

# 从行业景气和比较优势，看好电力、医药和高端出口

——资产配置与比较月报（2023年5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

- **美联储加息落地，商品弱势，汇率或将维持震荡。**中美经济周期走势不同，美联储加息尾声，关注海外金融风险。国内资金面相对宽松，经济缓慢修复过程中，国债收益率或仍维持低位。商品方面，工业品仍维持弱势，黄金金融属性占主导，原油虽供应受限但仍难抵消经济偏弱的局面。汇率相对平稳，人民币国际化带动贸易结算中的需求。
- **盈利周期开始向上，A股具有相对优势。**一季度单季全A净利润增速回正，非金融非石油石化净利润增速降幅明显收窄，低基数下，盈利周期底部向上的趋势相对明确。政治局会议指出经济运行的好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足，意味着政策主基调预计会偏积极。美国一季度经济增速低于预期受库存拖累明显，或将进入衰退交易。
- **长期主线：**长期看好科创50。政治局会议三大发展重点之一，短板领域加快突破。科技发展利于提升产业链供给稳定性，利于全要素生产率的提升，科创50有望获得长期超额收益。
- **高弹性增长：**线下消费场景修复，制造业与服务业PMI景气度有所分化，五一假期出行数据得到验证，服务消费具备高弹性，低基数下有望迎来超预期的修复。稳就业政策推进下，有望提升居民收入，提升中等收入人群消费能力，恢复消费作为经济增长的重要动力。
- **基本面改善：**房地产转型新发展模式。政治局会议新增在超大特大城市积极稳步推进城中村改造措辞，政策支持力度有望进一步加码，对地产投资形成一定支撑。商品房销售在积压需求释放后，政策呵护下或将保持平稳。基本面改善下，相关产业链或将迎来估值修复。
- **从行业景气和比较优势，看好电力、医药、高端出口。**其中从公用事业角度，3月份全社会用电量同比增长5.9%，其中第三产业增速较快，同比增长14.0%。4月PMI数据，非制造业商务活动指数高于制造业，服务业或维持高景气。从煤炭价格回落带来的成本下降，以及今年夏天高温预期，看好电力尤其是火电板块修复。
- **投资建议：**盈利底部确认，复苏斜率存在分歧；国内经济自主可控，有利于化解外围风险；出口高端化，看好新能源车、机械设备的竞争力方向。推荐：补短板领域加快突破，看好政策扶植力度较大、长期发展方向的行业龙头及科技相关板块，重点关注上证50及科创50；具备高弹性增长属性的线下消费相关板块；出口中具备产业链优势的新能源汽车板块；竣工超预期恢复下带动的地产后周期相关板块。个股上，持续看好研发占比高、现金流良好、负债率低的长线选股逻辑。
- **重点推荐：**消费：盐津铺子、金徽酒、安井食品。周期：中国石油、海油工程、荣盛石化、卫星化学。大健康：贝达药业、华厦眼科、老百姓。TMT：京东方A、TCL科技。高端制造：格力电器、盾安环境、埃斯顿。金融：常熟银行、宁波银行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；全球金融市场不稳定的风险；中美关系的不确定性。

## 正文目录

<b>1. 回顾与展望</b>	<b>4</b>
1.1. 海外风险影响钝化，国内结构性行情特征明显	4
1.2. 展望：从行业景气和比较优势，看好电力、医药和高端出口	6
<b>2. 总量观点</b>	<b>7</b>
2.1. 宏观观点	7
2.1.1. 国内	7
2.1.2. 海外	11
<b>3. 各行业观点总结与展望</b>	<b>15</b>
3.1. 电力设备及新能源	15
3.1.1. 光伏：国内外需求旺盛不改，石英坩埚扩产超预期	15
3.1.2. 新能源汽车&锂电：电池板块需求向好，龙头盈利性稳固	15
3.1.3. 风能：招标量维持景气，关注海风出口	15
3.1.4. 氢能：制氢规模不断增加，储、运、用环节迎来机遇	16
3.2. 大消费	16
3.2.1. 消费趋势：复苏持续，马太效应增强	16
3.2.2. 食品饮料：	16
3.2.3. 非白酒食饮：关注零食、益生菌、速冻及预制菜	17
3.2.4. 美容护理：	17
3.3. 资源品及周期	18
3.3.1. 石油石化：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期	18
3.3.2. 建筑建材：关注竣工回暖下玻璃和消费建材机会	19
3.3.3. 化工：年季报确立周期底部，关注需求复苏及新材料新技术主线	19
3.3.4. 农林牧渔：生猪产能继续去化，把握板块调整后的机会	20
3.4. 大健康	21
3.5. TMT	21
3.6. 高端制造	22
3.6.1. 家电：内销有望持续改善，出口或将好于预期	22
3.6.2. 机械：国内通用自动化需求有望修复，工程机械出海可期	23
3.6.3. 汽车：车展带来积极催化，新车开启新征程	23
3.7. 金融	24
<b>4. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1 2023 年 4 月期间主要资产价格表现, % .....	5
图 2 2023 年 4 月申万一级行业涨跌幅(4/3-4/28), % .....	6
图 3 2018-2023 年餐饮消费季节性规律, 亿元 .....	8
图 4 各产品零售增速变化, % .....	8
图 5 COMEX 黄金期货收盘价, 美元/盎司 .....	8
图 6 制造业投资与民间投资增速, % .....	8
图 7 民间固投完成额占比, % .....	8
图 8 青年人口失业率位于历史高位, % .....	8
图 9 商品房销售额与销售面积增速, % .....	9
图 10 商品住宅销售面积与增速, 万平米, % .....	9
图 11 30 个大中城市商品房成交面积, 万平米 .....	10
图 12 30 城各线城市商品房成交面积, 万平米 .....	10
图 13 2019-2023 年 30 城市商品房成交面积, 万平米 .....	10
图 14 与 2019 年相比各线城市商品房销售恢复程度, % .....	10
图 15 全国现房和期房销售面积占比, % .....	10
图 16 全国现房和期房销售面积累计同比, % .....	10
图 17 美国居民消费增速% .....	11
图 18 美国劳动力供需, 百万人 .....	12
图 19 初请失业金人数 .....	12
图 20 2020 年以来的美国货币政策和通胀, %, 十亿美元 .....	12
图 21 1970 年代的美国货币政策和通胀, %, 十亿美元 .....	12
图 22 MOVE 指数/VIX 指数 .....	13
图 23 过往衰退中的标普 500 表现, % .....	14
图 24 2020 年 2 月以来的标普 500 指数变动驱动因素拆解 .....	14

# 1.回顾与展望

## 1.1.海外风险影响钝化，国内结构性行情特征明显

美国银行业风险影响逐步钝化，美国通胀下行超预期，但核心通胀依然坚挺，市场逐步计价 5 月加息 25 个 BP。国内市场预期政治局会议或难有增量信息，整体预期不强，年报及季报披露窗口期，结构性行情特征明显。

**权益市场：**A 股方面，4 月先涨后跌，主板表现依旧相对较好，国企价值重估概念表现活跃。上证综指上涨 1.5%，表现最佳；沪深 300 指数、创业板指、深证成指分别下跌 0.5%、3.1%和 3.3%。从行业指数来看，申万一级行业中 9 个行业收涨，较上月增加 3 个。其中，传媒( 13.06% )、建筑装饰( 10.33% )、非银金融( 5.82% )、石油石化( 5.75% )、银行( 4.18% )领涨；基础化工( -7.74% )、电子( -7.50% )、计算机( -6.99% )、商贸零售( -6.07% )、食品饮料( -5.96% )领跌。美股方面，银行业风险事件短暂退散，市场开始逐步计价 5 月加息 25 个 BP，并停止加息，美股整体表现略强于 A 股。

**商品市场：**4 月 CRB 商品价格指数先涨后跌，延续震荡走势，主要商品价格表现仍有分化。以月末来看，4 月国际油价整体偏震荡。4 月末布伦特原油价格为 80.33 美元/桶，环比上涨 0.6%。OPEC+自愿减产，但美国一季度经济数据偏弱，IMF 下调全球经济增速，原油供需博弈延续。2023 年 3 月全球 63 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为 1.651 亿吨，同比上升 1.7%，较上月由负转正。黑色系下跌幅度相对较大，主要由于旺季需求不及预期，且供给处在相对高位，成本端也逐渐下行。伦铜仍处于去库阶段，全球经济下行节奏仍是定价因素。避险需求仍存，黄金仍有支撑。

**债券市场：**欧美十年期国债收益率整体震荡，部分发达经济体已暂停加息，美国大概率 5 月结束加息，欧元区也在放缓加息节奏，但通胀的韧性仍强，高利率环境或将延续。国内方面，降准后资金面整体偏宽松，市场预期经济恢复斜率放缓，且景气度存在分化，十年期国债收益率下破 2.8%。

