

证券研究报告 / 策略专题报告

TMT 中还有哪些性价比较高？

报告摘要：

TMT 细分行业当前性价比排序：消费电子、半导体、IT 服务、电子化学品>数字媒体、游戏、通信设备、软件开发>其他。从估值、外资持仓、情绪三个维度看当前 TMT 细分行业的性价比：（1）估值上，一是从市盈率分位数看，消费电子、半导体、通信设备和元件等行业仍在 23% 以下；二是从细分行业个股估值涨幅大于龙头的占比来看，计算机中的 IT 服务和计算机设备、电子中的半导体和电子化学品等存在上行空间。（2）外资持仓上，软件开发、广告营销、游戏等陆股通持仓有所增配，通信服务、半导体、消费电子有所减配。（3）交易情绪上，计算机设备、IT 服务、游戏等板块近一月维持高热度，半导体、电子化学品等板块热度仍有上行空间且近期热度持续上行。

非 TMT 行业中，建筑、有色、家电、纺服、医药、石油等性价比较高。从估值、外资持仓、交易情绪和盈利预期四个维度看非 TMT 行业的性价比：（1）估值上，当前估值分位数相对低位的为基础化工、有色金属、交通运输、银行、煤炭、石油石化和环保等偏周期和稳定的行业。（2）外资持仓上，医药生物、建筑装饰、石油石化、纺织服饰等陆股通持仓占比有所上行。（3）交易情绪上，计算机、传媒、通信、社服等维持高热度，家电、建筑、银行和石化交易热度有所上升，热度较上月明显下行的为基础化工、纺织服饰、房地产、汽车、美容护理等。（4）盈利预期上，首先，从一季报来看，家电、煤炭、电力设备、汽车等表现较好；其次，从盈利可能改善来看，投资端受益地产修复的家电、机械、轻工等，出口超预期带动家电、纺服、机械等，消费端受益于中低端回暖的纺服、商贸零售等行业盈利可能改善。

信贷和出口超预期，流动性宽松预期上升，A 股短期延续震荡偏强。

（1）分子端：一是中长贷同比增速持续超预期上行，且结构上居民信贷明显改善，出口回升超预期，经济超预期修复；二是一季报来看，科技与疫情受损行业增速可能较高。（2）流动性：一是就业和通胀数据显示海外衰退预期上升，但定价充分；国内降息预期有所升。二是外资、融资加速流入；新基金发行有所回落，但储蓄回落下后续回暖趋势不变。（3）风险偏好：对外关系改善短期提振风险偏好。

行业配置上，短期行情扩散，TMT 和低估值国企是双主线。（1）经济超预期修复叠加一季报公布，相关的顺周期行业受益；流动性继续宽松叠加产业趋势上行，TMT 仍是主线。（2）行业配置上，建议继续关注：一是政策和产业趋势向上的 TMT，关注计算机（数字经济、AI 模型）、半导体（算力芯片）、通信（算力）、传媒（AI 在营销、电商、社交等领域的应用）中的补涨子行业；二是低估值国企相关的建筑、电力、军工等；三是复苏相关的消费（商贸、停车、纺服）和新能源。

风险提示：地缘风险超预期，经济修复、政策出台不及预期。

相关数据



相关报告

《【东北策略】TMT 行业初期拔估值到何时？》

--20230409

《【东北策略】四月震荡偏强，继续聚焦 TMT》

--20230402

《【东北策略】震荡依旧，政策导向占优》

--20230329

证券分析师：邓利军

执业证书编号：S0550520030001

13621861053 denglj@nesc.cn

目 录

1.	还有哪些行业性价比较高？	4
1.1.	TMT 细分行业还有哪些性价比较高？	4
1.2.	非 TMT 行业中还有哪些性价比较高？	9
2.	周度策略：经济修复预期升温	13
2.1.	分子端：贷款与出口修复超预期，经济修复预期升温	13
2.2.	流动性：海外衰退预期阶段性饱和，国内降息预期有所升温	15
2.3.	风险偏好：对外关系改善短期提振风险偏好	17
2.4.	行业配置：TMT 和低估值国企是双主线	17
3.	上周市场回顾	19
3.1.	上周全球主要大类资产表现	19
3.2.	行业及重要指数估值变动	20
3.3.	股市资金供求	22
3.3.1.	资金流入	22
3.3.2.	资金流出	24

图表目录

图 1:	本轮 TMT 行情主要是拔估值贡献	4
图 2:	2013 传媒中涨幅大于龙头个股占比触底回升后拔估值行情结束	5
图 3:	2015 新能源中涨幅大于龙头个股占比触底回升后拔估值行情结束	6
图 4:	通信服务估值涨幅超龙头占比见底回升	6
图 5:	计算机设备估值涨幅超龙头占比仍未回升	6
图 6:	半导体估值涨幅超龙头占比仍未回升	6
图 7:	游戏估值涨幅超龙头占比同龙头一同上行	6
图 8:	TMT 细分行业的陆股通持仓的时间变化	7
图 9:	TMT 细分行业的陆股通超配比变化	7
图 10:	TMT 细分行业当前换手率均处于高位	8
图 11:	TMT 细分行业近一年换手率分位数变化情况	8
图 12:	TMT 细分行业配置方向	9
图 13:	申万一级行业陆股通持仓自 2022 年以来的变化	10
图 14:	申万一级行业换手率近一年分位数变化	11
图 15:	3 月出口大幅超预期	12
图 16:	地产销售已超过 2022 年同期水平	12
图 17:	消费者信心有望修复	12
图 18:	中小企业信心和发展指数不断修复	12
图 19:	综合角度来看，建筑装饰、有色金属、家用电器等性价比较高	13
图 20:	3 月中长贷 TTM 增速继续扩张	14
图 21:	3 月居民、企业长贷增速均上行	14
图 22:	居民长贷增速上行下 3 月地产销售或较好	14

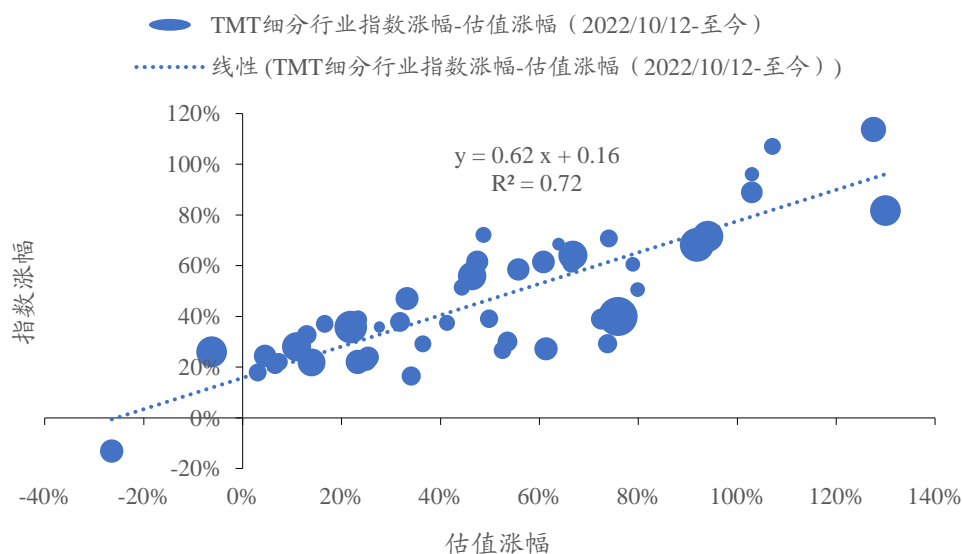
图 23: 3 月出口增速大超预期	15
图 24: 东南亚国家 PMI 高于西方国家.....	15
图 25: 3 月出口中对东盟出口增速远强于欧盟与美国	15
图 26: 住房租金是目前美国 CPI 主要支撑	16
图 27: 美国零售消费走弱	16
图 28: 存款利率与通胀保持同步	16
图 29: 国内利率中枢有所下移	16
图 30: 基金净值挂钩沪深 300	17
图 31: 3 月新增储蓄增速开始回落	17
图 32: 分子端修复预期和流动性宽松预期均上行阶段科技和周期板块占优概率较大	18
图 33: 项目建设相关开工率 2023 年以来明显修复	19
图 34: 上周全球主要大类资产表现	20
图 35: 沪深 300 静态/动态 PE	21
图 36: 创业板指静态/动态 PE	21
图 37: 各行业 PE 估值分位点 (TTM, 2023/04/14)	21
图 38: 各行业 PB 估值分位点 (LF, 2023/04/14)	22
图 39: 沪深股通净流入	23
图 40: 融资余额变动与上证指数	23
图 41: 行业融资余额变动	24
图 42: 新成立偏股型基金规模	24
图 43: IPO 发行情况	25
图 44: 定增募资情况	25
图 45: 过去一周解禁市值靠前的行业	25
图 46: 未来 4 周各行业解禁市值 (亿元)	26
图 47: 产业资本净减持与上证综指	26
图 48: 行业产业资本增减持情况 (亿)	27

表 1: TMT 细分行业市盈率分布及估值、指数涨幅表现	5
------------------------------------	---

1. 还有哪些行业性价比较高？

回顾本轮 TMT 上行行情（2022 年 10 月 12 日至今），对比 TMT 的细分行业指数的估值涨幅和指数涨幅可以看到，两者呈明显的线性关系， R^2 为 0.72，因此可以看出本轮上涨行情主要为估值驱动。当前部分行业指数估值已经处于历史高位，因此我们本次主要讨论 TMT 细分行业及非 TMT 行业中，还有哪些性价比较高。

图 1：本轮 TMT 行情主要是拔估值贡献



数据来源：东北证券，WIND（注：气泡大小为 TMT 细分行业 2022/10/12 的 PE_ttm）

1.1. TMT 细分行业还有哪些性价比较高？

我们将从估值（估值分位、市值驱动），持仓（持仓和超配），情绪（换手率）来具体讨论 TMT 细分行业的性价比：

估值水平角度上，消费电子、半导体、通信设备和元件等行业仍在 23% 以下。当前估值水平明显处于高位的指数包括影视院线（99.73%，2005 年以来市盈率分位数）、软件开发（86.91%）、光学光电子（51.27%）和数字媒体（46.98%）等，仍处于低位的包括消费电子（8.76%）、半导体（19.22%）、通信设备（22.65%）和元件（23.58%）等。

