

# 海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情

## 资产配置与比较月报（2022年6月）

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：021-20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

证券分析师：李沛

执业证书编号：S0630520070001

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

### ◎ 投资要点：

◆**回顾：5月，全球资产整体价格上行。**国内经济虽然回落，但是在稳增长、疫情逐步得到控制及复工复产预期下，股市整体反弹。由于俄乌冲突事件带来的油价和粮食价格上涨、炼油产能不足带来的成品油紧张、供应链及物流制约、劳动力成本居高等因素下，海外通胀仍然处于高位。

◆**展望：海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情。**6月，俄罗斯原油供应减少的边际影响或将减弱，中国国内炼油恢复及对成品油出口增加、美国原油供应增加等均有改善通胀预期。海外通胀，4月美国核心PCE同比上升4.9%，为去年12月以来的最低。国内疫情好转，供应链逐渐恢复。上海进入5月以来疫情明显转好，5月29日，上海发布加快经济恢复和重振行动方案，6月1日起取消企业复工复产审批制度。5月23日国常会部署6方面33条稳经济一揽子政策措施，全国稳住经济大盘电视电话会议作出明确指示，对冲超预期的经济下行，预计稳增长措施也会超预期。**6月资产配置展望：(1) 疫情控制好转下的供应链复苏及消费好转，重点关注必选消费项。(2) 预计能源价格仍然居高，关注国内具有产业链优势的炼化、成品油套利、优质煤化工企业等。(3) 新能源行业的长期主线。欧洲光伏需求持续超预期，新能源整车厂建议继续关注比亚迪。(4) 基建投资尤其是水利，特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目带来的材料配套相关的投资机会。**

◆**各行业观点。电新：**疫情缓解将带动行业“二阶段复苏”。欧洲光伏需求持续超预期，产品价格上涨带动企业盈利。新能源车整车短期受疫情影响较大，长期看市场需求依旧火爆。风电疫后加快赶工进程，平价时代继续看好2022年海风招标。氢能政策加码，示范项目初见成效，上市企业持续布局。

**消费：**疫情好转，消费结构分化，短期需求受损，长期韧性仍存。白酒方面，疫情影响整体有限，高端稳，次高端弹性较大，地产酒恢复可期。非白酒饮食重点关注疫情后的复苏弹性。纺织服装目前估值底部，龙头线上反弹，关注核心赛道反弹机遇。美容护理疫后反弹确定性较强，国产品牌线上渠道快速发展，关注发展前景。酒店行业受疫情影响边际转弱，景点旅游关注暑期跨省长途游。

**资源品及周期：**石油石化板块，外热内冷，海外成品油价差扩大，国内后市需求有望走强，推荐具有海外炼厂优势以及上游油气资源的标的。化肥板块，春耕淡季供需齐降，看好国内煤头生产企业的成本优势领先。化纤出口受益，复工复产渐临有望提振下游需求。基建引领、地产好转，建筑关注“两新一重”基建龙头，建材关注疫情修复后的预期。

**大健康：**处于业绩和市场双底阶段，中长期投资价值显著，建议关注政策免疫性强，创新实力雄厚，估值释放充分，业绩确定性较高的细分板块。**TMT：**关注下游需求强劲、短中期或能实现国产化替代的车规级功率半导体行业；传媒板块重点跟踪新游获版号后的业绩兑现情况。**高端制造：**家电关注新兴小电及地产后周期龙头。**金融：**银行息差与资产质量面临下行压力，可适当关注区域经济发达、资产质量扎实的区域性银行。

◆**风险提示：**国内疫情反复超预期，稳增长政策落地速度低于预期，美国通胀回落不及预期，俄乌危机发展超预期。

## 正文目录

<b>1. 回顾与展望</b> .....	<b>5</b>
1.1. 2022 年 5 月份资产价格表现回顾 .....	5
1.2. 展望：海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情 .....	6
1.2.1. 海外通胀有望回落 .....	6
1.2.2. 国内需求有望复苏 .....	7
<b>2. 总量观点</b> .....	<b>8</b>
2.1. 宏观：政策加码稳增长 .....	8
2.1.1. 国内宏观 .....	8
2.1.2. 海外宏观 .....	17
2.2. 固收：收益率面临双边约束 .....	20
2.3. 量化及技术面分析 .....	21
2.3.1. 量化分析 .....	21
2.3.2. 技术面分析 .....	22
<b>3. 各行业观点总结与展望</b> .....	<b>23</b>
3.1. 电力设备及新能源 .....	23
3.1.1. 光伏：欧洲需求持续超预期，产品价格上涨带动企业盈利 .....	23
3.1.2. 新能源汽车&锂电：疫情缓解、车企复工，各环节排产回暖 .....	24
3.1.3. 风电：疫情缓解后将加快赶工进程，平价时代继续看好 22 年海风招标 .....	24
3.1.4. 氢能：政策持续加码，示范项目初见成效 .....	24
3.2. 大消费 .....	25
3.2.1. 消费趋势：疫情形势好转，结构分化，长期消费韧性仍存 .....	25
3.2.2. 白酒：端午回款稳步推进，高端酒批价有所回升 .....	25
3.2.3. 非白酒餐饮：重点关注疫情后的复苏弹性 .....	26
3.2.4. 纺织服装：疫情影响明显，关注服饰反弹以及纺织行业机会 .....	26
3.2.5. 美容护理：关注疫情缓解后的反弹消费 .....	26
3.2.6. 社服观点：疫情冲击趋缓，板块蓄势反弹 .....	27
3.3. 资源品及周期 .....	28
3.3.1. 石油石化：外热内冷，海外成品油价差扩大，国内后市需求有望走强 .....	28
3.3.2. 化肥：农耕淡季供需齐降，看好国内煤头生产企业的成本优势领先 .....	29
3.3.3. 化纤：海外高通胀及近期人民币贬值利好出口，复工复产渐临有望提振下游需求 .....	30
3.3.4. 建筑&建材：有效投资加码+复工复产进行时，基建产业链引领、地产产业链好转 .....	30
3.4. 大健康 .....	31
3.5. TMT .....	32
3.5.1. 电子：上海疫情对芯片产能影响有限 海外通胀压制科技股估值 .....	32
3.5.2. 传媒：游戏板块受国内外负面影响小，影视板块短期存在反弹预期 .....	32
3.6. 高端制造 .....	33
3.6.1. 家电：关注新兴小电及地产后周期龙头 .....	33
3.7. 金融 .....	34
3.7.1. 银行：息差与资产质量面临下行压力 .....	34
3.7.2. 保险：4 月原保费收入较弱，负债端修复预期遇冷 .....	34
3.7.3. 券商：5 月交投活跃度环比下降 .....	34
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图 1 (2022 年 5 月期间主要资产价格表现).....	5
图 2 (2022 年 5 月申万一级行业涨跌幅, %).....	6
图 3 (美国汽油与原油价差, 美元/桶, 美元/桶).....	7
图 4 (CRB 商品价格指数).....	7
图 5 (4 月工业增加值分项当月同比及环比变动, %, %).....	8
图 6 (社会消费品零售总额当月同比, %).....	9
图 7 (餐饮收入及商品零售当月同比, %).....	9
图 8 (4 月社会消费品零售分项同比及环比变动, %, %).....	9
图 9 (基建及制造业投资增速, %).....	9
图 10 (上海新增实际本土阳性病例, 例, 例).....	10
图 11 (全国新增确诊病例, 例).....	10
图 12 (4 月 1 日全国疫情情况).....	11
图 13 (5 月 25 日全国疫情情况).....	11
图 14 (上海日均耗煤量, 万吨).....	11
图 15 (沿海八省日均耗煤量, 万吨).....	11
图 16 (沥青开工率, %).....	11
图 17 (高炉开工率, %).....	11
图 18 (半钢胎开工率, %).....	12
图 19 (纯碱开工率, %).....	12
图 20 (PTA 开工率, %).....	12
图 21 (涤纶长丝开工率, %).....	12
图 22 (九大城市地铁客运量, 万人, 万人).....	12
图 23 (民航景气指数).....	12
图 24 (M2 同比与社融存量增速, %).....	14
图 25 (LPR 报价, %).....	14
图 26 (汽车工业增加值当月同比, %).....	15
图 27 (规模以上工业企业利润累计同比, %).....	15
图 28 (4 月工业企业利润分项累计同比及环比变动, %, %).....	15
图 29 (沪深 300 指数及中证 500 指数 PE, 倍, 倍).....	15
图 30 (主要指数 PE 及 2011 年以来分位数水平, %, 倍).....	15
图 31 (申万一级行业市盈率水平及历史分位数, %, 倍).....	16
图 32 (沪深 300 指数与融资余额, 点, 亿元).....	16
图 33 (沪深 300 指数与北向资金, 点, 百万元).....	16
图 34 (沪深 300 指数与 M1 同比, 点, %).....	16
图 35 (股票型基金发行额与沪深 300 指数, 点, 亿份).....	16
图 36 (美国 CPI 及核心 CPI 当月同比, %).....	17
图 37 (美国 PCE 及核心 PCE 当月同比, %).....	17
图 38 (美国 ISM 制造业 PMI).....	18
图 39 (美国失业率及劳动参与率, %, %).....	18
图 40 (美元指数, 点).....	18
图 41 (美国抵押贷款固定利率及美国房价, %, 美元).....	18
图 42 (美国 GDP 不变价环比折年率, %).....	19
图 43 (美国新冠疫情新增确诊数, 例).....	19
图 44 (美联储总资产及联邦基金利率, 百万美元, %).....	19
图 45 (美国 10 年期国债名义收益率及实际收益率, %).....	19
图 46 (CBOT 小麦期货价格, 美分、蒲式耳).....	20

图 47 (美油、布油价格, 美元/桶) .....20

## 1. 回顾与展望

### 1.1. 2022年5月份资产价格表现回顾

2022年5月份，全球整体资产价格整体上行。国内经济虽然回落，但是在稳增长、疫情逐步得到控制及复工复产预期下，股市整体反弹。由于俄乌冲突事件带来的油价和粮食价格上涨、炼油产能不足带来的成品油紧张、供应链及物流制约、劳动力成本居高等因素下，海外通胀仍然处于高位。

**权益市场：**5月A股震荡上行。截至5月27日，申万一级行业中，共有22个行业上涨，9个行业下跌。表现较好的行业有汽车（15.8%）、煤炭（11.7%）、石油化工（10.4%）、国防军工（9.3%）、基础化工（8.7%）。表现较差的行业有房地产（-4.5%）、银行（-3.3%）、食品饮料（-2.8%）、计算机（-1.3%）、家用电器（-1.0%）。

**商品市场：**5月，以天然气、原油、动力煤为代表的能源类商品在大类资产中表现最好。CRB商品价格指数5月上漲3.4%，Nymex天然气期货上漲20.2%，布油期货上漲8.7%，国内动力煤期货上漲5.9%。资源类商品如铁矿石及铜小幅下跌。

**债券市场：**5月，中美10年期国债到期收益率同步下行，美债由2.89%回落至2.74%，中债由2.84%回落至2.70%，两者依然存在小幅倒挂。

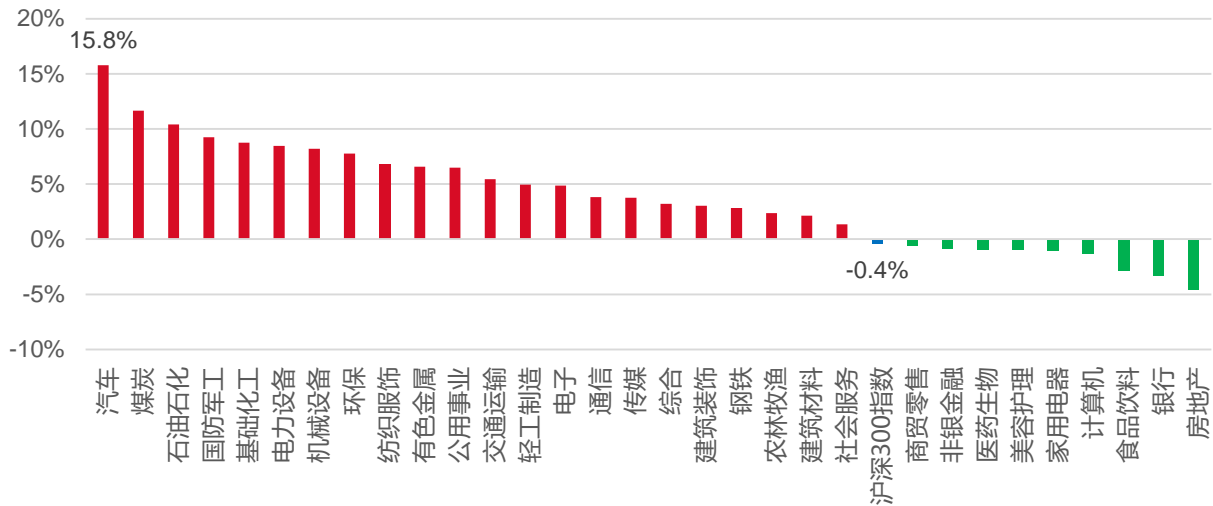
图1 (2022年5月期间主要资产价格表现)

资产价格	单位	4月29日	5月27日	变化%
NYMEX天然气期货	美元/百万英热单位	7.25	8.71	20.2%
布伦特原油期货	美元/桶	106.08	115.32	8.7%
动力煤期货	元/吨	822.00	870.60	5.9%
10年期美债到期收益率	%	2.89	2.74	5.2%
10年期国债到期收益率	%	2.84	2.70	5.0%
科创50指数	点	947.15	993.70	4.9%
中证500指数	点	5627.90	5899.92	4.8%
CRB商品价格指数	1967年=100	308.27	318.66	3.4%
上证指数	点	3047.06	3130.24	2.7%
道琼斯工业平均指数	点	32977.21	33212.96	0.7%
标普500指数	点	4131.93	4158.24	0.6%
创业板指数	点	2319.14	2322.48	0.1%
沪深300指数	点	4016.24	4001.30	-0.4%
铁矿石期货	元/吨	869.50	863.50	-0.7%
人民币汇率		6.6090	6.6980	-1.3%
美元指数	1973年3月=100	103.23	101.66	-1.5%
纳斯达克综合指数	点	12334.64	12131.13	-1.6%
英国天然气期货	便士/色姆	161.00	158.00	-1.9%
COMEX黄金期货	美元/盎司	1896.90	1857.30	-2.1%
LME铜期货	美元/吨	9714.00	9490.00	-2.3%
农产品批发价格200指数	2015年=100	128.48	119.78	-6.8%
螺纹钢期货	元/吨	4910.00	4576.00	-6.8%

资料来源：Wind，东海证券研究所

注：人民币汇率变化为正代表升值，债券收益率变化为正代表债券价格上涨。CRB数据截至5月26日。

图 2 (2022 年 5 月申万一级行业涨跌幅, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

注: 时间为 2022/5/5-2022/5/27

## 1.2. 展望：海外通胀回落与国内需求复苏下的结构性行情

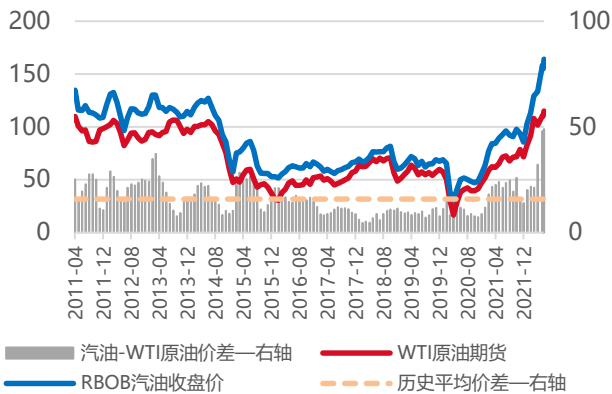
### 1.2.1. 海外通胀有望回落

**油气价格仍然处于高位，但预计后市影响将会回落。**5月能源价格出现上涨，至5月底，布伦特原油至近120美元/桶，NYMEX天然气近9美元/百万英热。由于海外出行恢复，成品油需求良好，至5月27日美国RBOB汽油-WTI原油价差至49美元/桶，创历史新高，远高于历史平均的15.88美元/桶。EIA在5月STEO预测，2022年4月全球石油和液体消费量为9740万桶/天，比2021年4月增加210万桶/天；我们认为5月中国炼厂开工率下降，或将拖累原油需求。而5月份的成品油紧张，主要由于过去几年的海外炼厂的部分退出、加之5月份印尼Pertamina炼厂和韩国S-Oil的装置事故影响；至5月20日，美国炼厂开工率已经至93.2%，较去年同期的87.02%已经出现大幅回升。展望6月，俄罗斯原油供应减少的边际影响或将减弱，中国国内炼油恢复及对成品油出口增加、美国原油供应增加等均有望改善通胀预期。