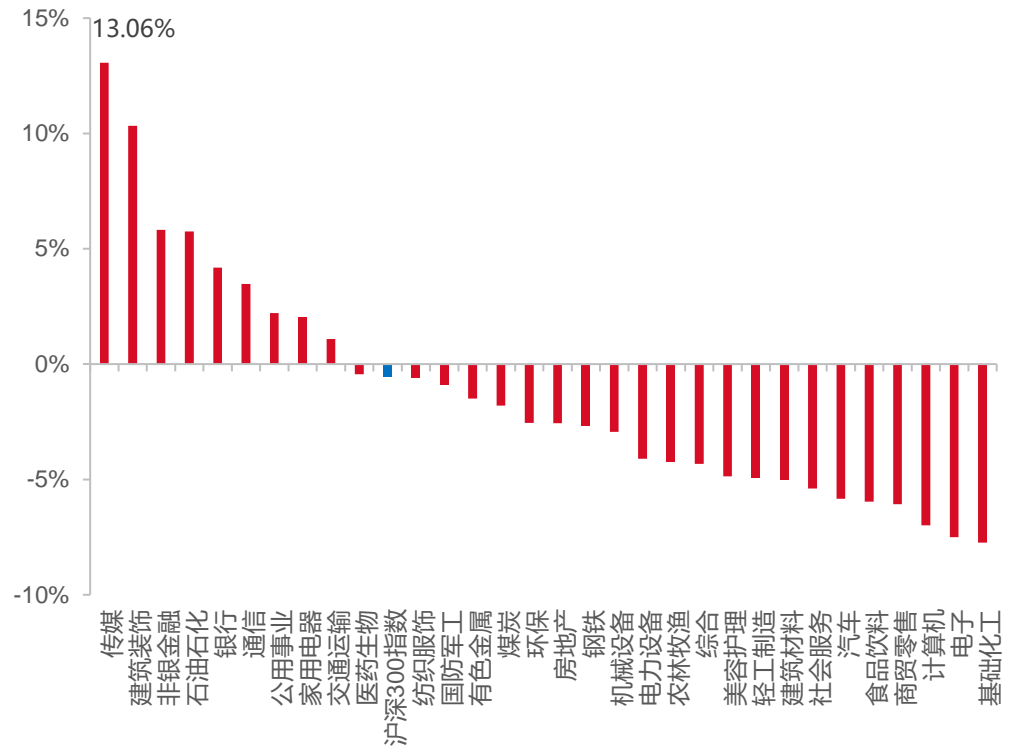
图1 2023年4月期间主要资产价格表现，%

股市	4月28日	3月31日	变化%	近4个月变化
俄罗斯RTS	1034	997	3.7%	
伦敦富时100	7871	7632	3.1%	
日经225	28856	28041	2.9%	
道琼斯工业平均指数	34098	33274	2.5%	
巴黎CAC40	7492	7322	2.3%	
法兰克福DAX	15922	15629	1.9%	
上证综指	3323	3273	1.5%	
标准普尔500指数	4169	4109	1.5%	
韩国综指	2502	2477	1.0%	
纳斯达克综合指数	12227	12222	0.0%	
沪深300	4029	4051	-0.5%	
恒生指数	19895	20400	-2.5%	
创业板指	2325	2400	-3.1%	
深证成指	11339	11726	-3.3%	
商品	4月28日	3月31日	变化%	近4个月变化
白砂糖	6981	6452	8.2%	
棉花	15,370	14,320	7.3%	
COMEX迷你白银	25.23	24.16	4.4%	
NYMEX轻质原油	76.78	75.67	1.5%	
COMEX黄金	1999	1986	0.6%	
IPE布油	80.33	79.89	0.6%	
LME铝	2342	2375	-1.4%	
聚丙烯	7427	7669	-3.2%	
LME铜	8585	8933	-3.9%	
CBOT大豆	1419	1506	-5.7%	
CBOT小麦	634	692	-8.5%	
CBOT玉米	585.00	660.50	-11.4%	
螺纹钢	3683	4175	-11.8%	
热轧卷板	3738	4297	-13.0%	
铁矿石	715	909	-21.3%	
10年国债收益率	4月28日	3月31日	变化BP	近4个月变化
意大利	4.35	4.12	23	
日本	0.40	0.39	1	
德国	2.32	2.36	-4	
美国	3.44	3.48	-4	
西班牙	3.30	3.36	-6	
英国	3.47	3.54	-7	
中国	2.78	2.85	-7	
希腊	4.18	4.28	-10	
汇率	4月28日	3月31日	变化%	近4个月变化
欧元	1.10	1.08	1.6%	
人民币	6.93	6.87	-0.8%	
美元指数	101.66	102.60	-0.9%	
日元	136.33	132.81	-2.6%	

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贬值

图2 2023年4月申万一级行业涨跌幅(4/3-4/28), %



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.2.展望：从行业景气和比较优势，看好电力、医药和高端出口

**美联储加息落地，商品弱势，汇率或将维持震荡。**中美经济周期走势不同，美联储加息尾声，关注海外金融风险。国内资金面相对宽松，经济缓慢修复过程中，国债收益率或仍维持低位。商品方面，工业品仍维持弱势，黄金金融属性占主导，原油虽供应受限但仍难抵消经济偏弱的局面。汇率相对平稳，人民币国际化带动贸易结算中的需求。

**盈利周期开始向上，A股具有相对优势。**一季度单季全A净利润增速回正，非金融非石油石化净利润增速降幅明显收窄，二季度在低基数下，盈利周期底部向上的趋势相对明确。政治局会议指出今年以来经济增长好于预期，但经济运行的好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足，意味着政策主基调预计会偏积极。美国一季度经济增速低于预期受库存拖累明显，或将进入衰退交易。

**长期主线：**长期看好科创50。政治局会议三大发展重点之一，短板领域加快突破。科技发展有利于提升产业链供给稳定性，同时有助于实现全要素生产率的提升，推动经济高质量发展，科创50有望获得长期超额收益。

**高弹性增长：**线下消费场景修复，制造业与服务业PMI景气度有所分化，五一假期出行数据得到验证，服务消费具备高弹性，低基数下有望迎来超预期的修复。稳就业政策推进下，有望提升居民收入，提升中等收入人群消费能力，恢复消费作为经济增长的重要动力。

**基本面改善：**房地产转型新发展模式。政治局会议新增在超大特大城市积极稳步推进城中村改造措辞，政策支持力度有望进一步加码，有望对地产投资形成一定支撑。而新建商品房销售在积压需求释放后，政策呵护下或将保持平稳。基本面改善下，相关产业链或将迎来估值修复。



从行业景气和比较优势，看好电力、医药、高端出口。其中从公用事业角度，3月份全社会用电量同比增长 5.9%，其中第三产业增速较快，同比增长 14.0%。4月 PMI 数据，非制造业商务活动指数高于制造业，服务业或维持高景气。从煤炭价格回落带来的成本下降，以及今年夏天高温预期，看好电力尤其是火电板块修复。

**投资建议：**盈利底部确认，复苏斜率存在分歧；国内经济自主可控，有利于化解外围风险；出口高端化，看好新能源车、机械设备的竞争力方向。推荐：补短板领域加快突破，看好政策扶植力度较大、长期发展方向的行业龙头及科技相关板块，重点关注上证 50 及科创 50；具备高弹性增长属性的线下消费相关板块；出口中具备产业链优势的新能源汽车板块；竣工超预期恢复下带动的地产后周期相关板块。个股上，持续看好研发占比高、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

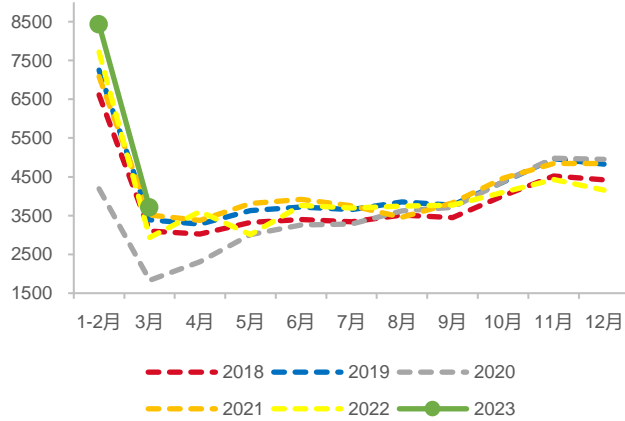
#### 2.1.1.国内

##### 一季度 GDP 增速好于预期，但仍存隐忧

**一季度 GDP 实现开门红。**一季度 GDP 同比实际增长 4.5%，好于市场预期的 4%，有助于实现全年 5%左右的增长目标。今年一季度，疫情防控平稳转段，社会生活生产秩序逐步恢复正常，消费场景限制得到解除，居民出行活动和线下接触性消费明显回暖。在各地丰富多样的促消费活动推动下，消费潜力持续释放。同时，财政前置发力和企业中长期贷款的大幅多增推动基建投资保持较高增速，基建充分发挥稳经济大盘的压舱石作用。此外，房地产市场有所回温，行业发展预期得到一定修复；海外需求表现出一定韧性，3月出口增速大幅抬升，出口对经济增长的拉动强于预期。总体上，多种积极因素推动一季度 GDP 实现开门红，为实现全年经济增长目标开好局。

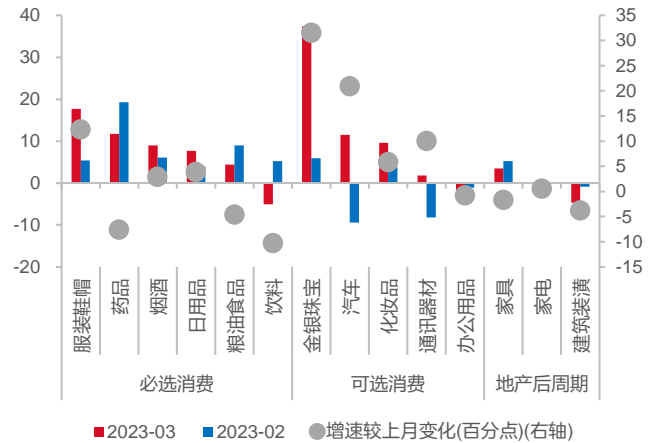
**经济持续恢复的同时仍存隐忧，主要表现为微观主体需求仍待修复。**第一，消费超预期回暖，但结构分化较为明显。3月当月，除汽车之外的消费品零售额同比增长 10.5%，与社零总额的 10.6%基本相当，反映居民消费需求延续回暖态势。从结构上来看，受低基数因素影响，餐饮消费上升幅度较大，3月同比增长 26.3%；可选消费中金银珠宝同比大幅增长 37.4%，可能主要受欧美银行业动荡导致的黄金避险情绪升温影响；通讯器材、文化办公用品，以及地产竣工链相关的耐用品消费增速仍然较低。此外，一季度全国居民人均实际可支配收入同比增长 3.8%，低于 4.5%的实际 GDP 增速。第二，一季度民间固定资产投资完成额同比增速仅为 0.6%，连续 12 个月下滑，民间投资占全部固定资产投资比重为 54.56%，为 2011 年以来最低点。民间投资需求不振，反映出民营经济主体投资意愿和发展信心仍有待修复，当前稳增长主要依赖于以基建为代表的政府和国企投资。第三，青年人口就业形势依然不容乐观。3月，全国城镇调查失业率为 5.3%，16-24 岁青年人口失业率为 19.6%，为历史次高水平。人社部表示，2023 年全国高校毕业生规模预计为 1158 万人，较去年进一步增加 82 万人。青年人口的就业形势尚未明显改善，或将对消费复苏形成一定制约。

图3 2018-2023 年餐饮消费季节性规律，亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 各产品零售增速变化，%



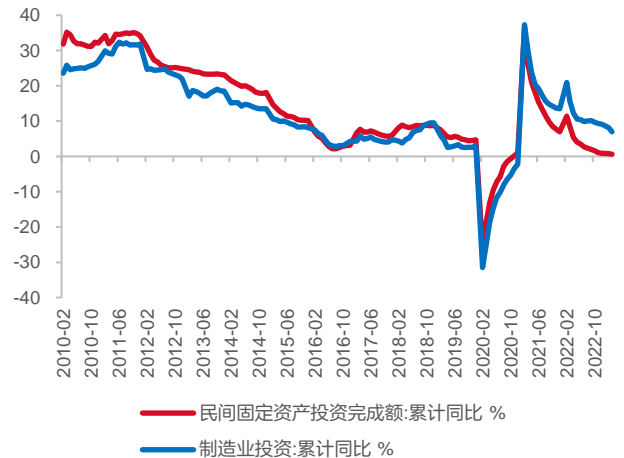
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 COMEX 黄金期货收盘价，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 制造业投资与民间投资增速，%