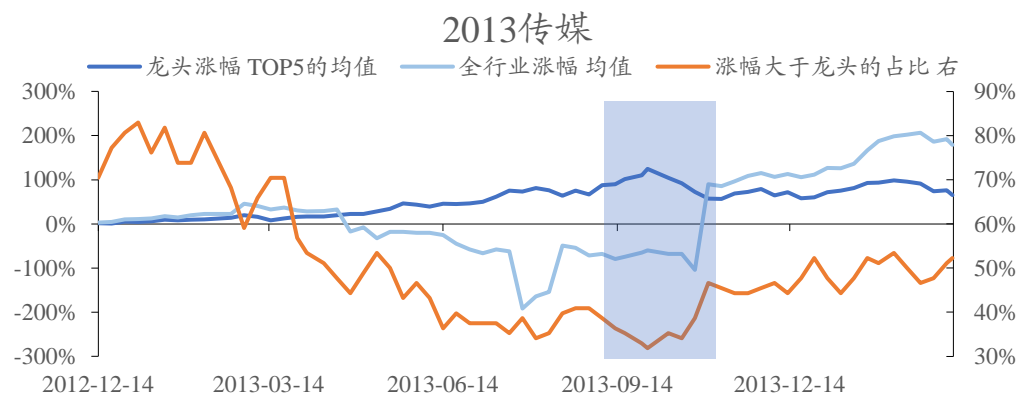
表 1: TMT 细分行业市盈率分布及估值、指数涨幅表现

行业	行业指数	市盈率分位数	估值涨幅	指数涨幅	当前 PE
影视院线	801766.SI	99.73%	91.85%	68.22%	176.27
软件开发	801104.SI	86.91%	66.79%	64.16%	111.48
IT 服务 II	801103.SI	79.91%	55.75%	58.52%	61.10
电视广播 II	801995.SI	55.43%	31.80%	37.82%	40.66
游戏 II	801764.SI	52.49%	107.12%	107.06%	45.94
光学光电子	801084.SI	51.27%	174.88%	27.16%	46.29
数字媒体	801767.SI	46.98%	102.95%	88.96%	75.72
通信服务	801223.SI	39.69%	44.32%	51.43%	30.61
计算机设备	801101.SI	35.13%	66.48%	60.76%	41.32
广告营销	801765.SI	34.88%	49.81%	39.10%	40.24
电子化学品 II	801086.SI	33.31%	25.39%	23.92%	45.28
出版	801769.SI	28.90%	63.90%	68.46%	20.75
元件	801083.SI	23.58%	36.42%	29.18%	31.35
通信设备	801102.SI	22.65%	12.98%	32.69%	33.26
半导体	801081.SI	19.22%	53.55%	30.05%	48.00
消费电子	801085.SI	8.76%	7.28%	22.00%	27.25
其他电子 II	801082.SI	6.76%	3.03%	17.84%	26.21

数据来源：东北证券，WIND

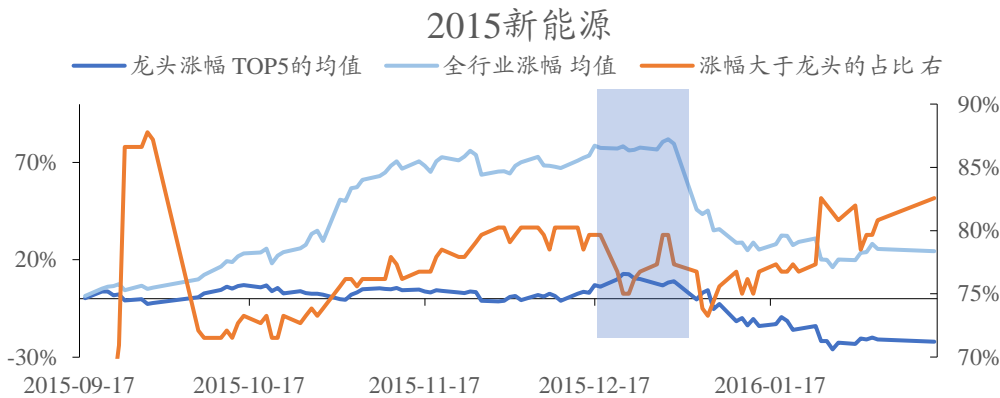
从细分行业个股估值涨幅大于龙头的占比来看,计算机中的 IT 服务和计算机设备、电子中的半导体和电子化学品等存在上行空间。(1) 根据我们《【东北策略】TMT 行业初期拔估值到何时?》中复盘的拔估值行情(2013 年的 TMT、2015.10-2016.1 和 2019 年的新能源), 可以看到在整个拔估值行情中, 个股的估值涨幅大于龙头涨幅均值的占比先持续下行随后触底回升, 拔估值行情结束。(2) 我们来看 TMT 细分行业在本轮拔估值行情中的估值涨幅表现: 目前行业个股估值涨幅大于龙头涨幅的占比已经见底回升的行业包括通信服务、通信设备、软件开发、元件、电视广播、数字媒体等; 仍未回升的行业包括 IT 服务、计算机设备、半导体、电子化学品、光学光电子、消费电子、出版等; 样本异常的包括其他电子、广告营销、影视院线等龙头估值并未上行, 游戏表现为估值涨幅超龙头占比同龙头一同上行。

图 2: 2013 传媒中涨幅大于龙头个股占比触底回升后拔估值行情结束



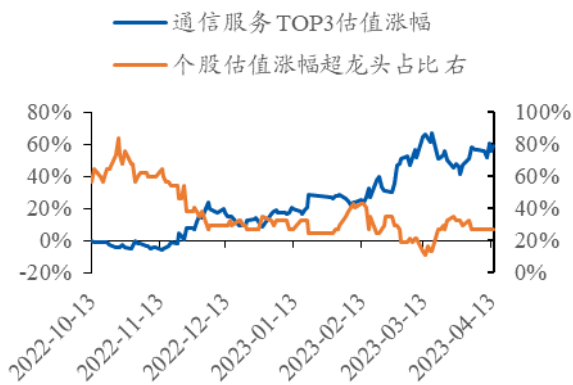
数据来源：东北证券，WIND

图 3：2015 新能源中涨幅大于龙头个股占比触底回升后拔估值行情结束



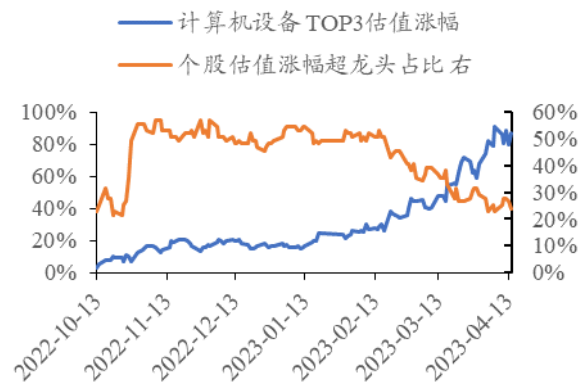
数据来源：东北证券，WIND

图 4：通信服务估值涨幅超龙头占比见底回升



数据来源：东北证券，WIND

图 5：计算机设备估值涨幅超龙头占比仍未回升



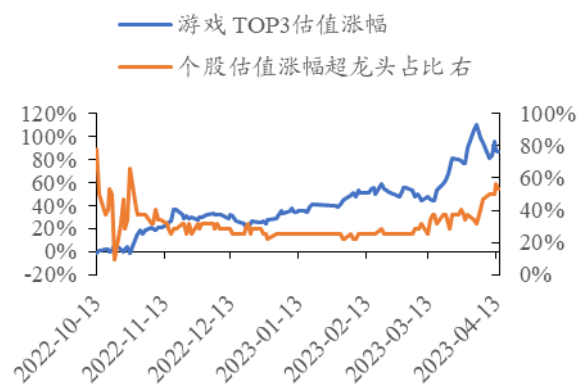
数据来源：东北证券，WIND

图 6：半导体估值涨幅超龙头占比仍未回升



数据来源：东北证券，WIND

图 7：游戏估值涨幅超龙头占比同龙头一同上行

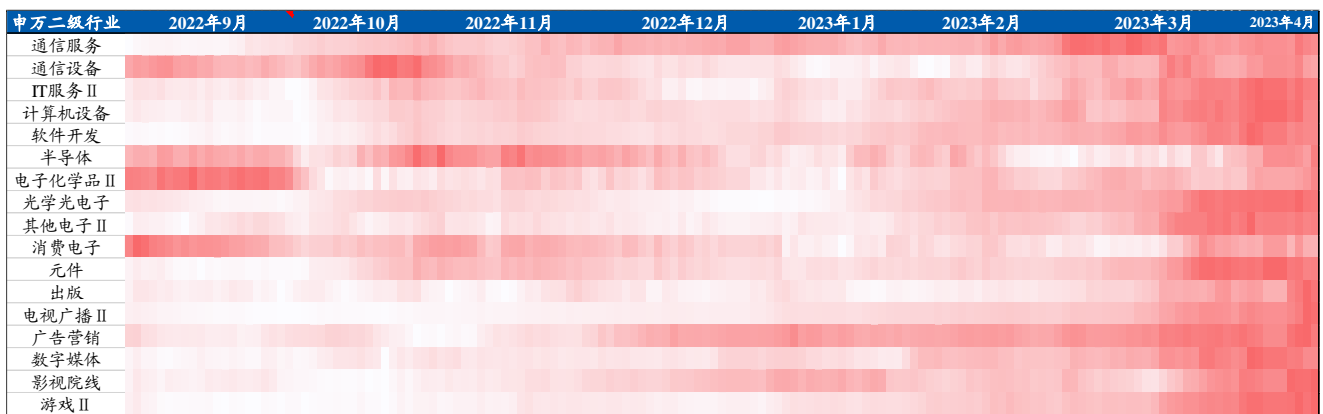


数据来源：东北证券，WIND

陆股通持仓角度上看，软件开发、广告营销、游戏等有所增配，通信服务、半导体、消费电子有所减配。（1）从绝对持仓角度上看，对比 2022 年 9 月至今的陆股通持仓

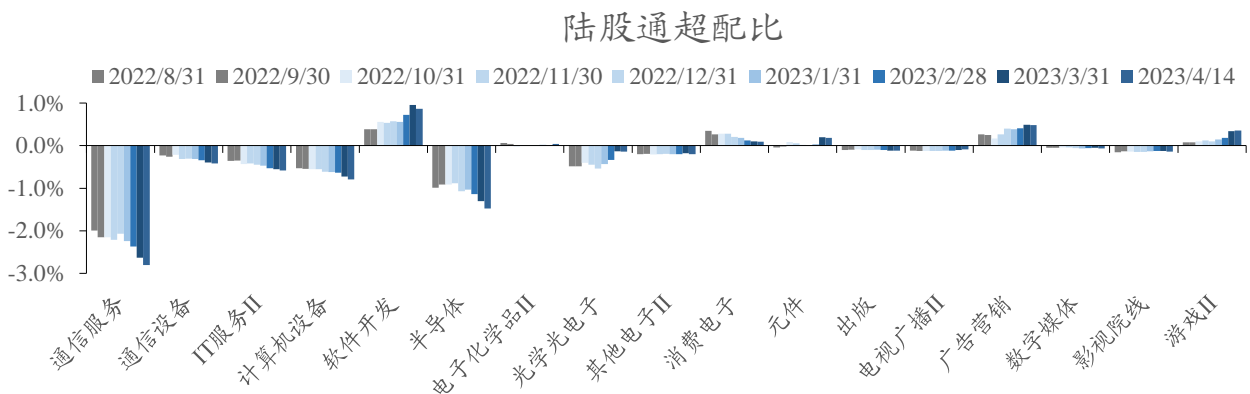
变化情况，其中通信服务、通信设备、电子化学品、消费电子等当前持仓相对较低，其中 IT 服务、计算机设备、软件开发、元件等当前持仓较 3 月底有所下行，其中光学光电子、电视广播、游戏等持仓持续上行。(2) 从陆股通超配比来看，其中软件开发、广告营销、游戏明显超配，且超配比持续上行；其中消费电子仍为超配但超配比有所下行；其中通信服务、通信设备、IT 服务、计算机设备、半导体明显低配，且超配比仍持续下行。