**美国通胀有望见顶回落。**美国商务部27日公布的数据显示，4月份，美联储偏好的通胀指标，剔除波动较大的食品和能源价格后的个人消费支出核心平减指数(核心PCE指数)指标同比上升了4.9%，是自去年12月以来的最低。尽管数字依然偏高，但相对于3月5.2%的涨幅，价格上涨的步伐出现了放缓。4月核心PCE环比增长了0.3%，与3月的数据持平。

**物流供应链有望逐渐改善。**由于上海实施封锁措施，中国港口的拥堵在3月和4月加剧，后来扩展到中国其他地区。根据标准普尔全球海运大宗商品的数据，自3月初以来，中国大陆港口的干散货拥堵总水平增加了30-40%。上海的港口拥堵在5月份显示出缓解的迹象，部分交通已经转移到中国北部和南部的替代港口。

图3 (美国汽油与原油价差, 美元/桶, 美元/桶)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 (CRB 商品价格指数)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 1.2.2.国内需求有望复苏

**全国疫情好转, 供应链逐渐恢复。**上海进入5月以来疫情明显转好, 每日新增实际本土阳性病例较前期明显下降, 复工复产有序推进。5月21日, 上海市印发复工复产的实施方案, 其中明确列出上海三个阶段的复工时间表及具体疫情防控要求。5月29日, 上海发布加快经济恢复和重振行动方案, 6月1日起取消企业复工复产审批制度。

**政策支持, 稳住二季度GDP增速。**自4月底中央政治局会议定调稳增长政策需加码以来, 相关部门不断释放积极信号, 整个5月期间大小政策密集出台。5月23日国常会部署6方面33条稳经济一揽子政策措施。

**各地的促消费政策实施。**5月23日, 深圳市印发《关于促进消费持续恢复的若干措施》, 预计将起到促消费带头示范效应, 利好汽车、消费电子、家电等板块。疫情后恢复必选消费可能更占优, 但在政策刺激下, 以汽车为代表的耐用品消费存在超预期的可能。

对于6月份的资产配置展望, 我们认为重点把握海外通胀回落与国内消费复苏下的结构性行情:

1. 疫情控制好转下的供应链复苏及消费好转, 重点关注必选消费项。
2. 预计能源价格仍然居高, 关注国内具有产业链优势的炼化、成品油套利、优质煤化工企业等。
3. 新能源行业的长期主线。欧洲光伏需求持续超预期, 新能源整车厂建议继续关注比亚迪。
4. 基建投资尤其是水利, 特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目带来的材料配套相关的投资机会。

## 2.总量观点

### 2.1.宏观：政策加码稳增长

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

李沛 S0630520070001

#### 2.1.1.国内宏观

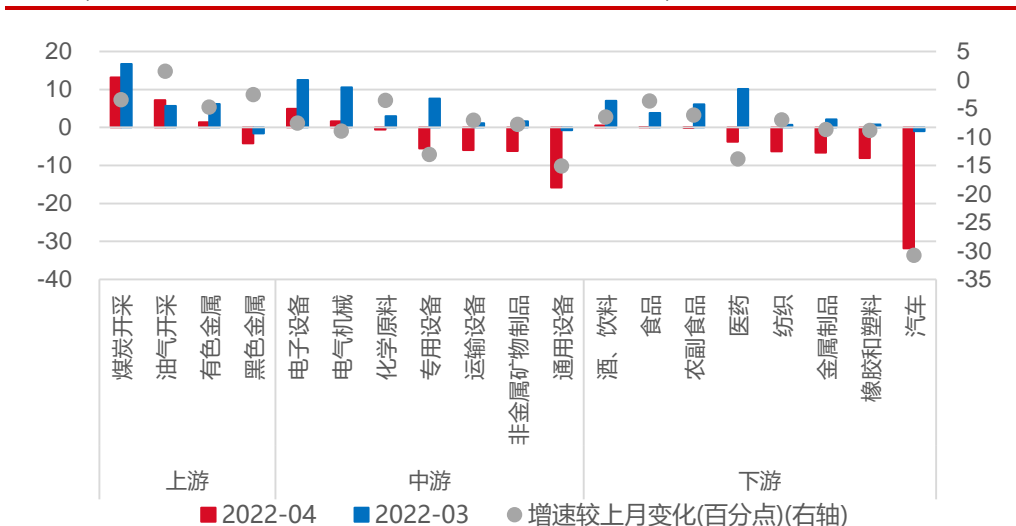
##### 1. 经济下行压力加大

4月主要经济数据全线回落，符合我们在5月报中的判断。工业增加值出现较为罕见的负增长，当月同比降至-2.9%，上一次出现负增长出现在2020年疫情期间。从结构上看，上游采矿及原材料生产仍具一定韧性，增速回落但保持高位；中下游企业受需求偏弱影响大幅走弱。社会消费品零售总额增速降幅继续扩大至-11.1%，可选消费以及餐饮收入的拖累更为明显。发电量及用电量同比增速分别回落至-4.3%和-1.3%。进出口仅增长0.1%，其中出口增速比3月份回落了11个百分点。地产投资、销售增速继续下滑，居民住房贷款负增长，房地产的“政策底”尚未转化成为“经济底”。制造业投资与基建投资虽然回落，但仍具备一定韧性，尤其是基建投资作为稳增长的重要抓手，全年来看预计仍会有较好表现。

经济下行已经开始冲击财政收入，冲击就业。4月公共财政收入同比-41.3%，扣除约8000亿元留底退税的因素，仍然负增长。地方财政收入也受到较大影响，特别是长三角等地财政收入较好的地区降幅非常大。受到房地产市场下行影响，土地使用权出让收入大幅下降，很多地方财政收支矛盾在加大。4月份全国城镇调查失业率已经达到6.1%，正在快速向2020年疫情冲击最严重时候6.6%的水平逼近，大学生等年轻人失业数据上升较快。

经济增速有滑出合理区间的危险。从现在情况看，5月份许多经济指标可能还是负增长，一些机构已调低全年GDP增速，经济有滑出合理区间的风险。如果经济增速下滑过多，企业经营效益预计会受到较大影响，另外还会带来就业问题，各种风险隐患也会被集中暴露出来，稳增长的压力在加大。

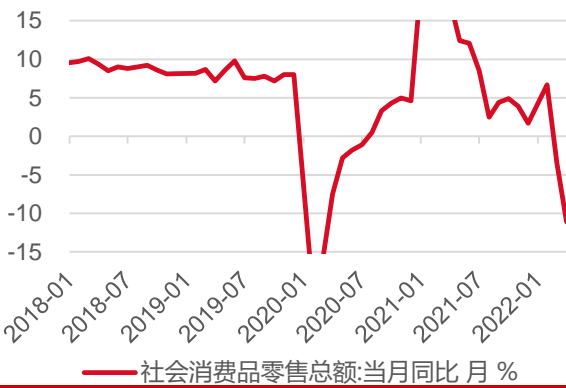
图5 (4月工业增加值分项当月同比及环比变动，%，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

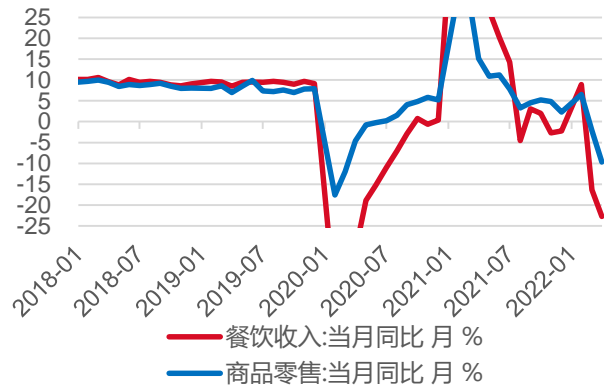


图6 (社会消费品零售总额当月同比, %)



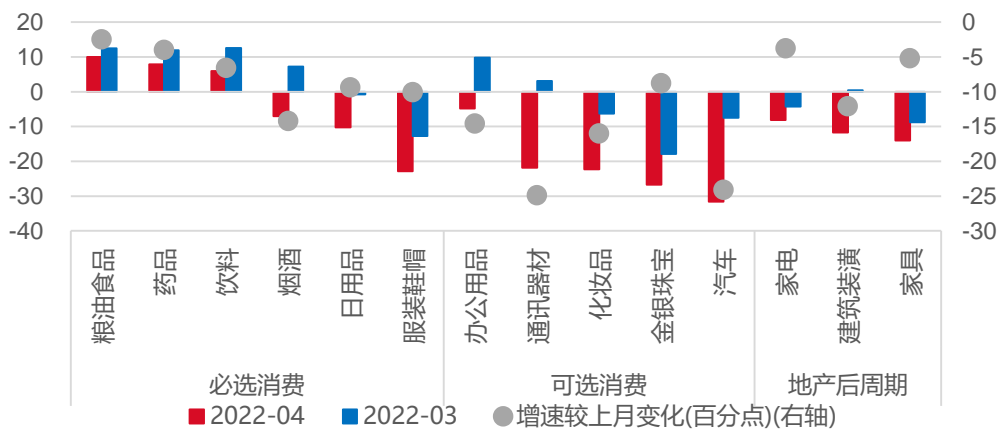
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图7 (餐饮收入及商品零售当月同比, %)



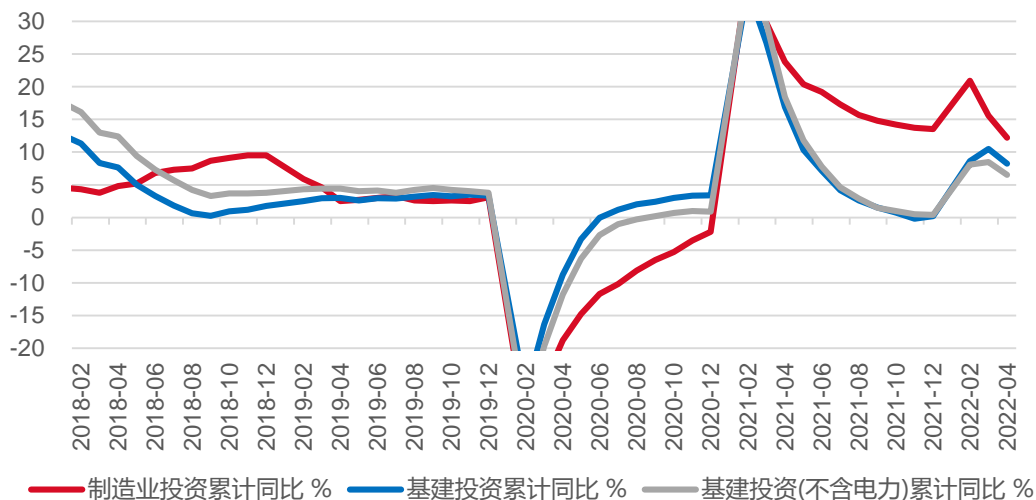
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 (4月社会消费品零售分项同比及环比变动, %, %)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 (基建及制造业投资增速, %)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

## 2. 疫情总体好转，产业链开始恢复

全国疫情明显转好，每日新增实际本土阳性病例较前期明显下降，复工复产有序推进。5月21日，上海市印发复工复产的实施方案，其中明确列出上海三个阶段的复工时间表及具体疫情防控要求。5月29日，上海发布加快经济恢复和重振行动方案，6月1日起取消企业复工复产审批制度。

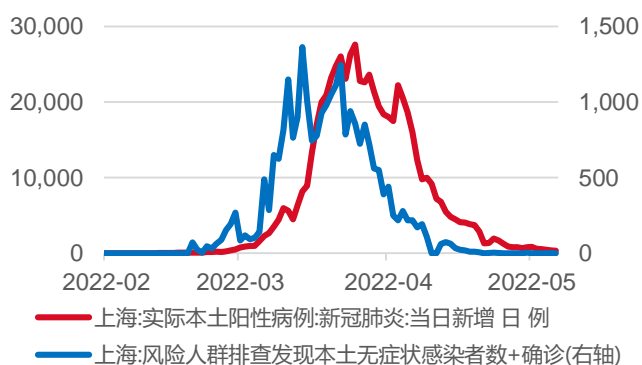
部分工业品开工率低位回升。上海等沿海八省的日均煤耗较前期低点小幅回升，国内半钢胎开工率虽然5月整体均值仍然低于4月，但自5月6日当周底部40.64%已经回升至5月27日当周的64.17%。沥青开工率，国内64家样本企业开工率较4月27日当周的21.6%，回升至5月25日的25.9%。其他一些工业品，如PTA、涤纶长丝、纯碱、浮法玻璃等开工率均较疫情期间低点有所回升。

城市客运情况逐步好转。从九大城市地铁客运量来看，5月中旬以来明显回升，5月22日当周已恢复至1.94亿人，但较去年同期3亿人以上的水平仍有距离。其中主要贡献来自深圳、广州。此外，上海由于地铁运营刚开始逐步恢复，目前仍处底部；北京由于防控措施趋严，地铁客运量与正常期间相比仍有明显差距。5月27日民航景气度指数回升至76，但仅为去年同期水平的58%。

港口物流开始恢复。从中国港口协会的数据来看，4月上旬、中旬、下旬以及5月上旬、中旬，沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比分别为0.7%、-5.7%、5.8%、-0.4%、4.5%。5月上旬，环渤海、长三角地区港口生产受大风、大雾恶劣天气严重影响，吞吐量数据有所回落，但整体从4月下旬以来已开始逐步恢复，5月中旬吞吐量环比增速达到3.5%。

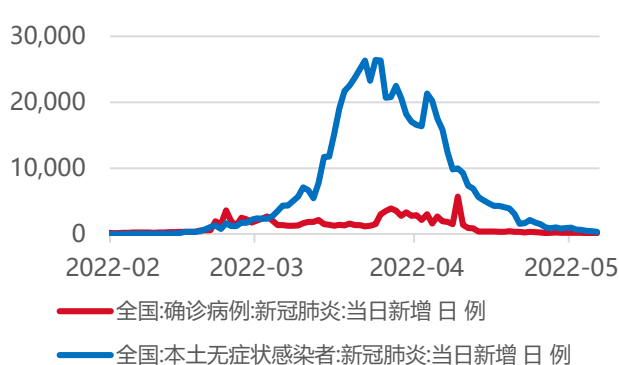
总的来看，疫情对经济冲击最大的时刻可能已经过去，但离正常水平仍有较大距离。同时结合当下的市场环境来看，金融数据疲软，市场主体信心不足。5月经济数据或在边际上有小幅好转，但参考2020年疫情后的情况来看，经济完全恢复至正常运行水平区间可能至少需要一个季度。

图 10 (上海新增实际本土阳性病例, 例, 例)



