

行业比较专题——中观景气研判

——策略深度报告

2023 年 04 月 14 日

投资要点:

- **PMI 持续上行, 工业生产处于扩张态势:** 3 月我国 PMI 为 51.9, 自 2022 年 12 月来低位大幅提升 4.90pct, 已经连续三个月位于荣枯线上, 预计二季度将维持高位运行。从各行业 PMI 看, 3 月服务业 PMI/建筑业 PMI 环比提高 1.30pct/5.40pct, 且都保持在荣枯线之上。我国经济恢复势头向好, 有望带动企业盈利能力扩张。从工业产出看, 规模以上工业增加值增速触底反弹。2 月规模以上工业增加值累计同比回升至 2.40%, 生产缓慢扩张, 行业景气度有望继续改善。
- **内需持续改善, 成为稳增长重点:** 2 月固定资产投资完成额/社会消费品零售总额分别累计同比增长 5.50%/3.50%。投资方面, 基建投资继续发力, 今年前两月基建投资增速达 12.18%。在“稳增长、扩内需”主基调下, 我国内需有望继续扩张, 投资保持稳定增长, 消费需求逐渐复苏。外贸方面, 3 月出口总值/进口总值当月同比分别上涨 14.80%/下跌 1.40%, 出口总值经历 5 个月下行后显著回升, 贸易差额同比回升。随着基数走低, 后续外贸运行情况有望改善。
- **宏观流动性维持充裕, 融资需求加速回暖:** 3 月广义货币 (M2) 同比增长 12.7%, 增速维持高位运行。较为宽松的货币环境仍对 M2 形成一定支撑, 预计二季度 M2 增速将处于相对高位; M1 同比增速放缓至 5.1%, 增速环比 2 月降低 0.7 个百分点。M2 与 M1 间剪刀差再度走阔至 7.6pct, 货币活性有待提高。预计随着经济向好, 企业信心逐步修复, M2-M1 剪刀差有望收窄。
- 3 月社会融资规模存量增速环比上行 0.1pct 至 10.00%, 人民币贷款同比增速环比上行 0.2pct 至 11.70%。分结构看, 3 月新增信贷 3.89 万亿元, 同比多增 7600 亿元, 新增中长期贷款 2.70 万亿元, 同比多增 9865 亿元。其中居民部门中长期贷款增加 6348 亿元, 居民购房意愿回暖, 与 3 月地产销售数据改善表现一致; 伴随经济活动活跃度提高, 企业投融资需求扩张, 企业部门中长期贷款增加 2.07 万亿元, 同比多增 7252 亿元。经济增长重回新稳态下企业融资需求有望继续回升, 预计二季度信贷增长保持强势。
- **消费需求释放, 提振下游行业景气度:** 上游行业中, 仅基础化工与有色金属 2022 年盈利预测增速均为正, 2023 年上游行业净利润增速预期增速均超过 50%, 其中有色金属行业受基建投资增速继续上行、新能源产业链持续高景气影

分析师: 于天旭

执业证书编号: S0270522110001

电话: 17717422697

邮箱: yutx@wlzq.com.cn

研究助理: 宫慧菁

电话: 020-36653064

邮箱: gonghj@wlzq.com.cn

相关研究

行业景气度观察之下游行业

交投热情升温, 成长仍为短期主线

行业景气度观察之周期行业

响，行业盈利预期较乐观。中游行业中，电力设备 2022 年预计净利润增速达 159.2%，但预计 2023 年景气度有所下修，增长斜率趋缓。下游行业中，农林牧渔、商贸零售、纺织服饰、社会服务等行业 2022 年预期净利润增速均超过 100%，居民消费需求有序复苏，消费领域维持高景气。此外，传媒、计算机、电子、通信等 TMT 领域受益于数字经济发展，驱动产业链高速增长。周期行业中，地产修复进程向好，2023 年净利润增速预期为 78.7%，景气度继续边际改善。预计随着房地产行业悲观预期修复，同时社融增速回升，银行未来资产质量有望同步改善，银行业净利润预期同步大幅增长，2023 年预期净利润增长 426.4%。非银金融、建筑装饰盈利增速出现不同程度上升。

- 2022 年预测盈利增速较高的高景气板块中，中游行业中的电力设备及下游行业中的家用电器 2022 年预测盈利增速相较 9 月底边际变动幅度不大，景气程度维持高位；上游行业中的基础化工、有色金属均较 2022 年底盈利增速有所下调，景气程度边际转弱。下游行业中的社会服务、商贸零售等行业受消费恢复不及预期，居民消费意愿疲弱影响，相较 2022 年末盈利增速预期边际下降。
- 2023 年预测盈利增速较高的高景气板块中，上游行业中的石油石化，中游行业中的交通运输，下游行业中的社会服务、商贸零售等消费相关板块，通信、传媒、计算机等数字经济相关板块相较 2022 年末盈利增速明显上修，市场对 2023 年消费、出行链条恢复信心增强，对数字经济板块表现较为期待。
- **下游及周期行业景气度改善明显，上游与周期更具配置性价比：**截至 3 月末，钢铁、建筑材料、电子、计算机、传媒、通信、美容护理、房地产板块估值历史分位数水平提升幅度较大，均提升超过 15 个百分点。从行业分布来看，下游和周期行业受终端需求回升、政策支持等利好因素提振，估值提升幅度相较上游与中游行业更大，景气度改善更为明显。
- **风险因素：**国内经济基本面表现不及预期；地缘政治冲突；海外需求萎缩。

正文目录

1 经济恢复势头向好	5
1.1 PMI持续上行，工业生产处于扩张态势	5
1.2 内需持续改善，成为稳增长重点	6
2 宏观流动性维持充裕，融资需求加速回暖	6
3 中观景气之行业比较指标	7
4 中观景气之业绩观察	18
4.1 各行业盈利情况	18
4.2 各行业盈利增速预测	19
5 当前行业估值观察	22
6 风险提示	23
图表 1: 制造业 PMI (%)	5
图表 2: 服务业 PMI、建筑业 PMI (%)	5
图表 3: 规模以上工业增加值:累计同比 (%)	5
图表 4: 固定资产投资完成额、社会消费品零售总额及基础设施建设投资累计同比 (%)	6
图表 5: 进、出口总值同比 (%) 及进出口差额 (亿美元)	6
图表 6: M1、M2 同比增速 (%) 及差值	6
图表 7: 社会融资规模存量增速同比 (%)	7
图表 8: 金融机构: 新增人民币信贷 (万亿元)	7
图表 9: 上游行业景气变化情况一览	8
图表 10: 南华期货:工业品指数 (点)	8
图表 11: 期货结算价(活跃):螺纹钢:周:平均值(元/吨)	8
图表 12: 期货结算价(活跃):铁矿石:周:平均值 (元/吨)	8
图表 13: SHFE 铜、铝、锌、镍、锡、铅价格 (元/吨)	9
图表 14: COMEX 黄金白银期货结算价(美元/盎司)	9
图表 15: 玻璃期货结算价 (元/吨) 与水泥价格指数 (点)	10
图表 16: 焦煤焦炭期货结算价 (元/吨)	10
图表 17: 现货价:WTI 原油:周:平均值(美元/桶)	10
图表 18: 库存:原油变化:实际值:周:平均值 (万桶)	10
图表 22: 中游行业中观景气变化	11
图表 19: 全国建材家居景气指数(BHI)	11
图表 20: 波罗的海运费指数:干散货(BDI)	11
图表 21: SCFI:综合指数	11
图表 22: 民航/铁路/公路客运量情况 (%)	12
图表 23: 动力电池产量:当月同比 (%)	12
图表 24: 光伏装机量:累计新增 (万千瓦)	13
图表 25: 风电装机量:累计新增 (万千瓦)	13
图表 26: 挖掘机开工小时数:中国当月同比 (%)	14
图表 27: 销量: 挖掘机/装载机/重型载货车:当月同比 (%)	14
图表 28: 下游行业景气变化情况一览	15
图表 29: 周期行业中观景气变化	15
图表 30: 国房景气指数	16

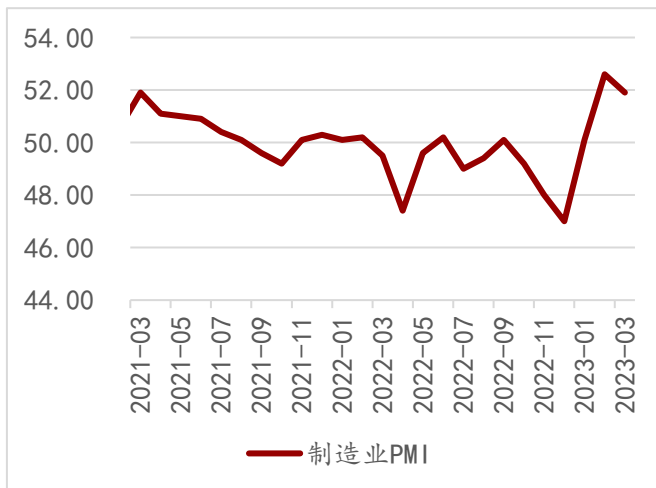
图表 31: 商品房销售面积:累计同比 (%)	16
图表 32: 房屋新开工面积:累计同比 (%)	16
图表 33: 房屋施工面积:累计同比 (%)	16
图表 34: 房屋竣工面积:累计同比 (%)	17
图表 35: 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比 (%)	17
图表 36: 固定利率同业存单到期收益率(AAA):1 年/6 月/3 月:周:平均值 (%)	18
图表 37: 沪深两市流通股换手率:当月环比 (%)	18
图表 38: 沪深两市: 股票日均成交金额 (亿元)	18
图表 39: 各行业扣非归母净利润增速	19
图表 40: 各行业 wind 一致盈利增速预期 (截至 3/31)	20
图表 41: 各行业盈利预测边际变动 (截至 3/31)	21
图表 42: 各行业当前 PE 估值与其估值分位数情况	23

1 经济恢复势头向好

1.1 PMI 持续上行，工业生产处于扩张态势

3月我国PMI为51.9，自2022年12月来低位大幅提升4.90pct，已经连续三个月位于荣枯线上，预计二季度将维持高位运行。从各行业PMI来看，对比2月，3月服务业PMI/建筑业PMI提高1.30pct/5.40pct，制造业PMI小幅回落0.70pct，相比2022年12月均低位大幅回升，且都保持在荣枯线之上，我国经济恢复势头向好，有望带动企业盈利能力扩张。从工业产出看，规上工业增加值增速触底反弹。2月规上工业增加值累计同比回升至2.40%，工业生产缓慢扩张，行业景气度有望继续改善。

