



中信证券研究部

核心观点



秦培景  
首席策略师  
S1010512050004



秦翔  
联席首席策略师  
S1010518080002



杨帆  
政策研究首席  
分析师  
S1010515100001



程强  
宏观经济首席  
分析师  
S1010520010002



李世豪  
策略分析师  
S1010520070004

2023 年是 A 股的“转折之年”，1 月全年战略配置期和战术入场期叠加，在全国疫情“达峰”后，将开启关键的做多窗口，建议提高仓位，配置上由 12 月的均衡配置转向偏成长风格。首先，1 月全国疫情流行期“达峰”可能早于预期，基本面预期迎来拐点后修复空间大，基于基本面和政策趋势判断，1 月是 A 股 2023 年重要的战略配置期。其次，2022 年年末收官的市场成交和估值都明显偏低，今年开年内外资入场共振有望打破存量博弈困局，机构定价权将明显增强，结合市场估值和交易行为分析，1 月 A 股将迎来战术交易层面关键的入场时点。再次，战略配置期与战术入场期叠加，全国疫情“达峰”后观察适应期结束，全年关键做多窗口将在 1 月开启，A 股全面修复行情将由政策预期驱动的第一阶段，切换至业绩预期驱动的第二阶段。最后，建议提高仓位，配置上由均衡配置转向更偏成长风格，聚焦“四大安全”领域，包括能源资源安全的储能、风光，科技安全的半导体、数字经济产业，国防安全的导弹、航发产业链，粮食安全的种业；同时关注医疗器械、合成生物、工业自动化。

1 月是 2023 年 A 股重要的战略配置期。

1) 1 月全国疫情流行期“达峰”可能早于预期。首先，全国疫情“达峰”形势呈现从北向南、从东向西、从大城市向中小城市蔓延的特征，“达峰”进程可能快于预期。其次，京津冀和成渝都市圈核心城市在本轮疫情流行期中已“先进先出”，12 月 19 日以来北京和广州地铁客运量持续回升；二线城市中天津、武汉、成都、石家庄等地的地铁客运量近一周也复苏明显；这些城市百度发烧搜索指数已过高点，延时拥堵指数也陆续迈过低点。再次，随着上海和深圳“达峰”，预计 1 月上旬长三角和珠三角这两个经济权重区域也将进入疫后人员流动恢复阶段。最后，1 月 8 日新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，全国流行期有望在春节前“达峰”，提振市场情绪，春节返乡规模可能高于预期。

2) 1 月基本面预期迎来拐点后修复空间大。提前“达峰”的疫情流行期对经济负面影响前置，12 月中下旬的生产高频数据依然偏弱，12 月中旬的重点企业日均粗钢产量回落至 8 月上旬水平，12 月国内制造业 PMI 下降至 47，已连续 3 个月下行。近期国内生产和消费低迷是阶段性的，预计经济增速预期下修将随着经济权重区域疫情“达峰”而结束并反转，开春后经济上行的确定性强，预计 2 月国内消费端将率先修复。3 月初全国“两会”对今年稳增长、扩内需政策会有更具体的定调安排，政策和内生增长共同驱动经济快速恢复。预计今年一季度国内 GDP 同比增速不会低于去年四季度，基数影响下二季度增速有望达到 7~8% 甚至更高，而下半年经济环比恢复还会进一步提速。

3) 1 月是 A 股 2023 年的重要战略配置期。首先，一季度宏观流动性环境有利于估值修复：2022 年 12 月 LPR 报价不变，降准没能推动 LPR 下调，预计一季度有 LPR 降息空间，1 月是重要的窗口期；另一方面，预计 2 月初美联储加息幅度将进一步回落至 25bps，人民币对美元易升难贬。其次，国内政策整体更注重稳增长和提信心，以内需为抓手，以财政为发力点的总量政策有利于修复价值板块的基本面；而资本红绿灯、数字经济、科技自立自强等结构政策出台，也有利于打开成长板块的长期空间。再次，A 股基本面见底修复的拐点在上半年将明确，下半年修复弹性更大，预计非金融板块（中证 800 口径）2022 年 4 季度至 2023 年 4 季度的单季盈利同比增速分别为 -9%、-6%、3%、18%、64%。最后，政策预期拐点带来的疫情影响拐点明确后，外部流动性和基本面拐点也将逐步明确，这些都将不断夯实 A 股在“转折之年”的中期修复基础，使得 1 月成为 2023 年 A 股重要的战略配置期。

1 月将迎来战术交易层面重要的入场时点。



**杨家骥**  
 策略分析师  
 S1010521040002



**联系人：徐广鸿**  
 海外策略首席

**1) 年末收官的 A 股成交和估值都明显偏低。**12 月 A 股处于观察期，短线交投热度持续减弱，中下旬以来成交迅速下滑，波动率较 11 月有所放大：两市日成交额从 12 月 9 日的 10091 亿元降至 12 月 30 日的 5725 亿元，沪深 300、中证 1000、国证 2000 周度换手率已经降至 2015 年以来的 11%、15%和 40%分位，大小盘的流动性恶化程度差异不大，但小盘股的股价跌幅明显更大。市场调整后当前主要指数动态估值依然处于低位，截至 2022 年 12 月 30 日，上证 50、沪深 300 和创业板指的动态 P/E 仅处于 2010 年以来 32%、29%和 9%的分位；行业层面，科技、半导体、医疗健康、新型电力系统、光伏等板块的动态 P/E 已低于 2018 年底的水平；机构重仓股估值依然处于低位，公募基金和北向资金的前 100 大重仓股加权动态 P/E 仅为 16x 和 13.3x。

**2) 开年内外资入场共振，机构定价权将明显增强。**12 月以来公募基金的仓位变化不大，净赎回率处于低位，交易以调仓为主。对中信证券渠道调研显示，上周活跃中小型私募仓位 73%，环比持平。北向资金 12 月净流入速度放缓，过去四周周累计净流入 48.7 亿元，较防疫政策调整后的三周平均水平下滑 78%。预计开年内外资有望共振入场，一方面，2018 年以来复盘显示，1 月的仓位和配置选择对国内公募全年最终排名的影响较大，2022 年 12 月以来国内公募的配置再平衡会随着观察期收尾而结束，中期基本面改善高度共识下，预计开年将密集抢先布局“胜负手”。另一方面，圣诞、新年长假结束后预计外资入场也将提速，疫情“达峰”后基本面改善和人民币升值预期叠加下，配置型和交易型外资流入规模都将放大。开年后机构资金的相对定价权将明显增强。

**3) 1 月将迎来 A 股战术交易层面重要的入场时点。**情绪上，随着 1 月主要经济权重区域的核心城市疫情先后“达峰”，人流逐步恢复，交易层面的短期焦虑明显缓解，叠加内外资入场共振，开年市场活跃度会跟随情绪快速修复。配置上，各类投资者对基本面中期改善的趋势有高度共识，且大部分板块动态估值依然处于历史较低分位，A 股风险收益比吸引力高，结合股债相对估值判断，当前 A 股长期配置价值依然处于 2016 年以来较高的位置。博弈上，内外资中期增配 A 股意愿较强，当前活跃资金仓位并不高，市场共识快速形成的同时各类资金抢跑，1 月 A 股将迎来战术交易层面重要的入场时点。

**■ 全年关键做多窗口即将开启。**

**1) 提高仓位，迎接全年关键做多窗口。**估值处于低位的 A 股市场已迈过观察适应期，在 2023 年这个“转折之年”，基本面中期改善的趋势确定性高，疫情流行期提前“达峰”提振市场情绪，内外资入场共振有望打破市场流动性存量博弈的困局。全年战略配置期和战术入场期叠加下，预计 A 股在 1 月将开启全年关键的做多窗口，建议提高仓位。

**2) 业绩预期驱动市场全面修复，关注基本面改善弹性。**A 股全面修复行情将由政策预期驱动的第一阶段，切换至业绩预期驱动的第二阶段。1 月密集的业绩预告将明确市场对“业绩底”的预期，部分上市公司 2023 年的指引也将进一步提振市场信心。结合中信证券研究部各行业组的最新观点，我们梳理出了 2023 年基本面相比 2022 年有显著改善空间的细分行业，包括消费中的出行链，医药中的药品和器械，制造中的风光储、机械军工细分，科技中的数字经济，以及地产链和后周期品类等。

**3) 配置重心更偏成长，重点聚焦“四大安全”领域。**建议配置上注重弹性，风格上从前期的均衡配置逐步转向重心偏成长，重点聚焦“四大安全”领域，具体包括：1) 能源资源安全关注出货量维持高增长，近期排产有望改善的**储能、风光（辅材&设备）**；2) 科技安全关注**半导体自主可控、数字经济产业（通信设备、IDC、信创）**；3) 国防安全围绕**导弹、航发产业链**布局；4) 粮食安全关注**种业和生物育种**。除此之外，还建议关注基本面弹性较大的成长细分品类，例如**医疗器械、合成生物、工业自动化**等。

