

策略周报

科特估：新质生产力，突围

——策略周末谈（3月第2期）

方正证券研究所

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《本周A股估值总体继续回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.03.09

《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有望快速落实，北交所相关标的受益》2024.03.09

《煤炭的“卖出”信号出现了吗？——A股中观景气全景扫描（3月第1期）》2024.03.07

《北交所周报：所有公司均已发布业绩快报，九成公司实现盈利》2024.03.04

《重建秩序：直面陌生的世界——策略周末谈（3月第1期）》2024.03.03

《本周A股估值总体继续回升——A股TTM&全动态估值全景扫描》2024.03.02

我们在去年12.3《三大预期差，周期股会有跨年行情吗？》中指出：24年A股盈利弱回升叠加美联储降息周期，科技股大概率会有结构性行情。不过，高质量发展“硬科技”转型升级，需要新型举国体制下的大规模财政补贴，因此，24年科技股行情必然会伴随着资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估！

本周两会政府工作报告将“新质生产力”列为今年十大工作任务之首，命运的齿轮又开始转动：继中特估之后，科特估“新质生产力”，突围——

第一，逆全球化增配“安全”资产，中特估和科特估都是“安全”资产。

（1）逆全球化“大安全当立”！乱世买黄金，黄金是最极致的稀缺资产（安全资产），资源/公用事业/算力基建也是重磅稀缺资产！（2）我们在去年6.18《大安全当立》中明确提出：上世纪80年代，半导体“科技大爆炸”带来美苏底层经济效率代差，美苏攻守之势异也！类似的，AI为代表的前沿科技，也可能带来中美底层经济效率代差，进而影响国际地缘格局。因此，“新质生产力”转型升级，也是重要的“安全”资产！

第二，科特估聚焦“新质生产力”转型升级：优势制造+中国自造+先进智造。

（1）中国领先的“优势制造”（如新能源车和通信等），已经完全实现自主可控，但现在面临产能过剩，亟待“出海”突围！（2）自主可控的“中国自造”（如高端装备和新材料等），属于潜在被欧美“卡脖子”的基础工业，存在现成的技术路径，亟需“新型举国体制”财政补贴实现“硬科技”自主可控。（3）前沿科技的“先进智造”（如AI和生物技术等），没有现成的技术路径，需要改善营商环境，优化上市制度，鼓励企业家精神，给企业更多的试错机会。

第三，美国对华科技封锁，导致中国“新质生产力”的估值普遍偏低。

对于中国这样一个“追赶型”经济体，科技制造业多处于产业生命早周期，理论上估值应该偏高。但我们观察到，中国的优势制造/高端自造/先进智造的估值都普遍低于美日欧等发达经济体。以半导体行业为例，我们可以观察到：20年之前中国半导体的估值长期高于美国，但20年美国对华科技封锁以来，即便中国半导体行业的盈利能力持续优于美国，但其估值水平相对美股则明显恶化。由此可见，美国对华科技封锁，导致中国科技制造行业的估值出现明显低估！中国科技制造业亟待“科特估”，突围！

第四，高端自造+先进智造亟待“科特估”：修复估值水平，改善融资可得性。（1）我们复盘了过去 10 年中美两国科技制造业的 PB-R0E：中国领先“优势制造”相对高估，即便产能过剩，市场也愿意给估值溢价；自主可控的“中国自造”小幅低估，高质量“硬科技”短期的经济性不强，需求财政补贴升级；前沿科技的“先进智造”明显低估，这是美国“小院高墙”封锁中国科技导致的。（2）我们也复盘了 2000 年以来中国科技制造业的融资能力：“优势制造”拥有强劲的融资能力，这是中国现代化工业体系建立的基础；“中国自造”的融资能力近几年有所改善，但依然偏低，高质量“硬科技”升级不能完全依赖资本市场；“先进智造”明显缺乏融资能力，资本市场制度设计有待优化。

第五，“新质生产力”如何实现“科特估”？（1）“优势制造”：已经实现“特估”，但面临产能过剩，中国“优势制造”出海，既可以落实中国“一带一路”高水平开放，也能够“在逆全球化”趋势下扩大中国的“朋友圈”！（2）“高端自造”：“硬科技”自主可控需要大规模财政补贴，因此，资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估（中特估），是自主可控“高端制造”转型升级的基础（科特估）。（3）“先进智造”：不要陷入“技术第一性”的认知误区，让商业利益拉动科技升级！改善营商环境，优化上市制度，鼓励企业家精神，能够帮助中国 AI 等“先进智造”实现技术突围！

第六，行业配置：战略性增配“稀缺资产”（资源/公用事业/算力基建），小仓位博弈“弹性资产”（银行/地产/新质生产力）。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 3 类稀缺资产：（1）供给约束（部分资源）：煤炭/有色；（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/交运；（3）技术约束（新质生产力）：AI 算力基建。

20%仓位阶段性博弈 2 类弹性资产：（1）地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的春季躁动行情；（2）美联储降息预期升温，驱动科技股延续反弹：低空经济、机器人等。

● **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	本周核心观点.....	5
1.1	逆全球化增配“安全”资产，中特估和科特估都是“安全”资产.....	5
1.2	科特估聚焦“新质生产力”转型升级：优势制造+中国自造+先进智造.....	5
1.3	美国对华科技封锁，导致中国“新质生产力”的估值普遍偏低.....	6
1.4	高端自造+先进智造亟待“科特估”，修复估值水平，改善融资可得性.....	8
1.5	“新质生产力”如何实现“科特估”？.....	9
1.6	行业配置：战略性增配“稀缺资产”（资源/公用事业/算力基建），小仓位博弈“弹性资产”（银行/地产/新质生产力）.....	10
2	市场全景扫描.....	12
2.1	市场回顾.....	12
2.2	本周重要经济数据.....	15
2.3	本周经济要闻.....	16
2.4	下周重点关注.....	16

