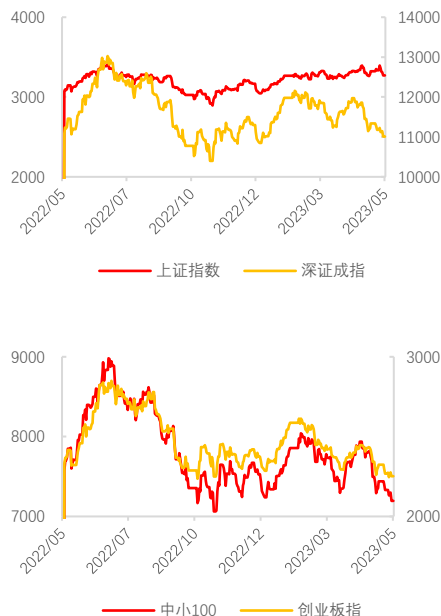


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：杨柳

SAC 登记编号：S1340523040002

Email: yangliu@cnpsec.com

分析师：刘卓

SAC 登记编号：S1340522110001

Email: liuzhuo@cnpsec.com

分析师：鲍学博

SAC 登记编号：S1340523020002

Email: baoxuebo@cnpsec.com

分析师：周豫

SAC 登记编号：S1340522090001

Email: zhouyu@cnpsec.com

分析师：王琦

SAC 登记编号：S1340522100001

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

分析师：王磊

SAC 登记编号：S1340523010001

Email: wanglei03@cnpsec.com

分析师：赵勇臻

SAC 登记编号：S1340522080004

Email: zhaoyongzhen@cnpsec.com

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email: lishuaihua@cnpsec.com

分析师：杨维维

策略观点

【多行业联合研究】关注部分底部行业当前的配置价值

● 主要观点

年底以来市场的反弹呈现出指数震荡上行、结构分化、围绕 TMT 和中特估两条主线进行扩散，其它多数行业在经历去年单边下行后今年底部弱势震荡。目前市场流动性环境偏宽松、资金价格下行、盈利周期底部、各类稳增长政策逐步推出，部分超跌行业已经出现配置价值。本篇报告围绕底部超跌行业过去下跌的原因、市场担忧、未来行业基本面展望、需要密切跟踪关注的指标、建议关注的底部标的及逻辑展开分析，以求寻找左侧布局的机会。

行业观点：

机械——好开端与持续性，不惧波动复苏仍在路上。

军工——中期调整等短期因素扰动，左侧布局有长逻辑的军工标的。

医药——医药板块底部已现，结构性行情可期。

农林牧渔——产能持续深度去化，低估值铸就安全边际。

建筑材料——底部承压渐行渐远，景气复苏高歌奏响。

光伏——景气度持续上行，关注低位布局机会。

储能——成本下降装机高增，行业向上拐点在即。

有色——周期复苏，曙光初现。

轻工制造——板块业绩改善可期，估值已有性价比。

汽车——政策透支效应逐渐减弱，行业需求回暖可期。

半导体——库存水位逐渐降低，景气最差阶段有望过去。

● 风险提示：

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

SAC 登记编号:S1340522090007

分析师:白宇

SAC 登记编号:S1340523040001

Email:baiyu@cnpsec.com

分析师:王达婷

SAC 登记编号:S1340522090006

Email:wangdating@cnpsec.com

近期研究报告

《中国特色估值体系专题研究》 -

2023.05.09

目录

1 行业观点.....	4
1.1 机械——好开端与持续性，不惧波动复苏仍在路上.....	4
1.2 军工——中期调整等短期因素扰动，左侧布局有长逻辑的军工标的.....	6
1.3 医药——医药板块底部已现，结构性行情可期.....	9
1.4 农林牧渔——产能持续深度去化，低估值铸就安全边际.....	11
1.5 建筑材料——底部承压渐行渐远，景气复苏高歌奏响.....	13
1.6 光伏——景气度持续上行，关注低位布局机会.....	14
1.7 储能——成本下降装机高增，行业向上拐点在即.....	17
1.8 有色——周期复苏，曙光初现.....	18
1.9 轻工制造——板块业绩改善可期，估值已有性价比.....	20
1.10 汽车——政策透支效应逐渐减弱，行业需求回暖可期.....	22
1.11 半导体——库存水位逐渐降低，景气最差阶段有望过去.....	23

