

2023年02月19日

专题研究

策略研究

研究所
 证券分析师：胡国鹏 S0350521080003
 hugp@ghzq.com.cn
 证券分析师：袁稻雨 S0350521080002
 yuandy@ghzq.com.cn

TMT 行情后续如何演绎

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《——策略专题研究报告：中小风格占优，首选中证500和1000*胡国鹏，袁稻雨》——2023-02-12
 《——国内政策与海外之声第23期：开年各省经济工作部署有何看点？*胡国鹏》——2023-02-12
 《——风格四部曲之成长：如何用成长风格做超额？*胡国鹏，袁稻雨》——2023-02-07
 《——策略专题研究报告：春节至两会期间的市场与主线*胡国鹏，袁稻雨》——2023-02-05
 《——策略专题研究报告：2023年哪些细分领域有望涨价？*胡国鹏》——2023-02-01

投资要点：

- 1、2010年以来TMT的行情演绎呈现出两种形势，一是强产业周期催化下的持续超额收益，以2010至2015年为代表，二是脉冲性质的上行，多发生在2016年以后的历年年初，其中2019年和2020年初较为明显。
- 2、流动性宽松与阶段性产业趋势的叠加是2019年和2020年初TMT板块脉冲行情的共同特征，TMT板块超额收益行情主要靠估值驱动，受流动性和风险偏好影响明显。
- 3、TMT脉冲行情的结束通常伴随市场风险偏好的回落，流动性收紧与风险事件扰动常为直接原因。在TMT行情结束后，市场多转向确定性更高的消费板块。
- 4、本轮以数字经济建设为核心的产业周期初具雏形，信创、消费电子以及半导体具备基本面支撑，近期ChatGPT的问世开启了人工智能应用领域的新局面，产业生态迎来新浪潮。
- 5、在国内经济企稳复苏的背景之下，当前宏观流动性与市场风险偏好均较为稳定，估值持续回调的因素尚不具备。本轮TMT板块超额收益幅度相比2019年和2020年初仍有距离，除计算机之外其它赛道均处于底部，TMT有望成为全年主线，短期调整或不改中期看好趋势。
- 摘要：
- 1、2010年以来TMT的行情演绎呈现出两种形势，一是强产业周期催化下的持续超额收益，以2010至2015年为代表，二是脉冲性质的上行，多发生在2016年以后的历年年初，其中2019年和2020年初较为明显。2013-2015年的TMT产业周期中，在政策强催化下产业趋势持续增强。2013年的标签是手游元年与国产电影元年，产业趋势及商业逻辑得到反复加强；2015年“互联网+”浪潮向全行业各领域广泛渗透，内容领域红利持续释放。2016年后TMT板块缺乏政策发力与产业周期的共振催化，超额收益往往在超跌反弹时或年底年初的业绩空窗期实现。其中2018年和2019年年初TMT板块在市场超跌反弹时体现出弹性较大的特征，2019年末至2020年初在“云”

概念催化下成为市场上涨主线。

- **2、流动性宽松与阶段性产业趋势的叠加是 2019 年和 2020 年初 TMT 板块脉冲行情的共同特征，TMT 板块超额收益行情主要靠估值驱动，受流动性和风险偏好影响明显。**2019 年 2 至 3 月 TMT 板块相对万得全 A 超额收益 21.9%，主要原因为中美流动性同步转松叠加创业板商誉暴雷风险出清。2019 年 8 至 12 月，全球开启降息周期，受益于半导体销售额的增长以及 TWS 无线耳机产业的开启，TMT 板块相对万得全 A 超额收益 14.58%。2020 年初，新冠疫情冲击下政策宽松加码，伴随 5G 产业链得全面铺开，以及云办公、云医疗、云教育等线上经济需求扩张，2020 年 1 月至 2 月下旬 TMT 板块跑出超额收益 22.29%。
- **3、TMT 脉冲行情的结束通常伴随市场风险偏好的回落，流动性收紧与风险事件扰动常为直接原因。在 TMT 行情结束后，市场多转向确定性更高的消费板块。**具体来看，2019 年年初 TMT 板块行情结束于 3 月，国内宽信用不及预期以及中美贸易摩擦再起是导致市场风险偏好回落的主要原因，随后市场转向拥抱消费核心资产。2020 年一季度疫情全球蔓延冲击行业基本面，叠加微观交易层面出现过热迹象，3 月后 TMT 板块行情结束。海外疫情蔓延冲击市场风险偏好及盈利预期，市场经历普跌后转向拥抱“确定性”更高的消费板块。
- **4、本轮以数字经济建设为核心的产业周期初具雏形，信创、消费电子以及半导体具备基本面支撑，近期 ChatGPT 的问世开启了人工智能应用领域的新局面，产业生态迎来新浪潮。**一方面，国内信创产业发展趋势愈发清晰。近两年，随着底层基础设施至上层应用软件产业链闭环的形成，我国信创项目进入大规模落地阶段，产品从能用向好用转变，应用场景与生态体系不断完善。另一方面，人工智能应用领域打开新局面。近期 ChatGPT 的火爆出圈，其背后反映了人工智能大模型正在加速技术落地，AI 应用商业化潜能逐步彰显。国内 AIGC 产业生态迎来新浪潮。
- **5、在国内经济企稳复苏的背景之下，当前宏观流动性与市场风险偏好均较为稳定，估值持续回调的因素尚不具备。本轮 TMT 板块超额收益幅度相比 2019 年和 2020 年初仍有距离，除计算机之外其它赛道均处于底部，TMT 有望成为全年主线，短期调整或不改中期看好趋势。**
- **风险提示：**全球疫情反复、海外通胀超预期、美联储继续鹰派、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

内容目录

1、 TMT 行情后续如何演绎	5
1.1、 TMT 行情演绎的两种形式	5
1.2、 2019 年与 2020 年初的 TMT 板块脉冲行情	6
1.3、 如何看待本轮 TMT 行情	12
2、 三因素关键变化跟踪及首选行业	14
2.1、 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化	14
2.2、 2 月行业配置：非银金融、计算机、电力设备	15
3、 风险提示	17