**■ 风险因素：**局部疫情反复超预期；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

## 目录

1 月是 2023 年 A 股重要的战略配置期 .....	5
1 月全国疫情流行期“达峰”可能早于预期 .....	5
1 月基本面预期迎来拐点后修复空间大 .....	7
1 月是 A 股 2023 年的重要战略配置期 .....	9
1 月将迎来战术交易层面重要的入场时点 .....	11
年末收官的 A 股成交和估值都明显偏低 .....	11
开年内外资入场共振，机构定价权将明显增强 .....	16
1 月将迎来 A 股战术交易层面重要的入场时点 .....	19
全年关键做多窗口即将开启 .....	20
风险因素 .....	21

## 插图目录

图 1：北京地铁客运量 .....	5
图 2：广州地铁客运量 .....	5
图 3：武汉地铁客运量 .....	6
图 4：成都地铁客运量 .....	6
图 5：部分一二线城市拥堵延时指数已陆续迈过低点 .....	6
图 6：上海地铁客运量 .....	7
图 7：深圳地铁客运量 .....	7
图 8：全国整车货运物流指数距离往年同期仍有差距 .....	8
图 9：重点企业日均粗钢产量已回落至 8 月上旬水平 .....	8
图 10：制造业 PMI 已连续 3 个月下行 .....	8
图 11：11 月以来，同业存单利率明显上升 .....	10
图 12：CME FEDWATCH TOOLS 显示 2 月份美联储大概率加息 25bps .....	10
图 13：A 股成交迅速下滑 .....	11
图 14：两融成交占比和市场平均担保比例回升 .....	12
图 15：日成交金额低于 1000 万/3000 万/5000 万元的个股数量占比（%） .....	12
图 16：日度波动率环比放大的个股数量占比（%） .....	13
图 17：12 月初至今成交额下滑的股票对应的成交下滑幅度和股价累计涨跌幅度（按月初的总市值分组） .....	13
图 18：公募基金仓位变化不大 .....	17
图 19：北向资金周度净流入（亿元） .....	17
图 20：公募基金与北向资金重仓股动态估值 .....	18
图 21：公募基金平均月收益 vs. 沪深 300 月收益率（%） .....	18
图 22：当前沪深 300 具备长期性价比 .....	20

## 表格目录

表 1：LPR 改革以来报价调整情况 .....	9
--------------------------	---

---

表 2: 2022Q4 至 2023 年中证 800 企业盈利增速预测 .....	11
表 3: 过去一个月成交额下滑的个股所在行业及对应涨跌幅 (%) .....	14
表 4: 过去一个月成交额上行的个股所在行业及对应涨跌幅 (%) .....	14
表 5: 各行业当前及 2018 年底动态估值对比 .....	15
表 6: 2018 年来历年 1 月与全年领涨的一级行业 (%) .....	18
表 7: 2023 年基本面具备弹性的细分行业&产品 .....	20

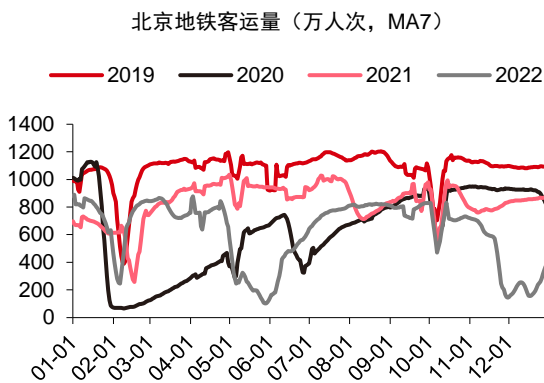
## 1 月是 2023 年 A 股重要的战略配置期

### 1 月全国疫情流行期“达峰”可能早于预期

全国疫情“达峰”形势呈现从北向南、从东向西、从大城市向中小城市蔓延的特征，“达峰”进程可能快于预期。根据知乎答主 chenqin 的模型，将疫情期间和非疫情期间的症状关键词搜索指数进行处理，计算超额的搜索指数累计面积，以预测各城市的疫情达峰时间以及第一轮疫情结束时间。根据截至 12 月 31 日的模型结果，主要城市中，北京于 12 月 17 日达峰，广州和上海于 12 月 21 日达峰，杭州于 12 月 22 日达峰，三四线城市达峰时间相较一二线城市略晚，云南、海南等南部省份和甘肃、四川等西部省份达峰时间相对晚于其他省份。

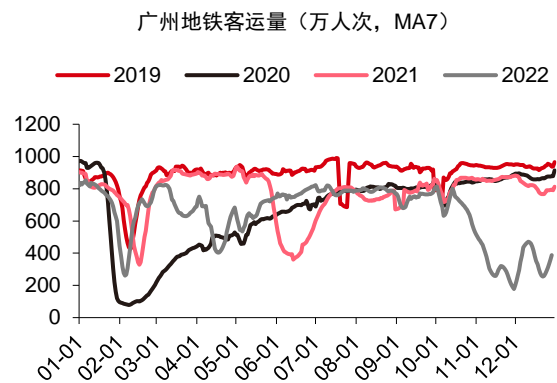
京津冀和成渝都市圈核心城市在本轮疫情流行期中已“先进先出”，部分二线城市地铁客运量恢复明显。自 12 月 19 日以来北京和广州地铁客运量持续回升，截止 2022 年 12 月 29 日，均已恢复到接近日度 500 万人次的水平。二线城市中天津、武汉、成都、石家庄等地的地铁客运量近一周复苏明显。2022 年 12 月 26 日起，武汉日度地铁客运量超 200 万人次，成都日度地铁客运量超 400 万人次，相较前一周（12 月 19 日至 12 月 25 日）均值 141 万人次和 310 万人次恢复明显。天津、石家庄的地铁客运量日均值也较前一周（12 月 19 日至 12 月 25 日）增长了 79% 和 47%。这些城市的百度发烧搜索指数已在 12 月 15 日至 21 日过峰，延时拥堵指数也在 12 月中下旬陆续迈过低点。

图 1：北京地铁客运量



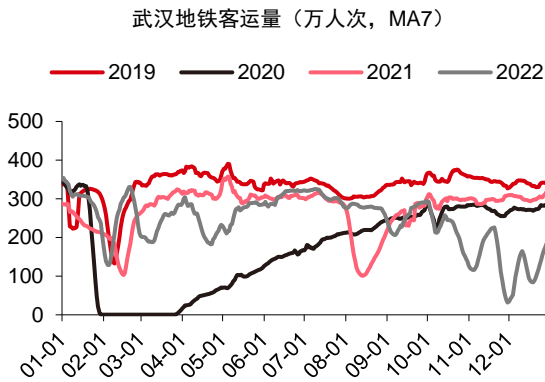
资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

图 2：广州地铁客运量



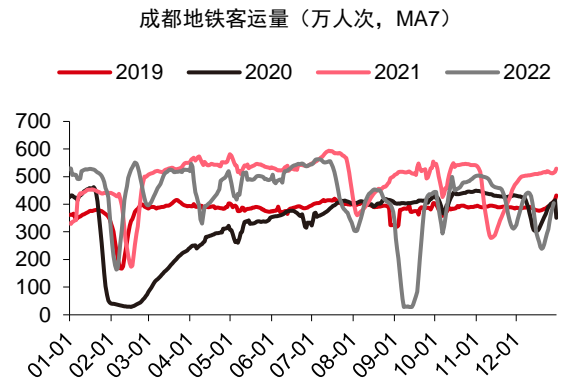
资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

图 3：武汉地铁客流量



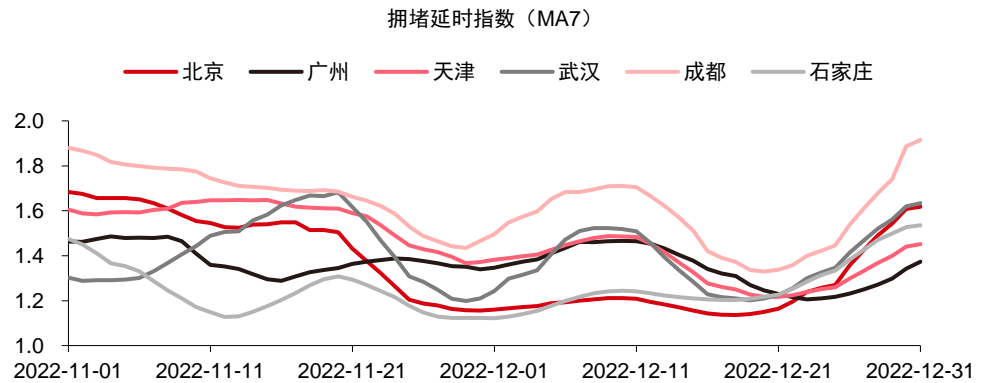
资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