年底以来市场的反弹呈现出指数震荡上行、结构分化、围绕 TMT 和中特估两条主线进行扩散，其它多数行业在经历去年单边下行后今年底部弱势震荡。目前市场流动性环境偏宽松、资金价格下行、盈利周期底部、各类稳增长政策逐步推出，部分超跌行业已经出现配置价值。本篇报告围绕底部超跌行业过去下跌的原因、市场担忧、未来行业基本面展望、需要密切跟踪关注的指标、建议关注的底部标的及逻辑展开分析，以求寻找左侧布局的机会。

风险提示：经济数据不及预期、中美摩擦加剧、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

1 行业观点

1.1 机械——好开端与持续性，不惧波动复苏仍在路上

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：机械行业近期下跌开始于 2023 年 3 月初，主要因为一月份信贷数据较好，疫情放开后基建和地产开工恢复，部分领域前期积压订单迎来集中释放，二级市场对于经济复苏的预期升温，但是近期看，像通用设备与工程机械相关企业的经营数据/订单数据并没有迎来持续明显的改善，原先的乐观预期被证伪，因此机械设备顺周期相关标的迎来了明显的回调。同时，光伏设备、风电设备、锂电设备、科学仪器等偏成长类型的子板块，今年也持续回调，一部分原因是与技术迭代减缓有关，像光伏设备，原先预期的 HJT、铜电镀、钙钛矿，降本进度都偏慢；另一部分原因是国产替代的节奏较慢，像科学仪器，国产仪器的性能仍没有被高校/实验室大范围接受，导致贴息政策受益的主要还是国外品牌，产业化之路还任重道远。此外，轨交设备走势明显强于机械设备与其余二级行业，主要因为板块中央国企数量较多，受益于中特估行情，并且订单数据也较为出色。

目前市场的担忧还是集中在对于制造业景气度的恢复速度与力度上，4 月制造业 PMI 录得 49.2%，景气度较 3 月明显下滑，内外需都有走弱趋势，新订单指数为 48.8%，比上月下降 4.8 个百分点，新出口订单指数为 47.6%，同比上月降低 2.8 个百分点。此背景下，制造业企业预期明显走弱，会影响二级市场信心与表现。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

整体看，需要关注制造业 PMI 相关指标的修复情况与企业订单回暖情况。细分行业来看，机床的更新周期+数控化率提升为长逻辑，需要关注机床保有量、待更新量以及国产机床的产品力与品牌力提升情况。刀具是机床中的重要零部件，与机床景气度/国产化率关联性较强。工业自动化，一方面需要关注机器人产量回暖的情况，另一方面要关注零部件国产化率的提升与 AI 行情对应的催化。科学仪器需要关注国产仪器性能提升情况以及在高校/研究所的市场开拓情况，此外，是否有进一步的政策提出也值得关注。激光设备方面，可以关注激光加工渗透率提升情况，以及激光振镜控制系统的市场增速。包装设备与缝制设备等专用设备，需要看行业需求恢复的情况，具体反应在企业订单角度，缝制设备还需要特别关注海外出口情况，2022 年一带一路/东盟/南亚/西亚/中亚地区均增长较快，2023Q1 仅西亚/中亚保持较好增长态势。光伏设备方面，核心看电镀铜与钙钛矿这两个新技术的推进情况，前者很大程度上决定了 HJT 降本幅度与产业化速度，后者则是全新的技术路径。锂电设备，需要重点关注复合集流体领域，包括宝明科技给下游送样的情况，一步法与两步法的路线之争，目前看两步法肯定还是更为成熟的方案，C 公司的订单也即将发出。风电设备方面，2022 年风电新增装机需求较弱，主因国内风电行业尚处于抢装过渡期，新的平价项目大多仍处于前期开发阶段，2023 年有望迎来复苏，可以关注新增装机情况。储能消防方面，可以关注政策推进以及市场开拓情况。乡村振兴方面，可以关注政策推进以及需求恢复情况。