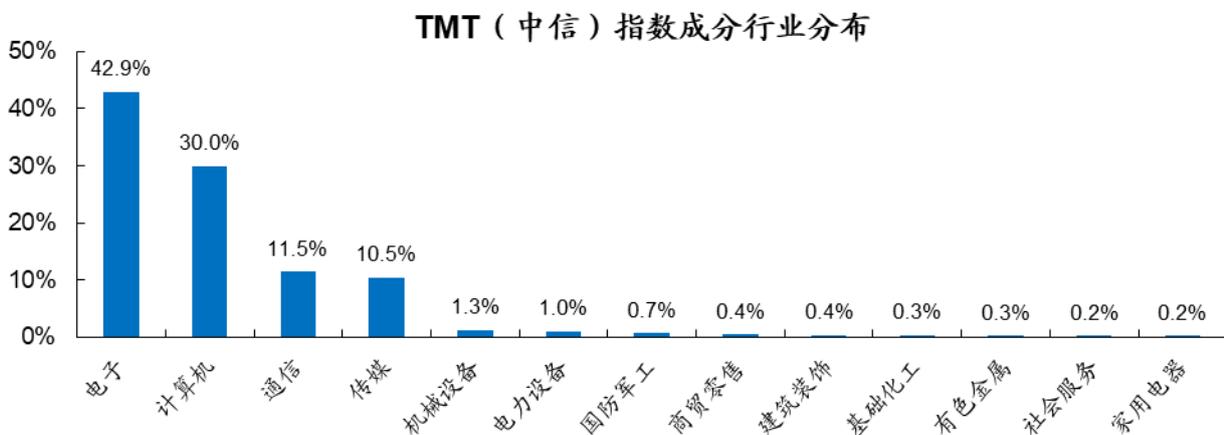
图表目录

图 1: TMT (中信) 指数成分行业分布	5
图 2: 2020 年 TMT 分别在年初及年中跑出超额收益	6
图 3: 2019 年 TMT 分别在 2-3 月、7-12 月具有显著的超额收益	7
图 4: 2019 年我国半导体销售额持续上升	7
图 5: 2019 年 TMT 受益于 TWS 无线耳机的“爆款”	7
图 6: 2019 年美联储从暂停加息至降息, 我国央行在 11 月初降息	8
图 7: 2019 年 3 月 13 日, TMT 主要板块的换手率创新高	8
图 8: 2019 年二季度和三季度电子、半导体业绩同比负增长有所收敛	8
图 9: 2019 年 3-7 月, 以茅指数为代表的消费核心资产受益于外资加速流入和市场避险	9
图 10: 2020 年 TMT 分别在年初及年中跑出超额收益	10
图 11: 2019 年三季度以来半导体行业景气度开始下行	10
图 12: 2020 年 Q1 电子、半导体相关行业归母净利润增速处于底部区间	11
图 13: 半导体、计算机、通信设备换手率于 2020 年 2 月下旬达到历史高位	11
图 14: 2020 年 3 月下旬后市场转向拥抱“确定性”更高的消费板块	11
图 15: “信创”产业链图谱	13
图 16: 截至 2 月 17 日, 全 A 估值水平仍处于近十年中位数以下, TMT 板块估值未显著高估	13
图 17: 年初以来 TMT 板块超额收益幅度最高为 8.24%, 超额收益幅度相比 2019 年和 2020 年初还不够	14
表 1: 2 月建议关注行业及标的	16
表 2: 2 月行业配置表	17

1、TMT 行情后续如何演绎

近一月以来由 ChatGPT 引发的 AIGC 概念板块表现火热，TMT 板块超额收益较为明显。本周计算机板块单日成交额占比最高突破 12%，局部过热特征凸显，伴随周三晚（2 月 15 日）浪潮信息、海天瑞声、初灵信息等 AIGC 概念公司对于 ChatGPT 相关产品暂未获得实际收入声明的发出，板块情绪回落，本周后两个交易日，计算机板块下跌超 5%，拖累市场整体风险偏好。回顾历史，TMT 板块超额行情有何特征？2019 年和 2020 年初 TMT 板块脉冲式行情是如何演绎的？TMT 板块行情结束后，后续优势风格如何寻找？本篇报告，我们将选取中信 TMT 板块指数为参考，结合 2010 年以来几次 TMT 板块超额收益行情的历史经验，以对当前 TMT 行情的后续演绎进行探讨。

图 1：TMT（中信）指数成分行业分布



资料来源：Wind、国海证券研究所（注：截止至 2023 年 2 月 17 日）

1.1、TMT 行情演绎的两种形式

2010 年以来 TMT 的行情演绎呈现出两种形势，一是强产业周期催化下的持续超额收益，以 2013 至 2015 年为代表，二是脉冲性质的上行，多发生在 2016 年以后的历年年初。

2013-2015 年的 TMT 产业周期中，在政策强催化下产业趋势持续增强。TMT 长期的超额主要在 2013 年和 2015 年实现，中信 TMT 指数年涨幅分别达到了 60.1% 和 82.7%。2013 年产业政策发力显著，年初相继通过科技中长期规划、召开全国科技创工作会议；产业层面，2013 年的标签是手游元年与国产电影元年，产业趋势及商业逻辑得到反复加强。2015 年，“互联网+”在 3 月被首次写入政府工作报告，并提出制定“互联网+”行动计划，成为国家战略；在此背景下“互联网+”浪潮向全行业各领域广泛渗透，内容领域红利持续释放，科技产业周期达到高点。

2016 年后 TMT 板块缺乏政策发力与产业周期的共振催化，超额收益往往在超跌反弹时或年底年初的业绩空窗期实现。具体来看，2018-2020 年年初皆存在脉冲式的 TMT 板块超额收益，具体发生在 2018 年 2-4 月、2019 年 1-3 月以及 2019

年 11 月-2020 年 2 月，其中 2018 年和 2019 年年初 TMT 板块在市场超跌反弹时体现出弹性较大的特征，2019 年末至 2020 年初在“云”概念催化下成为市场上涨主线。

图 2：2020 年 TMT 分别在年初及年中跑出超额收益



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、2019 年与 2020 年初的 TMT 板块脉冲行情

2019 年 2-3 月 TMT 的超额收益显著，主要原因为美联储暂停加息和商誉暴雷风险出清。流动性层面来看，中美流动性边际宽松。2019 年 1 月 4 日央行超预期降准 100BP 后，美联储在 1 月 31 日 FOMC 会议上表示对全球经济下行的担忧暂缓加息，流动性由紧缩到宽松。从基本面来看，创业板商誉暴雷利空出尽。2018 年年报创业板总共计提商誉减值准备 666 亿元，商誉暴雷风险较 2018 年上半年大幅攀升。截至 2019 年 1 月 31 日，创业板披露 2018 年年报业绩预告中，TMT 板块商誉减值风险在 1 月份的相对走弱中已经充分反映，为 2 月补涨奠定基础。因此，2019 年 1 月 31 日-3 月 11 日，TMT 大幅上涨 47.84%，相对万得全 A 产生超额收益 21.9%。

外资加速入场、宽信用不及预期和中美贸易摩擦再升级，2019 年 3-7 月 TMT 板块尚未产生超额收益，市场拥抱消费核心资产。第一，外资加速入场拥抱消费核心资产。2019 年 3 月上旬，MSCI 宣布计划在 2019 年 5 月、8 月和 11 月将 A 股纳入因子分三步从 5% 提升至 20%，外资倾向于抱团业绩增速稳定且高 ROE、低估值的消费核心资产（如茅指数）。第二，宽信用和“稳增长”政策不及预期。4 月中旬央行强调“把好货币供应总闸门”和 4 月 19 日政治局会议尚未提及“六稳”，我国宽信用政策退潮，市场风险偏好下降。第三，2019 年 5-7 月开始中美贸易摩擦再升级，从商品贸易向金融、科技领域蔓延，市场风险偏好下降，TMT 指数相对万得全 A 持续走弱。

