

策略周报

煤炭，超越茅台

——策略周末谈（4月第1期）

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.04.06

《安全经济学：当世界向我们露出獠牙——策略周末谈（3月第5期）》2024.03.31

《年报继续披露，北证50近一年跑赢科创50和创业板指数》2024.03.31

《本周A股估值总体小幅收敛——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.03.30

《25家公司披露年报，高比例分红成为关注点》2024.03.26

《致命一击：日本退出YCC——策略周末谈（3月第4期）》2024.03.24

- **重铸β：煤炭，超越茅台。**（1）对标白酒：地产周期下行，预期收益率二次下台阶，市场交易主线正从白酒等“核心资产”切换到煤炭等“稀缺资产”。（2）成为白酒：白酒的β行情来源于16年棚改后的“消费升级”，而煤炭的β行情来源于逆全球化趋下的“能源转型”，都是“穿越经济周期”的。（3）超越白酒：中国贫富差距仍大，“消费升级”终究只是南柯一梦；逆全球化是长期趋势，“能源转型”将支撑煤炭需求持续抬升！
- **煤炭和白酒大β行情的来源：从“消费升级”到“能源转型”。**白酒的β是涨价，“消费升级”带来销售利润率持续抬升；煤炭的β是扩量，“能源转型”驱动资产周转率持续抬升。煤炭的投资逻辑已经从“价格驱动”转向“销量驱动”。类似的，周期股的投资框架也要从“上游看价，中游看量”切换到“上游看量，中游看价”。
- **穿越经济周期：缘起→困惑→信仰→缘灭。**（1）白酒的β行情“缘起”于16年棚改驱动的“消费升级”；“困惑”在18年中美贸易战+国内紧信用，投资者质疑“消费升级”，行情调整；19年中美缓和+信用宽松，“消费升级”信仰强化，白酒行情泡沫化；“缘灭”于21年地产周期下行，“消费升级”切换到“消费降级”，高端白酒降价，行情结束。（2）煤炭的β行情“缘起”于20年疫后全球强刺激+国内环保限产+“能源转型”，煤价暴涨；“困惑”于22Q3开始内外需回落，煤炭进口增加，欧洲退出“双碳”，国内质疑“能源转型”，煤价大跌，行情调整；23Q3以来煤价回落，但煤电规模提升，“能源转型”信仰开始建立，煤炭即将开启长期泡沫化进程！
- **遍历交易特征：煤炭行情即将进入“信仰”暨泡沫化阶段。**（1）煤炭龙头的估值特征处于“信仰”早周期。（2）煤炭的公募持仓仍低配，“能源转型”尚未成为投资者的“信仰”。（3）煤炭相关基金的发行规模偏低，“传统高污染能源”的认知，仍待切换到“能源转型”。
- **探究“缘灭”条件：煤炭行情终结，将在何时出现？**（1）煤炭高频景气指数一般领先行情至少1个月，当前煤炭高频景气指数并未释放“卖出”信号。（2）我们测算，“能源转型”将支撑煤炭需求持续抬升。（3）煤炭是时代的β，每一次“过于拥挤”导致的调整，都是加仓增配的窗口期！（4）除非中美关系缓和，地产回归“强刺激”，或者AI新科技周期提前启动（仍需等待大规模“算力基建”投资），否则煤炭必将开启长期泡沫化行情！
- **逆全球化“大安全当立”！乱世买黄金/资源/公用事业“稀缺资产”（硬通货）。**白酒的β在于全球化“消费升级”，煤炭的β在于逆全球化“能源转型”。逆全球化，乱世买黄金/资源/公用事业“稀缺资产”。行业配置建议继续坚守“八二法则”（详见第6章）。
- **风险提示：**政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 重铸 β : 煤炭, 超越茅台	5
1.1 对标白酒: 煤炭和茅台都是时代的 β	5
1.2 成为白酒: 煤炭和茅台都能“穿越经济周期”	5
1.3 超越白酒: 茅台只是“消费升级”幻觉, 煤炭才是“能源安全”趋势	7
2 煤炭和白酒大 β 行情的来源: 从“消费升级”到“能源转型”	9
2.1 供给约束只是表象: 供给收缩无法确保“穿越经济周期”	9
2.2 真正的 β 在需求端: 从“消费升级”到“能源转型”	10
2.3 消费升级/能源转型的“信仰”, 才是“穿越经济周期”的保障	11
3 穿越经济周期: 缘起→困惑→信仰→缘灭	13
3.1 缘起: 供需结构改善, ROE 中枢上移, 信仰开始建立	13
3.2 困惑: 供需结构恶化, ROE 边际转差, 信仰遭受质疑	14
3.3 信仰: ROE 中枢稳态, “信仰”得到强化, 行业估值泡沫化	15
3.4 缘灭: “消费升级”幻觉破灭	16
4 遍历交易特征: 煤炭行情即将进入“信仰”暨泡沫化阶段	18
4.1 估值水位: 煤炭龙头的估值特征, 处于第 3 阶段“信仰”的早周期	18
4.2 公募持仓: 煤炭的“能源转型”, 尚未升级成为“信仰”	18
4.3 基金发行: 煤炭的市场认可度, 仍待切换到“能源转型”	19
5 探究“缘灭”条件: 煤炭行情终结, 将在何时出现?	20
5.1 高频景气: 煤炭的高频景气, 仍在快速抬升区间	20
5.2 能源转型: 煤炭(火力发电)需求的高点, 将在 2041 年出现	20
5.3 市场特征: 每一次“过于拥挤”导致的调整, 都是加仓煤炭的窗口期	22
5.4 重铸 β : 预期收益率中枢如果再次上移, 煤炭行情才会“缘灭”	23
6 逆全球化“大安全当立”! 乱世买黄金/资源/公用事业“稀缺资产”	24
7 市场全景扫描	25
7.1 市场回顾	25
7.2 行业比较打分	27
7.3 本周重要经济数据	28
8 风险提示	30

图表目录

图表 1: 预期收益率下台阶, 市场交易主线从“核心资产”切换到“稀缺资产”	5
图表 2: 2000 年至今, 白酒共有两次 β 行情, 一次是政务需求驱动的, 一次是消费升级驱动的	6
图表 3: 高端白酒消费场景从政务转向商务	6
图表 4: 2004-2012 年白酒相关基金发行规模较低	6
图表 5: 20 年“双碳”目标实施后, 新能源设备制造用电量增速中枢持续抬升	7
图表 6: 电力行业的煤炭消费量在快速提升	7
图表 7: 21 年起, 全社会用电量同比增速趋势性抬升	7
图表 8: 中国贫富差距仍然较大	8
图表 9: 政策持续发力能源安全自主可控	8
图表 10: 白酒产量自 2016 年起持续下行	9
图表 11: 原煤开采数量从 14 年开始持续下行	9
图表 12: 白酒资本开支从 2017 年开始扩张	9
图表 13: 煤炭资本开支在 15 年后持续下台阶	9
图表 14: 17-21 年白酒行情的 4 个阶段: 缘起、困惑、信仰、缘灭	10
图表 15: 2020 年以来煤炭行情的 3 个阶段: 缘起、困惑、信仰	11
图表 16: 白酒行业的 ROE 主要由销售利润率驱动	12
图表 17: 煤炭行业的 ROE 主要由资产周转率驱动	12
图表 18: PSL 造富效应, 居民可支配收入明显抬升	13
图表 19: 消费升级带来高端白酒“量价齐升”	13
图表 20: 疫后全球财政刺激, 外需明显扩张	13
图表 21: 21 年政策收紧, 环保限产政策频出	13
图表 22: 18 年中美贸易战, 外需承压	14
图表 23: 18 年国内紧信用, 内需承压	14
图表 24: 22H2 煤炭海外供给压力缓解, 价格高位回落	14
图表 25: 22H2 欧洲对于“双碳”的态度不再坚定	14
图表 26: 18-19 年中美关系边际缓和	15
图表 27: 19 年民企(科技)现金流得到改善	15
图表 28: 19 年高端白酒带动中低端白酒涨价	15
图表 29: 白酒行业估值和高端白酒价格高度相关	15
图表 30: 23 年以来, 用电量增速弹性高于工业增加值	16
图表 31: 23Q3 开始, 煤炭估值与煤价走势相关性减弱	16
图表 32: 按照 23 年火电发电量占比测算, 24 年新能源链能带来 2 亿吨煤炭的增量需求	16
图表 33: 21 年开始地产周期下行导致经济增长中枢下移	17
图表 34: 21 年开始房地产销量和价格骤降	17
图表 35: 21 年开始, 中国消费者的收入预期快速下行	17
图表 36: 21 年高端白酒价格回落, 白酒估值下行	17
图表 37: 白酒“信仰”阶段, 龙头估值收敛	18
图表 38: 煤炭龙头估值特征, 类似白酒“信仰”早期	18
图表 39: 基金持仓自 2016 年起持续超配白酒	18
图表 40: 当前基金仍低配煤炭	18
图表 41: 信仰阶段白酒相关基金发行热度再次冲高	19
图表 42: 煤炭相关基金发行热度仍有提升空间	19
图表 43: 煤炭的高频景气基本领先行情至少 1 个月, 当前煤炭高频景气数据仍在快速抬升区间	20
图表 44: 用电量增速中枢下移	21
图表 45: 20 年以来火电占比降速减缓, 中枢-0.8%	21

图表 46: 到 2041 年, 火电发电量将达到最高值.....	21
图表 47: 在 16-20 年期间, 白酒行业每一次“过于拥挤”导致的调整, 都是战略性加仓白酒的窗口期.....	22
图表 48: 红利指数已经“过于拥挤”.....	22
图表 49: 当前煤炭的交易拥挤度并不高.....	22
图表 50: 涌现: “场景革命”的 4 个阶段。大规模“算力基建”投资, 是 AI 科技牛的前提.....	23
图表 51: 行业配置“八二法则”: 80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性.....	24
图表 52: 本周市场回顾.....	26
图表 53: 行业比较.....	28

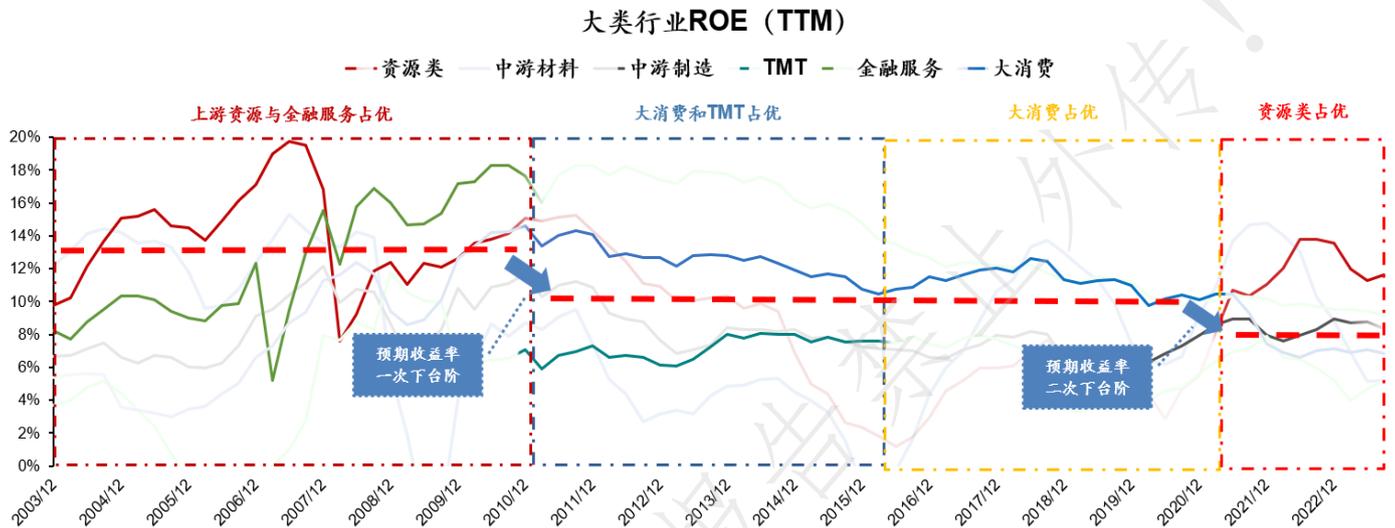
曹柳龙下载, 此报告禁止外传! #

1 重铸β：煤炭，超越茅台

1.1 对标白酒：煤炭和茅台都是时代的β

预期收益率二次下台阶，时代的β正从白酒为代表的“核心资产”，切换到煤炭为代表的“稀缺资产”。我们在 1.14 《时代的β：从核心资产到稀缺资产》中明确指出：(1) 2010 年中国步入“存量经济”时代，经济增速和投资的预期收益率第一次下台阶，市场交易主线从之前高 ROE 的“煤飞色舞”周期股，切换到中等 ROE 的 TMT 和消费“核心资产”。(2) 当前地产周期下行，经济增速和投资的预期收益率第二次下台阶，市场交易主线也正从中等 ROE 的消费和成长“核心资产”（白酒等），切换到中低 ROE 的资源和公用事业“稀缺资产”（煤炭等）。