图表目录

图表 1：央国企“涨价重估”是基础（中特估），基础工业“补完计划”和前沿科技“边界计划”是目的（科特估）.....	5
图表 2：“新质生产力”的 3 个方向：优势制造、高端自造、先进智造.....	6
图表 3：无论是 PB、PS 的绝对水平还是历史分位数，国内科技行业的估值均处于相对低位.....	7
图表 4：20 年开始，中美半导体的估值纽带发生逆转.....	7
图表 5：中美科技行业估值的纽带，在三类“新质生产力”中逐渐发生分化.....	8
图表 6：三类“新质生产力”的再融资额占比.....	9
图表 7：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.....	11
图表 8：本周市场回顾.....	13
图表 9：行业比较.....	14

1 本周核心观点

1.1 逆全球化增配“安全”资产，中特估和科特估都是“安全”资产

逆全球化加速，市场主线正从过去 20 年的“发展”资产，切换到现在和未来 20 年的“安全”资产。稀缺资产涨价重估（中特估）是保障“大安全”的物资基础，新质生产力转型升级（科特估）是实现“大安全”的突围方向——

(1) 中特估。逆全球化，国内政策定力强，导致地产周期下行。土地财政难以为继，必将带来央国企泛公用事业部门，供给出清，涨价重估。同时，资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估，也能够加速土地财政切换到要素财政。

(2) 科特估。我们在 23.6.18《大安全当立》中提出：上世纪 70 年代“苏攻美守”，苏联是压着美国打的。但 80 年代美国以半导体为代表的“科技大爆炸”，带来美国底层经济效率超越苏联，美苏攻守之势异也！由此可见：为了防止“科技大爆炸”导致的中美生产效率代差，新质生产力转型升级（科特估）也是重要的“安全”资产。

图表1:央国企“涨价重估”是基础（中特估），基础工业“补完计划”和前沿科技“边界计划”是目的（科特估）



资料来源：方正证券研究所整理

1.2 科特估聚焦“新质生产力”转型升级：优势制造+中国自造+先进智造

去年 9 月总书记首次提出“新质生产力”，两会政府工作报告将“新质生产力”列为今年十大工作任务之首。“新质生产力”中的“战略新兴产业”和“未来产

业”两大方向，就是我们在去年 6.18《大安全当立》中提出的基础工业“补充计划”和前沿科技“边界计划”（上图 1）。在此基础上，我们可以进一步将“新质生产力”（科特估）拓展为 3 大领域——

(1) 中国领先的“优势制造”（如新能源车和通信等）：完全实现自主可控；相对高估，融资可得性强，已经“科特估”；但普遍面临供给过剩的困局，需要进一步“出海”开拓全球市场。

(2) 自主可控的“中国自造”（如高端装备和新材料等）：潜在被欧美“卡脖子”；相对略低估，融资可得性较弱，仍待“科特估”；存在现成的技术路径，可以通过“新型举国体制”财政补贴，实现高质量发展“硬科技”自主可控（补充计划）。

(3) 前沿科技的“先进智造”（如 AI 和生物技术等）：可能会引发“技术大爆炸”，并提升底层经济效率；相对明显低估，融资可得性差，亟待“科特估”；没有现成的技术路径，需要企业不断研发试错（边界计划）；改善营商环境，优化上市制度，有助于“先进智造”转型升级。

图表2：“新质生产力”的 3 个方向：优势制造、高端自造、先进智造



资料来源：方正证券研究所整理

1.3 美国对华科技封锁，导致中国“新质生产力”的估值普遍偏低

当前，中国科技制造（优势制造/高端自造/先进智造）的估值水平普遍低于发达国家。无论是 PB 还是 PS 的绝对估值还是过去 10 年的估值分位数，当前中国科技制造行业的估值水平都普遍低于美日欧等发达国家，这对于中国这样一个科技“追赶型”经济体来说是不太合理的，因为科技制造行业早周期，资本市场一般会给予更高的估值，以支撑后续的技术研发和市场开拓。

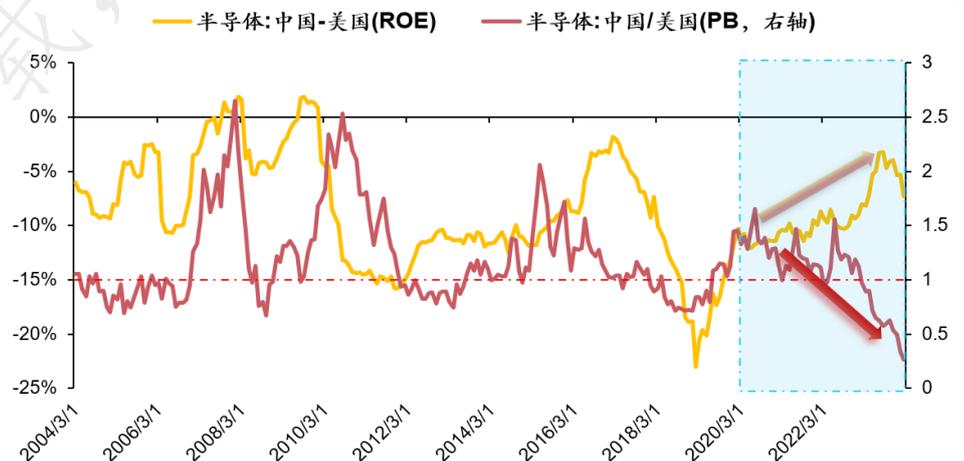
图表3:无论是PB、PS的绝对水平还是历史分位数,国内科技行业的估值均处于相对低位

