09/19.00/20.30 亿元），对应 PE 24.6/21.1/18.4X。考虑到渠道改革持续推进、兼香品类稳定培育，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈青青（S0980520110001）

联系人： 李文华

◆ 中信特钢(000708.SZ) 财报点评:经营业绩稳健，内生外延发展

特钢龙头，业绩韧性持续验证。面对需求大幅下滑以及原燃料价格上涨的不利影响，公司产品高质量、品种多样具备灵活性，成本转移能力得到再度验证，整体业绩保持平稳。公司全年实现营业收入 983.45 亿元，同比下降 0.25%，归母净利润 71.05 亿元，同比下降 8.64%。此外，公司计划向全体股东每 10 股派发现金股利 7 元（含税），按照 3 月 17 日收盘价，股息率为 3.7%。

主动应对市场变化，产品结构灵活调整。随着市场需求变化，公司积极调整品种结构，弱化轴承钢以及

汽车用钢市场需求下滑的不利影响。2022 年，公司能源行业产品结构占比较 2021 年提高了 7 个百分点。公司在风电行业优势突出，抢抓风电行业高速发展契机，销量突破 400 万吨，同比增长 36.8%。

与客户共同发展，成本转移能力强。公司与大量用户尤其是下游行业龙头客户保持了长期战略合作，较高的客户黏性、高端产品定位以及独特的定价模式，使得公司成本传导能力强，业绩稳定性远优于钢铁行业平均水平。

精益管理，期间费用大幅下降。公司秉承“开源节流，融创相济”的降本论，通过创新管理、智能制造推动生产协同开展全流程对标降本。2022 年公司销售费用、管理费用、财务费用同比分别下降 9.30%、10.44%、26.72%。

产销量持续增长，十四五力争超 2000 万吨。公司已具备年产 1600 多万吨特殊钢材的生产能力，形成沿海沿江产业链布局。2022 年，公司实现钢材销量 1518 万吨，同比增长 4.43%。2023 年公司销量目标再度提升至 1771 万吨，公司力争在“十四五”期间实现年度特钢产量超 2000 万吨。内生方面，公司长期注重研发投入，新品持续迭代，品种结构持续升级。外延方面，公司成功取得天津钢管控股权。公司优秀的管理实力、产线技改升级、品牌价值发挥、协同效应降本等，有望助力公司有效扩张。

风险提示：钢材需求大幅下滑；市场竞争大幅加剧；原辅料价格大幅上涨。

投资建议：维持“买入”评级。当下国内特钢市场发展空间巨大，公司作为特钢龙头企业，成长路径清晰，市场地位突出，经营业绩稳健，属于特钢行业稀缺标的。考虑到公司成功取得天津钢管控股权，产销量有望大幅提升，但需求仍在复苏中，小幅下调公司盈利预测。预计公司 2023-2025 年收入 1164/1225/1275（原预测 1069/1127/-）亿元，同比增速 18.3%/5.2%/4.1%，归母净利润 85/99/112（原预测 92/102/-）亿元，同比增速 19.7%/16.1%/13.5%；摊薄 EPS 为 1.7/2.0/2.2 元，当前股价对应 PE 为 11.2/9.6/8.5x，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、冯思宇（S0980519070001）

◆ 中材科技(002080.SZ) 财报点评：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复

营收稳步提升，Q4 业绩高增长。2022 年公司实现营收 221.1 亿元，同比+8.9%，归母净利 35.1 亿元，同比+4.1%，扣非归母净利 22.0 亿元，同比-14.5%，其中非流动资产处置损益 12.0 亿元，同比+69.4%，主因处置铈粉贡献，EPS 为 2.09 元/股；Q4 单季营收 74.1 亿元，同比+31.0%，归母净利 10.9 亿元，同比+50.6%，扣非归母净 5.6 亿元，同比+122.4%。

玻纤盈利有所承压，23 年有望受益供需改善。2022 年销售玻璃纤维及其制品 116.2 万吨，同比+4.7%，实现收入 91.4 亿元，同比+4.4%，净利润 28.1 亿元，同比-2.8%，毛利率 32.4%，同比-10.3pct。公司作为玻纤龙头企业之一，目前年产能约 120 万吨，太原 30 万吨产能建设稳步推进，预计 1 线 15 万吨有望年内投产，同时受益风电、基建、汽车等需求恢复释放，23 年玻纤供需有望改善，结构性景气可期。

