

迎面春风：趋势与反转下的投资主线

——资产配置与比较月报（2023年4月）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **看好国内权益资产，在全球范围内的相对优势。**短周期来看，中国金融周期扩张，盈利周期趋于见底，库存周期由主动去库向被动去库过程中；而美国对应处于金融周期收缩，盈利周期下行，库存周期处主动去库的阶段。国内经济稳中向好，加大内需及自主可控，目前所处的位置仍是权益投资的最佳时刻。
- **FICC角度：商品、利率、汇率或将维持震荡。**商品方面，工业品需求仍弱，黄金避险需求上升，原油在OPEC+推进减产背景下仍短期维持强势。国内10年期国债收益率仍维持窄幅震荡，资金面宽松，经济增速或仍承压。汇率整体稳定，人民币结算石油贸易，人民币计价资产仍有相对优势。
- **趋势主线一：持续看好科创50。**创新是永恒的主题，复盘历史在大的通胀背景下通常会带来科技创新。随着A股全面注册制的推进，“科技-产业-金融”的良性循环，资本赋能科创板作为多层次资本市场中支持科技创新的重要环节。
- **趋势主线二：国企行业龙头的价值重估。**对标海外，代表性的国企行业龙头的资产质量良好，PB角度明显低估，且盈利稳定性较好。从ROE提升角度，我们认为未来国企有望通过成长性来分摊原有的固定成本，提高单位产出；同时通过加大研发投入，稳定产业链附加值；成为估值提升的有效路径。
- **行业反转主线一：出口预期偏弱，出口高端化有望引领新的增长点。**欧美通胀压力仍存，但供应链有望改善；全球银行业动荡但迄今为止对经济的影响有限。外需预期下行，中国经济复苏或对全球经济产生溢出效应；出口持续向高端化方向发展，尤其体现在汽车等制造业升级产品上；RCEP协定的落实，持续推动中国与东盟之间的贸易量增加。随着中东、俄罗斯和中欧等地区合作环境的改善，出口或将改善。
- **行业反转主线二：房地产行业或存超预期的可能性，关注产业链上下游业绩反转。**3月，30个大中城市商品房成交环比增长46.1%，同比增长43.6%。后期仍存在投资超预期的可能性，而随着一季报在4月份陆续披露结束，市场估值消化，产业链相关行业或将反转。
- **投资建议：周期优势下，国内经济复苏，有望向长期潜在增长回归，权益配置正当时。**推荐：全面注册制下投资生态环境变化，行业龙头及科技板块有望长期收益，关注上证50及科创50的表现；央企价值重估下，受益于治理能力及盈利能力提升的相关板块；出口高端化发展带来的悲观预期修正，关注机械设备、新能源汽车板块。个股上，依旧坚持研发占比高、现金流良好、负债率低的长线选股逻辑。
- **重点推荐：电新：宁德时代、TCL中环。消费：甘源食品、科拓生物、味知香。周期：中国石油、中国石化、海油工程、荣盛石化。大健康：贝达药业、开立医疗、老百姓。TMT：京东方A、TCL科技。高端制造：格力电器、科沃斯、国茂股份。金融：常熟银行、宁波银行。**
- **风险提示：房地产市场风险；政策落地不及预期；地缘政治事件；中美关系的不确定性。**

正文目录

1. 回顾与展望	4
1.1. 风险发酵，影响美联储加息预期	4
1.2. 商品观点：关注需求变化的影响	6
1.3. 展望：迎面春风：趋势与反转下的投资主线	9
2. 总量观点	9
2.1. 宏观观点	9
2.1.1. 地产销售走强，土地市场回暖	9
2.1.2. 公募 REITs 迎新风	13
2.1.3. 中美经济错位决定资产配置的相对优势	16
2.2. 技术面观点	19
3. 各行业观点总结与展望	20
3.1. 电力设备及新能源	20
3.1.1. 光伏：行业需求数据向好，关注产业链变动中预期差	20
3.1.2. 新能源汽车&锂电：电池板块量利齐升，盈利能力持续向好	21
3.1.3. 风能：招标量维持高景气，分散式有望打开新空间	21
3.1.4. 氢能：电解槽制氢景气不减	21
3.2. 大消费	22
3.2.1. 消费趋势：消费稳健，继续向上	22
3.2.2. 食品饮料：趋势明确，健康发展	22
3.2.3. 非白酒食饮：关注零食、益生菌、速冻及预制菜	23
3.2.4. 美容护理：建议关注龙头表现	23
3.3. 资源品及周期	23
3.3.1. 石油石化：油价与周期	24
3.3.2. 化工：聚焦长期竞争力向好板块	25
3.3.3. 建筑：世界一流对标，建筑央企估值空间值得重视	26
3.3.4. 农林牧渔：猪价低位运行，产能持续去化	26
3.4. 大健康	27
3.5. TMT	28
3.6. 高端制造	28
3.6.1. 家电：关注空调及清洁电器品类	28
3.6.2. 机械：通用自动化或将逐步复苏，工程机械出口有望维持高景气	29
3.6.3. 汽车：新能源乘用车景气复苏；重卡步入上行周期	29
3.7. 金融	30
4. 风险提示	30

图表目录

图 1 2023 年 3 月期间主要资产价格表现, %	5
图 2 2023 年 3 月申万一级行业涨跌幅(3/1-3/31), %	6
图 3 30 个大中城市商品房成交面积, 万平米	10
图 4 历年 3 月份 30 个大中城市商品房成交面积, 万平米	10
图 5 各线城市商品房成交面积, 万平米	10
图 6 全国二手房出售挂牌量指数, 点	10
图 7 70 个大中城市商品住宅价格同比和环比, %	11
图 8 各线城市商品住宅价格环比, %	11
图 9 100 个大中城市土地成交面积, 万平米	11
图 10 100 个大中城市土地成交溢价率, %	11
图 11 美国公募 REITs 数量分布, %	15
图 12 美国公募 REITs 市值分布, 万美元	15
图 13 2016-2022 年全国购物中心存量及增速, 座, %	16
图 14 2016-2022 年全国购物中心增量及增速, 座, %	16
图 15 2022 年新开业购物中心地区分布, 万平米, 座	16
图 16 2022 年新开业购物中心体量分布, 座	16
图 17 中国 M2、M1 同比, %	17
图 18 工业产成品存货同比, %	17
图 19 美国零售商、批发商、制造商库存销售比	18
图 20 美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润及同比, 十亿美元, %	19
图 21 美国企业乐观指数及盈利趋势, %	19
表 1 主要商品观点	6
表 2 3 月中央和地方房地产相关政策	12
表 3 已上市公募 REITs 信息概览	14

1.回顾与展望

1.1.风险发酵，影响美联储加息预期

银行业风险发酵，市场预期美联储年内开启降息。硅谷银行、签名银行、瑞士信贷等风险事件推动市场开始预期欧美央行会因此放缓节奏，甚至被迫提早开启降息。随着美国银行业稳定性好转，鹰派预期又有回升，但近期相对较弱的就业、PMI 等数据又使鸽派预期有所抬头，欧美主要国家十年期国债收益率普遍回落，股市因此表现较好。

权益市场：A 股方面，3 月整体延续震荡整理行情，主要股指均小幅收跌，主板表现略好。上证综指下跌 0.2%，跌幅最小；沪深 300 指数、深证成指、创业板指分别下跌 0.5%、0.5%和 1.2%。从行业指数来看，申万一级行业中 6 个行业收涨，较上月减少 9 个。其中，传媒（22.67%）、计算机（14.74%）、通信（9.18%）、电子（5.85%）、建筑装饰（2.83%）领涨；房地产（-7.61%）、钢铁（-7.44%）、轻工制造（-7.36%）、基础化工（-7.20%）、建筑材料（-6.51%）领跌。美股方面，虽然风险事件导致部分银行股出现大幅下跌，但市场预期美联储会因此提前开始降息，美国三大股指表现均较好，尤其是纳指单月涨幅达到 6.7%。

商品市场：3 月 CRB 商品价格指数先跌后涨，整体维持震荡走势，主要商品价格表现仍有分化。以月末来看，3 月国际油价延续回落的趋势。3 月末布伦特原油价格为 79.89 美元/桶，环比下跌 4.3%。4 月 2 日，以沙特为首的 OPEC+ 意外宣布集体“自愿”减产，合计减产接近 165 万桶/日，5 月生效持续至 2023 年年底。2023 年 2 月全球 63 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为 1.424 亿吨，同比下降 1.0%，降幅较上月继续收窄。伦铜仍处于去库阶段，欧美经济能否软着陆可能是定价关键因素。避险需求增加，叠加紧缩预期的弱化，黄金表现较好。中国和澳大利亚关系修复，澳煤进口量明显增加，煤炭供应相对稳定，价格表现平稳。

债券市场：银行风险事件导致市场预期海外货币紧缩周期会加速结束，欧美十年期国债收益率普遍下行，其中美债收益率下行幅度相对最大。国内方面，全面降准释放积极信号，十年期国债收益率中枢下行 5BPs 至 2.85%左右波动。

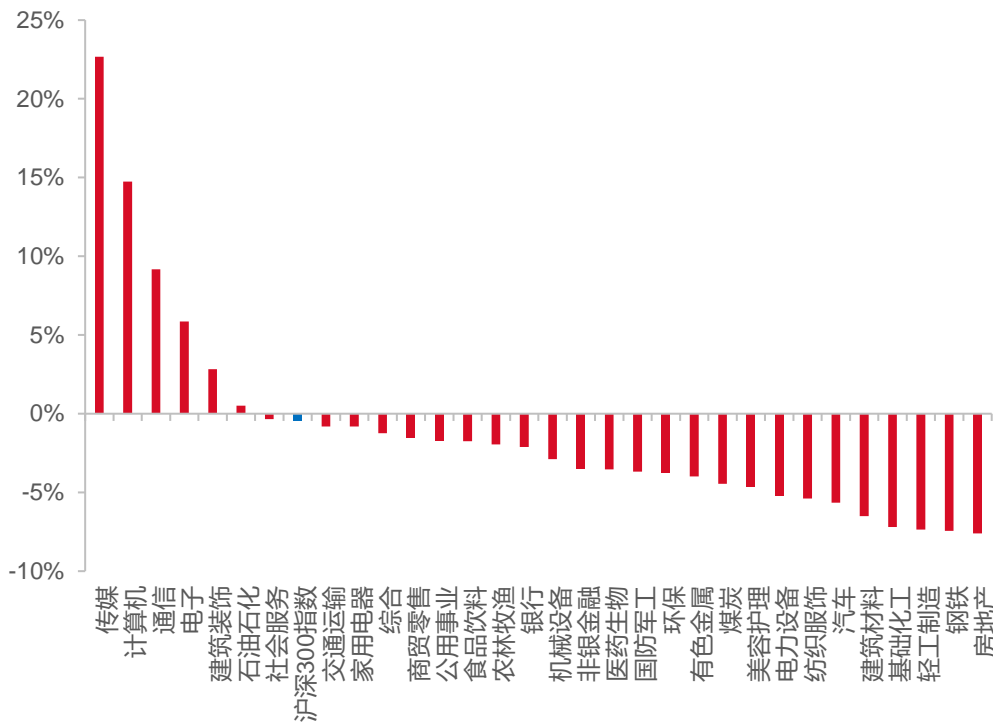
图1 2023年3月期间主要资产价格表现，%

股市	3月31日	2月28日	变化%	近4个月变化
纳斯达克综合指数	12222	11456	6.7%	
俄罗斯RTS	997	946	5.3%	
标准普尔500指数	4109	3970	3.5%	
恒生指数	20400	19786	3.1%	
韩国综指	2477	2413	2.7%	
日经225	28041	27446	2.2%	
道琼斯工业平均指数	33274	32657	1.9%	
法兰克福DAX	15629	15365	1.7%	
巴黎CAC40	7322	7268	0.7%	
上证综指	3273	3280	-0.2%	
沪深300	4051	4069	-0.5%	
深证成指	11726	11784	-0.5%	
创业板指	2400	2429	-1.2%	
伦敦富时100	7632	7876	-3.1%	
商品	3月31日	2月28日	变化%	近4个月变化
COMEX迷你白银	24.16	21.07	14.6%	
白砂糖	6,452	5,940	8.6%	
COMEX黄金	1,986	1,837	8.1%	
CBOT玉米	661	630	4.8%	
铁矿石	909	887	2.5%	
CBOT大豆	1506	1479	1.8%	
LME铝	2375	2345	1.3%	
热轧卷板	4297	4257	0.9%	
LME铜	8933	8851	0.9%	
棉花	14320	14295	0.2%	
螺纹钢	4175	4170	0.1%	
NYMEX轻质原油	75.67	77.05	-1.8%	
CBOT小麦	692	706	-1.9%	
聚丙烯	7669	7845	-2.2%	
IPE布油	79.89	83.45	-4.3%	
10年国债收益率	3月31日	2月28日	变化BP	近4个月变化
中国	2.85	2.90	-5	
日本	0.39	0.52	-14	
西班牙	3.30	3.58	-28	
希腊	4.18	4.47	-29	
德国	2.32	2.64	-32	
意大利	4.12	4.47	-35	
英国	3.47	3.86	-39	
美国	3.48	3.92	-44	
汇率	3月31日	2月28日	变化%	近4个月变化
欧元	1.08	1.06	2.5%	
日元	132.81	136.22	2.5%	
人民币	6.8741	6.9547	1.2%	
美元指数	102.60	104.99	-2.3%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

