

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观策略

2023年5月策略观点&金股组合

2023年4月28日

宏观策略研究/金股月报

山证宏观策略团队

分析师:

张治

执业登记编码: S0760522030002

邮箱: zhangzhi@sxzq.com

研究助理:

范鑫

邮箱: fanxin@sxzq.com

投资要点:

➤ 策略观点:

“填坑”式修复基本接近尾声，国内经济复苏斜率放缓，“弱复苏”迹象日益突出，内生性增长动力不足的拖累开始显现。一季度国内GDP同比增4.5%，环比增2.2%超越市场预期，3月中定调全年增长5.0%的增速目标不难完成，Q2在低基数效应下，同比增速应为年内高点，但环比高点在Q1，“L”型复苏预判不变。从政策定调来看，“高质量增长”接棒“高速增长”的趋势也愈发明显。综合而言，Q2为数据验证期，出口、地产、消费等表现较优的分项能否延续强势成为关注的重点。海外方面依旧存在不确定性。5月美国大概率将结束本轮加息，而美国经济究竟是否“着陆”，是“软着陆”还是“硬着陆”仍存在较大分歧。从近期数据看，美国内需依然呈现出“韧性”状态，通胀水平较难回到疫情前。而欧洲受罢工影响，制造业PMI远不及预期，服务业依旧火热，“抗通胀”之路同样远未结束。配置方面，我们认为TMT主线不变，但AI相关赛道此时的配置性价比较低，入场时机不佳，复苏相关板块仍有一定空间，而此前被AI“吸筹”的军工、机械等成长股短期内或有较优表现。

➤ 行业配置:

农业、啤酒、军工、机械、电新

➤ 风险提示:

海外流动性超预期恶化；地缘冲突超预期发展。

表1: 2023年5月金股组合

代码	公司名称	所属行业	市盈率(TTM)	市净率
002025.SZ	航天电器	航天军工	48.96	5.31
002311.SZ	海大集团	饲料加工	28.71	5.09
003020.SZ	立方制药	医药流通	26.18	4.04
300896.SZ	爱美客	医疗器械	84.99	20.32
600150.SH	中国船舶	船舶制造	94.27	2.59
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	39.42	6.24
601088.SH	中国神华	动力煤	8.20	1.45
601319.SH	中国人保	保险Ⅲ	9.84	1.22
601658.SH	邮储银行	国有大型银行Ⅲ	6.30	0.66
688630.SH	芯碁微装	PCB	60.51	8.68