图表1:预期收益率下台阶，市场交易主线从“核心资产”切换到“稀缺资产”

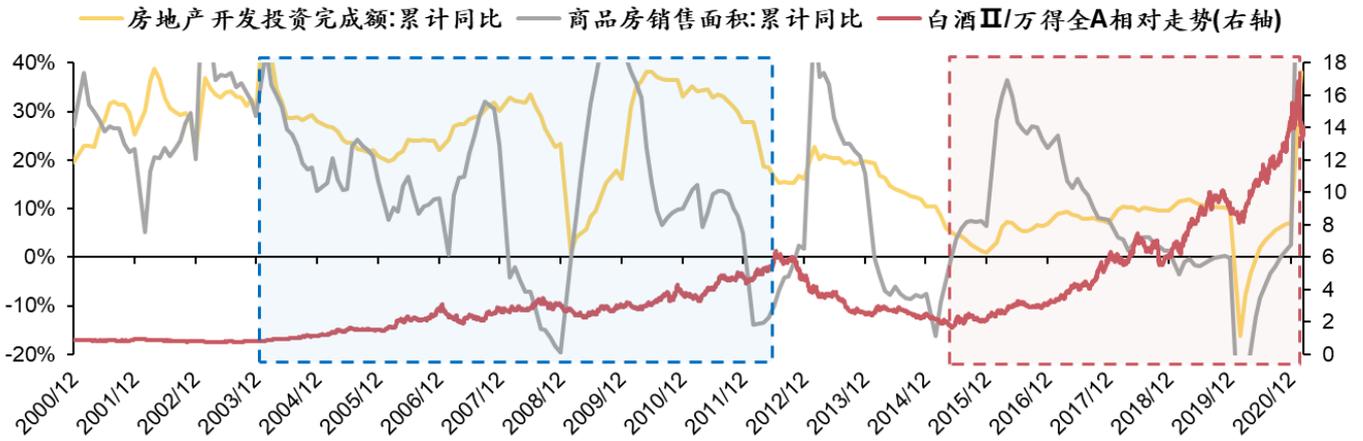


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 成为白酒：煤炭和茅台都能“穿越经济周期”

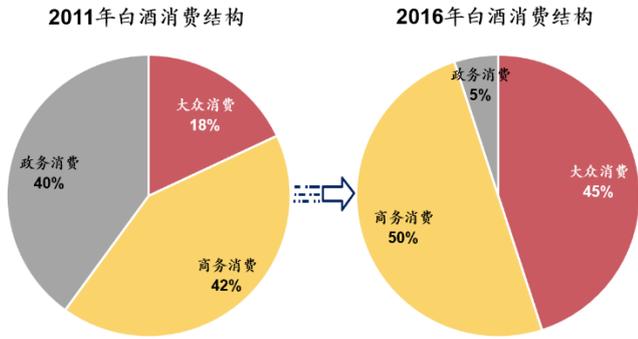
白酒：16-20 年消费升级“穿越周期”，叠加预期收益率首次下台阶，共同驱动白酒（茅台）成为时代的β。2000 年以来，白酒有过两轮大行情，但只有 16-20 年的白酒（茅台）才是时代的β：(1) 03-12 年中国“增量经济”时代，政务需求驱动白酒量价齐升。但当时市场交易主线仍是高 ROE 的“煤飞色舞”周期股，即便白酒长期超额收益，基金发行规模仍相对低位；(2) 16-20 年棚改“造富运动”，居民高端白酒消费升级，填补政务需求空缺，白酒量价齐升。同时，伴随着预期收益率首次下台阶，持续的超额收益也带来白酒基金发行规模暴增。

图表2:2000年至今,白酒共有两次β行情,一次是政务需求驱动的,一次是消费升级驱动的



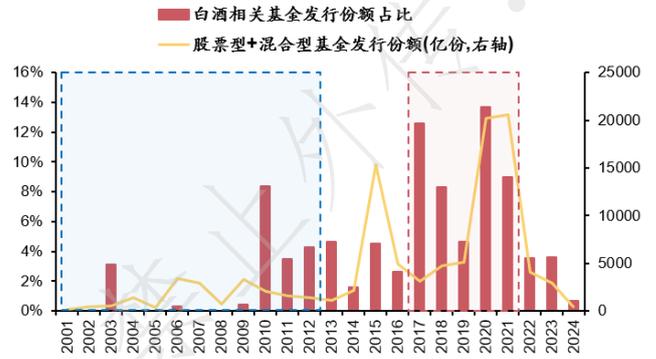
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表3:高端白酒消费场景从政务转向商务



资料来源: 中国食品报社等, 方正证券研究所

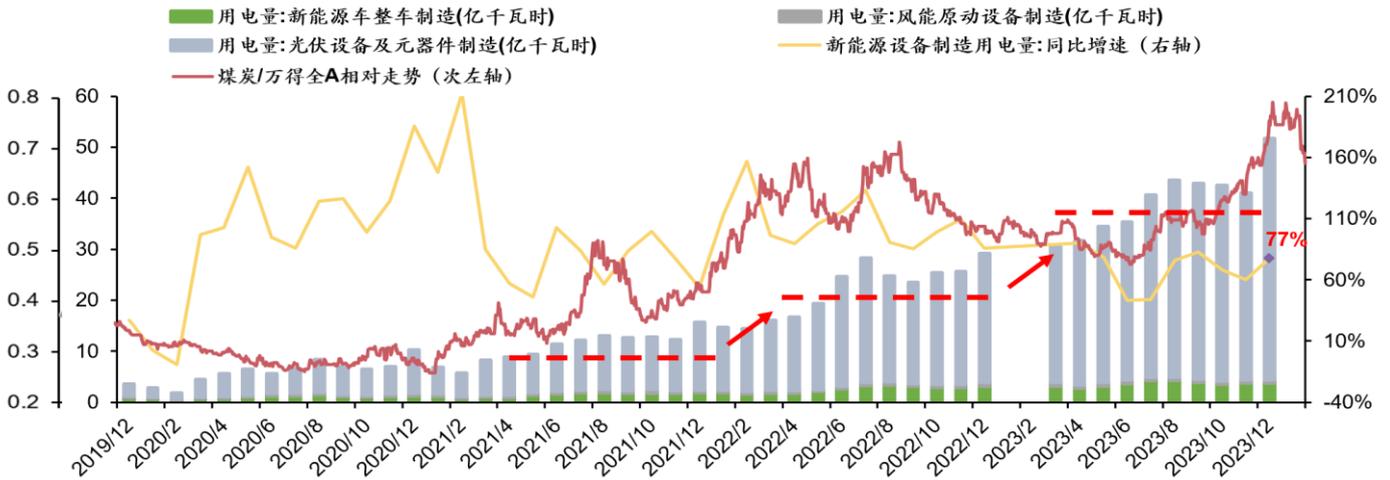
图表4:2004-2012年白酒相关基金发行规模较低



资料来源: Wind, 方正证券研究所

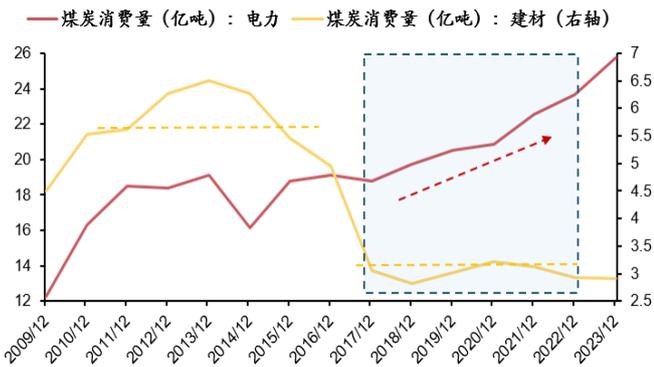
煤炭: 21年以来能源转型“穿越周期”, 叠加预期收益率二次下台阶, 正在驱动煤炭成为时代的β。(1) 逆全球化“大安全当立”! 能源安全转型正在赋予煤炭(火电)需求“超越经济周期”的属性。风电/光伏的生产以及新能源车的生产和使用, 都需要消耗大量的电力, 而中国煤炭火力发电占比接近七成。21年以来, 地产周期下行, 但能源安全转型驱动全社会用电量增速同比趋势性抬升。(2) 地产周期下行, 预期收益率二次下台阶, 过去3年以及未来煤炭行业持续的超额收益, 必将驱动煤炭(能源安全)相关基金的发行规模明显扩张。

图表5:20年“双碳”目标实施后,新能源设备制造用电量增速中枢持续抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6:电力行业的煤炭消费量在快速提升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表7:21年起,全社会用电量同比增速趋势性抬升

全社会用电量同比增速	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2月	-6.3%	4.0%	17.2%	2.0%	7.2%	-10.1%	18.5%	16.9%	11.0%
3月	-2.2%	5.6%	7.9%	3.6%	7.5%	-4.2%	20.7%	3.5%	5.9%
4月	1.3%	1.9%	6.0%	7.8%	5.8%	0.7%	14.2%	-1.3%	8.3%
5月	1.6%	2.1%	5.1%	11.4%	2.4%	4.6%	13.5%	-1.3%	7.4%
6月	1.8%	2.6%	6.5%	8.0%	5.5%	6.1%	10.8%	4.7%	3.9%
7月	-1.3%	8.2%	9.9%	6.8%	2.7%	2.3%	13.7%	6.3%	6.5%
8月	1.9%	8.3%	6.4%	8.8%	3.6%	7.7%	4.3%	10.7%	3.9%
9月	-0.2%	6.9%	7.2%	8.0%	4.4%	7.2%	7.6%	0.9%	9.9%
10月	-0.2%	7.0%	5.0%	6.7%	5.0%	6.6%	6.1%	2.2%	8.4%
11月	0.6%	7.0%	4.6%	6.3%	4.7%	9.4%	3.1%	0.4%	11.6%
12月	-2.2%	6.9%	7.4%	8.8%	13.8%	17.3%	-2.2%	-4.6%	10.0%

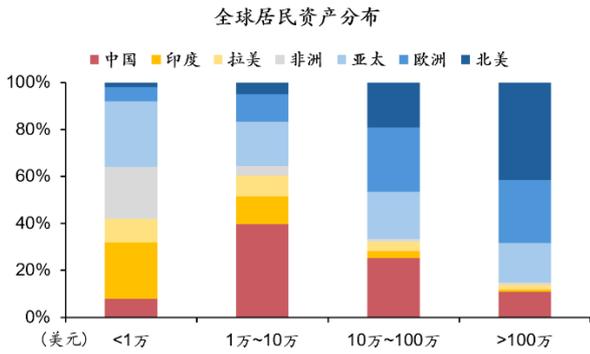
资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.3 超越白酒: 茅台只是“消费升级”幻觉, 煤炭才是“能源安全”趋势

煤炭行情持续性或超过 16-20 年的白酒行情。(1) 16 年棚改“造富运动”开始, 国人普遍预期“房价一直涨, 收入一直涨”。但是, 20 年地产融资“三条红线”戳破地产泡沫, 扭转了这种预期。在一个贫富分化仍较大的国家, 白酒“消费升级”终究也只是南柯一梦。(2) 煤炭“能源安全”是长期趋势。新能源转型不仅仅是“双碳”的环保主题, 更是我们国家实现“能源自主可控”的战略主线, 将会带来煤炭(火电)需求持续抬升, 穿越经济周期!(详见 5.2)

A 股投资会从“上游看价, 中游看量”切换到“上游看量, 中游看价”。“能源转型”事关国家安全, 是实现能源自主可控重要路径之一。因此, “能源转型”大概率会遵循类似“带量采购”政策, 煤炭的价格较难出现类似于 21 年的暴涨。“能源安全”将带来煤电需求持续高位, 驱动煤炭长期泡沫化行情!