三类“新质生产力”	PB				PB分位数(过去十年)				PS				PS分位数(过去十年)				
	中国	美国	日本	欧洲	中国	美国	日本	欧洲	中国	美国	日本	欧洲	中国	美国	日本	欧洲	
优势制造	无线电信	2.37	1.80	2.51	1.13	0.35	0.36	0.94	0.03	1.71	1.45	1.63	0.71	0.15	0.60	0.68	-
	建筑材料	1.19	3.59	0.85	1.37	0.01	0.87	0.31	0.68	1.32	2.61	0.62	1.09	0.30	0.85	0.69	0.81
	卡车施工农业机械	1.69	4.20	1.21	1.52	0.12	0.84	0.20	0.24	1.18	1.55	0.81	0.61	0.28	0.91	0.74	0.33
	纸浆和纸张	1.23	1.70	0.61	1.42	0.04	0.70	0.11	0.68	0.88	0.48	0.28	1.27	0.03	0.33	0.24	0.85
	金属制造	2.13	2.51	0.92	1.12	0.34	0.80	0.27	0.26	1.64	1.48	0.51	0.51	0.61	0.96	0.54	0.37
	服装鞋类	1.54	5.61	1.93	8.01	0.02	0.75	0.98	0.95	1.95	1.99	1.21	5.18	0.40	0.66	0.99	0.98
	建筑产品	1.44	10.61	1.15	2.34	0.01	0.97	0.51	0.77	1.02	2.40	0.69	1.06	0.11	1.00	0.92	0.85
	农业商品加工	2.60	0.97	1.21	1.04	0.15	0.03	0.60	0.04	1.01	0.27	0.55	0.44	0.01	0.18	0.61	0.06
	家具	1.73	3.42	0.73	2.72	0.03	0.84	0.40	0.90	1.31	0.99	0.43	0.82	0.10	0.60	0.20	-
计算机处理硬件	3.15	5.29	2.10	2.85	0.29	0.94	0.89	0.66	2.09	1.04	1.24	1.77	0.68	0.51	0.95	0.98	
高端自造	化学品:农业	1.72	1.56	0.79	2.30	0.07	0.09	0.00	0.44	1.31	1.59	0.60	0.85	0.35	0.15	0.05	0.22
	有线卫星电视	1.00	1.69	2.82	-	0.09	0.06	0.83	-	2.43	1.10	2.20	-	0.08	0.04	0.93	-
	休闲产品	2.75	2.71	3.18	2.53	0.24	0.30	0.85	0.48	3.77	1.01	3.29	1.24	0.30	0.10	0.94	0.60
	工具和硬件	2.02	1.99	1.25	1.35	0.19	0.27	0.20	0.30	2.26	1.34	1.43	0.81	-	0.55	0.31	0.23
	工业机械	2.58	5.38	2.34	2.97	0.29	0.98	0.99	0.75	2.17	3.25	1.87	1.67	0.24	0.98	1.00	0.88
	制药:专业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	专业电信	3.79	0.48	1.30	1.40	0.38	0.00	0.18	0.23	8.37	0.71	1.83	0.97	0.77	0.01	-	-
	电子设备仪器	2.09	4.91	4.63	3.26	0.05	1.00	1.00	0.76	2.18	4.16	4.68	2.49	0.23	0.94	1.00	0.85
化学品:专业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
先进智造	集装箱包装	1.67	2.84	0.63	1.60	0.11	0.40	0.08	0.27	1.64	0.99	0.41	1.12	0.24	0.73	0.20	0.72
	其他化学品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	生物技术	2.82	4.06	4.77	1.85	0.18	0.15	0.54	0.07	5.24	6.90	7.57	3.10	0.48	0.48	0.32	0.08
	航空航天与国防	2.59	5.49	1.77	4.98	0.14	0.79	0.79	0.93	2.51	2.08	0.72	2.00	0.09	0.93	0.70	1.00
	电子应用程序	2.54	2.78	0.88	2.13	0.30	0.45	0.11	0.42	1.20	0.82	0.43	0.95	0.68	0.68	0.25	0.60
	电气产品	2.37	4.38	1.37	3.21	0.20	0.92	0.35	0.99	1.57	3.41	0.85	1.41	0.18	0.95	0.78	0.89
	出版:报纸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	电子元件	2.63	4.39	1.58	2.94	0.23	1.00	0.49	0.68	1.95	2.02	1.31	2.39	0.25	0.93	0.71	0.88
半导体	2.33	8.90	1.53	9.15	0.08	1.00	0.48	0.97	2.21	11.49	1.96	7.00	0.15	1.00	-	0.98	
计算机外围设备	2.07	7.44	1.27	7.71	0.08	1.00	0.46	1.00	1.17	3.88	0.84	2.84	0.03	1.00	0.76	0.86	

资料来源: FactSet, 方正证券研究所

逆全球化加速,是造成当前中国科技制造业估值偏低的主要原因。以半导体行业为例:20年以前中国半导体的PB估值长期高于美国,这才是“追赶型”经济体的科技制造业应有的估值;但20年美国对华科技封锁加码以来,即便中国半导体行业的盈利能力持续优于美国,但其估值水平相对美国则明显恶化。由此可见,美国对华科技封锁,导致中国科技制造行业的估值出现明显低估!这种科技制造业不合理低估的状态,亟待“科特估”予以修正。