图 4：成都地铁客流量



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

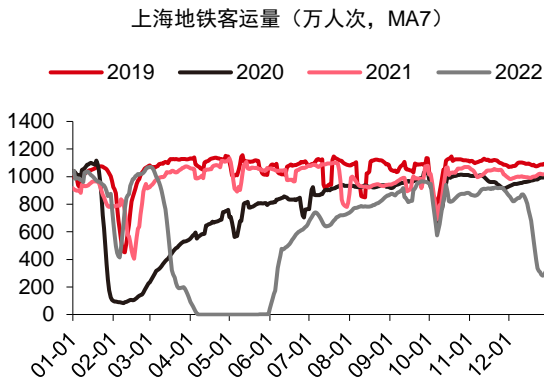
图 5：部分一二线城市拥堵延时指数已陆续迈过低点



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 31 日

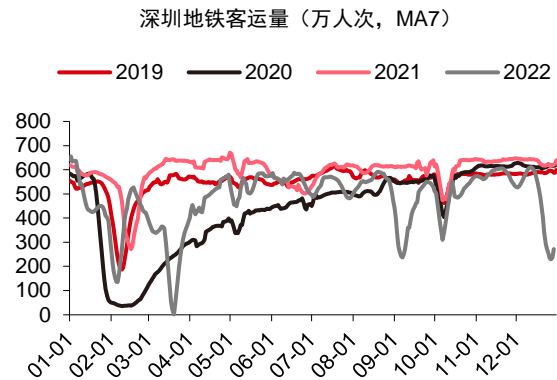
随着上海和深圳“达峰”，预计 1 月上旬长三角和珠三角这两个经济权重区域也将进入疫后人员流动恢复阶段。上海和深圳的百度发烧搜索指数已在 12 月 21 日达到峰值，但人员流动尚在恢复通道中。上海和深圳的地铁客流量分别在 12 月 25 日和 12 月 22 日触底，截至 12 月 29 日，上海日度地铁客流量已从不足 200 万人次的底部恢复至 431 万人次，但距离 11 月日均 903 万人次的客流量仍有恢复空间；深圳日度地铁客流量已恢复至 383 万人次，而 11 月日均为 577 万人次。在上海和深圳疫情已经“达峰”后，预计 1 月上旬长三角和珠三角这两个经济权重区域也将进入疫后人员流动修复阶段。

图 6：上海地铁客流量



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

图 7：深圳地铁客流量



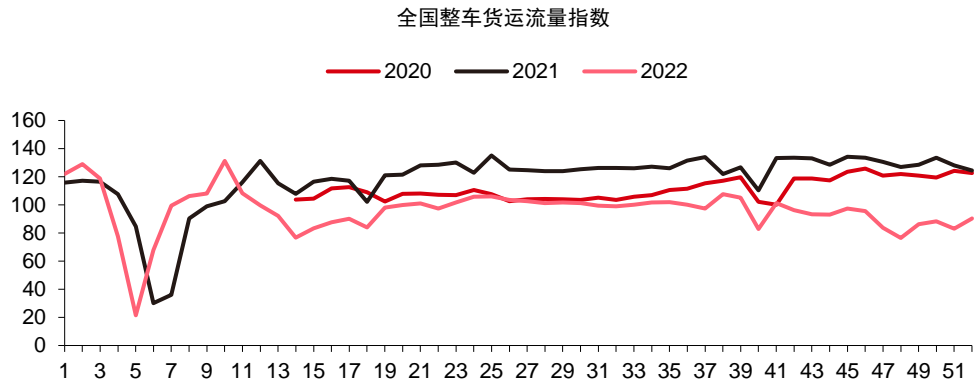
资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 29 日

**1 月 8 日新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，全国流行期有望在春节前“达峰”，提振市场情绪，春节返乡规模可能高于预期。**2022 年 12 月 26 日，国务院联防联控机制综合组印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》。根据方案，2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。依据传染病防治法，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；对新冠病毒感染者实施分级分类收治并适时调整医疗保障政策；检测策略调整为“愿检尽检”；调整疫情信息发布频次和内容。依据国境卫生检疫法，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。随着经济权重较高的都市圈核心城市“先进先出”和“乙类乙管”的实施，疫情全国流行期有望在春节前“达峰”，春节返乡规模可能高于预期。

### 1 月基本面预期迎来拐点后修复空间大

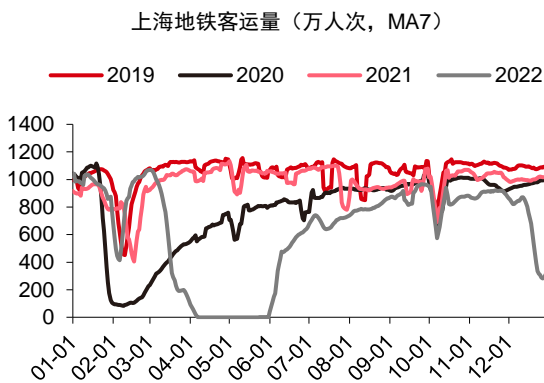
提前“达峰”的疫情流行期对经济负面影响前置，12 月中下旬的生产高频数据依然偏弱。物流方面，全国整车货运流量指数于 2022 年 12 月初跌入 76.5 的低位，随后开始缓慢修复，截至 2022 年 12 月 31 日，上周前六日的均值为 90.3，相比低位的回升幅度达到 18%，但距离过去两年同期的 120 左右水平还有差距。生产方面，12 月中旬的重点企业日均粗钢产量较 11 月末减少 3.2%，较 9 月中旬的阶段性峰值减少 8.4%，目前已回落至 8 月上旬的水平。另外，12 月受疫情冲击等因素影响，制造业 PMI 下降到 47.0%，连续三个月下行且位于收缩区间，与近三年季节性平均水平的差距扩大到 3.8 个百分点。

图 8：全国整车货运物流指数距离往年同期仍有差距



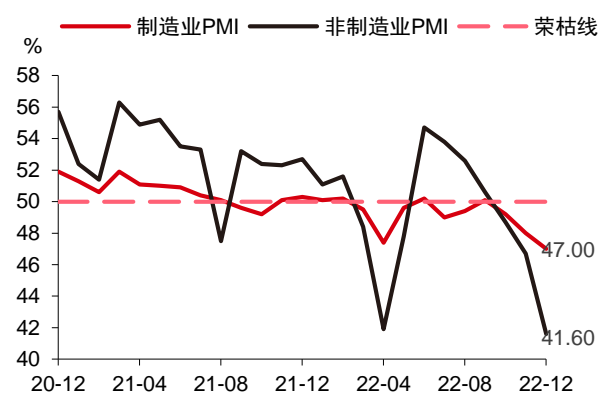
资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 31 日，上周值为前六日平均值

图 9：重点企业日均粗钢产量已回落至 8 月上旬水平



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2022 年 12 月 20 日

图 10：制造业 PMI 已连续 3 个月下行



资料来源：Wind，中信证券研究部

近期国内生产和消费低迷是阶段性的，预计经济增速预期下修将随着经济权重区域疫情“达峰”而结束并反转，开春后经济上行的确定性强。中信证券研究部宏观组认为，11 月多重超预期压力对经济恢复构成制约，需求收缩、供给冲击、预期转弱压力有所加大。具体来看，在疫情优化措施实施的初期，11 月经济社会适应力稍显不足，个别地方过度防疫带来的效率下降和疫情形势恶化本身对经济产生负面冲击，双重因素叠加导致了经济增长再次承受了较大的下行压力，主要经济指标出现不同程度的回落。进入 12 月以来，在各地疫情陆续达峰过程中，生产和消费出现阶段性疲软。随着长三角和珠三角这两个经济权重区域疫情在 1 月上旬“达峰”，经济承受压力最大的时期也将在 1 月上旬出现，经济增速预期下修将随着疫情的过峰结束并反转，开春后经济上行的确定性非常强，预计 2 月国内经济将快速修复。

3 月初全国“两会”对今年稳增长、扩内需政策会有更具体的定调安排，政策和内生增长共同驱动经济快速恢复。中央经济工作会议 2022 年 12 月 15 日至 16 日在北京举行，会议强调“要坚持稳字当头，稳中求进”。货币政策方面，稳健的货币政策要精准有力，今年结构性货币政策可能发挥更大作用，预计流动性在疫情高峰期过去后将回归常态；财