图表8: 中国贫富差距仍然较大



资料来源: Visual Capitalist, 方正证券研究所

图表9: 政策持续发力能源安全自主可控

日期	政策名称	主要内容
2020年1月	《新时代的中国能源发展》	提高能源自主可控能力, 加强能源科技创新, 推进能源结构调整, 以及深化能源体制改革。
2021年4月	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	提高新能源产业链自主可控能力, 加快新能源技术研发和推广应用, 优化新能源产业布局, 完善新能源市场机制。
2021年9月	《能源技术创新规划(2021-2035年)》	明确了未来15年中国能源技术创新的目标和重点方向, 包括提高能源装备自主可控能力, 突破关键核心技术, 构建绿色低碳能源技术创新体系。
2022年3月	《关于全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系的指导意见》	加强能源基础设施建设, 提高能源安全保障能力, 以及推进能源基础设施智能化和绿色化。
2024年3月	《政府工作报告》	加强大型风电光伏基地和外送通道建设, 发展新型储能, 促进绿电使用和国际互认, 发挥煤炭、煤电兜底作用。

资料来源: 中国政府网, 方正证券研究所

2 煤炭和白酒大β行情的来源：从“消费升级”到“能源转型”

2.1 供给约束只是表象：供给收缩无法确保“穿越经济周期”

仅从“供给收缩”的角度无法解释 16-20 年白酒以及最近 3 年煤炭的行情。很多人将最近 3 年的煤炭行情归因于“供给约束”驱动的价格上涨，但这无法解释：16 年以来煤炭和白酒的供给都是收缩的，但为什么煤炭和白酒的 β 行情没有同时发生？同样的，仅从“供给收缩”的角度也没法解释 17-20 年白酒的 β：17 年开始白酒行业的资本开支扩张，而煤炭行业的资本开支收缩，但为什么 17-20 年白酒有 β 行情，而煤炭没有？

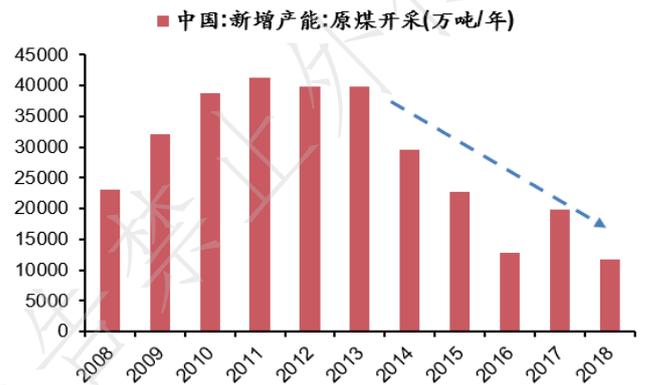
由此可见，时代的 β 是超越“供需结构”决定的经济周期的，是由“消费升级”和“能源转型”等穿越周期的因子驱动的。

图表10: 白酒产量自 2016 年起持续下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11: 原煤开采数量从 14 年开始持续下行



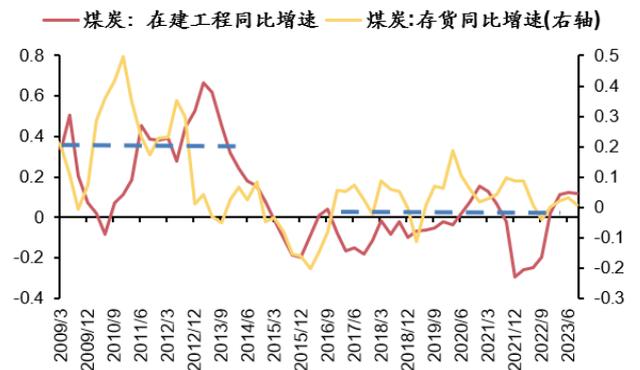
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12: 白酒资本开支从 2017 年开始扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13: 煤炭资本开支在 15 年后持续下台阶



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 真正的β在需求端：从“消费升级”到“能源转型”

我们可以将 16 年以来的白酒行情分为以下 4 个阶段——

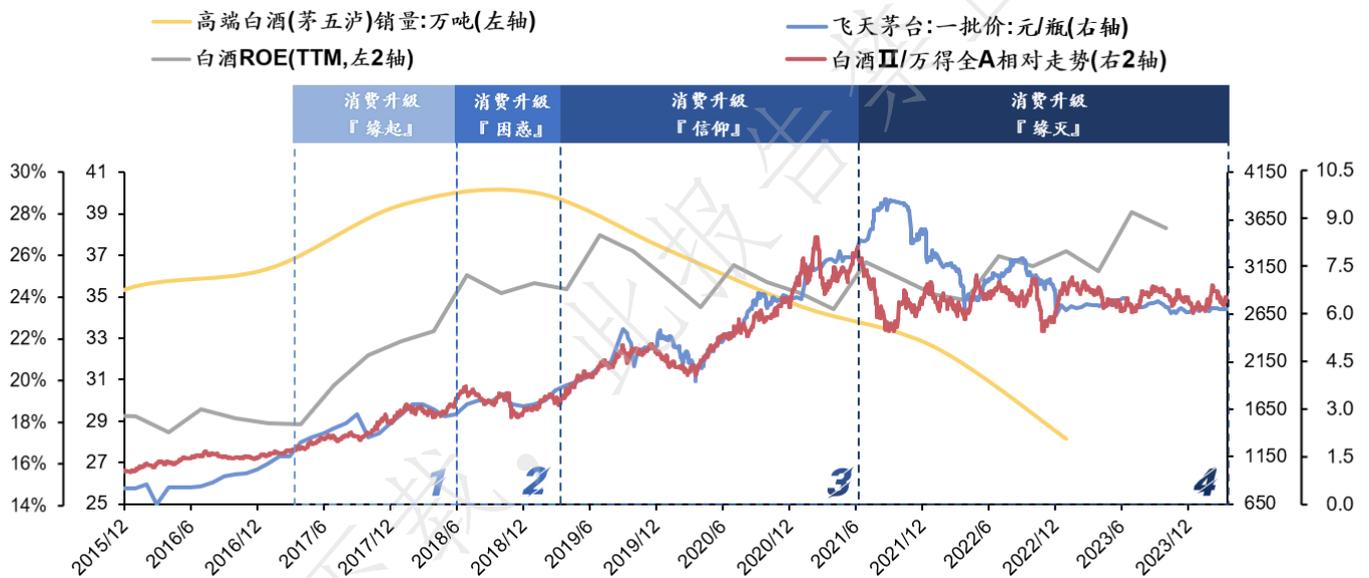
(1) **消费升级·缘起 (17Q3-18Q2)**。16 年棚改“造富运动”开始，居民的收入和资产增值预期持续抬升，“消费升级”带来中高端白酒销售量价齐升，白酒行业的 ROE 中枢快速上行，白酒行情迎来“戴维斯双击”。

(2) **消费升级·困惑 (18Q2-19Q1)**。中美贸易战叠加国内政策“紧信用”，经济下行压力导致“消费升级”的信仰出现松动，中高端白酒销售的量价上行功能停滞，ROE 中枢边际回落，18Q2 白酒行情出现较大幅度调整。

(3) **消费升级·信仰 (19Q1-21Q2)**。中美关系缓和叠加国内政策转向“宽信用”，新能源车和消费电子资本开支扩张，“消费升级”的信仰得到强化，中高端白酒量跌价升，ROE 中枢维持相对高位，19Q2 开始白酒行情快速泡沫化。

(4) **消费升级·缘灭 (21Q2 至今)**。20 年 8 月地产融资“三条红线”主动戳破地产泡沫。居民的收入和资产增值预期转头向下，“消费升级”快速切换为“消费降级”，中高端白酒量价齐跌，21 年开始白酒行业估值“去泡沫化”。

图表14:17-21 年白酒行情的 4 个阶段：缘起、困惑、信仰、缘灭



资料来源：Wind，方正证券研究所

同样的，我们也可以将 21 年以来的煤炭行情分为以下 4 个阶段。当前的煤炭处于第 3 阶段，“信仰”的早周期——

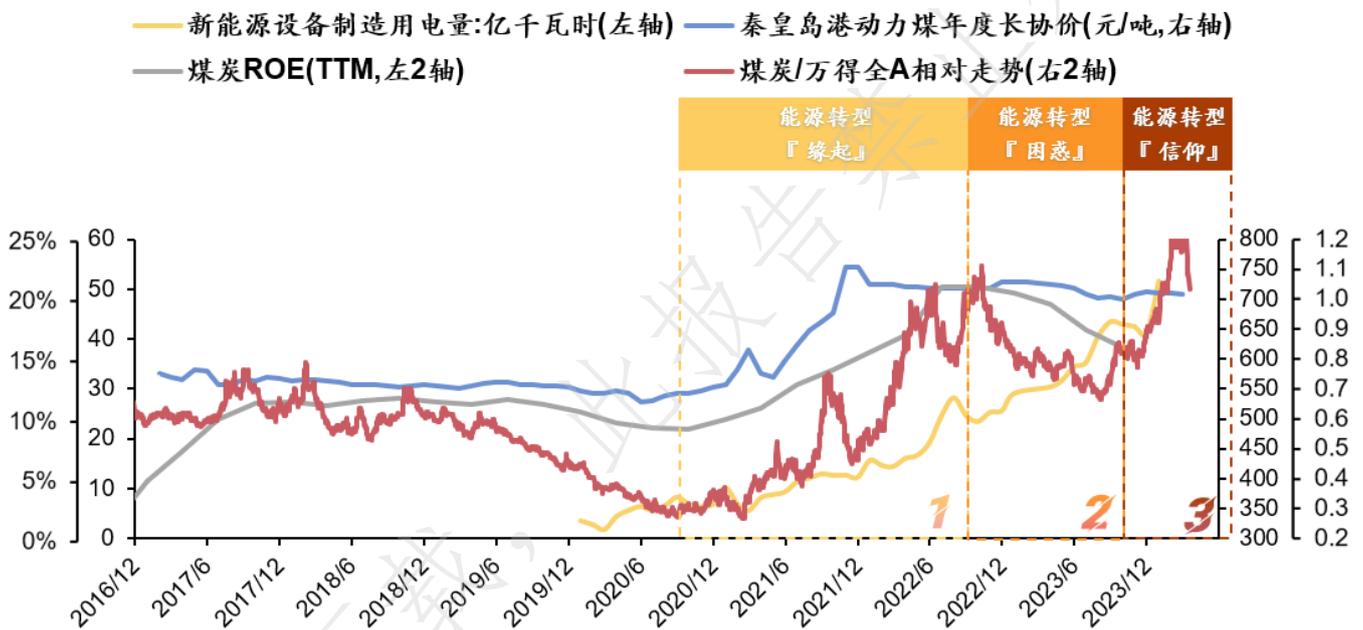
(1) 能源转型·缘起 (20Q3-22Q3)。20 年疫后海外需求扩张，驱动发电量（煤炭）增速明显抬升。同时，“能源转型”也带来的煤炭新增需求初现端倪。煤炭销售量价齐升，ROE 中枢快速上行，煤炭行情迎来“戴维斯双击”。

(2) 能源转型·困惑 (22Q3-23Q3)。22 年海外供应链修复，导致发电量（煤炭）增速明显回落。煤炭进口规模扩张也导致国内煤价大跌。同时，俄乌冲突之后，22 年 10 月欧洲新能源转型进程放缓，国内“能源转型”陷入悲观预期。煤炭销售量价齐跌，ROE 中枢明显回落，22Q3 以来煤炭行情出现较大调整。

(3) 能源转型·信仰 (23Q3 至今)。地产周期下行，但“能源转型”驱动煤炭需求持续抬升。同时，中美“逆全球化”进程加速，能源安全“自主可控”重要性明显提升。煤炭销售价稳量升，ROE 中枢也将企稳回升，预计煤炭行情即将开启“泡沫化”进程！

(4) 能源转型·缘灭 (详见第五章)。我们测算，“能源转型”将带来煤炭需求持续改善到 2041 年 (详见 5.2)。在此之前，煤炭行情会长期处于第 3 阶段，“能源转型”的信仰将得到持续强化，并驱动煤炭行情长期“泡沫化”。在此期间，每一次“过于拥挤”导致的调整，都是加仓煤炭的窗口期！