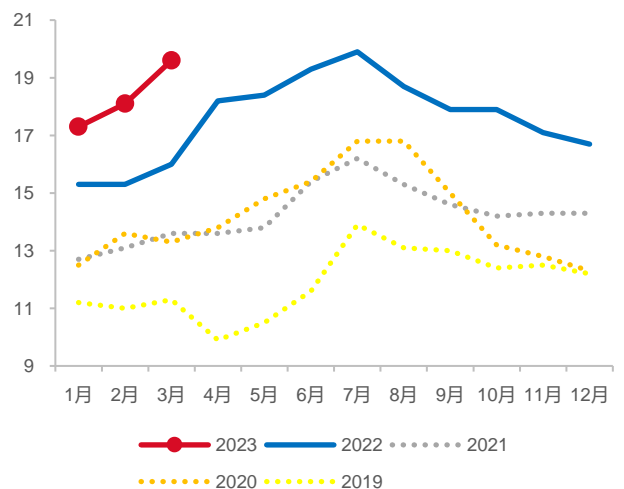
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 民间固投完成额占比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 青年人口失业率位于历史高位，%



资料来源：Wind，东海证券研究所



### 房地产结构性复苏特征明显，持续性或将弱化

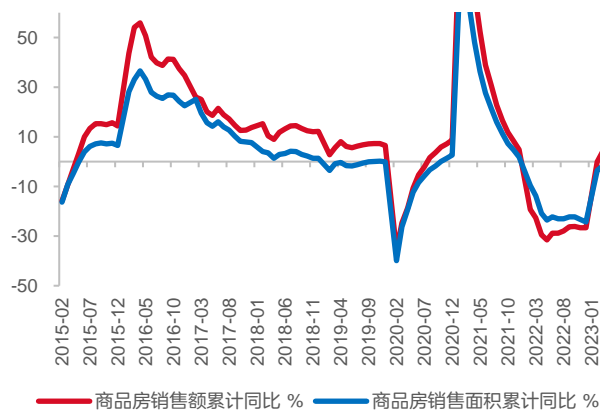
**全国商品房销售金额与商品住宅销售面积一年来首次转正。**2023年3月，全国商品房累计销售面积2.99亿平方米，同比-1.8%，在前两个月大幅回暖的基础上，3月降幅进一步收窄1.8个百分点；商品房销售额3.05万亿元，同比增长4.1%，增速自2022年2月以来首次转正。从商品住宅来看，3月商品住宅销售面积累计同比增长1.4%，同为一年来首次转正；商品住宅销售额今年以来保持正增长，3月累计同比增长7.1%，1-2月为3.5%。总体上看，今年一季度房地产销售端呈现回暖态势，作为房地产市场的领先指标，销售的复苏有望带领房地产投资企稳向好。

**3月商品房成交复苏明显，4月有所放缓。**截至4月23日，今年30个大中城市商品房成交面积共计4571万平方米，比2022年同期增长9.9%。从近期成交数据来看，3月12日至4月23日的七周，30个大中城市商品房成交面积同比增速总体呈现先上升后回落态势，周度同比分别为36.2%、68.6%、40.7%、51.1%、42.6%、44.4%、15.9%。前期购房积压需求在3月集中释放之后，4月份30城商品房成交热度有所下降。从4月份销售情况来看，4月前23日，30城商品房成交面积913万平方米，同比增长29%，其中可能受2022年4月疫情干扰导致的较低基数影响较大。如果与历年同期相比，2018-2022年4月前23日，30城商品房成交面积分别为946万、1238万、1019万、1520万、707万平米，今年与2018年同期水平基本相当，约为2019年的74%。

**高线城市复苏好于低线城市。**30个大中城市中，一线城市商品房销售面积占比约20%、二线城市占比约50%、三线城市占比约30%。从各线城市成交情况来看，4月前23日，30城中一线、二线、三线城市商品房成交面积分别为233万、485万、194万平米，同比分别增长124.7%、14.2%、9.1%，一线城市商品房成交面积大幅增长主要受去年同期疫情管控导致的低基数影响。如果与2019年同期销售数据相比，一线、二线、三线城市商品房成交面积增速则分别为5.8%、-26.7%、-45.5%，高线城市复苏程度明显强于低线城市，但总体仍待进一步改善。

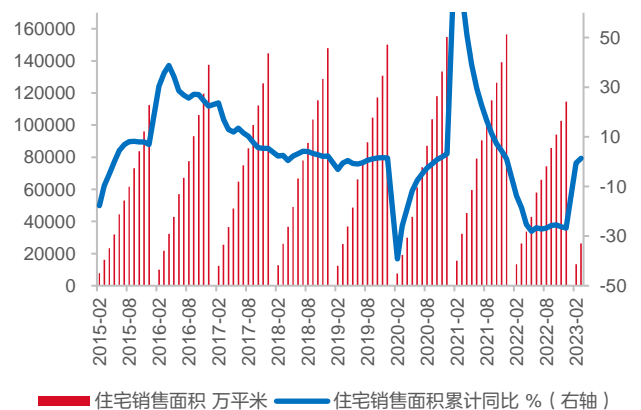
**现房销售占比创新高，居民对期房交付的信任度仍偏低。**2021年至今，全国现房住宅销售面积占比持续提升，2023年3月达到17%，为近五年来最高。与此相一致的是，2023年3月全国现房住宅销售面积累计同比增长30.3%，期房销售面积累计同比则下降3%。从二手房市场来看，以9城（北京、深圳、南京、杭州、苏州、成都、青岛、厦门、扬州）数据为例，2022年7月至今，二手住宅销售面积增速均高于一手住宅，且今年一季度分化更加明显。此外，2023年一季度央企销售面积占TOP30的55%，央企期房交付的确定性相比民企更高。整体看，现房销售持续提速，二手房销售强于新房，以及央企销售面积占比较高，均反映出当前居民对期房交付的信任度仍然较低。

图9 商品房销售额与销售面积增速，%



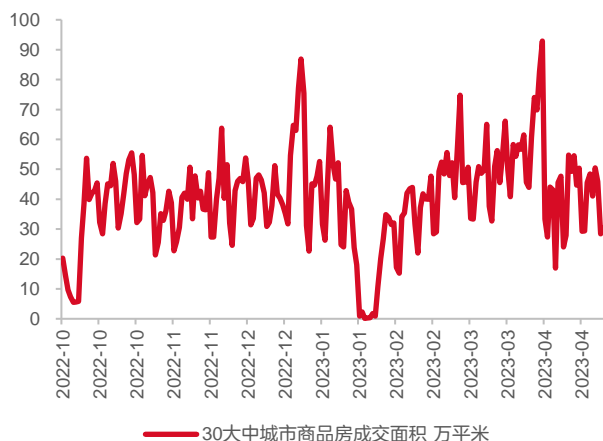
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 商品住宅销售面积与增速，万平方米，%



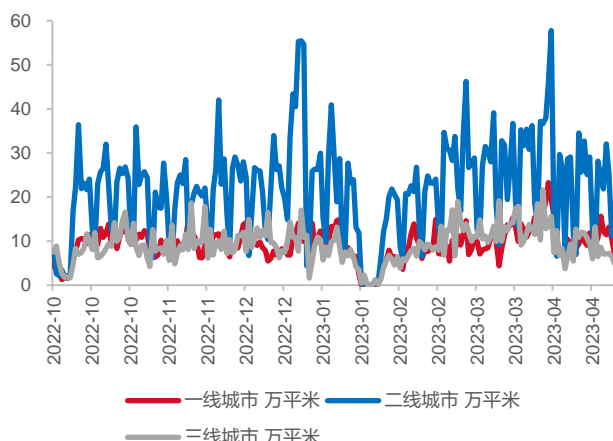
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 30个大中城市商品房成交面积，万平米



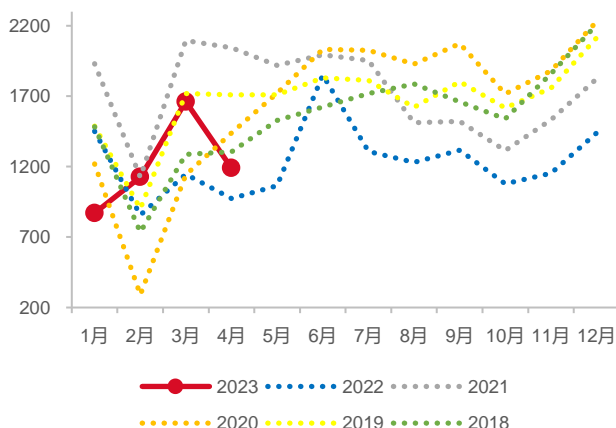
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 30城各线城市商品房成交面积，万平米



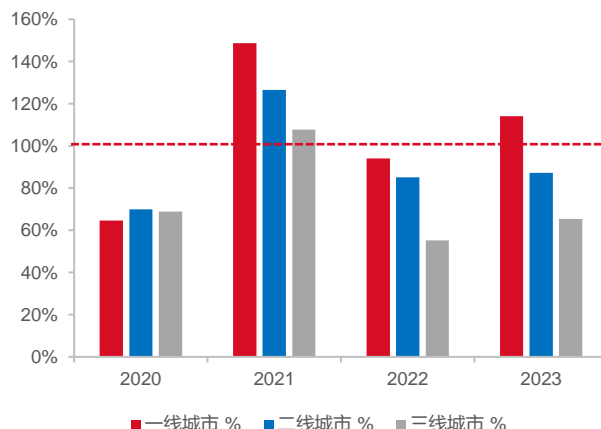
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 2019-2023年30城市商品房成交面积，万平米