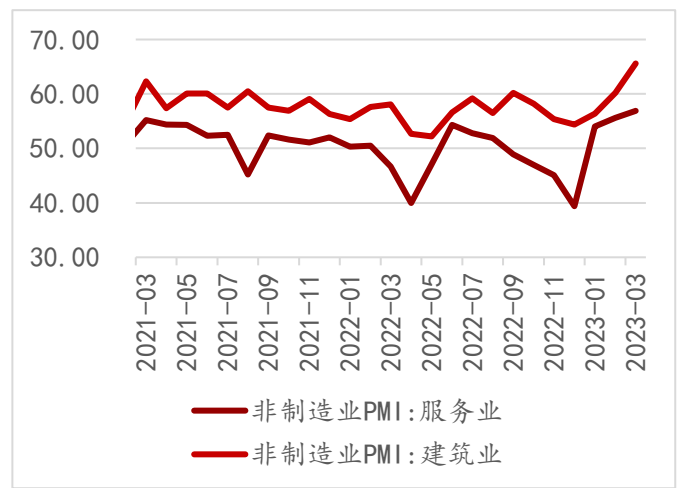
图表1: 制造业PMI (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

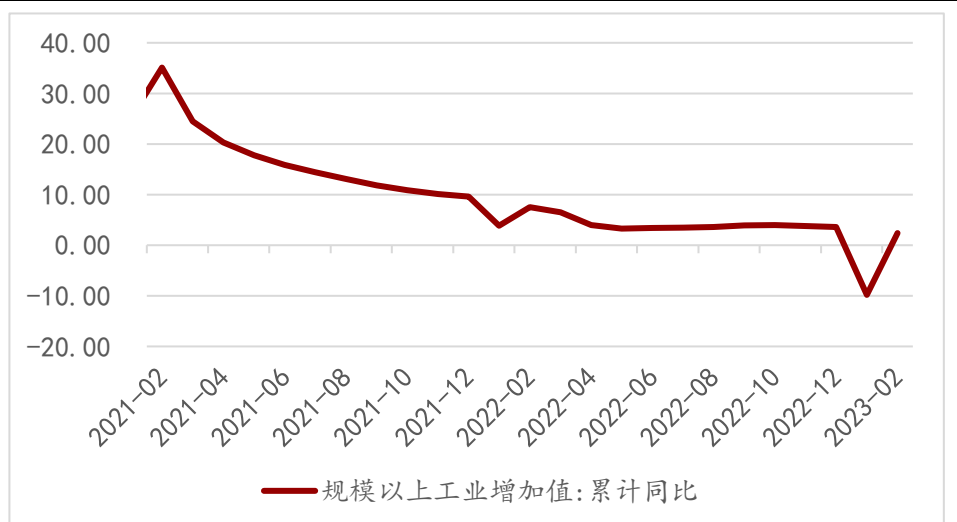
图表2: 服务业PMI、建筑业PMI (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

图表3: 规模以上工业增加值:累计同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

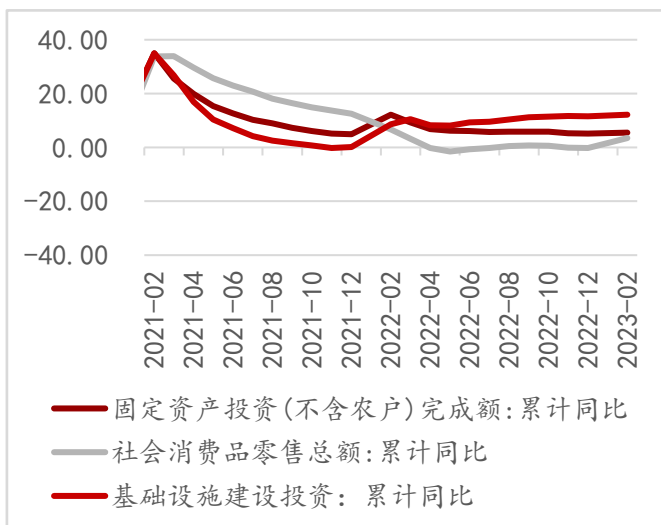
注: 数据截至2023年2月

1.2 内需持续改善，成为稳增长重点

内需方面，2月固定资产投资完成额/社会消费品零售总额分别累计同比增长5.50%/3.50%。其中社会消费品零售总额增速在2022年末大幅走弱后，今年低位回升。投资方面，基建投资继续发力，今年前两月基建投资增速达12.18%，较去年末继续提高0.66pct。在“稳增长、扩内需”主基调下，我国内需有望继续扩张，投资保持稳定增长，消费需求逐渐复苏。

外贸方面，3月出口总值/进口总值当月同比分别上涨14.80%/下跌1.40%，出口总值经历持续5个月下行后显著回升，同时，我国3月贸易差额为881.91亿美元，相比去年3月大幅上涨98.84%。随着基数走低，后续外贸运行情况有望改善。

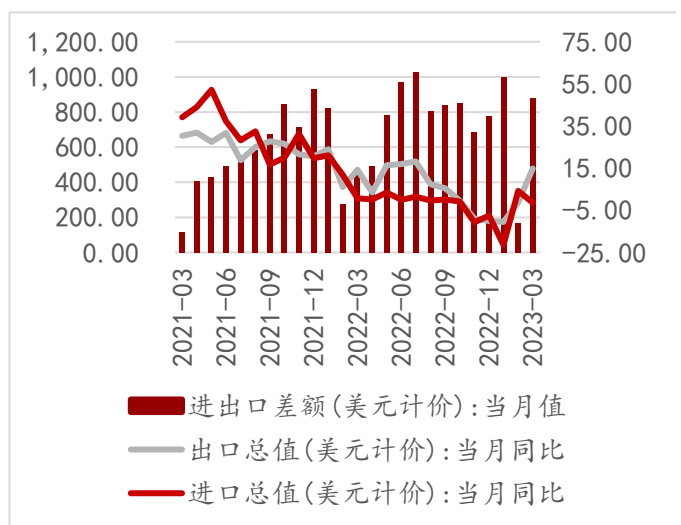
图表4: 固定资产投资完成额、社会消费品零售总额及基础设施建设投资累计同比(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年2月

图表5: 进、出口总值同比(%)及进出口差额(亿美元)



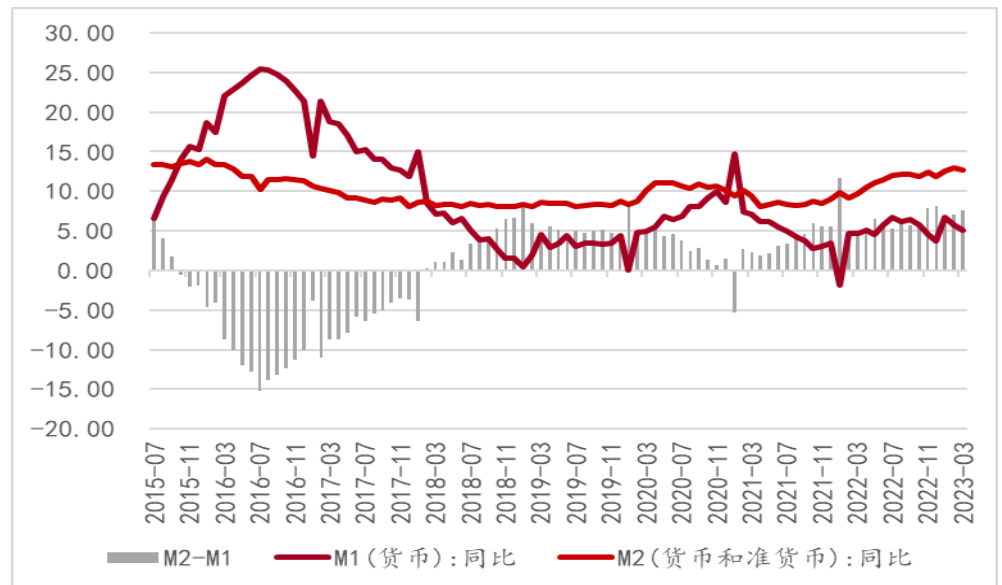
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月

2 宏观流动性维持充裕，融资需求加速回暖

3月广义货币(M2)同比增长12.7%，增速维持高位运行。较为宽松的货币环境仍对M2形成一定支撑，预计二季度M2增速将处于相对高位；M1同比增速放缓至5.1%，增速环比2月降低0.7个百分点。M2与M1间剪刀差再度走阔至7.6pct，货币活性有待提高。预计随着经济向好，企业信心逐步修复，M2-M1剪刀差有望收敛。

图表6: M1、M2同比增速(%)及差值

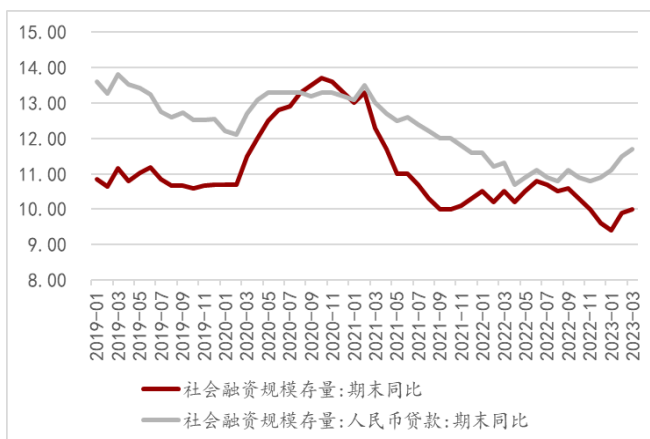


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年4月11日

3月社会融资规模存量增速环比上行0.1pct至10.00%，人民币贷款同比增速环比上行0.2pct至11.70%。分结构看，3月新增信贷3.89万亿元，同比多增7600亿元，新增中长期贷款2.70万亿元，同比多增9865亿元。其中居民部门中长期贷款增加6348亿元，居民购房意愿回暖，与3月地产销售数据改善表现一致；伴随经济活动活跃度提高，企业投融资需求扩张，企业部门中长期贷款增加2.07万亿元，同比多增7252亿元。当前地产链条边际修复基调确立，基建和制造业投资持续发力，经济增长重回新稳态下企业融资需求有望继续回升，预计二季度信贷增长保持强势。