图 8: TMT 细分行业的陆股通持仓的时间变化



数据来源：东北证券，WIND（注：颜色越深表明该细分行业在 2022 年 9 月-至今的持仓占比越高）

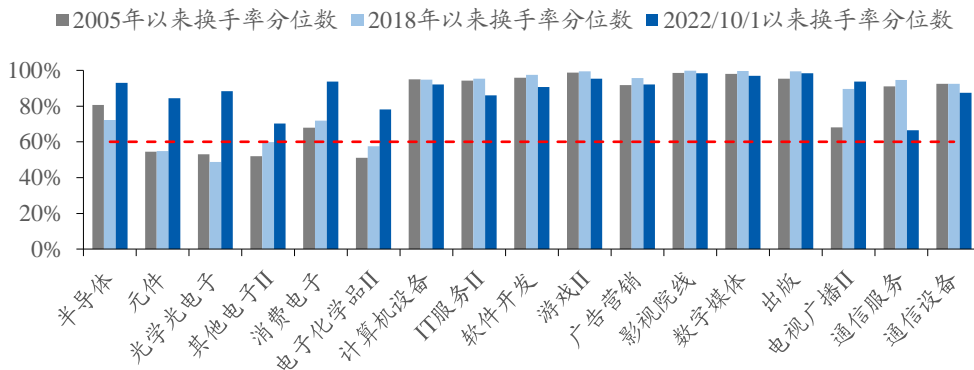
图 9: TMT 细分行业的陆股通超配比变化



数据来源：东北证券，WIND（注：超配比为陆股通持仓占总持仓比-行业市值占总市值比）

从交易情绪来看，计算机设备、IT 服务、游戏等板块近一月维持高热度，半导体、电子化学品等板块热度仍有上行空间且近期热度持续上行。(1) 从换手率分位数来看，TMT 各细分行业的换手率分位数均处于历史较高水平，仅电子中的元件(55%，55%，84%，2005 年以来，2018 年以来，2022 年 10 月以来换手率分位数)、光学光电子(53%，49%，88%)、其他电子(52%，60%，70%)、电子化学品(51%，58%，78%)的交易热度仍存在上行空间。(2) 从近期换手率变化来看，热度保持较高水平的为计算机设备、IT 服务、软件开发、游戏、通信服务等，热度持续上行的为半导体(31%，75%，3 月 3 日换手率分位数，4 月 14 日换手率分位数)、消费电子(19%，45%)，电子化学品(5%，80%)等。

图 10: TMT 细分行业当前换手率均处于高位



数据来源：东北证券，WIND

图 11: TMT 细分行业近一年换手率分位数变化情况

	半导体	元件	光学光电子	其他电子 II	消费电子	电子化学品 II	计算机设备	IT服务 II	软件开发	游戏 II	广告营销	影视院线	数字媒体	出版	电视广播 II	通信服务	通信设备
2023-04-14	75%	44%	16%	43%	45%	80%	98%	98%	98%	99%	99%	100%	100%	97%	75%	98%	97%
2023-04-07	70%	39%	14%	43%	37%	81%	97%	97%	98%	98%	97%	99%	98%	93%	73%	99%	96%
2023-03-31	62%	26%	12%	37%	27%	68%	97%	97%	97%	98%	94%	96%	97%	91%	73%	100%	95%
2023-03-24	50%	22%	12%	35%	20%	51%	95%	95%	95%	98%	91%	94%	95%	83%	67%	100%	92%
2023-03-17	41%	16%	13%	37%	14%	38%	95%	94%	94%	97%	85%	81%	94%	87%	62%	99%	88%
2023-03-10	34%	19%	14%	37%	16%	17%	95%	95%	93%	97%	82%	78%	95%	89%	65%	98%	87%
2023-03-03	31%	18%	15%	40%	19%	5%	94%	96%	92%	96%	83%	73%	96%	86%	65%	96%	81%
2023-02-24	32%	17%	17%	53%	18%	7%	89%	95%	86%	95%	78%	79%	96%	85%	70%	95%	69%
2023-02-17	36%	19%	18%	56%	19%	10%	85%	94%	76%	90%	74%	83%	96%	86%	78%	92%	59%
2023-02-10	32%	16%	14%	47%	17%	7%	73%	92%	66%	78%	68%	88%	96%	86%	86%	93%	48%
2023-02-03	28%	14%	10%	33%	13%	6%	48%	69%	47%	66%	56%	90%	97%	88%	87%	91%	33%
2023-01-20	32%	19%	6%	22%	9%	5%	39%	51%	33%	58%	46%	90%	97%	89%	84%	90%	25%
2023-01-13	35%	21%	4%	10%	8%	9%	31%	37%	27%	53%	38%	91%	98%	90%	74%	87%	21%
2023-01-06	31%	17%	2%	6%	8%	7%	27%	27%	24%	49%	29%	90%	98%	89%	62%	90%	17%
2022-12-30	29%	17%	2%	5%	8%	8%	24%	21%	19%	35%	21%	86%	95%	88%	56%	89%	15%
2022-12-23	30%	16%	3%	8%	9%	12%	29%	25%	22%	38%	19%	77%	92%	85%	48%	93%	21%
2022-12-16	33%	15%	4%	13%	10%	20%	37%	35%	30%	56%	29%	75%	88%	80%	50%	92%	26%
2022-12-09	30%	12%	5%	14%	13%	19%	49%	46%	41%	60%	41%	68%	84%	77%	59%	91%	32%
2022-12-02	39%	14%	8%	19%	14%	27%	60%	54%	61%	60%	44%	66%	75%	67%	59%	88%	41%
2022-11-25	51%	15%	10%	29%	13%	40%	70%	59%	70%	56%	39%	56%	65%	44%	53%	81%	46%
2022-11-18	54%	15%	13%	31%	12%	41%	73%	57%	71%	38%	31%	53%	56%	27%	48%	70%	47%
2022-11-11	48%	12%	13%	29%	11%	40%	69%	48%	65%	14%	20%	46%	42%	23%	44%	62%	46%
2022-11-04	40%	11%	11%	26%	10%	37%	60%	29%	52%	5%	8%	49%	39%	16%	41%	57%	42%
2022-10-28	33%	10%	9%	22%	10%	32%	47%	18%	31%	4%	3%	56%	36%	17%	40%	48%	35%
2022-10-21	25%	8%	7%	19%	10%	23%	36%	10%	21%	5%	2%	72%	39%	16%	44%	48%	28%
2022-10-14	24%	8%	6%	24%	11%	23%	24%	4%	12%	13%	3%	83%	37%	19%	47%	53%	33%
2022-09-30	25%	9%	6%	32%	14%	15%	14%	1%	5%	32%	6%	90%	44%	31%	52%	56%	32%
2022-09-23	28%	13%	9%	46%	21%	17%	14%	2%	5%	44%	8%	89%	33%	38%	49%	56%	31%
2022-09-16	39%	22%	15%	54%	32%	28%	15%	3%	5%	50%	11%	83%	27%	28%	47%	58%	30%
2022-09-09	65%	36%	17%	62%	43%	48%	25%	10%	10%	53%	14%	76%	21%	25%	42%	61%	38%
2022-09-02	68%	51%	19%	65%	46%	59%	31%	14%	14%	52%	10%	57%	19%	17%	41%	56%	34%
2022-08-26	69%	55%	17%	57%	50%	60%	33%	19%	15%	41%	6%	36%	11%	8%	38%	51%	35%
2022-08-19	68%	53%	13%	44%	47%	57%	34%	22%	16%	36%	7%	34%	5%	3%	40%	49%	40%
2022-08-12	64%	44%	7%	33%	38%	46%	28%	21%	13%	28%	11%	35%	2%	3%	41%	45%	39%
2022-08-05	37%	27%	5%	21%	29%	32%	21%	15%	10%	19%	12%	44%	2%	6%	41%	40%	30%
2022-07-29	34%	18%	5%	14%	26%	18%	14%	12%	8%	15%	17%	62%	5%	9%	43%	37%	23%
2022-07-22	34%	14%	6%	12%	17%	18%	11%	10%	11%	10%	23%	60%	14%	12%	49%	35%	17%
2022-07-15	30%	11%	9%	7%	12%	17%	8%	9%	8%	8%	30%	53%	17%	14%	48%	39%	11%
2022-07-08	29%	9%	9%	5%	8%	17%	9%	10%	9%	11%	34%	49%	20%	21%	52%	41%	10%
2022-07-01	25%	7%	10%	4%	7%	11%	6%	11%	7%	12%	43%	49%	27%	39%	65%	42%	10%
2022-06-24	16%	5%	6%	2%	6%	5%	5%	12%	5%	12%	52%	41%	41%	45%	72%	43%	8%
2022-06-17	14%	3%	5%	2%	4%	4%	5%	12%	3%	8%	51%	40%	46%	42%	73%	43%	7%
2022-06-10	13%	2%	4%	3%	5%	5%	7%	13%	3%	5%	51%	42%	49%	38%	76%	40%	5%
2022-06-02	12%	2%	3%	3%	4%	6%	12%	17%	4%	6%	52%	47%	47%	33%	81%	36%	6%
2022-05-27	11%	3%	3%	4%	3%	9%	17%	18%	6%	7%	46%	44%	40%	24%	76%	38%	5%
2022-05-20	11%	3%	2%	4%	3%	9%	19%	17%	7%	6%	40%	35%	26%	21%	79%	36%	4%
2022-05-13	9%	2%	2%	2%	2%	11%	18%	16%	6%	10%	36%	36%	23%	27%	84%	38%	4%
2022-05-06	7%	2%	1%	1%	1%	10%	17%	15%	6%	18%	35%	51%	26%	40%	89%	43%	6%
2022-04-29	5%	1%	1%	1%	1%	12%	14%	14%	7%	20%	38%	60%	35%	51%	90%	49%	10%
2022-04-22	3%	0%	0%	0%	0%	16%	17%	20%	13%	20%	41%	59%	43%	54%	91%	62%	13%

数据来源：东北证券，WIND

总体来看，综合估值、持仓、情绪三个角度，TMT 细分行业当前性价比排序：消费电子、半导体、IT 服务、电子化学品>数字媒体、游戏、通信设备、软件开发>其

他。

1.2. 非 TMT 行业中还有哪些性价比较高？

对于非 TMT 行业，我们将从估值、持仓、情绪以及盈利预期角度讨论配置性价比：

估值角度上看，当前估值分位数相对低位的为**基础化工、有色金属、交通运输、银行、煤炭、石油石化和环保**等偏周期和稳定的行业。从估值分位数来看，（1）当前处于历史高位的为**农林牧渔（90.5%，2005 年以来市盈率分位数）、商贸零售（75.6%）、社会服务（94.8%）、美容护理（83.1%）、汽车（77.4%）**等消费行业。（2）估值处于相对低位的为**基础化工（8.7%）、有色金属（2.9%）、医药生物（8.6%）、交通运输（5.6%）、银行（4.6%）、煤炭（1.1%）、石油石化（6.1%）和环保（8.4%）**等偏周期和稳定行业。

图 12：TMT 细分行业配置方向



数据来源：东北证券，WIND

陆股通持仓角度上看，**医药生物、建筑装饰、石油石化、纺织服装**等陆股通持仓占比有所上行。从陆股通持仓变化来看，近一月持仓明显提升的行业主要为**医药生物（8.26%，8.83%，3月3日持仓占比，4月14日持仓占比）、电子（5.41%，6.44%）、计算机（3.88%，4.43%）、有色金属（3.59%，3.95%）、传媒（1.69%，2.20%）、建筑装饰（1.29%，1.50%）、石油石化（1.22%，1.31%）和纺织服装（0.19%，0.22%）**等。