建议关注的底部标的及逻辑：大丰实业：预计 2023 年文体装备业务收入 30 亿，利润率维稳，中长期有望保持较快增长；公司对场馆运营有深刻理解并积累了较多项目经验，竞争优势较为突出，储备运营项目数量较多，疫情后有望迎来陆续释放；公司数艺科技业务有望充分受益于产业数字化趋势。

亿嘉和：持续深入机器人基础平台及技术研发，巩固提升技术实力；推动多领域、多元化发展战略，持续开展巡检、操作、消防系列机器人等量产产品的迭代与优化升级工作，拓展产品功能及应用场景，并正式切入商用清洁、新能源充电、轨道交通三个新的市场领域，目前已正式发布商用清洁机器人、智慧共享充电系统、车辆检测机器人多款新产品。

申昊科技：2023 年电网投资将超过 5,200 亿元，在投资结构上加速向特高压、智能化与数字化倾斜，公司主业有望复苏；公司围绕主业，推出了多款新产品：输电线路巡检/除冰机器人、配网工程管控监理机器人、工业罐体高宽壁厚测量无人机，部分产品已实现小批量订单。

风险提示：制造业景气度不及预期；技术开拓不及预期。

1.2 军工——中期调整等短期因素扰动，左侧布局有长逻辑的军工标的

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：2023 年年初以来中证军工指数小幅下跌 0.67%。2023 年 5 月 11 日，中证军工指数 10987.75，较今年年初指数 11062.02 小幅下跌 0.67%。

高基数下军工行业整体业绩增速放缓。2022 年，我们跟踪的 104 只军工标的共实现营业收入 5363.06 亿元，同比增长 9.06%，共实现归母净利润 368.84 亿元，同比增长 0.96%。2023Q1，104 只军工标的共实现营业收入 1074.88 亿元，同比增长 5.48%，共实现归母净利润 76.19 亿元，同比下滑 5.85%。

军品增值税变化以及装备低成本需求等因素加大了市场对军工行业上市公司盈利能力的担忧。2022 年年初，多家军工企业回应投资者对于军工企业增值税的关注。我们认为，军品开征增值税的影响将主要体现在企业毛利率的变化上，军方含税采购的采购价格以及军工企业向上游含税采购时的采购价格变化具有不确定性。低成本是装备采购可持续的必要条件，随着采购量的增长，装备降价压力也不断增加。

“十四五”规划中期调整对板块构成短期扰动，部分核心标的估值回落。2023 年年初至今，不少军工核心标的跌幅超过 10%。振华科技、鸿远电子、宏达电子、火炬电子等上游被动元器件标的 PE-TTM 已经降至 20 倍左右；中航重机、光威复材、三角防务、宝钛股份、派克新材、西部超导等材料类标的 PE-TTM 已经降至 30 倍左右；紫光国微、中航光电等国防信息化标的 PE-TTM 已经降至 30 倍左右；中航沈飞 PE-TTM 降至 50 倍左右，均处历史较低水平。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

加紧推进武器装备现代化是国家安全和民族复兴的强大物质技术支撑。二十大报告提出，加快武器装备现代化，打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，明确了军队武器装备建设要进一步加速发展，尤其是代表新域新质作战力量的新型装备；首次把“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”提到全面建设社会主义现代化国家的战略要求。我们认为，军工长期较快发展可期。

2023 年我国国防预算增速 7.2%，增速连续 3 年上调。3 月 5 日，财政部在发布的政府预算草案报告中表示，2023 年我国国防预算约为 15537 亿元人民币，增速 7.2%，较去年上调 0.1pcts。2021 年以来，我国国防预算增速逐年上调。2020 年，我国国防支出预算 1.27 万亿元，增速 6.6%；2021 年、2022 年和 2023 年，我国国防支出预算分别为 1.38 万亿元、1.48 万亿元和 1.55 万亿元，增速分别为 6.8%、7.1%和 7.2%。