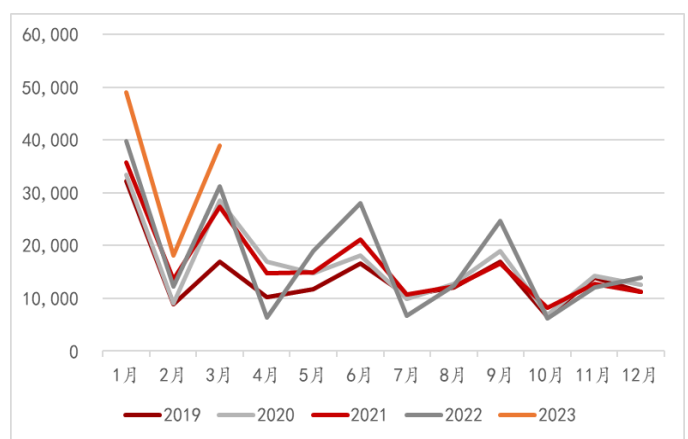
图表7：社会融资规模存量增速同比（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年4月11日

图表8：金融机构：新增人民币信贷（万亿元）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年4月11日

3 中观景气之行业比较指标

上游行业：农化制品方面，尿素期货价格维持震荡，化肥价格仍处低位。石油价格低位回升。近期房地产和基建均受政策提振，地产投资有所回暖，螺纹钢、铁矿石

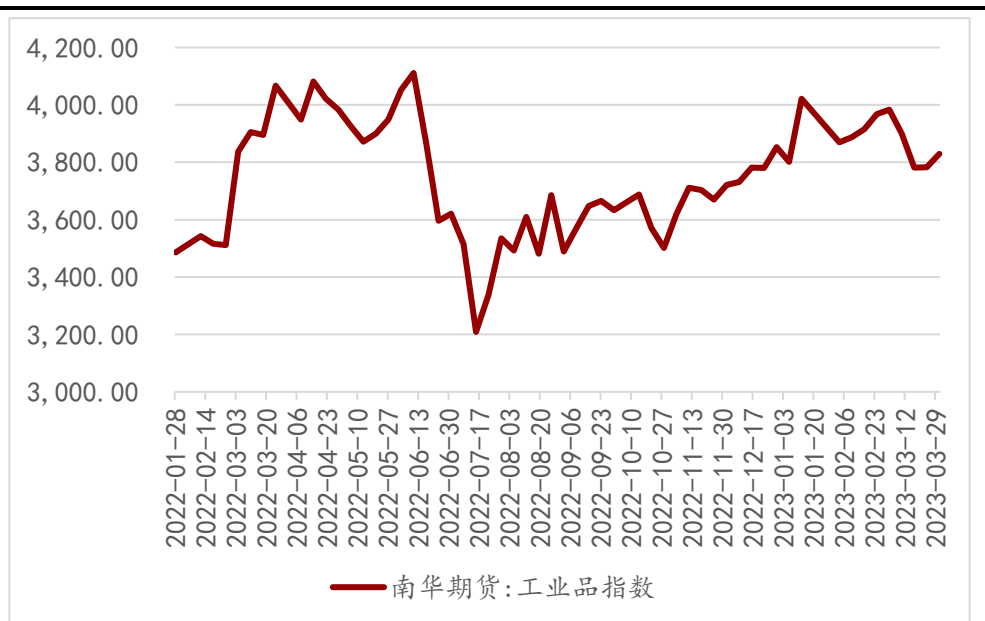
价格高位震荡，建筑材料整体震荡回升。工业金属价格普遍上涨，库存持续去化。贵金属方面，COMEX 黄金与白银价格连续三周上行，处于近一年来高位。

图表9: 上游行业景气变化情况一览

大类行业	细分板块	中观景气变化情况
基础化工	农化制品	尿素期货价格震荡，化肥价格仍处低位。
	化学原料	MDI 震荡下行，处于 2022 年初以来的下跌通道中，轻质纯碱指数震荡上行，南华工业品价格指数自 2023 年年初以来持续在历史高位震荡。
钢铁	钢材	螺纹钢价格延续震荡，螺纹钢社会库存连续五周下行。
	冶钢原料	铁矿石期货结算价格震荡回升。
有色金属	工业金属	工业金属价格回升，库存持续去化。
	能源金属	氢氧化锂与电池级碳酸锂价格持续震荡下行，处于 2022 年 12 月以来的下降通道中，电解钴价格低位震荡。
	贵金属	COMEX 黄金与白银价格均处于上升通道，连续三周上行，处于近一年来高位。
建筑材料	水泥	地产市场持续修复，建筑材料整体呈现震荡回升态势。
	玻璃	
煤炭	动力煤	动力煤较为平稳，秦皇岛煤炭库存低位回升。
	焦炭	焦炭期货价格微跌，维持震荡态势。
	焦煤	焦煤期货价格微跌，维持震荡态势。
石油石化	原油	原油库存降幅收窄，价格低位回升。

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表10: 南华期货:工业品指数(点)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

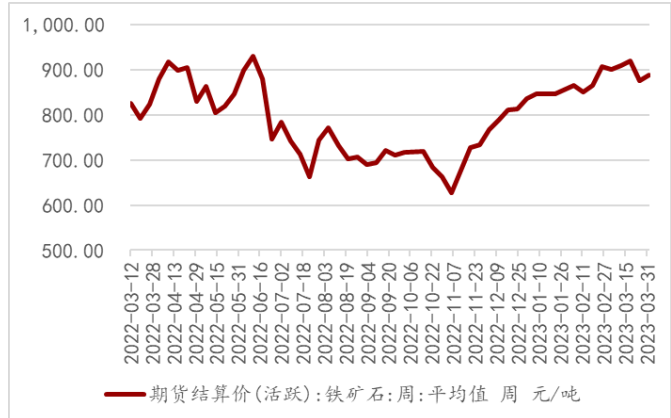
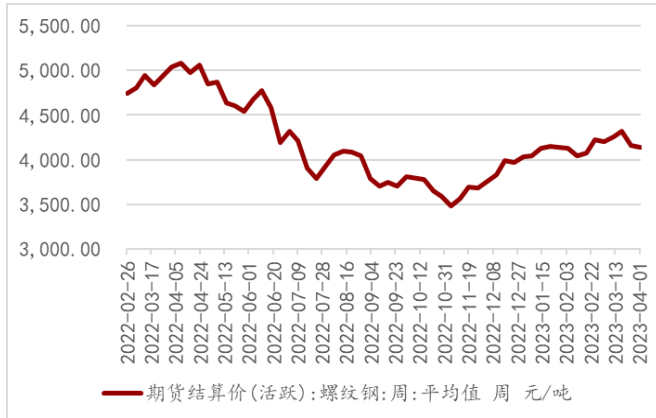
注：数据截至2023年3月31日

钢铁：价格方面，螺纹钢、铁矿石价格高位震荡。螺纹钢期货结算价格当周微幅下跌0.42%，仍较2022年11月低点回升超15%；铁矿石期货结算价格震荡回升，4月1日当周环比上涨1.45%。

图表11: 期货结算价(活跃):螺纹钢:周:平均值(元/吨)

图表12: 期货结算价(活跃):铁矿石:周:平均值(元/吨)

吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年4月1日

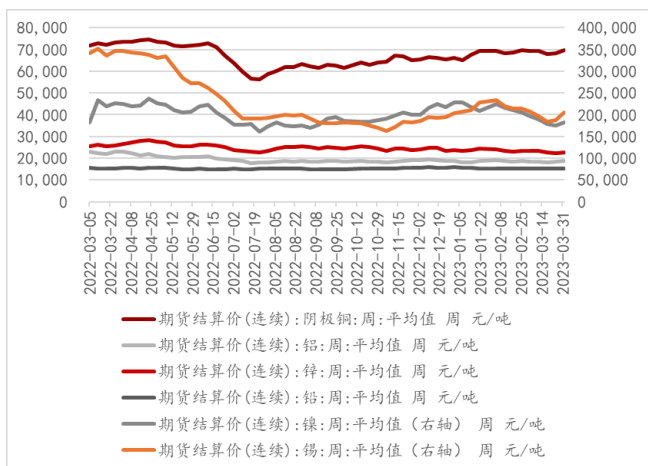
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年4月1日

工业金属: 价格方面, 截至4月1日, SHFE阴极铜价格当周上涨2.02%, 较2022年末上涨4.97%; SHFE铝、锌、镍、锡价格周涨幅分别为2.08%、1.24%、3.23%、8.92%, 均处于低位回升态势中; SHFE铅价格周小幅下跌0.33%, 表现较为平稳。

贵金属: COMEX黄金与白银价格连续三周上行, 处于近一年来高位。截至4月1日, COMEX黄金价格收报1979.14美元/盎司, 当周环比小幅上升0.43%, 较2月末上升8.03%; COMEX白银价格收报23.64美元/盎司, 当周环比上升3.25%, 较2月末上升10.18%。

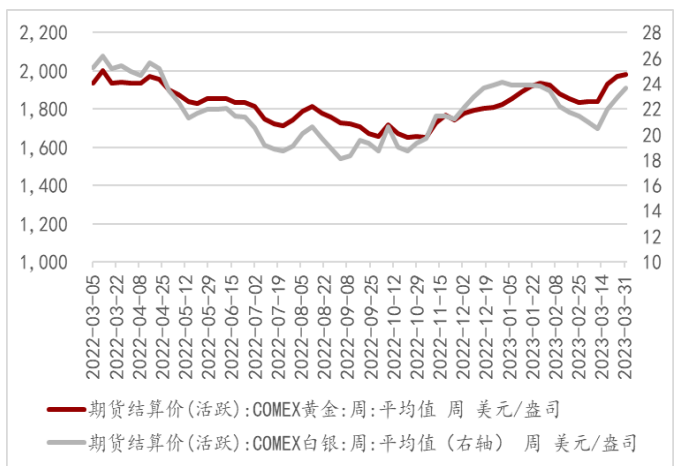
图表13: SHFE铜、铝、锌、镍、锡、铅价格(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年4月1日