23 年风电需求高增可期，强强联合巩固叶片龙头地位。受价格、成本双重压力，收入盈利阶段性承压，2022 年销售风电叶片 14.4GW，同比+26%，单套功率 4.5MW/套，同比+36%，实现收入 65.0 亿元，同比-6.8%，毛利率 9.8%，同比-5.9pct，净利润 1.1 亿元，同比-78.4%。2022 年风电招标规模超 95GW，创历史新高，2023 年随着经济复苏及大基地项目进入交付期，行业有望迎来高增长，同时 2023 年 1 月拟收购中复连众，整合完成后国内市占率有望达 40%，进一步巩固风电叶片行业龙头地位。

锂膜产能稳步释放，产销和盈利快速增长。受益需求强劲、产品结构改善、良率和产能利用率提升，产销量及盈利能力大幅增长。2022 年销售锂电池隔膜 A 品 11.3 亿平米，同比+65%，其中涂覆产品销量同增 90%，实现收入 18.67 亿元，同比+65.84%，毛利率 40.15%，同增 14.11pct，净利润 4.8 亿元，同比增长 448%。目前公司已具备超 15 亿平米基膜生产能力，正规划滕州三期 5.6 亿平，萍乡、宜宾两大 10 亿平项目，同时通过公开挂牌引入战略投资人，合计融资 65 亿元，助力锂膜做大做强，弹性有望进一步释放。

风险提示：玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂膜放量不及预期。

投资建议：锂膜增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复，维持“买入”

公司围绕新能源、新材料，聚焦风电叶片、玻纤及制品及锂电隔膜三大主业，加速核心产业布局，目前

玻纤及叶片业务景气触底改善，预计盈利有望修复，锂膜业绩弹性持续释放，看好成长空间，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.14/2.49/3.04 元/股，对应 PE 为 10.0/8.6/7.0x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

◆ 塔牌集团(002233.SZ) 财报点评:全年业绩承压，Q4 盈利水平底部回升

行业景气不佳，公司业绩承压。2022 年实现营收 60.35 亿元，同减 21.76%，归母净利润 2.66 亿元，同比-85.5%，扣非归母净利润 3.19 亿元，同比-80.11%，EPS 为 0.22 元/股，拟 10 派 1.2 元（含税），其中 22Q4 营收 19.23 亿元，同比-22.2%，归母净利润 1.62 亿元，同比-69.2%。全年业绩下降明显主要由于受疫情多点散发及房地产调控累计效应等影响，水泥需求明显减少，价格降幅较大，同时，成本端明显上升致盈利承压。

Q4 盈利水平底部回升，全年费用端及资债结构继续优化。2022 年销售水泥 1826 万吨，同比-7.7%，其中 Q4 单季度销量 613.76 万吨，同比+18%，主因低基数效应影响；全年水泥吨收入同降 67.3 元至 299.4 元，主要受粤东地区房地产需求低迷，叠加广西、福建水泥无序涌入影响，供需关系阶段性失衡，其中 Q4 单季度吨收入约 304 元/吨（全口径），环比 Q3 基本持平，价格基本企稳；全年吨成本在煤炭价格中枢上行背景下上升 21.9 元至 249.5 元，吨毛利下降 89.2 元至 50 元，随着煤炭价格回落，Q4 单季度吨毛利环比提高 31.1 元至 58.9 元。费用控制方面，2022 年期间费用率下降 0.59pct 至 7.62%，主因机构精简、人员优化、薪酬标准下降、严控费用等一系列措施执行下管理费用率降低。报告期内，公司经营活动现金流净额 5.33 亿元，同比-75.7%。截至去年末，公司资产负债率 11.76%，同比-3.27pct，资债结构进一步优化。

环保处置业务快速发展，光伏项目并网运营。报告期内，公司水泥窑协同处置固废的替代原料业务量大幅增加，全年实现环保处置收入 0.31 亿元，同比增长 1078.44%，主因惠塔环保处置量增加，及蕉岭分公司新增铝灰渣处置业务。光伏发电方面，“自发自用、余电上网”分布式光伏发电项目今年全部并网投入运营，实现余电上网收入 227.63 万元，助力降低能耗成本，减轻高煤价影响。