图表4:20年开始,中美半导体的估值纽带发生逆转



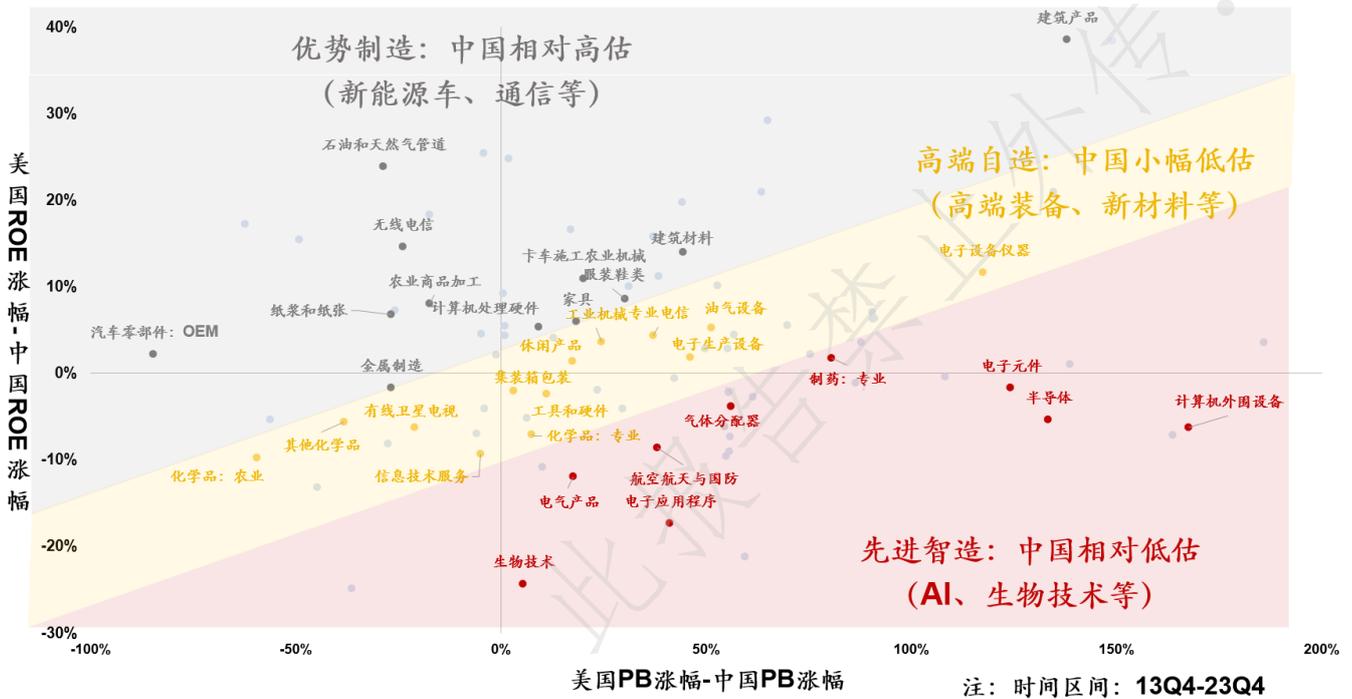
资料来源: FactSet, 方正证券研究所

1.4 高端自造+先进智造亟待“科特估”，修复估值水平，改善融资可得性

从 PB-ROE 相对估值的视角来看，中国的“优势制造”已经相对高估，但“高端自造+先进智造”仍普遍低估。我们复盘了过去10年中美两国的科技制造业盈利能力（ROE）和估值水平（PB）的变化，可以看到——

- （1）中国在新能源车和通信等“优势制造”领域依然是相对高估的。供给过剩导致中国优势制造的盈利能力相对回落，但资本市场依然愿意给出更高的估值。
- （2）中国在高端装备和新材料等“高端自造”领域小幅低估。高质量发展“硬科技”（如光刻机等）是重复造轮子，短期“经济性”不强，导致估值偏低。
- （3）中国在AI和生物科技等“先进智造”领域明显低估。美国“小院高墙”科技封锁，对中国最前沿科技的估值形成了明显的掣肘！