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

表 2：行业观点&金股推荐理由

分析师：骆志伟	行业名称：国防军工	本月推荐金股：航天电器（002025.SZ）
行业观点：		
<p>俄乌战争长期化影响深远，世界局势不安定性增加。在乌克兰战场上，俄罗斯并没有表现出战前世界所认为的对地区事务的迅速的决定性处理能力。俄乌战争长期化和集体安全条约国家内部的分歧，将导致俄罗斯国际地位的严重下降，其参与国际和地区事务的能力将受到严重削弱。在俄国和西方均在乌克兰战场上付出极大代价的同时，他们对世界其他热点地区控制力的下降将使世界局势更加不安定。</p>		
<p>武器装备外贸进入黄金发展时期，市场规模将超过国内采购。俄乌战争导致作为传统武器装备外贸大国的俄罗斯和北约国家均消耗了大量装备，并且其为补充自身军队作战需求及库存，短期内无法向国际军售市场提供足够数量的先进装备，因此中国作为新兴武器装备外贸强国来说，凭借其武器装备的高技术水平、充足的产能、优秀的服务，现在可以迅速占领原属于俄罗斯和北约国家的一部分高净值客户国市场。中东地区每年的装备采购市场总额约在 630 亿美元-900 亿美元之间。在俄乌战争的大背景下，中东市场是中国武器装备外贸可以迅速扩大份额的市场。</p>		
<p>建议关注箭弹武器、新型航空装备、雷达电子产业链。新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链、雷达电子产业链。</p>		
推荐理由：		
<p>连接器是系统或整机电路中负责电气连接或信号传输的关键必备基础元器件，公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等高技术领域配套。随着我军新型导弹武器和航空装备的定型量产加速，以及全军实战化演练频次增加带来的消耗增多，公司作为关键必备基础元器件配套企业将直接受益。</p>		
<p>定增项目稳步推进，持续推进产能提升。公司持续推进生产基地建设，定增募资扩充产能，募投项目涉及公司军民用连接器、继电器、电机和光模快业务板块，项目预计 2023 年 12 月建成投产，预计年新增销售收入 23.61 亿元，公司将打破产能瓶颈，满足下游不断增长的军民用需求，实现十四五期间高速发展。</p>		
风险提示： 连接器订单不及预期；募投项目进展不及预期		
分析师：陈振志	行业名称：农林牧渔	本月推荐金股：海大集团（002311.SZ）
行业观点：		
<p>1、五一假期临近，旺季补库需求近期拉动猪价小幅回升，但目前行业供给压力仍较大，预计近期国内生猪价格或将继续维持震荡磨底走势，产能去化有望进一步演进；2、由于去年上半年受到畜禽产品价格低迷和上游饲料原料价格大幅上涨的影响，养殖和饲料业绩处于低谷，从而使得 2023 年 H1 同比业绩基数较低，同比增长潜力较大；3、白羽肉鸡行业目前处于行业周期底部，在上游饲料原料价格压力趋缓、行业供需格局改善等因素共同驱动下，基本面有望进一步趋好，PB 估值处于历史底部区域的优质公司已经具备配置价值。</p>		
推荐理由：		
<p>1、在上游大宗原料价格压力趋缓、下游总体需求回暖、以及去年低基数等多因素驱动下，我们认为饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；2、从业绩同比趋势来看，公司 2023 年 H1 的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；3、近期逐渐进入水产饲料销售旺季；4、目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。</p>		
风险提示：		
疫情反复导致运输不畅风险、养殖疫情风险、原材料涨价风险、自然灾害风险。		
分析师：魏巍	行业名称：医药	本月推荐金股：立方制药（003020.SZ）
行业观点：		
今年以来，医药板块比较活跃。疫后修复趋势明确。医保 2022 年当期结余率 20.41%，高于 2011~2021 年当期收支结余率均		

值 15.9%，是既往 10 年当期结余率最高的一年。年度数据看，2022 年累计结存 42540.73 亿，YOY+17.7%。累计结存/当期支出为 20.9 个月，基金结余目前处于近十年最高水平。当前创新药、中药、国改主题活跃，产业政策稳定。我们认为，业绩确定性是能够贯穿全年的主线。

推荐理由：

化药板块，硝苯地平以第一顺位中标，销售规模保持稳定，并有助于摊销生产线的固定成本。非洛地平在第 8 批集采落标，今年影响约减少毛利 1~2 千万，明年可能影响毛利 3~4 千万。疫情之后，随着医疗活动的修复，益气和胃胶囊和甲磺酸多沙唑嗪有望恢复高速增长趋势。羟考酮已经获批，是镇痛起始剂量的首仿，该品种竞争格局良好，市场规模约 15 亿元，公司已经建立了推广队伍，今年有望快速铺货，明年开始快速上量。盐酸哌甲酯即将进行 BE 试验，顺利的话 25 年 H1 有望上市销售。两者是公司化药业务的新的增长动能。商业板块的剥离正在进行，有助于公司聚焦工业业务。我们认为公司有望维持较快增长。

风险提示：

商业板块剥离失败的风险；新产品推广不及预期风险；集采落标后 OTC 销售受限的风险；产品降价的风险等

分析师：王冯**行业名称：消费者服务****本月推荐金股：爱美客（300896.SZ）****行业观点：**

消费环境持续复苏，社交场景修复后医美行业老客需求释放并提升消费频次，院线营销投放增加、新客渗透率持续爬坡。医美线下客流增长带动上游产品稳定放量。看好行业老客粘性以及新客开拓带来增量。