备注：汇率中人民币指兑美元离岸汇率，美元对人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值
德国国债收益率数据截止日为 3/30，英国、希腊、西班牙国债收益率截止日为 3/29

图2 2023年3月申万一级行业涨跌幅(3/1-3/31)，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.商品观点：关注需求变化的影响

3月美国 IHS 制造业 PMI 终值为 47.3，较前值升 1.9，虽然有所回升，但仍然连续 6 个月位于荣枯线以下。生产方面虽然表现较好，但新订单数量下降，制造商积压订单的消耗较快。目前的产量水平可能无法持续，除非订单增长恢复，否则未来几个月的产量可能会减弱。国内方面，3月制造业 PMI 51.9，主要是受前值基数较高影响，国内外周期仍有背离，关注需求对定价的影响。原油方面，油价将会随着产出缺口的收敛逐渐向疫情前的价格中枢回归，供给侧即使再有扰动，影响可能也不会很大，关注美联储的去通胀化进程。尽管欧洲天然气的供应增加，但未来与亚洲的竞争，可能导致价格难以回到之前的长期中枢。

表1 主要商品观点

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	需求持续性不及预期风险仍存	1.4 月份钢材市场投机性需求将有所减弱。现实需求恢复的持续性亦有不及预期风险。2.4-5 月钢材供应大概率进一步回升；但行政性限产政策亦不排除可能出台。3.4 月下旬中央政治局会议之前，再出台超预期政策的可能性不大。	需求超预期恢复，稳增长政策加码	单边策略:4 月下旬之前，钢材市场继续以偏弱思路对待
铁矿石	关注基本面利空预期兑现程度	1.铁水产量回升，钢厂原料库存低两大因素仍在。2.外矿发货量持续回升。3.尽管钢厂利润有所恢复，但港口中高品矿库存亦处于高位。	供应明显收缩，政策调控力度低于预期	单边：以震荡偏弱对了对待；套利可比值 5 以下可继续考虑 10-09 合约螺矿比做扩
焦炭	震荡偏弱	1.焦煤成本支撑较弱。2.焦企利润恢复提产积极性增加。3.季节性旺季铁水支撑。	需求恢复不及预期	震荡操作

焦煤	震荡偏弱	1.进口预期增加。2.焦企利润恢复后有补库需求。	需求恢复不及预期	震荡操作
原油	继续 75-80 稳定震荡	1.成品油需求淡季，仅汽油需求尚可，但季节性水平仍然一般。2.4 月检修仍然较高，需求比较一般。3.美联储坚持保守态度，民用及工业需求后期下行方向确定。4.中国出行数据增加但是工业需求增量仍然不明，存在预期证伪可能。	俄乌冲突变化情况、中东地缘政治因素	短期轻仓空配，长期仍偏稳定
PTA	6000-6300 中枢震荡	1.PX 装置开工不高，对 PTA 成本抬升明显。2.终端需求逐渐下行，4 月订单需求将弱化，后期需求预期一般。	原油端波动，终端需求大幅低于预期	观望
乙二醇	4000-4500 宽幅震荡	1.油制利润长期低位，转产装置增加，库存去化极其缓慢。2.下游需求仍然一般，聚酯可能会有减产情况，2 季度过剩预期不改，难以有真正价格上行。	终端需求大幅低于预期	可适当做波动，逢 4000-4100 可适当做多
橡胶	震荡偏弱	1.随着后疫情时代的正式来临，全球防疫管控大幅放宽。导致去年年末至今浓乳需求持续疲软，现货价格持续低位横盘，或导致国内迎来新一轮割季时，浓乳对交割品的分流减少。2.发达经济体需求的走弱逐步从预期走向现实，难现前两年欧美对主产国干胶的分流。国内深色胶进口量环比或仍有增长，去库时间点预计仍将推迟。3.下游需求在国内经济强势复苏下改善明显，整体采购意愿走强。但目前内销订单仍未有超预期的增长，年前外贸订单接近尾声，4 月外贸订单情况预计环比难有增长。4.进入 4 月沪胶主力合约将换月至 RU2309，老仓单注销的问题始终是压制 9 月合约上涨的根本因素，随着非标基差在 3 月下旬持续小幅拉开，或吸引套利贸易商加仓非标正套。	乳胶需求异动、宏观突发事件等	单边：若反弹至 12500 元/吨以上，做空 RU2309 合约，否则观望。 套利：RU2309 合约对泰混近月的非标基差来开至 1700 元/吨，非标正套入场，否则观望。 场外：卖出一个月的 RU2309 执行价格为 12800 元/吨的看涨期权。
甲醇	震荡偏弱	1.4 月海外银行风险不可忽视，欧美经济通胀预期仍然比较强，依然压制大宗商品价格，国内经济复苏尚不能证伪，节奏仍然缓慢。宏观方面来看，提振有限。2.基本上，4 月甲醇供应存量或有下降，但面临新的供应增量，需求端弹性较小，难有起色，煤炭价格仍然偏弱，甲醇价格依然承压，适合做空配。3.主力即将换月 05 合约走交割逻辑，预计在 2400-2600 直接波动，09 合约估值不高单边下跌空间有限，关注 91 反套。	MTO 装置停车，进口不及预期。宏观、原油等。	空配

聚烯烃	震荡偏弱	1.国内外宏观存在诸多不确定性，市场偏谨慎。2.基本面对目前预计是上半年比较好的时间点，但宏观风险导致绝对价格下跌，且成本利润修复估值略高，单边或有超跌后修复，但空间不大。随着需求季节性走弱，新产能增量释放，聚烯烃价格依然承压。3.单边锚定原油价格或有修复，整体震荡偏弱，关注单边短空机会。	投产不及预期，下游需求，宏观等。	关注 09 合约做空机会
铜	震荡	1.美欧银行危机缓释，通胀放缓但核心通胀仍高，紧缩压力犹在；国内弱复苏。2.铜矿供应宽松，精铜新产能投放，检修影响部分产量。3.传统旺季，基建、地产反弹将带动需求。4.LME 库存低，国内去库。	国内复苏不及预期、海外紧缩超预期	月间正套
镍	下行	1.美欧银行危机缓释，通胀放缓但核心通胀仍高，紧缩压力犹在；国内弱复苏。2.硫酸镍转产电积镍利润收窄但过剩压力下驱动仍在。3.不锈钢减产、镍铁跌；三元去库、硫酸镍弱。4.纯镍库存仍低。	电积镍产量不及预期、纯镍累库不及预期	单边沽空
不锈钢	下行	1.美欧银行危机缓释，通胀放缓但核心通胀仍高，紧缩压力犹在；国内弱复苏。2.生产亏损，钢厂减产但幅度有限。3.需求仍弱，去库较慢、压力仍大。4.原料宽松，镍铁、高铬均跌，成本支撑不足。	不锈钢减产超预期、消费超预期	单边沽空
铝	回调至支撑位后做多	1.宏观：关注美国 3 月的非农就业、CPI 情况，以及欧美银行问题是否蔓延。2.基本面：贵州元豪 33 万吨电解铝产能正式投产，下游传统旺季需求带动社会库存不断去化；3 月进口窗口仍然打开，进口量预计在 4 月逐步体现，供应偏紧的状况有所缓解。3.综上，沪铝价格在宏观和基本面的影响下呈现“先回落、再反弹”的走势。	欧美银行流动性问题蔓延	跨期套利：可在旺季月份对应的合约布局正套头寸。
锌	国内外 TC 下降，供应端提供一定支撑	1.受云南限电影响，当地部分炼厂考虑 3 月提前检修，预计其带来的影响量在 5000~6000 吨/月，供应端提供一定支撑。2.社会库存拐头持续向下。3.政策预期偏暖的背景下，需求仍有期待。	国内限电	多单谨慎持有，月间正套继续持有
锡	矿端偏紧与加工费走低，锡价破位上行	1.原料偏紧与加工费走低挤压炼厂利润的扰动仍存。2.目前虽然锡库存虽有一定程度的消耗，但精炼锡需求仍偏弱。3.锡价目前持续冲高，但是目前电子订单依然较差，后期对于锡价上涨的高度并不客观。	矿端扰动	多单持有
黄金/白银	震荡	1.市场预期美联储利率路径与美联储点阵图相悖。2.降息预期押注较深警惕美联储鹰派超预期。	美联储鹰派不及预期	区间操作为主
玻璃	震荡	1.库存高位去库，期价底部偏强运行。2.下游深加工订单同比仍较弱，补库或告一段落，价格涨势或放缓。	地产恢复超预期	区间操作为主

纯碱	偏多	1.库存仍低，供需仍偏紧。2.现货或仍有上行动力，远月合约贴水较深，估值或仍有一定修复。	下游需求弱于预期	远月合约逢低试多
----	----	--	----------	----------

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.展望：迎面春风：趋势与反转下的投资主线

看好国内权益资产，全球范围内的相对优势。短周期上来看，中国处于金融周期扩张，盈利周期趋于见底，库存周期由主动去库向被动去库切换的过程中；而美国对应分别处于金融周期收缩，盈利周期下行，库存周期主动去库的阶段。对于中国来说，目前所处的短周期位置可能是权益投资最佳的时刻。

FICC 角度：商品、利率、汇率或将维持震荡。商品方面，工业品需求仍弱，黄金避险需求上升，原油在 OPEC+ 推进减产背景下仍短期维持强势。国内 10 年期国债收益率仍维持窄幅震荡，经济增速或仍承压。汇率整体稳定，人民币计价资产仍有相对优势。

趋势主线一：持续看好科创 50。创新是永恒的主题，复盘历史在大的通胀背景下通常会带来科技创新。随着 A 股全面注册制的推进，“科技-产业-金融”的良性循环，资本赋能科创板作为多层次资本市场中支持科技创新的重要环节。

趋势主线二：国企行业龙头的价值重估。对标海外，部分国企行业龙头的资产质量良好，PB 角度明显低估，但 ROE 相对较低。我们认为未来有望通过加大研发投入，提高生产效率，降本增效，提升净资产回报水平，或将成为估值提升的有效路径。

行业反转主线一：出口或存在预期差。外需预期下行，但中国经济复苏或对全球经济产生溢出效应，进口带动出口，放缓外需下行的斜率；出口可能会持续向高端化方向发展，尤其体现在汽车等制造业升级产品上；RCEP 协定的落实，持续推动中国与东盟之间的贸易量增加。随着中东、俄罗斯和中欧等地区合作环境的改善，出口或将改善。

行业反转主线二：房地产行业或存超预期的可能性。3 月，30 个大中城市商品房成交环比增长 46.1%，同比增长 43.6%。后期仍存在投资超预期的可能性，而随着一季报在 4 月份陆续披露结束，市场估值消化，产业链相关行业或将反转。

投资建议：周期优势下，国内经济复苏，有望向长期潜在增长回归，权益配置正当时。推荐：全面注册制下投资生态环境变化，行业龙头及科技板块有望长期收益，关注上证 50 及科创 50 的表现；央企价值重估下，受益于治理能力及盈利能力提升的相关板块；出口高端化发展带来的悲观预期修正，关注新能源汽车板块。个股上，依旧坚持研发占比高、现金流良好、负债率低的长线选股逻辑。

2.总量观点

2.1.宏观观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

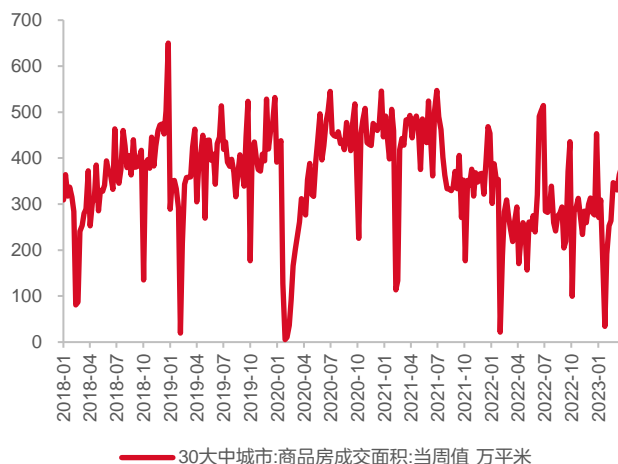
2.1.1.地产销售走强，土地市场回暖

销售端：3 月份销售走强，持续性仍待观察

量的视角：3 月，30 个大中城市商品房成交 1645 万平米，环比增长 46.1%，同比 2022 年增长 43.6%，约为 2019 年同期水平的 96%。其中，一、二、三线城市商品房成交面积均呈上升趋势。春节后主要城市房地产销售整体偏强，主要原因可能与节前积压的需求释放、楼市预期逐步好转、促消费等因素有关，销售回暖的持续性仍需进一步观察。