政政策方面，保持必要财政支出强度意味着今年财政总支出规模还将保持扩大趋势，发挥积极的逆周期调节作用。同时，会议明确将内需作为稳增长抓手，提出着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需。12月28日召开的中国人民银行货币政策委员会2022年第四季度例会也明确了“稳增长”和“扩内需”以及支持实体经济的政策方向。近期对于稳增长、扩内需的政策也在不断出台：12月14日，中共中央国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》；12月15日，国家发改委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，细化了2025年前的落实举措。预计3月初全国“两会”对今年稳增长、扩内需政策会有更具体的定调安排，政策驱动和内生增长共同驱动经济快速恢复。

**预计今年一季度经济同比增速不会低于去年四季度，而基数影响下今年二季度增速有望成为全年同比增速最高的季度。**虽然今年中国经济依然面临较大的内外部压力，但政府仍将坚持发展是第一要务，以相对较高的目标增速指引经济稳中向好；同时，加力实施稳投资、扩信用、宽货币等措施，尤其是聚焦在制造业领域，瞄准“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”，加大力度形成中国制造在全球的突出优势，引领中国经济增长。中信证券研究部宏观组预计今年一季度经济同比增速不会低于上年四季度，而基数影响下今年二季度增速有望达到7~8%甚至更高并成为全年同比增速最高的季度，今年下半年在没有新风险因素触发的假设下，经济环比恢复还会进一步提速。

## 1 月是 A 股 2023 年的重要战略配置期

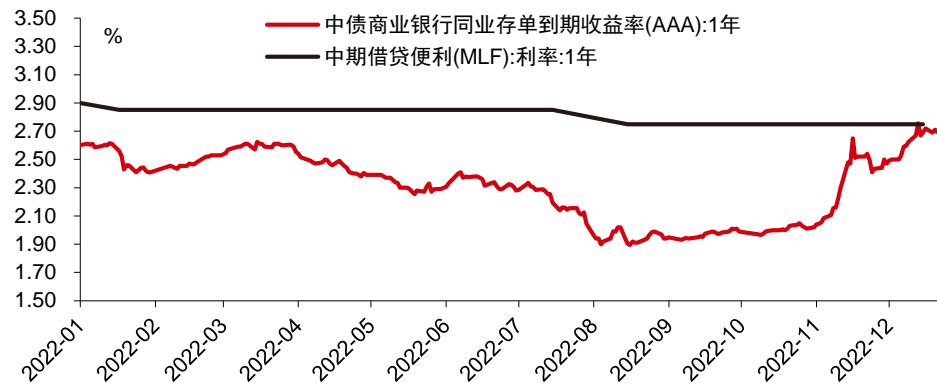
**一季度宏观流动性环境有利于估值修复。**一方面，12月LPR报价保持不变，降准没能推动LPR下调，但我们预计2023年一季度大概有货币政策降息或降准的操作。12月20日，央行公布LPR报价，1年期和5年期均与上月一致。近几次LPR下调有两类触发因素，第一是MLF降息，第二是“降准+降存款利率”。12月仅有一次0.25个百分点的降准，还不足以推动LPR报价下调，尤其是考虑到近期同业存单利率快速上升，银行负债端成本有所增加。但是，我们预计2023年一季度大概有货币政策降息或降准的操作，1月就是非常重要的一个窗口期。

表 1：LPR 改革以来报价调整情况

	1 年期 LPR		5 年期以上 LPR		MLF 利率 变化情况	7 天 OMO 利率变化 情况
	报价	变化情况	报价	变化情况		
首次报价	4.25%		4.85%			
2019-09	4.20%	-5	4.85%			
2019-11	4.15%	-5	4.80%	-5	-5	-5
2020-02	4.05%	-10	4.75%	-5	-10	-10
2020-04	3.85%	-20	4.65%	-10	-20	-20
2021-12	3.80%	-5	4.65%			
2022-01	3.70%	-10	4.60%	-5	-10	-10
2022-05	3.70%		4.45%	-15		
2022-08	3.65%	-5	4.30%	-15	-10	-10

资料来源：Wind，中信证券研究部

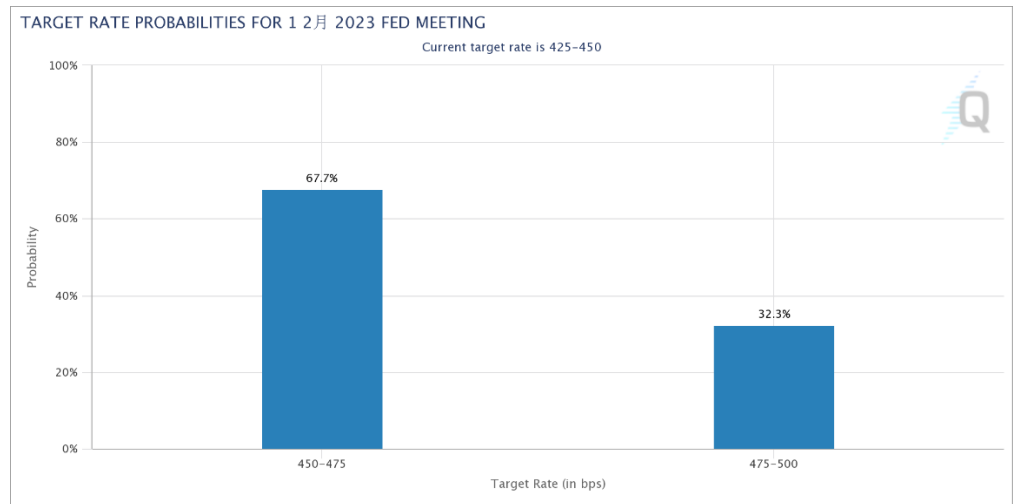
图 11: 11 月以来, 同业存单利率明显上升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

另一方面, 预计 2 月初美联储加息幅度将进一步回落至 25bps, 人民币对美元易升难贬。12 月美联储议息会议上委员全票通过将基准利率上调 50bps 到 4.25-4.50% 区间, 符合市场预期, 我们认为, 本轮美联储加息周期将在 2023 年 3 月左右接近结束, 终点利率预期为 5%, CME FEDWATCH TOOLS 截至 2023 年 1 月 1 日的数据显示, 2 月份美联储议息会议加息 25 bps 的概率高达 67.7%, 在国内经济复苏的背景下, 人民币兑美元易升难贬。

图 12: CME FEDWATCH TOOLS 显示 2 月份美联储大概率加息 25bps



资料来源: CME

国内政策整体更注重稳增长和提信心。近期各部委集中学习中央经济工作会精神, 财政方面, 预计 2023 年财政要加力提效实施积极财政政策, 明确传递推动经济持续回升向好和高质量发展的信号, 有利于修复 A 股价值板块的基本面; 产业政策方面, 从发改委在中央经济工作会议闭幕当天发布的当前经济社会发展有关情况答记者问看, 我们预计 2023 年产业政策将继续聚焦对人工智能、大数据、云计算、物联网、光伏、新能源汽车等行业支持, 有利于打开成长板块的长期空间。

伴随政策发力和经济修复, A 股基本面也将见底修复, 拐点在上半年将明确, 下半年

**修复弹性更大。**预计 2023 年 A 股盈利同比增速（中证 800 口径）将从 2022 年的 3% 回升至 10%，非金融板块净利润增速将从 2022 年的 8% 回升至 2023 年的 14%，预计中证 800 盈利增速将在 2022Q4 触底，2022Q4-2023Q4 的单季同比增速分别为 -9%、-6%、3%、18%、64%。

综上所述，前期政策预期拐点带来的疫情影响拐点即将明确，后续外部流动性和基本面拐点也将逐步明确，这些都将不断夯实 A 股在“转折之年”的中期修复基础，使得 1 月成为 2023 年 A 股重要的战略配置窗口。

表 2：2022Q4 至 2023 年中证 800 企业盈利增速预测

分项指标	单位/说明	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
全市场	当季同比%	3	2	-7	-5	6	14	31	3	10
大金融	中证 800 口径	1	1	-6	-4	8	11	10	-2	6
非金融		5	3	-9	-6	3	18	64	8	14
工业	当季同比%	12[9]	9[6]	-11[-7]	-8[-5]	-2[-1]	15[10]	66[38]	10[6]	11[7]
消费	[对当季非金	-6[-1]	12[2]	-11[-2]	-19[-3]	10[1]	-2[0]	94[12]	2[0]	8[1]
TMT	融增速贡献%]	-18[6]	-22[-4]	-6[-1]	9[1]	9[1]	59[8]	36[8]	11[2]	27[4]
医药		-2[0]	2[0]	12[1]	22[2]	25[2]	23[2]	81[5]	3[0]	32[2]