从市场微观结构来看，市场换手率整体自 2019 年 2 月初加速上行，TMT 主要行业中，电子、半导体、计算机和传媒换手率在 3 月 13 日创历史新高，市场交投情绪高涨。热门赛道交易拥挤情况下，受到宽信用不及预期和中美贸易摩擦再升级等风险事件的影响下，TMT 大幅走弱。

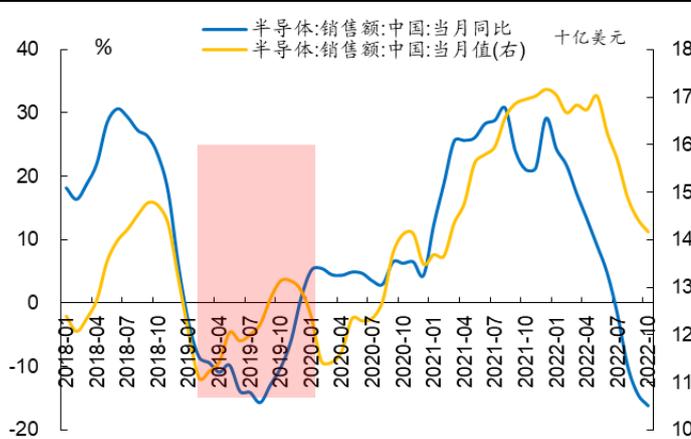
2019年8-12月，受益于半导体销售额的增长、TWS无线耳机的爆款和中美货币政策的宽松，TMT超额收益显著。2019年7-10月，美联储在担忧经济下行压力的考量下，连续3次降息25BP，我国央行在11月初下调1年期MLF利率5BP，货币政策持续宽松。更重要的是，2019年3-11月我国半导体销售额持续上升，TWS无线耳机销量迎来96%的高速增长，导致2019年二季度和三季度半导体和电子业绩均有所改善。2019年7月22日-12月31日TMT大幅上涨21.85%，相对万得全A产生超额收益14.58%。半导体周期的企稳回升和无线耳机的崛起，为2020年1-2月TMT产生超额收益奠定基础。

图3：2019年TMT分别在2-3月、7-12月具有显著的超额收益



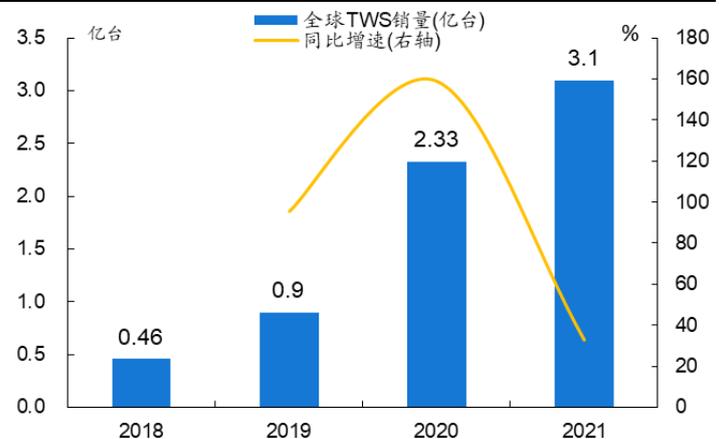
资料来源：Wind、国海证券研究所

图4：2019年我国半导体销售额持续上升



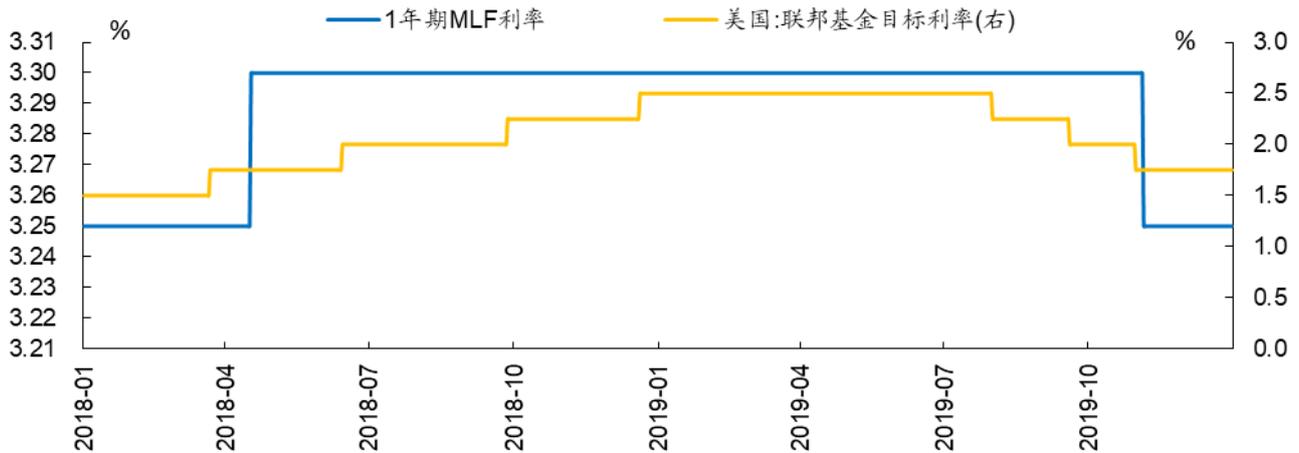
资料来源：wind，国海证券研究所

图5：2019年TMT受益于TWS无线耳机的“爆款”