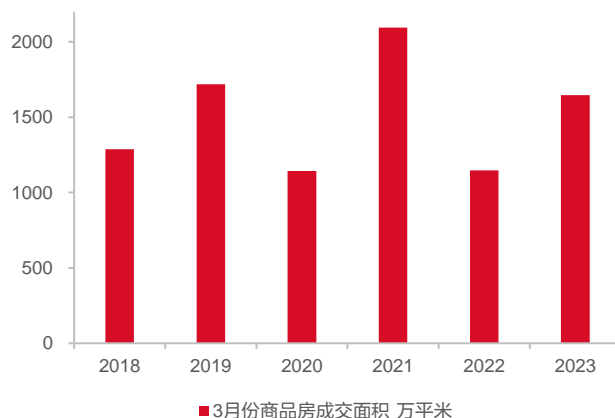
价的视角：从 70 个大中城市房价数据来看，继 1 月份房价有所回暖后，2 月份有更多城市房价开始反弹。2 月份 70 个大中城市新房和二手房环比上涨的城市分别有 55 个、40 个，比 1 月分别增加 19 个、27 个。三线城市房价环比近一年半以来首次转正，在一线城市房价率先复苏后，更多低线城市的房价也止跌回暖。但考虑到行业目前整体景气度处于较低水平，迫于资金和回款压力，房企多倾向于以价换量策略，短期来看新房售价难有较大上升。

图3 30 个大中城市商品房成交面积，万平米



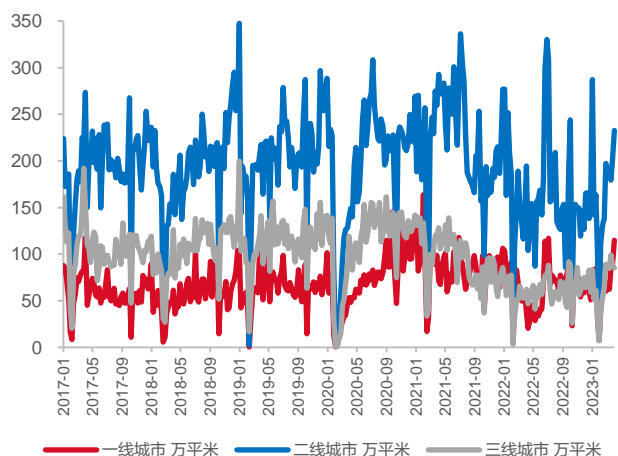
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 历年 3 月份 30 个大中城市商品房成交面积，万平米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 各线城市商品房成交面积，万平米



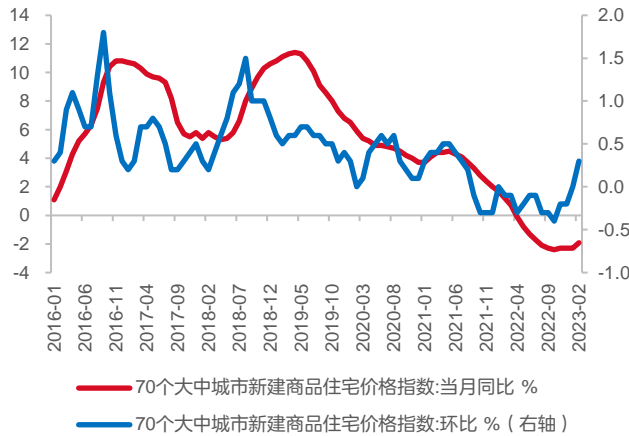
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 全国二手房出售挂牌量指数，点



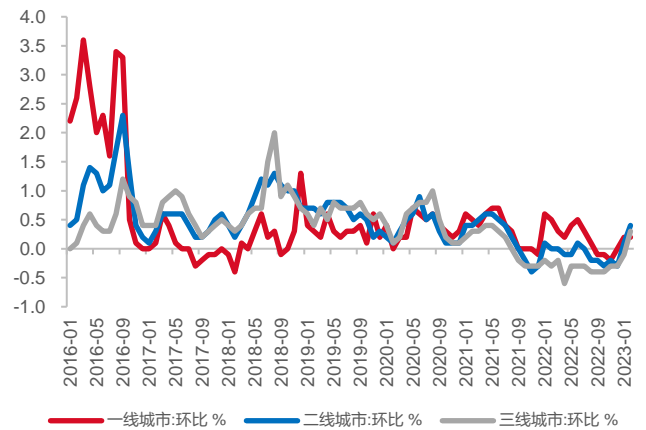
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 70个大中城市商品住宅价格同比和环比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 各线城市商品住宅价格环比，%



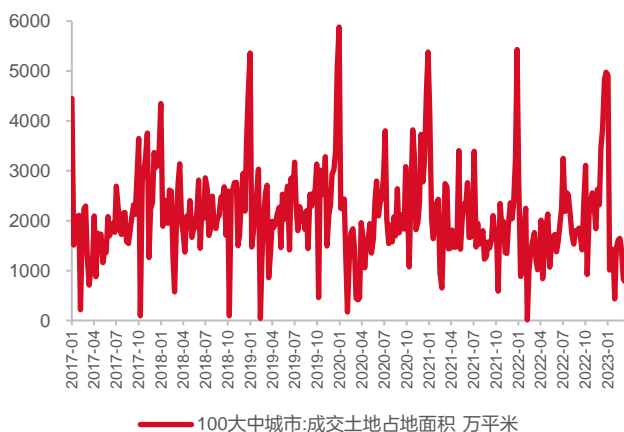
资料来源：Wind，东海证券研究所

投资端：土地市场释放积极信号，但短期房地产投资或仍为负贡献

3月，伴随重点城市楼市交易活跃度回升，叠加市场预期逐步转好，土地市场释放出积极信号，主要体现在两个方面：1) 核心城市土地拍卖热度回升。春节过后，北京、杭州、苏州、南京等重点城市土地市场未出现流拍现象，部分地块竞争激烈，长三角、珠三角等基本面较好的三四线城市土地市场也出现修复迹象，如扬州、湖州等城市的核心区域土地竞拍轮次较高。2) 民企拿地占比提升。2022年民营房企资产负债表受到不同程度冲击，拿地积极性下降，民企全年拿地金额占比约16%。截至3月23日，今年民企拿地金额占比升至30%，参与度有所回升，或指向房地产市场预期得到一定修复。

对于后续房地产投资的走势，房价止跌企稳或将是房地产销售端、投资端回暖的重要前提之一。只有资产端的价值得到修复后，房企投资拿地、开工的意愿才会增强。虽然今年以来楼市销售和土地市场呈现回暖迹象，但考虑到土地购置费的拖累，以及短期内房企开工意愿难有明显提振，房地产投资对于经济增长可能仍为负贡献，但拖累作用将大概率较去年减弱。

图9 100个大中城市土地成交面积，万平米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 100个大中城市土地成交溢价率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

政策端：主基调保持正向，地方密集出台松绑措施

中央层面：《政府工作报告》提到“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张；支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”。房地产政策主基调仍然保持正向，指向房地产合理的松绑措施将会延续。3月6日，国家发改委在国新办发布会上指出，支持住房改善等重点领域消费。两会期间，住建部部长称对房地产市场企稳回升充满信心，主要源于三个方面：1) 供需两端保持积极，节后施工人员和建材加速进场，项目复工率较高，看房量和成交量也有明显改善；2) 市场预期方面，1-2月份全国商品房销售明显回暖，竣工增速转正，房企融资环境得到改善，市场主体信心正在恢复；3) 政策方面，首套房大力支持，二套房合理支持的政策密集出台。

2023年，住建部将在“稳支柱、防风险、惠民生”三个方面下功夫。“稳支柱”是指，今年支持刚需购房的政策力度将会延续，支持改善购房的政策将进一步优化，促进以旧换新、以小换大的需求释放，同时保租房和长租房建设力度可能有所加强，以满足青年人住房需求。“防风险”是指，对于优质房企，政策支持力度将进一步加大，满足合理融资需求，改善资产负债状况；对于出险房企，合理范围内给予帮助。“惠民生”是指，创造高品质的生活空间，表明未来改善性住房需求或将得到更多释放，对于装配式、绿色建筑、智能建造等方面的政策支持力度或将进一步加大。

地方层面：3月份，地方松绑措施集中在二三线城市，需求侧继续保持宽松。例如，深汕合作区、无锡放松限购；长沙、常州放松限售；厦门二孩及以上家庭可买第三套住房；南阳将首付比例降至20%。

表2 3月中央和地方房地产相关政策

时间	部门/地区	政策	主要内容
03-05	全国两会	《政府工作报告》	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张；支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题
03-06	人民银行	国新办“权威部门话开局”主题新闻发布会	支持刚性和改善性住房需求，支持新市民住房需求，支持租购并举的住房市场发展，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
03-07	全国两会	住建部部长发言	2023年住房和城乡建设工作将在三个方面下功夫：一是稳支柱，二是防风险，三是惠民生。其中，防风险是指对于优质房企，改善他们的资产负债状况，满足他们合理的融资需求；对于出险房企，一方面帮助他们能够自救，另一方面严格依法依规处置。惠民生是指打造宜居、韧性、智慧的城市，努力为群众创造高品质生活空间
03-24	证监会	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	拓宽试点资产类型，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，分类调整项目收益率和资产规模要求，推动扩募发行常态化，扩大市场参与主体范围，加强二级市场建设。完善审核注册机制，提高制度化规范化透明化水平。优化审核注册流程，明确大类资产准入标准，完善发行、信息披露等基础制度

地方	03-03	厦门	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展实施方案》	拥有二孩及以上的我市户籍家庭符合条件的，可购买第三套自住商品住房
	03-07	常州	《关于调整优化房地产相关政策的通知》	商品住房自取得不动产权证后即可上市交易
	03-10	深汕合作区	《关于积极支持刚性和改善性住房需求的通知》	放开限购，暂停对自然人实施商品住房限购，即无需提供无房证明；优化商品住房转让管理，即自取得不动产权证书之日起2年内禁止转让
	03-14	衡水	河北省政府新闻发布会	下调首套住房商业性个人住房贷款利率下限至3.8%
	03-22	深圳	《深圳市住房公积金贷款管理规定》	单人公积金贷款首套上浮20%，绿建二星上浮30%；多孩家庭首套上浮30%，绿建二星上浮40%

资料来源：中国政府网、各地政府网，东海证券研究所

展望今年的房地产政策，主线可概括为“防风险、保刚需、促改善”。“防风险”主要包括两方面：一方面是防范化解房企自身的债务风险，另一方面是防范房企债务风险引发的次生风险，例如楼盘烂尾，以及对上下游其他行业的风险蔓延。“保刚需”重点围绕“租购并举”，既要大力支持购买首套住房，后续仍需重点关注全国各地的首套房贷利率、限购限售、公积金贷款等政策走向；又要重点抓租赁住房，满足新市民和青年人的住房需求。“促改善”，即促进改善性需求的释放，可能是未来稳住房地产大盘的重要支撑。《中国统计年鉴》数据显示，1995-2019年每年城镇新增常住人口均超2000万，有力支撑刚需释放。但2020年至今每年城镇新增常住人口持续下行，2022年城镇新增常住人口仅646万人，创42年来新低。相比于首套住房需求，未来改善性需求的增长空间相对更大。

2.1.2. 公募 REITs 迎新风

3月24日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来3年每年净现金流分派率原则上不低于3.8%；鼓励更多保障性租赁住房REITs发行，首次申报发行REITs的保障性租赁住房项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于8亿元。我们认为可重点关注以下五个方面：

1) 发行门槛有所降低，未来公募REITs发行节奏或将加快。2022年12月，国家发改委曾提到“到2023年底，力争发行REITs 60只，规模达到2000亿”。《通知》对REITs的收益率和发行规模均有所放松，净现金流分派率从此前的4%降至3.8%，保租房项目的发行规模从10亿降至8亿。同时，《通知》提到“进一步优化审核注册流程”，国家发改委储备项目的推进速度和审批发行速度可能将进一步加快。

2) 政策以支持消费为导向，严防资金违规使用。《通知》的目的是服务于“把恢复和扩大消费摆在优先位置”这一决策部署，并不等于对房企融资监管的放松。原始权益人须持有

消费基础设施，法人主体不得从事住宅开发业务；回收资金需要用于加大消费投资力度，要与住宅项目严格隔离。

3) 从境外成熟市场来看，零售 REITs 是主流。截至 3 月 31 日，沪深两市已上市公募 REITs 共 27 只，总市值不足千亿元。相比之下，以人民币计价，截至 2022 年末美国 REITs 总市值约 8 万亿元、日本 7800 亿元、新加坡 5200 亿元、香港 1700 亿元。其中，美国零售 REITs 占比约 22%、新加坡零售 REITs 占比约 20%、日本和香港零售 REITs 占比超 50%（包括混合型 REITs）。