图表 15: 2020 年以来煤炭行情的 3 个阶段：缘起、困惑、信仰



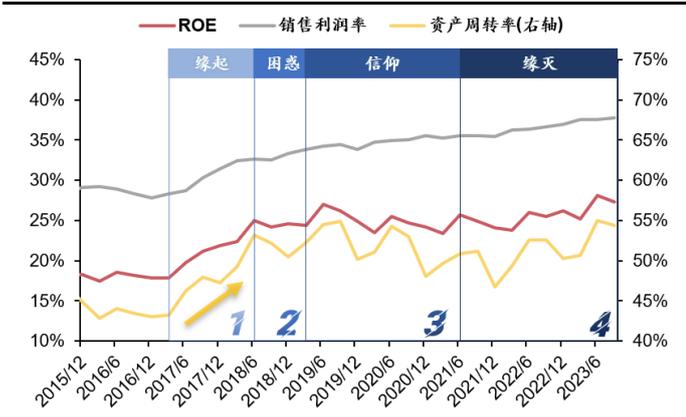
资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 消费升级/能源转型的“信仰”，才是“穿越经济周期”的保障

白酒（茅台）的β行情，来源于“消费升级”带来的销售利润率持续抬升。供给收缩无法完全解释 16-20 年的白酒行情。16 年开始的棚改“造富运动”，以及随之而来的消费升级，才是白酒行情β的主要来源。因此，白酒行情结束的标志就是高端白酒价格见顶回落（21 年以来）。

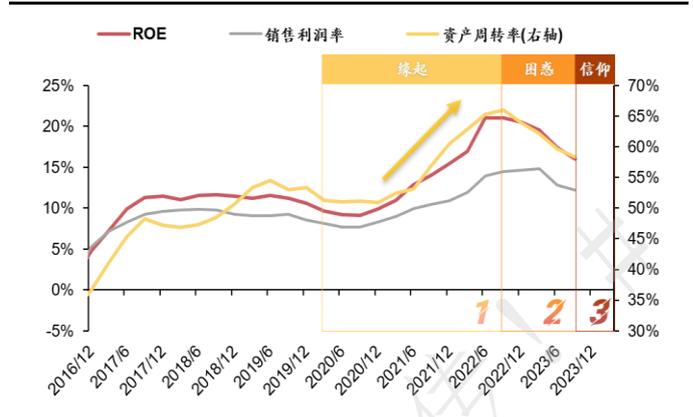
煤炭的 β 行情，来源于“能源转型”驱动下的资产周转率持续抬升。供给收缩也无法完全解释 21 年以来的煤炭行情。我们判断：20 年以来“能源转型”驱动的煤炭行业 ROE 中枢上移（煤电需求），被疫后海外需求扩张掩盖。随着海外需求回落，叠加地产周期下行，“能源转型”对煤炭需求的拉动力（周转率中枢上移），将得到市场的普遍认可，并开启煤炭行情长期“泡沫化”进程！

图表 16: 白酒行业的 ROE 主要由销售利润率驱动



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 17: 煤炭行业的 ROE 主要由资产周转率驱动



资料来源: Wind, 方正证券研究所

3 穿越经济周期：缘起→困惑→信仰→缘灭

3.1 缘起：供需结构改善，ROE 中枢上移，信仰开始建立

消费升级·缘起 (17Q3-18Q2)：“消费升级”带来高端白酒量价齐升。15 年中货币化棚改启动，16 年中棚改规模扩大化。大量的 PSL 投放驱动二三线城市房价大涨，形成大规模的“造富运动”。由此产生的“消费升级”，驱动高端白酒量价齐升，白酒行业整体 ROE 提升，并迎来“戴维斯双击”。

图表18:PSL 造富效应，居民可支配收入明显抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

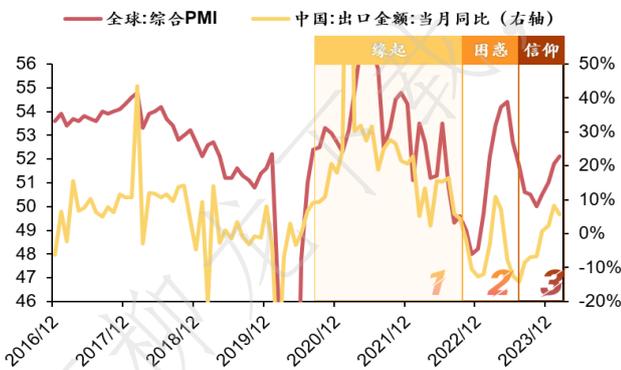
图表19:消费升级带来高端白酒“量价齐升”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

能源转型·缘起 (20Q3-22Q3)：20 年疫后外需扩张，“环保限产”加码，叠加“能源转型”需求共振，带来煤炭价格暴涨。20 年“能源转型”对煤炭的需求，其实是被疫后海外需求扩张掩盖了，同时，21 年“环保限产”政策加码，也加剧煤炭价格上涨。所以，在煤炭行情第一阶段，煤炭销售量价齐升，ROE 中枢上移带来煤炭行业“戴维斯双击”。这个特征和白酒行情第一阶段非常类似，但很少有人将此归因于“能源转型”！

图表20:疫后全球财政刺激，外需明显扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表21:21 年政策收紧，环保限产政策频出

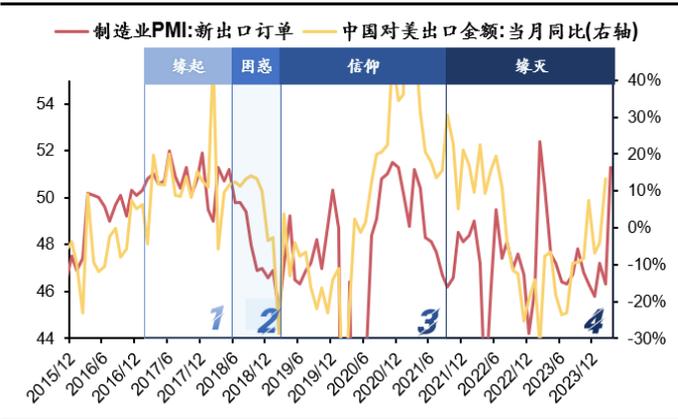
时间	发布单位	文件名称	主要内容
2021/12/26	国务院	《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》	争取时间实现新能源的逐渐替代，推动能源绿色低碳转型平稳过渡，循序渐进推进碳达峰行动，确保安全降碳。
2022/11/28	国家矿山安全监察局	《关于加强煤矿隐蔽致灾因素普查治理工作的通知》	全面查清隐蔽致灾因素，各类煤矿要将未来5年内采掘接续规划区域作为普查的重中之重。
2023/9/6	国务院	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	严格灾害严重煤矿安全准入，停止新建产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出、冲击地压、水文地质类型极复杂的煤矿。
2023/12/7	国务院	《空气质量持续改善行动计划》	涉及产能置换的项目，被置换产能及其配套设施关停后，新建项目方可投产。

资料来源: 国家矿山安全监察局等, 方正证券研究所

3.2 困惑：供需结构恶化，ROE 边际转差，信仰遭受质疑

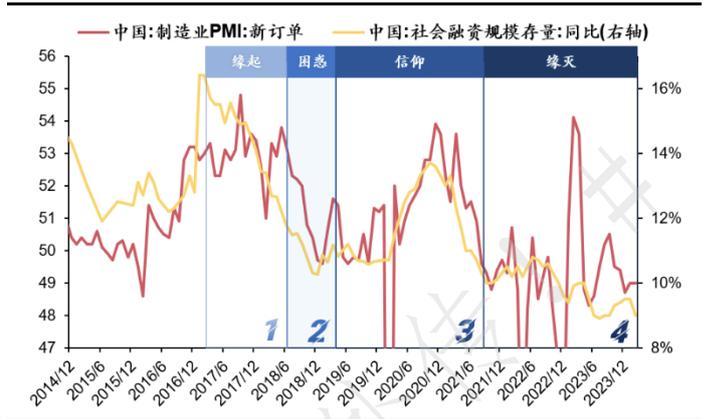
消费升级·困惑（18Q2-19Q1）：中美贸易战+国内紧信用，经济下行压力引发对“消费升级”的质疑。18 年高收入人群收入增速仍在相对高位，但宏观和政策环境的变化让人们未来的收入预期产生担忧，高端白酒的量价上行均动能不足，18Q2 白酒行情出现明显调整。

图表22:18 年中美贸易战，外需承压



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表23:18 年国内紧信用，内需承压



资料来源：Wind，方正证券研究所

能源转型·困惑（22Q3-23Q3）：海外需求回落，煤炭进口增加，“能源转型”受到质疑，煤价暴跌。（1）22Q3 以来，随着海外供应链修复，中国出口增速边际回落，煤电需求开始放缓。（2）同时，海外煤炭的进口增速也开始明显抬升，这导致煤炭价格快速回落。（3）另一方面，俄乌冲突以后，22 年下半年开始，欧洲国家对于“双碳”的态度不再坚定，光伏设备等出口增速回落。这也导致部分投资者开始质疑国内“能源转型”的持续性，煤炭销售量价齐跌，ROE 中枢下移，22Q3 开始煤炭行情出现较大幅度调整。

图表24:22H2 煤炭海外供给压力缓解，价格高位回落



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

图表25:22H2 欧洲对于“双碳”的态度不再坚定

时间	事件
2022/6/29	法国能源部宣布重启于22年3月底刚刚关闭的燃煤电厂。
2022/6/20	荷兰政府表示，为应对能源危机，计划取消燃煤发电厂的产量上限。燃煤发电厂可以满足负荷运转到2024年，可以节约大量天然气。
2022/7/1	美国最高法院在6月底的一则裁决中限制了国家环境保护局（EPA）对现有燃煤和燃气发电厂温室气体排放进行监管的权力。
2022/8/22	丹麦首都哥本哈根市市长索菲·安诺生表示，哥本哈根眼下放弃2025年前实现碳中和的目标。
2022/8/25	英国国家电网与发电公司签署协议，在即将到来的冬季要延长两座发电厂的4台燃煤发电机组的使用寿命。
2023/9/20	英国首相苏纳克宣布，将禁止销售新汽油和柴油汽车从2030年推迟至2035年实施。

资料来源：大公报、新京报等，方正证券研究所

3.3 信仰：ROE 中枢稳态，“信仰”得到强化，行业估值泡沫化

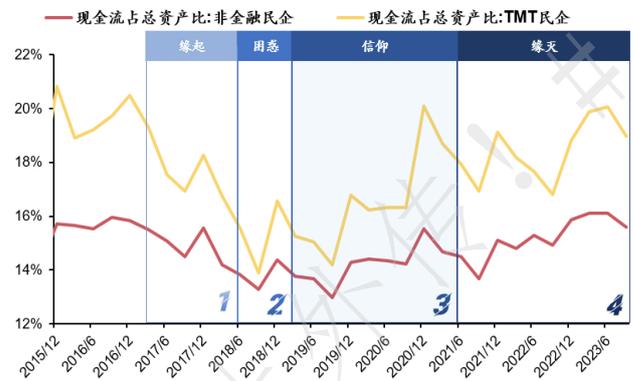
消费升级·信仰（19Q1-21Q2）：中美缓和+民企纾困，“消费升级”信仰得到再次强化，白酒估值泡沫化。19 年中美关系缓和，民企现金流改善，居民的收入预期修复，高端白酒带动中低端白酒共同涨价，“消费升级”的信仰得到强化。在此阶段，投资者普遍相信，经济增长和资产增值将长期持续，“消费升级”也会是长期主线，能够带来高端白酒持续涨价“穿越周期”，并驱动白酒行情“泡沫化”。

图表26:18-19 年中美关系边际缓和

时间	事件名称	事件主要内容
2018/12/2	白宫宣布美总统与中方共进工作晚餐	特朗普与习近平共进工作晚餐。特朗普总统将对价值2000亿美元的产品保留10%的关税，而不是将关税提高到25%
2019/6/29	中美两国元首G20大阪峰会会晤	双方同意重启经贸磋商，美方表示不再加征新关税。与此同时，会后特朗普面对媒体宣布，民企可继续向华为供货
2019/7/9	USTR取消部分加征关税	美国贸易代表办公室（USTR）宣布，根据关税排除程序对于之前加征25%关税的110种中国商品取消关税
2019/10/11	美国总统特朗普与刘鹤副总理在白宫会面	美国对2500亿美元输美商品原定于10月15日加征关税从25%升至30%的举措将暂不发生
2019/12/13	中美经贸磋商有关进展情况新闻发布会	中美第一阶段经贸协议达成，美国贸易代表办公室USTR宣布拟将对约1200亿美元中国商品加征的关税下调至7.5%