风险提示：地产需求不及预期，项目建设进度不及预期；成本上涨超预期；

投资建议：区域需求具备一定支撑，维持“买入”评级。

公司是粤东区域规模最大的水泥企业，地理位置、资源布局、成本规模等多方面优势突出。今年广东省重点项目年度计划投资约 10000 亿元，比去年计划增长 11.1%，其中基础设施占比 61.5%，为水泥需求提供良好支撑，23 年水泥需求有望稳中向好，预计 2023-25 年 EPS 为 0.63/0.73/0.83 元/股，对应 PE 为 12.5/10.7/9.4x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

◆ 亨通光电(600487.SH) 公司快评:拟分拆亨通海洋光网上市，加强全球市场布局

公司公告：

公司发布《关于筹划亨通海洋通信及智慧城市业务分拆上市的提示性公告》，拟分拆控股子公司江苏亨通海洋光网系统有限公司（以下简称“亨通海洋光网”）至境内证券交易所上市。根据公司公告，2021 年度亨通海洋光网的净利润占亨通光电净利润低于 10%，本次分拆上市亨通海洋光网拟增发不低于 10% 的股份，分拆后公司仍将保持对上市公司的控制权。

国信通信观点：

亨通海洋光网主要从事海洋通信（含海洋观测）产品及集成服务，是全球稀缺的可以提供跨洋海缆通信工程建设服务厂商之一，重点服务于全球跨洋海缆项目建设。公司本次拆分海洋光网独立上市并计划融资不超过 10% 比例有助于进一步打开公司的融资渠道，上市完成后预计公司持有亨通海洋股权比例不低于 63%，仍保持控制权。通过引入更好的融资渠道有望进一步助力公司上述板块的业务发展。

我们看好亨通光电的海洋板块壁垒以及能源互联业务上的技术优势，考虑到公司英国洛克利硅光子股价下滑带来的公允价值变动损失 22 年接近 2 亿元，我们小幅下调盈利预测，原预计公司 2022-2024

年营收分别为 470/543/613 亿元，同比增速为 14%/15%/13%；净利润为 22/27/34 亿元，同比增速为 53%/24%/27%，调整后预计公司 2022-2024 年营收分别为 470/543/613 亿元，同比增速为 14%/15%/13%；净利润为 20/27/33 亿元，同比增速为 39%/33%/24%，对应 PE 为 16/12/10 倍。长期看好公司新老业务增长潜力，维持“买入”评级。

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

◆ 金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:云服务经营亏损率大幅缩窄，苍穹星瀚维持高增长

云服务收入增长 35%，订阅占比持续提升。2022 年，公司实现营业收入 49 亿元，同比增长 17%。收入增长主要由云服务驱动。公司在业绩会议上提出未来收入增速在 20%左右的业绩指引。整体而言，公司进一步提升了云转型力度：云服务收入占比提升到 76.3%，同比提升约 10pct；云订阅 ARR 占比提升至 57.6%，维持 2023 年 33 亿元订阅 ARR 目标。

云服务经营亏损率大幅缩窄。2022 全年，云服务经营亏损率 15.1%，较去年同期缩窄约 10pct；特别是 2022 下半年，云服务经营亏损率缩窄至 2%，已经接近盈亏平衡。公司提出未来三年会将 50%的业务会由交付伙伴承担，其中包括部分由交付伙伴直签。推进交付直签有利于进一步提升公司毛利率。

云苍穹&星瀚收入增长 81%，数字中国建设背景下有望延续高增速。2022 全年，金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚合计实现收入约 6.96 亿元，同比增长约 80.9%，续费率超过 110%；期内签约客户 902 家，包括新签客户 478 家。根据公司业绩会议，央国企市场将是未来几年的工作重点。公司持续打造大型企业标杆项目，有望承接大型央国企的国产替代需求，维持业绩高增长。

云星空订阅 ARR 增长 31.2%，运营利润率保持 20%以上。2022 全年，金蝶云·星空实现收入约 16.79 亿元，同比增长约 18.4%。星空云订阅 ARR 同比增长约 31.2%，客户续费率 97.2%，客户数达 3.1 万家。订阅 ARR 占比进一步提升。