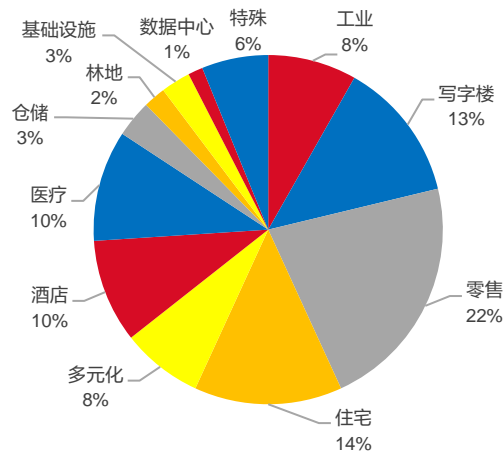
表3 已上市公募 REITs 信息概览

序号	REITs 简称	资产类型	项目性质	发行规模 亿元	发行价格 元	存续期限 年
1	红土创新盐田港 REIT	港口仓储物流	产权类	18.4	2.3	36
2	浙商沪杭甬 REIT	高速公路	特许经营权类	43.6	8.72	20
3	东吴苏园产业 REIT	产业园	产权类	34.92	3.88	40
4	华安张江光大园 REIT	产业园	产权类	14.95	2.99	40
5	中航首钢绿能 REIT	垃圾处理及生物质发电	特许经营权类	13.38	13.38	21
6	富国首创水务封闭式 REIT	污水处理	特许经营权类	18.5	3.7	30
7	中金普洛斯 REIT	物流园	产权类	58.35	3.89	50
8	博时招商蛇口产业园 REIT	产业园区	产权类	20.79	2.31	50
9	平安广交投广河高速 REIT	收费公路	特许经营权类	91.14	13.02	99
10	建信中关村产业园 REIT	产业园	产权类	28.8	3.2	40
11	华夏越秀高速公路 REIT	收费公路	特许经营权类	21.3	7.1	50
12	华夏中国交建高速 REIT	高速公路	特许经营权类	93.99	9.4	40
13	国金中国铁建高速 REIT	收费公路	特许经营权类	47.93	9.59	15
14	鹏华深圳能源 REIT	天然气发电	产权类	35.38	5.9	99
15	红土深圳安居 REIT	保障性租赁住房	产权类	12.42	2.48	66
16	中金厦门安居 REIT	保障性租赁住房	产权类	13	2.6	70
17	华夏北京保障房 REIT	房地产租赁经营行业	产权类	12.55	2.51	65
18	华夏合肥高新 REIT	产业园区	产权类	15.33	2.19	40
19	国泰君安临港创新产业园 REIT	产业园区	产权类	8.24	4.12	43
20	国泰君安东久新经济 REIT	产业园区	产权类	15.18	3.04	45
21	华泰江苏交控 REIT	高速公路行业	特许经营权类	30.54	7.64	30

22	中金安徽交控 REIT	高速公路行业	特许经营权类	108.8	10.88	18
23	华夏基金华润有巢 REIT	租赁住房行业	产权类	12.08	2.42	67
24	华夏杭州和达高科产业园 REIT	产业园区	产权类	14.04	2.81	42
25	嘉实京东仓储基础设施 REIT	仓储物流	产权类	17.57	3.51	46
26	中航京能光伏 REIT	新能源	产权类	29.35	9.78	20
27	中信建投国投新能源 REIT	新能源	产权类	78.4	9.8	21

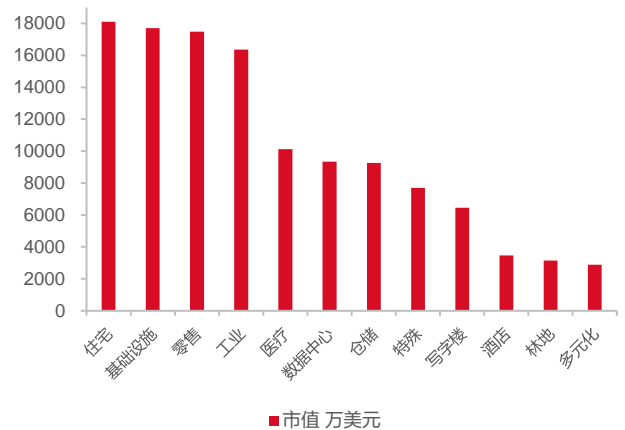
资料来源：各 REITs 招募说明书，东海证券研究所

图11 美国公募 REITs 数量分布，%



资料来源：Nareit，东海证券研究所

图12 美国公募 REITs 市值分布，万美金

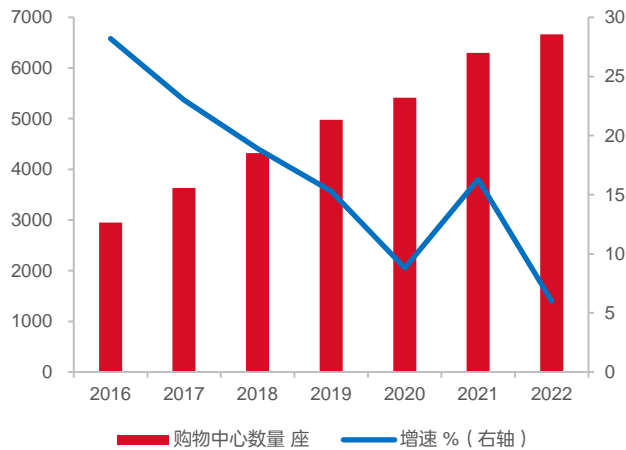


资料来源：Nareit，东海证券研究所

4) 我国商业不动产存量规模巨大，消费基础设施 REITs 空间广阔。第一，疫情影响消退后，消费大环境得到明显改善，零售物业的空置率相较写字楼更低，未来租金水平具有上行空间。消费复苏有望推动零售物业经营业绩改善和现金流回暖。第二，国内商业不动产存量规模巨大。据中购联统计，截至 2022 年末，全国建筑面积在 3 万平米以上的购物中心超 6500 座，总建面超 5 亿平米，其中约 1 亿平米位于一线和强二线城市。分地区看，华东、华南、西南、华中地区的购物中心数量较多。第三，可盘活资产规模大。共研网数据显示，截至 2022 年末，全国建筑面积在 3 万平米以上的购物中心资产总规模约 10 万亿。以美国不动产发行 REITs 约 10%的比例推算，我国购物中心潜在发行 REITs 的规模约 1 万亿。若扩展到整个商业不动产范围，RCREIT 主任刘洋在 2023 年全国两会期间称，目前中国商业不动产存量资产规模约 50 万亿，以 10%的发行比例推算，未来我国商业不动产可发行公募 REITs 的规模约 5 万亿。

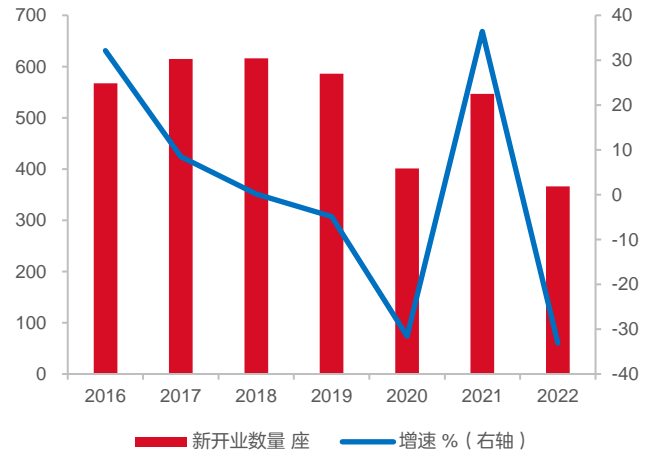
5) 后续重点关注三个方面：第一，一二线城市核心地段零售物业的空置率和租金修复情况，以及原始权益人的运营管理能力。第二，由于我国农贸市场证券化经验较少，且购物中心符合扩内需、促消费的政策导向，因此购物中心可能将率先发行消费基础设施 REITs。第三，持续关注拥有丰富商业地产运营经验的地产开发商和零售商，如华润、中粮、万科、王府井等。

图13 2016-2022年全国购物中心存量及增速，座，%



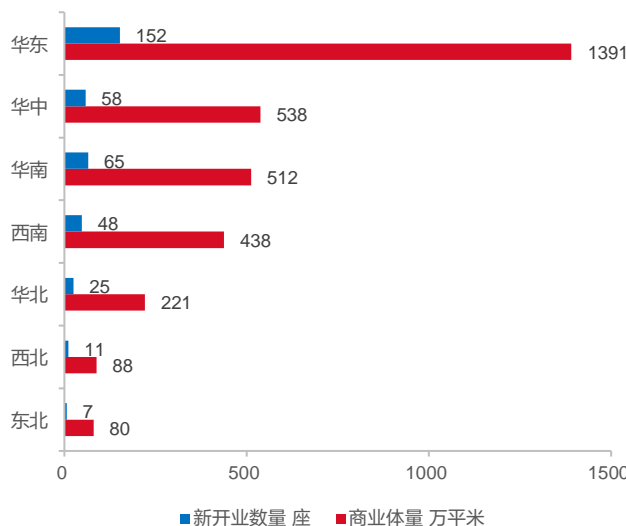
资料来源：赢商大数据，东海证券研究所

图14 2016-2022年全国购物中心增量及增速，座，%



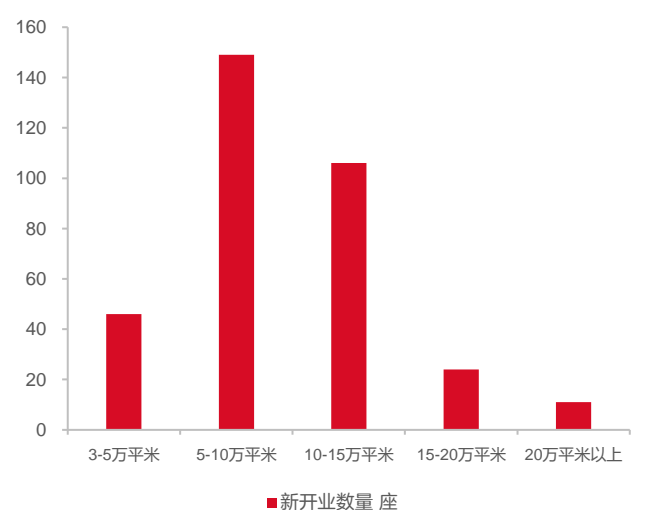
资料来源：赢商大数据，东海证券研究所

图15 2022年新开业购物中心地区分布，万平米，座



资料来源：赢商大数据，东海证券研究所

图16 2022年新开业购物中心体量分布，座



资料来源：赢商大数据，东海证券研究所

2.1.3.中美经济错位决定资产配置的相对优势

从3年短周期的维度来看，中国在金融周期、库存周期、盈利周期上均要领先于美国，目前正处在金融周期向上、库存周期主动去库向被动去库切换，盈利周期接近见底的阶段。

金融周期领先性最强。国内M1、企业中长期贷款已进入上升阶段，M1的低点在2022年1月，企业中长期贷款的低点在2023年的二季度。金融数据上，今年1-2月信贷的整体表现明显强于市场预期。

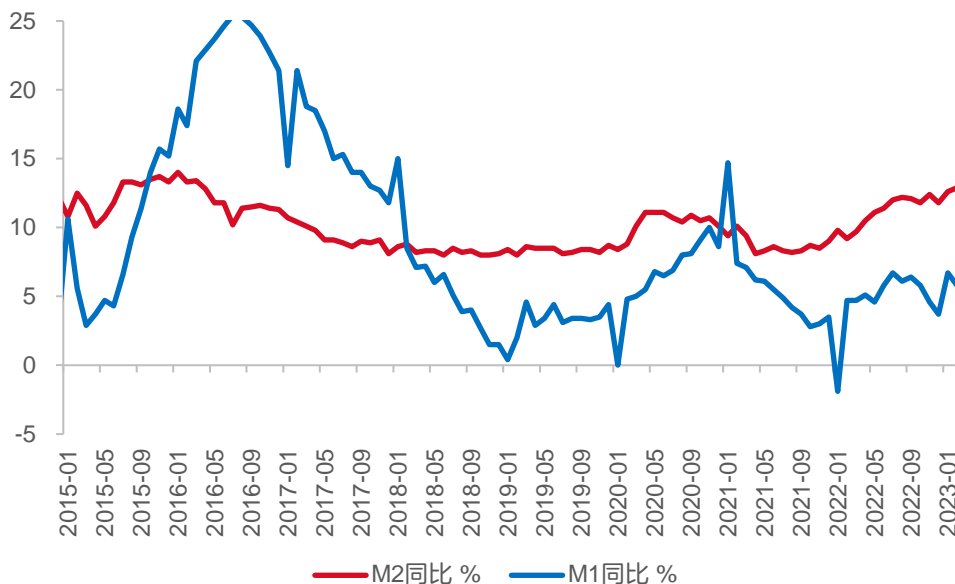
库存周期切换，年内有望进入补库。库存周期偏滞后，1-2月工业产成品存货增速10.7%，较前值小幅上升。复苏后的第一阶段生产恢复快于需求，导致库存整体有累积，去库节奏缓慢。本轮去库始于2022年年中，从以往的周期经验来看，现阶段可能处于主动去库与被动去库切换的阶段。年内随着需求的回升，有望进入补库周期。