图表14: COMEX黄金白银期货结算价(美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

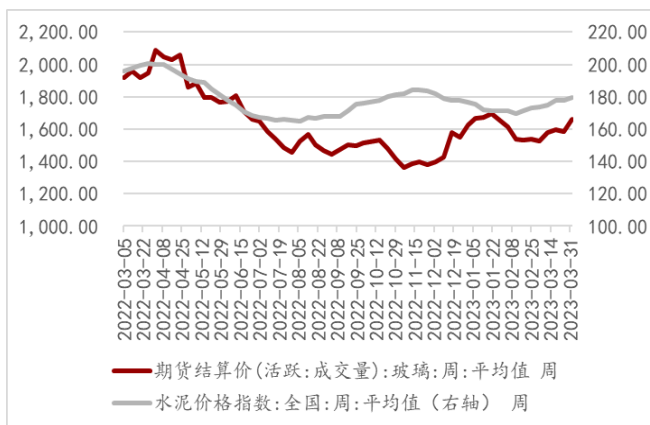
注: 数据截至2023年4月1日

建筑材料: 建筑材料价格整体呈现震荡回升态势。截至4月1日, 水泥价格指数震荡上行, 收报179.48点, 当周环比上涨较2月末上涨3.65%; 玻璃期货结算价格小幅震荡回升, 收报1659.80元/吨, 当周环比上涨4.55%, 较2月末上涨7.72%。

焦煤焦炭: 焦煤、焦炭期货价格微跌, 维持震荡态势。截至4月1日, 焦煤期货结算

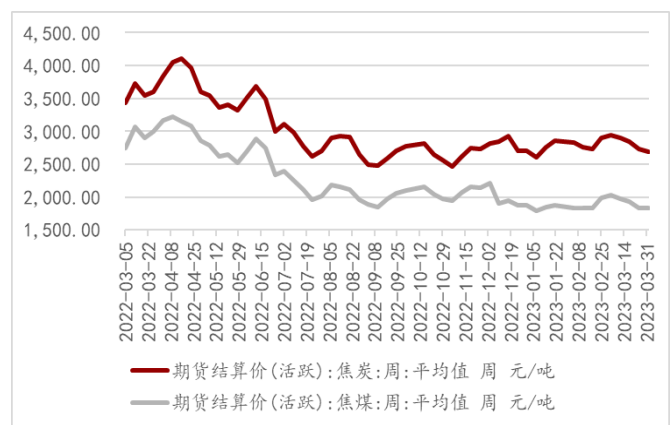
价格收报1834.10元/吨，当周环比下跌0.38%。焦炭期货结算价格连续4周下行，收报2695.80元/吨，当周环比下跌1.32%。

图表15: 玻璃期货结算价(元/吨)与水泥价格指数(点)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2023年4月1日

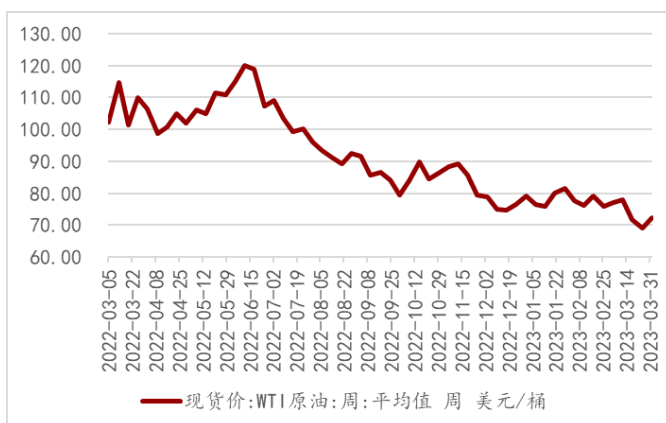
图表16: 焦煤焦炭期货结算价(元/吨)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2023年4月1日

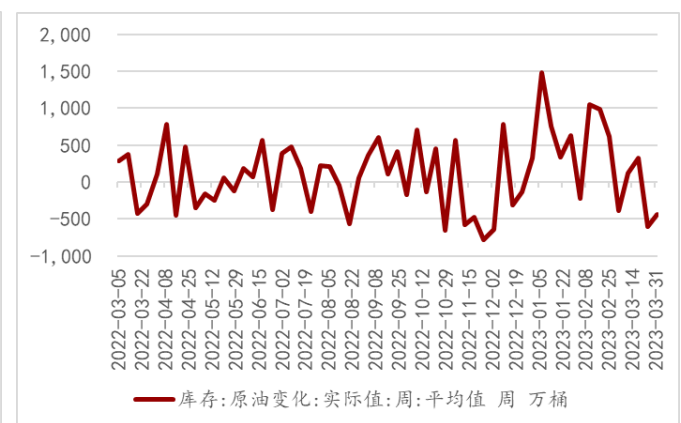
原油: 原油库存降幅收窄, 价格低位回升。截至4月1日, 原油方面, WTI原油现货价收报72.32美元/桶, 当周涨幅为4.73%。原油库存量当周减少434.60万桶, 较上周减少幅度有所收窄。

图表17: 现货价:WTI原油:周:平均值(美元/桶)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2023年4月1日

图表18: 库存:原油变化:实际值:周:平均值(万桶)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 数据截至2023年4月1日

中游制造: 家居方面, 家居建材需求修复, 消费复苏助推家具景气回升。航运方面, 3月以来散运、集运价格回升。散运需求复苏, 集运价格低位回升, 景气边际改善。客运方面, 民航、铁路客运量均明显增长, 公路客运量跌幅继续收窄。锂电方面, 2月动力电池产量继续增加, 材料价格回落, 成本端压力缓释。光伏方面, 2月光伏装机量同比大幅增加, 价格大幅下跌。风电方面, 2月装机量同比微增, 成本压力趋缓。机械设备方面, 2月各类专用设备销量及挖掘机开工小时均大幅走高, 机械设备行业景气度回升。

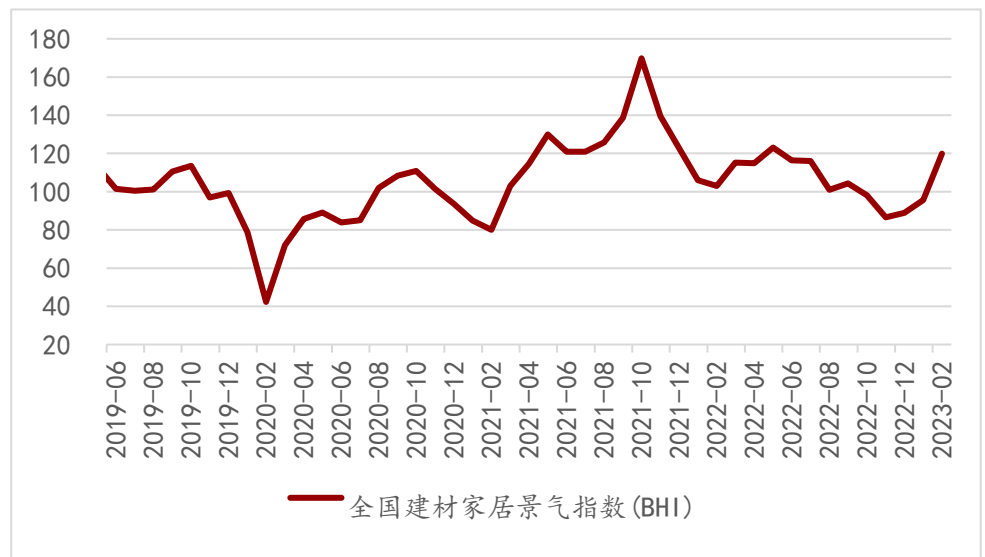
图表22: 中游行业中观景气变化

大类行业	细分板块	中观景气变化情况
轻工制造	造纸	纸浆价格保持稳定, 成本压力继续缓解。
	家居	家居建材景气度修复, 消费复苏助推家具景气回升。
交通运输	航运	3月以来散运、集运价格回升。散运需求复苏, 集运价格低位回升, 景气边际改善。
	物流	随着国内需求复苏, 3月物流快递回暖迹象显著。物流快递量环比上升。
	客运	出行回暖态势不改。民航、铁路客运量均明显增长, 公路客运量跌幅继续收窄。
电力设备	锂电	2月动力电池产量继续增加, 材料价格回落, 成本端压力缓释。
	光伏	2月光伏装机量同比大幅增加, 成本端价格小幅下跌。
	风电	2月装机量同比微增, 成本压力趋缓。
机械设备	专用设备	2月各类专用设备销量及挖掘机开工小时均大幅走高, 机械设备行业景气度回升。

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

家居: 家居建材景气度修复。1-2月全国建材家具景气指数较2022年四季度大幅提高18.16%。

图表19: 全国建材家居景气指数(BHI)



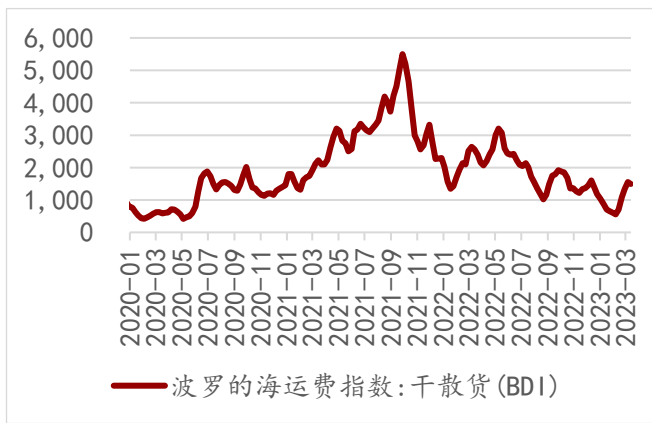
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

航运: 3月以来散运、集运价格回升。散运方面, 2023年一季度波罗的海干散货指数BDI整体水平相比2022年四季度下跌35.66%, 但3月指数呈现低位回升态势; 集运方面, 3月31日当周SCFI指数周环比上涨1.70%。整体而言, 散运需求复苏, 集运价格略有反弹, 景气边际改善。