图 13: 申万一级行业陆股通持仓自 2022 年以来的变化

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q2
食品饮料						
电力设备						
医药生物						
银行						
电子						
家用电器						
非银金融						
机械设备						
计算机						
有色金属						
基础化工						
交通运输						
汽车						
公用事业						
商贸零售						
传媒						
建筑材料						
建筑装饰						
煤炭						
石油石化						
通信						
房地产						
农林牧渔						
钢铁						
国防军工						
轻工制造						
美容护理						
社会服务						
纺织服饰						
环保						
综合						

数据来源：东北证券，WIND（注：颜色越深表明该行业在 2022 年-至今的持仓占比越高）

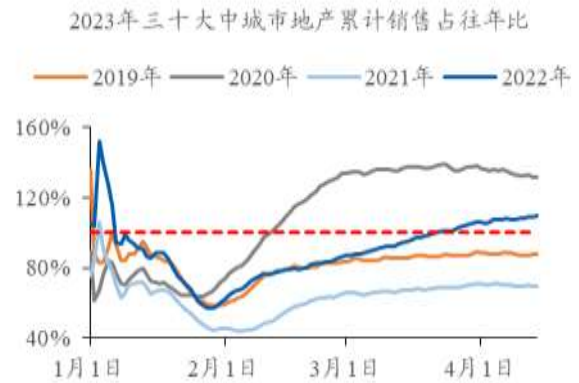
情绪角度上看，计算机、传媒、通信、社服等维持高热度，家电、建筑、银行和石化交易热度有所上升。对比申万一级行业相对万得全 A 的换手率近一年变化情况，可以看到：（1）热度仍保持较高的为计算机（94%，99%，3月3日换手率分位数，4月14日换手率分位数）、传媒（94%，100%）、通信（84%，96%）、社服（92%，90%）等。（2）热度较上月明显上行的为电子（14%，36%）、家电（36%，57%）、建筑装饰（69%，86%）、银行（31%，56%）、石油石化（52%，93%）等。（3）热度较上月明显下行的为基础化工（47%，2%）、纺织服饰（52%，13%）、房地产（52%，34%）、汽车（61%，0%）、美容护理（46%，1%）等。总体来看，TMT 仍保持较高热度，地产后周期属性的行业热度上行较快，可选消费的热度下行较快。

图 15: 3月出口大幅超预期



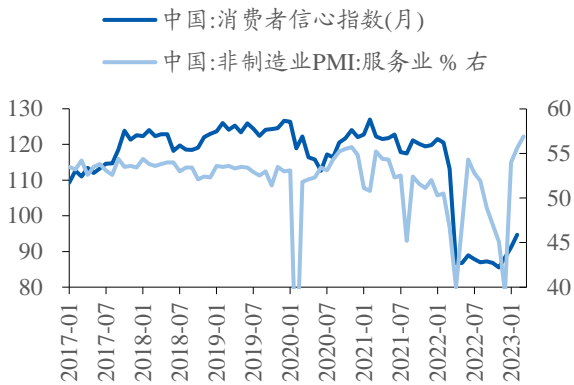
数据来源: 东北证券, WIND

图 16: 地产销售已超过 2022 年同期水平



数据来源: 东北证券, WIND

图 17: 消费者信心有望修复



数据来源: 东北证券, WIND

图 18: 中小企业信心和发展指数不断修复



数据来源: 东北证券, WIND

总体来看, 结合估值、持仓、情绪和盈利四个角度来看, 当前建筑装饰、有色金属、家用电器、纺织服饰、医药生物、石油石化性价比较高。

图 19：综合角度来看，建筑装饰、有色金属、家用电器等性价比较高

证券代码	证券简称	估值	持仓	情绪	盈利	占比
801720.SI	建筑装饰	✓	✓	✓	✓	100%
801050.SI	有色金属	✓	✓		✓	75%
801110.SI	家用电器	✓		✓	✓	75%
801130.SI	纺织服饰	✓	✓		✓	75%
801150.SI	医药生物	✓	✓		✓	75%
801960.SI	石油石化	✓	✓	✓		75%
801170.SI	交通运输	✓	✓			50%
801210.SI	社会服务			✓	✓	50%
801730.SI	电力设备	✓			✓	50%
801740.SI	国防军工	✓		✓		50%
801780.SI	银行	✓		✓		50%
801790.SI	非银金融	✓	✓			50%
801890.SI	机械设备		✓		✓	50%
801950.SI	煤炭	✓			✓	50%
801010.SI	农林牧渔				✓	25%
801030.SI	基础化工	✓				25%
801120.SI	食品饮料				✓	25%
801140.SI	轻工制造				✓	25%
801200.SI	商贸零售				✓	25%
801710.SI	建筑材料	✓				25%
801880.SI	汽车				✓	25%
801970.SI	环保	✓				25%
801980.SI	美容护理				✓	25%
801040.SI	钢铁					0%
801160.SI	公用事业					0%
801180.SI	房地产					0%

数据来源：东北证券整理

2. 周度策略：经济修复预期升温

2.1. 分子端：贷款与出口修复超预期，经济修复预期升温

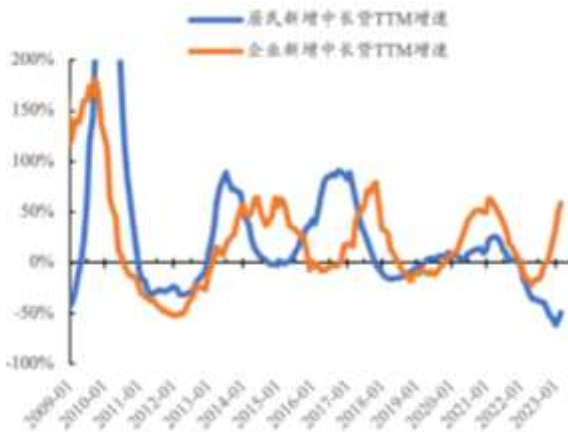
中长贷数据修复超预期，结构上居民信贷扩张亮眼。从3月贷款数据来看：（1）中长贷总量延续扩张态势。我们已在前期系列报告中提出当前处于新一轮长贷扩张周期，3月数据继续验证，新增中长贷 TTM 增速相对2月份的9.3%提升至18.3%，对A股估值修复形成支撑。（2）长贷结构上居民明显强于预期。结构上，居民新增中长贷 TTM 增速从2月的-56.4%显著好转至3月的-49.2%，超市场预期，从其与商品房销售的高度相关性看，3月地产销售数据大概率同超预期，而企业中长贷 TTM 增速则从50.3%继续提升至58.3%，上行斜率仍然高但相对2月小幅放缓，背后或为基建投资增速的放缓。

图 20: 3月中长贷 TTM 增速继续扩张



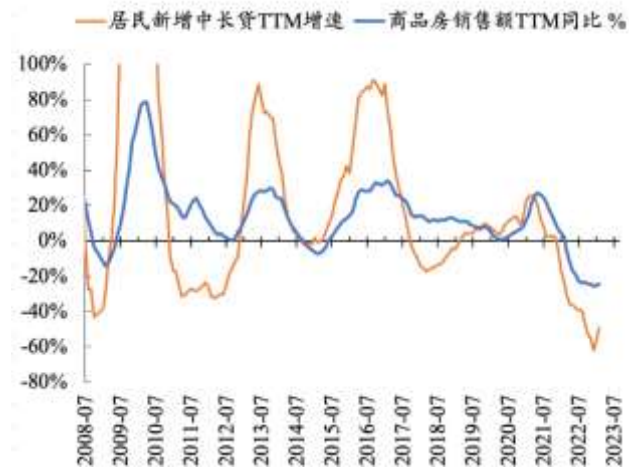
数据来源: 东北证券, WIND

图 21: 3月居民、企业长贷增速均上行



数据来源: 东北证券, WIND

图 22: 居民长贷增速上行下 3月地产销售或较好



数据来源: 东北证券, WIND

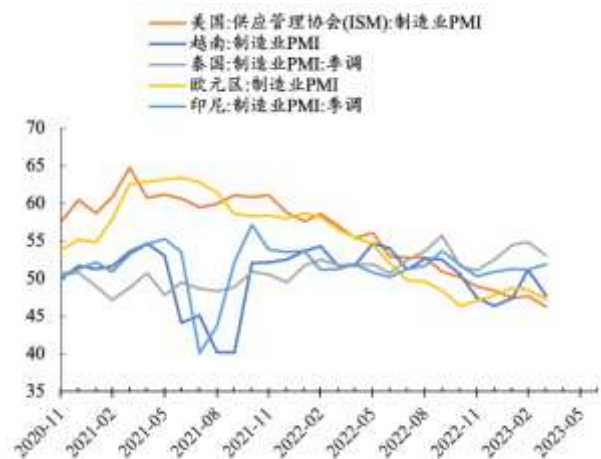
出口回补超预期, 短期有利经济修复。3月美元计价的出口同比增长 14.8%, 比市场预期值-5.0%大幅高出 19.8 个百分点, 超预期核心在于对东方出口明显强于对西方, 对东盟 3月出口同比增速为 35.4%, 远远高于对欧盟及美国的 3.4%、-7.7%, 背后反映的或是东南亚国家相对西方国家更强的经济动能, 东南亚国家 PMI 相对更高, 越南、泰国、印尼分别为 47.70、53.10、51.90, 而美国与欧盟分别为 46.3、47.3。总体外需在短期内的回补效应一定程度可以加速经济的修复进程, 提振市场盈利修复预期。

图 23: 3 月出口增速大超预期



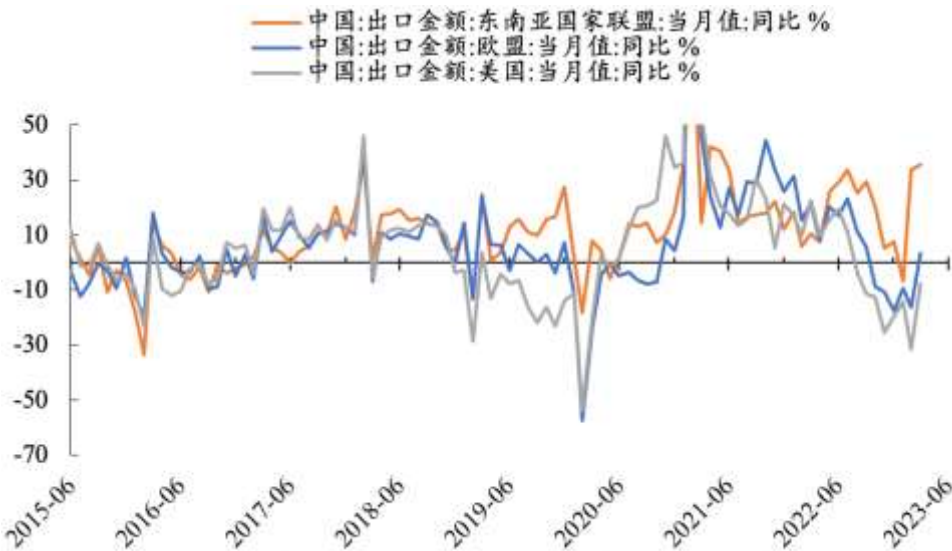
数据来源：东北证券，WIND

图 24: 东南亚国家 PMI 高于西方国家



数据来源：东北证券，WIND

图 25: 3 月出口中对东盟出口增速远强于欧盟与美国



数据来源：东北证券，WIND

2.2. 流动性：海外衰退预期阶段性饱和，国内降息预期有所升温

海外衰退预期阶段性饱和，国内降息预期有所升温。（1）海外方面，本周美国公布 CPI 数据继续走弱，同比增速由前次 6.0% 大幅下落至 5.0%，同时，其他经济数据如美国零售销售额同比增速、初请失业金人数等均继续出现不同程度恶化。从本期美国 CPI 数据的结构来看，目前支撑美国 CPI 处于较高位置的主要因素为住房租金项同比继续小幅上行，但从房价与住房租金之间领先滞后关系来看，房租项韧性亦难以维系。总体来看，美国经济走弱、通胀下行的趋势继续明确，中期衰退的局势已较为明朗。但需要注意的是，目前资产价格计入美国衰退的程度已经比较充分，如美元指数近期已经从三月初 105.7 下行至低点 101.0、美债短端下行幅度超过 100BP，后续资产价格交易可能出现阶段性反弹。（2）国内来看，本周资金价格整体仍较为平稳，DR001 基本处于 1.3% 到 1.6% 之间水平，DR007 则继续围绕在 2% 上下水平波动。同时，伴随着近期国内经济数据、特别是 CPI、PPI 数据的超预期走弱，国内