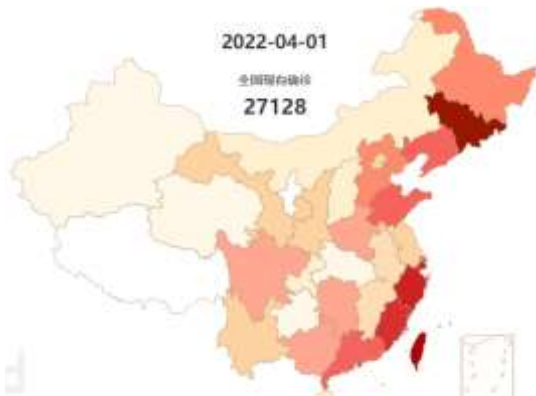
资料来源：卫健委，东海证券研究所

图 11 (全国新增确诊病例, 例)



资料来源：卫健委，东海证券研究所

图 12 (4月1日全国疫情情况)



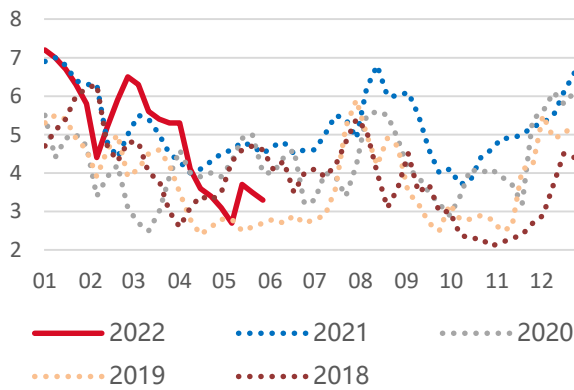
资料来源：卫健委，东海证券研究所

图 13 (5月25日全国疫情情况)



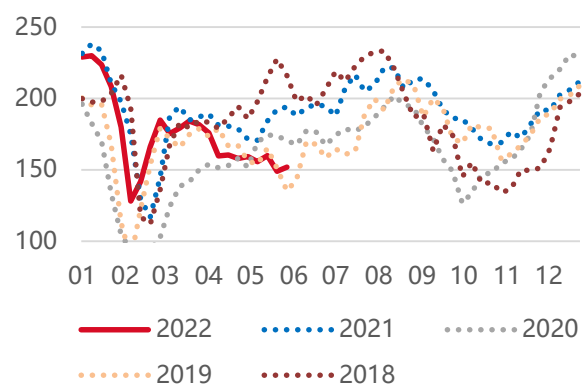
资料来源：卫健委，东海证券研究所

图 14 (上海日均耗煤量, 万吨)



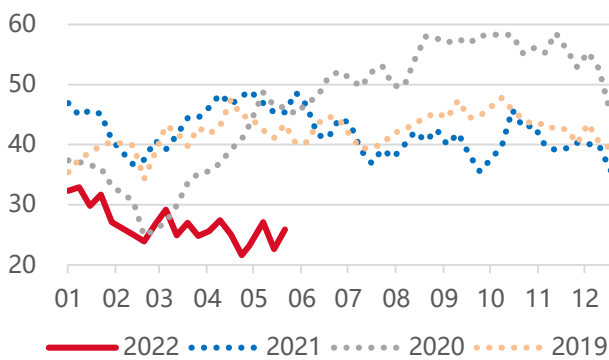
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 15 (沿海八省日均耗煤量, 万吨)



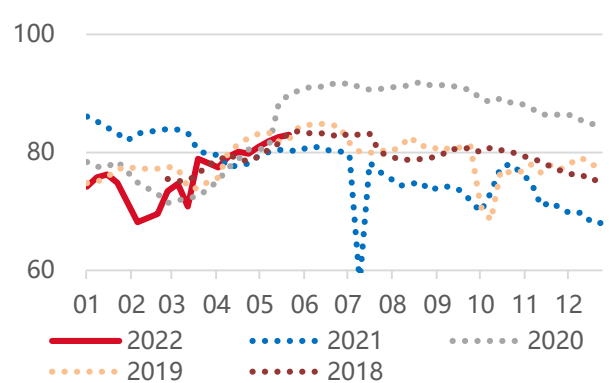
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 16 (沥青开工率, %)



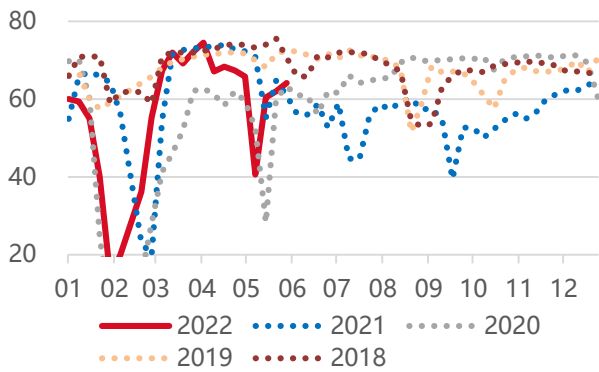
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 17 (高炉开工率, %)



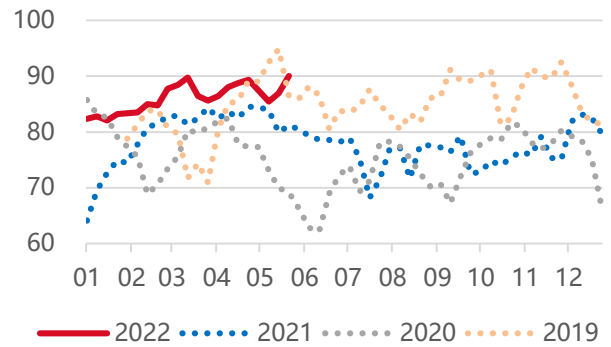
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 18 (半钢胎开工率, %)



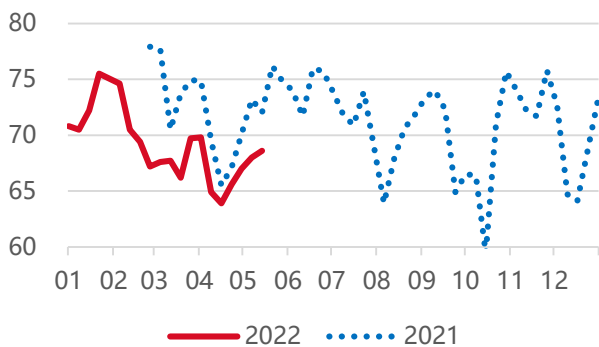
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 19 (纯碱开工率, %)



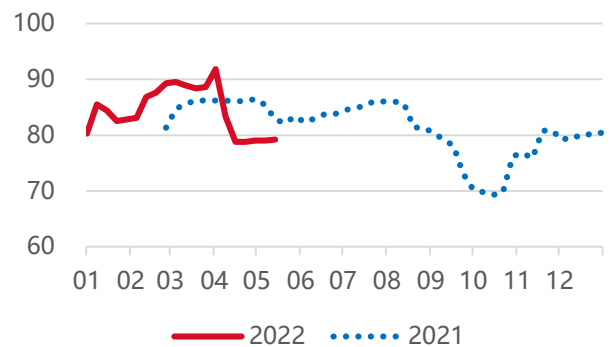
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 20 (PTA 开工率, %)



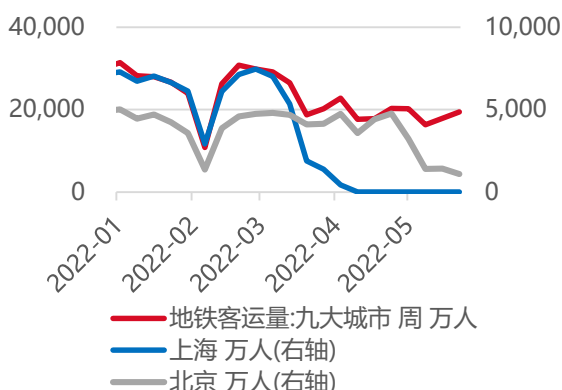
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 21 (涤纶长丝开工率, %)



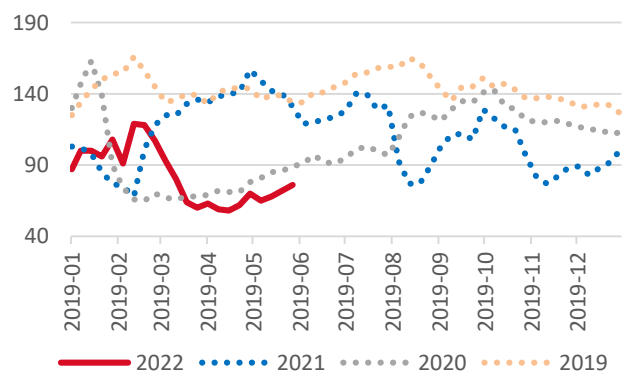
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 22 (九大城市地铁客运量, 万人, 万人)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 23 (民航景气指数)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3. 政策加码稳增长

中共中央政治局 4 月 29 日会议, 强调“疫情要防住、经济要稳住, 发展要安全, 这是党中央的明确要求”“要加大宏观政策调节力度, 扎实稳住经济, 努力实现全年经济社会发展预期目标”。5 月 23 日国常会部署 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施。25 日召开的全国稳住经济大盘电视电话会议指出“困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲

击时还大”，“要努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。”会议进一步明确了 33 条措施 5 月底前要出台可操作性的实施细则，并即刻派出 12 个督查组对政策落实和配套开展专项督查。对冲超预期的经济下行，预计稳增长措施也会超预期。

(1) 预计货币供给充裕偏宽松，结构性政策支持实体经济。4 月份，M2 增速 10.5%，社融存量增速 10.2%，货币市场资金利率处于相对较低水平，预计央行利润上缴等将进一步增加货币供给，货币供给总量预计仍将保持充裕。目前主要痛点在于实体融资需求较弱，宽松的政策难以传导至实体，宽信用较难实现。5 月央行层面，开展普惠养老专项再贷款试点，额度为 400 亿元；增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度；尽快推出 1000 亿元再贷款支持交通运输、物流仓储业融资；降 5 年期 LPR 利率 15 个基点，实行差别化房贷政策；要求将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍；推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制。银保监会鼓励拨备水平较高的大型银行及其他优质上市银行有序降低拨备覆盖率，释放更多信贷资源。总的来看，货币总量供给预计充裕偏宽松，结构性政策将继续发力，促进信贷投放，支持实体经济复苏。

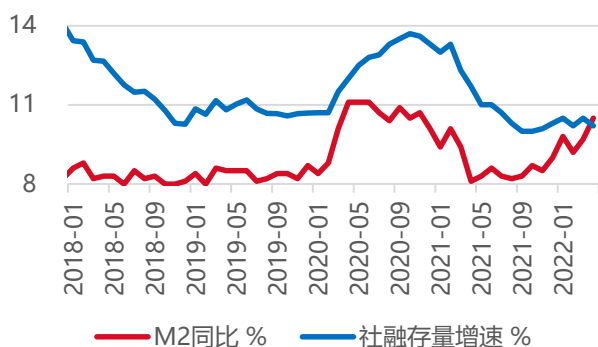
(2) 财政积极更积极，突出支持实体经济和基建投资。留底退税规模增加 1400 亿元，全年退减税总量增至 2.64 万亿元；缓解养老政策延续到年底，预计缓缴 3200 亿元；对于中小微企业吸纳毕业生就业，进行扩岗补助；专项债 8 月底之前要基本使用到位；国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上。全年财政方面今年收支压力较大，但预计仍会通过多种途径筹集资金实施积极的财政政策。

(3) 促进消费。恢复和促进消费是稳增长的重要内容，国务院和许多地方都有一些措施。汽车作为耐用消费品，在消费中的占比较高，拉动汽车消费，对于上下游产业链也具有明显的带动作用。国常会 33 条措施中要求，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款，银企联动延期半年还本付息。5 月 23 日，深圳市印发《关于促进消费持续恢复的若干措施》，出台了促进汽车、消费电子、家电等消费的具体措施，预计将起到促消费带头示范效应，利好相关板块，存在超预期的可能。

(4) 增加投资。国务院 33 条措施要求优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。启动新一轮农村公路建设改造。支持发行 3000 亿元铁路建设债券。再开工一批水电煤电等能源项目。4 月基建增速虽然出了一定回落，但预计新老基建相关产业链仍将是全年稳增长的主线，增速有望达到两位数。

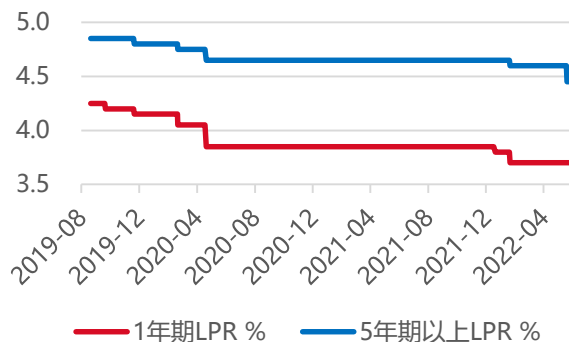
(5) 房地产政策放松力度加大。5 月 15 日，央行宣布实行差别化房贷政策，下调首套房贷款利率下限 20 个 BP。5 月 20 日，LPR 报价出现了不同以往的非对称降息，5 年期以上 LPR 下调 15 个 BP 至 4.45%。两项措施叠加，首套住房贷款利率最低可降至 4.25%，居民存量房贷压力也得到了一定程度的减轻。考虑到 LPR 的期限利差仍大，房贷利率与一般贷款利率之间的利差也仍然在高位，叠加地产市场仍需政策呵护，我们预计在房住不炒的前提下，政策仍有进一步放松空间。一方面房贷利率可能仍有下行空间，另一方面房企融资端可能也会得到有效支持。

图 24 (M2 同比与社融存量增速, %)



资料来源：央行，东海证券研究所

图 25 (LPR 报价, %)



资料来源：央行，东海证券研究所

#### 4. 多项指标位于底部区间，市场具备安全边际

企业利润下行，可能处于增速底部区间。工业企业利润，4月当月同比由正转负，降至-8.5%，上游对中下游的利润挤占仍然明显。主要行业中汽车制造业受疫情冲击较为明显，4月汽车工业增加值同比下降超30%，汽车产量增速同比由-4.9%降至-43.5%，汽车制造业利润增速大幅下降，影响4月当月制造业利润下降6.7个百分点。随着PPI下行，CPI上行，中下游利润增速可能会有所好转。国家支持汽车产业力度在加大，汽车产业的情况可能会有所改善。国家支持消费、支持投资等政策效果可能会逐步显现，光伏等新能源产业预计仍将保持较高增长速度。

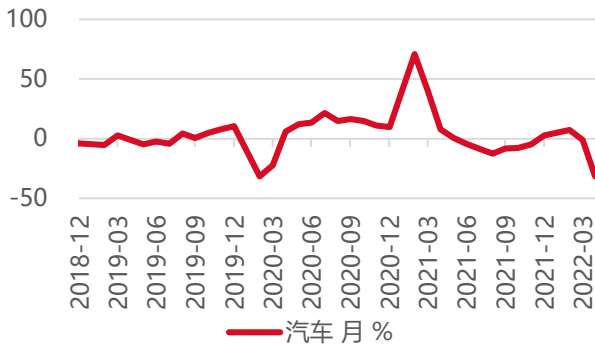
市场估值水平不高。上证指数、创业板指数、沪深300指数PE(TTM)分别为12.2倍、46.5倍、12.0倍，以2011年起计算，分位数水平分别为32.0%、36.5%、43.8%。申万一级行业PE(TTM)分位数水平，医药生物、有色金属、通信、电子、交通运输分别在底部的0.1%、0.5%、0.7%、1.2%、1.3%水平，共有18个行业PE分位数水平位于25%以下，市场整体估值水平不高。