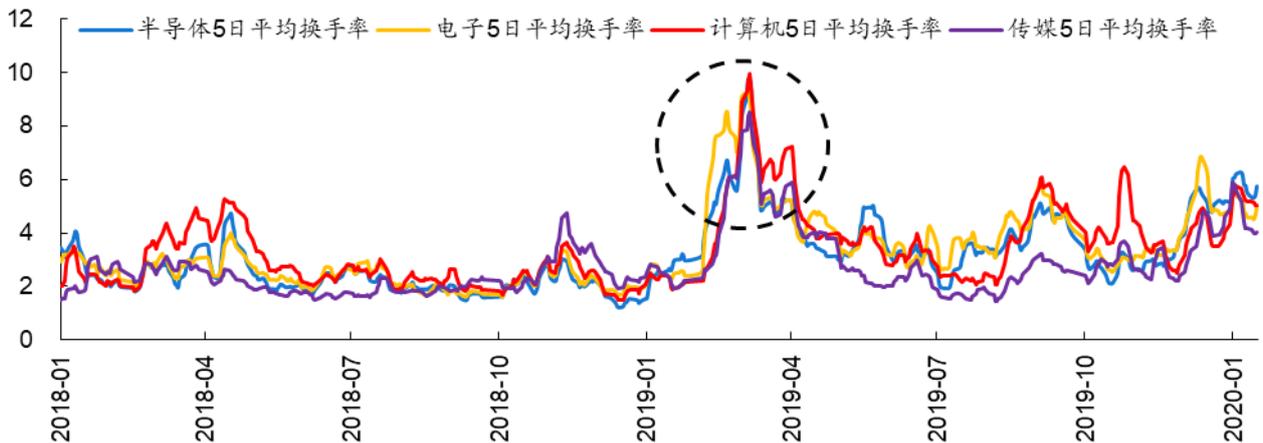
资料来源：52 Audio，国海证券研究所

图 6: 2019 年美联储从暂停加息至降息, 我国央行在 11 月初降息



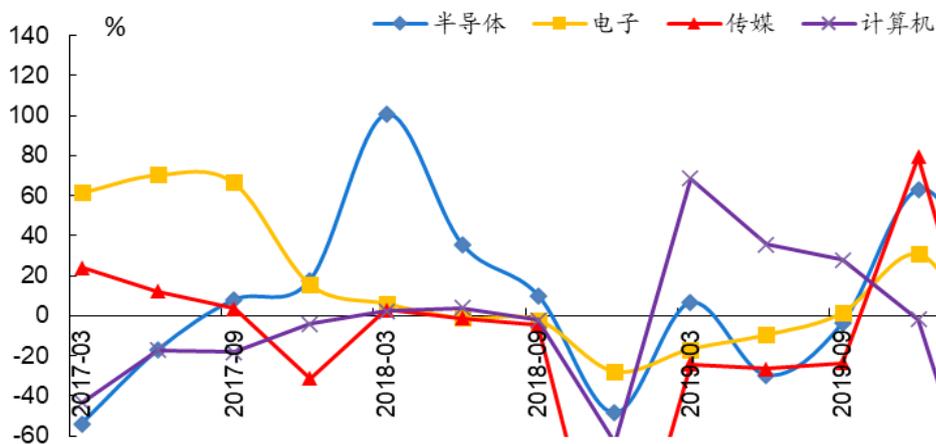
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 2019 年 3 月 13 日, TMT 主要板块的换手率创新高



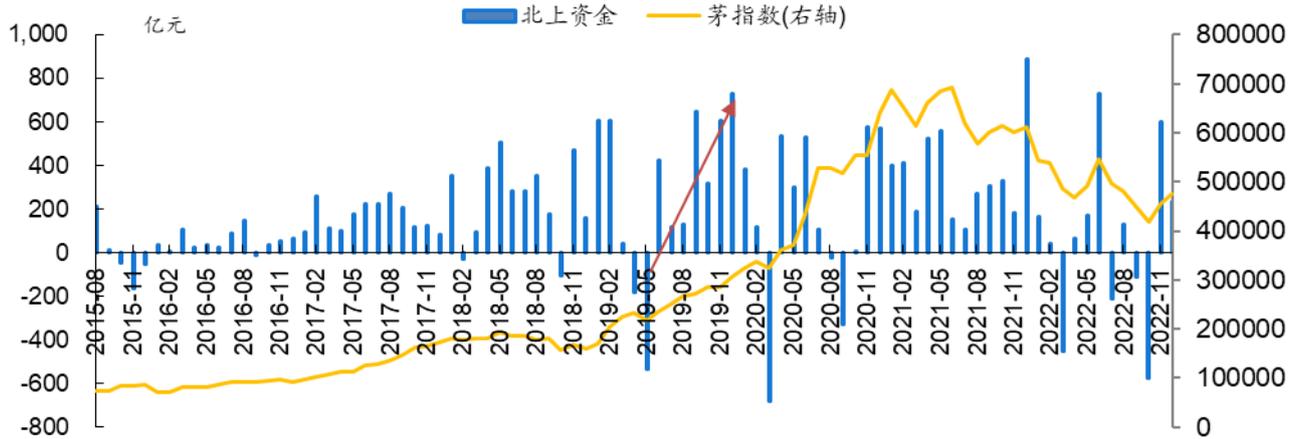
资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 单位: %)

图 8: 2019 年二季度和三季度电子、半导体业绩同比负增长有所收敛



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 2019 年 3-7 月, 以茅指数为代表的消费核心资产受益于外资加速流入和市场避险



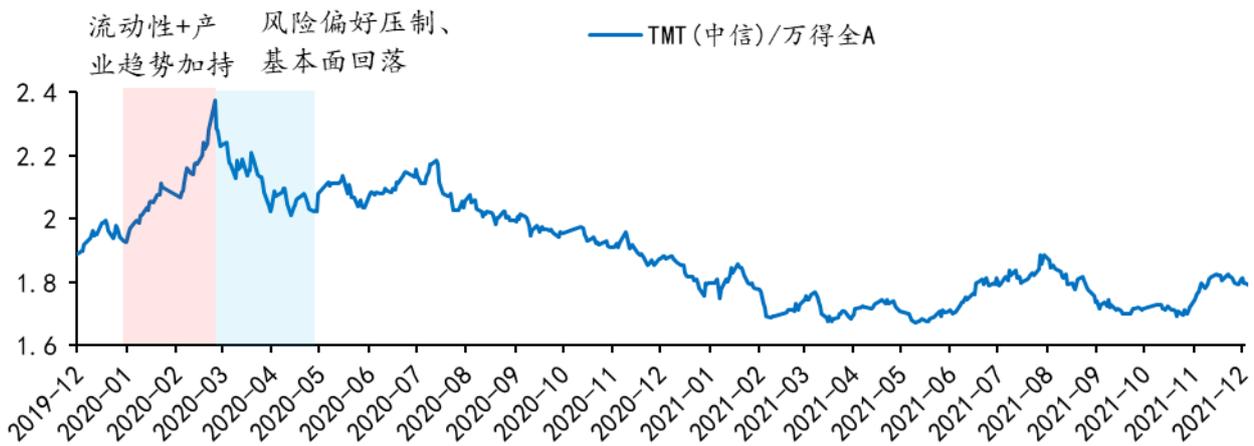
资料来源: Wind、国海证券研究所

2020 年年初在流动性宽松、产业趋势加持下, TMT 板块跑出明显超额收益。流动性层面来看, 2019 年年末国内流动性环境转向全面宽松, 11 月央行降息 5BP; 随后新冠疫情冲击下政策宽松再度加码。产业层面来看, 2019 年以来 5G 产业链全面铺开, 而疫情则进一步加速了在线行业的发展, 云办公、云医疗、云教育等线上经济需求扩张。在此催化下, 2020 年 1 月至 2 月下旬 TMT 板块跑出超额收益, 期间万得全 A 涨幅为 4.47%, TMT 中信指数涨幅为 26.76%, 其中电子、计算机行业涨幅超过 30%。

疫情全球蔓延冲击行业基本面, 叠加微观交易层面出现过热迹象, 3 月后 TMT 板块行情结束。2019 年 11 月和 12 月全球及中国半导体销售额环比增速相继转负, 全球电子行业景气度阶段性回落。而在 2020 年 3 月全球疫情蔓延的不确定下, 供需双降也对电子行业形成显著影响, 2020 年 Q1 电子及其细分行业业绩增速明显下滑。此外, 从换手率来看, 市场换手率整体自 2020 年 1 月开始加速上行, 领涨行业中, 半导体、计算机、通信设备换手率于 2 月下旬达到历史高位, 市场交投情绪高涨。热门赛道交易拥挤情况下, 受到疫情蔓延这一黑天鹅事件催化, 市场见顶回落, TMT 板块行情告一段落。