航空航天领域部分标的日常关联交易预计值保持较快增长，景气有望延续。

航空方面，中航西飞、中直股份、中航光电和江航装备等 2023 年日常关联交易预计值同比增速分别为 26%、51%、34%和 32%，保持较快增长；航天方面，航天电器 2023 年日常关联交易预计值同比增速达 38%。此外，中国动力 2023 年日常关联交易预计值同比增长 39%。

军工行业经过了过去近两年时间的较快增长，未来或进入稳定增长期，细分领域业绩差异显著，结构分化加剧或为未来趋势。随着装备技术不断发展，新技术、新产品层出不穷，在新域新质作战领域或将产生较多投资机会。另外，随着中国日益走向世界舞台中央，军贸出口有望成为军工板块新的增长点。未来需要关注中期调整结束后的装备采购方向，以及中国在全球军贸市场尤其是中东军贸市场的开拓情况。

建议关注的底部标的及逻辑：建议左侧布局符合行业发展趋势、业务持续拓展的高成长标的，包括国睿科技、振华科技、新雷能和钢研高纳等。

国睿科技：

1) 军贸新签订单创新高，明星产品国际化取得新突破。2022 年，公司多功能情报雷达和多功能反隐身雷达实现首次出口；2022 年 10 月，签订某型雷达销

售合同 1.42 亿美元，体现了军贸拐点的来临。公司表示，十四所的舰载雷达后续如果形成对外销售，将以资产重组或科技成果转化的形式进入国睿防务，进一步丰富公司军贸产品谱系。

2) 民用雷达多个重大项目成功签约，中标某用户多台套一、二次雷达，巩固了公司在空管雷达领域市场地位。

3) 工业软件市场持续拓展。公司软硬结合的智能车间业务、面向数字资源一体化治理的数据中台业务签订重大项目合同，2022 年首次与民机、航空发动机行业多家重量级企业合作。

振华科技：

1) 半导体分立器件和集成电路业务收入保持高增长，产品附加值提升。2022 年，公司营收 72.67 亿元，同比增长 28%，以半导体分立器件为主要产品的振华永光和以厚薄膜集成电路为主要产品的振华微收入增速更快，分别同比增长 37% 和 53%。

2) 定增项目解决产能瓶颈。公司 2022 年度定增项目计划募集资金总额不超过 25.18 亿元，用于半导体功率器件产能提升项目、混合集成电路柔性智能制造能力提升项目、新型阻容元件生产线建设项目、继电器及控制组件数智化生产线建设项目、开关及显控组件研发与产业化能力建设项目等。

3) 持续拓展新产品种类，业绩有望保持较快增长。基础元器件领域，公司成功研制高温片式薄膜电阻器；新型气密封微动开关多系列产品研制成功；大功率断路器完成研制并形成小批量供货。半导体集成电路领域，大电流、大功率 SiC 肖特基二极管通过鉴定；高功率密度电源模块产品实现器件全部国产化，完成电源浪涌抑制器国产化研制。

新雷能：

1) 产品品类不断拓展，定制电源和集成电路产品收入保持快速增长。公司产品品类在模块电源、定制电源、大功率电源及供配电电源系统等电源产品基础上持续拓展，已研制出高可靠领域电源管理芯片、电机驱动芯片和集成电路体微模组等模拟集成电路类产品。2022 年，公司定制电源和集成电路产品分别实现收入 4.52 亿元和 0.53 亿元，同比增长 73% 和 210%。

2) 2022 年商誉计提对短期业绩有所拖累。2018 年，公司收购永力科技形成 9511 万元商誉。2022 年，公司计提商誉 3209 万元，对公司当年业绩有所拖累，截至 2022 年末，该部分商誉账面价值 6008 万元。