从最新数据看，我国目前基建投资增速保持了高增速，房地产恢复较好，出口可能会好于原来的预期；但工业增速可能会略偏慢，消费细分行业的恢复可能会有所分化，长风破浪，

经济可期。从政策来看，政府促进发展的主动性、积极性可能正在增加，非美国国际环境大幅度改善，中国相对稳定的政治经济条件可能会吸引更多资金流入，对我国市场可能有正面促进作用。

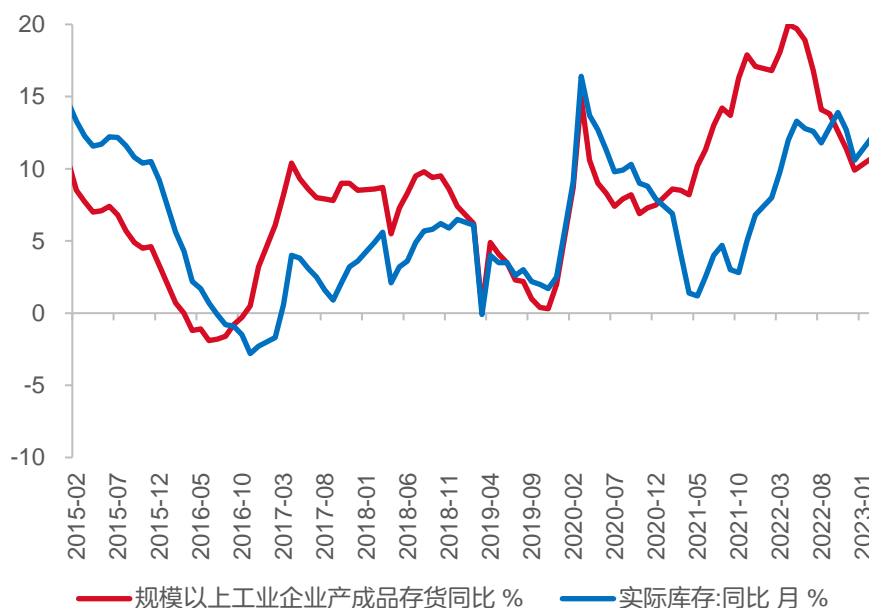
从各类短周期的领先以及滞后来看，金融周期>盈利周期>库存周期。而市场往往反映出的是对盈利的预期，目前国内所处的短周期阶段可能最有利于权益。结合与美国的周期错位来看，A股的相对配置价值更高。

图17 中国 M2、M1 同比，%



资料来源：央行，东海证券研究所

图18 工业产成品存货同比，%



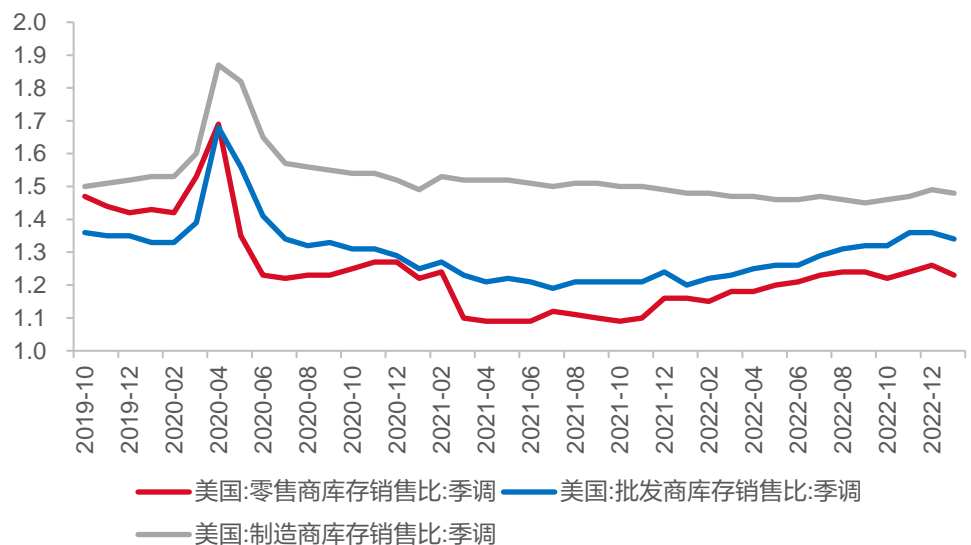
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

美联储加息周期接近尾声，但年内可能不会降息，美元流动性将持续趋紧。美国核心通胀降温速度缓慢，2月核心PCE和CPI的同比涨幅分别达到4.7%和5.5%。3月FOMC会议上，美联储依然表达了对抗通胀的决心，但也暗示了加息可能接近尾声。3月会议发布的SEP中，对2023年政策利率的预测中位数依然保持在5.1%，意味着只剩下一次25bps的加息，鲍威尔在记者发布会上表示年内不会降息。近期，美联储的货币紧缩导致银行业出现了局部的流动性危机，但美国银行系统整体流动性依然安全。预计美联储仍会首先使用结构性的政策工具缓解银行流动性压力，整体美元流动性仍将持续趋紧。

美国企业进入主动去库周期。今年以来，美国由被动补库逐渐转向主动去库周期，上、中、下游产业链的库存销售比全面下行。截至1月底，美国制造商、批发商、零售商库存销售比分别下降至1.48、1.34和1.23。高通胀之下，美国的仓储成本居高不下，随着美联储持续紧缩、居民消费增速放缓，美国零售商可能仍将继续减少库存。

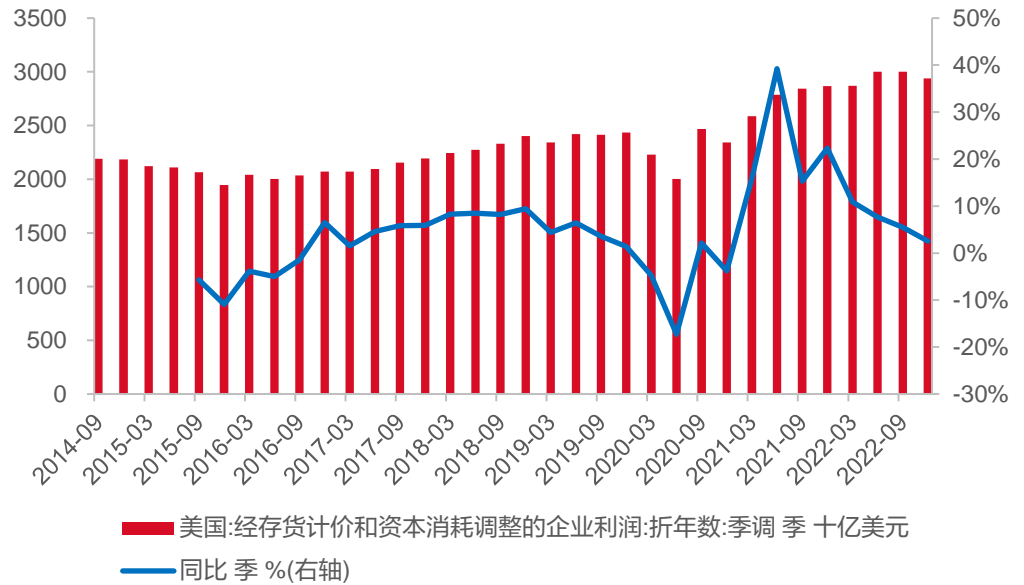
美国企业利润较去年有所下行。美联储激进紧缩之下，美国企业面对消费需求下降、融资成本上升的双重困境。2022年四季度，美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润季调后环比下跌2.02%，创下2年以来最大跌幅，但由于通胀高企，同比涨幅仍达到2.6%。金融企业由于对利率较为敏感，利润跌幅尤其显著，达到12.8%。全美独立企业联盟调查显示，美国中小企业信心较2022年显著下跌，但对于盈利的预期自2022年下半年以来已经有所恢复，美国经济仍有韧性。

图19 美国零售商、批发商、制造商库存销售比



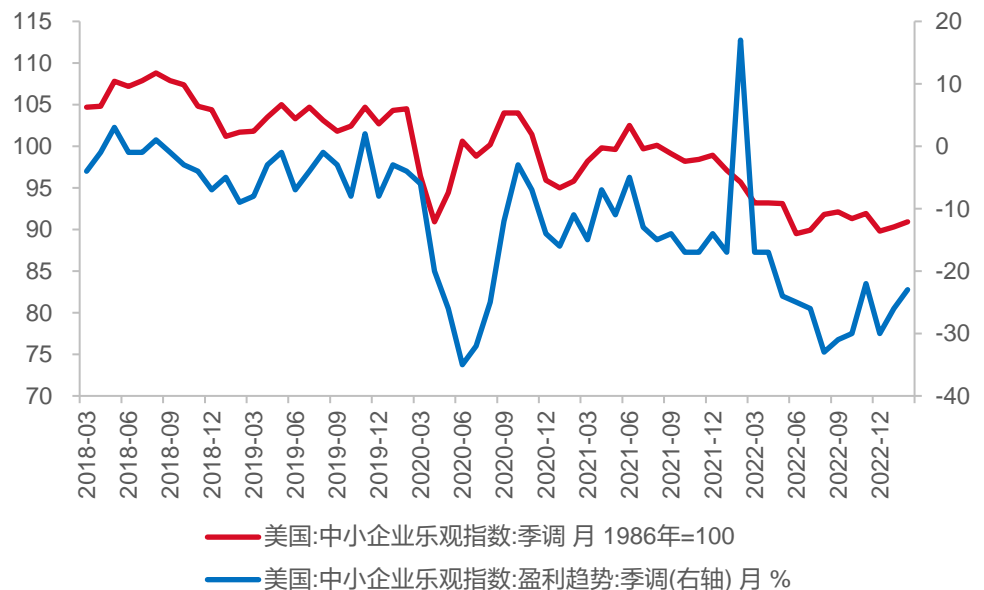
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 美国经存货计价和资本消耗调整的企业利润及同比，十亿美元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 美国企业乐观指数及盈利趋势，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.技术面观点

——分析师：王洋 S0630513040002

上证指数在3月震荡回落，在30日均线与60日均线之间的狭窄区间，长时间震荡反复横盘推进。虽指数暂时在60日均线附近获得支撑，短线仍或有震荡盘升动能，但指数上方压力重重。从日线看，有近期高点压力与555日均线压力；从周线看，有90周均线及120周均线压力，均是较重压力位。指数自2022年10月末震荡拉升以来，最大涨幅超过15%，积累了一定的短线获利盘。目前指数相对高位量能明显放大，多空分歧有可能加大。且指数

上方临近重重压力，虽日线及周线 MACD 金叉尚未走弱，但指数上行动能已经有所减弱，调整压力仍在积聚。4 月需密切关注量价指标变化，提防指数短线回落整理。

3. 各行业观点总结与展望

3.1. 电力设备及新能源

——分析师：周啸宇 S0630519030001

电新板块：板块行情小幅回暖，关注有预期差的细分领域

3.1.1. 光伏：行业需求数据向好，关注产业链变动中预期差

1) 海外政策变化造成情绪面波动。欧洲发布《净零工业法案》草案，引起行情短期较强波动，草案发布当周光伏板块下跌 8.38%。但我们认为法案主要限制范围在公共招标及补贴项目内，测算对国内影响目前仅约 1.6%-2.8%，同时草案正式颁布尚需 1-2 年，且补贴等政策引起的财政压力可能引起部分国家异议，短期对国内企业实质性影响有限。

2) 基本面向好，关注与短期情绪面预期差。国内装机：1-2 月装机量快速增长，新增装机容量 20.37GW。另外，近四周招标共计约 11.6GW，环比约 83.3%，从中标价格来看，部分组件价格近期下探至 1.65 元/瓦，价格下行趋势下集中式装机启动热潮延续，行业需求向好。出口：季节性因素消退，中短期出口上升趋势不改。硅片出口约 8.7GW，同比+74.6%。电池片出口约 6.7GW，同比+156.1%。组件出口约 29.3GW，同比 19.9%。硅片、电池片出口量快速增长，组件剔除去年 1-2 月印度窗口期大幅进口的因素，实际增量稳步上升。

硅片：关注硅料加速降价带来超额收益。硅料价格主流价格水平跌至每公斤 200-208 元范围，随着二三线硅料企业出货难度持续恶化，与一线硅料厂家之间的价格差范围扩大，硅料博弈预计进入新阶段。而石英坩埚需求偏紧，硅片在坩埚供应束缚下预计价格迅速滑落可能性较低，硅料降价下有望推动单瓦盈利继续扩大。