图表5: 中美科技行业估值的纽带，在三类“新质生产力”中逐渐发生分化



资料来源：FactSet，方正证券研究所注：取行业市值加权整体法，图中仅标注部分科技制造类行业

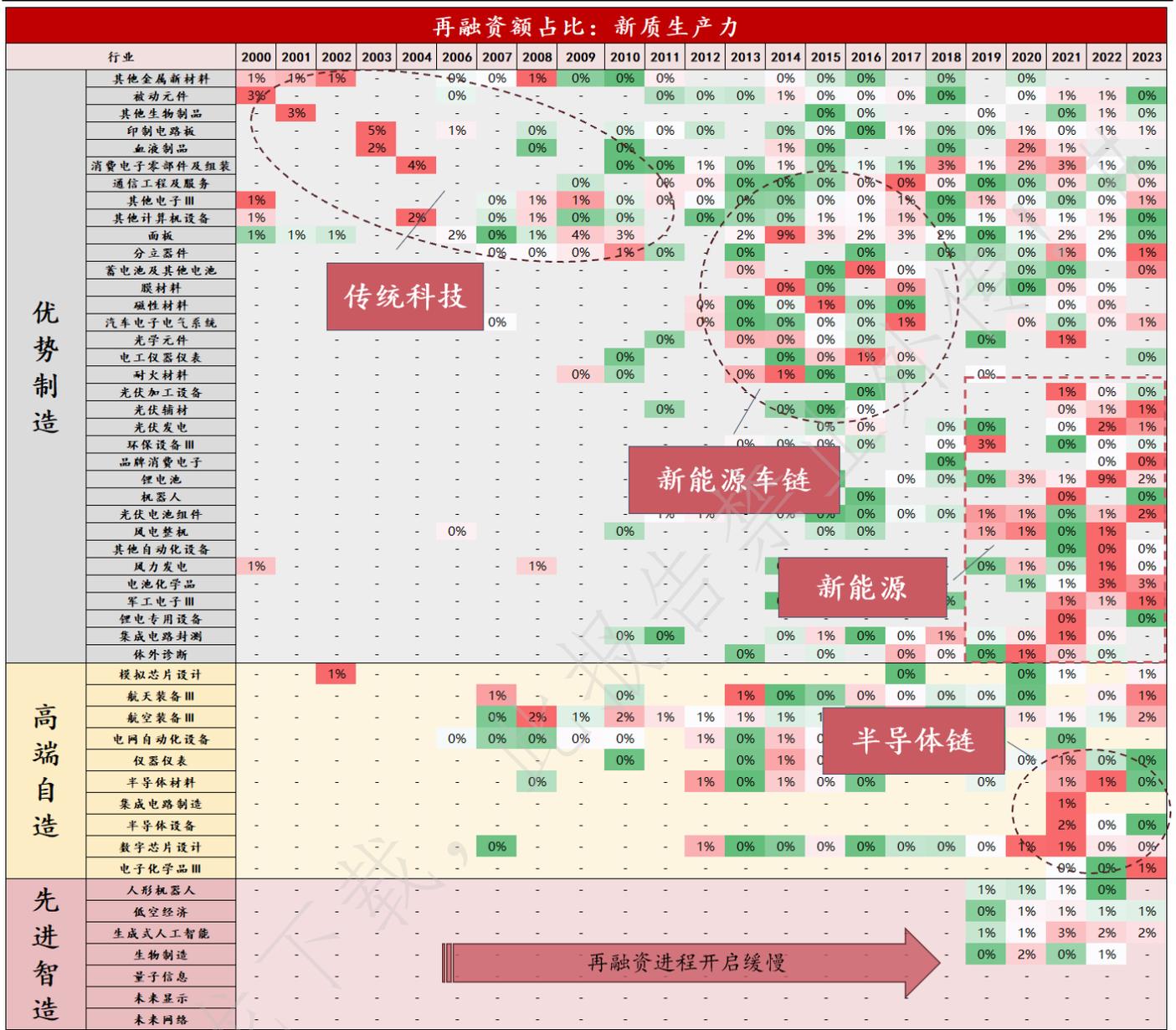
从资本市场融资可得性来看，中国的“优势制造”融资能力强，“高端自造”融资能力偏弱，而“先进智造”则缺乏融资能力。资本市场融资是“新质生产力”转型升级（科特估）的重要支撑，我们复盘了2000年以来“新质生产力”的再融资数据——

- （1）中国在新能源车和通信等“优势制造”领域拥有强劲的融资能力。过去20年“大发展时代”，中国构建了一套完整的现代化工业体系，资本市场融资功不可没！
- （2）中国在高端装备和新材料等“高端自造”领域的融资能力最近几年有所改

善，但依然处于偏低水平。高质量发展“硬科技”政策扶持，正在优化自主可控“硬科技”的融资能力；但“硬科技”（如光刻机等）属于重复造轮子，短期“经济性”有限，导致融资能力依然偏弱。

(3) 中国在AI和生物科技等“先进智造”领域明显缺乏融资能力。中国上市制度设计，对于偏概念的“未来产业”仍待优化；美国“小院高墙”对华科技封锁，也约束了“先进智造”的融资能力。

图表6:三类“新质生产力”的再融资额占比



资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 先进智造为相关概念股的再融资

1.5 “新质生产力”如何实现“科特估”？

(1) 中国领先的“优势制造”（如新能源车和通信等）：拥有完全自主可控能力，但也面临产能过剩困局，亟待“出海”开拓新的市场空间。“优势制造”其实就

是中国在过去 20 年“大发展时代”建立起来的一整套现代化工业体系，比如，家电、通信、新能源等等，已经获得了全球优势地位。美国主导的全球“再工业化”会进一步加剧中国“优势制造”供给过剩。中国“优势制造”出海，既可以落实中国“一带一路”高水平开放，也能够“逆全球化”趋势下扩大中国的“朋友圈”！

(2) 自主可控的“中国自造”（如高端装备和新材料等）：欧美“卡脖子”的基础工业，亟需新型举国体制下的财政补贴，实现转型升级。现在和未来 20 年“大安全当立”，但截止 2020 年中国基础工业增加值的全球占比仅为 6.19%，远低于日本的 10%和德国的 20%，基础工业面临欧美“卡脖子”的风险。基础工业（如光刻机等）转型升级有点类似于“重复造轮子”，虽然有长期的“安全正外部性”，但短期的“经济性”有限，需要新型举国体制下的大规模财政补贴，这会加速土地财政转向（生产）要素财政。因此，自主可控“硬科技”（中国自造）的转型升级，必将伴随着资源/公用事业等“稀缺资产”涨价重估。（《3 大预期差，周期股会有“跨年行情”吗？》，20231203）

(3) 前沿科技的“先进智造”（如 AI 和生物技术等）：进一步完善融商环境，优化上市制度，让商业利益拉动技术升级！“先进智造”能够根本性提升底层经济效率：2000 年开始的美国 PC 互联网场景革命，主要得益于 1969 年开启的美国 PC 互联网技术突破；2016 年开始的中国平台经济场景革命，主要得益于 2007 年美国苹果智能手机的技术突破。但现在很多人陷入了“技术第一性”的认知误区，回顾历史我们可以发现，商业利益才是技术创新的第一驱动力。美国“小院高墙”对华科技封锁，虽然在短期能够掣肘中国 AI 科技升级，但中国广阔的 AI 应用场景（类似于互联网+）能够带来巨大的商业利益，并中长期驱动中国 AI 科技转型升级。因此我们认为，进一步完善营商环境，优化科技企业的上市制度，能够帮助中国的 AI 等“先进制造”实现技术突围！