3) 受益于装备用电功率提升和市场集中度提升，募投项目逐步达产公司长期发展可期。2022 年，公司定增募集资金总额 15.8 亿元，用于特种电源扩产项目、高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目、通信及服务器电源扩产项目等。作为特种电源龙头，随着募投项目逐步达产解决公司产能瓶颈，未来发展可期。

钢研高纳：

1) 高温合金下游需求旺盛，收入有望保持较快增长。航发新机列装、国产化率提升、实战化训练以及高温合金自给率提升驱动高温合金需求增长。2022 年，公司铸造合金、变形合金和新型合金业务分别实现销售收入 17.32 亿元、6.94 亿元和 3.99 亿元，分别同比增长 44%、38%和 40%。

2) 2022 年投资收益大幅减少拖累短期业绩。2022 年，公司对联营企业的投资等投资收益-1593 万元，较 2021 年 5998 万元投资收益减少 7591 万元，拖累公司 2022 年业绩。此外，公司 2022 年获得政府补助等其他收益 6878 万元，较 2021 年 7302 万元减少 424 万元。剔除非经常性损益的影响，公司 2022 年扣非归母净利润 2.81 亿元，同比增长 57%。

3) 业务持续拓展，成长空间广阔。公司业务多方向拓展，2022 年成立全资子公司四川高纳，与航发动力成立控股子公司西安钢研。截至 2022 年末，德阳锻造一期项目进度 40%，沈抚新区盘轴加工车间一期项目进度 95%。业务持续拓展打开公司成长天花板，长期较快发展可期。

风险提示：军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；军品批量生产后价格降幅超出市场预期。。

1.3 医药——医药板块底部已现，结构性行情可期

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：医药板块下跌从 2021 年年中开始，历经一年直至 2022 年 10 月见底。至今虽有反弹，但仍处于底部。下跌原因：1、市场流动性收紧，医药板块属性从防御已转向科技，所以自 2017 年鼓励药械创新文件发布后，板块走势跟货币政策，流动性成强关联。2021 年 4 月全球通胀开始抬头，全球加息预期上升，2021 年 6 月医药市场见顶，美股医药和港股

医药开启下跌，A股也同步跟随。2、经历2020年疫情冲击，医药板块大幅上涨，估值抬升过快，溢价明显。随着2022年海外防疫政策大幅放松和国内防疫政策放松，疫情相关需求也预期下滑，医药板块业绩承压明确。3、中美关系持续恶化，医药国际化之路预期不明，随着药明生物等部分医药公司被美国商务部列入UFL名单，国内医药上市企业海外拓展或随华为一样陷入谷底，对行业估值产生重大影响。4、机构大跃进结束，市场风格由外资和机构主导的核心资产向私募和游资主导的主题投资。医药在疫情阶段结束已不具备主题投资特性。市场担忧：1、流动性如何？海外国内是否会有边际变化？是否会超预期降息？2、企业国际化趋势如何？中美关系是否持续紧张？地缘政治是否会有缓解的趋势？3、医药公司业绩在疫情后能否有表观见底回升的趋势？4、国内医药政策的不确定性，包括持续的超预期带量采购或行业规范整顿。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

基本面展望：医药一共16个子行业，其中部分子板块有望今年出现反转。基本面反转或主要集中于过去两年未受益于疫情的子板块，如：原料药、创新药、仿制药等。后市需要关注的重要变量或催化有1、流动性的边际变化；2、表观业绩的拐点；3、中美关系大幅改善；4、医药政策推进；5、企业国际化大幅推进。

建议关注的底部标的及逻辑：同和药业：产能释放叠加新产品放量，公司将迎业绩拐点

1、新产品专利全球范围内陆续到期，预计将实现快速放量。公司新产品（替格瑞洛、利伐沙班、米拉贝隆、阿哌沙班、维格列汀等）专利将在全球范围内陆续到期，其中利伐沙班（TOP12）和阿哌沙班（TOP5）是2021年全球药品销售额排名的前20，预计未来三年将实现快速放量。