逆变器：关注行业出口、出货预期差。光伏逆变器指数位于阶段低点，随着行业出口及一季报出货量数据公布，预计行业基本面好于市场预期。1-2 月我国逆变器（含光伏和储能）出口 19.4 亿美元，同比+132%，环比-5%。其中，欧洲 13.2 亿美元，同比+262%，环比+1%，欧洲需求持续高位不减。另外，近期国内需求上集中式招标密集，1-2 月央企逆变器招标约 30.37GW。

设备：全球扩产及技术迭代下稳定机会。设备整体估值处于低位区间，与板块基本面形成背离。设备厂商享受行业全球扩产带来的量的提升，以及技术迭代下利的提升，是行业中较为稳健的环节。预计后续随着钙钛矿、HJT 技术迭代加速及激光转印、电镀铜等技术成熟，行业仍有较好机会。

建议关注：

TCL 中环：1) 硅片龙头年报业绩表现突出，预计公司年末晶体产能可达到 180GW，全球单晶龙头地位稳固；2) 技术领先下构筑产品及成本壁垒，公司通过研发投入实现单公斤成本降低行业领先，行业竞争优势持续；3) 一体化发展，IBC 电池一季度出货 2GW，通过对外投资 MAXEON 预计有望成为美国较强供应商。

阳光电源：1) 大储龙头 2022 年出货超预期，出货量超 7GWh，同比+130%，集中式放量下有望持续受益。2) 逆变器持续放量，2022 年逆变器出货超 75GW，同比+66%。

奥特维：1) 光伏串焊设备龙头业绩快报符合预期，2022 年营业总收入 35.40 亿元，同比+72.94%，归母净利润 6.98 亿元，同比+88.29%；2) 公司连续中标，后续业绩支撑稳健，近期中标隆基硅片、电池片、组件 4.3 亿订单、3.8 亿大尺寸单晶炉合同等。

3.1.2. 新能源汽车&锂电：电池板块量利齐升，盈利能力持续向好

电池板块：1) 量增：在燃油车去库存影响下，电动车价格下调反而带动销量弱复苏，乘联会预计 2023 年 3 月电动车零售 56 万辆，同/环比+25.8%/27.5%，市场需求回暖，略好于此前预期，预计 6 月市场需求将完全恢复；2) 利增：碳酸锂价格近期大幅下降，截至 2023 年 3 月 27 日电池级碳酸锂报价 29.35 万元/吨，环比月初下降 25.98%，下降速度超出市场预期，根据我们测算，碳酸锂每吨下降 10 万元将提升电池（以 70KWh 为例）利润约 5000 元。

储能板块：光伏产业链价格整体下行，新能源电站盈利性增强，终端装机加速放量。方形铁锂储能电芯较月初下降 0.03 元/Wh，成本下行、边际利润改善。近期广东省《新型储能参与电力市场交易方案》发布，将改善抽水蓄能、空气压缩储能等新型储能的盈利能力。

需求提升和边际利润改善，电池盈利能力修复。结合当前电池板块估值底部，我们建议关注电池板块龙头：宁德时代。全球锂电龙头。1) 出货量：2023 年保守出货 430GWh，全年利润约 450 亿元。2) 锂盐自供比例提升：邦普回收约 3-4 万吨（今年预计贡献 1+万吨量，成本约 15-20 万元/吨），江西项目约 3 万吨（今年 Q2 投产，预计全年贡献 2 万吨量，成本约 10 万+/吨），可满足 60GWh 电池生产。此外随着年报逐步披露，建议关注基本面较好、业绩边际改善的细分龙头公司。

3.1.3. 风能：招标量维持高景气，分散式有望打开新空间

截至 3 月 24 日，3 月风电累计招标量约 14.76GW。年初至今，陆风招标约 26.21GW，同比增加 51%，海风招标约 2.75GW，同比增加 10%，招标量维持高景气度。2023 年 1~2 月风电新增装机量 5.84GW，同比增长 2%。Q1 为风电项目开工淡季，但零部件企业排产饱满，预计于 Q2 开始逐季交付，叠加上游原材料价格相较于 2022 年处于低位，原材料成本占比较高的零部件企业盈利空间有望修复。

随着风电技术的不断发展，低风速技术使得可开发风电区域进一步扩大，从风速 6m/s~7m/s 的区域逐步向 4m/s~5m/s 拓展，我国中、东、南地区乡村低风速资源区域已具备开发条件。农村生活用能仍以化石能源为主，分散式风电的推广，既能推动新农村建设、清洁能源转型，也能就近解决电力并网消纳问题。2022 年分散式风电装机量约为 576.8MW，中国县域分散式风电可开发潜力达 250GW，分散式风电有望成为风电装机规模新的增长点。

建议关注：1) 明阳智能，低风速风机已应用于安徽宿州“灵北风电场”，随着低风速风电场不断开发，有望为公司打开新的利润空间；交付国内首台“双百”漂浮式风电“观澜号”，海风龙头地位稳固。2) 天顺风能：陆风塔筒龙头，收购江苏长风布局海风桩基、导管架，随着国内海风装机规模的扩大，有望成为公司新的利润增长点；叶片业务深度绑定远景能源，订单可以得到保障。

3.1.4. 氢能：电解槽制氢景气不减

2023 年 1~2 月国内电解槽招标量超 760MW，同比增长 300%以上。近期，双良节能年产 100 套 1000Nm³/h 工厂即将投产；龙蟠科技 1GW 产能工厂建设中，预计 2023 年秋季下线首台 1000Nm³/h 碱性电解槽。我们加认为随着电解槽生产厂商的不断加入、投产，规

模化趋势即将凸显,有望推动上游制氢端的快速发展。欧盟《净零工业法案》中提到,到2030年绿氢电解槽要实现40%的本土化生产和制造,情绪面对国内电解槽出口造成影响。但从欧洲氢能银行的设立来看,2030年欧盟绿氢需求为1000万吨国产、1000万吨进口,进口绿氢仍具较大空间。

我们认为,目前国内生产厂商占据成本优势,叠加国内需求逐步提升,电解槽出货量有望维持高速增长。建议关注:昇辉科技、双良节能、龙蟠科技。

3.2.大消费

——分析师:丰毅 S0630522030001

任晓帆 S0630522070001

3.2.1.消费趋势:消费稳健,继续向上

社零超预期,线下乐观,可选表现较强,必选、地产后周期、线上仍有空间。随着疫情政策优化,在1月初仍存疫情二次冲击外,今年以来消费场景持续复苏,并延续至春节后。整体复苏以餐饮场景复苏为茅,其次传导至商超、购物中心等整个线下全面复苏。品类上,可选弹性明显好于必选及地产后周期;渠道上,线上因基数及春节错峰、线下回归等因素,明显弱于线下的强劲势头。目前来看,消费复苏终点尚远,Q2低基数效应下,消费趋势望继续向上。①**1-2月社零同比高于预期:**受益疫情政策优化后消费场景复苏,2023年1-2月社零同比增速为3.5%(+5.3pct),高于市场预期2.9%。②**1-2月社零相比2019CAGR环比上涨。**去除掉疫情对社零的干扰因素,2023年1-2月较2019年同期CAGR达4.1%,较上月提升2.6pct。③**线上、线下当月同比均上涨,线上复苏弱于线下:**受春节2023年1-2月网上商品和服务零售额累计同比达6.2%,较上月提升2.2pct,1-2月网上实物零售额累计同比增长5.3%,较上月下跌0.9pct。推算2023年1-2月线下社零当月同比为3%,较上月环比提升9.4pct,复苏明显。④**分品类看,可选复苏好于必选:**可选恢复明显好于必选,必选整体维持高位,其中受春节餐饮、聚会、送礼等消费场景恢复影响,烟酒、日用品表现较好,地产后周期恢复相对弱于可选及必选。

3.2.2.食品饮料:趋势明确,健康发展

白酒:全年观点乐观,谨慎看待Q1。Q2低基数下,消费市值变化从估值走向业绩,从贝塔走向阿尔法明确。当下,在1月初仍存消费2次冲击及部分行业成本高企背景下,谨慎看待Q1,关注Q1有望超预期标的(五粮液、口子窖、古井贡酒、洋河股份等),以及继续保持相对乐观。**具体来看,**白酒方面,目前白酒板块基本面动销的表现正在从两端(高端宴请送礼、低端自饮场景)向中端(次高端宴席场景)演绎;随着淡季部分龙头控货开始,短期正在从量增转向价驱,而价格成为高端、次高端长线发展核心。**建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、口子窖、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒等。**

啤酒:高端化升级延续、成本可控,旺季催化、低基数上销量将显著反弹

(1)**存量竞争中赛点为把握高端化升级趋势。**2022年中国啤酒消费量为3810万千升,2018年-2022年啤酒销售销量CAGR-3.00%,收入增长主要由价格驱动。我们认为,量稳价升的存量竞争中,各大厂商比拼的是销售渠道和产品组合的持续优化,以及产能端的降本增效,盈利能力有较大提升空间。(2)**2023年成本压力减轻。**包材中玻璃和瓦楞纸从2022年四季度以来持续大幅下降,对冲大麦的小幅上涨,今年成本压力明显小于去年。(3)**旺季催化,低基数上销量将显著反弹。**气温回升,啤酒消费即将进入旺季,叠加去年3-5月因疫

情封控对现饮消费的打击，低基数上啤酒销量将有明显同比反弹。建议关注青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。

3.2.3.非白酒食饮：关注零食、益生菌、速冻及预制菜

(1) 零食贝塔明确，逻辑持续验证，继续关注。短线来看，零食专营店迅速扩张成为核心预期，但十年来消费渠道变革导致的白牌及渠道型龙头崛起带来的替代空间（类似于海外的生产型龙头对渠道型龙头、白牌产品替代）才是零食长线逻辑的核心。在此背景下，大单品型生产型龙头替代、集中度提升逻辑鲜明（劲仔食品、洽洽食品、卫龙），多品类型生产型龙头未来空间巨大（甘源食品、盐津铺子、劲仔食品）。**(2) 关注益生菌渗透率提升机遇。**基于国内健康需求（需求侧）、食饮企业宣传需求（供给侧），海内外人种菌群不同等原因，C端、B端益生菌长期渗透趋势明确，行业快速增长。基于较强研发优势、新兴消费场景空间较大，关注科拓生物。**(3) 关注速冻及预制菜长期趋势。**因便利性、标准化刚需、地域保护（较远区域需重新建厂建渠道），结合冷链物流运力提升，B端渗透率提升长期趋势不可逆。较低的教育成本叠加短期成本回落，C端盈利稳健。预制菜板块投入产出比高于其他新消费行业，目前仍处初期，重点关注。关注安井食品、绝味食品、味知香、干味央厨、立高食品等。

3.2.4.美容护理：建议关注龙头表现

化妆品：化妆品零售复苏，珀莱雅表现亮眼。(1) 社零数据有所回暖。2023年1-2月化妆品社零累计值656亿元，同比由负转正达3.8%，增速环比上月上升了23.1个百分点。随着未来线下场景的恢复，后续有望进一步复苏。**(2) 三八节表现较为平淡，其中珀莱雅表现出众。**此次三八节促销整体行业表现较为一般，其中珀莱雅成功位居天猫&京东护肤类榜首，此外彩棠实现GMV双位数增长，1-2月公司实现营收约7.9亿元（同比+25%），净利润约0.8亿元（同比+33%），国货品牌形象不断提升，通过纵向大单品迭代促进品牌长青发展，同时横向衍生产品系列，打造品牌矩阵，积极推出新品，在行业β整体较弱的情况下，公司α显著，建议持续关注。此外，国货品牌聚焦细分赛道，在功效性护肤领域发力，目前贝泰妮已成为中国功效性护肤品龙头企业。重点建议关注珀莱雅、贝泰妮。

医美：看好医美龙头企业发展。(1) 线下客流恢复推动行业增长。节后需求的恢复、春节期间机构促销活动的实施叠加2022年Q2低基数有望推动线下医美快速增长。**(2) 看好龙头医美企业机会。**315晚会提及妆字号产品违规注射问题，强调医美产品需要具备医疗器械III类证。此次曝光强调了上游产品合规的重要性，我们认为违规产品的出清是合规管线丰富的公司突出重围的重要助力。推荐关注合规产品线丰富的龙头医美企业爱美客。同时，爱美客2022年实现营收19.39亿元（同比33.91%），净利润12.64亿元（同比+31.90%），整体符合预期。公司在3月8日发布限制性股票激励计划，包含了董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员共141人，进一步调动员工积极性，叠加公司濡白天使、未来产品等市场的开拓，看好公司未来表现。**(3) 下游机构方面，**医美机构受疫情影响业绩波动更大，部分中小医美机构关门倒闭，资源向大型机构集中，未来随着人流恢复，大型医美机构业绩较上游企业弹性更大。推荐关注受益标的朗姿股份。