资料来源：方正证券研究所整理

图表27:19 年民企（科技）现金流得到改善



资料来源：方正证券研究所整理

图表28:19 年高端白酒带动中低端白酒涨价



资料来源：方正证券研究所整理

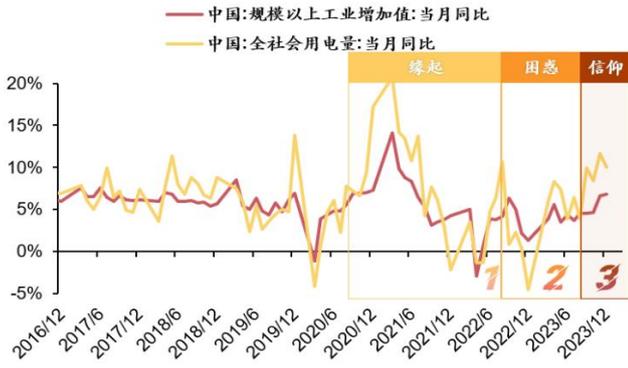
图表29:白酒行业估值和高端白酒价格高度相关



资料来源：方正证券研究所整理

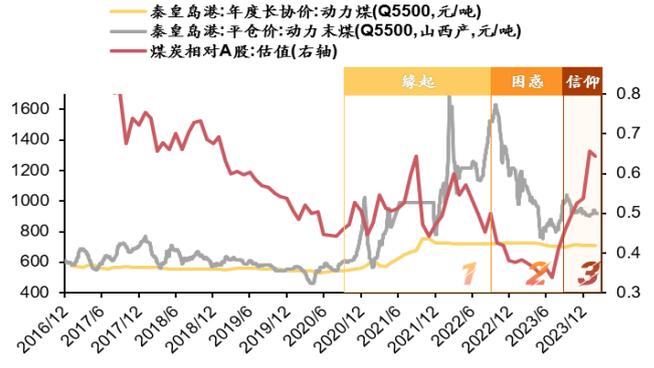
能源转型·信仰（23Q3 至今）：“能源转型”的信仰必将得到强化，煤炭行情也将从“价格驱动”转向“销量驱动”，并开启长期泡沫化进程！随着地产周期下行，以及内外需相继回落，“能源转型”对煤炭需求的拉动效应得到彰显：23 年工业增加值持续低位，但“能源转型”带来全社会用电量持续高位。我们测算，24 年“能源转型”能够带来煤炭 2 亿吨新增需求！23Q3 以来，煤炭行情和煤价的相关性明显减弱，但和用电量的相关性则持续增强。“能源转型”大趋势下，煤炭行情的驱动力，将从“价格驱动”转向“销量驱动”！

图表30:23年以来,用电量增速弹性高于工业增加值



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表31:23Q3开始,煤炭估值与煤价走势相关性减弱



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表32:按照23年火电发电量占比测算,24年新能源链能带来2亿吨煤炭的增量需求

光伏产业链					数据说明
能耗 = 单位装机容量能耗 × 新增装机容量					1. 单位装机生产能耗由中国光伏行业协会测算,包括设备、组件辅材、电站辅材能耗 2. 2024/2025年中国光伏生产量预测来自光伏协会,由装机容量+出货量或世界装机容量*中国产量占比预测得出 3. 其他数据来源:国家能源局、Solar Europe、艾瑞咨询
年份	单位装机生产能耗 (KWH/KW)	中国光伏生产量 (GW)	生产端能耗 (亿KWH)		
2024E	1500.0	297.6	4464.0		
2025E		338.4	5076.0		
风电生产端					数据说明
煤炭消耗量 = 单位风电装机消耗煤炭量 × 新增装机容量					1. 风电生产材料细分来源于《基于全生命周期时风电系统碳排放核算与分析》和其他相关资料 2. 2024/2025年中国风电生产量预测取自中电联、国际能源署、可再生能源委员会 3. 其他数据来源:国家能源局、Global Wind Energy Council 4. 此处煤炭需求量指原煤需求量(标准煤统一按照热值比例7:5换算成单位发电量所需原煤量)
年份	单位煤炭消耗量 (万吨/GW)	新增装机容量 (GW)	煤炭需求量 (万吨)		
2024E	11.394	82.7	942.3		
2025E		88.6	1009.5		
新能源车产业链 (使用端&生产端)					数据说明
生产端能耗 = 单位排碳量产生电能 × 单车生产排碳量 × 年销售量					1. 新能源整车生产排碳量来自中国工程院 2. 2024/2025年新能源汽车销售量预测采用中汽协预测 3. 其他数据来源:中汽协、IDC、亿欧智库、观研天下
年份	单位排碳量产生电能 (KWH/KG)	整车生产排碳量 (KG/辆)	年产量 (万辆)	生产端能耗 (亿KWH)	
2024E	1.274	14600.0	1064.3	1979.5	
2025E			1355.4	2520.9	
使用端能耗 = 年里程数总额 × 百公里耗电					1. 2024/2025年里程数总额采用2022年到2024/2025年新能源汽车保有量增长与2022年新能源里程数预测得出,保有量数据来自公安部 2. 2022年里程数总额来自新能源汽车国家大数据联盟 3. 百公里耗电取主流新能源汽车均值,来自工信部
年份	年里程数总额 (亿KM)	百公里耗电 (KWH)	使用端能耗 (亿KWH)		
2024E	3259.1	15.0	488.9		
2025E	4875.9	15.0	731.4		
合计					数据说明
新能源链煤炭需求 = 火电发电量占比 × 单位发电量所需煤炭 × 新能源链能耗 (除风电) + 风电煤炭需求					1. 火电发电量占比采用2023年数据,取自国家能源局(wind) 2. 平均每千瓦时发电量耗标准煤按300g计算,且统一按照热值比例7:5换算成单位发电量所需原煤量
年份	火电发电量占比	单位发电量所需煤炭 (万吨/亿KWH)	新能源链能耗 (亿KWH)	新能源链煤炭需求 (万吨)	
2024E	70.6%	4.2	6932.4	21498.1	
2025E			8328.3	25704.5	
新能源细分产业链所需煤炭占比					数据说明
新能源细分链煤炭需求占比 = (光伏/风电/新能源车产业链煤炭需求量) / 新能源链煤炭需求					1. 火电新能源细分产业链煤炭需求占比为其自身煤炭需求量/新能源链煤炭总需求计算得出
年份	光伏煤炭需求占比	风电煤炭需求占比	新能源车生产端煤炭需求占比	新能源车使用端煤炭需求占比	
2024E	61.6%	4.4%	27.3%	6.7%	
2025E	58.6%	5.5%	29.1%	8.4%	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.4 缘灭:“消费升级”幻觉破灭

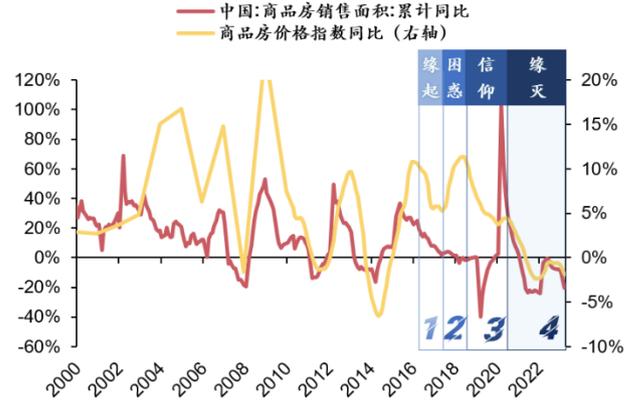
消费升级·缘灭 (21Q2 至今): 地产进入长下行周期,“消费升级”幻觉破灭。20 年 8 月地产融资“三道红线”政策出台,地产投资、销售以及价格都进入快速的下行周期。这导致国人的收入和资产增值预期也大幅回落,“消费升值”幻觉破灭。21 年开始,高端白酒价格高位回落,白酒行业也开启的“去泡沫化”进程!

图表33:21年开始地产周期下行导致经济增长中枢下移



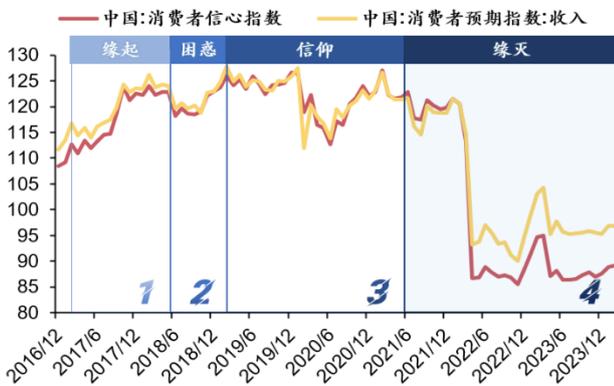
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表34:21年开始房地产销量和价格骤降



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表35:21年开始,中国消费者的收入预期快速下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表36:21年高端白酒价格回落,白酒估值下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

能源转型·缘灭 (详见第五章): “能源转型”渐入佳境, 煤炭将开启长期泡沫化进程。我们测算“能源转型”将带来煤炭需求持续抬升

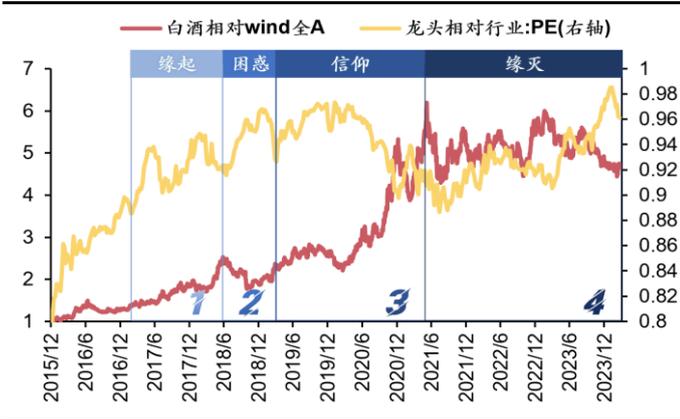
到2041年(详见5.2)。类似19-20年白酒行业的“量跌价升”是由消费升级驱动的, 能带来白酒的泡沫化行情; 未来煤炭行业的“量升价稳”将由能源转型驱动, 这会穿越经济周期, 带来煤炭的泡沫化行情!

4 遍历交易特征：煤炭行情即将进入“信仰”暨泡沫化阶段

4.1 估值水位：煤炭龙头的估值特征，处于第3阶段“信仰”的早周期

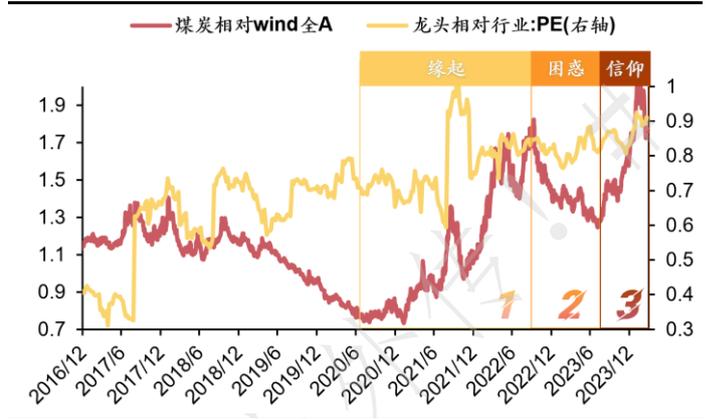
在第三阶段“信仰”期，龙头股相对行业的估值会明显收缩。借鉴白酒在16-20年的β行情，第3阶段“信仰”期，白酒行业的估值泡沫化，而龙头股由于前期领涨，反而会相对跑输。从23Q3开始，煤炭行业的估值已经出现泡沫化迹象，而煤炭龙头的相对估值没有明显跑赢，这意味着煤炭行情或已进入第3阶段的“信仰”早周期。

图表37:白酒“信仰”阶段，龙头估值收敛



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表38:煤炭龙头估值特征，类似白酒“信仰”早期



资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.2 公募持仓：煤炭的“能源转型”，尚未升级成为“信仰”