投资建议：公司维持 2023 年云订阅服务 ARR 实现 33 亿的目标。数字中国背景下，有望维持大型企业市场的高增长，同时中型成长企业的数字也有望带动云星空增速提升。同时，2022 年云服务的经营亏损率显著缩窄，预计今年会是公司财务状况改善之年。综合上述原因，我们小幅上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为-2.98/-1.78/0.37 亿元（其中 2023-2024 年原为-3.03/-2.24 亿元）。维持目标价 18.4-19.7 港币，较当前股价为有 13%-21%的上涨空间，对应 2023 年云服务 13-14 倍 PS。继续维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，疫情反复影响项目交付，竞争格局恶化的风险。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人： 徐焘

金融工程

◆ 金融工程专题报告:学术文献研究系列第 54 期-上市公司信息披露文本语气与股票预期收益

引言

行为金融学的许多研究表明，投机性市场情绪会导致价格偏离其基本价值，进而有学者提出了多种投资者情绪指数，然而，企业管理人也会受情绪影响过于乐观或悲观地估计了公司基本面情况，造成非理性的市场结果。本文根据企业财务披露文本语气构建了管理人情绪指数，检验了其在样本内外的预测能力，并从经济学角度解释了其作用机制。

管理人情绪指数预测能力强且与未来股市总体收益负相关

管理人情绪可以较为显著地预测未来股市收益，且与未来收益负相关。该指标每月样本内和样本外分别为 9.75%和 8.38%，远远高于宏观经济变量的预测能力，其表现也超过了现有的投资者情绪指数。

管理人情绪指数包含投资者情绪指数的增量信息

通过回归模型与预测包含检验，作者发现管理人情绪指数与现有的投资者情绪指数互相不存在包含关系，在格兰杰因果关系检验中也没有发现两者之间的超前或滞后关系。因此，管理人情绪包含了投资者情绪的增量信息，两者互补。

管理人情绪指数的预测能力来自对未来现金流的错误预期

作者探究了未来管理人情绪指数与公司超预期盈利以及投资增长之间的关系，认为情绪高涨时管理人会乐观地预期未来现金流，从而造成过度投资，损害了公司价值和未来股票的收益。

管理人情绪指数在难以估值且套利成本高昂的公司上表现更好

作者在截面上按公司基本面特征进行分组，计算分组多空收益与管理人情绪指数之间的关系。研究发现难以估值且套利成本高昂的公司对于管理人情绪指数的变化更为敏感。

总结

本文基于企业财务披露的文本语气构建了管理人情绪指数。管理人情绪可以较为显著地预测未来股市收益，且与未来收益负相关。该指标每月样本内和样本外分别为 9.75% 和 8.38%，远远高于之前研究的其他宏观经济变量的预测能力。它的预测能力在经济学上能够解释，并且与现有的投资者情绪指标相互补充。研究表明，公司管理人的乐观情绪常常预示着预期外盈利下降和总投资增长加快。此外，对于那些难以估值且套利成本高昂的公司，管理人情绪在横截面上对这些公司股票具有很强的预测能力。

风险提示：本报告内容基于相关文献，当市场环境发生变化时存在模型失效风险。

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

◆ 金融工程日报：市场成交额破万亿，黄金股逆市大涨

市场表现：今日（20230320）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，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。传媒、电子、有色金属、电新、建材行业表现较好，通信、综合金融、钢铁、医药、计算机行业表现较差。黄金精选、连板、白银、贵金属、游戏出海等概念表现较好，中国联通、陆股通轻仓、培育钻石、航母钢材、百草枯等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 23 只股票涨停，有 17 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.93%，昨日跌停股票今日收盘收益为 -0.71%。今日封板率 44%，较前日下降 21%，连板率 16%，较前日下降 2%，封板率创近一个月新低。

市场资金流向：截止 20230317 两融余额为 15852 亿元，其中融资余额 14930 亿元，融券余额 922 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.5%。20230320 北向合计净流入 16.0 亿元。