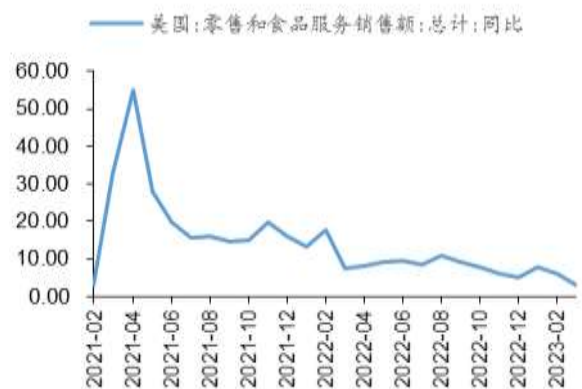
债券市场有所走强，利率中枢下行至 2.82%附近。值得注意的是，近期市场对于央行进行降息操作的预期有所升温。我们认为，央行目前确实存在进一步宽松的可能性，一方面，开年以来通胀数据持续走弱，客观上推高了实际利率水平，在一定程度上抵消了央行此前通过宽松货币政策压降实体经济融资成本的努力，同时央行在一季度例会上表示当前实体经济“恢复的基础尚不牢固”，这决定了央行继续宽松的必要性；另一方面，商业银行净息差已经处于较低水平，央行进一步操作的主要着眼点应该更多侧重于商业银行负债端。从这一点上来讲，我们认为未来货币政策大概率仍将维持在一个相对宽松的水平。

图 26: 住房租金是目前美国 CPI 主要支撑



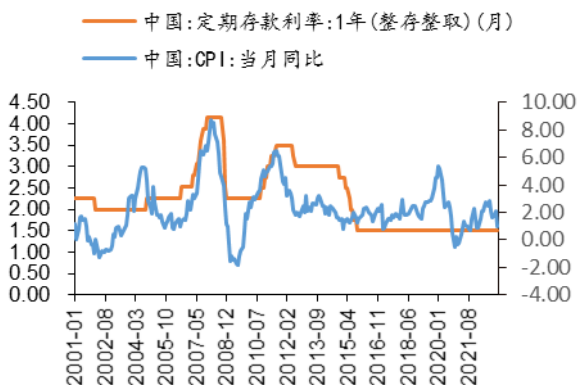
数据来源: 东北证券, WIND

图 27: 美国零售消费走弱



数据来源: 东北证券, WIND

图 28: 存款利率与通胀保持同步



数据来源: 东北证券, WIND

图 29: 国内利率中枢有所下移

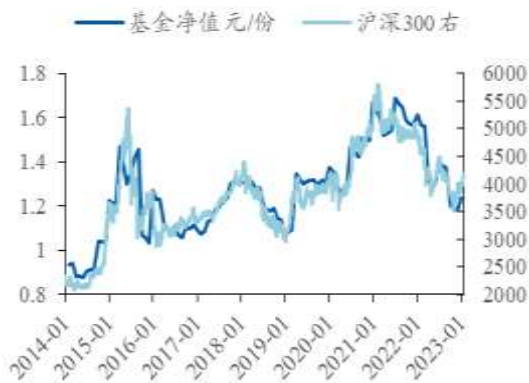


数据来源: 东北证券, WIND

外资、融资加速流入，新发基金回暖趋势不变。(1) 外资方面，本周陆股通净流入 47.56 亿，日均成交额创 2021 年 9 月以来新高为 1373 亿/日，陆股通交易热度较前期明显上行，但受市场偏弱影响外资流入有限；若后续美股持续走强叠加国内受经济修复催化，且陆股通保持较高交易热度背景下陆股通有望加速流入。(2) 情绪资金方面，本周融资融券净流入 79.13 亿，连续 5 周实现净流入，且日均融资成交额从 679 亿/日上升至目前的 1024 亿/日，融资成交热度上行；结算金本周净流入 587 亿，4 月以来累计净流入 4001 亿，当前新增储蓄明显回落，且受经济修复推动，散户资金或将加速流入权益市场。(3) 新发基金方面，本周净流入 19.52 亿，环比进

一步下滑，对比 ETF 本周净流入 84.48 亿，较上周净流出 121.78 亿明显回流，我们认为新发基金异常偏弱的原因有二：其一为公募净值挂钩沪深 300，3 月以来市场结构性行情明显但基金净值却明显下行，短期基金投资热情遇冷；其二为受主板注册制等流出端影响，截至目前 4 月 IPO 募资总额为 341.23 亿，超过 3 月的 330.78 亿，且注册制落地首日的 10 只主板个股的平均涨幅超 90%，吸纳资金规模较上月大幅上行。后续来看，3 月新增储蓄 MA12 累计同比为 80.43% 较 2 月的 91.82% 有所下行，储蓄回落且短贷增速回升，居民端资金有望加速流入权益市场，新发基金规模回暖趋势不变。

图 30：基金净值挂钩沪深 300



数据来源：东北证券，WIND

图 31：3 月新增储蓄增速开始回落



数据来源：东北证券，WIND

2.3. 风险偏好：对外关系改善短期提振风险偏好

对外关系改善短期提振风险偏好。（1）多国政要访华，外交热潮提振风险偏好。近期法国和巴西相继结束访华，访问期间均与中方签署了多项政府间协议和商务合同，涵盖了多个行业领域。此外，巴西总统造访了新开发银行总部，并呼吁金砖国家使用本国货币进行结算，提倡“去美元化”，打压美元在国际货币上的霸主地位，有利于助力新型经济体货币自主化，进而推动国际金融多元化。后续来看，中法两国战略对话、高级别经济财金对话和高级别人文交流机制下各项合作有望在今年夏天之前展开；老挝副总理兼外长、乌拉圭外长和加蓬总统将对我国进行国事访问，有望进一步加强中国的国际影响力，提振风险偏好。（2）美菲军演和联合声明加剧中美摩擦。美国及菲律宾于 4 月 11 日启动为期 18 天的“肩并肩”联合军演活动，此次演习有超过 1.7 万名军事人员参加了这次军演，是历史上规模最大的一次“肩并肩”联合军演。此外，美菲还在华盛顿举行了“2+2”部长级会谈并发表声明强调了南海问题的重要性，对我国南海事务进行干涉，使中美摩擦有所升级，对风险偏好有一定扰动。

2.4. 行业配置：TMT 和低估值国企是双主线

经济超预期修复叠加一季报公布，流动性继续宽松叠加产业趋势上行，TMT 和低估值国企是双主线。（1）当前处在分子端修复预期和流动性宽松预期均上行阶段。首先，分子端来看，盈利方面，从库存周期和 PPI 周期来看，4 月有望迎来盈利拐点，此外，一季报正在陆续披露，疫后经济修复情况逐步得到验证；信用方面，3 月

中长贷同比增速持续超预期上行，且结构上居民信贷明显改善；出口方面，3月出口回升超预期，反映出防疫措施优化后，生产迅速修复，同时企业出国抢订单带来的订单回流效果开始显现。其次，分母端来看，国内降息预期有所升温，外资、融资加速流入，新发基金回暖趋势不变，流动性继续宽松，且稳增长的政策导向短期并不会转向，因此国内流动性仍将维持合理充裕。(2)复盘发现，TMT和低估值国企相对占优。复盘与当前市场环境类似的2009、2013、2016和2020年4月各行业的涨跌幅情况，发现科技和周期行业相对占优，如2009年的煤炭、通信和传媒，2013年的传媒、通信、建筑材料，2016年的煤炭、银行和石油石化，以及2020年的电子、建材和计算机。结合当前行业基本面来看，在人工智能的催化下，TMT景气度不断提升，产业趋势处在上行阶段；而“中特估”和国企改革背景下的国企受益于顺周期属性，也正在经历估值修复。综合来看，TMT和低估值国企仍是当前主线。

图 32: 分子端修复预期和流动性宽松预期均上行阶段科技和周期板块占优概率较大

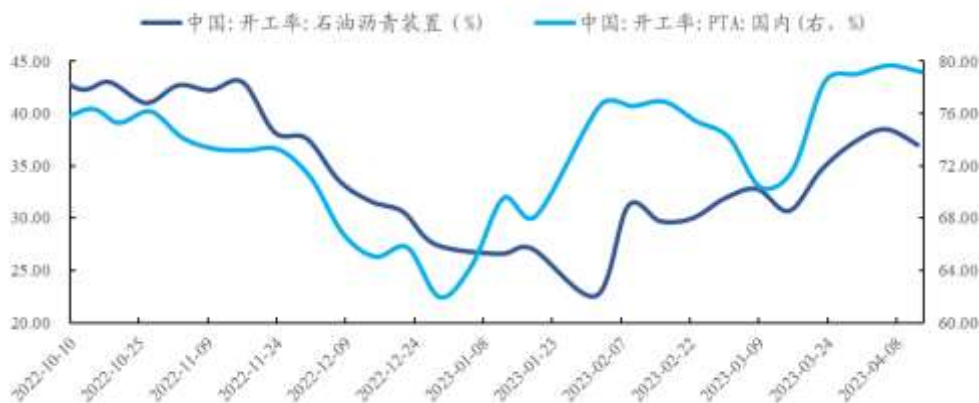
涨幅排名	2009年4月涨跌幅		2013年4月涨跌幅		2016年4月涨跌幅		2020年4月涨跌幅	
1	煤炭	21.02%	传媒	9.41%	煤炭	5.54%	社会服务	21.71%
2	家用电器	16.19%	家用电器	4.22%	银行	1.41%	电子	11.42%
3	通信	14.46%	汽车	2.23%	石油石化	1.40%	电力设备	10.00%
4	汽车	14.31%	通信	0.97%	钢铁	1.31%	美容护理	9.46%
5	商贸零售	12.32%	房地产	0.59%	食品饮料	1.09%	食品饮料	8.66%
6	传媒	11.96%	非银金融	0.59%	家用电器	0.50%	建筑材料	8.59%
7	建筑材料	11.13%	建筑装饰	-0.19%	有色金属	0.40%	家用电器	7.65%
8	美容护理	10.92%	电力设备	-0.57%	综合	0.20%	计算机	7.56%
9	计算机	10.49%	美容护理	-0.65%	汽车	-0.02%	国防军工	7.38%
10	医药生物	7.33%	银行	-0.68%	基础化工	-0.36%	传媒	5.56%
11	综合	7.06%	计算机	-1.50%	环保	-0.51%	医药生物	5.43%
12	房地产	7.06%	建筑材料	-1.52%	美容护理	-0.59%	机械设备	4.93%
13	国防军工	6.77%	电子	-2.16%	建筑材料	-0.78%	基础化工	4.73%
14	食品饮料	6.08%	轻工制造	-2.29%	轻工制造	-1.02%	房地产	4.23%
15	石油石化	5.90%	综合	-3.05%	电力设备	-1.04%	银行	4.18%
16	机械设备	5.43%	医药生物	-3.37%	房地产	-1.58%	非银金融	4.17%
17	电子	5.32%	环保	-3.48%	医药生物	-1.72%	环保	4.02%
18	电力设备	5.19%	钢铁	-3.58%	通信	-1.72%	交通运输	3.92%
19	基础化工	5.14%	食品饮料	-3.61%	纺织服饰	-1.82%	钢铁	2.81%
20	纺织服饰	5.09%	农林牧渔	-3.76%	电子	-2.13%	综合	2.59%
21	轻工制造	4.92%	商贸零售	-3.90%	商贸零售	-2.32%	有色金属	1.97%
22	社会服务	4.64%	公用事业	-4.28%	机械设备	-2.37%	公用事业	1.91%
23	建筑装饰	3.04%	交通运输	-4.46%	公用事业	-2.85%	通信	1.85%
24	银行	2.89%	机械设备	-4.63%	建筑装饰	-3.31%	汽车	1.17%
25	交通运输	2.83%	纺织服饰	-4.82%	农林牧渔	-3.75%	石油石化	0.88%
26	环保	2.06%	基础化工	-5.10%	非银金融	-3.79%	轻工制造	0.71%
27	公用事业	0.40%	有色金属	-5.97%	社会服务	-3.81%	商贸零售	0.54%
28	钢铁	-0.20%	国防军工	-6.03%	交通运输	-4.62%	建筑装饰	0.49%
29	有色金属	-1.53%	石油石化	-6.25%	传媒	-4.84%	煤炭	0.00%
30	非银金融	-1.65%	社会服务	-6.83%	计算机	-6.35%	农林牧渔	-0.32%
31	农林牧渔	-3.38%	煤炭	-7.86%	国防军工	-6.97%	纺织服饰	-5.23%