投资者对煤炭“传统高污染”能源的固有认知，导致煤炭依然处于低配状态。

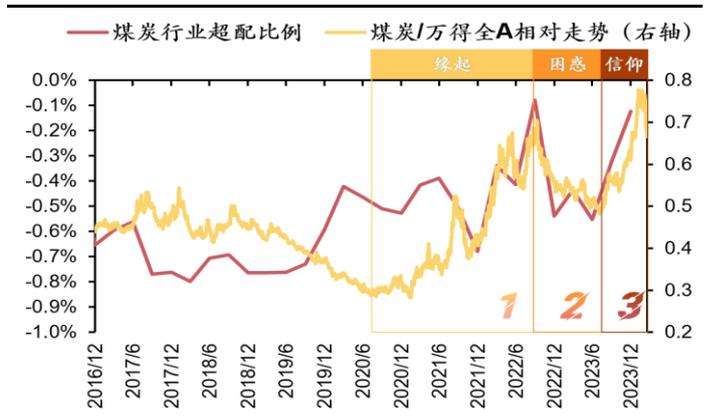
(1) 16年白酒行情“缘起”阶段，“消费升级”预期已经形成，公募对白酒也已超配；(2) 但当前大多数投资者对煤炭的认知，依然停留在“传统高污染能源”上。20年煤炭行情“缘起”阶段，供需缺口的“涨价”逻辑，掩盖掉了“能源转型”的销量扩张逻辑，这导致投资者对煤炭“能源转型”的认知不足。

图表39:基金持仓自2016年起持续超配白酒



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表40:当前基金仍低配煤炭

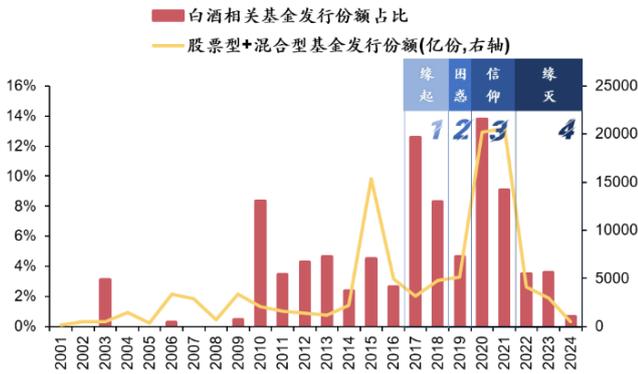


资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.3 基金发行：煤炭的市场认可度，仍待切换到“能源转型”

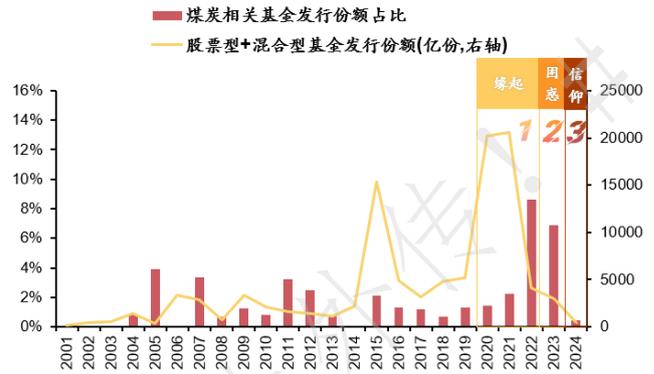
煤炭相关基金的发行热度不高，也侧面印证“能源转型”仍未形成坚定信仰。白酒的β行情从一开始就是基于“消费升级”预期的，第一和第三阶段均有较高的市场认可度，相关基金发行规模占比在20%左右。但当前煤炭相关基金发行比例仍然不足，市场尚未形成“能源转型”的信仰。我们判断：未来煤炭“传统高污染能源”的认知将会逐步扭转，“能源转型”的信仰也会相继确立，届时，煤炭相关基金发行规模必将明显扩张。

图表41:信仰阶段白酒相关基金发行热度再次冲高



资料来源: Wind, 方正证券研究所注: 白酒相关基金的范围包括名称中含有酒/饮料等关键词的股票型/混合型基金以及连续四个季度重仓食品饮料的主动型基金

图表42:煤炭相关基金发行热度仍有提升空间



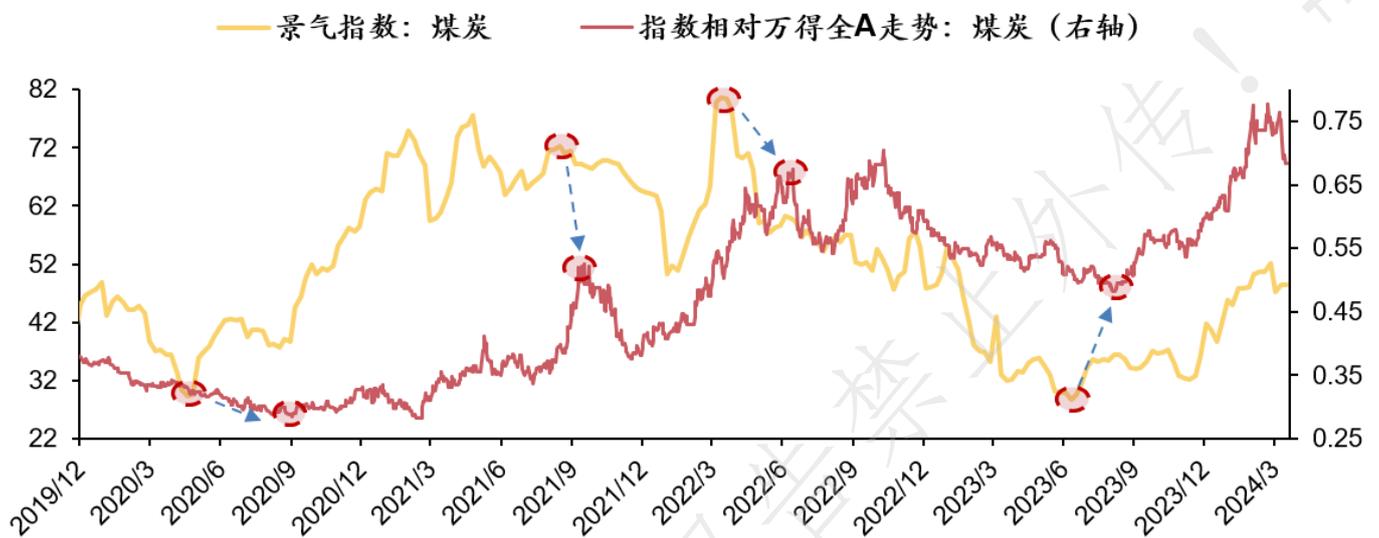
资料来源: Wind, 方正证券研究所注: 煤炭相关基金的范围包括名称中含有煤炭/资源等关键词的股票型/混合型基金以及连续四个季度重仓煤炭的主动型基金

5 探究“缘灭”条件：煤炭行情终结，将在何时出现？

5.1 高频景气：煤炭的高频景气，仍在快速抬升区间

煤炭的卖出信号并未出现，建议继续积极布局煤炭行业。我们在 2.25《中特估和 AI，到底怎么选？》以及 3.7《煤炭的“卖出”信号出现了吗？》中都明确指出：（1）方正策略团队构建的煤炭高频景气指数，能够领先煤炭的相对走势至少 1 个月；（2）当前煤炭的高频景气数据仅处于历史中位数附近，仍有继续改善的空间。因此我们建议：在煤炭的高频景气指数出现连续 1 个月以上的下行趋势之前，可以继续加仓增配煤炭行业！

图表43:煤炭的高频景气基本领先行情至少 1 个月，当前煤炭高频景气数据仍在快速抬升区间



资料来源：Wind，方正证券研究所

5.2 能源转型：煤炭（火力发电）需求的高点，将在 2041 年出现

我们通过预测用电量增速和煤炭发电量占比，估算“能源转型”将驱动煤炭需求将持续抬升到 2041 年——

（1）2003-2023 年，我国用电增速中枢从 12%降低至 6%，同期 GDP 增速中枢从 15%降至 8%，可以大致估算用电量增速大致为 0.8 倍 GDP 增速。未来我国 GDP 增速将进一步下移，我们以未来 GDP 增速中枢降低至 5%估算，则用电量增速中枢预计降低至 4%（0.8*5%）。

（2）2009 年至今，火力发电占比从 81.81%下降至当前 65.69%，平均每年降低 1.15%。且 2020 年能源转型至今，火力发电的占比平均降速中枢有所上移，并未加快，说明当前仍然对火力发电高度依赖。我们预计，未来随着新能源设

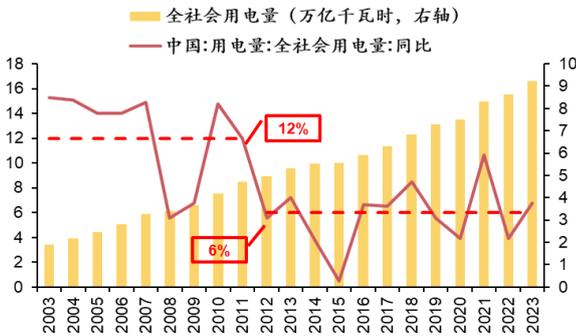
备不断投产使用，以及消纳/储能技术的不断完善，火力发电占比降速将有所提高，因此，我们预测未来火力发电占比每年下降 1.5%。

根据用电量增速每年提高 4%，火力发电占比每年降低 1.5%，以 2023 年用电量 92241 亿千瓦时，火力发电占比 66% 为预测基础，则未来第 N 年火力发电量为

$$E_N = 92241 \times (1 + 4\%)^N \times (66\% - 1.5\% \times N)$$

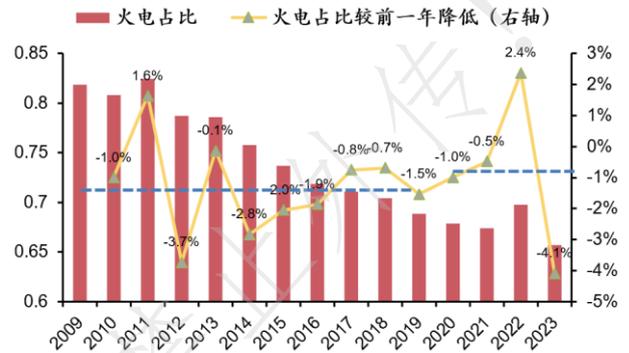
由此，可以预测，火力发电量将在 2041 年达到峰值 7.23 万亿千瓦时，也就是说能源转型带来的煤炭需求增长或将持续至 2041 年。

图表44:用电量增速中枢下移



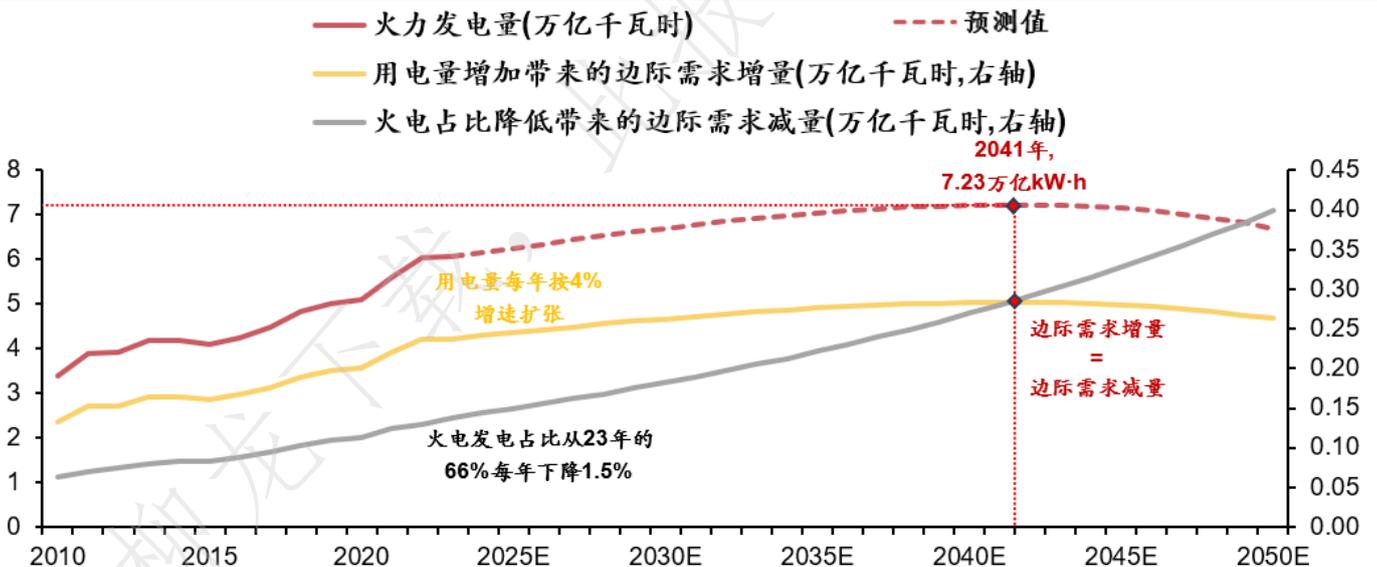
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表45:20 年以来火电占比降速减缓, 中枢-0.8%