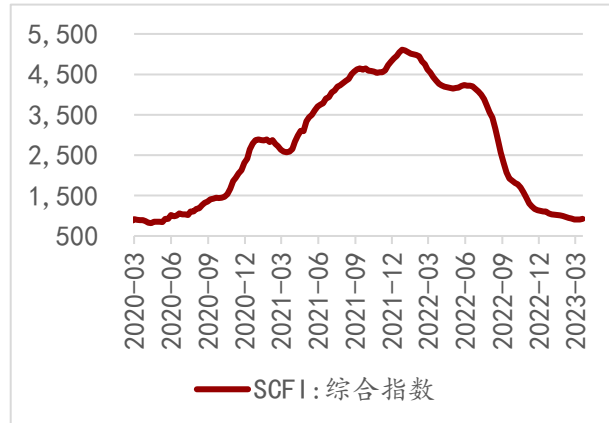
客运: 客运量继续回升。2月国内民航客运量当月同比增长36.10%; 2月公路客运量当月同比下跌2.30%; 2月铁路客运量当月同比增长43.30%; 民航、铁路客运量均优于2022年末, 公路客运量跌幅继续收窄。

图表20: 波罗的海运费指数:干散货(BDI) : 波罗的海综合指数



资料来源:同花顺,万联证券研究所

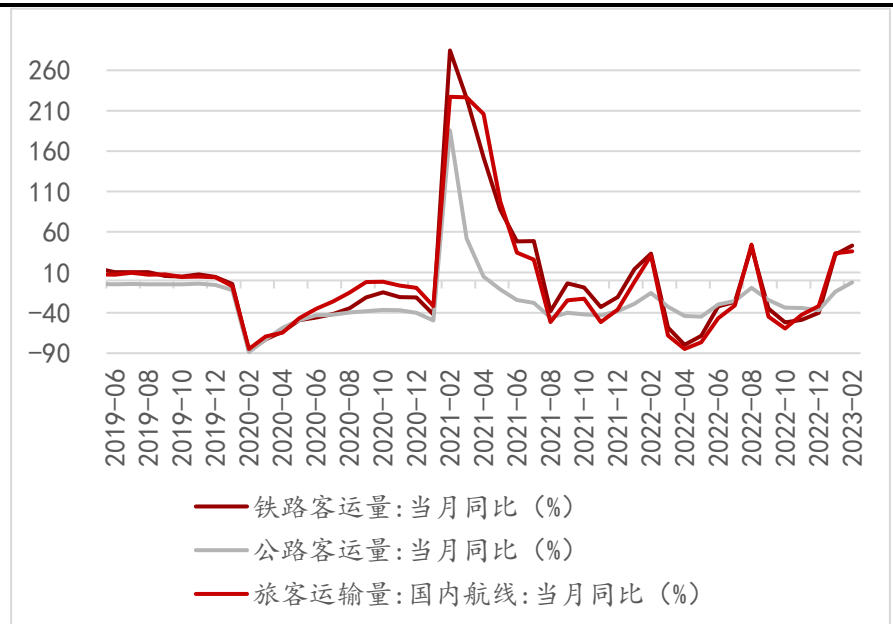
注:数据截至2023年3月31日



资料来源:同花顺,万联证券研究所

注:数据截至2023年3月31日

图表22: 民航/铁路/公路客运量情况(%)

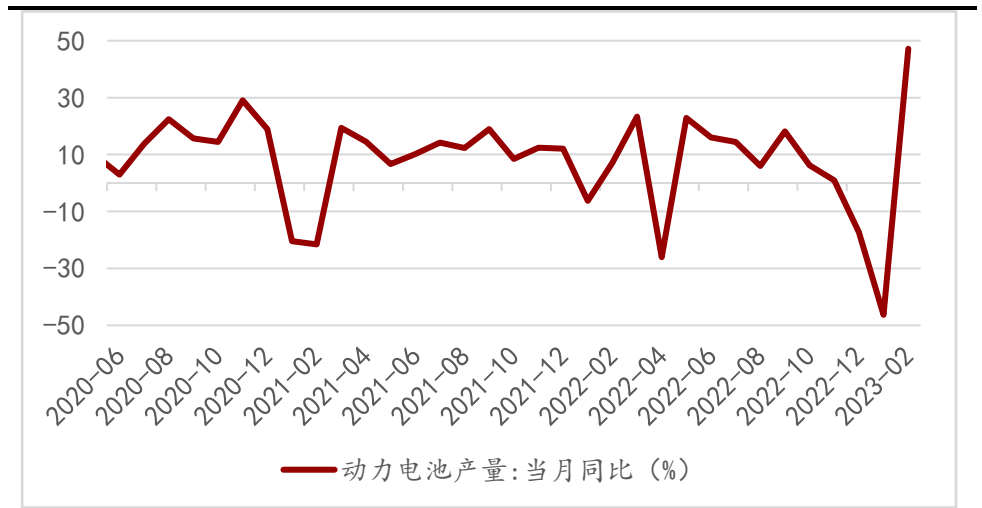


资料来源:同花顺,万联证券研究所

注:数据截至2023年3月31日

锂电: 2月动力电池产量继续增加,材料价格回落,成本端压力缓解。产量方面,2月动力电池产量当月同比上升47.15%。

图表23: 动力电池产量:当月同比(%)

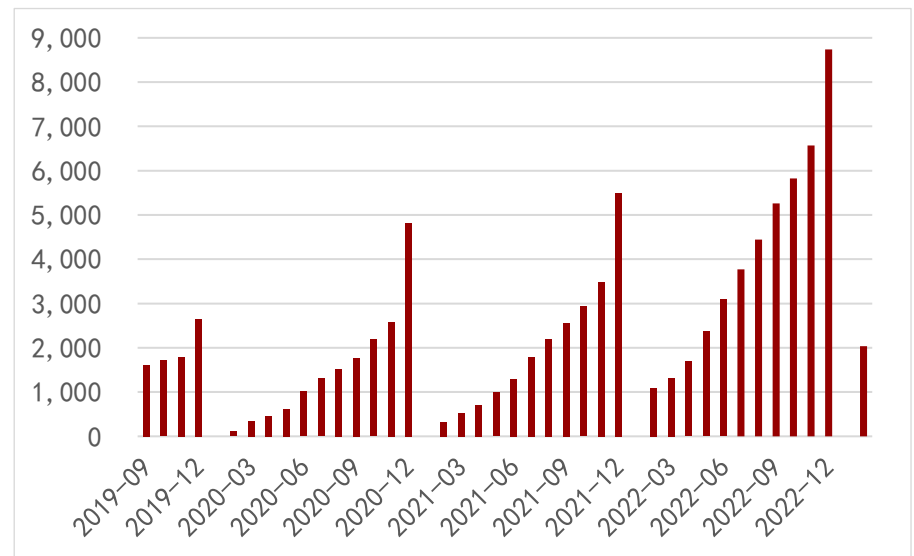


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

光伏: 2月光伏装机量同比大幅增加, 多晶硅价格小幅下跌。装机量方面, 2月光伏装机量同比大增87.57%, 政策支持叠加需求回暖是主因。

图表24: 光伏装机量:累计新增(万千瓦)

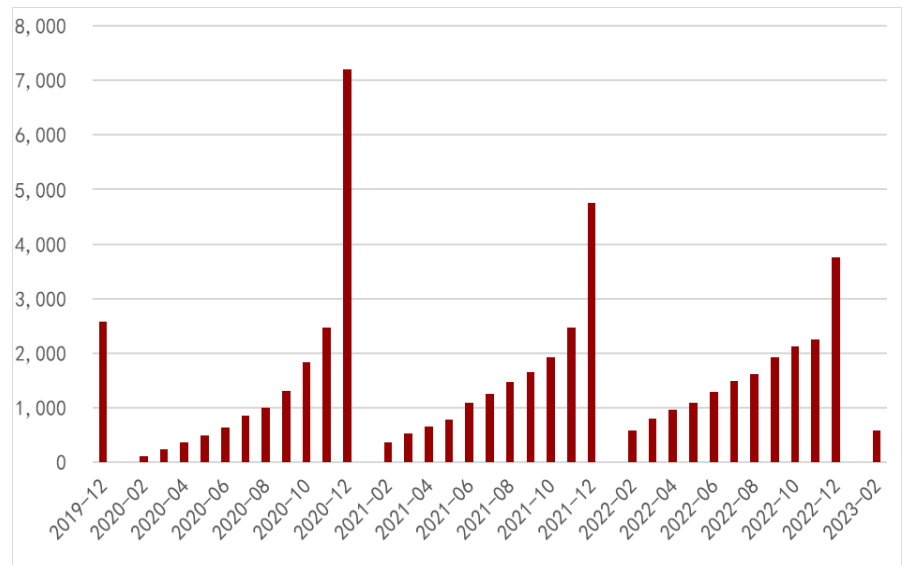


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

风电: 装机量方面, 2月风电装机量为584万千瓦, 同比增长1.92%。

图表25: 风电装机量:累计新增(万千瓦)



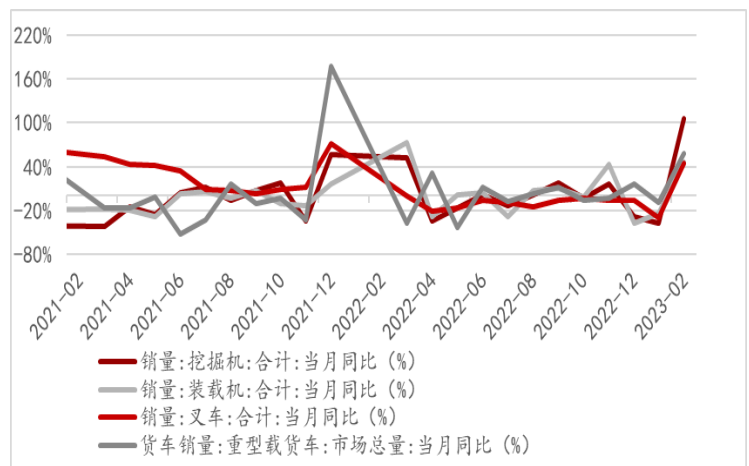
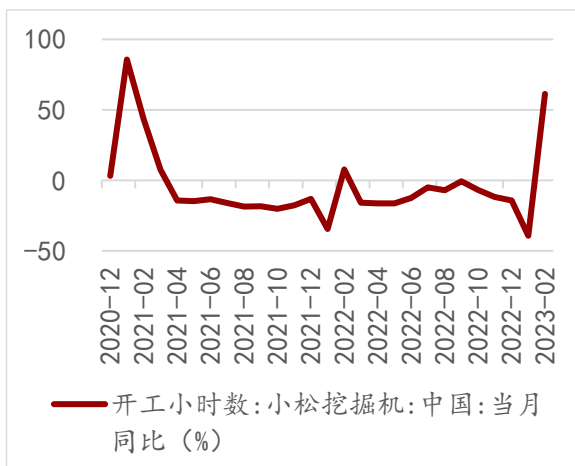
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