市场看空情绪已经有所释放。沪深港北向资金前期流出后，近期已开始净流入；股票型基金发行情况、融资余额的变动情况已位于历史相对低位水平，市场看空情绪得到一定释放。

从3-4年周期看，M1增速可能已经于1月份领先达到这轮周期的底部后反转，上证指数可能也已经处于底部区间。

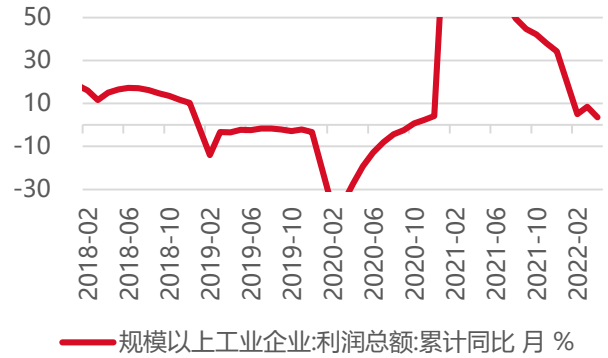
**风险提示：疫情发展及其影响超预期，稳增长力度低于预期。**

图 26 (汽车工业增加值当月同比, %)



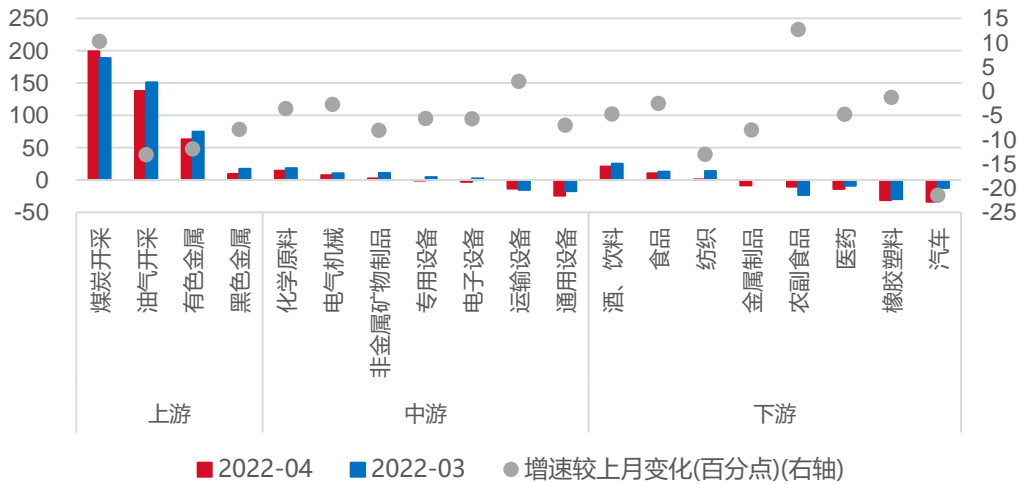
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 27 (规模以上工业企业利润累计同比, %)



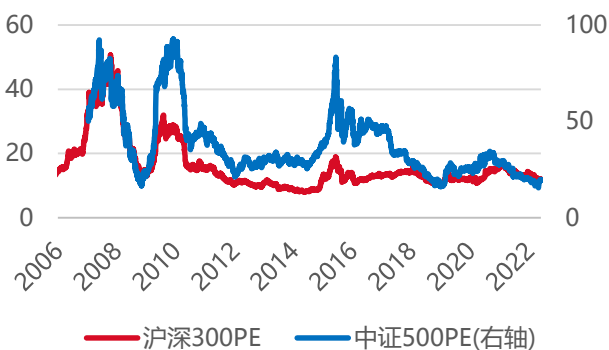
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 28 (4月工业企业利润分项累计同比及环比变动, %, %)



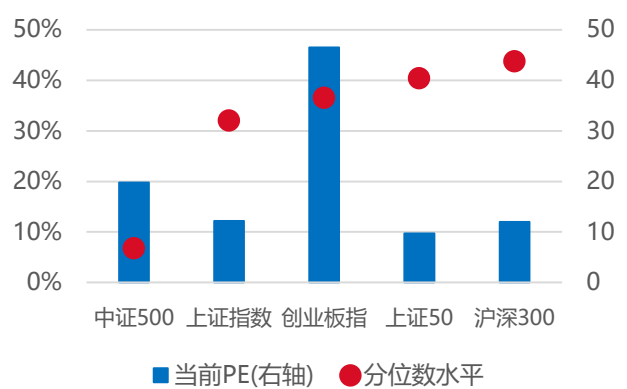
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 29 (沪深 300 指数及中证 500 指数 PE, 倍, 倍)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

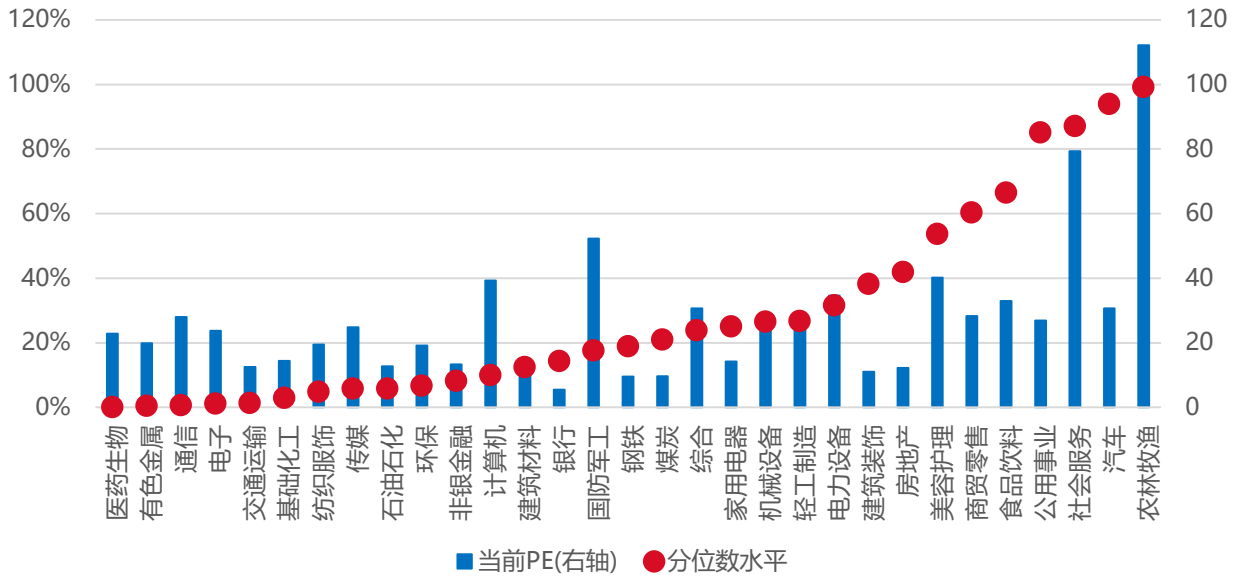
图 30 (主要指数 PE 及 2011 年以来分位数水平, %, 倍)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

注: PE 为 2022/5/27 时水平

图 31 (申万一级行业市盈率水平及历史分位数, %, 倍)



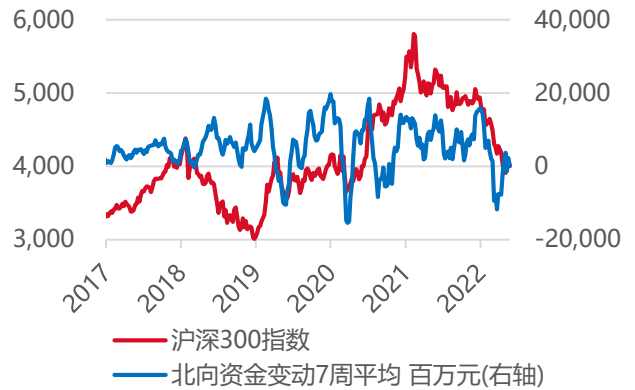
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 32 (沪深 300 指数与融资余额, 点, 亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 33 (沪深 300 指数与北向资金, 点, 百万元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 34 (沪深 300 指数与 M1 同比, 点, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 35 (股票型基金发行额与沪深 300 指数, 点, 亿份)



资料来源: Wind, 东海证券研究所



## 2.1.2. 海外宏观

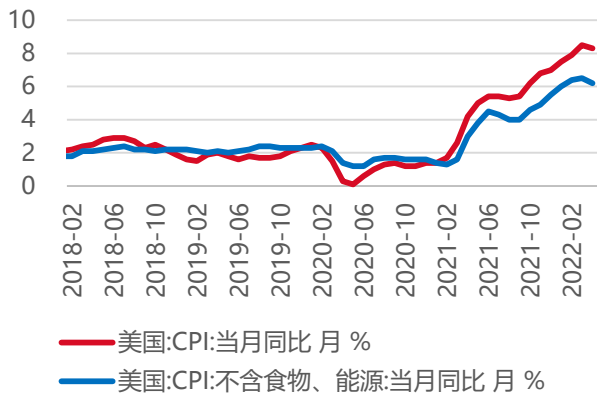
### (1) 美国通胀高位回落

2020年新冠疫情全球大流行以来，美国实施前所未有的财政政策和货币政策，稳经济稳居民收入，美联储资产负债表规模扩张一倍以上，从2020年2月的4.31万亿美元上升至2022年1季度最高8.96万亿美元。叠加原油等商品供给不足和供应链不畅，美国通胀持续走高，达到上世纪80年代的高水平区间。

近期受高基数等因素影响，通胀水平在高位趋稳，有所回落，下半年总体回落的可能性较大。美国4月PCE物价指数同比增长6.3%，前值6.6%；核心PCE同比增长4.9%，前值5.2%，均有所回落。CPI同比升8.3%，前值8.5%，也有所回落。

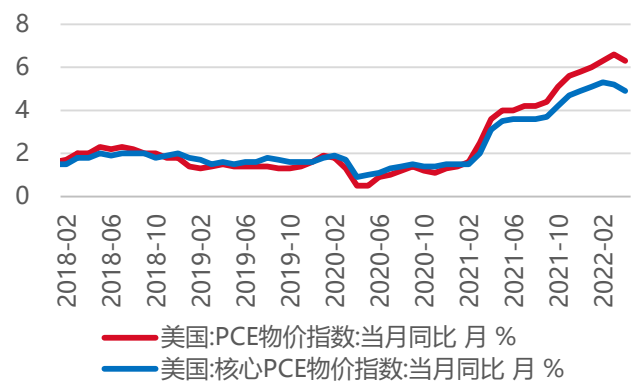
结构上，全球商品价格继续上涨动能减弱，预计会影响物价同比增速下行。但由于薪资水平上涨带来的成本增加，预计仍将推动物价水平走高，特别是服务业价格水平预计仍会上升。总体来看，商品价格下行、基数上行等因素影响可能会大于人力成本影响，物价水平可能会逐步趋向下行，通胀拐点可能已经确立。

图 36 (美国 CPI 及核心 CPI 当月同比, %)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 37 (美国 PCE 及核心 PCE 当月同比, %)

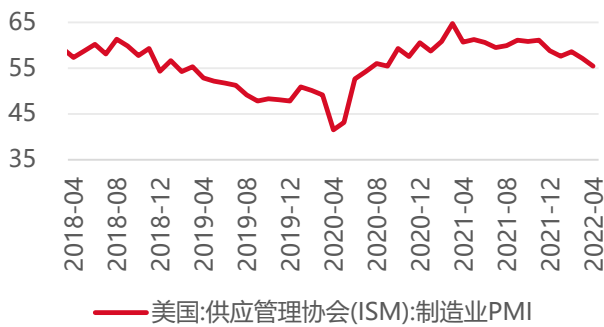


资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

### (2) 美联储预计会快速加息

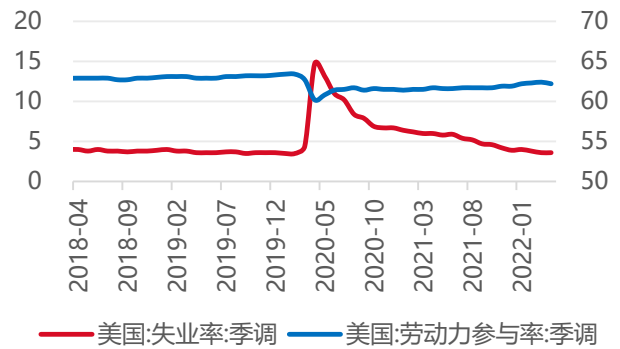
美国总统拜登已经表示控制通胀目前经济工作的重点，美联储在超高通胀水平下也已经将控制通胀作为当前货币政策的主要目标。根据美联储主席鲍威尔最新表态看，近期预计将通过快速加息来达到控制通胀的目标，5月份已加息50个基点，预计6月大概率仍将加息50bp。受货币政策等因素影响，美国国债收益率出现了较大幅度上升，美股出现了较大幅度下跌。截至5月26日纳指年初至今回落近27%，道指和标普500指数则跌近12%和近17%。美元指数来看，自从4月CPI数据公布后美元指数于5月12日最高达到104.7536，后震荡回落至目前102左右的水平。

图 38 (美国 ISM 制造业 PMI)



资料来源: ISM, 东海证券研究所

图 39 (美国失业率及劳动参与率, %, %)



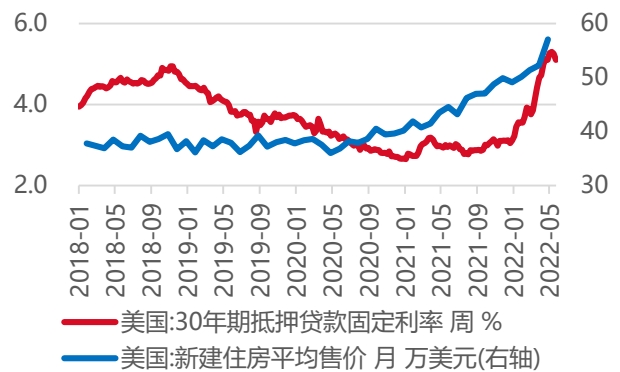
资料来源: 美国劳工部, 东海证券研究所

图 40 (美元指数, 点)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 41 (美国抵押贷款固定利率及美国房价, %, 美元)

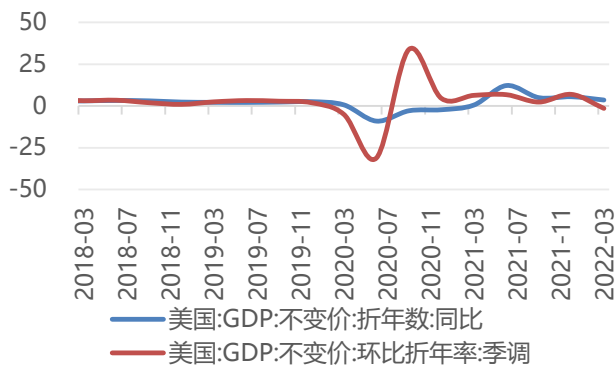


资料来源: 美国商务部, 房地美, 东海证券研究所

### (3) 美国经济增长动能可能会有所减弱

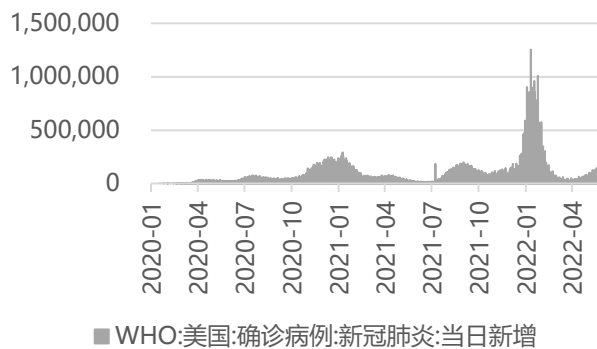
疫情期间美国政府发放现金补助, 居民收入增加, 个人储蓄大幅增长。近期, 居民储蓄在以较快的速度下降, 可能与通货膨胀水平过高, 居民实际收入水平受到影响有关, 目前美国消费者信心指数在下降, 可能会影响美国未来的经济增速。另外, 美联储快速加息可能也会影响美国经济增长, 今年以来美国经济增长已经有所下调。一季度, 美国 GDP 增速大幅低于预期, 不变价环比折年率为-1.4% (预期增长 1.1%, 前值为 6.9%), 不变价折年率同比降为 3.54%。受贸易逆差飙升拖累, 消费、投资、进口都稳健偏强, 所以内需仍然强劲。从新冠疫情来看, 近月美国奥米克戎病例有所反弹。日新增确诊 7 天平均值升至 10 万例上方。不过, 美国最新贸易逆差有所缩小, 短期可能会对美国经济增长形成一定支撑。