3.3.资源品及周期

——分析师：谢建斌 S0630522020001

分析师：吴骏燕 S0630517120001

分析师：张季恺 S0630521110001

分析师：姚星辰 S0630523010001

3.3.1.石油石化：油价与周期

复盘油价与周期，我们可以看到，油价跳涨后美国经济往往会发生衰退，但也有例外。1973 年之前，美国油价由“七姐妹”控制，波动很小。1973 年美国原油定价进入市场化阶段后，美国共发生了 7 次 NBER 定义的经济衰退，其中有 5 次衰退之前，油价出现了跳升。除了 2001 年的衰退周期在油价见顶两季度后才开始以外，其他 4 次衰退周期都在油价见顶时点的前一季度开始，且衰退后油价进入下行通道，不过油价上涨并不是经济衰退的充分条件。

2000 年前的 3 次经济衰退前夕，原油价格牛市的启动刚好发生在 GDP 增速从高处扭头下跌的时点，历史上的每次油价飙升都受到一系列复杂的供需因素影响，但需求侧拉动对于油价的影响明显大于供给侧。过去很多次油价飙升与产油国发生地缘政治扰动的时机相符，但产量减少并不是油价上涨的主因，经济增长引起的需求侧冲击才是油价上升的主要动力。

受需求端影响飙升后，油价在是否能在更长时间保持在更高的中枢水平上，取决于经济的潜在增速是否上抬。若经济以高于潜在增速的速度增长，石油价格和产量都会阶段性上升，但随着产出缺口逐渐消失，石油价格和产量都会下降。油价上升会导致实体经济的产出下降，引起经济衰退，除非全要素生产率也同时出现提高，使得经济的潜在增速上移。

与 20 世纪七八十年代的大滞胀时期相比，本轮经济复苏中，油价上升对于实体经济的冲击可能更小。一方面，“工资-通胀”螺旋发生的可能性减小。2021 年 Q2 以来，美国非农私人部门企业平均时薪的增速一直小于 CPI 增速，实际工资趋于下行，同时劳动生产率保持平稳，说明油价上行主要通过企业利润和税收，而非通过单位劳动力成本影响实体经济。另一方面，油价与贸易条件的关系发生改变，油价的上涨使得美国的购买力出现抬升，在一定程度上对冲了对国民收入和消费的负面影响。

总体来看，本轮周期中，美国经济在财政与货币政策的双重宽松下快速复苏，带动全球需求回温，推动了油价的上升，而油价上升之后又推动经济走向衰退，油价与经济的关系与 1970 年-2000 年之间的几轮周期的情形更为相像。从数据来看，油价与 GDP 的趋势错峰波动，实际 GDP 见顶于 2021 年 Q1，油价到 2022 年 Q2 才见顶，与 2000 年之前的油价周期的规律一致。

未来油价将会随着产出缺口的收敛逐渐向疫情前的价格中枢回归，供给侧即使再有扰动，影响可能也不会很大。2020 年以来的美国经济复苏，主要原因是财政赤字打开的正产出缺口，而随着美联储继续保持紧缩的货币政策，经济增速将逐步向潜在增速回归。2019 年 Q4 是美国产出缺口极窄的时期，我们可以将当时的实际原油价格作为参照，那么经过 GDP 平减指数调整的 WTI 原油的实际价格的中枢应当在 50.5 美元每桶的水平附近，对应的名义价格在 60 美元每桶的水平附近。如果美联储的去通胀进程成功，油价可能于美联储政策转向之后在 2024 年~2025 年逐渐回到中枢水平附近。

边际方面，截至 2023 年 3 月 24 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/日，同比增加 60 万桶/日。截至 3 月 31 日当周，美国钻机数 755 台，较去年同期增加 82 台；其中采油钻机数 592，较去年同期增加 59。原油增产仍动能不足，工作钻机数出现回落趋势。3 月 24 日当周，美国炼厂吞吐量为 1581.3 万桶/日，开工率 90.3%。根据麦肯锡的测算，今年上游资本开支将增加 4%，首次超过 2019 年的水平。根据 Rystad 测算，预计到 2023 年和 2024 年，海上活动将占所有受碳中和政策限制的常规碳氢化合物的 68%。俄罗斯原油出口保持韧性，散装原油消化了大量因制裁被打压的市场供应，但俄罗斯成品油限于运输将会比较紧张。此外国内保障能源供应叠加炼厂检修季节将至，预计成品油出口将会受到限制。

EIA 在 2023 年 3 月 STEO 预测全球 GDP 增速在 2023~2024 年分别为 2.0%、3.2%；对应得石油需求增长分别为 150 万桶/天、180 万桶/天。我们认为全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化等因素，预计原油价格仍将维持在中高位 60-90 美元/桶区间震荡。

从国企对标世界一流的角度，国内石油石化企业具有较强的代表性。相对于海外一流企业的发展历程，国内的石油石化企业在规模体量方面近年来有了长足的进步，但是在资产质量、盈利能力等方面仍有较大的提升空间。我们认为石油石化企业的估值与盈利能力、业绩稳定性、ROE 的波动、分红、资源储量价值、公司治理以及可持续发展等因素相关。

我们从 PB-ROE、资产储量价值等角度，从石油石化的国企龙头与世界一流对标。其中国企的 PB 明显低估，主要参考包括：资产偏重（仍有分红空间），人员占比过高，承担的社会责任较重，外延式并购较少等。

国内石油石化企业的资产质量提升，但承担的社会责任较重。以中国石油为例，其油气储量、重资产及净资产等均与 ExxonMobil 相当，但是 ROE 低于 ExxonMobil，主要是由于承担了较大的税金，且员工数量较多。

国内石油石化企业的扩张及外延式发展有待提升。我们认为估值与未来的可持续发展相关，如 Total 于 2021 年 6 月更名为 TotalEnergies，致力于能源转型；ExxonMobil 合并化工及下游业务，以及集中技术和工程以及其他支持服务来进一步简化其业务结构；Chevron 在二叠纪盆地的扩张等。

国内石油石化的产业链一体化优势。参考国际的石油石化巨头，在炼油-化工品业务的占比逐渐下降，国内的下游产品市场优势有利于国内石油石化产业链的盈利稳定性。其中：BP 逐渐剥离下游化工品业务，Chevron 的化工主要由与 Phillips66 合资的 CPChem 运行等。

近年来，我国石化上游勘探业务不断走出国门，伴随技术革新，完全平均桶油开采成本不断下降，但仍与国际石油公司存在一定差距。其中中国海油的开采成本相对较低，与国际水平相比也处于相对靠前位置，未来需要增加资源储量价值。中国石油储量资源丰富，未来需进一步降低开采成本以及提高 ROE。中国石化的重点是化工及新材料布局。随着我国对外开放程度加深、与中东等地区合作愈加紧密，我国石油石化企业海外优质油田开采原油比重有望进一步提升，继而降低桶油成本。

从账面现金以及资产负债率角度，国内的石油石化国企仍有较大的产能扩张及外延式的发展空间。

建议关注：资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油、中国石化。以及整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如海油工程、中海油服。

3.3.2.化工：聚焦长期竞争力向好板块

国内聚酯全产业链的成本优势，短期需求拖累不改长期竞争力提升。随着产能扩张带来的成本优势，国内的 PTA-聚酯产业链在全球的竞争力增强。2023 年 1-2 月份受海外需求影响，PTA、聚酯切片、纺织品、服装等出口均出现同比下降，但涤纶长丝、涤纶短纤、聚酯瓶片的出口量同比上升。作为先行指标，2023 年 2 月全球制造业 PMI 为 49.9%，较上月上升 0.7 个百分点，连续 2 个月环比上升，全球需求有望得到支撑。

2023 年一季度随着国内需求逐步恢复，我国聚酯产业链整体修复态势良好，产品价格上行，PTA 和长丝价差有望走出底部。后续来看，成本端支撑尚好，内外需求皆有挑战，预

计聚酯产业链或将继续在震荡中进一步修复。我国聚酯产业链具有一体化和能源成本优势，对外竞争力日益增强，看好聚酯行业龙头：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、东方盛虹等；另外，聚酯瓶片有望复制长丝产能扩张和成长路线，龙头先发优势明显，看好瓶片龙头三房巷、万凯新材和华润材料。

其他方面，我们仍维持前期策略的推荐，对轮胎、制冷剂、新材料方面的 POE 及风电材料保持关注。

3.3.3.建筑：世界一流对标，建筑央企估值空间值得重视

通过将国内十大建筑央企与海外各地区建筑龙头从经营和估值指标的对比，我们看到我国建筑龙头业绩稳健，资产结构上呈现应收低存货高、商誉低无形资产高的特点，ROE 与海外差距缩小，但估值偏低，关键可能在于投资回报率偏低，现金获取能力较弱。同样是具有特许经营业务收入占比较高的中国交建和法国万喜比较，万喜具有更高的自由现金流，这和它成熟的业务经营模式有关，它在项目的经济性选择和灵活的收并购方面做的更好。

展望未来，建筑央企在“一利五率”新考核体系引导下，有望更加重视现金流与 ROE，淡化规模增长，商业模式有望明显优化，经营质量有望不断提升，价值重估空间较大。建议关注目前 PB 仍小于 1 的建筑龙头，或国际工程龙头以及有新业务布局的相关企业：中国交建、中国中铁、中材国际、中国化学、中国中冶、中国能建等。

地方国企方面，我们认为要考虑地方政府财政以及投资需求，看好浙江，2022-2023 年交通领域投资居首 3500 亿元。亚运会也即将在浙江举行，关注浙江交科、浙江建投、宁波建工。

3.3.4.农林牧渔：猪价低位运行，产能持续去化

猪肉项对 CPI 的影响最大。CPI 一级分项中，食品烟酒占 CPI 权重接近 30%，是影响 CPI 最重要的因素。从农产品分项来看，猪肉对 CPI 的影响最大。我们以 2023 年月平均权重作为该分项 2023 年在 CPI 中的权重预测。从各农产品分项来看，畜肉类与 CPI 相关性较高，权重最大，为 3.17%，其重要性远大于其他分项。其中猪肉与 CPI 相关性最高，权重虽有所下滑，但波动性最大，是影响 CPI 最为重要的因素。此外，鲜果和鲜菜在 CPI 中的权重仅次于畜肉，分别为 2.39%和 2.09%，且具有一定波动性，对 CPI 的影响次于畜肉。其他分项来看，粮食波动性最小，对 CPI 影响不大；蛋类权重最低，但也呈现一定波动性；水产品的波动性较小，对 CPI 影响有限。

短期来看，猪肉供应端仍相对充裕，近期猪价也弱势调整，我们认为短期猪价上行幅度有限，后期猪价或仍将低位震荡。中长期来看，行业持续亏损以及非洲猪瘟疫情的加剧或加速产能去化，同时随着经济进入复苏期，猪肉消费恢复，猪价中长期来看仍有一定上行空间。预计二季度生猪价格将继续低位震荡，三季度受到季节性消费的影响价格小幅回升，四季度受到前期产能去化的影响价格开始上涨，全年的猪价呈现先低后高的情况。同时，由于 2022 年二三季度猪肉价格高位，预计二三季度 CPI 猪肉项同比-0.2%左右，或将对 CPI 有一定拉低作用。

目前生猪养殖板块处于风险收益比较高的位置，建议积极关注。(1)持续亏损叠加疫病，推动行业产能去化。3月31日，自繁自养养殖利润-283.12元/头，外购仔猪养殖利润-486.04元/头。生猪养殖已经连续亏损约十三周，行业持续处于亏损状态。目前供给相对充裕，短期价格反弹幅度有限，后期猪价或仍有下行压力，叠加疫病的影响，行业产能或继续去化。根据农业农村部数据，2023年2月份能繁母猪的存栏环比为-0.60%。根据涌益咨询，2023年2月能繁母猪存栏环比-1.84%，降幅有所扩大。(2)母猪产能效率提升，2023年供给充足。

根据钢联数据，截至 2023 年 2 月末，能繁母猪存栏中，二元母猪占比 92.4%。2022 年 4 月开始，能繁母猪中二元母猪的占比提升至 90%以上。同时，能繁母猪存栏量环比从 2022 年 5 月份开始转正，对应 2023 年 3 月份以后的生猪出栏。截至 2023 年 2 月，能繁母猪存栏 4343 万头，较 4 月份低点累计增长 4%。因此，我们认为 2023 年生猪供给整体较为充足。

从历史股价来看，猪价低位时，生猪养殖板块具有较高的安全边际。当前生猪价格持续在盈亏平衡线以下，叠加疫病的影响，行业产能或将进一步去化，支撑中长期生猪价格。当前生猪养殖板块估值较低，建议积极关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧。