专用设备: 2月各类专用设备销量及挖掘机开工小时数均明显攀升, 机械设备行业景气度提高。2月挖掘机开工小时当月同比增长61.40%, 挖掘机销售量当月同比大幅增长105.40%。2月叉车、装载机、重型载货车销量分别同比增长45.00%、45.90%、58.52%。机械设备行业复苏势头向好。

图表26: 挖掘机开工小时数:中国当月同比 (%)

图表27: 销量: 挖掘机/装载机/叉车/重型载货车:当月同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

下游行业: 食品饮料方面, 高端白酒消费需求回落, 液态奶成本端压力释放。居民消费逐渐复苏, 带动汽车消费回暖, 3月新能源乘用车销量环比回升。2月餐饮收入回升, 旅游业景气度改善, 海南旅游消费价格指数自2月初低位缓慢回升, 预期旅游业景气水平将继续改善。全国电影票房收入与观影人次环比小幅回落。美容护理方面, 化妆品原材料丙三醇进口均价触底回升, 化妆品类与日用品类零售额同比增速提升。

图表28: 下游行业景气变化情况一览

大类行业	细分板块	中观景气变化情况
农林牧渔	肉禽养殖	鸡肉价格环比上涨, 处于近两年来高位。
	生猪养殖	3月生猪均价小幅下跌, 仔猪价格窄幅波动, 能繁母猪存栏量连续两月下跌。
	谷物	3月以来玉米、小麦、大豆价格略有回落。
	饲料	饲料价格仍处于年初以来的下跌通道。
	水产	3月养殖鱼类价格下跌, 贝类大宗价格走势分化。
	糖和棉花	棉花行情震荡下行, 成本端压力减小, 白糖价格上行压力较大。
电子	消费电子	微型电子计算机当月产量跌幅扩大; 手机产量累计同比增速延续下滑; 3月面板价格表现分化。
	半导体	2月半导体销售额延续2021年末以来的下行趋势; 存储景气度持续回落。
汽车	新能源车	3月新能源乘用车销量环比回升, 销售量持续高位运行。
	整车	地方补贴政策刺激汽车消费回暖。1月以来全钢胎开工率震荡上行。
家用电器	白色家电	白色家电销量整体平稳, 2月家电销售回暖。
食品饮料	白酒	高端白酒消费需求回落, 价格有所下滑。
	乳制品	成本端生鲜乳价格保持下降态势, 产量总体依旧稳定, 成本端压力释放。
纺织服饰	服装	纱线价格近期价格略有回落, 但仍处于震荡回升态势中。服饰销售需求向好。
医药生物	化学制药	维生素原料药价格部分回升, 抗生素价格总体维持稳定。
商贸零售	零售	RPI 同比增速低位反弹。2月社会消费品零售修复力度增强
社会服务	餐饮	2月餐饮收入回升, 累计同比增速回正。
	旅游	出行需求回暖, 海南旅游消费价格指数自2月初低位上扬。
计算机	软件开发	2月软件产业收入累计同比增速有所放缓。
	计算机设备	2月微型电子计算机与电子计算机产量同比跌幅扩大, 电脑整机价格指数表现较为平稳。
传媒	电影	4月2日当周全国电影票房收入与观影人次环比小幅回落。
通信	通信服务	2月中国移动与中国电信新增用户数均有不同程度增长。
	通信设备	2月程控交换机产量同比大增, 光缆、移动通信基站设备产量同比转负。
环保	环境治理	全国碳市场碳排放配额收盘价环比微跌, 成交量与成交额结束2月末以来的连续下跌趋势。
美容护理	化妆品	化妆品原材料丙三醇进口均价触底回升, 化妆品类零售额同比增速提升。
	个护用品	日用品类零售额同比增速提升。

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

周期行业: 地产方面, 国房景气指数缓慢改善, 地产销售/开工/竣工端数据好转。基建热度维持高位。2023年1-2月基础设施建设投资同比增长12.18%, 保持高位运行, 基建新开工提速见效, “稳增长”政策继续发力, 投资热度不减。金融方面, 固定利率同业存单利率回落, 宏观环境预期改善叠加情绪转暖, A股两市换手率两市换手率自去年11月高位回落后再度回升。

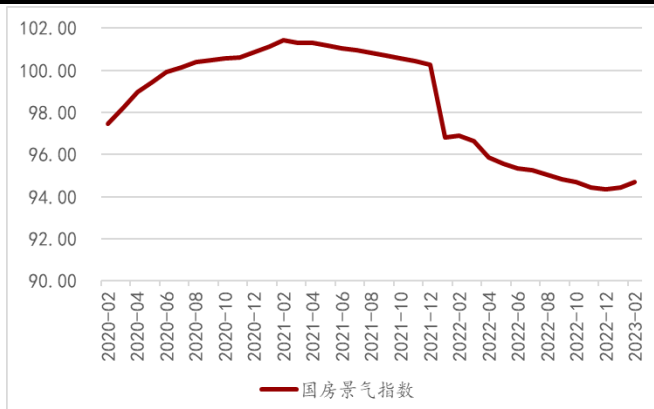
图表29: 周期行业中观景气变化

大类行业	细分板块	中观景气变化情况
房地产	房地产开发	国房景气指数缓慢改善，地产投资/销售/开工/竣工端数据明显好转。
建筑装饰	基础建设	2月专项债发行节奏较去年同期有所滞后，基建投资增速保持高位运行。
	房屋建设	平板玻璃产量同比跌幅加大，水泥产量跌幅收窄。
银行	银行	固定利率同业存单利率回落，1年期MLF维持低位。
非银金融	保险	宏观环境预期改善，去年四季度保单件数环比三季度大幅增加，保险金额延续上涨趋势。
	证券	A股交投情绪回暖，两市换手率自去年11月高位回落后再度回升。

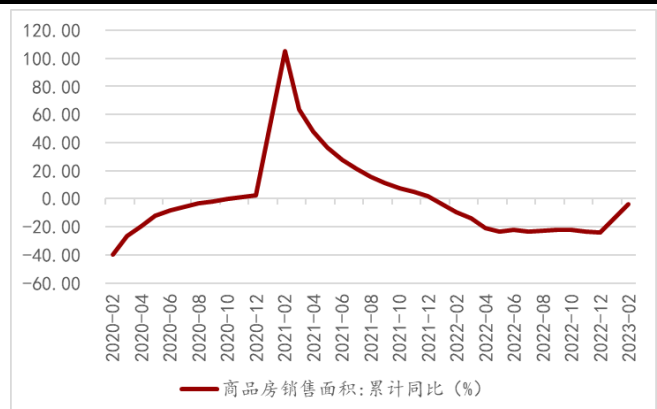
资料来源：同花顺，万联证券研究所

地产：国房景气指数缓慢改善，地产销售/开工/竣工端数据好转。2023年2月国房景气指数当月环比上升0.23%，处于缓慢改善趋势中。2023年1-2月商品房销售面积累计同比跌幅收窄至-3.60%，相比2022年12月大幅回升20.70pct，地产销售明显好转；2023年1-2月房屋新开工面积/房屋施工面积/房屋竣工面积累计同比分别为-9.35%/-4.40%/8.00%。受“保交楼”推动影响，房地产竣工端率先好转，同比增速回正，较2022年12月大幅提升23.00pct，开工端同比增速虽尚未转正，但较2022年12月提升30.00pct，改善幅度最大。

图表30：国房景气指数



图表31：商品房销售面积:累计同比 (%)



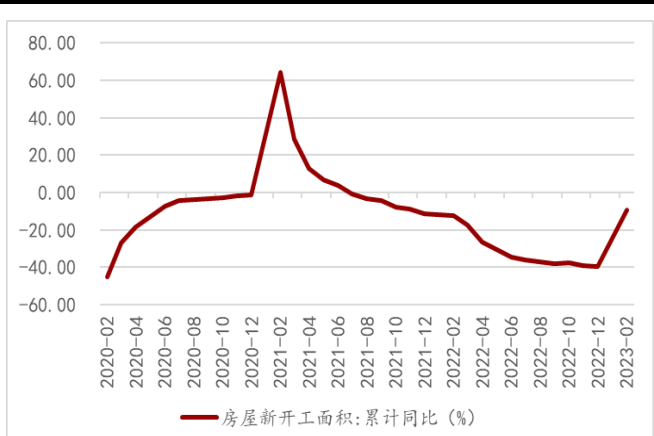
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

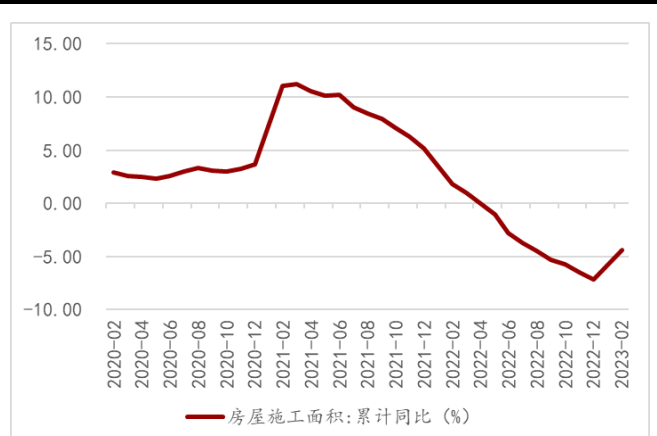
资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

图表32：房屋新开工面积:累计同比 (%)