2、毛利率有望改善，利润增速将大于收入增速。新产品毛利率普遍高于老产品，预计新产品毛利率维持在45%左右，新产品陆续开始销售后，有望带来毛利率改善，未来3-5年利润增速将大于收入增速。

3、产能持续释放，保障中长期业绩增长。二厂区一期的四个车间预计于年中正式投产，年化产能8个亿，合计一厂区一期工程2023年可实现5亿产值，贡献收入约3亿元。待二厂区二期2024年全部投产后，预计18个新品种产能瓶颈问题将得到解决，二厂区一、二期共计11个车间的产能保障了公司中长期业

绩增长。4、盈利预测：预计公司 2023/2024 年实现营业收入 11.00/16.00 亿元；归母净利润分别为 1.80/2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.74 元，对应 PE 分别为 24X/17X。产能释放叠加新产品放量，公司将迎来业绩拐点！维持给予“买入”评级。

风险提示：创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策超预期风险

1.4 农林牧渔——产能持续深度去化，低估值铸就安全边际

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：22 年初至今，生猪价格经过了较大波动。21 年至 22 年一季度行业供给严重过剩，生猪价格仅在 12-13 元/公斤的区间，头均亏损超 600 元。长期的深度亏损导致行业产能去化严重。22 年 5 月后，生猪价格开启上行趋势。22 年 10 月到达阶段性高点 28 元/公斤，头均盈利超过 1000 元。10 月后，生猪价格快速回落，并在 12 月中下旬，跌至成本线以下。2023 年一季度生猪价格围绕 14 元/公斤的中枢波动，行业再度开启新一轮产能去化周期。且五一假期消费好转对猪价支撑并不明显，截至 5 月 11 日生猪价格为 14.3 元/公斤，再度接近 2 月低点。

市场主要担忧点：1) 当前行业依然处于深度亏损中，但从农业部数据看产能去化幅度不够。农业农村部数据，1-3 月能繁存栏环比分别：-0.5%、-0.6%和 -0.87%，降幅逐月扩大。但是从当前存栏量来看，3 月末，全国能繁母猪存栏 4305 万头，相当于 4100 万头正常保有量的 105%，依然供大于求。2) 行业资金压力大。22 年 2 季度末，行业整体资产负债率达到历史最高点 66.88%，虽然年末回落至 59.85%，但 23 年一季度末再度攀升至 62.12%。3) 龙头企业出栏增速明显放缓。大部分传统的养殖公司其出栏规模已经达到较大体量，同时从出栏规划、资本开支、生产性生物资产等看，后期出栏增速将明显下降。4) 成本上涨明显，影响盈利能力。在非瘟防控、饲料上涨的多重因素下，行业完全养殖成本平均较非瘟前上涨 2-3 元/公斤，在猪价低位波动阶段，对公司盈利能力影响重大。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：生猪价格短期依然低迷，随着当前产能去化程度加深，24 年或将较 23 年趋性改善。

1) 短期：生猪价格将依然低迷。6-7 月天气炎热，为消费淡季。而当前仍有部分大猪尚未出清，供给压力仍大。

2) 下半年：小幅回升。今年一季度生猪疾病严重，仔猪损失较多、淘汰母猪增加，其均将影响下半年生猪供给，同时餐饮消费等需求好转明显，供许格局稍有改善。

3) 2024 年：有望启动新的周期。一是 2024 年的生猪供给由 2023 年 3 月以后的能繁存栏决定，而当前行业产能仍处于出清过程中，且叠加猪病影响，出清程度或超预期。二是亏损时间越久，对企业资金考验越严峻，而当前部分规模场资产负债率已处于高位，不排除其风险暴露的可能。三是二育群体在长期亏损后，逐渐退出市场，行业产能进一步下降。

特别关注：非洲猪瘟是否再度发酵。1) 非瘟毒株变异，弱毒更难治理。近年来毒株流行已从仅有野毒转变成野毒、疫苗毒、多缺失毒株多种毒株流行。非洲猪瘟病毒变异株虽然毒力相对较弱（致死率低），但具有潜伏期较长、间歇式排毒、临床症状不太典型等特征。在养殖过程中，弱毒非瘟更难察觉、难拔牙、难净化、难溯源，其影响将是长期且难以消除的。2) 5-6 月为华南区域猪病高发期，关注华南雨季情况，警惕猪病再度扩散。