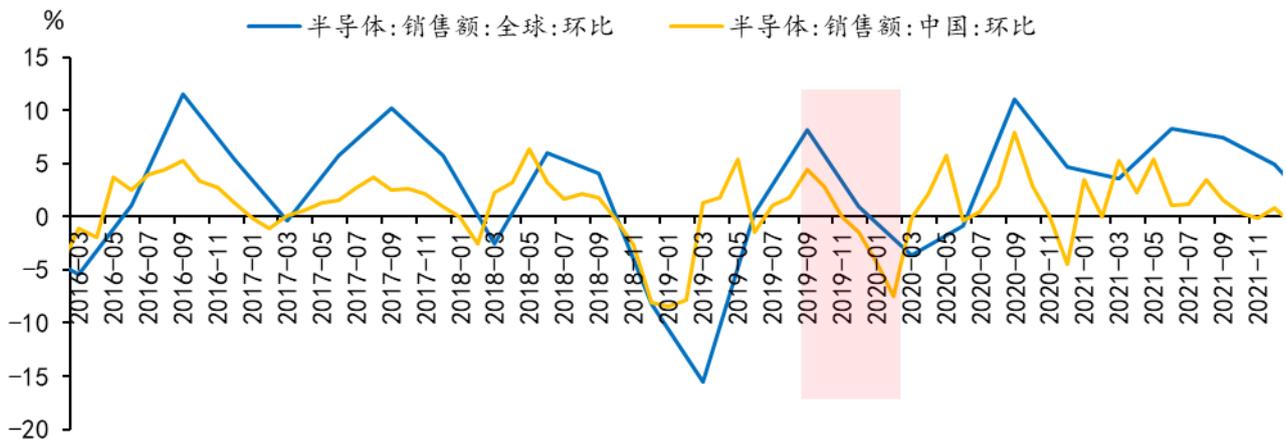
海外疫情蔓延冲击市场风险偏好及盈利预期, 市场经历普跌后转向拥抱“确定性”更高的消费板块。2020 年 3 月海外疫情爆发、美股接连熔断影响市场风险偏好, 导致市场出现普跌, 3 月 5 日至 3 月 23 日万得全 A 下跌 13.3%, 31 个申万一级行业均取得负收益。随着 3 月全球货币宽松政策加码, 国内疫情形势好转且逐步进入复工复产, 投资者风险偏好有所缓和, 市场于 3 月下旬止跌。但受到彼时国内经济形势尚不明朗、海外疫情仍然没有触及拐点的背景下, 市场转向拥抱食品饮料、医药生物等疫后修复确定性较强的品种。

图 10: 2020 年 TMT 分别在年初及年中跑出超额收益



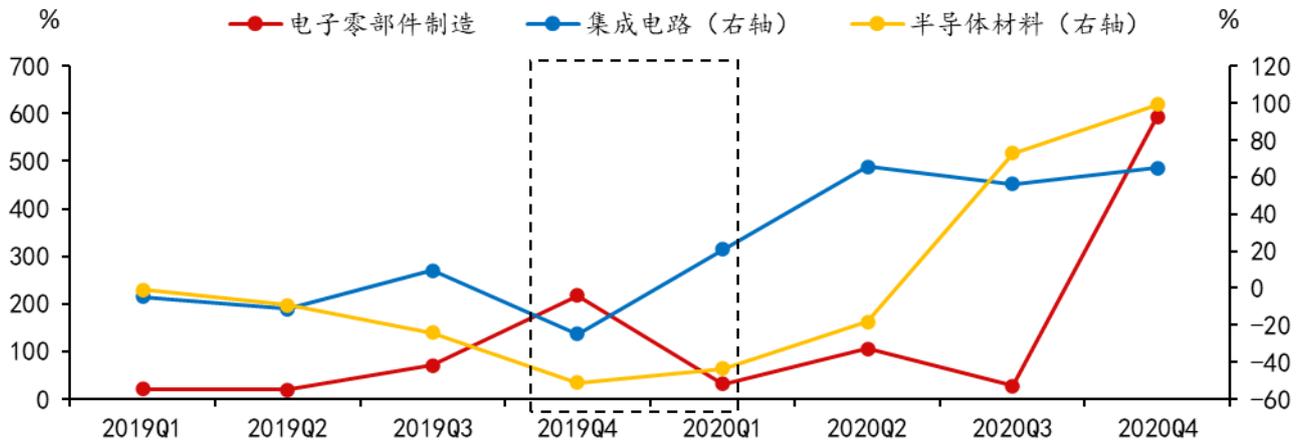
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 2019 年三季度以来半导体行业景气度开始下行



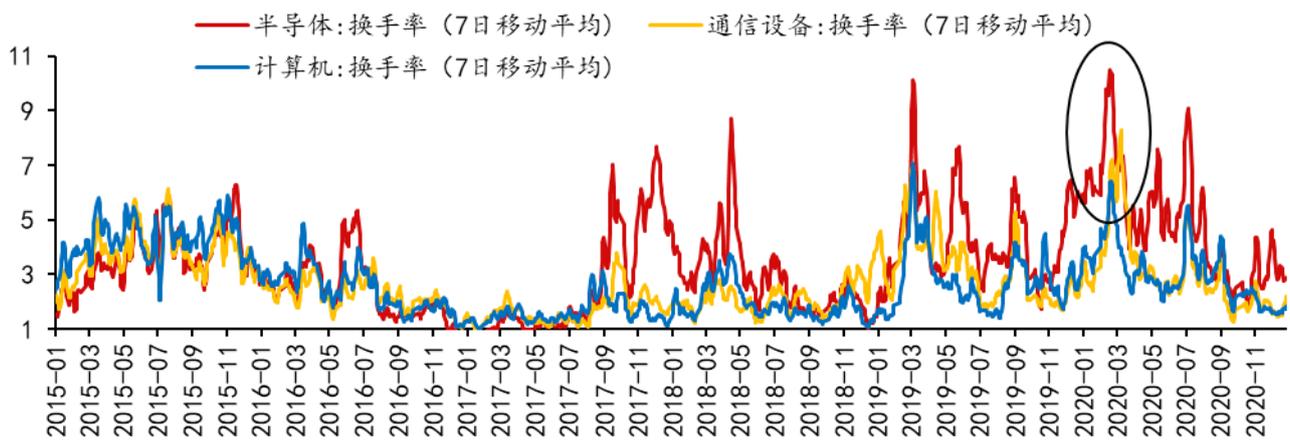
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 12: 2020 年 Q1 电子、半导体相关行业归母净利润增速处于底部区间