折溢价：20230317 当日 ETF 溢价较多的是医药创新，ETF 折价较多的是互联网 50ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 29 亿元，20230317 当日大宗交易成交金额为 36 亿元，近半年以来平均折价率 5.30%，当日折价率为 7.37%。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 0.36%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 0.36%，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 0.36%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 1.93%，处于近一年来 62% 分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 1.80%，处于近一年来 68% 分位点，当日中证 500 股指期货主力合约年化升水率为 0.86%，处于近一年来 70% 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工业富联、科翔股份、申昊科技、每日互动、汤姆猫、宝馨科技、盛达资源、中科电气等，工业富联被 193 家机构调研。20230320 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是顺网科技、龙建股份、用友网络、百纳千成、青木股份、开山股份、上海电影、创业黑马、佰维存储、昆药集团等，机构专用席位净流出较多的股票是中天科技、抚顺特钢、光线传媒、国际医学、茂莱光学、奥海科技、中材科技、C 通达海、朗姿股份、中润资源等。陆股通净流入较多的股票是中天科技、顺网科技、中材科技、抚顺特钢、用友网络、国际医学、光线传媒、奥海科技、姚记科技、朗姿股份、昆药集团、开山股份、炼石航空等，陆股通净流出较多的股票是易点天下、宁夏建材、中工国际、锦州港等。

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： 杨怡玲（S0980521020001）、张欣慰（S0980520060001）

【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	438.88	1.88	ICE 布伦特原油	72.97	-2.31
白银	5092.00	1.65	铜	67220.00	0.49
铝	18170.00	-0.02	铅	15385.00	0.32
豆一	5463.00	0.03	锌	22565.00	1.23
豆粕	3653.00	-2.06	镍	177940.00	0.98
玉米	2846.00	0.49	锡	184940.00	2.15
螺纹钢	4226.00	-0.09	SR305	6161.00	0.48

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
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
688051.SH	佳华科技	5350.51	7733.40	100.00	2023-03-20
300823.SZ	建科机械	5538.45	9355.90	100.00	2023-03-20
688616.SH	西力科技	187.50	5607.00	1.95	2023-03-20
688766.SH	普冉股份	106.36	2067.02	6.39	2023-03-20
002208.SZ	合肥城建	18014.41	80240.12	99.50	2023-03-20
600228.SH	返利科技	29666.88	53798.88	50.97	2023-03-20
688456.SH	有研粉材	150.00	6440.87	3.68	2023-03-17
002977.SZ	天箭科技	2575.00	5781.25	65.29	2023-03-17
603259.SH	药明康德	13.79	255760.64	2.25	2023-03-17
688316.SH	青云科技-U	60.00	3560.67	4.81	2023-03-15
688667.SH	菱电电控	53.03	2318.30	1.83	2023-03-13
300822.SZ	贝仕达克	11400.00	15550.50	96.20	2023-03-13
300821.SZ	东岳硅材	78300.00	120000.00	100.00	2023-03-13
300819.SZ	聚杰微纤	7000.00	9947.00	100.00	2023-03-13

688083. SH	中望软件	46. 45	3512. 18	1. 70	2023-03-13
002648. SZ	卫星化学	128. 94	171821. 51	40. 98	2023-03-13
603949. SH	雪龙集团	15734. 81	20980. 61	100. 00	2023-03-10
688328. SH	深科达	101. 30	4810. 83	2. 98	2023-03-09
688676. SH	金盘科技	212. 85	19067. 68	0. 89	2023-03-09
688087. SH	英科再生	249. 43	7145. 99	3. 89	2023-03-09
603535. SH	嘉诚国际	1046. 05	16086. 05	100. 00	2023-03-07
601117. SH	中国化学	35294. 11	610947. 05	100. 00	2023-03-07
002976. SZ	瑞玛工业	8473. 50	12000. 00	100. 00	2023-03-06
300649. SZ	杭州园林	441. 66	10768. 80	15. 15	2023-03-06
000625. SZ	长安汽车	2514. 44	587469. 84	4. 99	2023-03-06
002082. SZ	万邦德	25801. 05	61822. 28	100. 00	2023-03-06
688696. SH	极米科技	44. 86	3262. 18	2. 51	2023-03-03
688079. SH	美迪凯	401. 33	17811. 66	1. 76	2023-03-02
603948. SH	建业股份	8494. 71	16000. 00	100. 00	2023-03-02
688499. SH	利元亨	600. 00	4017. 13	11. 14	2023-03-01
603259. SH	药明康德	4. 18	255746. 85	0. 67	2023-03-01
603363. SH	傲农生物	356. 92	66948. 22	18. 43	2023-03-01
600517. SH	国网英大	381879. 58	571843. 57	100. 00	2023-02-27
688677. SH	海泰新光	326. 70	5381. 00	8. 96	2023-02-27
601696. SH	中银证券	132631. 57	277800. 00	100. 00	2023-02-27
688396. SH	华润微	87898. 21	132009. 18	100. 00	2023-02-27
688086. SH	紫晶存储	5580. 60	19038. 15	100. 00	2023-02-27
002556. SZ	辉隆股份	5893. 57	94334. 08	84. 69	2023-02-27