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 1 月将迎来战术交易层面重要的入场时点

### 年末收官的 A 股成交和估值都明显偏低

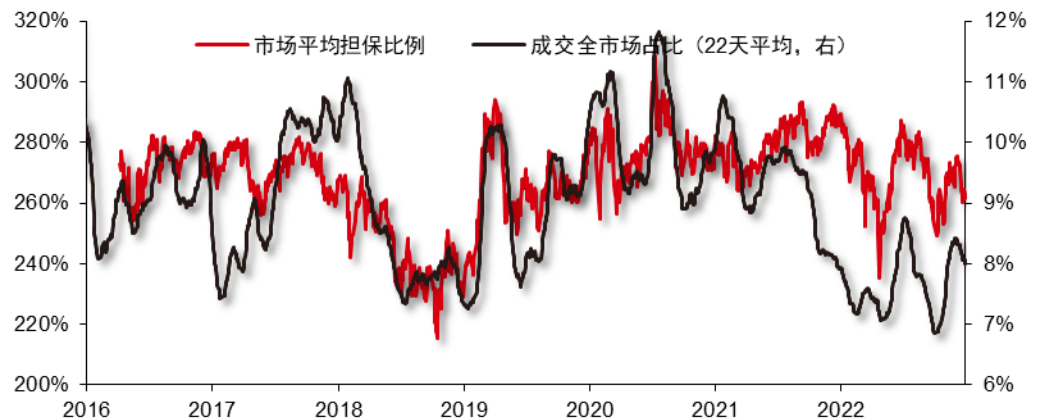
12 月 A 股处于观察期，短线交投热度持续减弱，中下旬以来成交迅速下滑，波动率较 11 月有所放大。两市日度成交额从 12 月 9 日的 10091 亿元在 9 个交易日迅速降至 12 月 30 日的 5725 亿元，是 2018 年以来 36% 的历史分位，不到 2020 年以来 3% 的历史分位。两融成交占比由 12 月上旬的 8.4% 小幅回落至 8%，市场两融平均担保比例同样由 12 月上旬的 275% 回落至 262%。

图 13：A 股成交迅速下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部

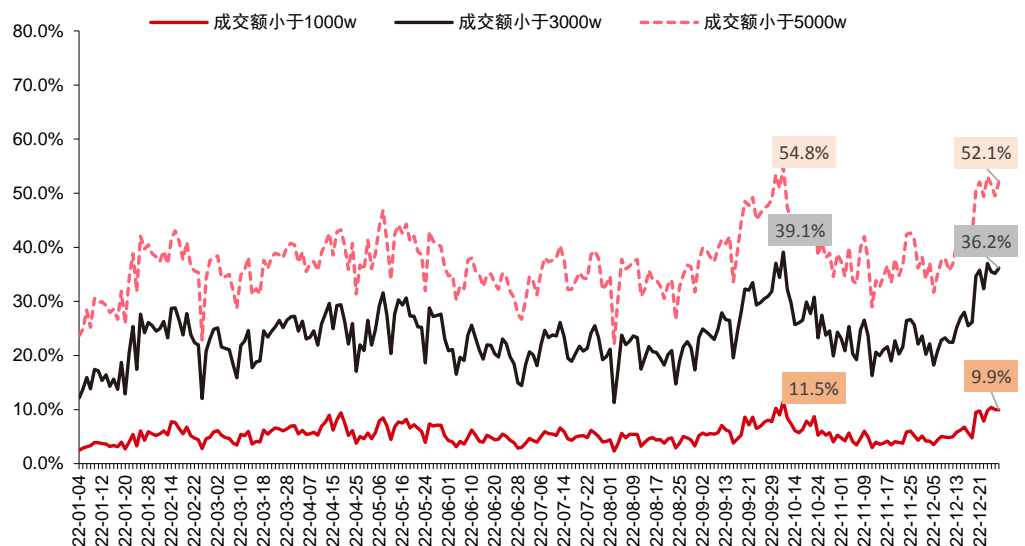
图 14：两融成交占比和市场平均担保比例回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

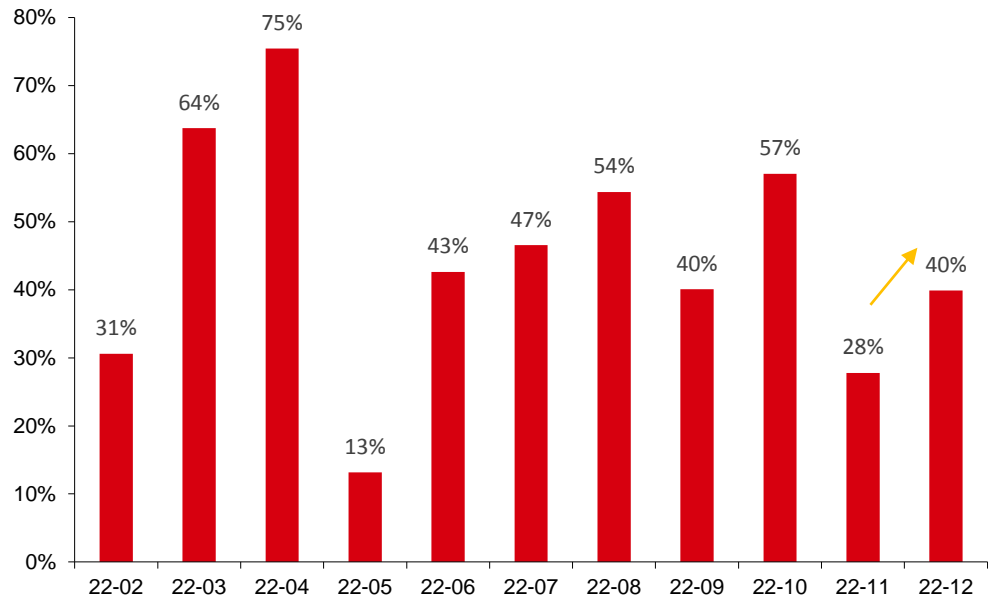
从宽基指数换手率来看，各大宽基指数成交活跃程度均出现快速下滑，沪深 300、中证 1000、国证 2000 周度换手率已经降至 2015 年以来的 10.5%、14.7%和 40.1%分位。从成交额分布来看，日成交额小于 1000 万、3000 万、5000 万元的上市公司数量占比从 12 月 5 日的 3.5%、18.2%和 21.7%分别上升至上周三的 9.9%、36.2%和 52.1%，接近 2022 年 9 月 30 日 11.5%、39.1%和 54.8%的年内峰值。成交换手的迅速恶化导致个股波动开始放大，本月（截至 12 月 28 日）日度波动率环比放大的个股数量占比为 40%，较 11 月的 28%提高了近 12 个百分点。

图 15：日成交额低于 1000 万/3000 万/5000 万元的个股数量占比（%）



资料来源：Choice，中信证券研究部

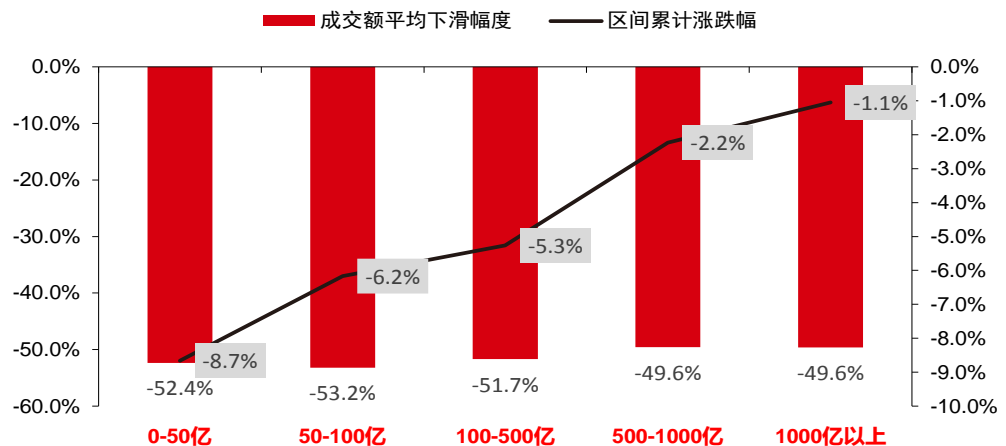
图 16：日度波动率环比放大的个股数量占比（%）



资料来源：Choice，中信证券研究部

大小盘的流动性恶化程度不存在明显差异，但小盘股的股价跌幅明显更大。以 12 月 5 日-12 月 28 日的日度成交额发生下滑的个股为样本，按照 12 月 5 日 A 股市场规模分为“0-50 亿”、“50-100 亿”、“100-500 亿”、“500-1000 亿”、“1000 亿以上”共 5 组，各组对应的区间内成交额下滑幅度分别为 52.4%、53.2%、51.7%、49.6%和 49.6%，彼此相差不大，但股价平均累计涨跌幅分别为-8.7%、-6.2%、-5.3%、-2.2%和-1.1%，价格波动幅度差异显著。这说明对于过去一个月失去市场关注度的个股，其流动性恶化程度不存在大小盘维度的差异，但正如我们在《A 股市场流动性热点跟踪-小盘股指为何容易出现流动性问题》中指出，小盘股缺乏机构定价，相较于大盘股更容易出现更大幅度的单向波动。