推荐理由：

目前公司构建以嗨体为核心、针对颈纹适应症针剂类产品渗透率、复购率持续提升、培养良好消费心智，熊猫针占比逐渐提高带动客单价提升，预计溶液类注射产品仍将贡献较高比例营收；凝胶类产品濡白天使 2021 年 6 月上市，市场认可度持续攀升，高客单价产品增强公司整体盈利能力，预计今年存量客户复购、增量市场拓展带动销量实现较快增长。

风险提示：

政策管控风险；产品研发注册不及预期风险；产品质量安全问题风险；市场竞争加剧风险；消费者购买力不及预期风险。

分析师：李孔逸**行业名称：综合****本月推荐金股：中国船舶（600150.SH）****行业观点：**

船舶制造行业未来供不应求状况将逐渐显现。虽然短期海运价格有所波动，但相对于疫情前，无论是集运、油运还是干散货运输均有较大幅度上升，2022 年油运价格大幅上升有效冲抵了集运和干散货运价的下滑，总体海运价格下滑有限，进入 2023 年，干散货运价快速回升，能源运输维持高位。从造船的需求端来看，2022 年新增的 LNG 船订单有效的替代了集装箱船订单的下滑，而油船和散货船手持订单近两年增加相对有限，新增运力极少，未来供需关系将发生逆转，综合来看，船东对船舶的总需求将有增无减。从供给端看，受土地价格、劳动力成本和政策制约，未来中韩两国船厂再度大幅扩张可能性较弱；而东南亚国家由于气候和产业链完整性原因，与中韩差距明显，碳中和则扩大了这一差距，暂时还看不出哪个国家有承接中韩造船业转移的能力，这也意味着在新一轮景气周期中，造船的产能扩张殊为不易，供应很难跟上需求，造船行业盈利有望持续超预期。

推荐理由：

中国船舶集团作为国内最大、全球领先的船舶制造集团，由原来的中船集团和中船重工整体划入中国船舶集团组合而成。中国船舶作为其中最大的上市平台，将受益于行业景气的持续上升和整合预期的增强，业绩和估值有望同步抬升。

风险提示：

全球经济衰退风险，原材料价格上行风险。

分析师：周蓉

行业名称：食品饮料

本月推荐金股：青岛啤酒（600600.SH）

行业观点：

今年一季度以来，在封控解除及春节旺季促进下，消费需求阶段性有所恢复。二季度之后伴随消费旺季逐步到来，同时在房地产相关刺激政策不断出台综合作用下，国内经济有望逐步复苏，消费者收入水平及消费信心逐步恢复，行业增长的驱动因素有望重新从量增转化为价增，预计食品饮料行业将渐入上行周期。白酒方面，短期来看，目前板块情绪已逐步筑底，估值性价比凸显，后续消费旺季、低基数等利好因素显现，板块逐步向好趋势明确。大众品方面，目前整体大众食品板块经历前期的回调，逐步步入合理区间。23年伴随消费逐步恢复，期待其释放业绩弹性。基于此，大众品建议重点布局：短期结构升级&成本压力减缓、长期竞争格局优化标的：1) 首选短期产品高端化依旧、成本压力趋缓，同时长期竞争格局优化的啤酒板块；2) 细分龙头在产品及渠道变革下，有望迎来加速改善的标的；3) 估值进入中长期合理区间，同时受益行业竞争格局确定性机会的标的；4) 中长期布局业绩压力见底，逐步释放收入利润弹性的标的。

推荐理由：

从行业层面看：1) 啤酒行业高端化进程持续，产品结构升级带动吨价提升，企业潜在利润空间仍在；2) 现饮渠道为主，未来渠道多元化发展。

从公司层面看：1) 产品端：疫后场景恢复带动结构加速恢复，同时进一步提升高中档品牌占比，持续推进高端化进程；2) 渠道端：公司将加速推进“一纵两横”战略，巩固基地市场的同时，积极开拓新兴市场；3) 成本端：23年大麦成本压力犹在，但包材上涨压力边际趋缓，毛利率有望逐步向好，助力盈利能力稳步提升。