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表46:到 2041 年, 火电发电量将达到最高值

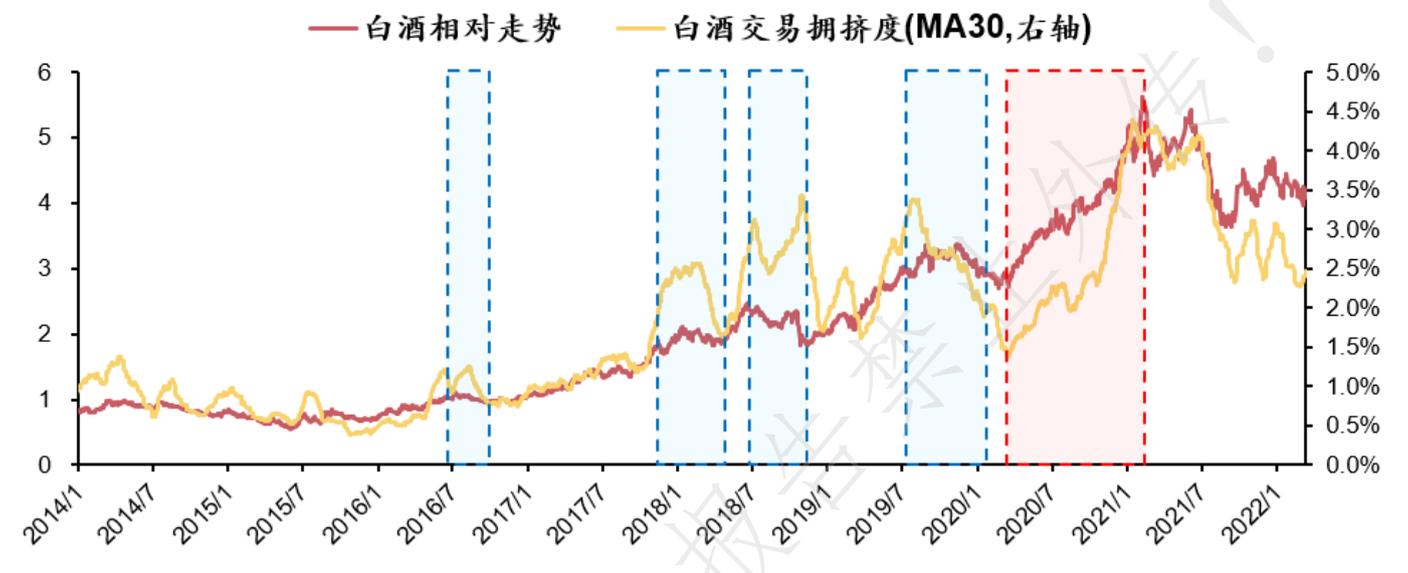


资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 根据假设条件计算, 仅供参考

5.3 市场特征：每一次“过于拥挤”导致的调整，都是加仓煤炭的窗口期

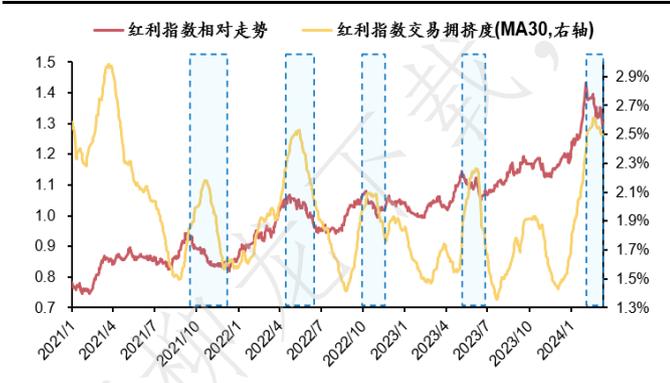
在时代的 β 面前，交易拥挤度只是噪音！煤炭每一次“过于拥挤”导致的调整，都是可以加仓增配的窗口期。我们在 3.17《向来如此，便是对的吗？》中指出：16-21 年白酒作为引领时代的 β ，交易拥挤度既无法提供有效的买点信息，也无法提供及时的卖点信息，是无效指标：（1）在 16-20 年期间，白酒行业每一次“过于拥挤”导致的调整，都是战略性加仓白酒的窗口期；（2）21 年白酒行情趋势下行，也并不是“过于拥挤”导致的，而是 20 年 8 月地产融资“三道红线”政策后，地产周期下行，白酒等“核心资产”的盈利和估值中枢下移。（3）当前包括煤炭在内的资源/公用事业等“涨价重估”也是时代的 β ，即便阶段性“过于拥挤”导致行情调整，也是战略性加仓增配的窗口期！

图表47:在 16-20 年期间，白酒行业每一次“过于拥挤”导致的调整，都是战略性加仓白酒的窗口期



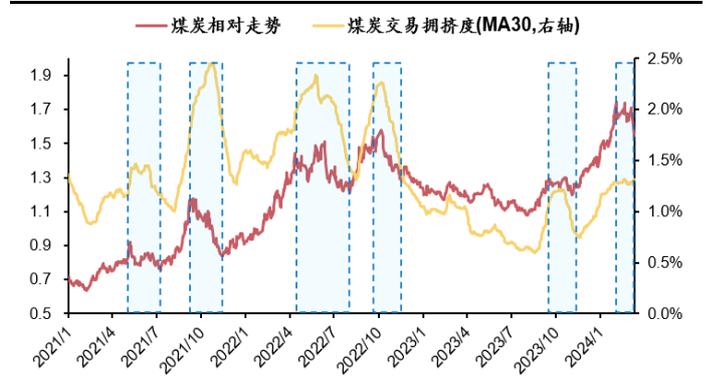
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表48:红利指数已经“过于拥挤”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表49:当前煤炭的交易拥挤度并不高



资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.4 重铸β：预期收益率中枢如果再次上移，煤炭行情才会“缘灭”

我们在 1.21 《高股息“稀缺资产”：有哪些下行风险？》中强调，中美循环重启，政策回归强刺激，或者 AI 科技周期提前启动，带来的预期收益率再次上行，将会削弱以煤炭为代表的“稀缺资产”的相对优势。但同时我们又认为，这两种情况出现的概率都很低——

(1) 中美“逆全球化”是不可逆的，国内地产政策也不会回归强刺激。我们在 3.31 《安全经济学：当世界向我们露出獠牙》中指出：美国的核心利益在于全球化秩序，即全球产业分工。中国的核心利益是产业升级，实现民族复兴，是美国秩序的挑战者。除非中国甘愿放弃民族复兴，成为二流国家，否则中美对抗也是不可逆的。同时我们也明确提示：当前中国亟需二次开放，建立自己的全球贸易秩序，地产周期快速下行，能够释放出大量的工程师/资本/政策等生产要素，加快一带一路出海进程。

(2) 在大规模算力基建投资落地之前，AI 只是流动性驱动的主题行情。我们从去年 6.18 《大安全当立》开始持续强调：(1) 13-15 年科技股牛市的前提是，09-12 年的大规模物流和信息流基建，带来了商业化的基础；(2) 97-01 年科网泡沫的前提是，美国 93 年开始的 NI 大规模“信息高速公路”基建，带来了商业化的基础。当前，AI 算力基建还没有大规模投资，仍缺乏商业化的基础，新一轮科技周期尚不具备启动的条件。

图表50:涌现：“场景革命”的4个阶段。大规模“算力基建”投资，是AI科技牛的前提



资料来源：方正证券研究所整理

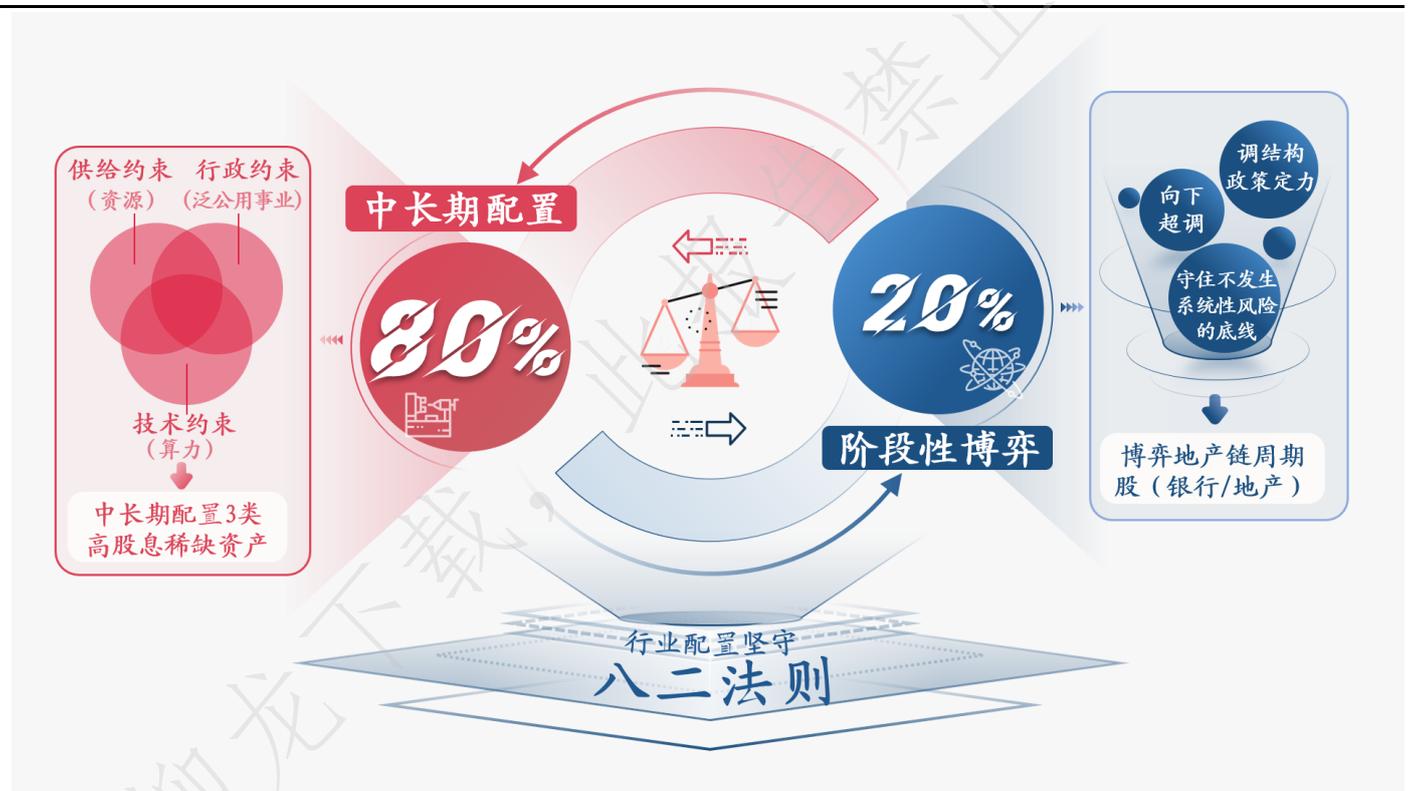
6 逆全球化“大安全当立”！乱世买黄金/资源/公用事业“稀缺资产”

逆全球化，发展的重要性让渡给安全。能源安全转型，是煤炭超越茅台的基础。白酒（茅台）的 β 行情，其核心驱动力在于“全球分工，效率提升”，发展趋势驱动国内继续“消费升级”；而煤炭的 β 行情，其核心驱动力在于“国内生产，安全改善”，安全需求驱动政策强化“能源安全”。逆全球化“大安全当立”！当发展的重要性让渡给安全，必然会带来煤炭的 β 行情，超越白酒（茅台）的 β 行情。乱世买黄金/资源/公用事业“稀缺资产”（硬通货）。我们从去年12月初以来持续提示，行业配置坚守“八二法则”——