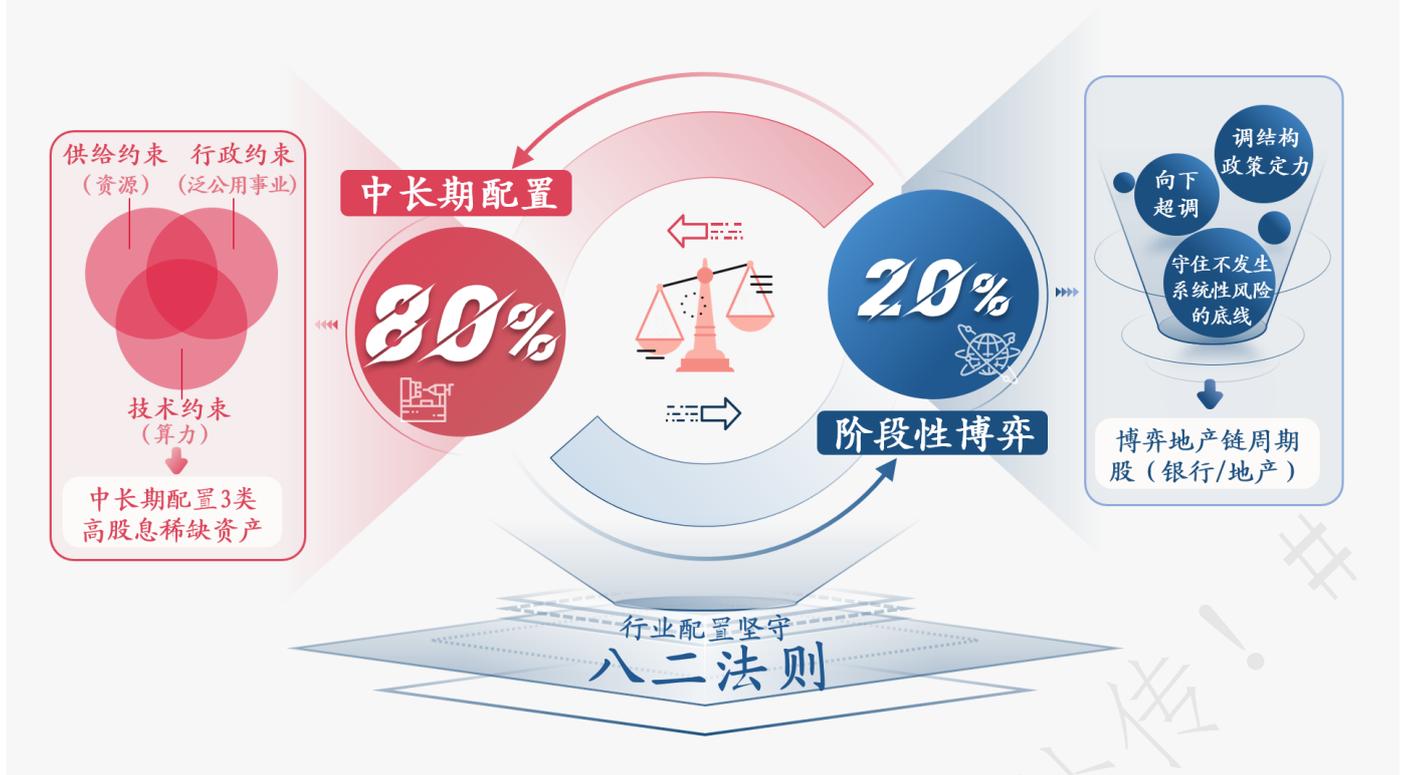
1.6 行业配置：战略性增配“稀缺资产”（资源/公用事业/算力基建），小仓位博弈“弹性资产”（银行/地产/新质生产力）

我们从去年 12 月初开始持续提示：预期收益率二次下台阶，高股息的“稀缺资产”将会中长期重估。在新一轮科技周期（可能在 2030 年以后）驱动预期收益率中枢抬升之前，行业配置坚守“八二法则”——

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

20%仓位阶段性博弈 2 类弹性资产：（1）地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的春季躁动行情；（2）美联储降息预期升温，驱动科技股延续反弹：低空经济、机器人等。

图表7: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

2 市场全景扫描

2.1 市场回顾

本周万得全 A 较上周下跌 0.03%，上证指数较上周上涨 0.63%，沪深 300 较上周上涨 0.20%，中证 500 较上周下跌 0.55%，创业板指较上周下跌 0.92%，科创 50 较上周下跌 1.51%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 1.28%，大盘成长下跌 0.35%，小盘价值上涨 0.36%，小盘成长下跌 0.81%。

大类行业中，资源类与周期类本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 6.43%、2.35%，必需消费与大消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-1.65%、-1.43%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为石油石化、有色金属、公用事业，涨跌幅分别为 5.24%、4.49%、4.23%；涨跌幅后三行业为房地产、商贸零售、传媒，涨跌幅分别为-4.52%、-2.55%、-2.54%。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 上涨 0.15%、恒生指数下跌 1.28%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 3.36%、COMEX 黄金上涨 2.28%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.37%，较上周下降 3.58BP。