风险提示：

产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等

分析师：胡博

行业名称：煤炭

本月推荐金股：中国神华（601088.SH）

行业观点：

预计5月份煤炭价格博弈加剧，但夏储即将到来，拐点或将临近。

推荐理由：

煤炭全产业链业绩稳定，头部央企价值或重估

风险提示：

煤炭价格大幅下降，央企估值重估不及预期

分析师：崔晓雁

行业名称：银行

本月推荐金股：中国人保（601319.SH）

行业观点：

银行业观点：

1、“中特估”有望提升银行估值。银行股估值较低、股息率较高、股价波动较小，当前国际金融环境波动，市场预期变化频繁，持有银行股的机会成本降低，银行股或可给予投资者较好的超额回报。

2、资产质量压力减小，业绩增长稳定。银行股相当于经济的FOF，伴随经济复苏，银行业的资产质量压力将减小。2022年/Q122申万银行指数归母净利润增速分别为7.65%/13.71%，业绩表现稳健。

3、《商业银行资本管理办法》逐步开启银行业扩表空间。《办法》下调了地方政府普通债、投资级公司贷款、中小企业贷款、优质信用卡贷款等资产的风险权重，为银行支持实体经济指明方向。预计《办法》施行后，经营较好、资本充足率较高的国有大行、大股份行扩表空间提升，可以通过提升杠杆的方式提升ROE。

保险业观点：

- 1、财产险景气度仍然较高。2023年3月产险保费同比+10.8%，其中车险同比+6.2%，非车险同比+17.8%。伴随汽车保有量增加以及新能源汽车渗透率不断提升，车险保费将维持增长。同时，非车险也有望在政策支持及经济预期改善下延续较高增速。总体而言，财产险高景气度或可持续。
- 2、财产险行业集中度较高，头部险企的产品定价能力较强，规模优势之下费用控制能力也较强。定价及控费优势之下，头部险企的承保利润率有望保持。

推荐理由：

- 1、唯一的产险上市央企，产险市占率在2022年达到32.7%，遥遥领先。公司是中国财险行业的先行者，数年来较高的市占率所累计出的规模优势巨大；
- 2、综合成本率改善趋势，2022年综合成本率降至97.6%、同比-190BP，驱动承保利润达到100.63亿元、同比+456.0%。其中车险、农险、意健险等产品均出现综合成本率下降。公司综合成本率改善本质是因为公司的定价能力和费用控制能力良好，这种能力可以长期持续。
- 3、估值较低，当前PB(LF)仅1.16x，略高于上市以来合理估值区间下限。

投资建议：公司作为产险龙头，市占率稳居30%以上，定价、销售、理赔能力较强，推动综合成本率逐步下行。我们预计公司2023-25年归母净利润分别同比+11.10%、+10.74%、+10.27%，ROE保持在11%上下。公司当前股价对应2023E P/EV 0.86x，处上市以来30%分位左右，维持“增持-A”。

风险提示：

宏观经济恢复不及预期，汽车保有量、新能源车渗透率提升不及预期，监管趋严，重大事故导致赔付金额超预期等。

分析师：崔晓雁	行业名称：银行	本月推荐金股：邮储银行（601658.SH）
---------	---------	------------------------

行业观点：**银行业观点：**

- 1、“中特估”有望提升银行估值。银行股估值较低、股息率较高、股价波动较小，当前国际金融环境波动，市场预期变化频繁，持有银行股的机会成本降低，银行股或可给予投资者较好的超额回报。
- 2、资产质量压力减小，业绩增长稳定。银行股相当于经济的FOF，伴随经济复苏，银行业的资产质量压力将减小。2022年/Q122申万银行指数归母净利润增速分别为7.65%/13.71%，业绩表现稳健。
- 3、《商业银行资本管理办法》逐步开启银行业扩表空间。《办法》下调了地方政府普通债、投资级公司贷款、中小企业贷款、优质信用卡贷款等资产的风险权重，为银行支持实体经济指明方向。预计《办法》施行后，经营较好、资本充足率较高的国有大行、大股份行扩表空间提升，可以通过提升杠杆的方式提升ROE。