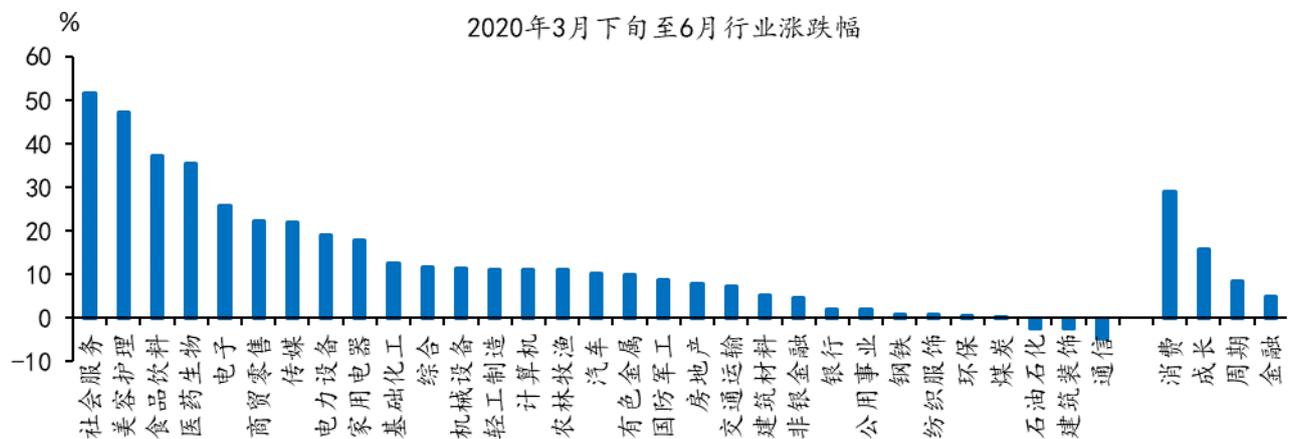
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 半导体、计算机、通信设备换手率于 2020 年 2 月下旬达到历史高位



资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 单位: %)

图 14: 2020 年 3 月下旬后市场转向拥抱“确定性”更高的消费板块



资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 时间统计区间为 2020 年 3 月 25 日至 6 月 30 日)

1.3、如何看待本轮 TMT 行情

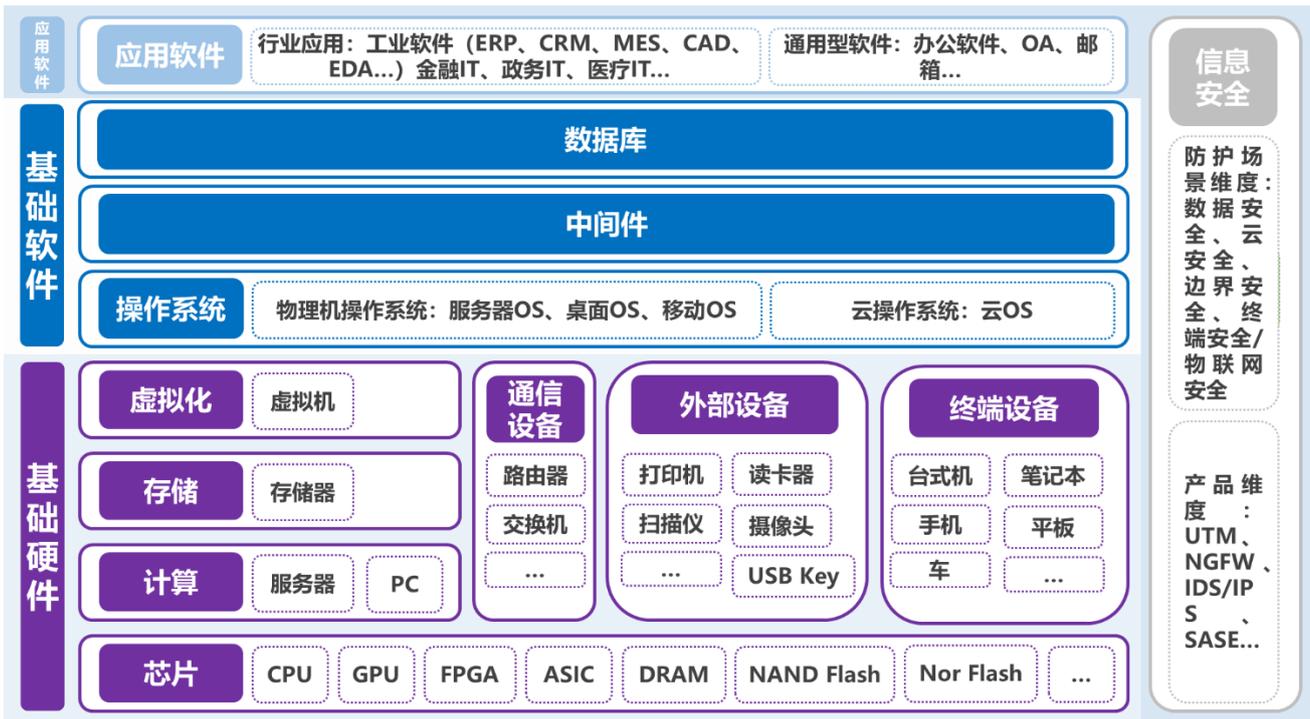
以数字经济建设为核心的产业周期初具雏形。2022年1月国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，确立了到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%的发展目标。当前，经济发展方式由工业化向信息化、智能化转型已经成为大势所趋，我国以数字经济建设为核心的产业周期亦初具雏形。一方面，国内信创产业发展趋势愈发清晰。近两年，随着底层基础设施至上层应用软件产业链闭环的形成，我国信创项目进入大规模落地阶段，党政信创逐步向区县下沉渗透，行业信创由试点转为全面铺开，产品从能用向好用转变，应用场景与生态体系不断完善。另一方面，人工智能应用领域打开新局面。近期 ChatGPT 的火爆出圈，其背后反映了人工智能大模型正在加速技术落地，AI应用商业化潜能逐步彰显。近期百度、阿里、字节、腾讯等国内互联网巨头相继宣布涉足类似 ChatGPT 的 AIGC 项目，国内 AIGC 产业生态迎来新浪潮。

现阶段宏观流动性与市场风险偏好均较为稳定，在国内经济企稳复苏的背景之下，估值回调的因素目前尚不具备。本周市场情绪走弱主要源于以人工智能板块为代表的局部交易拥挤问题的阶段性修正，此外，美债利率的快速上行以及泛地缘政治事件亦影响了市场短期风险偏好。但本周（2月17日当周）国内经济景气实则回升，下游开工率提升带动钢材需求改善，一、二线城市新房价格环比上涨，房地产市场出现回暖迹象。与此同时，虽然美联储加息预期近期有所反复，但伴随海外通胀的见顶回落，全球流动性紧缩高点亦已过去，本月央行连续第三个月超额续作 MLF，国内流动性环境维持合理充裕。现阶段宏观流动性与市场风险偏好均较为稳定，在国内经济企稳复苏的背景之下，估值回调的因素目前还不具备。此外，当前全 A 估值水平仍处于近十年中位数以下，TMT 板块中估值水平较高的计算机板块市盈率仅处于近十年 62% 分位，整体估值调整需求并不强烈。