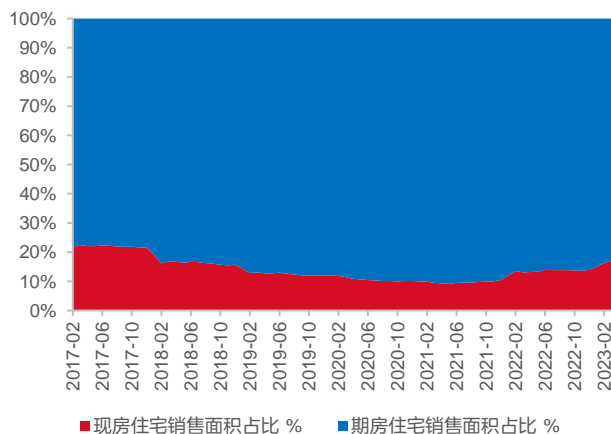
资料来源：Wind，东海证券研究所，2023年4月为预估数

图14 与2019年相比各线城市商品房销售恢复程度，%



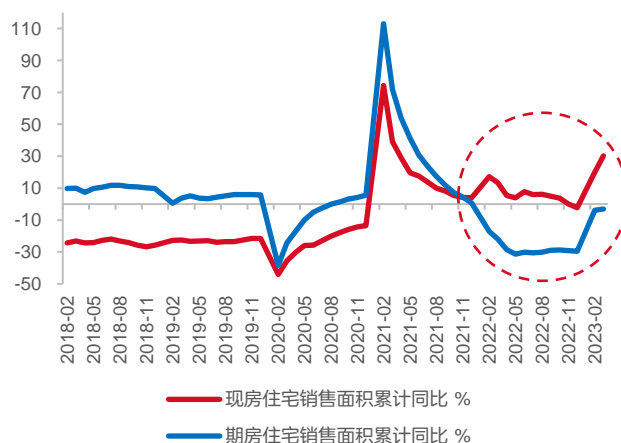
资料来源：Wind，东海证券研究所，截至每年4月23日

图15 全国现房和期房销售面积占比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 全国现房和期房销售面积累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 政治局会议：恢复和扩大需求是经济回升向好的关键

2023年4月28日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。政治局会议指出，今年以来经济增长好于预期，经济发展呈现回升向好态势；同时指出经济运行的好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足。指出恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，要形成扩大需求的合力。由此，我们预计后续政策面将延续积极态度，当前的主导方向在促进经济的稳定恢复和发展，但大规模刺激性政策出台的可能性不大。会议提及科技自立自强、扩大新能源汽车优势、重视通用人工智能三大发展重点，继续突出支持民营企业发展，努力扩大对外开放。此外，城中村改造有望增加特大城市住房需求，支撑房地产投资保持一定增速，房地产行业可能会稳定并逐步向上。

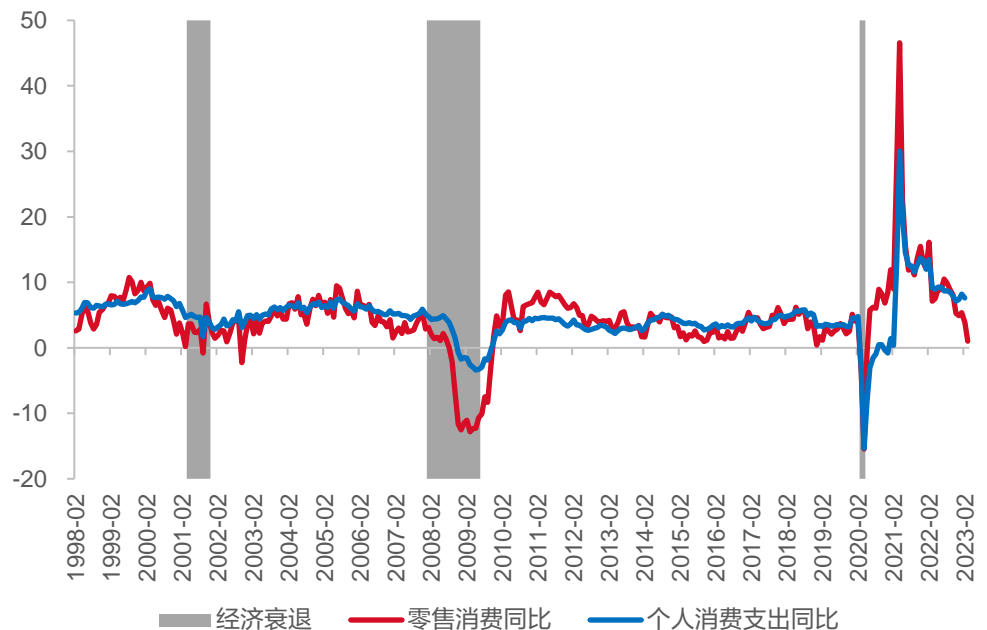
### 2.1.2. 海外

#### 美国经济增长动能衰减

美国货币政策进入紧缩周期以来，美国经济呈现出低失业、高通胀的“非典型性”下行态势。二季度，尽管美国经济增速仍高，但供需两端的高频指标均已有走弱趋势。美国经济的供需缺口加速修复、衰退风险正在逐步显现。

居民消费开始下滑。今年年初，美国服务消费在暖冬效应影响下大超预期。3月，随着居民超额储蓄的消耗以及信用条件的收紧，美国零售销售环比下滑0.8%，同比增长1%，增速为2020年6月以来最低，美国经济增长的主引擎动力开始衰退。

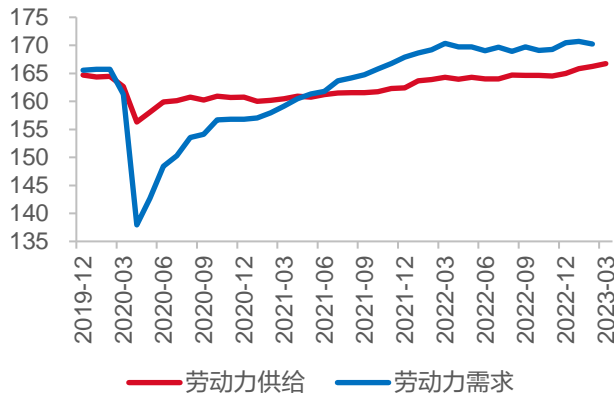
图17 美国居民消费增速%



资料来源：Wind，东海证券研究所

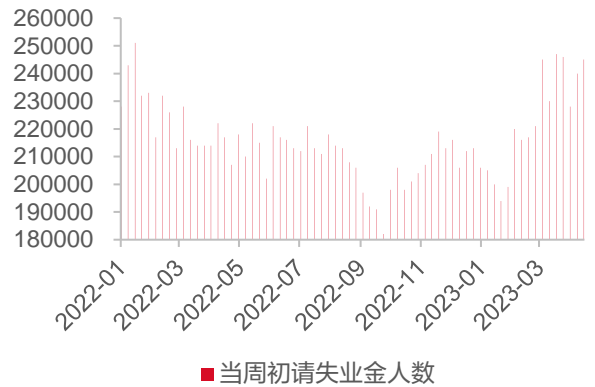
劳动力供给加速修复。美国劳动参与率持续回升，薪资受通胀影响高增下，企业更乐意雇佣应届生，且疫情后美国大学录取人数显著减少，16-19岁、25-54岁两个年龄段的劳动参与率已经回升至疫情前水平。截至2月，美国劳动力供需缺口收缩至不足400万人。4月9日至4月15日当周，初请失业金人数增至24.5万人，美国劳动力供需缺口加速收敛。

图18 美国劳动力供需，百万人



资料来源：Wind，东海证券研究所

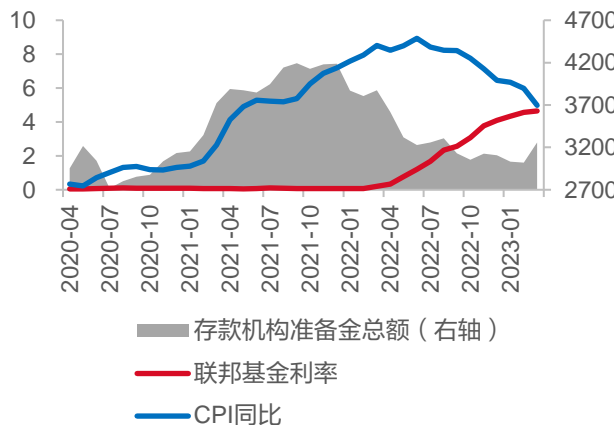
图19 初请失业金人数



资料来源：Wind，东海证券研究所

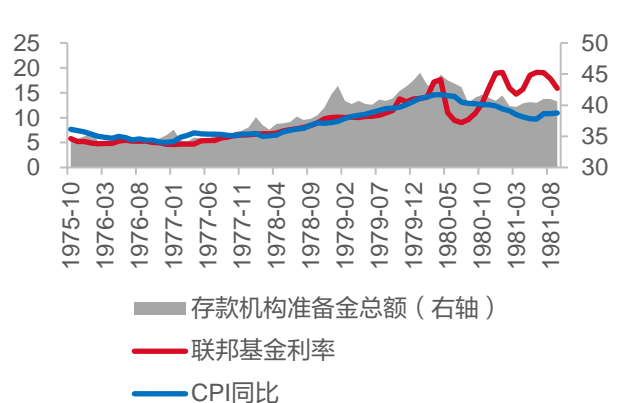
通胀上行与流动性短缺风险共存。为应对美国中小银行的流动性问题，美联储动用了结构性货币工具，导致联储资产负债表规模有所扩大，政策利率与货币供应量出现背离，根据沃尔克时期的经验，这种操作将加大通胀再次超预期上升的风险。另一方面，尽管银行业的流动性问题在联储的及时救助之下得到缓解，但紧缩政策仍会导致全球市场的美元流动性收紧，持续挑战各类市场参与者的兑付能力。在金融稳定与控制通胀目标的两难之间，货币政策难以两全，经济衰退的风险将会逐渐凸显。

图20 2020年以来的美国货币政策和通胀，%，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 1970年代的美国货币政策和通胀，%，十亿美元



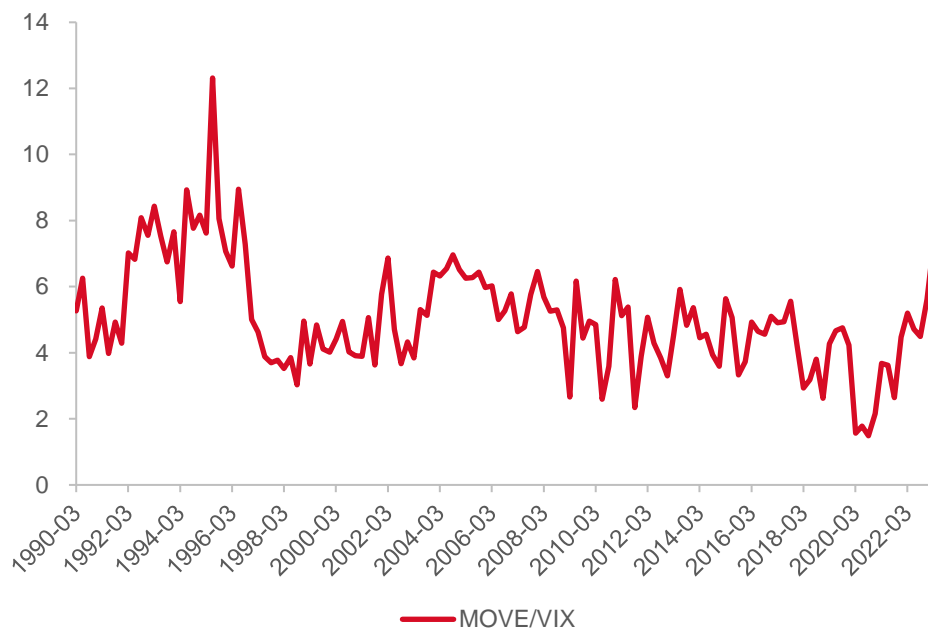
资料来源：Wind，东海证券研究所

### 海外市场的交易主线将转向基本面

过去一年中，美联储的货币政策是影响海外市场大类资产走势的最重要变量，在持续紧张的就市场面前，市场主要围绕货币政策的节奏与通胀的幅度进行博弈，对未来的经济下行并未充分计价。随着美国劳动力市场逐步松弛，市场对基本面数据的敏感度可能增强，开启“衰退交易”。