下半年：小幅回升。从能繁存栏推断，下半年生猪供给将逐步减少，同时餐饮消费等需求好转明显，供许格局稍有改善。

2024 年：有望启动新的周期。一是 2024 年的生猪供给由 2023 年 3 月以后的能繁存栏决定，而当前行业产能仍处于出清过程中，且叠加猪病影响，出清程度或超预期。二是亏损时间越久，对企业资金考验越严峻，而当前部分规模场资产负债率已处于高位，不排除其风险暴露的可能。三是二育群体在长期亏损后，逐渐退出市场，行业产能进一步下降。

建议关注的底部标的及逻辑：当前行业的头均市值仅在 3200 元/头左右，处于历史底部区域，且生猪价格大幅下挫可能性较低。板块进一步调整空间较小。同时生猪产能仍在去化中，且有疾病等因素扰动，产能去化幅度或超预期，下一轮周期高度或超预期，板块向上弹性大。1) 龙头企业成本优势相对明显，且出栏增长稳健，其确定性更强。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业出栏增速更快，且成本下降空间更大，其弹性更大。建议关注：巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神。

风险提示：发生疫情风险、需求不及预期风险、原材料价格波动风险。

1.5 建筑材料——底部承压渐行渐远，景气复苏高歌奏响

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：2022 年，受行业基本面筑底、市场悲观预期等因素影响，建材板块股价调整幅度较大。2022 年至今(2023/5/12)，建筑材料申万一级行业指数下跌 30.32%，跑输沪深 300 指数 10.03 pct，在 31 个申万一级行业指数中排名第 30；申万二级行业指数中，水泥/玻璃玻纤/装修建材指数下跌 25.23%/31.10%/33.87%，跑输沪深 300 指数 4.94/10.81/13.58 pct。

对于以水泥、玻璃、玻纤为代表的周期类建材，2022 年，基建工程项目实物工作量落地滞后、房地产基本面持续走弱等导致需求下行；而供给端来看，生产流程的相对刚性（如浮法玻璃窑炉无法即开即停）、上一轮周期盈利较丰厚使得进入下行期后企业收缩产能的意愿依然不强或部分企业存在维护市场份额的诉求等造成的供需矛盾加剧导致产品库存高企，价格走弱。成本端来看，2022 年部分大宗原材料及燃料价格涨幅较大，周期建材主要企业盈利持续承压。

对于地产链的消费建材而言，2022 年房屋新开工/竣工面积分别同比下滑 39.4%/15.0%，开竣工端消费建材产品需求均下行。2021Q3 起，部分房企信用风险暴露、资金链恶化，消费建材企业应收账款坏账风险加大，部分企业计提较大额度信用减值损失侵蚀利润。2022 年 11 月，政策端迎来新一轮放松，房企融资三支箭相继发出催化市场信心修复，消费建材板块迎来上涨行情。2023 年春节后，新房、二手房销售数据虽有改善，但市场多认为是疫后需求的集中释放而非基本面的实质性回暖，担忧销售端的改善不具备可持续性。同时，房地产新开工端表现依然较弱，市场普遍较悲观的预期尚未得到显著修复、叠加年报披露扰动，消费建材板块回调明显。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：对于周期类建材，我们认为供需格局改善是驱动公司业绩及估值修复的主逻辑。2022H2 起，浮法玻璃企业产线冷修加速，供给端优化收缩，当前在产产能处于近年较低水平；“保交楼”驱动房地产竣工端修复，玻璃需求回暖；2023 年 3 月以来，浮法玻璃供需格局的改善推动企业库存持续去化、价格进入上行通道。截至 2023/5/12，浮法玻璃周均市场价格同比提高 13.2%，企业库存同比下降 35.6%。玻纤板块 2023 年供给增加节奏放缓、风电装机量高增推动风电纱需求增长；龙头产品结构高端化与显著成本优势仍是业绩与估值修复的重要动能。水泥行业共