3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

陈成 S0630522080001

伍可心 S630522120001

三月以来，大盘整体呈震荡下行走势，医药生物板块跑输大盘指数，仅中药等少数细分板块表现相对活跃。三月初医保局对全年集采任务做出部署计划，集采品种覆盖面逐步扩大，第八批国采开标，平均降价 56%，总体符合预期；中成药全国集采也正式启动，包含了 42 种中成药；市场对集采预期已相对充分，政策影响进一步弱化。当前我国医改已进入深水区，多个统筹地区逐步实现 DRG/DIP 支付方式改革实际付费，目前医保基金累计结余约 4.3 万亿，维持良好支付能力，为创新药械提供了支付空间。政策方面，三月国务院印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》，中医药行业的政策支持力度再次得以提升，中药传承创新与高质量发展有望进一步加速；卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录(2023 年)》的通知，大型医用设备配置管制进一步放宽，利好国产医疗设备的加速放量；国务院印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，对于社会办医的支持态度也进一步明确。当前已进入年报密集披露期，一季报也将陆续披露，建议密切关注上市公司的业绩边际变化，积极布局基本面稳健向上的细分领域优质个股。建议重点关注创新药链、特色器械和消费医疗相关细分板块及个股。

创新药链：创新药板块持续调整低迷已近 2 年时间，各种利空因素得到充分释放，板块整体估值处于近 5 年低位。去年下半年以来，国家陆续发布多个政策文件，明确对创新药的鼓励支持。近期辉瑞公司以 430 亿美元的价格收购西雅图基因，西雅图基因全球 ADC 领域的领先企业，此次收购为近年来全球医药市场的重磅事件，充分显示全球大型药企对新技术新管线的重视和投入。国内创新药企业也一直在 ADC 等热门靶点领域加强投入，部分研发进展处于国际领先地位。重点关注资金实力雄厚，研发管线丰富，商业化能力较强，国际化布局领先的相关创新药企。建议关注：贝达药业、荣昌生物等。

特色器械：医疗器械设备领域利好频出，从财政贴息贷款、创新器械不纳入集采，以及此次大型医用设备配置许可进一步放开，一系列利好政策推动医疗新基建的加快布局。后疫情时代，随着基层医疗设施的加快完善，分级诊疗相关配套政策的持续推进，在国产替代的大背景下，建议重点关注大型医疗设备和高端特色器械耗材相关上市公司。建议重点关注：联影医疗、开立医疗等。

消费医疗：常规医疗服务消费持续恢复向好。药店纳入统筹后，医保药品可及性与参保人员购药便利性进一步提升，处方外流、双通道、DTP 药房等逻辑将持续兑现，目前公立医院药品销售仍占药品销售终端 60%以上的份额，处方外流将为零售药店行业进一步打开天花板，药店龙头有望抓住契机，在发挥自身龙头优势的同时，不断提升专业化药事服务能力而持续受益，我国药店连锁化率将进一步提升。中药板块，作为国家重点扶持的战略产业，

一系列政策的出台，推动行业进入新的快速发展期，重点关注品牌知名度高的 OTC 中药企业。建议重点关注：老百姓、华润三九等。

3.5.TMT

——分析师：周啸宇 S0630519030001

消费电子：AI 赋能消费电子趋势明确，关注消费电子景气拐点。1) 短期来看，经历一年多下游终端去库存，部分消费电子品类库存陆续减少，逐步回归至健康水平。随着下半年消费电子迎来传统旺季，消费电子产业有望从去库存逐渐转向补库存，2023 年 Q2 后消费电子需求附属形势逐渐明朗，静待行业需求拐点。2) 中长期来看，每轮消费电子的景气周期主要是由技术进步所引发的新需求所驱动。3 月 23 日，OpenAI 宣布开放 ChatGPT 的联网限制并引入第三方插件平台的生态，首批接入的插件包括 Expedia, OpenTable, Slack, Shopify 等，涵盖出行、点餐、购物、办公、编程等多种场景。后续随着插件生态的完善，未来下游消费电子的应用场景和想象空间将被极大丰富，通过接入 ChatGPT 或文心一言等大语言模型的 API 接口，智能音箱、智能家居、智能手机等终端电子产品的用户体验有望在 AI+ 的赋能下被重新定义。3) 从行业估值来看，当前消费电子(申万)PE26.8 倍，显著低于行业历史中位数和平均数，估值筑底修复确定性较强。一方面，消费电子临近行业景气拐点，消费复苏在即。另一方面，“AI+”时代赋能估值重塑，创新预期提振板块估值。

面板：大尺寸液晶面板价格持续回升。自 2 月下旬以来，大尺寸 LCD 面板价格已开始明显回暖，WitsView 3 月 21 日的最新数据显示，65 寸/55 寸/43 寸/32 寸 TV 面板价格为 120/88/52/30 美元，较 3 月上旬上涨 5.3%/3.5%/2.0%/3.4%。显示器和笔记本面板价格则自 2 月以来一直维持稳定，价格有望正式筑底企稳。从供给端来看，随着日韩退出 LCD 争夺，我国面板厂商凭借高世代线产能占据着主导位置，控产控价能力开始显现。从需求端来看，我国消费逐步回暖叠加下游品牌厂商开始备货 618，我们预计大尺寸 LCD 面板将延续价格增长的态势，IT 面板也将逐步回暖，面板厂商的利润水平也会随之改善。建议持续关注 LCD 龙头京东方 A 和 TCL 科技。

3.6.高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

3.6.1.家电：关注空调及清洁电器品类

空调内销排产增长，出口成本压力缓解。国内市场，去年线下门店面临较大压力，渠道囤货意愿不足；同时，年中高温催化需求集中释放，导致行业库存水平进入相对低位。据产业在线调研，2022 年底我国家用空调行业库存为 1,864.2 万台，同比下降 8.2%。今年，在线下终端复苏的预期下，厂商及渠道皆有较强意愿在旺季前适当增加备货。据奥维云网调研，2023 年 4 月空调内销排产 1,003 万台，同比增长 34.3%。出口方面，家用空调 4 月排产量为 738 万台，同比增长 6.8%。展望后市，虽然复杂的国际形势可能为空调需求带来不确定性，但海运价格走弱、大宗原材料价格回落等因素有利于空调企业利润改善。**白电市场竞争格局较为稳定，格力电器等龙头企业业绩具有韧性，当前估值较低，可考虑予以关注。**

扫地机性价比有望提升，洗地机维持高景气。据奥维云网，截至 2023 年第 13 周，扫地机行业线上零售均价回归至 3000 元以内，但累计销额、销量同比下滑 14.8%、16.8%。不过对于扫地机品牌来说，最重要的销售节点还是在“618”及“双十一”，一季度在全年中的销售占比有限，仍需进一步观察。近期科沃斯、石头科技均发布新品，功能升级但性价比

凸显。2023 年头部品牌的降价策略，有考虑到原材料价格趋稳、公司层面降本等因素，预计是在维持合理盈利能力基础上的降价，而非激烈的价格战。展望行业短期的产品迭代趋势，部分品牌可能会聚焦于旗舰产品的微迭代，改变以往追求基站功能“大而全”的策略，针对不同需求进行选配模块的多样组合，丰富产品矩阵。洗地机品类，截至 2023 年第 13 周，奥维监测的累计销额、销量分别同比增长 28.2%、46.9%。

清洁电器头部品牌地位稳固。从扫地机竞争格局来看，科沃斯、石头仍为线上 TOP2 品牌，据奥维监测，今年以来累计销售额的份额约 60%。洗地机市场，添可虽然份额有所下降，但仍然稳居行业第一。预计今年的广告流量竞争有望趋缓，营销规划有望更加理性。综合以上，建议关注科沃斯、石头科技。

3.6.2.机械：通用自动化或将逐步复苏，工程机械出口有望维持高景气

通用机械：短期有望受益于制造业预期改善，长期国产替代趋势不改。2 月我国企事业单位中长期贷款延续强势表现，显示出企业端对经济复苏的信心。今年，加大制造业投资支持力度仍是扩大内需的重要措施之一，设备升级、国产替代仍是推动通用机械行业发展的主要逻辑。建议关注：国产减速机龙头国茂股份、数控刀具厂商欧科亿、数控机床板块。

机器人：行业空间广阔，国产工业机器人及零部件龙头稳步发展。《“十四五”机器人产业发展规划》指明了行业目标：到 2025 年，我国成为全球机器人技术创新策源地，机器人产业营业收入年均增速超过 20%，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番。长期来看，机器人行业市场前景可期。据产业研究机构高工机器人测算，2023 年我国工业机器人行业销售增速有望达到 20%-25%之间；其中，年销量破万台的国产厂商数量有望达到 5 家。建议关注：机器人本体制造商埃斯顿、谐波减速器技术实现突破的绿的谐波、多元化发展的拓斯达。

工程机械内销仍待观察，出口有望维持高景气。短期来看，工程机械工业协会对 2023 年 3 月挖掘机内销量的预期较为谨慎。出口方面，头部企业将深化全球化布局，海外收入占比有望进一步提升，平滑整体收入的周期波动。成本方面，海运费的压力有所缓解，利于企业利润率修复。建议关注：零部件龙头恒立液压、主机厂三一重工及徐工机械。

3.6.3.汽车：新能源乘用车景气复苏；重卡步入上行周期

乘用车：国内市场逐步恢复、海外出口快速增长。(1) 国内市场：今年以来全国多地相继推出购车补贴、汽车消费券、限牌城市增加指标等优惠政策，在燃油车购置税减半、新能源汽车购置补贴等政策退出后继续促进汽车消费。年初继特斯拉国产车型调整价格后新能源汽车普遍降价，而随着下半年排放标准切换临近，国六 a 车型通过降价主动去库存，行业价格战趋于激烈。近期理想、腾势、领克、零跑、哪吒、坦克等车企相继推出保价政策，有望缓解消费者观望情绪，改善汽车销量表现。乘联会预计，3 月狭义乘用车零售 159 万辆，同比持平，环比+14.5%。(2) 海外出口：乘用车出口销量维持快速增长，尤其是俄罗斯、墨西哥、中东等地区今年以来增长显著。国内零部件供应链完善、响应速度快，整车竞争力不断提升，而在电动化趋势下，国内车企更有望接力特斯拉上海工厂，凭借技术和供应链上的先发优势在新能源汽车领域持续塑造全球竞争力。

新能源车回归渗透率提升趋势，关注电动智能化、轻量化等主线。乘联会预计，3 月新能源乘用车零售 56 万辆，同比+25.8%，环比+27.5%，渗透率 35.2%。1-3 月零售渗透率分别为 25.7%、31.6%、35.2%，年末需求透支的影响减弱，回归渗透率提升趋势。新能源汽车仍为乘用车市场主要增长点，受益于电动化趋势下的智能化、轻量化需求，汽车零部件配置不断提升，关注电动智能化主线的线控制动、域控制器、空气悬架等细分赛道；轻量化主线的铝合金底盘车身结构件、一体化压铸等。而从下游市场来看，国内新能源乘用车市场自

去年下半年以来延续分化态势，竞争格局有望持续向具备技术优势、车型竞争力较强的生产商集中，可持续关注与比亚迪、理想、特斯拉等深度合作的零部件供应商。

商用车：重卡市场步入上行周期，持续关注整车、动力系统、后处理等环节。节后重卡市场回暖显著，2月销量达6.8万辆，同比+15%，实现同比增速由负转正，预计3月销量仍然乐观。随着市场逐步走出前期销量透支影响，叠加下游需求改善、国四车辆淘汰逐步推进，国内重卡销量回归上行周期，同时重汽等厂商海外出口维持高景气，全年销量有望实现85-90万辆水平，对应30%以上同比增速，明后年销量有望进一步提升至110万辆、130万辆。可持续关注重卡产业链上整车、动力系统、后处理等环节。

3.7.金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

银行：对下阶段板块行情保持乐观

3月银行指数延续2月弱势，主要是由于现阶段复苏逻辑钝化。此外，受新发因素影响，板块结构分化。国有银行和低估值股份行涨势较好，其他中小银行走弱。一方面，国有银行和低估值股份行与中国特色估值体系有一定交集，这些银行ROE有优势，但估值水平更低。另一方面，美国多家区域性银行流动性风险暴露抑制了市场对中小银行的风险偏好。

我们对下阶段银行板块的行情保持乐观。原因在于：季报季临近，一季度资产质量和净息差不确定性对行情的压制进入尾声；美欧银行业风险明显收敛，担忧情绪趋于缓和。我们看好发达地区中小银行，理由包括：1) 资产质量受益区域经济，好于同业；2) 信贷投放向市场化回归，利于下沉市场竞争秩序修复；3) 受益于资产质量与较快规模增长，业绩增速有望保持领先。建议重点关注：宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行。

4.风险提示

(1) 房地产市场风险。若各地政策推动仍无法拉动购房预期的回升，后续仍会影响房地产投资的回升。

(2) 国内政策落地不及预期，可能导致市场信心无法顺利恢复，进而影响经济的内生性增长。

(3) 地缘政治事件导致通胀再次上升，引发海外货币政策超预期紧缩，进而出现全球经济衰退甚至萧条风险。

(4) 中美关系的不确定性。美国进一步对国内高科技产业进行打压，导致相关产业供应链产生风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089