图表33：房屋施工面积:累计同比 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

图表34：房屋竣工面积:累计同比（%）

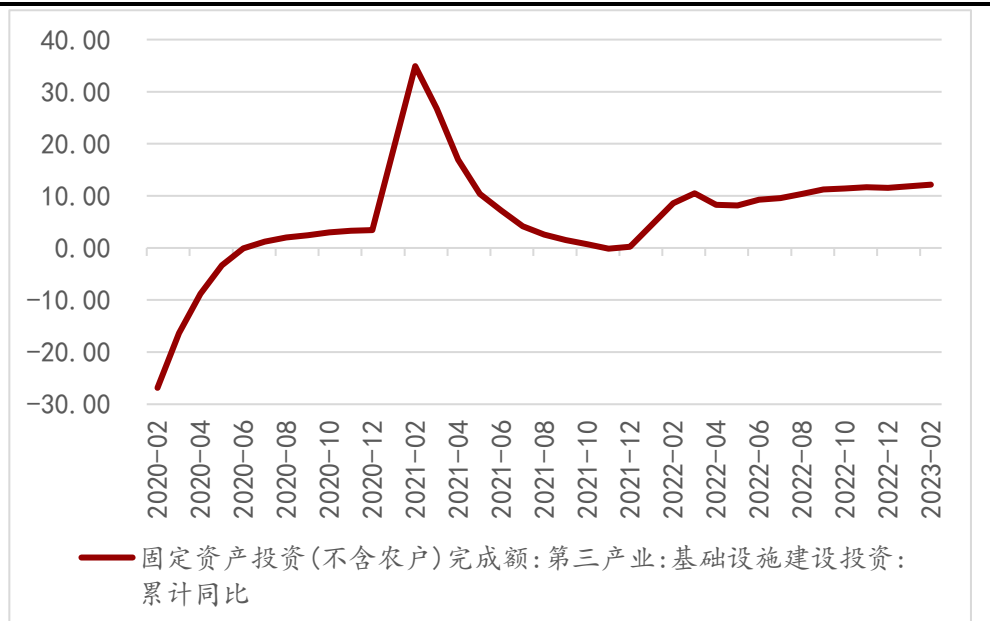


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

基础建设：基建热度维持高位。2023年1-2月基础设施建设投资同比增长12.18%，保持高位运行，增速较2022年12月提高0.66pct，基建新开工提速见效，“稳增长”政策继续发力，投资热度不减。

图表35：固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比（%）

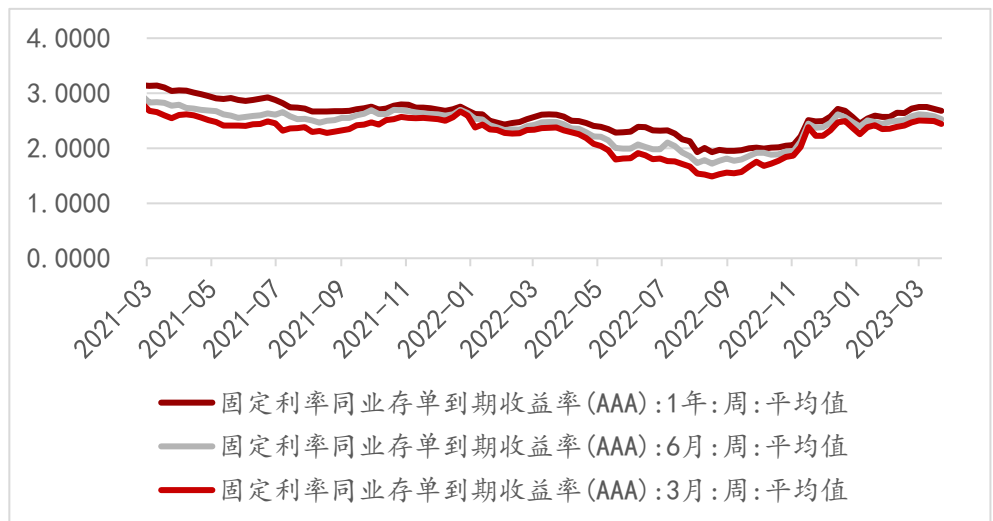


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

银行：固定利率同业存单利率回落。1年/6个月/3个月同业存单到期收益率自2022年三季度以来低位回升，当前涨势放缓。

图表36：固定利率同业存单到期收益率(AAA):1年/6月/3月:周:平均值(%)

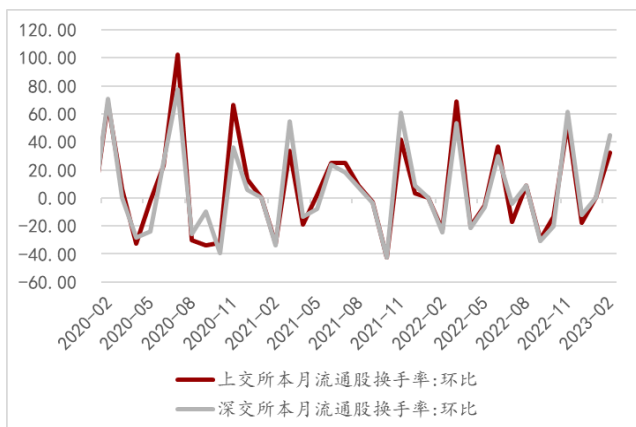


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年2月

证券：A股交投情绪回暖，两市换手率自去年11月高位回落后再度回升。2月上交所换手环比提高32.42%，深交所换手率环比提高44.81%；3月沪深两市日均成交额为9299.21亿元，环比提升3.61%，市场交易热度回升。

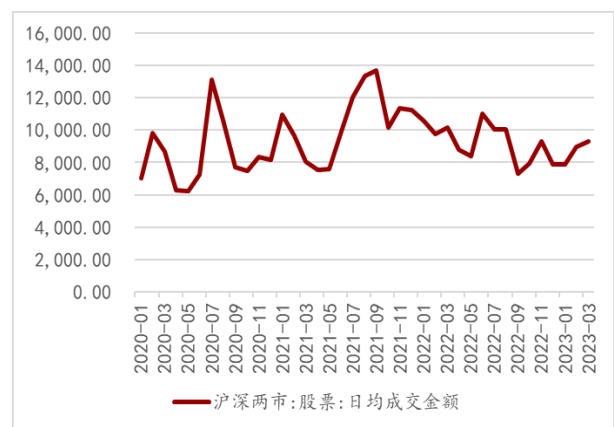
图表37：沪深两市流通股换手率:当月环比(%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年3月31日

图表38：沪深两市：股票日均成交金额(亿元)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：数据截至2023年3月31日

4 中观景气之业绩观察

4.1 各行业盈利情况

我们选取已披露2022年年报业绩的公司作为样本，将各行业中每家公司披露的扣非净利润增速的算术平均值作为该行业2022年年报的扣非净利润增速。

从测算的2022年年报业绩情况来看，多数上游行业景气度上修，石油石化和有色金属

行业扣非归母净利润同比增速分别高达1240.72%和244.54%，延续三季报高景气；建筑材料行业扣非净利润同比跌幅收窄至30.85%，景气度改善。钢铁和基础化工扣非净利润同比增速由负转正。中游行业中，2022年轻工制造、电力设备扣非净利润同比增速均由负转正至1418.57%、67.32%，交通运输扣非净利润增速跌幅收窄至0.19%。下游行业中，农林牧渔、电子、家用电器、医药生物、通信、美容护理业绩均有不错表现，利润水平较三季报明显改善，其中家用电器扣非净利润同比增长高达216.01%。周期行业中，房地产景气度遇冷，扣非净利润同比跌幅走阔，2022年扣非净利润同比下跌267.40%。受M2增速回升、央行降准等多方面因素提振，银行表现较为亮眼，2022年扣非净利润同比增速达10.08%。2022年建筑装饰扣非净利润同比增速提升至22.03%，景气度显著改善。

图表39: 各行业扣非归母净利润增速

扣非净利润同比增速				
分类	行业	2022/12/31	2022/9/30	2021/12/31
上游	基础化工	58.10%	-737.21%	399.27%
	钢铁	16.73%	-22.00%	118.92%
	有色金属	244.54%	389.43%	302.21%
	建筑材料	-30.85%	-508.91%	-299.23%
	煤炭	83.98%	87.72%	163.31%
	石油石化	1240.72%	48.32%	204.39%
中游	轻工制造	1418.57%	-112.65%	-204.78%
	交通运输	-0.19%	-135.65%	152.27%
	电力设备	67.32%	-1.79%	-70.63%
	机械设备	-32.12%	27.80%	23.81%
下游	农林牧渔	52.17%	-20.35%	-40.01%
	电子	19.16%	-6.10%	25.79%
	汽车	-78.30%	-73.91%	-56.17%
	家用电器	216.01%	130.84%	399.27%
	食品饮料	-11.17%	-17.61%	-8.52%
	纺织服饰	-1.49%	-1272.17%	42.37%
	医药生物	58.58%	133.72%	-44.72%
	商贸零售	-47.21%	-41.87%	-80.13%
	社会服务	-477.17%	-452.63%	-34.98%
	计算机	-166.95%	765.99%	-76.39%
	传媒	-843.22%	-110.73%	-253.21%
	通信	43.76%	28.71%	-285.07%
	环保	-577.93%	-70.71%	-50.86%
	美容护理	10.25%	0.32%	-21.09%
周期	房地产	-267.40%	-169.77%	-163.09%
	银行	10.08%	11.90%	16.01%
	非银金融	-42.87%	-48.52%	-11.34%
	建筑装饰	22.03%	-177.31%	-130.86%

资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

注: 行业扣非净利润增长率计算方法为取该行业所有披露年报企业的扣非净利润增长率的算术平均数

数据截至2023年3月31日

4.2 各行业盈利增速预测

从各行业wind一致盈利增速预期来看，上游行业中，仅基础化工与有色金属2022年盈利预测增速为正，2023年上游行业净利润增速预期普遍高增，增速均超过50%，其中有色金属行业受基建投资增速继续上行、新能源产业链持续高景气影响，行业盈利预期较乐观，预计2022年净利润增速达21.1%，预计2022年ROE增长6.0pct。2022年建筑材料行业预期净利润下滑54.2%，预计2023年地产开、施工端回暖将有力带动行业利润修复，当前市场预计2023年净利润同比增长191.2%。

中游行业中，电力设备2022年预计净利润增速达159.2%，但预计ROE下滑13.9pct。2023年景气度或下修，增长斜率趋缓，预计净利润增速下调至40.1%，若未来新能源汽车库存进一步出清，叠加供给端原材料价格回落，成本端压力将得到缓释，预计2023年ROE小幅增长5.7pct。2022年交通运输行业受疫情反复冲击，客运持续低迷，2022年预期净利润同比减少30.3%，2022年预期ROE减少1.7pct。预计随着出行客流持续复苏，交运行业业绩增长弹性较大，预期2023将恢复净利润正增长，增速预期为161.1%。