美国股债市场的风险定价出现分歧。在美国政府债务违约和经济衰退的双重风险下，美债市场的波动率显著增强，衡量美债隐含波动率的 MOVE 指数与美股波动率指数 VIX 的走势出现背离，两者之差达到本世纪新高。风险往往会同时对股债市场产生影响，从历史数据来看，MOVE 与 VIX 指数具有较强的相关性。未来股债市场的风险定价可能趋于平衡，权益市场可能定价更多衰退风险，债券市场的波动性将随着美国债务上限问题得到解决而有所下滑。

图22 MOVE 指数/VIX 指数

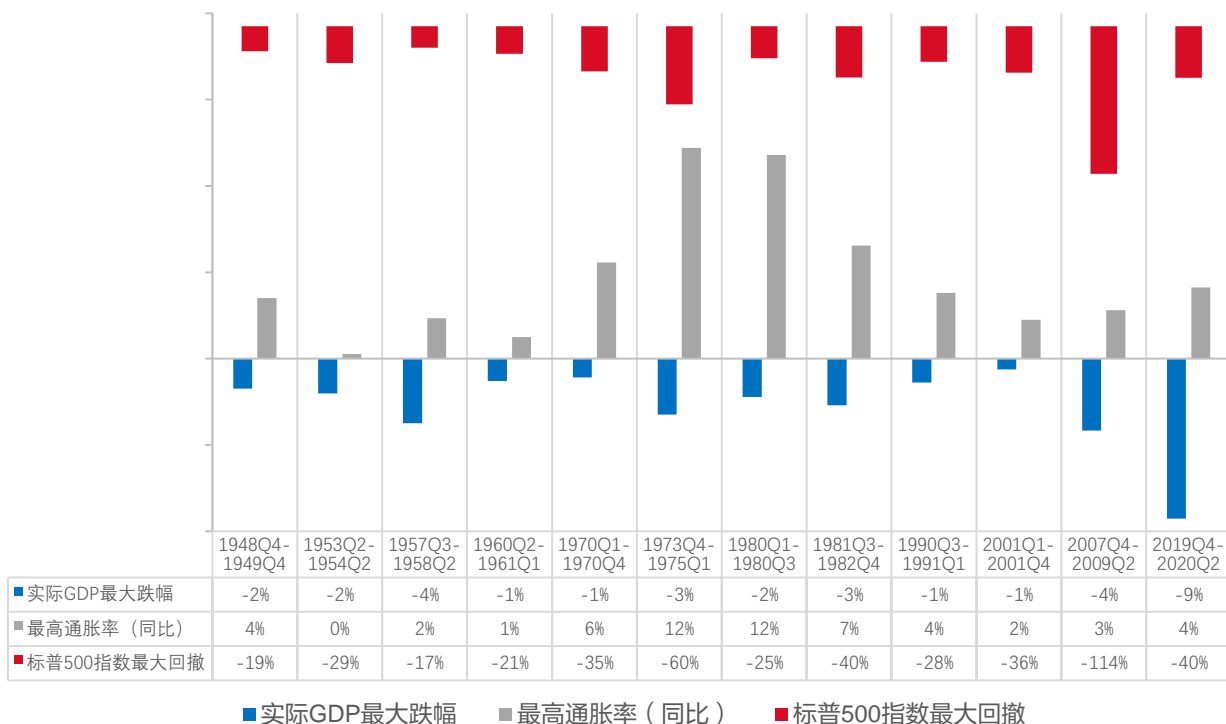


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

2 年与 10 年期美债利差将继续收窄。2 月以来，10 年期与 2 年期美债利差从 -0.89% 的低点逐步回升。随着市场进一步计价经济衰退以及随之而来的货币宽松，美债期限利差倒挂的幅度将进一步收窄。历史规律显示，美债收益率曲线的倒挂往往在衰退开始初期回正，而金融市场将提前定价衰退。

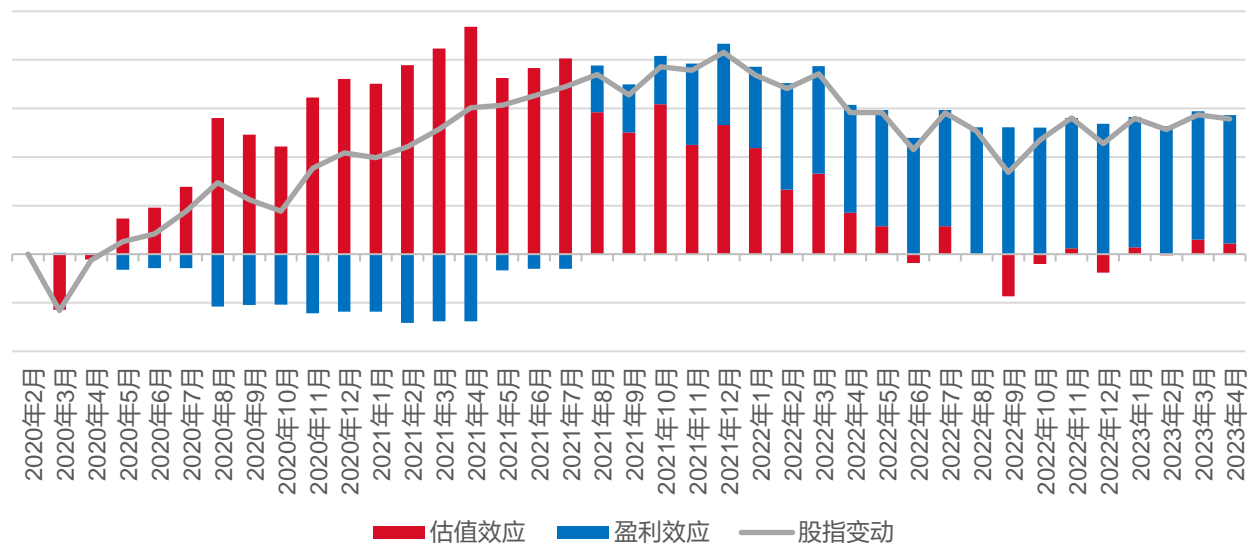
美股走势取决于衰退类型。分析以往衰退周期中标普 500 指数的走势可以发现，衰退的原因和深度将共同决定美股的回撤幅度，流动性危机造成的影响最大，滞胀次之。我们以 2020 年 2 月为基期，对标普 500 指数的变动进行拆解，发现近一年以来，盈利取代估值成为驱动股价增长的主要因素，经济衰退前景尚未反映在盈利预期中。未来美股可能调整，但幅度仍取决于衰退的类型。

图23 过往衰退中的标普 500 表现, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图24 2020年2月以来的标普 500 指数变动驱动因素拆解



资料来源: Wind, 东海证券研究所 注: 取对数处理



## 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：行业景气不改，关注部分细分方向

#### 3.1.1.光伏：国内外需求旺盛不改，石英坩埚扩产超预期

石英坩埚：关注高纯石英砂扩产超预期下，产业链下游的修复机会。近期石英股份、欧晶科技相继发布定增扩产预案，其中石英股份半导体石英材料系列项目（三期）项目中包含6万吨高纯石英砂产能。4月21日，国外石英砂巨头尤尼明（现矽比科）公告将提高高纯石英砂产能，到2025年时将在2022年基础上增加一倍，预计国内进口增量约1.5万吨。虽然石英股份扩产产能中中内层比例未知，且海外产能至少1.5年落地，但是扩产有利于从预期层面扭转高纯石英砂紧张下价格飙升现象。

组件：关注海外建厂及硅料价格下降下盈利修复。随着硅料产能释放及库存积累，近期硅料价格加速下跌，突破190元/kg。此外美国最近重申东南亚规避2年延缓，本土产能尚未完善下电力运营商联名反对，预计最终通过概率低。但政策风险下，继晶澳、隆基之后，晶科5200万美元扩大其在美国工厂计划获批。预计未来本地建厂将成为大势所趋，建议关注海外产能领先的厂商。

逆变器：出口维持高景气，财报公布下业绩落地。3月逆变器出口量591.37万个，环比增加74.8%，除欧洲需求持续外，东盟出口环比高增速。根据已经公布的上市公司财报，逆变器整体行业格局依旧稳定，行业订单及盈利能力较强。

整体来看，光伏行业需求端在海外政策波动持续下，3月出口环比依旧高增，国内装机量也维持向上趋势。建议关注：TCL中环，阳光电源。

#### 3.1.2.新能源汽车&锂电：电池板块需求向好，龙头盈利性稳固

终端需求回暖。1) 电动车需求端向好。国内4月前两周电动车零售量22.3万辆，同/环比+89%/+13%，市场需求回暖。近期上海车展多款新车型发布，将有效填补各价位车型，激发市场消费潜力。2) 储能装机加速放量。光伏行业价格下行，新能源电站盈利性增强，终端装机加速放量。4月前3周共约6.3GWh的储能项目并网或进入建设状态，超8GWh的项目处于招标状态，行业表现较为活跃。

原材料库存低点，价格有反弹迹象。碳酸锂现货价格近期逐步企稳，2023年4月21日电池级碳酸锂报价19.25万元/吨，当周环比-2.53%。近期无锡电子盘碳酸锂多个合约报价超19万元/吨，环比+32%。当前材料厂库存低点，各厂商为维持开工率，补库存成为刚需，价格有反弹迹象。因此前期布局原材料的相关电池厂成本控制能力更强，盈利能力稳固。

终端需求回暖，锂电池需求增加，考虑当前原材料库存低点，价格有反弹迹象，我们建议关注积极布局上游原材料的龙头电池企业：宁德时代、亿纬锂能等。

#### 3.1.3.风能：招标量维持景气，关注海风出口

截至4月24日，国内风电累计招标量约为34.32GW，行业整体维持较高景气度。今年以来，上游大宗材料呈现震荡下行趋势，零部件企业盈利空间持续修复，交付大年背景下有望量利齐升。建议关注：金雷股份、天顺风能、新强联等。海风4月进入开工季，产业链有望逐步放量，重点关注：海力风电、东方电缆、明阳智能。欧洲持续推进可再生能源发展，