图 17：12 月初至今成交额下滑的股票对应的成交下滑幅度和股价累计涨跌幅（按 12 月初的总市值分组）



资料来源：Wind，中信证券研究部

金融周期板块成交下滑个股相对较多，即便是能够维持一定热度的服务消费板块也只有部分个股成交活跃。以 2022 年 12 月 5 日-12 月 28 日成交额下滑个股占所属行业股票总数的比例由高至低排序，排在前 20 的行业主要来自于周期制造、能源、金融板块等，如工程机械、乘用车、家电、证券、石油煤炭等等，这 20 个行业在区间内平均约 99.5% 的个股成交额出现下滑，平均下滑幅度约 55.8%，对应平均跌幅约 5.1%；排在后 20 的行业区间主要来自服务消费领域，如电商服务、旅游休闲、教育、酒店餐饮、种植、互联网媒体、饮料、零售等等，但这 20 个行业平均仅有 44.5% 的个股成交额保持上行，平均上行幅度约 192.5%，对应平均涨幅约 8.7%。这其实反映了在市场整体趋于低流动性的环境下，资金成交向少数行业和个股集中。当日成交额位于前 5%、10% 的个股的成交占比在 12 月 28 日分别达到 39.8% 和 54.2%，较 11 月 10 日分别提高了 4.9 和 4.7pcts，自 10 月以来呈现逐渐提高的趋势。

表 3：过去一个月成交额下滑的个股所在行业及对应涨跌幅（%）

成交额下滑个股占比最高的 top20 行业	成交额平均上行幅度	区间累计涨跌幅	股票数量占比
工程机械 II	-57.5%	-7.3%	100%
乘用车 II	-37.9%	-6.9%	100%
黑色家电 II	-66.9%	-10.3%	100%
电信运营 II	-74.6%	-4.9%	100%
普钢	-70.6%	-2.5%	100%
资产管理 II	-76.1%	-8.7%	100%
证券 II	-71.7%	-5.1%	100%
增值服务 II	-58.6%	-12.4%	100%
贵金属	-48.1%	-7.7%	100%
油服工程	-60.7%	-8.6%	100%
石油开采 II	-67.2%	-9.7%	100%
保险 II	-66.0%	1.7%	100%
煤炭开采洗选	-55.6%	-7.1%	100%
全国性股份制银行 II	-60.2%	1.8%	100%
产业互联网	-55.4%	-4.0%	100%
林业	-38.5%	-4.3%	100%
国有大型银行 II	-42.6%	2.3%	100%
新兴金融服务 II	-2.0%	6.4%	100%
房地产开发和运营	-58.1%	-6.7%	95%
其他军工 II	-47.5%	-7.3%	95%
<b>平均</b>	<b>-55.8%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>99.5%</b>

资料来源：Choice，中信证券研究部

表 4：过去一个月成交额上行的个股所在行业及对应涨跌幅（%）

成交额上升个股占比最高的 top20 行业	成交额平均上行幅度	区间累计涨跌幅	股票数量占比
电商及服务 II	100.9%	3.6%	73%
旅游及休闲	148.4%	14.6%	73%
教育	243.8%	0.9%	63%
酒店及餐饮	338.8%	51.1%	63%
种植业	56.4%	-1.6%	57%
渔业	304.8%	4.8%	57%
互联网媒体	679.9%	27.9%	56%
饮料	45.0%	15.0%	48%
一般零售	300.4%	15.0%	42%
发电及电网	96.4%	-4.0%	39%

成交额上升个股占比最高的 top20 行业	成交额平均上行幅度	区间累计涨跌幅	股票数量占比
房地产服务	18.7%	0.5%	38%
专业市场经营 II	153.9%	9.4%	38%
物流	129.7%	2.2%	34%
稀有金属	105.6%	0.7%	33%
酒类	157.9%	14.1%	32%
文化娱乐	105.7%	2.6%	30%
专营连锁	596.2%	10.6%	29%
金属制品 II	49.8%	-0.8%	29%
造纸 II	101.1%	6.0%	28%
畜牧业	115.6%	2.0%	28%
<b>平均</b>	<b>192.5%</b>	<b>8.7%</b>	<b>44.5%</b>

资料来源: Choice, 中信证券研究部

**估值上, 当前主要指数动态估值依然处于低位。**截至 2022 年 12 月 30 日, 上证 50、沪深 300 和创业板指的动态 P/E 分别为 8.4x、9.4x 和 24.2x, 仅处于 2010 年以来 32%、29%和 9%的分位; **行业层面, 科技、半导体、医疗健康、新型电力系统、光伏等行业的动态估值已低于 2018 年底的水平。**以中信证券研究部行业组重点覆盖的个股为样本进行统计分析可知, 截至 12 月 30 日主要行业对应的 2023 年动态估值的中位数为 23.5 倍, 高于 2018 年底看 2019 年的动态估值中位数 16.3 倍。在具体行业层面, 科技、半导体、医药健康、银行、证券、新型电力系统、光伏等行业目前看 2023 年的动态估值水平, 与其在 2018 年底看 2019 年的动态估值水平相比明显偏低, 上述行业当前表现出了很强的估值吸引力。与此相反, 制造、基础设施和现代服务、消费、物流和出行服务、风电等行业目前看 2023 年的动态估值水平则明显高于其在 2018 年底看 2019 年的动态估值水平, 这些行业在目前的市场环境中依然不便宜。整体而言, A 股目前许多行业的动态估值已接近或低于 2018 年底的水平, 这些行业或将凭借估值优势获得投资者的青睐。

表 5: 各行业当前及 2018 年底动态估值对比

细分赛道	截至 2022-12-30			截至 2018-12-31		
	总市值 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	2023 年动态市盈率	总市值 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	2019 年动态市盈率
新能源汽车产业链电池	11404.0	494.5	23.1	1754.4	51.1	34.3
电网电源大型项目	3268.3	290.1	11.3	1435.1	91.7	15.6
工业自动化及低压电器	2736.9	131.7	20.8	971.5	65.0	14.9
航空发动机	1464.2	28.7	51.1	626.8	17.4	36.1
导弹	1398.8	49.3	28.4	218.4	7.0	31.0
军队信息化	1836.4	72.8	25.2	414.6	19.5	21.3
军机	374.5	13.3	28.1	132.5	4.6	29.0
成长制造	5718.6	650.3	8.8	1060.4	88.1	12.0
胶膜	884.7	36.4	24.3	140.1	6.6	21.3
汽车零部件	1021.3	43.5	23.5	294.5	20.4	14.4
锂电材料	1735.2	149.6	11.6	613.1	31.9	19.2
新能源车上游设备及资源	1402.0	237.6	5.9	290.4	19.2	15.1
汽车底盘	617.9	28.8	21.5	251.5	21.6	11.6
电解质	324.2	43.9	7.4	91.3	4.0	22.6
TOPCon	884.7	36.4	24.3	140.1	6.6	21.3