80%仓位中长期配置稀缺资产：（1）供给约束（部分资源）：石油/煤炭/有色；（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/燃气/交运/通信；（3）技术约束（新质生产力）：AI 算力基建。

20%仓位阶段性博弈弹性资产：地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的反弹行情。

图表51:行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性



资料来源：方正证券研究所整理

7 市场全景扫描

7.1 市场回顾

本周万得全 A 较上周上涨 0.99%，上证指数较上周上涨 0.92%，沪深 300 较上周上涨 0.86%，中证 500 较上周上涨 1.67%，创业板指较上周上涨 1.22%，科创 50 较上周下跌 0.78%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 0.48%，大盘成长上涨 2.01%，小盘价值上涨 3.07%，小盘成长上涨 2.72%。

大类行业中，资源类与中游材料本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 3.78%、3.63%，TMT 与服务业本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为 -1.43%、0.51%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为有色金属、基础化工、石油石化，涨跌幅分别为 6.81%、4.09%、3.42%；涨跌幅后三行业为计算机、通信、国防军工，涨跌幅分别为 -2.54%、-2.22%、-1.97%。

本周境外市场多数下跌，其中标普 500 下跌 0.95%、恒生指数下跌 0.00%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 4.35%、COMEX 黄金上涨 4.20%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.28%，较上周下降 0.64BP。

图表52: 本周市场回顾

本周市场回顾							
A股市场				境外市场与其他大类资产			
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
万得全A	-1.45%	0.99%	-1.89%	0.00%	标普500	0.0039	-0.95%
上证指数	-0.23%	0.92%	3.17%	5.06%	道琼斯工业指数	0.0084	-2.27%
沪深300	-0.21%	0.86%	3.98%	5.87%	恒生指数	0.0000	0.00%
中证500	-1.83%	1.67%	-1.01%	0.88%	英国富时100	0.0027	-0.52%
创业板指	-2.73%	1.22%	-2.69%	-0.80%	德国DAX	0.0157	-1.72%
科创50	-3.96%	-0.78%	-11.18%	-9.29%	日经225	-0.0127	-3.41%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	0.75%	0.48%	10.25%	12.14%	美元指数	104.30	-21.02BP
大盘成长	-0.97%	2.01%	2.01%	3.90%	美元兑人民币	7.24	0.00BP
小盘价值	0.37%	3.07%	6.39%	8.28%	港元兑人民币	0.92	0.16BP
小盘成长	-2.38%	2.72%	-5.76%	-3.87%	英镑兑人民币	9.10	-1.63BP
大板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.80	0.78BP
周期类	1.24%	2.02%	5.95%	7.84%	100日元兑人民币	4.77	-0.56BP
资源类	4.53%	3.78%	24.45%	26.34%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	0.34%	3.63%	0.58%	1.31%	中国十年期国债收益率	2.28%	-0.64BP
中游制造	-0.69%	0.88%	2.18%	0.29%	中国一年期国债收益率	1.72%	0.00BP
大消费	-1.13%	1.24%	3.01%	1.12%	期限利差 (10Y-1Y)	0.56%	-0.64BP
可选消费	-1.08%	1.07%	1.00%	2.89%	R007	1.98%	-83.03BP
必需消费	-1.16%	1.32%	5.03%	3.14%	DR007	1.81%	-19.80BP
金融服务	0.03%	0.73%	6.82%	8.71%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)
服务业	-0.16%	0.51%	4.45%	6.34%	美国十年期国债收益率	4.39%	6.00BP
TMT	-4.30%	-1.43%	5.46%	3.57%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	2.51%	4.35%
有色金属	3.72%	6.81%	15.93%	17.82%	WTI原油	3.15%	4.50%
基础化工	0.32%	4.09%	2.40%	-0.51%	COMEX黄金	3.23%	4.20%
石油石化	4.08%	3.42%	14.36%	16.25%	COMEX白银	0.65%	10.44%
计算机	-6.47%	-2.54%	-12.78%	-10.89%	LME铜	-0.14%	5.37%
通信	-3.76%	-2.22%	3.33%	5.22%	LME铝	1.05%	5.33%
国防军工	-0.61%	-1.97%	8.14%	6.25%	上期所螺纹钢	-4.54%	1.77%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

1) 从静态估值的角度看: 本周 A 股总体 PE (TTM) 较上周从 16.79 倍升至 16.88 倍, PB (LF) 较上周从 1.44 倍升至 1.45 倍; A 股整体剔除金融服务业 PE (TTM) 较上周从 25.91 倍升至 25.95 倍, PB (LF) 较上周从 1.96 倍升至 1.97 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 44.37 倍升至 44.53 倍, PB (LF) 从 2.90 倍升至 2.92 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 66.28 倍降至 65.89 倍, PB (LF) 从 3.10 倍降至 3.07 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 3.84 降至 3.83, 相对 PB (LF) 较上周从 2.36 降至 2.35; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 5.74 降至 5.66; 相对 PB (LF) 较上周从 2.52 降至 2.48; A 股总体总市值较上周上升 1.06%; A 股整体剔除金融服务业总市值较上周上升 1.10%; 本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.56% 升至 1.57%, 股债收益差维持上周-0.28%。

2) 从动态估值的角度看: 本周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 10.96 倍

升至 11.24 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 14.62 倍上升至 15.01 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 19.74 倍升至 20.11 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 29.24 倍降至 29.18 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 1.98 降至 1.97；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.93 降至 2.86；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 4.54% 降至 4.38%。

本周资金面变化：本周 A 股总体重要股东二级市场交易净减持 8.09 亿元，减持最多的行业为非银金融（-10.93 亿元），增持最多的行业为电力设备（1.63 亿元）。本周偏股型基金新发行 22.19 亿，而上周为 61.59 亿。本周北向资金净流出 38.93 亿元，而上周净流入 53.81 亿元。截至本周收盘，融资余额为 14986 亿元，周环比上涨 0.15%，同比下跌 2.08%，融券余额为 425 亿元，周环比上涨 2.28%，同比下跌 56.23%。

7.2 行业比较打分

最新行业比较打分结果显示：

交通运输、社会服务、建筑材料等行业得分较高。交通运输赔率得分、景气指数得分和财务得分较高，总分 81.68，在所有一级行业中排首位；社会服务赔率得分、景气指数得分和财务得分较高，总分 78.14，排名第二；建筑材料景气指数得分和财务得分较高，总分 69.12，排名第三；

通信、计算机、钢铁排在后三位。通信景气指数得分、市场预期得分和财务得分较低，总分 30.36；计算机市场预期得分较低，总分 36.68；钢铁市场预期得分较低，总分为 36.69。

本周行业打分变动前三的行业为有色金属、基础化工、石油石化。有色金属上升了 16 分，原因是市场预期与景气指数得分均上升；基础化工下降了 14 分，原因是赔率得分、景气指数得分、市场预期得分均下降；石油石化下降了 12 分，原因是赔率得分、景气指数得分、市场预期得分均下降。

图表53:行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
交通运输	81.68	70	90	87	81
社会服务	78.14	70	100	45	90
建筑材料	69.12	89	97	25	42
轻工制造	68.88	70	57	64	90
纺织服饰	67.92	59	77	-	68
石油石化	66.71	35	93	50	90
有色金属	63.08	37	70	100	55
医药生物	62.27	93	63	61	16
食品饮料	58.96	67	73	30	55
机械设备	57.84	48	80	81	16
商贸零售	56.68	74	47	-	42
公用事业	55.03	33	50	60	90
农林牧渔	53.15	50	27	70	81
国防军工	53.09	44	87	-	3
家用电器	51.56	65	37	-	55
美容护理	51.18	91	3	-	68
传媒	51.12	69	83	28	
建筑装饰	48.87	89	23	73	3
房地产	48.50	80	40	-	3
环保	48.04	91	17	47	32
综合	47.17	59	-	-	29
非银金融	47.14	100	13	50	16
电子	45.28	35	67	6	68
电力设备	43.46	87	20	-	3
银行	43.19	85	7	-	32
基础化工	41.18	65	43	2	42
汽车	40.97	0	60	34	81
煤炭	38.63	35	53	-	16
钢铁	36.69	31	30	14	77
计算机	36.68	59	33	12	32
通信	30.36	57	10	9	42

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: (1) 对于数据不可得项, 权重分配给其他项进行得分计算 (2) 客观打分结果仅供参考, 不代表方正行业推荐顺序

7.3 本周重要经济数据

3月国内制造业PMI增加, 消费者信心指数递增。3月中国制造业PMI50.80%, 高于2月的49.10%; 2月中国消费者信心指数89.10, 高于1月的88.90。

美国失业人数进一步下降。3月美国失业率(季调)3.80%, 低于2月的3.90%; 3月美国新增非农就业人数30.30万人, 同比增长107.53%, 高于2月的-5.92%; 3月美国ADP就业人数13168.50万人, 同比增长1.89%, 高于2月的1.83%; 2月美国全部制造业新增订单55.18百亿美元, 同比增长3.64%, 高于1月的-1.61%; 3月美国非制造业PMI51.40%, 低于2月的52.60%; 3月美国ISM制造业PMI50.30%, 高于2月的47.80%; 上周美国初申请失业金人数22.10万人, 高于前一周的21.20万人; 上周EIA商业原油库存环比增减3.21百万桶, 高于前一周的3.17百万桶; 2月欧盟失业率(季调)6.00%, 较1月维持不变; 2月欧盟PPI同比-8.10%, 低于1月的-7.90%; 3月德国CPI同比2.20%, 低于2月的2.50%; 3月欧元区CPI同比2.40%, 低于2月的2.60%;

上游资源品：本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)2328.00 美元/盎司，高于上周的 2234.10 美元/盎司；本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)73.98 元/千克，高于上周的 72.53 元/千克；本周铝期货收盘价(活跃合约)19.93 元/千克，高于上周的 19.71 元/千克；本周 LME 铜库存 11.55 万吨，高于上周的 11.25 万吨；本周 LME 铝库存 53.55 万吨，低于上周的 55.45 万吨；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 93.52 美元/桶，高于上周的 87.14 美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 86.91 美元/桶，高于上周的 83.17 美元/桶。

中游材料：本周尿素(小颗粒)出厂价 2020.00 元/吨，低于上周的 2130.00 元/吨；上周华东地区 PTA 市场均价 5872.00 元/吨，高于前一周的 5864.00 元/吨；上周主要钢厂开工率 40.01%，高于前一周的 39.68%；3 月下旬社会钢材库存 13.74 百万吨，低于 3 月中旬的 14.13 百万吨；3 月下旬重点企业钢材库存 18.43 百万吨，低于 3 月中旬的 19.53 百万吨；上周螺纹钢现货价 3802.00 元/吨，低于前一周的 3858.00 元/吨；本周南华玻璃指数 2006.54 点，低于上周的 2009.04 点；

必需消费：3 月下旬豆粕市场价 3531.70 元/吨，高于 3 月中旬的 3479.20 元/吨；3 月下旬生猪市场价 15.20 元/千克，高于 3 月中旬的 14.70 元/千克；上周生猪饲料均价 3.23 元/千克，高于前一周的 3.21 元/千克；

可选消费：上周十大城市:商品房成交面积 201.39 万平方米，高于前一周的 105.80 万平方米；上周 30 大中城市:商品房成交面积 331.10 万平方米，高于前一周的 210.83 万平方米；3 月百城住宅价格指数:同比 0.82%，高于 2 月的 0.57%；上周 100 大中城市成交土地溢价率 6.31%，高于前一周的 6.16%；

服务业：3 月下旬液化天然气市场价 4030.90 元/吨，低于 3 月中旬的 4110.50 元/吨。

7.4 本周经济要闻

4月3日，美国联邦储备委员会主席鲍威尔表示，对待降息应采取谨慎态度：鲍威尔表明尽管近来的通胀数据高于预期，但并没有改变整体形势，“通胀率仍在向 2%目标水平降低的路上，将采取谨慎态度对待降息。并透露在今年开始降息是“合适的”。

7.5 下周重点关注

4月8日中国公布3月官方储备资产与外汇储备；德国公布2月贸易差额；
4月10日美国公布3月CPI数据；
4月12日中国公布3月进出口额、贸易差额；德国公布3月CPI同比与环比；
4月12日美国公布4月密歇根消费者信心指数。

8 风险提示

地缘政治不确定性；国内经济复苏不及预期；海外经济衰退超预期等。

曹柳龙下载，此报告禁止外传！

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
 网址：<https://www.foundersc.com>
 E-mail：yjzx@foundersc.com