中国作为全球风电设备主要出产国，出口量有望进一步提升，建议关注：大金重工、金风科技。

### 3.1.4.氢能：制氢规模不断增加，储、运、用环节迎来机遇

1-4月，国内电解槽招标量约905MW，已超2022年全年总和。随着国内风光储氢规划项目的增加，国内电解槽需求量有望维持增长。4月广东省与沙特阿美签署合作备忘录，氢能作为合作项目之一，电解槽出口海外有望成为相关厂商新的利润增长点，建议关注：昇辉科技、双良节能、龙蟠科技、华光环能。上游制氢规模的不断提升，有望带动氢气运输环节的发展，液氢运输建议关注：富瑞特装，镁基储氢建议关注：云海金属。中石化400km西氢东送纯氢管网纳入国家规划，压缩机、储氢设备等有望率先受益，建议关注：冰轮环境、雪人股份、京城股份、中复神鹰、兰石重装。

## 3.2.大消费

——分析师：丰毅 S0630522030001

任晓帆 S0630522070001

### 3.2.1.消费趋势：复苏持续，马太效应增强

**社零超预期，线下乐观，可选表现较强。**受去年疫情封控低基数因素影响，社零环比提速且可选明显好于必选（去年可选基数较低），餐饮提速明显，且渠道均表现为环比提速。一方面，较快的社零增长在Q2低基数下有望延续热度，社服、餐饮，以及跟餐饮相关的食品饮料行业数据有望继续转暖；另一方面，结合糖酒会反馈，我们认为部分行业在中小品牌库存较高的背景下，行业恢复红利更多被龙头品牌抢占，今年马太效应将更加明显。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**3月社零同比高于预期**：受益疫情政策优化后消费场景复苏以及去年低基数影响，2023年3月社零同比增速为10.6%（环比+7.1pct），高于市场预期7.27%。②**3月社零相比2019CAGR环比变化有限**。去除基数因素，3月较2019年同期CAGR达4.8%，较上月提升0.7pct。③**线上、线下3月同比提速，线下更强劲**：2023年3月网上商品和服务零售额累计同比达8.6%，较上月提升2.4pct，3月网上实物零售额累计同比增长7.3%，较上月提升2.0pct。推算2023年3月线下社零当月同比为7.9%，较上月环比提升4.9pct，趋势向好。④**分品类看，可选弹性较大**：可选多数行业环比提速快主要取决于去年同期疫情封控的影响强度，必选整体维持高位，去除掉疫情基数因素后，食品粮油、烟酒仍在实质性提速，表现稳健。

### 3.2.2.食品饮料：

**白酒：名酒与新品牌差距预计将拉开。（1）糖酒会活动热度明显好于往年，但招商热度有限。**本届春糖会，预计参会人次40万+，参展6517家企业（+30%+），企业活动举办踊跃，龙头酒企举办高规格论坛、会议、新品发布会较往年相比均更活跃，现场整体较往年拥挤。实际招商情况较往年则相对平稳。（2）**马太效应将增强。**①**3月淡季表现平而不淡，名酒收割明显。**因春节结束较早，提前进入淡季，2月中旬宴席回补结束后，3月在去年低基数下，动销为正但增长有限，叠加龙头淡季批价上浮有限，导致市场担忧。在此基础上，高端酒、省区名酒表现较强势，结合疫后经销商较为谨慎，高于行业的动销主要表现为对地方小品牌额度收割。②**中小品牌疫情影响仍在**：中小品牌、非茅酱酒品牌、部分持续招商次高端品牌库存消化并未结束，具体来看，非茅酱酒价格虽已企稳，库存仍较高，次高端品牌除了剑南春、舍得等名酒品牌外，部分上市酒企部分大单品、非上市酒企今年主要仍以去库存为主。③**名酒全价位带布局，信心较强**：经过疫情后，名酒目前已逐步开始趋势性全价位带布局，从动销到招商将进一步对中小品牌产生干扰和影响，不同于地方性小品牌，春节后名酒库存恢复常态，茅台、五粮液等主要名酒价格逐步企稳回升，5、6月小长假的行业主题，

对于非名酒、名酒可能分别为去库存和中秋旺季提价跳板，我们预计 2023 年白酒行业发展特征主要为集中度提升。建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、口子窖、古井贡酒、金徽酒、洋河股份、迎驾贡酒等。

### 啤酒：2022 年业绩价驱为主，结构化升级加速，旺季催化迎啤酒大年

(1) 存量竞争中赛点为把握高端化升级趋势。2018-2022 年啤酒销量 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) 2022 年业绩特征为价驱为主，结构化升级加速。2022 年啤酒厂商销量增速为燕啤 (4.1%) > 重啤 (2.4%) > 青啤 (1.8%) > 百威 (0.7%) > 华润 (0.4%)，百威、重啤、青啤、燕啤和华润吨价依次为 5,098 元/千升 (+1.2%)、4,915 元/千升 (+4.5%)、3,928 元/千升 (+5.0%)、3,231 元/千升 (+4.6%)、3,178 元/千升 (+5.2%)，吨价增速高于销量增速。华润啤酒吨价演绎空间大，啤白双赋能路线正推进；青岛啤酒销量恢复改善及结构升级加速推动高质量成长，经典款稳增长、纯生因即饮渠道受限销量暂时性下滑、白啤基数小增速高；重庆啤酒量价表现均出色，重庆、嘉士伯实现中高个位数增长，乌苏、1664 或个位数下滑，2023 年乌苏、1664 有望显著受益于场景恢复；燕啤 U8 放量吨价稳步提升，减员 2437 人+弱势子公司减亏，成本端压力改善，改革效果加速兑现。(3) 销量反弹，旺季催化迎啤酒大年。2023 年 1-3 月，中国规模以上企业啤酒产量 852.7 万千升，同比增长 4.5%。低基数上啤酒销量有明显同比反弹。气温回升，啤酒消费即将进入旺季，叠加即饮场景恢复，动销将加速，预计今年将迎来啤酒大年。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。从去年以及今年一季度零食表现来看，动销及业绩弹性整体表现亮眼，今年预期整体向上。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) 关注益生菌赛道。科拓生物 2022 年报符合预期，而 2023Q1 主要受非益生菌品类（复配添加剂）低于预期影响，业绩下滑，益生菌品类仍然维持接近翻倍增长。基于较强的益生菌研发优势、高盈利以及产能、订单快速提升，预计 Q3、Q4 公司业绩在新客户持续推进、产能逐步落地的背景下仍有望加速，持续关注科拓生物。(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。具体来看，安井 2023 年以来动销健康，预制菜业务业绩可期；干味央厨 2022 实现高质量增长，产品储备丰富，经销商质量齐升，表现优秀。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：

化妆品：国货表现较优。(1) 社零数据有所回暖。3 月化妆品社零同比+9.6%，相较于前有所恢复，随着线下场景的恢复，后续有望进一步复苏。(2) 品牌表现分化，国货龙头业绩表现优。年报陆续出炉，相较于行业大盘，龙头企业均保持 20%+增速，稳健增长。珀莱雅营收 63.85 亿元 (+37.82%)，净利润 8.17 亿元 (+41.88%)；贝泰妮营收 50.14 亿元 (+24.65%)，净利润 10.51 亿元 (+21.82%)；华熙生物营收 63.59 亿元 (+28.53%)，净利润 9.71 亿元 (+24.11%)。(3) 科技成新竞争点，关注企业研发实力。化妆品从重营销逐步转向重研发，产品质量成为品牌产品力核心，各企业推陈出新，加大研发投入。我们推荐关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物。



**医美：行业复苏，合规为基。(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。**4 月市场监管总局发布《医疗美容消费服务合同示范文本》，促进整体医美市场健康合规持续发展。书面服务合同的出台对于医美机构端有利于加强医美机构行为规范，经营系统成熟并合规的机构受益；对于上游厂商来说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，合规管线丰富的厂商受益。我们推荐关注合规产品线丰富的龙头医美企业**爱美客**以及大型医美机构**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：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期

国内经济复苏好于预期，OPEC+反制减产，但长期资本开支不足、美联储加息收紧流动等多方博弈下，油价长期处于相对高位，中枢下移；炼厂进入检修季，成品油利差有望走扩；上游资本开支改善，油服板块有望长期受益。

1. **油价短期中枢有望抬升。**沙特阿拉伯、俄罗斯和 OPEC+的主要盟友 4 月 2 日表示，计划自愿削减总计 160 万桶/天的供应，其中大部分从 5 月开始，持续到今年年底。OPEC+减产决定一度使原油价格跳空上涨，但反弹空间有限，于 4 月 21 日当周进入调整，于 4 月 21 日收于 77.84 美元/桶，周平均价跌幅 3.21%。4 月 14 日当周，美国炼厂吞吐量为 1584.4 万桶/日，开工率 91.0%，此前受暴风雪停工影响，今年截至目前美国炼厂一直保持在 85%左右的利用率波动，目前已出现明显修复。由于部分炼厂计划顺水推舟提前进入检修抬升成品油价格，以弥补停工带来的损失，预计今年整体开工率要低于 2022 年。EIA 于 4 月 11 日上调了 2023 年的原油价格预测。EIA 在其 4 月份的短期能源展望中将 2023 年布伦特原油预测上调 2.5%至 85.01 美元/桶，将 2024 年布伦特原油预测上调 4.7%至 81.21 美元/桶；将其 2023 年 WTI 价格前景上调 2.8%至平均 79.24 美元/桶，并将其 2024 年 WTI 预测上调 5.1%至 75.21 美元/桶。EIA 预计尽管 OPEC+减产，由于非欧佩克国家的增产，2023 年全球液体燃料产量将增加 150 万桶/天，达到 1.013 亿桶/天，到 2024 年将增加到 1.033 亿桶/天；2023 年全球液体燃料消费量将增加 140 万桶/天，达到 1.0087 亿桶/天，并在 2024 年达到 1.0272 亿桶/天。