数据来源：东北证券，Wind

行业配置方面，继续关注 TMT、建筑、军工、消费和新能源等。(1)政策导向和预期改善的 TMT: 国内来看，近期网信办发布《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，详细规定了生成式人工智能服务算法技术模型本身和应用过程中的权益

保护、合法合规问题，对人工智能的运作、数据模型的利用、数据的训练等问题进行指导，旨在规范生成式AI的发展和运用。此外，中央和地方对于数字经济的支持力度有所提高，如中央网信办等五部门印发《2023年数字乡村发展工作要点》，广东拟将数据要素纳入GDP核算，成都印发《成都市产业建圈强链优化调整方案》等，持续推动数字经济产业落地。海外来看，微软开源Deep Speed Chat，缩短大模型训练时间且减少训练成本，降低大模型训练门槛。综合来看，在政策和技术的持续催化下，TMT仍将是行业配置主线，重点关注传媒（AI在营销、电商、社交、游戏等领域的应用）、通信（算力）、计算机（数字经济、AI模型）、半导体（算力芯片）。（2）国企改革和一带一路相关的建筑、军工等：目前全国多个城市正积极开展新一轮重大项目建设，截至4月9日，全国有14个省级行政区公布2023年一季度重大项目建设情况，开工建设项目共计12571个，投资金额接近7万亿元，建筑行业需求有望得到进一步拉动；此外，陆基中段反导拦截技术试验成功，将明显提振军工板块情绪；且建筑装饰、建筑材料、军工市盈率分位数依然偏低，仅为24%、35%、35%。后续随着新一轮国企改革不断细化深入和中特估体系建设不断推进，国企估值有望持续提升。（3）复苏相关的消费（商贸、停车、纺服）和新能源：消费方面，从糖酒会反馈来看，高端白酒稳健，回款、发货均符合预期；中低端产品动销良好，大众消费具有强韧性；次高端白酒分化严重，库存压力大，价格下行。出行方面，五一期间的国内机票预订量相比去年同期增长约3.6倍，假期前一日的热门线路火车票也多已售罄，出行、商贸、停车、纺服等大众消费需求回暖。整体来看，消费呈现弱复苏特点，后续随着五一、端午假期到来，消费恢复有望加速。新能源方面，本周碳酸锂价格跌破20万元，已接近行业平均成本线，部分锂厂停产有望促使锂价阶段性企稳；此外，宁德时代将发布新一代凝聚态电池技术，具有安全性高、可靠性高、循环寿命好等特点，有望推动中游电池厂商盈利修复。

图 33：项目建设相关开工率 2023 年以来明显修复



数据来源：东北证券，Wind

3. 上周市场回顾

3.1. 上周全球主要大类资产表现

图 34: 上周全球主要大类资产表现

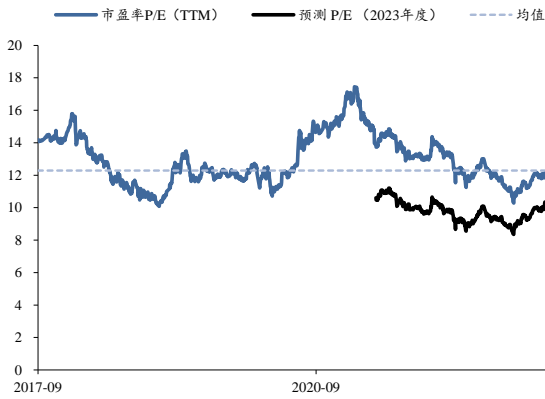
	2023/4/7	2023/4/14	变动	当前PE	过去五年分位数	过去十年分位数
股票市场						
上证综指	3,328	3,338	0.32%	13.69	67.6%	52.5%
沪深300指数	4,123	4,092	-0.76%	12.34	52.3%	49.6%
创业板指	2,447	2,428	-0.77%	36.25	11.4%	5.8%
道琼斯工业指数	33,485	33,886	1.20%	23.48	62.7%	79.3%
标普500指数	4,105	4,138	0.79%	23.62	57.0%	69.7%
纳斯达克指数	12,088	12,123	0.29%	33.36	45.0%	54.1%
富时100指数	7,742	7,872	1.68%	13.52	7.9%	5.0%
德国DAX指数	15,598	15,808	1.34%	-	-	-
欧洲Stoxx50指数	3,982	4,045	1.57%	-	-	-
日经225指数	27,518	28,493	3.54%	-	-	-
韩国综指	2,490	2,571	3.26%	-	-	-
恒生指数	20,331	20,439	0.53%	10.23	48.4%	55.0%
恒生国企指数	6,894	6,914	0.30%	8.83	43.2%	65.8%
富时A50指数期货	13,218	13,119	-0.75%	-	-	-
债券市场						
中国2年国债收益率	2.41	2.41	-0.08 bps	/	29.9%	21.5%
中国10年国债收益率	2.85	2.83	-1.83 bps	/	24.2%	16.5%
美国2年国债收益率	3.97	4.08	11.00 bps	/	90.3%	95.2%
美国10年国债收益率	3.39	3.52	13.00 bps	/	91.5%	95.7%
德国10年国债收益率	2.12	2.37	25.00 bps	/	97.3%	98.7%
日本10年国债收益率	0.46	0.47	0.30 bps	/	96.2%	81.3%
大宗商品市场						
ICE布油	84.94	86.63	1.99%	/	82.9%	76.6%
NYMEX原油	80.46	82.68	2.76%	/	82.8%	76.6%
伦敦金现	2,007.40	2,003.43	-0.20%	/	99.0%	99.5%
LME铜	8,861.50	9,044.00	2.06%	/	74.2%	87.1%
汇率市场						
美元指数	102.11	101.58	-0.52%	/	80.3%	89.1%
欧元兑美元	1.09	1.10	0.80%	/	27.1%	24.3%
美元兑人民币	6.88	6.86	-0.34%	/	58.2%	74.3%
其他						
VIX	18.40	17.07	-7.23%	/	33.4%	57.7%
比特币期货	28,075.00	30,610.00	9.03%	/	72.8%	86.4%

数据来源：东北证券，Wind

3.2. 行业及重要指数估值变动

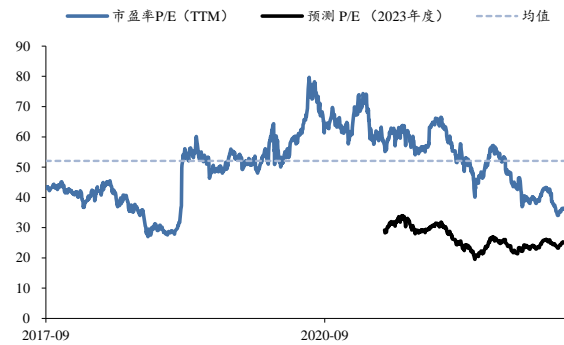
截至2023年04月14日收盘，沪深300的PE(TTM)较4月7日收盘有所回升，为12.34，创业板的PE(TTM)有所下降，为36.25。