图表8: 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	2.42%	-0.03%	-3.38%	0.00%	标普500	1.63%	0.15%		
上证指数	0.74%	0.63%	2.39%	5.77%	道琼斯工业指数	1.14%	-0.35%		
沪深300	1.38%	0.20%	3.32%	6.69%	恒生指数	2.47%	-1.28%		
中证500	3.49%	-0.55%	-1.47%	1.91%	英国富时100	-0.35%	-0.99%		
创业板指	3.74%	-0.92%	-4.45%	-1.07%	德国DAX	1.48%	1.49%		
科创50	6.67%	-1.51%	-5.73%	-2.35%	日经225	1.59%	0.17%		
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	-1.05%	1.28%	12.03%	15.41%	美元指数	102.74	-0.06		
大盘成长	3.08%	-0.35%	2.06%	1.32%	美元兑人民币	7.19	0.01		
小盘价值	1.99%	0.36%	4.76%	8.14%	港元兑人民币	0.92	0.00		
小盘成长	3.67%	-0.81%	6.51%	-3.13%	英镑兑人民币	9.22	-0.05		
大类板块	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	7.88	0.02		
周期类	6.33%	2.35%	2.57%	5.95%	100日元兑人民币	4.90	0.01		
资源类	6.15%	6.43%	17.97%	21.35%	主要利率	最新值	周度环比变化		
中游材料	6.05%	-0.41%	-5.28%	-1.90%	中国十年期国债收益率	2.37%	-3.58BP		
中游制造	8.88%	1.03%	-4.18%	-0.80%	中国一年期国债收益率	1.78%	1.02BP		
大消费	4.90%	-1.43%	-6.23%	-2.85%	期限利差(10Y-1Y)	0.58%	-4.60BP		
可选消费	7.91%	-1.00%	-2.72%	0.66%	R007	1.99%	-1.97BP		
必需消费	3.37%	-1.65%	-8.00%	-4.62%	DR007	1.82%	-0.45BP		
金融服务	3.53%	-0.41%	8.30%	11.68%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)		
服务业	4.94%	0.42%	4.32%	7.70%	美国十年期国债收益率	4.19%	-14.00BP		
TMT	13.13%	1.19%	-2.54%	0.83%	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	-3.39%	3.36%		
石油石化	-0.61%	5.24%	9.84%	13.22%	WTI原油	-3.41%	4.55%		
有色金属	2.07%	4.49%	1.71%	5.09%	COMEX黄金	1.48%	2.28%		
公用事业	-1.05%	4.23%	6.47%	9.85%	COMEX白银	0.50%	0.93%		
房地产	-0.72%	-4.52%	-10.67%	-7.29%	LME铜	1.45%	-0.57%		
商贸零售	0.94%	-2.55%	-8.65%	-5.28%	LME铝	-2.09%	1.23%		
传媒	3.64%	-2.54%	-3.64%	-0.26%	上期所螺纹钢	-0.26%	-2.46%		

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 16.53 倍升至 16.65 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 25.45 倍升至 25.69 倍, PB (LF) 较上周从 1.93 倍升至 1.95 倍; 创业板 PE (TTM) 较上周从 44.11 倍升至 43.78 倍, PB (LF) 从 2.88 倍降至 2.86 倍; 科创板 PE (TTM) 较上周从 68.58 倍降至 67.59 倍, PB (LF) 从 3.21 倍降至 3.16 倍; 创业板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 3.87 降至 3.81, 相对 PB (LF) 较上周从 2.32 降至 2.29; 科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上周从 6.01 降至 5.88; 相对 PB (LF) 较上周从 2.58 降至 2.52; A 股总体总市值较上周上升 0.75%; A 股整体剔除金融服务业总市值较上周上升 1.03%; 本周 A 股非金融 ERP 较上周从 1.59% 升至 1.62%, 股债收益差较上周从 -0.27% 升至 -0.23%。

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 10.61 倍升至 10.75 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上周从 13.94 倍上升至 14.20 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上周从 19.21 倍降至 19.07 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上周从 30.56 倍降至 30.41 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 2.00 降至 1.96；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 3.18 降至 3.13；本周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 4.84% 降至 4.76%。

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 3.12 亿元，减持最多的行业为汽车 (-5.28 亿元)，增持最多的行业为公用事业 (3.36 亿元)。本周偏股型基金新发行 78.94 亿，而上周为 15.79 亿。本周北向资金净流出 31.07 亿元，而上周净流入 235.46 亿元。截至本周收盘，融资余额为 14516 亿元，周环比上涨 0.59%，同比下跌 2.60%，融券余额为 428 亿元，周环比下跌 1.15%，同比下跌 53.87%。

最新行业比较打分结果显示：

社会服务、轻工制造、交通运输等行业得分较高。社会服务景气指数得分和财务得分较高，总分 81.34，在所有一级行业中排首位；轻工制造赔率得分、景气指数得分、市场预期得分和财务得分较高，总分 78.15，排名第二；交通运输景气指数得分和财务得分较高，总分 78.01，排名第三；

通信、煤炭、银行总分排在后三位。通信景气指数得分和市场预期得分较低，总分 23.30；煤炭赔率得分和财务得分较低，总分 35.60；银行景气指数得分较低，总分为 37.78。

本周行业打分变动前三的行业为通信、非银金融、钢铁。通信下降了 14 分，原因是景气指数得分和市场预期得分下降；非银金融下降了 9 分，原因是景气指数得分和财务得分下降；钢铁下降了 7 分，原因是赔率得分下降。

图表9: 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%
社会服务	81.34	68	90	-	90
轻工制造	78.15	77	73	75	90
交通运输	78.01	61	93	-	81
建筑材料	76.61	77	100	75	42
石油石化	74.00	27	97	94	90
医药生物	63.38	93	57	76	16
纺织服饰	60.73	41	87	45	68
传媒	60.36	55	80	100	
美容护理	55.12	91	7	61	68
电子	54.04	18	63	80	68
农林牧渔	52.97	55	53	22	81
国防军工	52.52	50	83	59	3
汽车	51.52	0	67	77	81
食品饮料	51.16	66	37	47	55
综合	51.16	66	-	-	29
有色金属	49.73	59	60	15	55
机械设备	49.35	39	77	-	16
基础化工	49.17	73	27	55	42
商贸零售	48.39	50	50	-	42
家用电器	46.60	59	30	-	55
环保	45.70	100	10	31	32
房地产	44.09	66	40	58	3
公用事业	43.58	20	43	-	90
钢铁	43.49	18	23	78	77
非银金融	43.32	93	13	41	16
电力设备	41.92	91	47	0	3
计算机	39.87	27	33	76	32
建筑装饰	38.13	89	17	29	3
银行	37.78	75	3	-	32
煤炭	35.60	9	70	43	16
通信	23.30	25	20	7	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