2. **上游资本开支纪律性出现边际松动。**截至 2023 年 4 月 14 日当周，美国原油产量为 1230 万桶/日，同比增加 50 万桶/日。截至 4 月 21 日当周，美国钻机数 753 台，较去年同期增加 58 台；其中采油钻机数 591，较去年同期增加 42。原油增产仍动能不足，工作钻机数出现回落趋势。根据 Rystad 测算，预计到 2023 年和 2024 年，海上活动将占有受碳中和政策限制的常规碳氢化合物的 68%，高于 2015-2018 年的 40%。就项目总数而言，海上开发项目将占未来两年所有获批项目的近一半，高于 2015-2018 年的 29%。这些新投资将利好海上服务市场，供应链支出将在 2023 年和 2024 年增长 16%，同比增长 210 亿美元，创下十年新高。海上钻井平台、船舶、海底和浮式生产储油卸油(FPSO)活动都将蓬勃发展。全球领先的驱动力之一是中东离岸活动的大规模扩张。由于沙特阿拉伯、卡塔尔和阿联酋的大型项目，该地区的离岸上游支出将首次超过所有其他地区。该地区的海上支出至少在未来三年内将继续增长，从今年的 330 亿美元增长到 2025 年的 410 亿美元。这些国家正在

利用其丰富的海上资源来满足不断增长的全球石油需求，并获得必要的资本支持和基础设施以超越其他生产商。

**3. 炼厂进入检修季，利润边际良好。**国内 4 月份的原油吞吐量将较 3 月份进一步下降，因为国有和小型独立炼油厂都进入维护季节，尽管综合私营工厂的利用率有所提高。中石化、中石油、中海油和石化集团 3 月份的平均开工率从 2 月份的三个月高点 82.5% 降至 81.1%。今年 4 月，国有炼油厂总计有 68 万桶/天的产能将下线进行定期维修，其中中石化的产能为 16 万桶/天，中石油的产能为 52 万桶/天。3 月中石化旗舰公司镇海炼化关闭了 20 万桶/天的 3 号 CDU 炼油厂，进行两个月的维护，中海油则关闭了位于惠州的 24 万桶/天的一期炼油厂。中国石化的长岭石化和北海炼化和石化炼油厂也通过更换催化剂进行了部分二次装置维护，这对 3 月份的整体原油吞吐量也略有影响。2023 年上半年，进入维护炼油厂的产能总计将达到 207 万桶/天，不过维护时间将会有所错开。国内丙烷脱氢工厂在 4 月份开工率将恢复至 100%。宁波金发、宁波华泰、广西华谊石化、江苏斯尔邦石化(江苏盛虹)、福州中民能源和金能化工等 PDH 装置近期已中标多项进口招标，这些订单是在 3 月份泉州液化石油气会议上完成的。预计今年国内进口商的现货交易将会有所提升，因为随着原料成本的下降，为提高采购的灵活性而降低了期限与现货的比率。预计更多的石化生产商将利用改善的经济状况并提高开工率。标普全球的计算显示，PDH 营业利润率自 1 月底以来一直在回升，并在 3 月中旬回升至正水平。

**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。**

(数据来源：Wind、Platts、EIA、OPEC、Baker Hughes、Rystad Energy、国家统计局)

### 3.3.2. 建筑建材：关注竣工回暖下玻璃和消费建材机会

3 月地产竣工数据大超预期(3 月单月住宅竣工+35%)，新房销售 3 月样本城市同比增长 37%(一二三线增幅 70%/34%/24%)，二手房销售面积同比+80%。4 月以来地产高频销售虽季节性环比回落，同比仍维持较高水平。我们认为随着保交楼政策逐步落地以及天气回暖，竣工端回暖明显，建议关注玻璃、消费建材板块业绩修复机会。

玻璃去库加速，利润有望逐步修复。玻璃厂家库存自 3 月以来开始大幅下降，从高点至今已经下降 2090 万重箱，降幅 29%。当前厂库已明显低于 2022 年，部分地区如湖北河北的库存已回到历史低位。展望 2023 二季度，我们预期随着地产销售、竣工需求继续温和修复，浮法玻璃价格仍有改善动力，企业利润有望继续修复。关注旗滨集团、信义玻璃。

消费建材近期受季报期情绪扰动，回调明显。但考虑到家装周期的时滞性，Q2 有望成为行业盈利拐点。看好三棵树、东方雨虹、兔宝宝、伟星新材、科顺股份、坚朗五金、蒙娜丽莎。

### 3.3.3. 化工：年季报确立周期底部，关注需求复苏及新材料新技术主线

4 月份化工各板块年报和季报相继披露，以一季报披露情况来看，化工品周期整体仍处于相对底部，一季度弱复苏确立。展望二季度，我们仍看好两条主线：

一是国内地产、消费修复改善化工品整体需求下，地产化工产业链、轮胎产业景气度有望改善。一季度地产数据继续修复，消费相关数据好转明显，聚酯产业链开工、价格等数据同步向好。尽管成本端仍有波动，价差有所分化，但仍看好二季度地产链化工品企业利润的修复，关注化纤、聚酯、钛白粉、纯碱等相关龙头企业。轮胎 3 月份产量大幅同比增长 11.3%，1-3 月，中国橡胶轮胎的出口量、出口额也实现增长；轮胎周期触底反弹趋势不断验证，看好目前估值低位的相关代表企业如森麒麟、赛轮轮胎。

二是国产替代和新能源需求增长下，精细化工以及高端材料为代表的化工新材料是产业未来发展主要方向。着重关注以下细分成长：1) 环保及高端新材料催化剂；2) 受益 N 型电池渗透率提升的 POE；3) 2023 年交付大年的风电产业链；4) 半导体国产化推动下的光刻胶原材料；5) AI 算力提升有望带动氟化液需求。

### 3.3.4. 农林牧渔：生猪产能继续去化，把握板块调整后的机会

#### 1、生猪：3 月能繁母猪存栏环比下降 0.9%。

**3 月能繁母猪存栏环比下降 0.9%。**根据国家统计局数据，截至 3 月末，全国能繁母猪存栏 4305 万头，环比下降 0.9%，相当于正常保有量的 105%，较 2022 年高点下降了 1.94%。根据涌益咨询数据，3 月能繁母猪存栏环比下降 1.95%。根据中国畜牧业协会，3 月二元母猪存栏量环比下降 2.3%，后备母猪存栏环比下降 2.4%，淘汰母猪量环比增长 3.4%。从各口径的数据来看，行业产能均呈现不同程度的去化，去化幅度环比呈现增长趋势。

**猪价低位震荡，养殖持续亏损。**根据博亚和讯，截至 4 月 21 日，全国生猪均价 14.49 元/公斤，周环比上涨 2.69%。仔猪价格 34.67 元/公斤，周环比下跌 1.06%。随着节日的临近，猪价整体震荡偏强。4 月 21 日，二元母猪价格 32.18 元/公斤，周环比下跌 0.43%，自繁自养养殖盈利-376.40 元/头，外购仔猪养殖盈利-442.95 元/头，连续亏损了约 4 个月。短期来看，猪肉消费端回升依旧缓慢，同时二次育肥的积极性减弱，预计上行幅度有限，猪价或仍将低位震荡。养殖行业持续亏损，行业面临资金压力，产能或继续去化。

**猪肉需求淡季，冻品库存环比增加。**根据钢联数据，截至 4 月 21 日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为 22.91%，环比上升了 2.77 个百分点。当前猪肉需求较为平淡，屠宰企业冻品库存增加。从屠宰量来看，4 月 23 日，样本企业屠宰 15.92 万头，环比增加 13%，节前屠宰企业备货增加，屠宰量有所回升。

从历史股价来看，生猪养殖股呈现左侧布局的特征，猪价低位时，板块具有较高的安全边际。短期猪价小幅反弹，但仍处于亏损状态，产能或将进一步去化，支撑中长期生猪价格，猪企业绩有望逐步向好。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注**牧原股份、温氏股份、巨星农牧**。

#### 2、禽：黄羽鸡产能处于低位，价格有望逐步向好

**黄羽鸡产能处于低位，2023 年供给偏紧。**黄羽肉鸡行业在 2020 年-2022 年上半年处于低迷状态，行业产能持续去化，目前父母代存栏量处于近 3 年低位。根据畜牧业协会的样本数据，截至 2023 年 4 月 9 日当周，在产父母代存栏 1380 万套，较 2020 年高点下降了 12%，父母代总存栏 2273 万套，较 2020 年高点下降了 10%。从黄羽鸡传导周期来看，从后备父母代鸡到商品代毛鸡约 40 周，从在产父母代鸡至商品代毛鸡约 15 周，随着 2022 年下半年以来在产和后备父母代存栏量的持续降低，我们预计 2023 年黄羽鸡供给端将偏紧。

**商品代鸡苗量价均有所回升，但仍处于历史低位。**从商品代鸡苗销量来看，黄羽鸡行业产能去化较为显著。根据畜牧业协会的样本数据，截至 4 月 9 日当周，商品代雏鸡销量 3460 万只，鸡苗销量小幅回升，同比增加 3%，但仍处于 2019 年以来的较低水平，较 2019 年高点下降 19%。截至 4 月 9 日当周，黄羽鸡商品代鸡苗价格为 2.17 元/只，同比上涨 28%。我们预计随着消费端的回暖，黄鸡价格将有所上涨。

我们认为，2023 年黄羽鸡供给端将继续偏紧，同时，下游消费场景陆续恢复，预计黄羽鸡价格将逐步向好。建议关注**立华股份**。

风险提示：自然灾害风险；疫情扩散风险；消费低迷风险。



### 3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

陈成 S0630522080001

伍可心 S630522120001

4 月份以来，大盘整体呈震荡下行走势，医药生物板块表现欠佳，板块热点乏善可陈，成交量相对低迷。近期新冠变异株 XBB.1.16 引起市场关注，短期内建议关注病毒进展情况及相关投资机会。当前市场风格切换较快，板块估值处于历史相对低位，整体来看，建议以中长线视角布局板块投资机会，以精选优质个股为主。随着 2022 年报及 2023 一季报业绩披露完毕，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、眼科服务、连锁药店等相关细分子板块及个股。

**创新药链：**4 月中旬，2023 年 AACR 大会在美国召开。作为全球三大癌症学会之一，AACR 大会是创新药企披露核心品种重要临床数据、扩大企业影响力和获得合作机会的重要展示平台。今年的 AACR 会议上，有超过 20 家中国创新药企公布了创新产品在临床前或临床阶段的重要数据，市场对于创新药的关注度进一步提升。从长期来看，我国创新药企的创新实力正在不断提升，出海进程有望加速推进；经过两年多时间的充分调整，创新药板块投资价值进一步凸显。建议关注：贝达药业、恒瑞医药等。

**眼科服务：**近期，教育部发布全面部署年度全国综合防控儿童青少年近视重点工作计划，青少年近视防控体系持续完善，眼科赛道再迎利好。近年来，教育部及卫健委多次发文推进完善青少年近视防控体系，提高儿童眼保健、视力检查覆盖率及屈光不正矫正覆盖率，随着大范围定期普查的开展，常规视光配镜及 OK 镜业务等有望持续放量。此外，伴随年龄的增长，白内障的发生率逐步提升，眼健康“十四五”中提出全国 CSR 要达到 3500，有效白内障手术覆盖率将不断提高，老年人通过手术重现光明的需求也将进一步提升。建议关注：华夏眼科、爱博医疗等。