细分赛道	截至 2022-12-30			截至 2018-12-31			
	总市值 (亿元)	2023 年净利 润 (亿元)	2023 年动态 市盈率	总市值 (亿元)	2019 年净利 润 (亿元)	2019 年动态 市盈率	
医药行业	创新药	3950.7	136.9	28.9	2811.6	105.6	26.6
	医疗器械	4193.6	131.7	31.8	1533.1	52.6	29.2
	CXO	3299.6	140.6	23.5	1079.8	31.8	34.0
	疫苗	2403.7	128.3	18.7	1141.7	40.1	28.4
	液体活检和肿瘤早筛	105.3	4.1	25.7	58.9	1.7	33.7
	血制品	970.6	34.9	27.8	558.8	22.6	24.8
	中药	2717.1	86.7	31.3	1293.0	52.6	24.6
	医药零售	1261.1	48.0	26.3	552.0	25.1	22.0
	医疗服务	2229.7	36.6	60.9	626.8	13.9	45.1
	消费行业	农林牧渔	174.4	5.0	34.8	47.4	1.5
生猪养殖		1399.1	172.6	8.1	1431.6	63.7	22.5
饲料		1025.4	46.7	22.0	366.3	18.3	20.1
宠物		110.3	4.1	26.7	84.7	2.9	29.1
种业		174.4	5.0	34.8	47.4	1.5	31.6
食品饮料		3035.7	139.3	21.8	1818.5	92.9	19.6
白酒		39764.2	1407.1	28.3	12036.8	750.1	16.0
啤酒		2382.4	63.4	37.6	778.6	25.4	30.7
个护		537.1	50.3	10.7	242.1	35.1	6.9
包装		307.7	19.1	16.1	160.2	12.0	13.4
家居		989.9	51.6	19.2	511.2	35.7	14.3
纺织		194.6	14.0	13.9	111.1	9.7	11.5
美妆医美		1418.5	42.8	33.1	509.7	33.7	15.1
免税		4469.4	141.7	31.5	1175.4	46.7	25.2
酒店		901.8	28.0	32.2	360.3	23.7	15.2
细分行业 汇总	制造产业	10763.6	611.0	17.6	3232.7	239.3	13.5
	<b>科技产业</b>	<b>7636.8</b>	<b>349.2</b>	<b>21.9</b>	<b>3776.4</b>	<b>146.8</b>	<b>25.7</b>
	基础设施和现代服务	10489.1	437.4	24.0	6235.7	403.3	15.5
	消费产业	34827.6	1264.9	27.5	11159.5	695.8	16.0
	<b>半导体</b>	<b>9397.6</b>	<b>399.1</b>	<b>23.5</b>	<b>1804.8</b>	<b>76.2</b>	<b>23.7</b>
	<b>医疗健康</b>	<b>18273.0</b>	<b>632.3</b>	<b>28.9</b>	<b>8323.3</b>	<b>278.8</b>	<b>29.9</b>
	<b>银行</b>	<b>17759.0</b>	<b>3534.1</b>	<b>5.0</b>	<b>12306.8</b>	<b>2149.0</b>	<b>5.7</b>
	<b>证券</b>	<b>3719.8</b>	<b>241.3</b>	<b>15.4</b>	<b>1962.1</b>	<b>108.0</b>	<b>18.2</b>
	军工	3036.4	97.3	31.2	769.7	26.7	28.8
	物流和出行服务	6431.9	204.7	31.4	3826.6	231.1	16.6
	新能源汽车	36711.5	1863.1	19.7	7645.7	421.2	18.2
	<b>新型电力系统</b>	<b>4028.4</b>	<b>362.9</b>	<b>11.1</b>	<b>2005.0</b>	<b>138.8</b>	<b>14.4</b>
	风电	1499.0	100.2	15.0	571.9	61.7	9.3
	<b>光伏</b>	<b>7435.1</b>	<b>721.2</b>	<b>10.3</b>	<b>1329.2</b>	<b>102.9</b>	<b>12.9</b>
	<b>中位数</b>	-	-	<b>23.5</b>	-	-	<b>16.3</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：2023 年净利润为中信证券研究部预测，2019 年净利润为 Wind 一致预期，行业整体总市值、净利润为可比样本按整体法计算

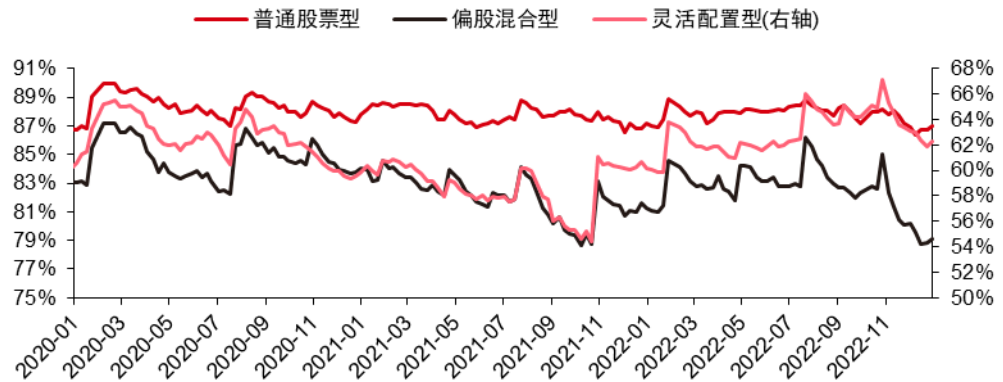
## 开年内外资入场共振，机构定价权将明显增强

12 月以来公募基金的仓位变化不大，净赎回率处于低位，交易以调仓为主。近期公



公募基金的仓位变化不大，净赎回率处于 4% 的低位。根据中信证券研究部量化与配置团队测算，截至 12 月 30 日，普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金仓位分别为 87%、79.1% 和 62.3%，三类主动权益类基金仓位自 11 月以来持续下行，目前已开始小幅反弹，普通股票型基金仓位较 11 月 9 日的 86.4% 回升 0.64pcts，偏股混合型和灵活配置型基金仓位则分别较 12 月 23 日 78.8% 和 61.9% 的低点回升 0.27pcts 和 0.36pcts。私募方面，对中信证券渠道调研显示，活跃中小型私募基金仓位 73%，环比 12/23 当周持平。

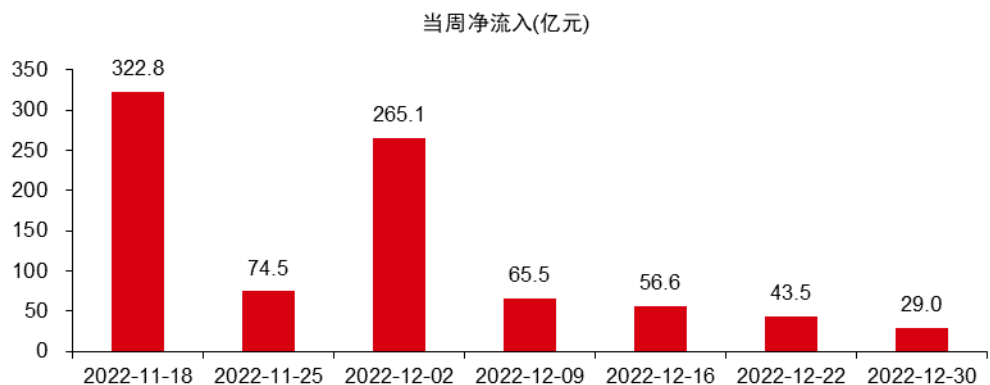
图 18：公募基金仓位变化不大



资料来源：Wind，中信证券研究部

10 月快速流出的北向资金充分回流后，进入 12 月净流入速度放缓。过去四周（2022 年 12 月 5 日-12 月 30 日）的周累计净流入分别为 65.5 亿元、56.6 亿元、43.5 亿元和 29 亿元，较 2022 年 11 月 11 日《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》（防疫“新二十条”）发布，防疫政策调整后的三周（2022 年 11 月 14 日-12 月 2 日）平均水平下滑 78%。

图 19：北向资金周度净流入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

机构重仓股方面，机构重仓股估值依然处于低位，公募基金和北向资金的前 100 大重仓股加权动态 P/E 仅为 16X 和 13.3X。通过万得股票型基金总指数收益率来衡量权益类公募的平均收益率，12 月主动型公募收益率仅为 -1.3%，较 11 月回落 8 个百分点，而弱于

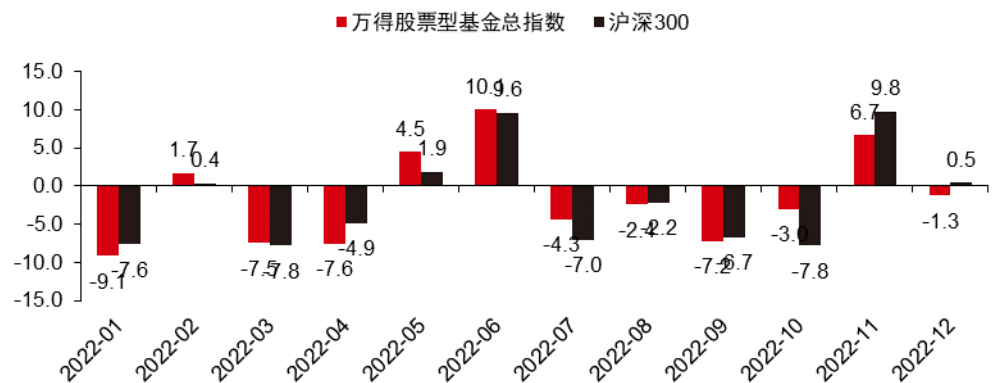
同期沪深 300 的 0.5%增幅。

图 20: 公募基金与北向资金重仓股动态估值



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 公募基金平均月收益 vs. 沪深 300 月收益率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

**开年内外机构资金有望共振入场。**一方面，2018 年以来复盘显示，1 月的仓位和配置选择对国内公募全年最终排名的影响较大。2018 年以来每年 1 月的领涨行业与全年领涨行业均有较大交集，这一现象在 2022 年最为突出。2022 年 12 月以来国内公募的配置再平衡会随着观察期收尾而结束，中期基本面改善高度共识下，预计开年将密集布局“胜负手”。另一方面，圣诞新年长假结束后预计外资入场也将提速，疫情“达峰”后基本面改善和人民币升值预期叠加下，配置型和交易型外资流入规模都将放大。

表 6: 2018 年来历年 1 月与全年领涨的一级行业 (%)