2.2 本周重要经济数据

2月中国外汇储备 3.23 万亿美元, 同比增长 2.96%, 高于 1 月的 1.09%; 1 月中国消费者信心指数 88.90, 高于 12 月的 87.60; 1 月中国地方政府债券专项债券发行额 19.07 百亿元, 同比下降 61.75%, 相比 12 月的 165.62% 转负; 2 月中国 CPI 同比 0.70%, 高于 1 月的 -0.80%; 2 月中国 PPI 同比 -2.70%, 低于 1 月的 -2.50%; 2 月美国失业率(季调) 3.90%, 高于 1 月的 3.70%;

2 月美国新增非农就业人数 27.50 万人, 同比下降 4.18%, 相比 1 月的 -52.49% 少减; 2 月美国 ADP 就业人数 13148.60 万人, 同比增长 1.82%, 低于 1 月的 1.93%; 1 月美国全部制造业新增订单 53.39 百亿美元, 同比下降 1.60%, 相比 12 月的 1.17% 转负; 2 月美国非制造业 PMI 52.60%, 低于 1 月的 53.40%; 上周美国初申请失业金人数 21.70 万人, 较前一周维持不变; 上周 EIA 商业原油库存环比增减 1.37 百万桶, 低于前一周的 4.20 百万桶; 1 月欧盟 PPI 同比 -8.40%, 高于 12 月的 -10.00%;

上游资源品: 本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约) 2177.80 美元/盎司, 高于上周的 2083.60 美元/盎司; 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约) 69.95 元/千克, 高

于上周的 68.92 元/千克；本周铝期货收盘价(活跃合约)19.20 元/千克，高于上周的 18.96 元/千克；上周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)19.00 美元/千吨，低于前一周的 22.20 美元/千吨；上周中国铜冶炼厂精炼费(RC)1.90 美分/磅，低于前一周的 2.21 美分/磅；本周 LME 铜库存 11.28 万吨，低于上周的 12.14 万吨；本周 LME 铝库存 58.01 万吨，低于上周的 58.91 万吨；本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 83.77 美元/桶，低于上周的 87.59 美元/桶；本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 78.01 美元/桶，低于上周的 79.97 美元/桶；

中游材料：本周尿素(小颗粒)出厂价 2300.00 元/吨，高于上周的 2280.00 元/吨；上周华东地区 PTA 市场均价 5906.20 元/吨，低于前一周的 5940.20 元/吨；本周高炉开工率 75.62%，高于上周的 75.17%；本周主要钢厂开工率 40.67%，高于上周的 38.37%；2 月下旬社会钢材库存 13.67 百万吨，低于 2 月中旬的 12.12 百万吨；上周螺纹钢现货价 4063.00 元/吨，低于前一周的 4092.00 元/吨；本周华东地区水泥均价 452.00 元/吨，高于上周的 434.00 元/吨；本周南华玻璃指数 2209.81 点，低于上周的 2254.88 点；

必需消费：2 月下旬豆粕市场价 3329.70 元/吨，低于 2 月上旬的 3404.10 元/吨；2 月下旬生猪市场价 13.70 元/千克，低于 2 月上旬的 15.20 元/千克；上周生猪饲料均价 3.16 元/千克，低于前一周的 3.21 元/千克；2 月纺织业 PPI 当月同比-0.80%，高于 1 月的-1.30%；

可选消费：上周十大城市:商品房成交面积 83.40 万平方米，高于前一周的 46.34 万平方米；上周 30 大中城市:商品房成交面积 159.14 万平方米，高于前一周的 96.88 万平方米；2 月百城住宅价格指数:同比 0.57%，高于 1 月的 0.43%；上周 100 大中城市成交土地溢价率 3.21%，低于前一周的 4.16%；

服务业:2 月天然气进口量累计同比 23.60%，高于 12 月的 9.90%；2 月下旬液化天然气市场价 3938.60 元/吨，低于 2 月上旬的 4722.00 元/吨；

TMT: 2 月电影票房收入 110.87 亿元，同比增长 187.15%，高于 1 月的-74.40%。

2.3 本周经济要闻

3 月 9 日国家统计局发布 2 月中国 CPI、PPI 数据：2 月份，全国 CPI 环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点；同比由上月下降 0.8%转为上涨 0.7%，回升较多。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅；2 月份，受春节假日等因素影响，工业生产处于传统淡季，全国 PPI 环比下降 0.2%，降幅与上月相同；同比下降 2.7%，降幅略有扩大。

2.4 下周重点关注

3 月 11 日日本公布第四季度不变价 GDP (同比)；

3 月 12 日美国公布 2 月炼油厂加工量、2 月 CPI (同比/季调环比)、2 月核心 CPI (同比/季调环比)；中国公布 2 月 M1 (同比)、M2 (同比)、2 月社会融资规模 (当月值)、2 月社会融资规模存量 (同比)、2 月新增人民币贷款；德国公布 2 月 CPI (同比/环比)；

3月14日美国公布**2月新增人民币贷款(亿元)**、**2月最终需求PPI(同比/季调环比)**、**2月最终需求剔除食品和能源PPI(同比/季调环比)**、**2月核心PPI(同比/季调环比)**、**2月核心零售总额(季调环比)**、**2月零售销售总额(同比/季调环比)**、**3月09日当周初次申请失业金人数(季调)**。

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