保险业观点：

- 1、财产险景气度仍然较高。2023年3月产险保费同比+10.8%，其中车险同比+6.2%，非车险同比+17.8%。伴随汽车保有量增加以及新能源汽车渗透率不断提升，车险保费将维持增长。同时，非车险也有望在政策支持及经济预期改善下延续较高增速。总体而言，财产险高景气度或可持续。
- 2、财产险行业集中度较高，头部险企的产品定价能力较强，规模优势之下费用控制能力也较强。定价及控费优势之下，头部险企的承保利润率有望保持。

推荐理由：

- 1、450亿元定增落地，继续支持规模扩张。按2022年末数据测算，本次定增可使得公司核心一级/一级/资本充足率均提升62BP至9.98%、11.90%、14.44%。2017年以来邮储银行的贷款总额年均增速14.71%（vs其他大行10%左右）、RWA年均增速10.35%（vs其他大行7%左右），规模扩张速度较快。
- 2、非息收入亮眼。2022年非息收入613.63亿元、同比+24.3%、占比18.3%。其中手续费及佣金收入284.34亿元、同比+29.2%，

主要由代理、理财业务手续费增长带动，轻资本业务发展较快有助于减少资本消耗，反哺重资本业务发展。

3、资产质量优，风险抵补能力强。2022年末不良率仅0.84%（vs其他大行基本在1.3%以上）、拨备覆盖率385.51%（vs其他大行基本在300%以下）。

4、估值较低，股息率较高。当前PB(LF)0.74x，略高于其他大行，但仍处于上市以来合理估值区间的下半区间内。股息率(TTM)4.14%，低于其他大行，但高于大多数上市银行。

投资建议：我们预计公司2023-25年盈利增速为+17.96%、+15.57%、+13.16%。公司当前股价对应2023E P/B 0.68x，处上市以来低位，维持“买入-A”。

风险提示：

宏观经济恢复不及预期，资产质量恶化幅度超预期，监管趋严等。

分析师：王志杰

行业名称：机械

本月推荐金股：芯碁微装（688630.SH）

行业观点：

伴随经济和行业的复苏，继续看好高端装备的发展前景。

推荐理由：

芯碁微装是国内领先的直写设备供应商，是国内首家光刻设备上市公司。公司深耕微纳直写光刻技术多年，主要应用于PCB直接成像设备及泛半导体直写光刻设备等。2022年，公司实现营业收入6.5亿元，同比+32.5%；实现归母净利润1.4亿元，同比+28.7%；扣非后归母净利润1.2亿元，同比+34.2%。23Q1实现营业收入1.6亿元，同比+50.3%；归母净利润0.3亿元，同比+70.3%。

PCB业务收入增速远超行业：据Prismark，2022年全球PCB产值增速仅为1%。产品端，PCB阻焊业务拓展顺利，阻焊层高阶NEX60系列每小时产能达300面；客户端，前100强全覆盖，新增头部厂商鹏鼎控股订单，深化与生益电子、胜宏科技、沪电股份等客户的合作。

泛半导体业务应用场景持续拓展：产品端，IC载板MAS6系列最小线宽6μm，WLP2000晶圆级封装直写光刻机批量发货；客户端，导入华天科技、辰显光电、立德半导体、沃格光电等产业化客户，电镀铜曝光设备也覆盖行业内多家客户；研发端，公司正在推进90-65nm的掩膜版制版光刻设备研制。

光刻技术应用于电镀铜工艺的图形化环节，而电镀铜是异质结电池降低非硅成本的重要技术路线之一，目前公司的曝光机已在部分电池厂商中试，随着电镀铜工艺的产业化应用，公司作为国内少数掌握光刻技术的头部企业具备先发优势。

预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.1/2.9/3.8亿元，同比分别增长54.4%/37.6%/32.2%，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：

技术研发不及预期；新技术应用不及预期；下游增长不及预期；行业竞争加剧；统计误差、模型参数及假设不及预期。

资料来源：山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336