2018 年 1 月收益率		2018 年全年收益率		2019 年 1 月收益率		2019 年全年收益率	
房地产	13.2	消费者服务	-8.7	家电	12.6	食品饮料	72.8
银行	12.5	银行	-10.9	食品饮料	9.2	电子	72.2
家电	8.9	石油石化	-18.8	非银行金融	8.6	家电	60.5
煤炭	8.5	食品饮料	-20.4	银行	8.2	建材	53.0
石油石化	7.6	农林牧渔	-22.0	煤炭	6.6	农林牧渔	48.2

消费者服务	6.1	非银行金融	-24.3	建材	5.2	非银行金融	47.7
食品饮料	5.4	计算机	-24.6	电力设备及新 能源	4.9	计算机	47.5
非银行金融	5.3	医药	-26.6	房地产	3.9	医药	38.2
钢铁	5.0	国防军工	-27.1	石油石化	3.9	通信	30.5
综合金融	2.7	房地产	-27.2	钢铁	3.6	轻工制造	28.2
2020 年 1 月收益率		2020 年全年收益率		2021 年 1 月收益率		2021 年全年收益率	
电子	14.6	电力设备及新 能源	88.3	石油石化	8.4	电力设备及新 能源	50.4
计算机	6.5	食品饮料	88.1	银行	6.4	基础化工	48.1
电力设备及新 能源	5.7	消费者服务	81.1	基础化工	5.2	有色金属	46.4
医药	5.0	国防军工	72.5	有色金属	4.7	煤炭	44.7
国防军工	4.3	医药	50.4	电力设备及新 能源	4.0	钢铁	41.8
传媒	4.0	汽车	50.0	建材	3.2	电力及公用事 业	26.4
通信	3.7	基础化工	35.6	汽车	2.8	建筑	22.2
汽车	1.4	电子	34.0	轻工制造	2.7	汽车	21.4
轻工制造	0.8	机械	33.7	消费者服务	2.5	综合	20.7
基础化工	-0.4	有色金属	33.4	食品饮料	1.4	电子	17.2
2022 年 1 月收益率		2022 年全年收益率					
银行	2.3	煤炭	17.5				
交通运输	0.9	消费者服务	6.4				
房地产	-0.3	交通运输	2.3				
消费者服务	-1.1	银行	-5.5				
建筑	-1.9	商贸零售	-5.5				
农林牧渔	-2.1	房地产	-5.7				
商贸零售	-2.9	农林牧渔	-8.4				
石油石化	-3.9	纺织服装	-8.5				
家电	-4.4	石油石化	-9.0				
煤炭	-4.5	建筑	-9.3				

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 1 月将迎来 A 股战术交易层面重要的入场时点

1 月伴随主要经济权重区域的疫情先后实现“达峰”，人流的逐步恢复也对市场情绪有明显的修复作用。据中国基金报、澎湃新闻等媒体报道，12 月 31 日跨年活动中，许多地方和景区都恢复到较大的人流量程度，例如上海豫园客流瞬时峰值 4.2 万人（出现在 17 时 35 分），单日累计客流 17.6 万人次；上海外滩也重现了游客高峰，黄浦警方在外滩滨水区域采取“单向通行、交替开关、波次放行”措施，南京路再次组成拉链式人墙，引导游客有序过斑马线，有效地疏导了人流、车流。伴随元旦假期的客流恢复，预计 A 股投资者对第一轮疫情冲击的短期焦虑将明显缓解，叠加内外资共振，预计 2023 年开年市场活跃度会跟随情绪快速修复。

由于各类投资者对基本面中期改善的趋势有高度共识，且 A 股估值整体处于较低水平，当前 A 股具备较高的长期配置价值。A 股内部估值方面，承前所述，主要宽基指数动态估值也处于 2010 年以来的较低位置，综合考虑股债性价比，沪深 300 在也处于具备长期配置价值的估值水平。

交易层面，根据历史经验，经济复苏迎来数据验证之前，市场较少基于基本面逻辑驱动，多围绕低位和超跌进行短线博弈。考虑到 2022 年 12 月中下旬短线交投热度明显转弱，

市场成交流动性迅速下滑至历史底部区间，波动率较 11 月有所放大，我们认为近期成交显著缩量引发波动放大或隐含了一定的交易机会。叠加基本面预期的好转，1 月 A 股将迎来战术交易层面重要的入场时点。

图 22：当前沪深 300 具备长期性价比



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 全年关键做多窗口即将开启

**提高仓位，迎接全年关键做多窗口。**估值处于低位的 A 股市场已迈过观察适应期，在 2023 年这个“转折之年”，基本面中期改善的趋势确定性高，疫情流行期提前“达峰”提振市场情绪，内外资入场共振有望打破市场流动性存量博弈的困局。全年战略配置期和战术入场期叠加下，预计 A 股在 1 月将开启全年关键的做多窗口，建议提高仓位。

**业绩预期驱动市场全面修复，关注基本面改善弹性。**2022 年底市场处于本轮全面修复行情的观察适应期，进入 2023 年，我们认为本轮低位板块快速轮动的观察期已经结束，市场将迎来由业绩驱动的全面修复行情下半场。1 月即将进入业绩预告的密集披露期，从 12 月 PMI 数据来看，第一轮疫情对实体经济带来的冲击较为显著，体现在上市公司业绩层面，预计四季度经营数据也会受不同程度影响。但我们认为 2023 年 1 月份的业绩预告将奠定市场对于“业绩底”的预期，部分上市公司针对 2023 年的指引也将对市场信心有更加积极的作用。

结合中信证券研究部各行业组的最新观点，我们梳理出了 2023 年基本面相比 2022 年有显著改善空间的细分行业，包括消费中的出行链，医药中的药品和器械，制造中的风光储、机械军工细分，科技中的数字经济，以及地产链和后周期品类等：

表 7：2023 年基本面具弹性弹性细分行业&产品

板块	行业	细分领域/产品	2023 年基本面显著改善的核心理由/核心假设
消费	出行链	如下所示	疫情管控放开，需求恢复和价格弹性双重支撑
	交通运输	快递、机场	受益于疫情管控放开，顺周期属性
	餐饮旅游	酒店、餐饮	1) 酒店：供给端出清明显，静待长途性需求恢复 2) 餐饮：复苏节奏更快，头部品牌维持开店节奏，降本

			提效
	纺织服装	运动品牌	线下客流改善，销售均价提升
	食品饮料	白酒	顺周期属性
<b>医药</b>	医药	药品、医疗器械（设备、耗材、IVD）	1) 药品、耗材、IVD：疫后需求维持较高水平 2) 设备：医疗新基建持续推进，前期受疫情压制的部分需求释放
		CXO	疫情后临床复苏，长期看好全球性创新需求成长
	电新	储能、光伏风电（辅材、设备环节）	出货量维持高增长，硅料、硅片价格下跌，行业经济性开始体现，春节后或迎来排产的积极信号
<b>制造</b>	机械	工程机械、通用机械	1) 工程机械：地产链需求复苏 2) 通用机械：机床、刀具、机器人、压铸机等行业受益于内需恢复
		军工	导弹、发动机 需求端订单改善，成本端部分金属价格下降
	新材料	合成生物	产业空间和单品需求提升
<b>科技</b>	电子	半导体（设计/设备/材料）、消费电子（安卓链）	“卡脖子”环节自主可控，下游消费需求改善
	通信	设备商、数据中心（光模块、光纤光缆）	政策对数字经济的支持，前期受疫情压制的部分需求集中释放
	计算机	信创	政策对数字经济的支持、前期受疫情压制的部分需求集中释放
<b>周期</b>	化工	大炼化、化纤、纯碱、涂料、钢胎	成本端趋于稳定，下游地产链、纺服、大宗商品等需求转暖
	金属	钨、铝箔、金属加工环节	1) 钨：2023 年价格中枢预计抬升，盈利提升 2) 铝箔：预计需求维持高位，产能供应释放 3) 金属加工：成本/需求同时改善，利润修复
<b>基建地产</b>	房地产	房地产开发	政策支持下基本面底部反转
	建材	浮法玻璃	地产链竣工端复苏，带来行业价格弹性

资料来源：中信证券研究部整理

**配置重心更偏成长，重点聚焦“四大安全”领域。**建议配置上注重弹性，风格上从前期的均衡配置逐步转向重心偏成长，重点聚焦“四大安全”领域，具体包括：1) 能源资源安全关注出货量维持高增长，近期排产有望改善的**储能、风光（辅材&设备）**；2) 科技安全关注**半导体自主可控、数字经济产业（通信设备、IDC、信创）**；3) 国防安全围绕**导弹、航发产业链布局**；4) 粮食安全关注**种业和生物育种**。除此之外，还建议关注基本面弹性较大的成长细分品类，例如**医疗器械、合成生物、工业自动化**等。

## ■ 风险因素

局部疫情反复超预期；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有，保留一切权利。