图 42 (美国 GDP 不变价环比折年率, %)



资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

图 43 (美国新冠疫情新增确诊数, 例)

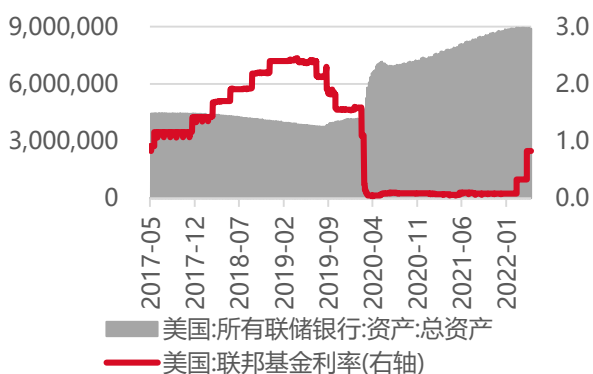


资料来源: WHO, 东海证券研究所

### 2. 人民币汇率贬值最快阶段或已经过去

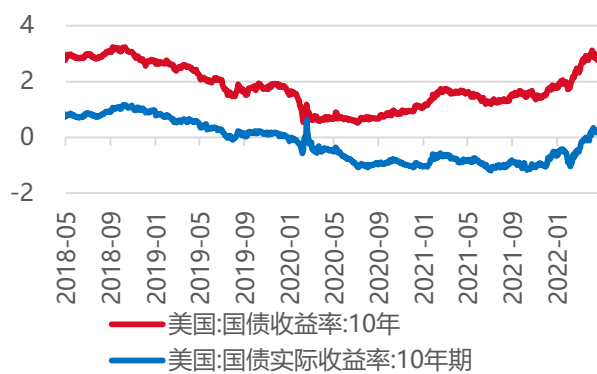
新冠爆发以后, 我国疫情控制较好, 经济恢复较快, 贸易顺差水平较高, 价格水平较低, 人民币汇率总体升值, 与欧元、日元贬值形成明显反差。2022 年 3 月以来源于出口动能放缓、疫情扰动、美元走强、美债收益率上升等因素综合影响, 人民币兑美元汇率由 6.3 贬值至近 6.8。而 5 月上旬以来, 美元指数由 5 月 13 日的高点 104.7 回落至目前 101.7 附近, 美元兑离岸人民币汇率也于 5 月 13 日达到 6.7993, 随后降至 5 月 24 日的 6.6574。此前我们也提到, 美联储加息缩表对国内宽松的空间有一定制约, 但由于实际利率距离倒挂仍有近 50BP 的空间, 以及我国外汇储备规模总体稳定, 去年高顺差下带来的剩余结汇需求或仍较高, 整体影响相对可控。后市看, 我们认为人民币贬值速度最快的阶段或已过去。但为了实施相对独立的国内货币政策, 汇率波动幅度可能会相对较大, 预计人民币汇率将主要受国内经济恢复速度、中美通胀差和利差变动情况等因素影响。

图 44 (美联储总资产及联邦基金利率, 百万美元, %)



资料来源: 美联储, 东海证券研究所

图 45 (美国 10 年期国债名义收益率及实际收益率, %)



资料来源: 美联储, 美国财政部, 东海证券研究所

### 3. 关注国际局势的深层次演进

俄乌局势对市场风险偏好层面的影响已逐渐钝化, 但其对全球产业链重构的深层次影响已开始逐步体现。欧洲对俄罗斯的天然气管道禁运仍在拉锯, 全球能源价格仍在高位震荡。俄乌冲突正在造成产业链重构, 国内具有比较优势的产业链可能会有较好的投资机会。另一方面, 俄罗斯及乌克兰均是农产品出口大国, 对小麦、玉米等粮食产品影响较大。乌克兰的小麦受限无法运出, 导致全球小麦供应可能出现明显的缺口, 此外受战争导致今年春耕被严重影响, 今年乌克兰小麦可能出现欠收。

连锁效应已经产生。俄乌冲突以来,根据CBOT小麦期货价格来看,涨幅最高达到60%以上。5月中旬,受高温影响以及国际市场影响,印度国内小麦价格明显上涨,为保障国内粮食需求,印度发布小麦出口禁令。虽然此后宣布放宽禁令,但在俄乌局势的影响下,预计关于粮食的贸易保护主义行为后续仍有可能发生。此前印尼也曾禁止棕榈油出口,巴基斯坦禁止食糖出口。出口限制会进一步扰乱全球食品供应体系,这也凸显了国内保证粮食等初级产品供应的重要性。

另外,中美关系可能会面临新的考验,台湾问题、美国提出的“印太经济框架”等均可能带来不确定性风险,需要关注。

**风险提示:美联储加息缩表超预期,俄乌危机发展超预期,中美关系影响的不确定性。**

图 46 (CBOT 小麦期货价格, 美分、蒲式耳)



资料来源: CBOT, 东海证券研究所

图 47 (美油、布油价格, 美元/桶)



资料来源: ICE, NYMEX, 东海证券研究所

## 2.2. 固收: 收益率面临双边约束

——分析师: 胡少华 S0630516090002

王鸿行 S0630522050001

5月银行间流动性较为宽裕,资金市场利率明显下行创年内新低,近日隔夜与7天利率自低点有所回升。由于资金面相对宽松,但实体融资需求较弱,使得机构配置压力较大,头寸向债券市场边际倾斜,促使债券市场收益率有一定下行。5年期以上LPR利率超预期下降以后,各类型各期限债券市场收益率进一步下降。

4月金融数据与经济数据大幅低于预期,使得宽信用目标得到政策的大力支持。从5月数据来看,目前财政发力效果明显,5月地方政府债发行规模环比大幅提升且明显超过去年同期,国债发行规模环比下降但也超过去年同期。近期财政有加速发力的迹象,6月与7月仍可能是政府债发行的高峰。此外,近期银行信贷投放受到监管重视,银行贷款投放力度边际改善。再者,在美联储连续加息与输入型通胀预期笼罩下,货币政策面临如何平衡内外的问題。以上因素对未来债券收益率水平上行形成一定支撑。

然而,企业和居民部门的宽信用效果能否达到预期,何时达到预期,以及改善持续性如何,仍有待观察。尤其是地产板块中长期逻辑发生变化,即使目前能看到政策在持续发力,但政策效果仍存在较大的不确定性。5年期LPR下降后,中长期贷款降息窗口打开,不排除政策效果达不到监管合意水平而再次下降的可能。以上因素又会约束利率上行。

总的来看，受疫情等因素影响，经济下行压力超预期，稳增长是当前的主要矛盾，货币供给估计将相对充裕偏宽松，而企业和居民信用需求提升可能还有一个时间差，估计市场收益率有继续下行的可能，后期随着信用需求上升收益率可能会反转回升。

## 2.3. 量化及技术面分析

### 2.3.1. 量化分析

——分析师：丁竞渊 S0630516080001

#### 1. 五月市场表现回顾

今年以来，市场出现较大幅度下跌。至 2022 年 4 月 26 日，各主要指数分别达到年内最大跌幅：上证指数下跌 20.54%，深证成指下跌 24.44%，上证 50 下跌 17.86%，沪深 300 下跌 23.05%，中证 500 下跌 36.40%，创业板指下跌 30.71%。但 5 月以来，各主要指数均出现不同程度反弹，此前下跌幅度最大的中证 500，在 5 月反弹力度最大，至 5 月 27 日较 4 月 26 日上涨 14.47%，且此前在 5 月 23 日达到最大涨幅 20.51%。而 1 至 4 月下跌幅度最小的上证 50 在 5 月则反弹力度最小，至 5 月 27 日较 4 月 26 日仅上涨 3.06%。5 月市场表现表明，在市场情绪逐步转好的背景下，市场关注点已由市值较大的标的转向市值较小的标的。

5 月申万一级行业各指数涨跌互现。至 5 月 27 日，申万一级行业 22 日涨跌幅前五为：汽车（13.79%）、电力设备（11.04%）、煤炭（9.54%）、石油石化（9.32%）和国防军工（8.09%）；22 日涨跌幅后五为银行（-6.46%）、房地产（-5.45%）、计算机（-4.89%）、农林牧渔（-4.88%）和非银金融（-4.73%）。从资金流向来看，最近 22 日申万一级行业大单资金净流入前五为：电力设备、汽车、电子、美容护理和石油石化；后五为：医药生物、建筑装饰、房地产、基础化工和计算机。

期权市场也反映了相同的市场情绪变化。东海金融工程编制并跟踪了上证 50ETF 期权和沪深 300ETF 期权的波动率指数（VIX）。今年以来 VIX 指数总体保持较高水平，特别是 3 月 15 日和 16 日，沪深 300ETF 期权和上证 50ETF 期权的 VIX 指数分别达到 28.79 和 28.13 的峰值；4 月 26 日沪深 300ETF 期权和上证 50ETF 期权的 VIX 指数再次分别达到 29.90 和 28.55，充分反映了当时市场的恐慌情绪。但 5 月以来，上证 50ETF 期权和沪深 300ETF 期权的 VIX 均持续下跌，至 5 月 27 日分别为 19.71 和 20.71。上证 50ETF 期权的 VIX 指数为自 3 月以来首次降至 20 以下。这反映了市场情绪趋于好转，利用期权等衍生品对冲风险的需求在减弱。

#### 2. 结构性行情特征明显

5 月的市场表现反映了比较明显的结构性行情特征，不同板块、行业之间的差异较大。与月度（22 日）涨跌幅相比，各行业在 5 月区间内的最大涨幅和最大回撤的差异更为明显。申万一级行业指数中，电力设备、汽车、有色金属和国防军工在 5 月区间内的最大涨幅均超过了 20%，同时也有 8 个行业在区间内最大涨幅低于 10%。区间内最大回撤最大的为纺织服装（7.34%），最小的为汽车（2.75%）。值得注意的是是一些行业在 5 月区间内既出现了较大的涨幅和较大的回撤。例如至 5 月 27 日煤炭的 22 日涨跌幅为 9.54%，区间内最大涨幅为 17.15%，而最大回撤也达到 6.30%。我们用 Hurst 指数来测量时间序列的持续性倾向，测量波动幅度随时间扩大的速度。至 5 月 27 日，申万一级行业各指数的 100 日 Hurst 指数的均值为 0.64，其中 Hurst 指数高于 0.7 的行业达 6 个。这反映了有较多的行业在当前区间内展现了强持续性倾向，出现持续上涨或下跌的可能性较大。

### 3. 六月建议关注行业

综合上述对市场情绪和行情特征的判断，我们认为在当前市场环境下采用反转类策略的效果优于趋势类策略。结合 2022 年 5 月底最新数据，结合技术面、估值类和资金流向类因子进行分析，建议关注行业包括：食品饮料、煤炭、有色金属、汽车和国防军工；提示注意回撤风险的行业包括：汽车、有色金属、电力设备、机械设备和基础化工。其中汽车和有色金属同时存在较大涨幅和较大回撤的预期，应注意对具体标的的择时。

**风险提示：量化模型基于历史数据计算，未来可能存在失效风险。**

#### 2.3.2. 技术面分析

——分析师：王洋 S0630513040002

上证指数自 2021 年 12 月开始回落后，历时 90 多个交易日，跌超 800 余点。在快速回落中积聚了较强的反弹情绪。

在 4 月 27 日创波段新低 2863 点后，指数开始震荡反弹，目前最大涨幅超过 10%，历时 22 个交易日，已经积累了一些短线获利盘。截止月末收盘，指数向上攻破 60 日均线压力。但指数能否守住战果，仍是考验。指数目前已经进入多重压力的压力密集区。

从日线看，前期横盘震荡的交易密集区，形成的箱体底部压力位，目前筹码多呈被套状态。另有 60 日均线压力位，虽指数短线上破，但 60 日均线技术上被称为生命线，历来为多空必争之地，不排除多空会反复争夺。再加上指数反弹以来已涨约 300 余点，短线获利盘也有兑现需求。则指数日线已经面临压力密集区的考验。

从周线看，指数月末最后一天，小幅上破了 250 周均线压力。250 周均线，曾在指数前期大幅回落的时候，连续六周提供了较强的支撑力，但指数最终跌破此支撑位后，250 周均线也演化成了压力，从而构成了较重的反压。指数目前虽收复了 250 周均线压力，不排除仍或有多空剧烈争夺。

指数想有效上破重重压力，目前看准备尚不充分。指数日线虽短期均线多头排列，20 日均线拐头向上，为技术上有利之处。但指数在震荡反弹的 22 个交易日中，量能没有逐级放大，反倒有渐趋缩小之势。表现在 10 日均量能渐次下行。则量能放大不充分。从大单资金上看，20 余个交易日中，只有 5 个交易日大单资金净流入，其余均呈净流出状态。且大单资金净流出金额远超净流入金额。则大单资金也不是很充分。从周线看更清晰，在指数震荡反弹的 5 周时间，后 3 周涨时量能有所缩小，震荡整理时量能相对放大。则上涨动能可能有所不足。指数即便短线上破日线、周线上方的重压力，多空的斗争也或较为激烈。

但如果指数日线、周线在压力区遇阻，选择回落蓄势的话。下方的回落空间并不大，且支撑位也较多。

首先，下方 20 日均线拐头向上，并重合 30 日均线，共同构成短线支撑。再下方 4 月 29 日大阳线底 2968 点附近，在这一线有大单资金大幅净流入，则这一线有较好的做多基础。而如果指数跌到反弹的起点 2863 点附近，则可能会涌入较多的逢低介入资金，因为这里是前期大幅回落超 800 点的低点，则这里的支撑力更强。

综上，我们看到，指数目前日线与周线上方均是暂时上破了较强压力位，但量能及资金流准备并不充分，可能不会一鼓作气顺利收复。而指数选择回落蓄势的话，下方却也有较强支撑位。尤其是指数在前期大幅回落超 800 余点的情况下，已经积累了较多的反弹情绪。指数自 4 月 27 日开始的反弹仅约 300 余点，不能充分宣泄反弹热情。则指数如果在压力区遇阻，被迫回落调整的话，下方也有较有力的支撑位，指数不排除依托支撑位，在宽幅震荡中盘升，不断的瓦解、消磨上方压力及套牢盘，实现反弹拉高的目的。

那集中到六月份的市场表现，不排除是个先向上试探压力位，大概率会遇阻回落，再依托下方支撑位再次反弹的过程。我们曾预测5月份指数大概率会收红阳线，目前已经实现。目前看6月份在指数上有压力下有支撑的区间如何震荡演绎。