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	32244. 58	1. 200804	-6. 61	9. 36	17. 33	16. 46	31. 93
德国 DAX 指数	14933. 38	1. 118484	13. 76	-3. 51	7. 55	3. 60	31. 57
法 CAC40 指数	7013. 14	1. 266930	0. 02	-4. 39	8. 72	5. 93	40. 02
恒生指数	19000. 71	-2. 653265	-3. 52	-9. 03	-0. 49	-11. 26	86. 30
沪深 300 指数	3939. 07	-0. 498700	-1. 73	-4. 70	2. 87	-7. 66	58. 36
美国 SP500 指数	3951. 57	0. 891836	2. 48	-3. 12	3. 40	-11. 46	38. 63
纳斯达克综合指数	11675. 54	0. 387171	4. 34	-0. 94	10. 69	-15. 96	50. 05
日经 225 指数	26945. 67	-1. 419928	-3. 18	-2. 12	1. 42	0. 44	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	300750. SZ	宁德时代	379. 9500	1. 0559	87037. 63	601318. SH	中国平安	45. 5800	-1. 3420	95534. 59
2	000858. SZ	五粮液	185. 9000	-1. 3793	62096. 48	600050. SH	中国联通	5. 5600	-9. 5935	59784. 64
3	600522. SH	中天科技	16. 8000	10. 0196	60768. 82	601012. SH	隆基绿能	39. 2100	-0. 3051	58010. 75
4	600519. SH	贵州茅台	1729. 6000	-0. 7118	53358. 99	300750. SZ	宁德时代	379. 9500	1. 0559	50447. 53
5	688111. SH	金山办公	343. 9800	-3. 7818	52735. 12	300033. SZ	同花顺	140. 4000	6. 0263	47185. 22
6	601668. SH	中国建筑	6. 1200	-1. 7657	48415. 60	600519. SH	贵州茅台	1729. 6000	-0. 7118	44164. 93

7	601012.SH	隆基绿能	39.2100	-0.3051	46175.81	688111.SH	金山办公	343.9800	-3.7818	42639.06
8	300015.SZ	爱尔眼科	30.0300	-2.0867	45645.90	300274.SZ	阳光电源	99.7000	3.6814	34025.05
9	300014.SZ	亿纬锂能	64.2000	3.5484	35697.18	601668.SH	中国建筑	6.1200	-1.7657	33865.10
10	002027.SZ	分众传媒	6.5100	-1.6616	35252.10	601138.SH	工业富联	14.8800	9.4923	33312.02

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	2331.HK	李宁	55.6000	-0.03639515	32424.92	0941.HK	中国移动	63.6000	-0.03563306	172381.37
2	0386.HK	中国石油化工股份	4.6800	-0.04489796	32907.18	0700.HK	腾讯控股	334.8000	-0.01355333	97618.94
3	0268.HK	金蝶国际	13.2400	-0.18773006	39032.91	2269.HK	药明生物	45.1500	-0.05937500	80269.32
4	0883.HK	中国海洋石油	11.3000	-0.02586207	44445.26	0981.HK	中芯国际	18.6200	-0.01689546	59805.18
5	2269.HK	药明生物	45.1500	-0.05937500	59510.51	1797.HK	东方甄选	31.5000	-0.14634146	54977.48
6	3690.HK	美团-W	128.9000	-0.01150307	64688.20	3690.HK	美团-W	128.9000	-0.01150307	52586.98
7	0981.HK	中芯国际	18.6200	-0.01689546	81285.98	0883.HK	中国海洋石油	11.3000	-0.02586207	43553.96
8	0941.HK	中国移动	63.6000	-0.03563306	83532.35	0268.HK	金蝶国际	13.2400	-0.18773006	41732.47
9	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	101776.57	2331.HK	李宁	55.6000	-0.03639515	40256.57
10	0700.HK	腾讯控股	334.8000	-0.01355333	186725.02	0386.HK	中国石油化工股份	4.6800	-0.04489796	27071.57

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