图 35: 沪深 300 静态/动态 PE



数据来源: 东北证券, Wind

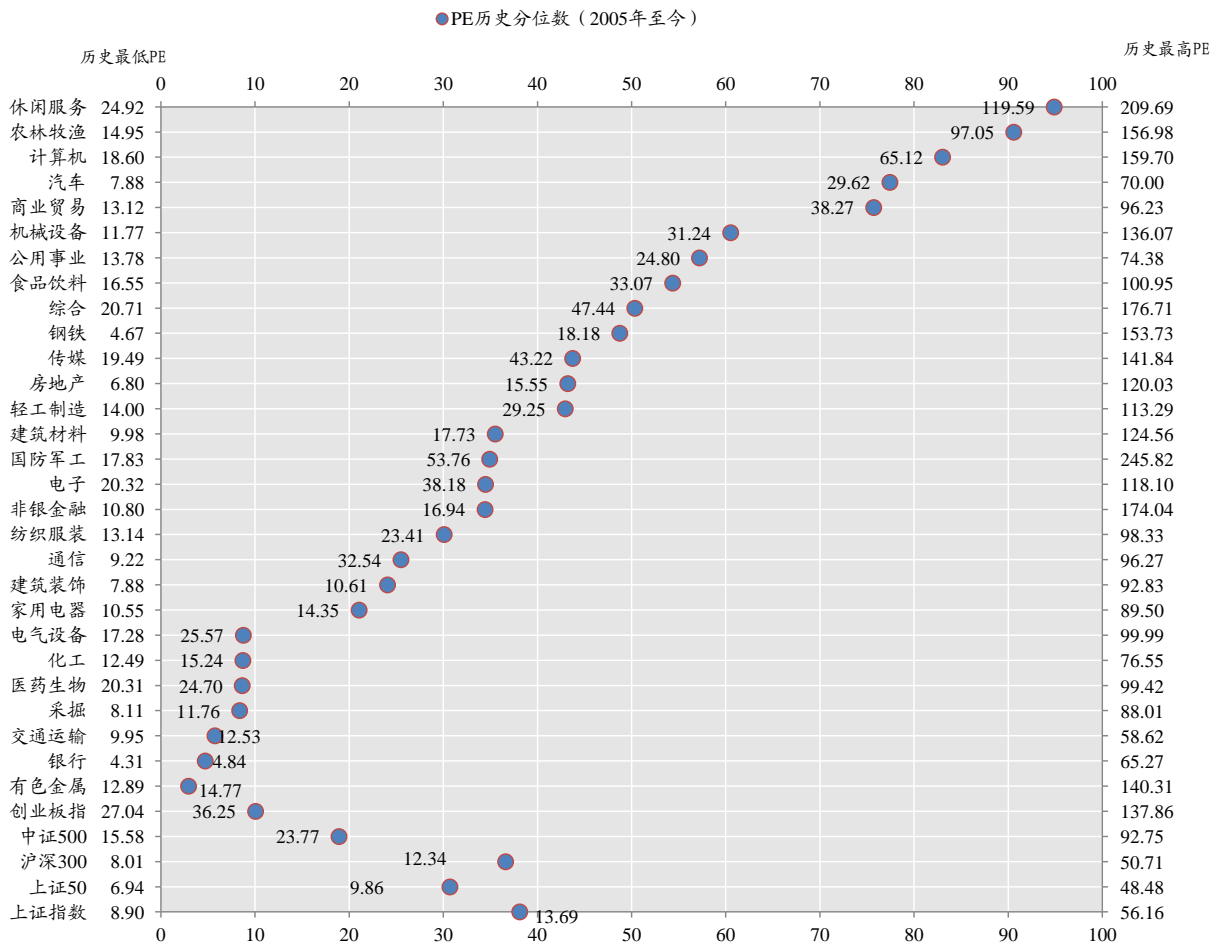
图 36: 创业板指静态/动态 PE



数据来源: 东北证券, Wind

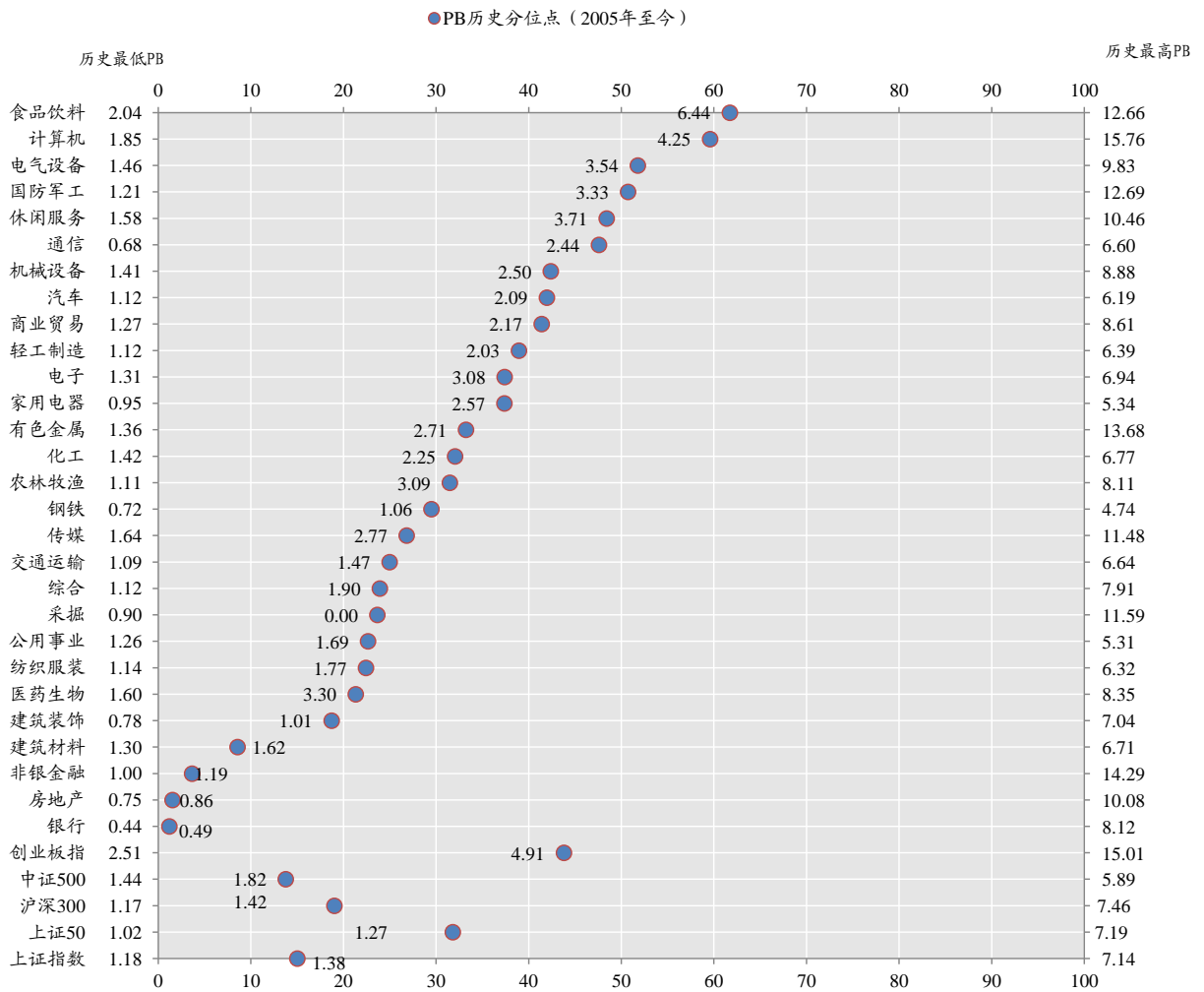
分行业看, 休闲服务、农林牧渔、计算机 (TTM) 估值处于历史十五年中高分位点, 分别为 119.59、97.05、65.12; 食品饮料 PB (LF) 处于历史高位 6.44, 其次为计算机 (PB4.25), 电气设备 (PB3.54)。

图 37: 各行业 PE 估值分位点 (TTM, 2023/04/14)



数据来源: 东北证券, Wind

图 38: 各行业 PB 估值分位点 (LF, 2023/04/14)



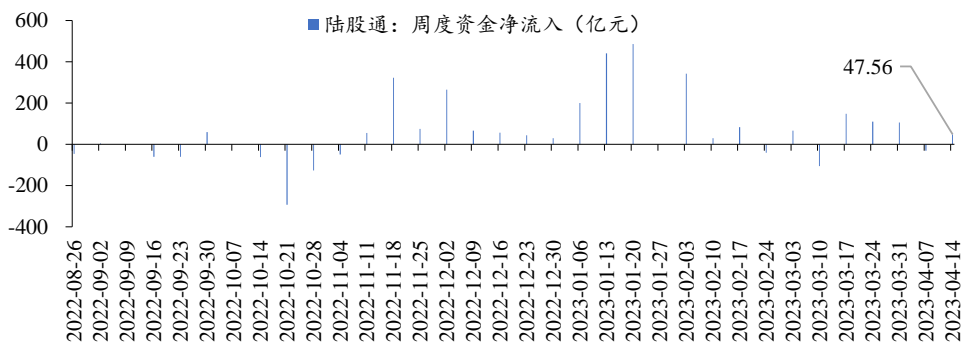
数据来源: 东北证券, Wind

3.3. 股市资金供求

3.3.1. 资金流入

沪深股通净流入: 截至 2023 年 04 月 14 日收盘, 本周陆股通资金净流入 47.56 亿。

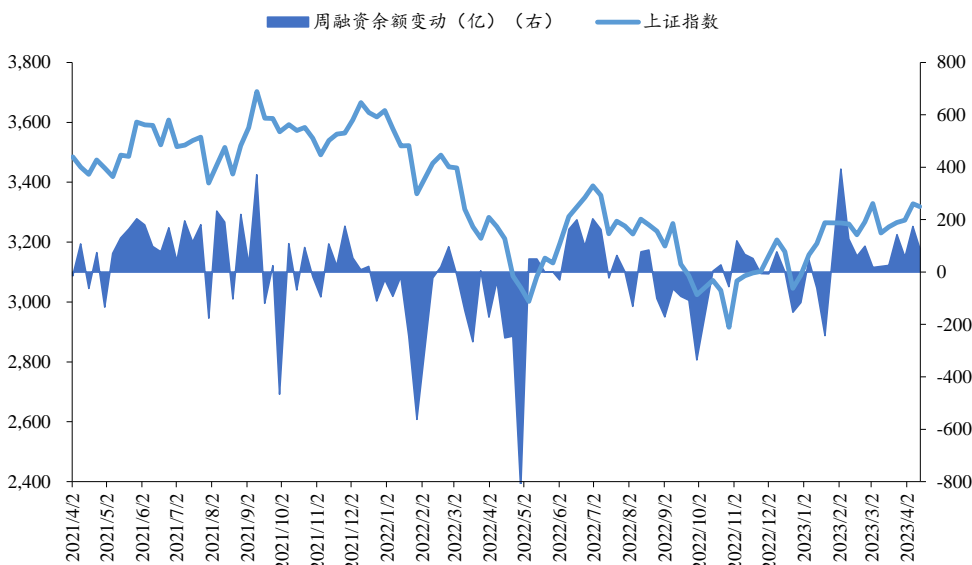
图 39: 沪深股通净流入



数据来源：东北证券，Wind

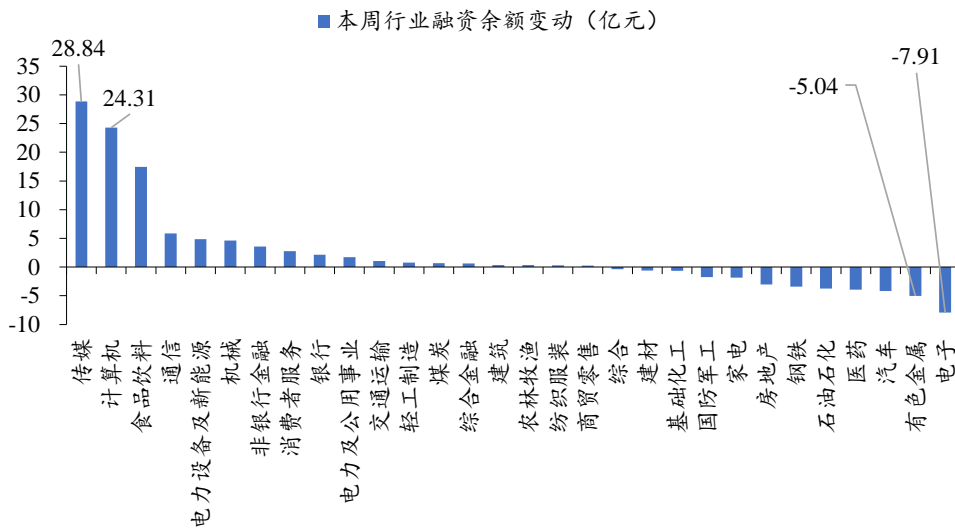
融资余额：截至 2023 年 04 月 13 日，沪深股市融资余额 15394.04 元，较 2023 年 04 月 07 日增加 89.84 亿元。分行业来看，部分行业融资余额均有所增加。其中传媒（28.84 亿）、计算机（24.31 亿）融资余额增加最多；电子（-7.91 亿）、有色金属（-5.04 亿）融资余额减少较多。