### 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：5月板块行情回暖，疫情缓解将带动行业“二阶段复苏”

5月电新板块的市场行情有较为明显的回暖，锂电池、光伏、风电包括上游锂资源、下游新能源整车等板块均有突出表现，基本符合我们上月提出的“板块前期估值调整较为充分，当下具备较强投资价值”的核心观点。在5月资本市场对电新产业链复工复产带来的“一阶段复苏”利好给出了较好的反应之后，展望6月行情，我们认为在维持上月月报中对各细分板块基本面判断的基础上，应进一步关注疫情持续缓解的背景下，社会面解封预期对行业上下游供应、物流及终端消费带来的“二阶段复苏”推动。

##### 3.1.1. 光伏：欧洲需求持续超预期，产品价格上涨带动企业盈利

**(1) 需求端：**1) **国内需求依旧旺盛，随疫情好转分布式有望继续放量。**1-4月光伏累计新增装机16.88GW，同比+138.42%。二季度分布式装机受疫情影响严重，疫情好转后装机量有望回暖。政策端5月国务院印发鼓励屋顶光伏、光伏治沙的方案，发改委也表态推进风光大基地建设。2) **国外需求边际向好，欧洲需求持续超预期。**4月组件出口12.4GW，同比+67.5%，环比-14.0%。出口主要受印度四月加征关税拖累，但目前印度受百年一遇极端高温影响，停电严重叠加库存消耗，未来有望边际改善。欧洲受政策端提速和人民币贬值影响，光伏出口量有望继续抬升。4月对欧组件出口量7.6GW，同增122.5%，环增13.1%，占总出口量61.3%。5月REPowerEU能源计划的提出将进一步推动欧洲光伏装机，其中“渐进式”的屋顶光伏立法，户用光伏出口有望受益。对美国出口受到反规避影响，但随着后续推进海外建厂，需求边际有望不断改善，具体影响仍需等待8月反规避调查结果出炉。**(2) 供给端：**1) **产业链复工扩产，价格博弈仍在持续。硅料价格上涨收窄，供不应求仍然持续。**5月除个别头部检修或并线，大部分产能均满负荷运行，预计5月硅料产量规模约6.5-6.6万吨/月，月环比+4%-6%。但受疫情及下游扩产过快影响，五月供应偏紧加剧，疫情好转后扩产有望提速。海外供应运输受疫情及俄乌局势影响，短期较难改善。2) **硅片价格维稳。**疫情好转有望带动上游硅料交付，硅片开工率有望进一步提升。一线龙头报价略高于二线，短期内价格仍维持稳定。**电池片价格上升，等待下游需求再拉动。**5月以来电池片处于满产状态，厂商不断试探性涨价，盈利边际改善。虽然5月下旬以来下游组件端拉货减力，涨价短期面临瓶颈，但后续装机量修复后有望继续上行。**组件价格上扬，海外价格接受度较高。**组件价格5月持续走高，部分终端厂家开始接受每瓦1.9元以上的价格。分布式组件价格相对更高，预计分布式装机将随着社会面逐步解封进一步提升。欧洲受政策及汇率影响，对价格接受度较高。疫情好转后物流恢复有望带动组件交付。**(3) 建议重点关注：**1) 受益于电池、组件价格上涨，海外出口放量的一体化龙头晶澳科技：一季度营收增幅77.2%，归母净利润7.5亿元位居行业第二，增幅达378.27%。21年海外出货占比60%以上，越南自建硅片厂有利于规避美国反规避。2) 受益于光伏行业高景气，硅料价格维持高位的硅料龙头通威股份：一季度归母净利润增速513.01%，旗下通威太阳能是全球最大的晶硅电池生产企业，年产能超40GW。

### 3.1.2. 新能源汽车&锂电：疫情缓解、车企复工，各环节排产回暖

**(1) 整车短期受疫情影响较大，长期看市场需求依旧火爆。**1) 新能源汽车：4月国内电动车销量为29.9万辆，同比+45.1%，环比-38.2%，渗透率达到25.3%（环比+3.6pct），年内累计销售155.6万辆，同比+112.2%，累计渗透率达到20%左右。5月各车企继续推进复工复产进程，产能利用率已经达到一定水平，我们判断后续社会面解封后将推动车企产能及终端销售进一步恢复至接近疫情前的水平。此外，6月有望出台的汽车下乡政策预计可带动中低端新能源汽车30万台的额外销量。欧洲市场受俄乌冲突影响，4月销量12.5万辆，同环比均有下降。美国市场单月销量8.6万辆，表现略超预期，今年有望达到130万辆以上。2) **新能源整车厂建议继续关注比亚迪。**4月比亚迪新能源车销量10.55万辆，同比+314%，环比+1%，在4月市场整体疲弱的背景下销量逆势增长，公司供应链优势明显。5月公司发布CTB电池技术用于首发车型“海豹”，该车型在尺寸、动力性能、价格等方面均有优势，预计未来有较强市场竞争力。**(2) 电池材料产业链复苏，各环节月度排产回暖。**  
**1) 各环节近况更新：**锂电池：5月车企逐步复工，动力电池产量环比将小幅增加，随着电池厂商顺价落地及布局上游资源，电池厂盈利能力有望改善。锂盐：碳酸锂价格近阶段整体趋稳，24日PLS第五次锂精矿拍卖成交价5955美元/吨，较4月拍卖上涨5.40%，预计锂盐价格一段时间内仍将维持高位。负极：天然材料在环保督查结束后，供给情况有所改善，人造石墨开工率维持高位，受环保督查影响较小，预计Q3产能集中释放，需求端因车企开工率不足，负极材料短期压力较小，长期仍供不应求。隔膜：整体仍然维持紧平衡状态，5月产量受物流逐步恢复及新增产能爬坡影响，环比有望小幅提升。电解液：六氟磷酸锂价格持续下跌带动电解液价格下降，叠加前期高库存影响，近期企业开工意愿下降。后续车企开工率提升后，电解液需求有望恢复。**2) 锂电端建议重点关注天齐锂业。**公司锂资源需求旺盛，锂盐价格短期受供需情况影响，仍将维持高位，显著的资源端优势将强化公司盈利能力。5月公司公告受SQM盈利超预期利好，上调22H1归母净利润6.20亿元。

### 3.1.3. 风电：疫情缓解后将加快赶工进程，平价时代继续看好22年海风招标

**(1) 4月风电装机数量受国内疫情影响，6月或将加快赶工进程。**1-4月国内风电新增装机9.58GW，其中4月新增1.68GW，同比+25%。4月国内风电新增装机数量较3月下降1.02GW，主要是由于受到国内疫情延误工期的影响，5月各地风电工程已陆续恢复建设，预计6月起开始对疫情影响的部分进行赶工。**(2) 各地“十四五”风电规划持续出炉。**继4月份贵州、湖北、广东阳江发布本地区“十四五”风电规划之后，5月又有四川（5GW陆风）、上海（1.8GW陆风+海风）、江西（2GW陆风）、浙江（4.55-5GW海风）发布相应规划。各地“十四五”风电规划陆续推出，将持续利好国内风电行业发展前景。**(3) 风机招标持续旺盛，维持22年看好海风招标观点。**1-4月国内风机累计招标量为40.50GW，同比增长110%。其中陆风风机招标量34.76GW，同比+81%；海风风机招标量5.75GW，已大幅超越21年全年2.99GW的招标量。我们维持海风2022年全年招标量18GW左右的判断，看好后续项目招标量持续释放对海风产业链上市公司带来的利好，继续建议重点关注海缆龙头东方电缆。

### 3.1.4. 氢能：政策持续加码，示范项目初见成效

**(1) 5月地方政策推动产业发展，基础设施稳步推进。**浙江省规划到2025年建设加氢站近50座；河北省印发“十四五”节能减排方案，联合京津共同打造氢能制储运加用全产业链条，共建氢燃料电池重卡货运走廊；广州市审议通过管理办法，鼓励各企业加快推进加氢站建设；兰州市印发氢能发展实施方案，到2025年氢能产业力争实现收入超100亿元，建设加氢站20座以上，专业用车领域燃料电池汽车1000辆以上；东莞市提出到2025年规划布点加氢站29座；成都市提出到2025年，建设各类加氢站30座，力争新增推广



氢燃料电池汽车 5000 辆。(2) 国内燃料电池初露头角，氢能应用更上层楼。工信部 5 月发布 2022 年第 4 批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，其中 20 款燃料电池车型上榜，其中客车 7 款、重卡 5 款、运输车 4 款、环卫车 4 款；国内首艘 500kw 级氢燃料电池动力船完成设计开发进入建造阶段，该船是以氢燃料为主，磷酸铁锂电池动力为辅的双体交通船；我国首个重载铁路加氢科研示范站由国家能源集团国华投资蒙西公司顺利建成；“以氢代碳”高炉富氢冶炼技术开发试验在河北昌黎完成，实现钢铁生产中大规模使用氢气；上汽集团在 2021 年年度股东大会上明确了氢能作为电动化时代的主要技术路径之一，聚力打造“上汽星河”电氢一体化整车架构。(3) 中标光氢储一体化项目，上市企业持续布局。中能建广东院中标内蒙古规模化风光氢储一体化项目-华电达茂旗 20 万千瓦新能源制氢工程示范项目，采用 100%绿电制氢，项目建成后，每年将产绿氢 0.78 万吨，可供 20 座规模为 1000 千克/日的加氢站使用，满足约 1000 辆燃料电池重型卡车需求；中国石油对公司经营范围进行了调整，新增电池制造、站用加氢及储氢设施销售；美景能源拟不超 45 亿元受让佳顺焦化破产重组项目，投建煤-焦-氢综合利用示范项目；中国旭阳集团 2021 年氢能子公司对外销售氢气 196 万方；德尔股份公司自主开发的燃料电池系统核心部件、氢气加注设备等已取得阶段性成果，相关业务正在持续推进中。

## 3.2. 大消费

——分析师：丰毅 S0630522030001

赵从栋 S0630520020001

陈茜茜 S0630521100001

### 3.2.1. 消费趋势：疫情形势好转，结构分化，长期消费韧性仍存

4 月上海疫情对消费的影响实际上略小于 2020 年：本轮疫情上海防控力度虽高于 2020 年且平常上海社零消费总额明显高于武汉的情况下，本轮疫情对全国消费影响预计略小于上轮。(1) 基数更高的情况下同比下滑更小：基数更高的情况下，2022 年 4 月社零表现好于武汉全月封城的 2020 年 2、3 月。2020 年 2、3 月、2022 年 4 月全国社零当月同比分别为 -20.5%、-15.8%、-11.1%。(2) 本轮疫情较封控前月份环比下滑更小：2020 年 2、3 月社零消费分别低于前一月社零 28.5pct、23.8pct，2022 年 4 月社零较 2、3 月下滑 17.8pct、3.53pct。(3) 上轮全国封控范围更广：上轮疫情全国普遍采取防控措施，2022 年 4 月上海社零同比下滑 48.3%（低于 2020 年 4 月的 37.9%），其他主要区域多数表现好于上轮疫情，其中武汉消费影响明显好于上轮疫情。故本轮疫情预计实际对全国消费影响更小。

结构分化，短期需求受损，长期韧性仍存。(1) 结构分化：2022 年 4 月疫情对服装、金银珠宝等可选消费影响明显更大，但表现仍好于 2020 年疫情封控期间；必选消费影响较小，部分受益，其中在鲜菜、必选食品囤货需求、价格涨幅高于上轮的情况下，2022 年 3、4 月份粮油食品类社零同比增速均好于疫情前的 2 月；地产后周期消费品中，除汽车外，整体环比疫情前月份降幅也均好于可选消费品。(2) 短期需求受损，长期韧性仍存：虽然疫情对短期居民支付能力产生影响，但因消费蓄水池提升（居民可支配收入增速对社零同比增速之差持续正且提升）、房地产挤出效应减弱、地产和基建政策带来的建筑业就业人数表现可能更好，以及促进消费政策频发的背景下，我们认为长期消费韧性仍存，必选好于可选。

### 3.2.2. 白酒：端午回款稳步推进，高端酒批价有所回升

疫情虽影响消费场景导致部分品牌库存增加，因高端长期提价预期及控货挺价、地产酒消费粘性，叠加端午小旺季临近，打款进度正在稳步推行。整体看，疫情影响整体有限，高端稳，次高端弹性较大，地产酒恢复可期。**(1) 高端酒批价进入上行趋势。茅台：**在1茅台正式落地、端午节临近和五月尚未发货的三重影响下，散飞批价从月初的2610元涨至2740元，原箱从月初的2805元涨至3000元。多数区域完成5月回款及4月发货。**五粮液：**批价小幅上行至985元左右，部分地区达到1000元，在批价达到1050元以前公司严控发货，目前市场库存预计小于或等于去年同期。**国窖1573：**批价维持在915元左右，经销商按照960元（计划内）、1020元（计划外）已开启端午节打款；此外公司端午期间有望组织疫情受损影响小的区域如合肥、南京等地“会战”，进一步挤占当地市占率。**(2) 关注次高端白酒疫情后的业绩弹性。**疫情对次高端白酒最主要的宴请消费影响最为直接。川派次高端品牌力较强，地产酒次高端消费粘性强，疫情后弹性较大。酒鬼酒内参回款过半，酒鬼酒系列回款45%进度左右；汾酒整体库存较低，5月回款稳步进行。**(3) 地产酒恢复可期，重点关注安徽市场。**因消费粘性较强，江苏、安徽等省区龙头占比较高省份疫情后恢复可期。其中洋河并正在通过“大干70天夏季风暴”营销专项行动进一步提升二季度回款进度。安徽市场龙头稳健，批价较稳，长期看竞争差异显现，分别在200元+价位带、500元+价位带存在量稳价升、整体扩容机遇。关注贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒、五粮液、口子窖、迎驾贡酒。

### 3.2.3. 非白酒食饮：重点关注疫情后的复苏弹性

**(1) 旺季叠加价格刚性，啤酒疫后恢复可期。**消费场景复苏叠加旺季到来，啤酒板块需求恢复确定性强，龙头对原材料普遍锁价及近期铝价下跌、叠加啤酒高端化因渠道力强及需求明确相对刚性，疫后恢复可期。建议关注龙头企业**青岛啤酒**和**华润啤酒**。**(2) 大众食品疫后弹性B端强于C端。**疫情期间部分速冻、预制菜公司C端销量大增，逐步恢复后，预计短期B端以及门店型弹性更大。关注**安井食品**、**绝味食品**、**味知香**、**千味央厨**、**日辰股份**。**(3) 调味品板块业绩兑现周期拉长。**因需求复苏不及预期，叠加去年底提价造成较高的库存，板块业绩短期内难以兑现，建议关注库存情况和需求拐点。**(4) 乳制品年内确定性仍强。**实践证明疫情对乳品龙头相对有限，在奶价回落趋稳、双龙头营销重点差异化的背景下及费率降低盈利提升的目标下，确定性仍强，关注**伊利股份**。

### 3.2.4. 纺织服装：疫情影响明显，关注服饰反弹以及纺织行业机会

**(1) 短期影响明显。**本轮疫情对线下服装门店、尤其是一线城市布局为主的中高端服饰影响较大，全国点状疫情同样对低线城市服装门店的店效、折扣产生明显影响，此外库存消化也将对下个季度的品牌毛利率产生部分影响，整体承压。**(2) 估值底部，龙头线上反弹，关注核心赛道反弹机遇。**一方面疫情影响预期较足，多数服饰公司估值低于上轮疫情底部，另一方面，京东由于物流优势4月服饰销售下滑收窄，同时抖音电商继续扩容，安踏、特步、利郎、比音勒芬等龙头品牌5月线上表现好于上月。鉴于安踏直营店提升线下存压、特步低线城市占比高，以及李宁疫情后预期复苏可能更快，持续关注**李宁**、**特步国际**、**安踏体育**。**(3) 越南疫情恢复，关注纺织制造机遇。**越南等东南亚地区疫情新增自3月中旬步入下降通道，纺织制造供应链端压力逐步减少，同时短期人民币贬值利好以出口为主的纺织龙头；关注本身订单相对饱和、压力主要来自前期停工影响的、持续扩充运动服饰优质品牌客户的**申洲国际**、**健盛集团**。