下游行业中，农林牧渔、商贸零售、纺织服饰、社会服务等行业2022年预期净利润增速均超过100%，居民需求有序复苏，消费领域有望延续高景气。此外，传媒、计算机、电子、通信等TMT领域受益于数字经济发展，驱动产业链高速增长，预计净利润增长65.5%、44.7%、31.7%、13.4%。农林牧渔业受2022年猪价超预期下跌影响，2022年增长预期有所下调，预计净利润下调至15.0%，预，2023年ROE增速回落至8.3%。此外，由于服务消费如航空、旅游、酒店等受疫情影响冲击较大，预计2023年景气持续修复。预计社会服务行业2023年净利润增速进一步上调至1366.3%，预计ROE增长6.6%，相比食品饮料等必选消费板块较具业绩修复弹性。

周期行业中，随着房地产“三支箭”及后续支持政策陆续出台，地产修复进程向好，2023年净利润增速预期为78.7%，景气度继续边际改善。预计随着房地产行业悲观预期修复，同时社融增速回升，银行未来资产质量有望同步改善，银行业净利润预期同步大幅增长，2023年预期净利润增长426.4%。非银金融、建筑装饰盈利增速出现不同程度上升，其中非银金融2023年预期净利润增速由2022年的-69.7%回正至392.0%。

图表40: 各行业wind一致盈利增速预期（截至3/31）

分类	行业	净利润		净资产收益率ROE	
		2022年一致净利润增速预期	2023年一致净利润增速预期	2022年一致ROE增速预期	2023年一致ROE增速预期
上游	基础化工	29.7%	52.1%	1.3%	2.7%
	钢铁	-60.0%	75.7%	-10.1%	8.8%
	有色金属	21.1%	121.6%	6.0%	3.2%
	建筑材料	-54.2%	191.2%	8.0%	3.7%
	煤炭	-31.8%	180.3%	7.4%	0.1%
中游	石油石化	-59.0%	704.5%	10.1%	3.5%
	轻工制造	42.2%	60.7%	4.0%	3.2%
	交通运输	-30.3%	161.1%	-1.7%	7.2%
	电力设备	159.2%	40.1%	-13.9%	5.7%
	机械设备	51.8%	64.5%	22.7%	4.7%
下游	农林牧渔	311.4%	149.7%	15.0%	8.3%
	电子	31.7%	13.0%	22.8%	3.0%
	汽车	47.1%	94.7%	3.0%	4.1%
	家用电器	90.5%	9.3%	-1.9%	1.5%
	食品饮料	26.4%	42.7%	1.8%	2.9%
	纺织服饰	124.9%	42.2%	25.3%	2.9%
	医药生物	26.0%	32.6%	2.7%	0.2%
	商贸零售	558.2%	183.8%	5.9%	2.8%
	社会服务	122.5%	1366.3%	19.5%	6.6%
	计算机	44.7%	99.7%	9.0%	3.2%
	传媒	65.5%	87.4%	6.0%	5.9%
	通信	13.4%	759.8%	17.0%	2.6%
	环保	179.4%	5.2%	6.3%	2.3%
	美容护理	5.5%	97.5%	-0.6%	6.7%
周期	房地产	225.4%	78.7%	15.9%	1.9%
	银行	-75.1%	426.4%	1.6%	0.3%
	非银金融	-69.7%	392.0%	4.3%	2.6%
	建筑装饰	51.9%	76.8%	5.4%	10.7%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月31日

为了观测本轮反弹行情以来各行业的盈利预期变动,从而判断出各行业景气程度变化,我们取2022年12月30日行情的盈利一致预期与当前(截至2023年3月31日)的盈利一致预期相比较。

从边际变动来看,2022年末以来,上游行业盈利预期普遍下修,预计2023年下游需求复苏叠加全球地缘局势动荡风险扰动,上游原材料价格有望震荡回升,2023年预测净利润增速有所上调,其中石油石化行业净利润增速预期上调699.28pct。中游行业中,电力设备2022年净利润增速下调14.64pct,2023年净利润增速预期则微幅上调3.77pct,市场对交通运输行业修复弹性较具信心,2023年净利润上修108.60pct。

下游行业中,商贸零售、社会服务行业受到居民消费意愿不足掣肘,短期恢复偏慢,商贸零售行业2022年净利润预期下修458.77pct,预计2023年将持续修复,社会服务行业2023年净利润增速修复弹性较大。数字经济概念板块受ChatGPT概念利好,业绩兑现可期,2023年计算机、传媒、通信行业净利润增速预期显著回升,其中通信行业预期上修幅度最大。

周期行业中,地产需求端恢复动能积聚,3月地产销售数据回暖,房地产2023年净利润增速预期回升至68.05%。建筑装饰行业受益于基建投资维持高增速同时地产需求回暖,2023年预期ROE增速进一步上修至8.32%。

图表41: 各行业盈利预测边际变动(截至3/31)

分类	行业	净利润变动（较2022/12/30）		净资产收益率ROE变动（较2022/12/30）	
		2022净利润增速预期变动（pct）	2023净利润增速预期变动（pct）	2022ROE增速预期变动（pct）	2023ROE增速预期变动（pct）
上游	基础化工	-33.83	26.02	-1.57	0.82
	钢铁	-14.64	29.05	-5.52	4.60
	有色金属	-106.52	99.84	-3.92	2.75
	建筑材料	-73.36	166.36	-2.17	1.19
	煤炭	-135.28	176.76	-2.72	2.08
	石油石化	-239.24	699.28	0.19	0.51
中游	轻工制造	-34.15	30.11	-1.55	1.15
	交通运输	-61.67	108.60	1.46	-1.64
	电力设备	-14.64	3.77	-2.57	1.72
	机械设备	-47.97	33.17	-2.00	1.68
	农林牧渔	-14.31	13.13	-1.30	0.63
下游	电子	13.41	-23.92	-1.29	0.10
	汽车	-81.33	56.85	-1.01	0.43
	家用电器	-3.00	-5.85	-0.58	0.44
	食品饮料	-25.64	21.57	-1.11	1.02
	纺织服饰	-21.67	16.73	-0.24	0.61
	医药生物	-17.69	8.00	-0.39	-0.13
	商贸零售	-458.77	139.82	-1.67	1.35
	社会服务	-57.59	1085.72	2.55	-0.78
	计算机	-93.28	65.68	-1.02	0.82
	传媒	-78.50	53.22	-4.61	4.19
	通信	-846.57	747.60	-2.48	0.85
	环保	29.58	-17.00	-0.17	0.06
	美容护理	-48.48	57.88	-3.00	3.11
	房地产	-257.09	68.05	-1.36	1.04
	银行	-90.70	416.97	0.32	-0.13
周期	非银金融	-81.36	367.75	-1.14	1.24
	建筑装饰	-69.73	59.44	-8.32	8.32

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2023年3月31日

2022年预测盈利增速较高的高景气板块中，中游行业中的电力设备及下游行业中的农林牧渔、家用电器行业预测2022年盈利增速相较2022年底边际变动幅度不大，景气程度维持高位；上游行业中的基础化工、有色金属均较2022年底预期有所下调，景气程度边际转弱。下游行业中的社会服务、商贸零售等行业受消费恢复不及预期，居民消费意愿疲弱影响，相较2022年末盈利增速预期边际下降。

2023年预测盈利增速较高的高景气板块中，上游行业中的石油石化，中游行业中的交通运输、下游行业中的社会服务、商贸零售等消费相关板块，通信、传媒、计算机等数字经济相关板块相较2022年末盈利增速明显上修，市场对2023年消费、出行链条恢复信心增强，看好数字经济板块具备高成长性。

5 当前行业估值观察

从各行业估值变动情况来看，截至2023年3月31日，上游行业中建筑材料市盈率为14.99x，较2022年末提升28.90%，按行业当前动态市盈率所处2010年来历史分位数划分，目前处于历史59.32%分位数。中游行业中，交通运输板块市盈率低位回升，为9.16x，较2022年末估值回升当前处于历史5.90%分位数水平。下游行业中，计算机、传媒、通信行业估值提升幅度均超越前计算机行业历史分位数接近60%，处于历史58.38%的分位数水平。而处于历史较高估值水平的汽车和农林牧渔行业市盈率则有所回落。周期行业估值水平全面上升，其中房地产估值受提振幅度最大，当前处于46.27%的历史分位数水平。银行板块紧随其后，估值历史分位数水平上升至

9.28%。

总体看，钢铁、建筑材料、电子、计算机、传媒、通信、美容护理、房地产板块估值历史分位数水平提升幅度较大，均提升超过15个百分点。从行业分布来看，下游和周期行业受终端需求回升、政策支持等利好因素提振，估值提升幅度相较上游与中游行业更大，景气度改善更为明显。

图表42：各行业当前PE估值与其估值分位数情况

分类	行业	PE (TTM)			
		2023/3/31	2022/12/30	当前所处2010年来历史分位数 (%)	估值边际变动
上游	基础化工	15.50	14.11	25.42	9.87%
	钢铁	13.34	11.50	38.35	16.02%
	有色金属	14.23	14.22	0.19	0.04%
	建筑材料	14.99	11.63	59.32	28.90%
	煤炭	6.66	6.23	2.21	6.92%
	石油石化	8.35	7.76	2.67	7.56%
中游	轻工制造	25.37	24.83	29.02	2.15%
	交通运输	9.16	8.34	5.90	9.88%
	电力设备	25.70	27.01	5.54	-4.86%
	机械设备	27.96	26.53	47.07	5.39%
下游	农林牧渔	46.13	45.28	73.68	1.88%
	电子	30.25	24.87	18.33	21.64%
	汽车	26.74	26.53	77.25	0.79%
	家用电器	15.69	14.66	33.87	7.00%
	食品饮料	35.81	34.77	74.33	2.99%
	纺织服饰	18.18	17.24	15.04	5.45%
	医药生物	24.89	24.38	4.26	2.06%
	商贸零售	30.23	30.90	66.07	-2.19%
	社会服务	64.99	61.79	89.87	5.18%
	计算机	51.49	38.75	58.38	32.85%
	传媒	28.49	20.99	37.21	35.73%
	通信	19.08	14.10	12.93	35.33%
	环保	18.20	18.17	6.56	0.17%
	美容护理	48.34	42.00	72.06	15.09%
	房地产	12.65	10.75	46.27	17.61%
周期	银行	4.60	4.57	9.28	0.74%
	非银金融	16.90	15.42	49.55	9.61%
	建筑装饰	8.47	7.51	27.57	12.70%

资料来源：同花顺，万联证券研究所

6 风险提示

国内经济基本面表现不及预期；地缘政治冲突；海外需求萎缩。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场