本轮 TMT 超额行情仍处于初期，超额收益幅度相比 2019 年和 2020 年初仍有距离。本轮由 ChatGPT 主导的中小成长风格占优已持续近 1 个月，本周计算机板块单日成交额占比超 12%，局部过热特征凸显，但从整体超额收益来看，年初以来 TMT 板块超额收益幅度最高为 8.24%，2019 年与 2020 年初 TMT 板块脉冲行情的超额收益均在 20% 以上。从板块超额收益角度来看，本轮 TMT 行情仍处于初期。

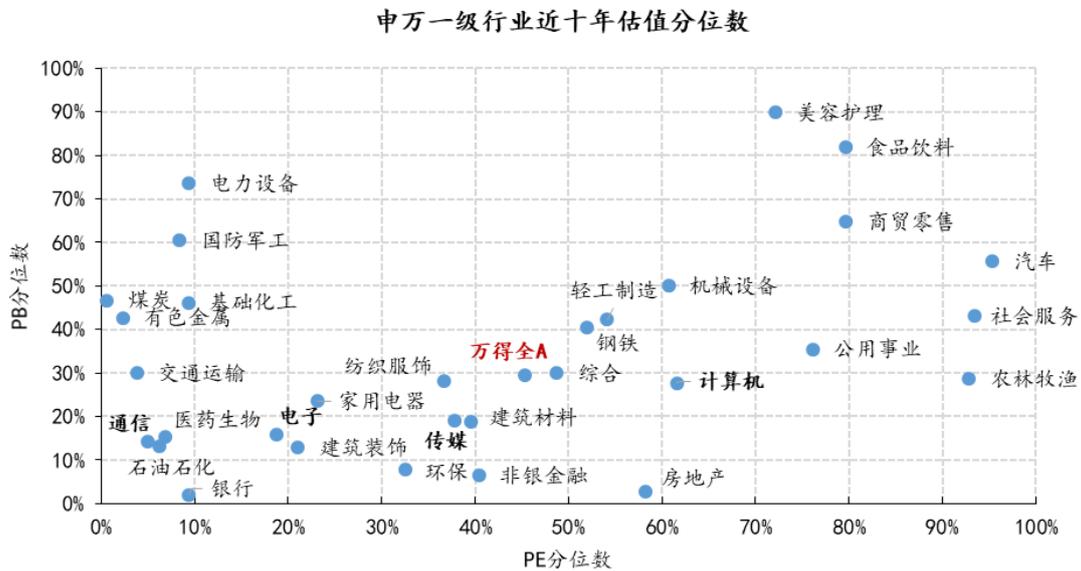
在今天的宏观环境下，小盘优于大盘仍是大概率事件，TMT 有望成为全年主线，短期调整或不改中期看好趋势。2023 年在海外经济增长动能回落、国内在以高质量发展为核心的宏观经济政治形势之下，中国经济强复苏情况较难出现，经济或将呈现“上有顶、下有底”的格局。结合历史经验，在相对平稳的经济环境下，小盘成长风格常具备更高胜率（详见《中小风格占优，首选中证 500 和 1000》）。与此同时，“十四五”期间国内 TMT 产业周期或将呈现多点开花的局面，在大国博弈的时代背景下，发展与安全并重，关键环节自主可控势在必行，在政策扶持之下，国内信息尖端技术正迎来发展机遇。当前国内信创已形成产业链完整闭环，AIGC 元年开启，未来信创、芯片、人工智能、消费电子等细分赛道仍将持续发展，TMT 板块景气趋势向好，有望成为 2023 年全年主线。

图 15: “信创” 产业链图谱



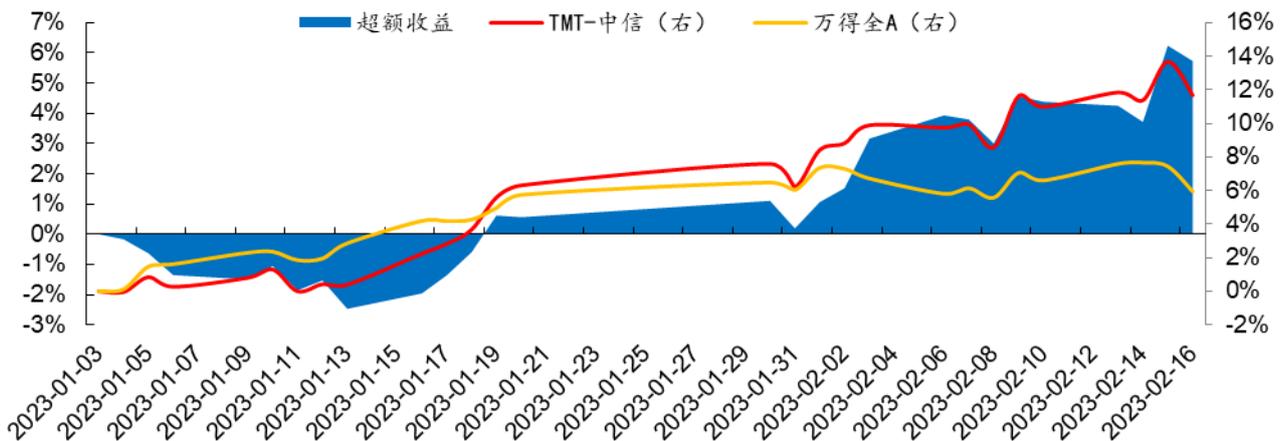
资料来源: 《中国信创产业发展白皮书(2021)》中国电子学会, 国海证券研究所

图 16: 截至 2 月 17 日, 全 A 估值水平仍处于近十年中位数以下, TMT 板块估值未显著高估



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 2013 年 2 月 19 日至 2023 年 2 月 17 日)

图 17: 年初以来 TMT 板块超额收益幅度最高为 8.24%，超额收益幅度相比 2019 年和 2020 年初还不够



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (注: 截止至 2023 年 2 月 17 日)

2、三因素关键变化跟踪及首选行业

从最新的经济高频数据来看, 生产端好于需求端, 地产、汽车销售恢复较缓慢, 以出行为代表的服务业恢复较好, 外需方面领先指标韩国出口下行程度相对稳定。国内市场利率波动收敛, 短端利率明显上行, 美债利率和美元指数双双上行, 外资维持流入但规模不大。本周市场呈现分化下跌的态势, 成长领跌, 风险偏好显著下行。

2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

从最新的经济高频数据来看, 生产端好于需求端, 地产、汽车销售恢复较缓慢, 以出行为代表的服务业恢复较好, 外需方面领先指标韩国出口下行程度相对稳定。春节后生产端的恢复态势较好, 2 月第三周唐山高炉开工率和产能利用率继续上行, 轮胎开工率明显上行。需求端方面, 截至 2 月 16 日, 2023 年 1-2 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑约 23%, 地产销售仍较为低迷。从汽车销售来看, 2 月 1-12 日, 乘用车市场零售 46.4 万辆, 同比增长 46%, 但今年以来累计零售同比去年下降 27%。从出行的情况来看, 四大一线城市地铁客运量维持高位。从外需来看, 韩国 2 月前 10 日日均出口额同比减少 14.5%。