### 3.2.5. 美容护理：关注疫情缓解后的反弹消费

**(1) 美容护理疫后反弹确定性较强。**医美方面，3月以来疫情对线下医美服务影响较大。医美需求相对刚性，机构促销活动的推出叠加医美消费者在疫情中被抑制的补打需求，反弹确定性较强。化妆品方面，受到上海疫情叠加多地疫情防控升级的影响，化妆品供应链端

成本上升，物流受阻。建议关注物流复苏带来的消费反弹。(2) **肉毒素或将成为下一黄金赛道**。爱美客本月与韩国 Huons 签订经销合作框架协议，目前来看行业竞争较小，合规产品仅 4 家，产品定价高且 C 端教育不足，未来市场规模可期。(3) **“618” 电商促销力度加大，品牌平均折扣力度向上**。今年“618”电商平台针对上半年行业困境加大了补贴力度，天猫、京东平台满减均由去年同期的“满 200 减 30”升级为“满 300 减 50”及“满 299 减 50”。抖音、拼多多、快手等新兴平台也加入年中大促，电商平台竞争加剧。海外国际品牌较去年折扣进一步加大，我们测算雅诗兰黛、兰蔻、SKII 等品牌折扣普遍在 4-6 折；国产品牌薇诺娜、珀莱雅等与去年“618”促销政策力度相近，折扣平均在 3-5 折之间。品牌端折扣的发力有助于激发消费者的消费热情，带来化妆品板块的快速反弹。(4) **国产品牌线上渠道快速发展，关注未来发展前景**。通过数据监测，在疫情压力下，4 月珀莱雅、贝泰妮等国产品牌保持了较快增速(天猫销售额同比: +65%、+12%; 京东销售额同比: +82%、+44%)，公司均在疫情中表现出较强的“应变能力”，及时调整策略，保证分仓的正常运营，保障备货充足。此类国产品牌通过和核心超头合作，打造核心大单品，品牌影响力不断提升，我们看好此类国产龙头品牌的未来发展前景。医美关注**爱美客**，化妆品关注**珀莱雅**、**贝泰妮**。

### 3.2.6. 社服观点：疫情冲击趋缓，板块蓄势反弹

**餐饮：社零再度下探，大幅弱于市场预期，餐饮拖累明显。**(1) **4 月餐饮消费在多地升级封控措施下堂食、外卖业务遭遇停摆，经营遇冷**。2022 年 4 月社零同比-11.1% (环比上月-7.6pct)，大幅弱于市场预期-5.9% 约 5.2pct。其中餐饮收入 4 月值为 2609 亿元，同比下滑 22.7% (环比上月-6.32pct)。(2) **上海疫情冲击趋缓，板块短期修复弹性大**。截至 5 月 17 日全市 16 个区均已实现社会面清零，预计 6 月 1 日-6 月中下旬全面实现复工复产。我们预计本轮疫情最严峻的时期或已过去，餐饮业绩修复弹性较大，叠加近期多地政府出台针对餐饮业的纾困扶持政策，疫情趋稳后可关注板块的反弹机会。(3) **短期客流量完全复苏尚需时日，长期关注较长时间内居民消费意愿下滑**。

**酒店：疫情影响边际转弱，行业处于波动中向上复苏阶段。**(1) **疫情冲击趋缓，预计板块二季度出现反弹**。4 月酒店客房出租率 42.4% (环比+0.2pct)，同比-24.3pct；客单价在出行需求大幅收缩下环比-1.73pct，同比-20.2pct；RevPAR 在量价双双走弱下录得 144.6 元/间夜，环比-1pct，同比-49.2%。受 2021 年同期酒店反弹后高基数和此轮疫情影响，4 月酒店同比经营数据疲软，但从环比来看，疫情影响已边际转弱，客房出租率出现环比微升。预计受此轮疫情影响的低点已经过去，二季度行业在出行限制放松下将有所反弹。(2) **当前行业处于周期底部，未来预计处于波动修复阶段**。复盘疫情爆发两年以来的酒店业表现，我们认为本轮行业处于类似 2008 年金融危机时期。需求端均受到外部事件影响出现显著下滑，供给端也受行业景气度下行影响出现收缩，但对比 08 年后国家 4 万亿财政刺激下行业迅速恢复的情况，我国目前的政策取向主要以稳为主，财政和货币政策也侧重于对受疫情影响较大的中小微企业的纾困扶持，叠加疫情的常态化影响，行业在短期内实现像 2008 年的大幅反弹可能性较小，行业未来更多处于在波动中向上复苏的阶段。(3) **连锁化率有较大提升空间，下沉市场将成新的增长点**。当前国内酒店连锁化率 30.6%，对标欧美等国 60% 左右的水平，市场规模有近 50% 的增长空间。其中下沉市场新增市场规模有望达到一二线城市的近 2 倍。(4) **消费升级背景下，关注酒店供给结构优化机会**。对标我国高、中、低收入人群 1: 4.6: 4.4 占比，中高端酒店还有约 10% 左右提升空间，对标欧美等国酒店结构，中高端酒店市场规模有近 1.6 倍增长空间。

**景点&旅游：客流恢复进程受阻，暑期跨省长途游可期。**1) **上半年小长假旅游市场接连遇冷，客流恢复进程受阻**。2022 年“五一”假期 5 天，全国国内旅游出游 1.6 亿人次，同比减少 30.2%，恢复至疫情前同期的 66.8%；实现国内旅游收入 646.8 亿元，同比减少 42.9%，恢复至疫情前同期的 44.0%。与去年五一假期客流恢复至疫情前的 103.2% 相比，

此轮疫情使客流恢复进程再度受阻，旅游市场在清明、五一两个小长假中接连遇冷。2) 短期旅游市场较难恢复，暑期跨省旅游或迎来回暖。上海疫情虽已基本得到控制，但全市仍处于有序放开、有限流动的低水平社会活动状态，叠加北京近期升级的疫情防控措施，环球影城自五一起宣布暂停开业，预计6月端午小长假旅游市场仍处于较低迷状态，但7月暑期的跨省长途游或迎来回暖。我们维持上个月的观点，疫情下预计景点旅游重点公司22年上半年业绩大部分均承压，承接周边游的相关标的表现会较好。

### 3.3. 资源品及周期

——分析师：吴骏燕 S0630517120001

分析师：张季恺 S0630521110001

#### 3.3.1. 石油石化：外热内冷，海外成品油价差扩大，国内后市需求有望走强

(1) 美元虽然走强但供应紧张，预计国际油价仍将维持高位震荡。4月底至5月，WTI库欣原油现货价格一度下降至99.60美元/桶，后又震荡盘升。截至5月27日收盘，WTI库欣原油现货价格上涨至115.07美元/桶，为近两月高点。自2021年6月1日以来，布伦特原油价格以美元计上涨了59%，而以欧元计价则上涨了86%。IEA5月报预测2022年全球原油平均需求为9940万桶/天，比2021年增加180万桶/天。俄罗斯在4月份关闭产能近100万桶/天，使全球石油供应下降了71万桶/天至9810万桶/天。虽然OPEC+和美国的产量稳步上升，预计俄罗斯的供应中断仍将恶化。除俄罗斯外，全球其他地区的产量将从5月至12月增长310万桶/天。

(2) 海外成品油供应短缺，炼化产品价格将继续走高。由于海外炼厂产能不足，加之下游需求恢复对于原油及成品油的支撑，成品油价差，近期炼化利润率达到新高。5月18日在印尼国有石油企业Pertamina发生炼油厂火灾之后，亚太地区汽油利润率首次突破30美元/桶，同时海外需求上升和来自中国的供应减少。5月19日，韩国S-Oil的58万桶/天的蔚山炼油厂起火，进一步加剧了成品油的紧张。欧盟炼油厂正在提高产量，但其在原油和原料供应以及高炼油成本方面面临重大限制，而填补供应缺口则极为困难。由于俄罗斯炼厂减产，炼化产品库存继续下降至极低水平。随着经济重新开放和对中国产品出口的更严格限制，亚洲馏分油市场也因需求上升而收紧。目前全球航班开始重新启动，压力已经传导到航空燃料。

(3) 我国能源产需开始逐步恢复。4月生产原煤3.6亿吨，同比增长10.7%，增速较上月减少4.1个百分点，进口煤炭2355万吨，同比增长8.4%，上月为下降39.6%；生产原油1700万吨，同比增长4.0%，增速较上月增加0.1个百分点，进口原油4303万吨，同比增长6.6%，上月为下降14.0%；加工原油5181万吨，同比下降10.5%，降幅比上月扩大8.5个百分点，不及预期；天然气方面，国内产气177亿立方米，同比增4.7%，增速较上月减少1.6个百分点，总体平稳，进口天然气119.3亿立方米，同比降20.3%，降幅扩大了12.5个百分点。

(4) 预计2022年欧洲天然气供需紧平衡。根据IEA预测，2022年欧洲及欧亚地区天然气需求将会分别同比下降6%和5%，尽管如此，根据欧盟在3月8日公布的REPowerEU大纲，欧洲将在一年内将对俄罗斯的天然气依赖减少三分之一以上，并且要在今年11月1日前将地下储气设施库存提升到80%以上。尽管欧洲进入了天然气需求淡季，5月23日西欧LNG进口价约为19美元/百万英热，为近三月最低，但在供应没有得到根

本上解决的情况下，欧洲天然气供应危机必将在冬季重新出现。对于其他地区，IEA 预计 2022 年北美、南美、亚洲的天然气需求将分别增长 0.8%、-2%和 3%。

**(5) 美国前期页岩油气资本开支继续维持纪律性。**Rystad Energy 研究表明，全球勘探和生产 (E&P) 公司在扣除流出和资产维护后的运营现金总自由现金流将激增至 8340 亿美元，较 2021 年增长 70%，但预计今年的投资不会显著增长，预计从 2021 年的 2,580 亿美元微升至 2,860 亿美元，将利好股东分红。美国至 2022 年 5 月 20 日当周，美国原油产量为 1190 万桶/天，去年同期为 1100 万桶/天，2019-2020 年时的最高产量为 1310 万桶/天。至 2022 年 5 月 27 日当周，美国钻机数 727 台，较去年同期增加 270 台；其中采油钻机数 574 台，较去年同期增加 215 台，展现出一定增产意愿，但原油产量较钻机开工数有一定滞后性。

**(6) 美国计划进一步扩大 LNG 出口能力。**2022 年第一季度，美国联邦能源监管委员会 (FERC) 批准了三个项目，旨在通过管道和液化天然气增加美国天然气出口。一是 FERC 批准了两个连接到路易斯安那州液化天然气接收站的项目——Evangeline Pass 扩建项目。该项目为田纳西州天然气管道公司所有，将为路易斯安那州拟建的 Plaquemines LNG 项目输送 1.1 Bcf/d 的天然气。二是 Alberta Xpress 项目，为 TC Energy 所有，将利用五大湖天然气输送 (GLGT) 系统和 ANR 管道的现有产能，Evangeline Parish 增加一个新的压缩机站，新增流量 0.17 Bcf/d。第三为将加利福尼亚州 Energia Costa Azul 液化天然气出口项目的产能扩大 0.5 Bcf/d。根据 IEA 估计，2022 年第一季度完成了超过 0.43 Bcf/d 的天然气管道容量扩增。

**推荐：**海外成品油价差扩大，看好具有海外炼厂优势的恒逸石化；预计油气价格高位，推荐具有上游油气资源的中国石油、中国海油；油服行业龙头中海油服、海油工程；LNG 及煤炭相关标的广汇能源、新奥股份等。

**风险提示：**油价大幅上涨，国内进口的成本不断攀升，加之疫情影响，国内需求低迷，影响到相应企业的利润。美国经济持续向好，美联储加息节奏超预期，国内资本外流。全球供应链体系不稳定，在区域间价差扩大的同时，套利的空间缩小。

### 3.3.2. 化肥：农耕淡季供需齐降，看好国内煤头生产企业的成本优势领先

**(1) 化肥价格高位运行，农耕淡季需求下降。**今年年初在俄乌冲突和疫情影响的背景下，部分产粮国禁止粮食出口，导致农作物价格上涨。农作物价格的上涨大幅提升了农民种植的意愿，化肥的需求大幅提升，产品价格也是处在近年来的一个高点。据百川盈孚数据显示，截止 5 月 20 日，国内氯化钾同比上涨了 104.87%；合成氨价格同比上涨了 41.41%；尿素价格同比上涨了 35.43%；磷酸一铵价格同比上涨了 80.29%。目前春耕已经结束，农耕进入淡季，叠加化肥价格在高位运行，农民囤积意愿不强，需求下降。

**(2) 国内化肥行业产能呈下滑趋势，供给整体缩减。**粮食安全问题提上议程，国内种植需求有望长期支撑化肥价格。同时，海外通胀及能源成本居高、俄乌冲突带来的供应减少，国内的化肥龙头企业的成本优势突出。受化肥行业减量增效政策的影响，行业产能呈收缩趋势。目前国内处于农耕淡季，以备肥出货为主，加上化肥价格高位运行，高价买入订单有限，部分化肥企业开始减产停产，以清库存为主。

**(3) 农耕旺季结束叠加成本优势，海外化肥价格仍受到支撑。**近期受化肥出口法检政策以及国内保供春耕的影响，我国化肥出口受限。根据海关总署数据，2022 年 4 月我国氯化铵出口量同比下降 79.59%；尿素出口量同比下降 72.24%；磷酸一铵出口量同比下降 51.99%。我们认为，目前化肥出口处于一个低点，随着国内春耕的结束，农耕进入淡季，后续出口量有望回升。

**投资建议：**建议关注具有技术和成本优势的公司：华鲁恒升（国内成本领先的现代煤化工标杆企业，先进煤气化加下游产品组合的优化能力）、云天化（国内矿化一体的磷化工龙头企业，拥有丰富的磷矿资源，有效缓解了原材料价格上升带来的成本压力）、盐湖股份（国内具有战略资源优势的钾肥生产企业，氯化钾设计产能达到 500 万吨/年，国内产能市占率达 58%，竞争优势明显）等。

**风险提示：**农产品价格下跌；化肥需求不及预期，政策变动风险

### 3.3.3. 化纤：海外高通胀及近期人民币贬值利好出口，复工复产渐临有望提振下游需求

**(1) 出口链受益海外高通胀。**随着原油、天然气等能源价格持续上涨，美国通胀持续高企。美国 4 月 CPI 达 8.3%，创 21 世纪以来的新高。美国贸易代表办公室于 5 月 3 日宣布将启动中国输美商品加征关税行动复审程序。未来中国输美商品加征的关税或部分取消。同时近期人民币有所贬值，短期将进一步利好中国商品出口。

**(2) 疫情消退后纺服出口及本地需求有望进一步提振。**今年 1-3 月海外纺织服装需求复苏，亚洲各国出口普遍大增。4 月我国出口服装及衣着附件 113.32 亿美元，同比增 1.9%，主要系棉价价格上涨所致，真实订单量阻滞或受国内疫情影响。从复工复产情况来看，下游织机开工率从 4 月中下旬开始逐步回升。据 Wind 数据，江浙织机负荷率从 4 月初的 46% 稳步提升至 5 月 24 日的 58.30%，下游开工情况逐步向好。进入 5 月，长丝价格迎来快速上涨，截至 5 月 20 日，全国 POY 市场价达 8410 元/吨，较 5 月初的 7940 元/吨累计涨幅达 5.9%。同时，涤纶长丝价差也迎来边际改善，截至 5 月 20 日，POY 价差达 896 元/吨，较 5 月初的 536 元/吨，累计涨幅高达 67.16%。