图 40: 融资余额变动与上证指数



数据来源：东北证券，Wind

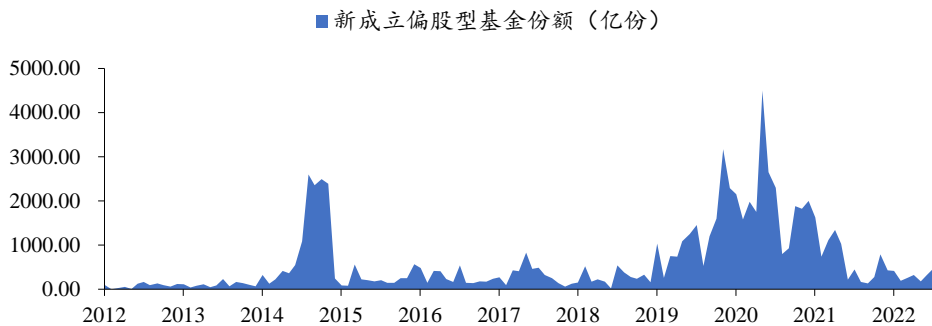
图 41: 行业融资余额变动



数据来源: 东北证券, Wind

新基金发行: 截至 2023 年 04 月 14 日, 上周有新成立偏股型基金份额 19.53 亿份。

图 42: 新成立偏股型基金规模

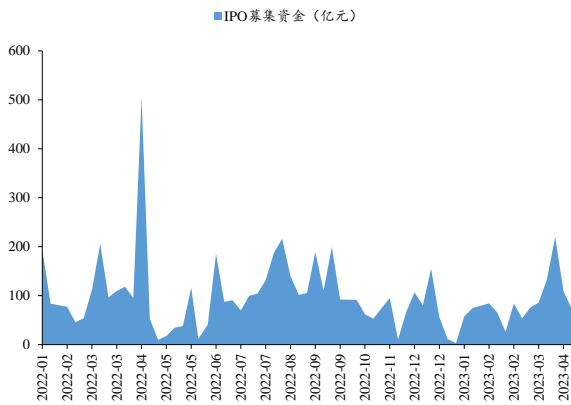


数据来源: 东北证券, Wind

3.3.2. 资金流出

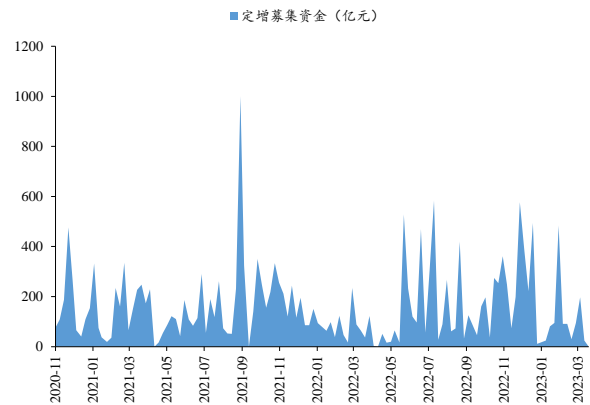
IPO 发行: 截至 2023 年 04 月 14 日, 上周共 6 笔 IPO 发行, 合计募资 72.74 亿元, 其中中船特气募资规模较高为 28.1 亿。

图 43: IPO 发行情况



数据来源: 东北证券, Wind

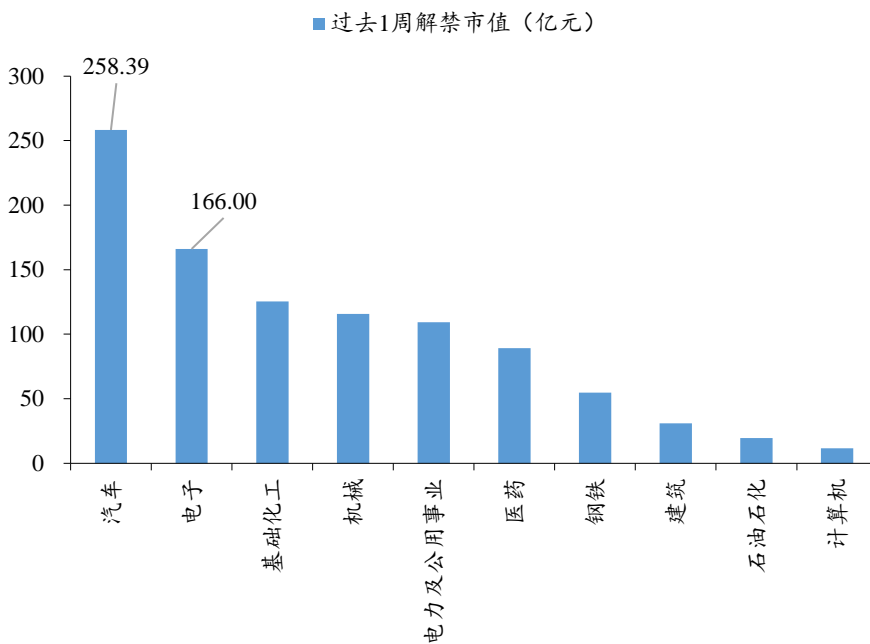
图 44: 定增募资情况



数据来源: 东北证券, Wind

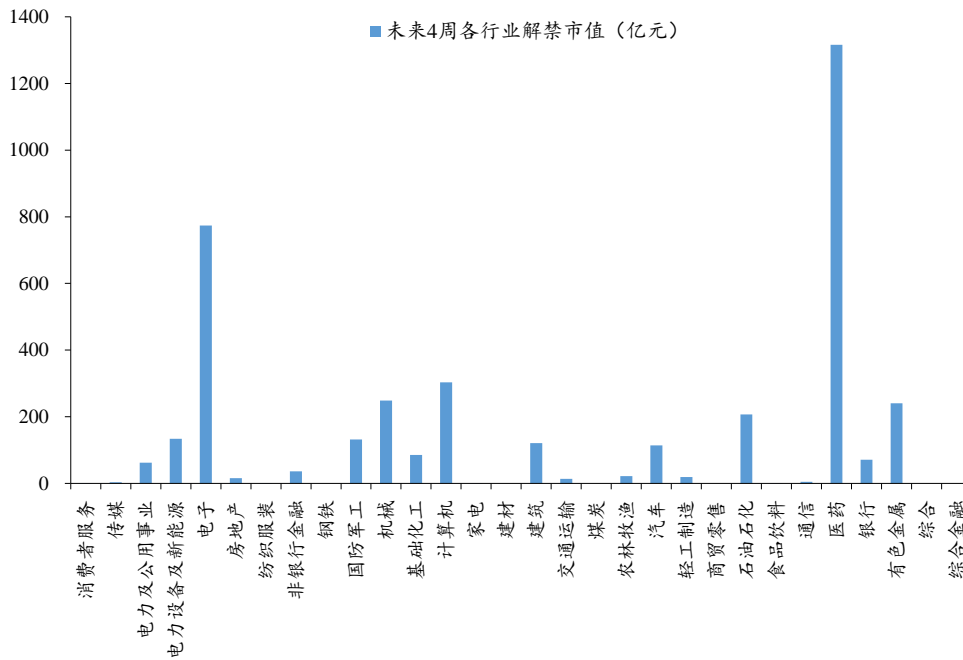
定增解禁规模: 截至 2023 年 04 月 14 日,上周解禁市值最大的行业是汽车 (258.39 亿)、电子 (166.00 亿) 和基础化工 (125.43 亿), 未来 4 周解禁市值最大的行业是医药 (1315.95 亿)、电子 (773.87 亿) 和计算机 (303.10 亿)。

图 45: 过去一周解禁市值靠前的行业



数据来源: 东北证券, Wind

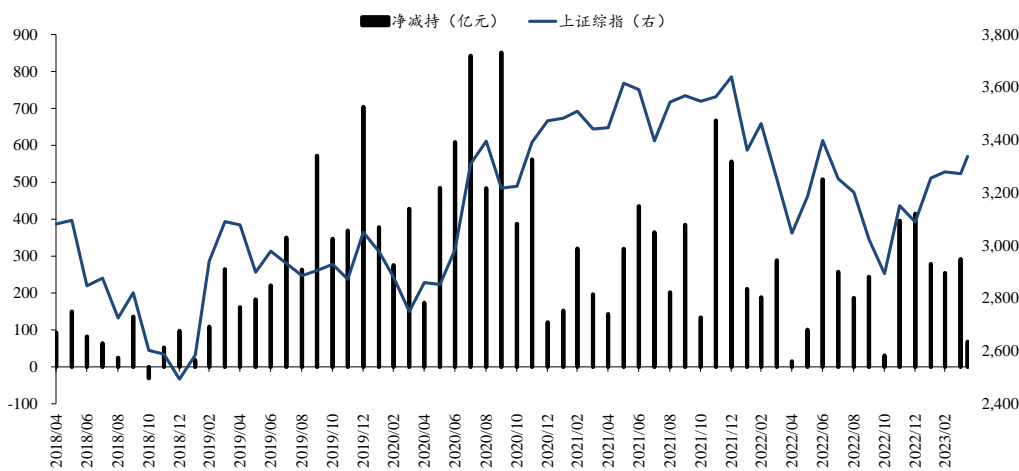
图 46: 未来 4 周各行业解禁市值 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

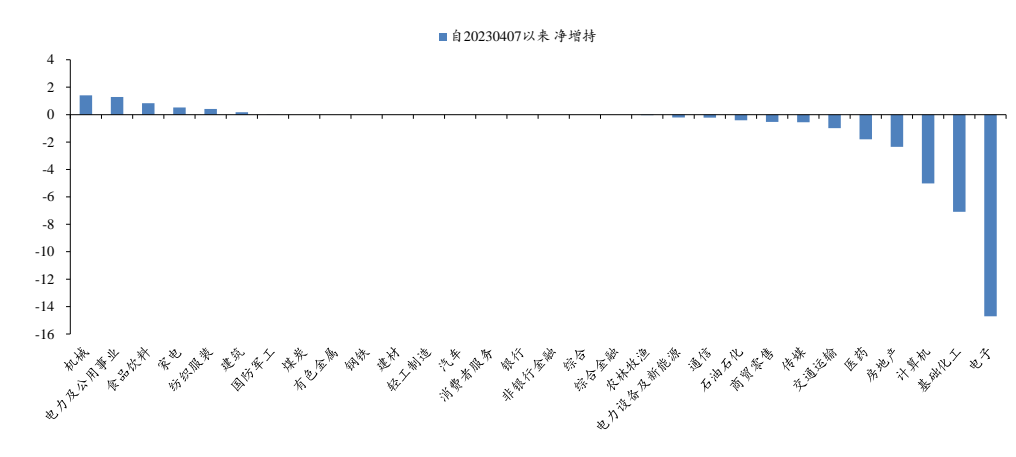
产业资本减持规模: 截至 2023 年 04 月 14 日, 上周大股东净减持 23.52 亿元, 高管净减持 7.55 亿元。分行业来看电子、基础化工净减持金额靠前, 分别为 14.71 亿、7.09 亿元。

图 47: 产业资本净减持与上证综指



数据来源: 东北证券, Wind

图 48: 行业产业资本增减持情况 (亿)



数据来源: 东北证券, Wind

风险提示: 地缘风险超预期, 经济修复、政策出台不及预期。

研究团队简介:

邓利军：复旦大学计算数学硕士，上海交通大学本科，现任东北证券策略组组长。曾任川财证券首席策略分析师；在混沌投资等多家私募基金公司任商品期货和股指期货研究员、投资经理；具有 10 多年证券市场从业经验。2015 年所在团队获得新财富最佳分析师策略领域入围奖。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