国内市场利率波动收敛, 短端利率明显上行, 美债利率和美元指数双双上行, 外资维持流入但规模不大。从国内市场利率来看, 近期国内十债利率围绕 2.89% 震荡, 波动明显收敛, 短端利率上行超过 2% 的逆回购政策利率。海外方面, 十年期美债收益率明显上行, 超过 3.8%。汇率方面, 美元指数显著上行, 人民币汇率小幅贬值。从市场流动性来看, 外资在本周延续流入, 但流入规模不大。

本周市场呈现分化下跌的态势, 成长领跌, 风险偏好显著下行。过去一周 A 股呈现分化下跌的态势, 各风格中, 消费微涨, 成长和金融领跌, 其中成长跌超 3%。

风险偏好显著下行，成交金额大部分交易日保持在 9200 亿左右。

2.2、2 月行业配置：非银金融、计算机、电力设备

行业配置的主要思路：春季躁动布局成长，建议关注弹性品种。一季度常为 A 股市场的敏感期，由于年初业绩与经济数据的缺失，风险偏好对于市场的影响易被放大，2 月行业风格建议关注具备弹性的成长板块。配置上建议关注弹性品种，包括 1) 非银金融，为估值较低的进攻板块，近两年非银板块持续调整，2023 年春节前市盈率 TTM 十年分位数已降至 30% 附近，估值修复空间充足，全面注册制等政策催化下有望迎来估值业绩双修复；2) 安全资产领域，二十大报告提出显著提升科技自立自强的目标任务，在政策扶持下，国内信息尖端技术迎来发展机遇，如计算机、通信等板块，特别是信创题材产业趋势逐渐明晰；3) 高景气延续的高端制造领域，如部分新能源链条相关的有色金属、化工新材料领域，以及 To G 属性的光伏、储能等赛道。2 月首选行业为非银金融、计算机、电力设备。

➤ 非银金融

支撑因素之一：首部券商经纪业务规章落地。2023 年 1 月 13 日证监会发布《证券经纪业务管理办法》，自 2023 年 2 月 28 日期执行，《办法》从经纪业务内涵、客户行为管理、具体业务流程、客户权益保护、内控合规管控、行政监管问责等六方面作出了具体规定，进一步规范证券经纪业务，引导行业高质量发展。

支撑因素之二：关注券商、保险估值修复机会。近两年非银板块持续调整，2023 年春节前市盈率 TTM 十年分位数已降至 30% 附近，估值修复空间充足。

支撑因素之三：全面注册制改革预期提振市场情绪。2022 年 12 月 21 日证监会在学习传达中央经济工作会议精神时指出要“深入推进股票发行注册制改革”，注册制改革的全面落地将带动券商投行、投资、做市等业务条线发展。

标的：中信建投、东方财富、国联证券、广发证券等。

➤ 计算机

支撑因素之一：政务信息化建设推动国产化软硬件产业加速发展。2022 年 10 月 28 日，国务院办公厅印发全国一体化政务大数据体系建设指南。目标在 2023 年底前，初步形成全国一体化政务大数据体系，数据共享和开放能力显著增强，政务数据管理服务水平明显提升。政策驱动刺激国产数据库、中间件产品需求，为信创行业赢得新的发展空间，长期来看技术迭代创新前景广阔。

支撑因素之二：中国电子信创体系产业链完整，替换空间广阔，生态建设加速。国产信创产品已初步具备大规模应用基础，从 CPU、操作系统、数据库、中间件，到 PC 终端、服务器、存储、外设等都呈现出技术、产品、市场紧密衔接的产业生态，从重构、融合，正在迈向逐渐成熟发展的进程。麒麟软件等国产操作系统厂商，拥有从芯片到系统集成的全产业链生态，国产替代优势明显。

支撑因素之三：二十大强调国家信息安全，信创行业迎来较大发展机遇。二十大报告提出显著提升科技自立自强的目标任务，在政策扶持下，国内信息尖端技术迎来发展机遇。前期信创需求主要集中在党政机关和国企，随着国家安全体系的建立健全，信创将扩展推进到行业企业，越来越多的厂商加入促进信创生态系统的构建，行业将延续高景气发展，是未来几年计算机行业投资主线。

标的：纳思达、中科曙光、金山办公、中国软件等。

➤ 电力设备

支撑因素之一：政策加码支撑能源电子产业迎多重利好。1月17日，工信部等六部门发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见》。《意见》提出要加快智能光伏创新突破，发展高纯硅料、大尺寸硅片技术；加强新型储能电池产业化技术攻关；发展面向新能源的关键信息技术产品。电力系统的智能化建设进程进入加速通道，能源IT产业持续收益。

支撑因素之二：硅料价格下行推动光伏需求回升。硅料价格自2022年11月份以来持续下行，根据Wind数据，光伏级多晶硅现货价2022年11月16日至2023年1月25日降幅约45.3%。随着上游硅料和硅片价格回调，产业链成本下降，近期组件环节排产积极性提升明显，全球光伏需求有望延续增长态势。

支撑因素之三：新能源汽车销量持续保持高增长，有望维持高景气。根据中国汽车工业协会统计数据，2022年我国新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，分别增长96.9%和93.4%，连续8年全球第一，市场占有率已经达到25.6%，增长强劲。随着海外市场逐渐恢复、自主品牌竞争力提升，以及配套环境的日益优化，新能源汽车行业预期将保持较快增长态势。

标的：宁德时代、海优新材、隆基绿能、晶盛机电等。

表 1：2月建议关注行业及标的

建议关注的行业	主要标的
非银金融	中信建投、东方财富、国联证券、广发证券等
计算机	纳思达、中科曙光、金山办公、中国软件等
电力设备	宁德时代、海优新材、隆基绿能、晶盛机电等

资料来源：国海证券研究所

表 2：2 月行业配置表

行业名称	沪深 300 权重 (%)	配置建议	行业名称	沪深 300 权重 (%)	配置建议
食品饮料	12.3	标配	建筑装饰	2.11	标配
电力设备	11.72	超配	房地产	1.92	标配
银行	11.31	标配	国防军工	1.78	标配
非银金融	9.25	超配	农林牧渔	1.78	标配
医药生物	7.44	标配	通信	1.63	标配
电子	7.23	标配	煤炭	1.26	标配
计算机	3.99	超配	石油石化	1.14	低配
汽车	3.36	标配	商贸零售	1.12	标配
交通运输	3.3	标配	建筑材料	1.07	低配
有色金属	3.25	标配	传媒	0.73	标配
家用电器	3.24	标配	钢铁	0.59	标配
公用事业	2.8	标配	美容护理	0.49	标配
基础化工	2.68	标配	轻工制造	0.28	低配
机械设备	2.2	标配	纺织服饰	0.05	标配

资料来源：Wind、国海证券研究所

3、风险提示

全球疫情反复、海外通胀超预期、美联储继续鹰派、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

陈鑫宇，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重专题研究、大类资产配置等

陈婉妤，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

崔莹，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

【分析师承诺】

胡国鹏，袁稻雨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。