我们认为随着国内疫情得到控制，复工复产逐渐展开，生产、物流、内需同步向好，纺服出口及本地需求有望进一步提振，因疫情而受损较大的化纤板块有望迎来底部向上。

建议关注桐昆股份、新凤鸣（低 PB+涤纶长丝行业传统龙头）；东方盛虹（即将完成上游炼化配套、已有再生纤维产能投产的差异化涤纶长丝龙头）；恒力石化（炼化一体化，发力 PBAT、隔膜等高端材料，并在超细纤维领域具有领先地位）；荣盛石化（控股子公司浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目二期全面投产，在聚酯涤纶领域具有领先地位）。

**风险提示：**疫情影响超预期；油价大幅波动；地缘政治影响；宏观经济下行风险。

### 3.3.4. 建筑&建材：有效投资加码+复工复产进行时，基建产业链引领、地产产业链好转

**(1) 4 月基建投资复苏步伐受到疫情扰动，细分中水利投资表现较好。**4 月单月广义基建、狭义基建投资完成额分别同比增长 4.35%、2.95%，较 3 月增速下滑 7.45、5.83pct。从分项来看，水利投资增 16.4%、环增 13.8pct、同增 18.1pct，为唯一同比环比均正增长的细分项目。

**(2) 4 月地产投资数据依旧承压，5 月销售数据降幅收窄。**5 月前 25 天 30 大中城市销售面积同比降幅 36.49%较前 10 天的降幅（55.16%）有较大收窄。

**(3) 稳增长政策仍在持续推出，有效投资获重点支持。**国常会决定实施 6 方面 33 项措施稳经济。其中提出，“新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款”。国务院办公厅下发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，有望解决地方政府债务管控与扩大投资的矛盾，基建资金进一步获得保障。

**(4) 水利工程成为重要抓手。**据水利部数据，截至4月底，各地已完成水利建设投资1958亿元，较去年同期增加45.5%。后续来看，水利部预计今年中国将完成水利建设投资8000亿元以上，仍有6000亿规模左右的水利建设投资或将在接下来逐渐释放效能。

**(5) 2019年开始中央对老旧小区重视力度明显加大，提振防水/涂料/管材需求。**“十四五”期间全国将进行旧改的小区达到16.2万个，平均每年改造3.2万个，有望每年带动防水卷材、涂料和管材10%左右需求。

#### 投资建议：

**建筑板块：**建议关注“两新一重”基建龙头，尤其水利投资产业链如水利建设、水利设计以及管材制造。

**建材板块：**1) 水泥：主要看疫情修复后的预期，建议关注旺季价格弹性较大、业绩确定性强的沿江水泥龙头，以及近期正在积极整合的华北东北区域龙头；2) 玻璃：浮法价格受需求和成本端压力连续下行，我们认为当前玻璃企业利润水平或已接近盈亏线附近。但浮法龙头经过近期调整，考虑其具有一定的利润壁垒及其它新业务布局，具备一定的长期投资价值；3) 消费建材：疫情影响减退后需求回补有望促使基本面好转，短期弹性空间可期。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，关注抗风险能力强的消费建材龙头。从短期细分景气度来看，我们推荐地产与基建重叠品种防水、涂料和管材。

**风险提示：**疫情影响超预期；政策力度不及预期；项目资金落实不到位等。

### 3.4. 大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

5月份以来，医药生物板块总体表现平淡，部分新冠小分子药物、检测试剂等相关个股表现依然强势。从业绩情况来看，2021年一季度板块基数较高，今年受疫情影响相对较大，一季度医药生物上市公司总体仍实现了较快增长，二季度随着疫情形势的逐步好转，行业发展有望逐月向好。从估值来看，当前医药生物板块估值在24X左右，已处于近5年的底部，经过近一年的调整，板块底部基本确认。我们认为，医药生物板块当前处于业绩底和市场底的双底阶段，底部正在进一步夯实，中长期投资价值显著。短期来看，疫情的不确定性，猴痘等新传染病的出现，进一步增加了板块的曝光度。我们建议重点关注，政策免疫性强，创新实力雄厚，估值释放充分，业绩确定性较高的细分板块及个股。

**制药板块：**国家对创新药的鼓励支持是明确的，创新药板块前期受药品降价、一级市场融资遇冷等因素的影响，板块估值明显收缩，当前板块整体处于底部区间，重点关注资金实力雄厚有并购预期，研发管线丰富，国际化进展顺利的相关企业；同时继续关注新冠小分子布局靠前的相关企业。

**零售流通板块：**一季度连锁药店板块各项指标整体呈改善迹象，随着疫情形势好转，板块整体有望重回快速增长态势。集采等政策带来的处方药外流是长期趋势，部分省市已将定点零售药店纳入门诊保障范围，开通门诊费用直接结算试点，板块叠加其他利好因素，建议重点关注。

**医疗服务板块：**近期多个地方省市将辅助生殖等纳入医保，鼓励生育政策明确；国家支持社会办医态度明确，医疗服务价格在进一步改革完善，随着疫情形势的好转，二季度后医疗消费的需求有望得到集中释放，建议逢低布局优质标的。

**疫苗板块：**近期部分企业新冠疫苗再获 WHO 的紧急使用认证，重磅疫苗获得海外大订单，关注国际化进展居前的相关企业；国内关注受益于新冠疫苗加强针接种，常规重磅疫苗逐渐放量的相关企业。

**器械板块：**关注核酸抗原检测常态化，猴痘病毒检测等对诊断试剂板块的持续拉动；关注后疫情时代医疗行业新基建对上游器械设备的带动效应等。

## 3.5.TMT

——分析师：王雨苗 S0630516050002

### 3.5.1.电子：上海疫情对芯片产能影响有限 海外通胀压制科技股估值

上海疫情对芯片制造企业产能影响有限，主要问题是物流受阻引起短料供给短缺。根据 5 月 13 日举行的上海市疫情防控工作新闻发布会内容，芯片制造企业保持 90% 以上的产能。半导体产业链具有生产高度自动化、无菌环境要求高等特点，疫情发生后包括中芯、华虹在内的大多数公司高效复工并闭环管理。并且在缺芯涨价背景下，产业链上下游公司对长短料都适度囤货。疫情对半导体产业链整体产能影响有限，主要影响是部分公司因长期封闭、物流受阻而引起短料短缺，对生产有一定影响。

海外通胀压制科技股估值，并从成本端和需求端压缩消费电子相关公司的利润率。一方面，全球通胀以及美股加息背景下，市场对要求回报率的提升会压制科技成长股的高估值。另一方面，通胀带来上游原材料成本的上升，并抑制下游手机、PC 和平板为主的可选消费的需求，从而影响消费电子相关公司的利润率。

此轮市场下跌估值风险有所释放后，我们建议关注下游需求强劲、短中期或能实现国产化替代的车规级功率半导体行业。随着汽车智能化和电动化发展，电动车渗透率和功率半导体单车价值量会大幅增长。电动车相较燃油车增加了逆变器，而功率半导体 IGBT 是逆变器的核心部件。根据 Yole 数据，全球电动/混动车 IGBT 市场规模会从 2020 年的 5.09 亿美元增长到 2026 年的 17 亿美元，CAGR 达到 23%。在全球缺芯及下游车企客户集中于国内的背景下，国内 IGBT 厂商凭借良好的产品力有望加速进入下游车企客户的供应链，逐步实现国产替代。我们建议关注 IGBT 龙头斯达半导和士兰微等。

### 3.5.2.传媒：游戏板块受国内外负面影响小，影视板块短期存在反弹预期

游戏板块受疫情、通胀等国内外负面影响较小，重点跟踪新游获版号后的业绩兑现情况。完美世界和三七互娱等游戏公司近三月的股价表现大幅跑赢大盘。一方面是近期包括疫情、美元加息、俄乌战争等国内外负面事件频发，游戏板块受影响相对较小。另一方面是政策回暖游戏版号重启发放，带来新游上线贡献增量业绩的预期。且目前整个板块处于估值低分位，可跟踪新游获版号后的上线进度及流水表现，建议关注游戏龙头完美世界和三七互娱等。

若全国疫情得以控制，叠加暑期档行情，影视板块短期存在反弹预期。影视板块受疫情影响，拍摄受阻、档期后移、观影人次大幅降低而长期疲软。我们认为若上海在六月顺利解封，全国疫情也得以良好控制，叠加 7 月、8 月暑期档行情，影视板块短期存在反弹预期。建议关注暑期档有关关注度较高的影片排片的影视龙头公司，包括光线传媒、中国电影和万达电影等。



## 3.6. 高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

### 3.6.1. 家电：关注新兴小电及地产后周期龙头

**多地出台消费券政策，疫后线上小电销售有望率先恢复。**据奥维云网渠道监测数据，5月前三周，线上、线下家电行业推总销售额仍呈现两位数同比下滑。自北京、广西、郑州等地率先推出家电消费券后，青岛、湖北、重庆、贵州、深圳等地亦陆续发布家电补贴政策，有望带动终端需求。展望后市，随着上海等地区疫情封控政策逐步放开，快递物流及门店运营将陆续进入常态，但部分区域线下客流及安装服务的恢复尚需时日。相比之下，小家电销售渠道以线上为主，需求有望率先修复。

小家电方面，建议关注家用投影龙头极米科技（688696.SH）、清洁电器龙头科沃斯（603486.SH）及年轻化运营的厨房小电品牌。大家电方面，虽有望受益于地产政策提振，但考虑到疫情状况及装修节奏，部分需求预计将延后至三、四季度逐步兑现。从长期视角看，地产后周期品类的市场集中度有望提升，建议关注老板电器（002508.SZ）、海尔智家（600690.SH）、亿田智能（300911.SZ）。

**产品迭代推动家用投影行业发展。**据奥维云网数据，4月家用智能投影线上销量、销额分别同比增长18%和4%，市场均价为1487元。其中，千流明以上产品份额同比提升8个百分点，产品亮度整体呈升级趋势。从市场份额看，极米仍为榜首，其年度轻薄投影新品Z6X PRO位居畅销机型前列。展望未来，投影具备便携、大屏属性，若画质短板得以补齐，则有望进一步普及。从竞争角度看，虽然会有新晋品牌加入，但龙头具备自研光机能力，在产品设计及成本把控方面优势突出。

**自清洁产品在扫地机中占比提升。**据奥维云网数据，4月扫地机器人线上销售额降价升，主流品牌自清洁产品销量占比超60%；5月下旬扫地机器人线上销售有所好转，额价齐升。当前，附带单一自清洁基站的产品，售价在3000-4000元；附带自清洁+自动集尘基站的产品，售价在4500元以上。由于多功能基站产品定价较高，目前，只有少数品牌能够吸引消费者为其支付产品溢价，但产品性能及价格平衡方面仍有优化空间。产品力仍是未来突破市场的关键，建议关注科沃斯及石头科技。

**短期内，疫情带动部分厨房小电销售。**虽然传统厨房小家电市场日趋饱和，但五一期间，空气炸锅、电热烧烤炉、多功能料理锅、电蒸锅等新式厨小电销售同比快速增长。不过从竞争格局看，部分厨房小电技术壁垒较低，品牌众多，市场较为分散。长期角度，维持增长的关键因素还在于持续推新的能力和差异化定位。

**稳增长政策逐步落实，关注地产后周期龙头。**近期，多地放宽住房限购标准，房贷利率亦有所下调，为刚需购房者带来政策机遇，但政策传导至家电配置需求尚需时滞。长期来看，大家电市场将逐步进入稳态增长阶段，主要由更新需求驱动。在此背景下，建议关注开拓新方向、进一步抢占细分市场的龙头企业以及新兴厨电品类。

## 3.7.金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

### 3.7.1.银行：息差与资产质量面临下行压力

4月金融数据出台后，降息重心由实体企业向住房贷款倾斜，首套住房商业贷款利率下限降低20bp，随后5年以上LPR降低15bp。这对银行资产端收益率造成一定负面影响，我们测算2022与2023年上市银行净息差将因此降低1.5bp与2.85bp。前4月，M2与社融存量增速明显背离，说明信用扩张弱于货币，银行资产配置或向资金市场有所倾斜，资产端收益率或受到额外负面影响从而进一步影响息差水平。4月金融数据与经济数据双双明显走弱，同时，债券市场再度出现头部房企违约事件，市场关于实体经济与房地产领域资产质量的担忧有所上升。

结合当前的宏观经济、房地产市场与货币政策，我们认为4-5月银行贷款投放不理想，年内银行资产质量、净息差与盈利水平会受到一定负面影响，上述预期转弱应是近期银行指数表现较弱的主因。从估值水平来看，随着权重股的明显回调，5月银行指数PB再次创新低，目前维持在0.6倍左右。对于市值低于净资产的上市银行，超过100%拨备覆盖率部分的贷款减值准备还原为净资产后的PB为0.48倍，该估值水平隐含的不良率为6.23%，较账面不良率高4.9个百分点，属于较为悲观预期下的估值水平。

5月下旬以来，政策对宽信用的重视度明显提升，央行召开信贷形势座谈会，近期银行信贷投放有边际改善，对应贷款增长应有一定修复。另有多方面的稳增长财政措施不断加码，这有利于改善市场关于银行基本面的悲观预期。但是，疫情、房地产、出口、消费等领域存在较大的不确定性，预期修复过程可能比较慢，认为银行业基本面预期明显修复仍需要疫情好转、政策持续发力和经济表现改善等积极因素的进一步积累。在当前经济与房地产行业的影响下，银行之间经营质量将有所下滑，同时银行间分化将加剧，可适当关注区域经济发达、资产质量扎实的区域性银行。

### 3.7.2.保险：4月原保费收入较弱，负债端修复预期遇冷

4月受疫情影响，上市险企单月原保费收入继2月后再度同比下降。4月，上市险1591.71亿元，同比下降2.06%，负债端修复预期遇冷。寿险与健康险方面，行业内前二的国寿与平安同比均下降，较三月份明显转弱，其中，平安人寿+平安健康原保费收入同比下降22.70%，国寿原保费收入同比下降2.06%；人保人寿、太保人寿、新华保险原保费收入同比分别增长5.52%、1.86%、2.87%。财险方面，4月财险原保费收入修复动能明显下降，由两位数增速下降至2%，其中平安财险、人保财险、太保财险原保费收入分别同比增长2.21%、增长2.67%与下降0.63%，增速均明显下降。资产端，今年权益市场表现不佳对资产收益率产生负面影响。此外，近期再度出现头部房企债券违约事件，市场对险企资产质量担忧再次上升。综合来看，当前虽然板块估值处于历史低位，但险企负债端何时企稳仍不明朗，资产端收益率压力上升，市场表现仍可能受压制。

### 3.7.3.券商：5月交投活跃度环比下降

市场交投方面，截至5月26日，5月日均成交额8342亿元，环比下降5.3%；融资日均余额13739亿元，环比下降5.6%。一级市场方面，5月股权融资总额594.10亿元，环比下降68%。基金发行方面，5月新发行股票型和混合型基金共7只，份额共34亿元，环比下降55%。持续关注市场风险偏好提升、资本市场支持政策催化等积极因素的出现。

## 4.风险提示

- (1) 国内疫情反复超预期, 导致防控措施再次升级, 供应链受到阻碍, 影响国内需求。
- (2) 国内稳增长政策落地速度低于预期, 影响经济恢复的速度。
- (3) 美国通胀回落不及预期, 或导致美联储继续加快货币政策收紧节奏, 美元流动性明显收紧, 对全球金融系统造成冲击。
- (4) 俄乌危机发展超预期, 导致全球能源以及粮食价格大幅上涨, 进而引发全球通胀明显上行, 影响全球经济稳定。

## 附注：

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议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。

### 五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。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。

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。

### 六、资格说明

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