**连锁药店：**近年来，国家陆续出台了一系列政策措施，支持处方外流，推动了零售药店的发展。从药品零加成、双通道，到医保账户的调整、以及今年年初出台的《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》等政策，都将有力推动门诊处方的加速外流。我们认为，随着零售药店连锁化率的持续提升、经营品类的日益多元化、处方外流的加速推进等，零售药店行业未来仍有很大的发展空间。建议关注：老百姓、益丰药房等。

### 3.5.TMT

——分析师：周啸宇 S0630519030001

**半导体设备：上游开支预期向好，国产替代进程持续推进。**1) 短期来看，国内晶圆制造厂 3 月合计招标 321 台设备，环比增长 137.78%，较 2 月份有明显提升。其中，国内设备厂商合计中标 82 台设备，占比约为 63.57%，同比增长 300%左右。国产设备订单落实持续向好，预计我国今年半导体行业开支有望好于预期。2) 中长期来看，海外半导体设备订单不确定性加剧，且我国 2022 年国产半导体设备渗透率整体不足 10%仍处发展初期，国产设备具备较大的成长空间。因此，在国产替代进程持续加速推进的背景下，今年国产设备渗透率有望好于市场预期，建议关注国内具备国际领先技术的设备龙头。

**面板：面板行业趋势持续向好，短期有望回归现金成本之上。**1) 从 TV 面板来看，自 2 月下旬以来，TV 面板价格持续回升，预计部分面板产品将有望在 5 月份重新回归现金成本

之上。2) 从 IT 面板来看, 在上游面板厂商调产限价的策略及下游客户库存回归健康水平的背景下, IT 面板价格在 3 月止跌转平后, 基本已无下行动能。我们认为, 在日韩退出 LCD 争夺及部分台厂产线停产转型的背景下, 我国面板厂商控产控价能力已经充分显现。随着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 TV 面板将延续价格增长的态势, IT 面板有望企稳回升, 下半年面板厂商有望恢复盈利。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: 内销有望持续改善, 出口或将好于预期

2023 年 3 月家用电器和音像器材类限额以上单位商品零售额为 723 亿元, 同比下降 1.4%, 1-3 月累计零售额为 1,989 亿元, 同比下降 1.7%; 相比 1-2 月, 3 月家电内销景气度环比略有改善。

**空调内销数据亮眼。**据产业在线, 2023 年一季度累计来看, 家用空调内销出货量同比增长 16.7%, 出口量同比下降 5.4%。考虑到去年的低基数效应, 且渠道在较低库存水平下有补库存需求, 二季度家用空调内销出货有望延续同比增长趋势。零售端, 根据奥维数据, 一季度空调线上、线下监测零售额分别同比增长 13.5% 和 1.6%。线下市场高端空调零售额占比同比提升 3.6pct 至 20.4%, 结构优化趋势明显。**白电市场竞争格局较为稳定, 关注格力电器等龙头企业; 此外, 关注盾安环境等产业链上游公司。**

**冰洗销量承压, 但不改升级趋势。**据奥维罗盘, 2023 年第 1 周至第 16 周, 冰箱、洗衣机线上销量分别同比下降 1.9%、3.4%; 线下销量分别同比下降 10.9%、15.8%。冰箱线下均价同比提升 515 元至 6,530 元, 洗衣机线下均价同比提升 170 元至 4,134 元。一季度线下冰箱市场高端品零售额占比同比提升 3.5pct 至 37.8%。品牌方面, 海尔稳居线上、线下冰洗头部地位, 海尔、美的线下冰箱、洗衣机累计均价均明显提升。

**厨电: 需求传导存在时滞, 优先关注新兴品类。**一季度有节日因素影响, 且从往年看, 在全年中的占比有限。考虑到产业链需求传导具有滞后性, 且去年二季度基数较低, 同比增预计自 4 月起有望明显改善。2022 年集成灶行业销量受限, 主要的逻辑是产品升级。2023 年, 行业整体提价逻辑兑现后, 重点公司经营重心聚焦在下沉渠道的开发和产品矩阵的补齐, 为了抢占市场, 今年可能有局部的价格战, 比如在下沉市场或者消毒柜机型上。**关注布局第二增长曲线的厨电龙头老板电器、集成灶专业品牌火星人。**

**清洁电器: 以价换量逻辑仍待验证, 关注年中大促。**3 月扫地机器人、洗地机线上零售额分别同比下降 6.9%、同比增加 5.8%。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。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。**建议关注科沃斯、石头科技。**

**3 月家电出口优于市场预期, 广交会有望助力后续订单。**家用电器 3 月出口量为 3.2 亿台, 同比增长 22.9%, 出口金额(人民币口径)为 569.8 亿元, 同比增长 20.6%。前期订单延后、新兴市场成长或为出口数据超预期的主要原因。展望后续, 随着海外库存去化以及低基数效应, 家电企业外销有望持续修复。**建议关注美的集团、海尔智家等全球化龙头, 新宝股份、比依股份等外销代工类企业。**

### 3.6.2.机械：国内通用自动化需求有望修复，工程机械出海可期

**机器人：**工业机器人产量降幅收窄，长期空间广阔。3 月份，我国工业机器人产量为 43,883 套，同比下降 5.7%；1-3 月工业机器人产量总计为 103,691 套，同比下降 3%。但与 1-2 月相比，3 月工业机器人产量降幅回落，出现趋势性回暖。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。长期来看，机器人行业市场前景可期。《“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。**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绿的谐波、多元化发展的拓斯达。

**通用机械：**短期有望受益于制造业改善，长期国产替代趋势不改。3 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：**数控机床板块、国产减速机龙头国茂股份、数控刀具厂商欧科亿。

**工程机械：**内销仍待观察，出口有望维持高景气。2023Q1 行业挖机总销量为 57,471 台，同比下滑 26%；其中国内销量为 28,828 台，同比下降 44%，出口量为 28,643 台，同比增长 13%。据工程机械杂志，4 月国内、出口市场销量预计分别同比下降 44%、同比增长 6%。标准切换短期内对内销有一定扰动。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：车展带来积极催化，新车开启新征程

#### 乘用车：

**销量：（1）批发：**零售端、出口端数据较为积极，但燃油车排放标准的切换对渠道端库存调整的影响仍然延续，使批发数据弱于零售改善。据乘联会，3 月狭义乘用车批发 198.8 万辆，同比+9%，其中新能源汽车批发 61.7 万辆，同比+35%。4 月 1-16 日乘用车批发 54.8 万辆，同比+44%，较上月同期-12%，其中新能源汽车批发 20.4 万辆，同比+50%，较上月同期-7%。**（2）零售：**一季度车企密集调价带来的投资者观望情绪正逐步消退，同时去年同期的低基数使 4 月的同比数据大幅度改善，而与 2021 年同期相比，零售数据仍取得较好增速。据乘联会，3 月狭义乘用车零售 159.1 万辆，同比+1%，其中新能源汽车零售 54.3 万辆，同比+22%。4 月 1-16 日乘用车零售 66.5 万辆，同比+62%，较上月同期+15%，其中新能源汽车零售 22.3 万辆，同比+89%，较上月同期+13%。**（3）库存：**经销商库存仍处于偏高水平，由于国六 A 是否延期暂未落地，渠道去库存或将延续。据中国汽车流通协会，3 月汽车经销商综合库存系数为 1.78，环比-7.8%，同比+1.7%。**（4）出口：**高景气度延续，同时结构将向更高附加值的新能源汽车进一步优化，是中国汽车产业的长期增长点。据乘联会，3 月乘用车出口 29 万辆，同比+172%，环比+15%，其中新能源乘用车出口 7.0 万辆。

**价格：**燃油车持续去库存但价格已趋于平稳，新能源汽车上游锂价调整，新车型定价较去年普遍下降，整体来看，价格战的预期较为充分，后续影响或逐步减弱。

**车企：**2023 年海外出口确定性强，国内则更需关注行业竞争格局演变，近期上海车展带来积极催化，新车型带来的边际变化值得关注。各上市车企中，3 月上汽销量 35.2 万辆，同比-21%；广汽销量 23.2 万辆，同比+2%；长安销量 24.5 万辆，同比+4%；比亚迪销量 20.7 万辆，同比+97%；吉利销量 11.0 万辆，同比+9%；长城销量 9.0 万辆，同比-11%；理想交付 2.1 万辆，同比+89%；赛力斯销量 1.9 万辆，同比-23%；蔚来销量 1.0 万辆，同比+4%；小鹏销量 0.7 万辆，同比-55%；零跑销量 0.6 万辆，同比-39%。对于上汽、广汽、长安等传统大型车企，自主品牌受益于电动化转型带来的销量及盈利能力改善，合资品牌持续承压；自主品牌中，比亚迪及长城均在上海车展带来多款重磅车型，比亚迪旗下的海鸥、

仰望 U8 以及长城旗下的枭龙系列、蓝山等已开启预售；新势力品牌中，理想延续强势的销量表现，蔚来、小鹏则需等待下一款重磅车型新款蔚来 ES6、小鹏 G6 的落地。

#### 商用车：

重卡市场或回归上行周期。据第一商用车网，2 月重卡销量 6.8 万辆，同比+15%，实现同比增速由负转正；3 月重卡销量 9.7 万辆，同比+26%，延续较好的同比增速；4 月因季节性因素或有一定波动，但全年改善趋势较为明确。国内市场，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。出口市场，重汽、解放等厂商海外出口维持高景气，1-2 月重卡出口累计 4.1 万辆，同比增长 92%，3 月出口同比增长 70%以上。重卡全年销量有望实现 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。持续关注整车及核心零部件供应商。

**风险提示：**汽车销量不及预期的风险；行业政策变动的风险。

### 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

4 月板块内部分化延续。国有银行和低估值股份行涨势较好，其他中小银行走弱。原因在于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。我们对下阶段银行板块的行情保持乐观。原因在于：随着季报，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；近期出现一些边际改善：房地产销售迹象明显，社融保持强势，贷款利率有企稳迹象。我们看好发达地区中小银行，业绩有望继续保持相对优势。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) 规模有望保持较快增长。建议重点关注：宁波银行、苏州银行、江苏银行、常熟银行。

## 4.风险提示

(1) 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。

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

(3) 全球金融市场不稳定的风险,历次美联储加息末期,由于高利率环境下金融风险一旦发生极易传导,容易引发全球金融市场风险

(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](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](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089