识重塑，2023 年 4 月起多地水泥企业开启非供暖季错峰期有利于消化库存支撑价格，成本端，截至 2023/5/12，Q5500 动力煤平仓价同比下降 18.31%，水泥吨盈利有望修复。

对于消费建材，各细分赛道龙头通过渠道下沉与结构优化、扩充新品类等方式应对 2022 年行业至暗时期的考验，龙头经营成色得到验证，韧性更加凸显；同时，中小企业出清加速为龙头市占率提升提供更广阔的空间。2023 年以来，房地产竣工端明显修复，新开工端虽延续低迷，但房企到位资金得到边际改善，消费建材板块修复回暖趋势已然显现。2023Q1，消费建材板块实现 285.79 亿元，同比增长 3.65%；归母净利润 13.52 亿元，同比增长 56.64%；销售毛利率/净利率分别为 26.51%/4.70%，同比提高 1.41/1.68 pct，环比提高 0.60/3.57 pct。

建议关注的底部标的及逻辑：消费建材：短期来看，C 端、小 B 端消费建材需求率先复苏，龙头企业订单量和发货有望持续向好。中长期来看，消费建材各赛道龙头在规模、渠道等方面优势显著，中小企业出清、龙头市占率提升的逻辑将持续演绎。推荐 C 端占比提升、减值风险充分释放的竣工端瓷砖龙头蒙娜丽莎、渠道结构持续优化，新规催化市场扩容的防水龙头东方雨虹、高市占率决定强定价权的石膏板龙头北新建材。

玻璃：从需求端高频数据来看，多地区玻璃企业产销率超过 100%，玻璃企业库存持续去化。浮法玻璃行业供需格局双重改善推动库存下降、价格回涨的趋势已然显现。持续推荐规模、成本优势显著，2023 年盈利弹性释放可期的浮法玻璃龙头旗滨集团、TCO 镀膜玻璃量产实力国内领先的金晶科技。

基建产业链：1) 水泥：当前水泥板块估值底部，提供安全边际；龙头现金分红比例、股息率达近年来高点，具备较高性价比。推荐“一带一路”建设提速有望提振水泥需求的新疆水泥龙头青松建化、天山股份。2) 外加剂：基建重大项目开复工提速，减水剂需求确定性回暖。推荐 2023 年减水剂主业有望彰显高弹性、风电灌浆料等功能性材料快速成长的外加剂龙头苏博特。

风险提示：宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料、燃料价格持续上涨风险；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。

1.6 光伏——景气度持续上行，关注低位布局机会

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：光伏行业作为机构资金重仓板块，博弈更多来源基本面的边际变化，2022年初至今板块共经历三轮下跌与两轮上涨：

下跌周期一：21年11月至22年5月，除外部宏观环境和A股市场投资情绪影响外，板块内部原因主要在于硅料经历21年的高位运行后并未如预期般在22年初开始降价，导致降价放量、下游利润修复等逻辑被证伪，板块大幅回调；

上涨周期一：22年5月至22年7月，最主要原因为俄乌战争爆发后，带来全球能源通胀，欧洲地区天然气、电价大幅上涨，上网电价提升带来光伏投资经济性明显改善，叠加欧洲国家相继出台支持光伏发展的政策，光伏发电收益率进一步上行，带来需求超预期，出口数据持续旺盛，同时高电价下居民倾向于光伏自发自用，刺激户储装机需求释放，光伏板块迎来修复的同时，户储+微逆的细分赛道迎来较大涨幅；

下跌周期二：22年7月至22年12月，能源危机后，因对下游需求看好，渠道拿货力度加大，对欧出口数据持续翻倍以上增长，但库存持续高增，出口数据在7月见顶，后续出口量环比回落，行业景气度边际向下；

上涨周期二：22年12月至23年1月，欧洲为高价市场同时需求高增，价格承受能力强，22年11月开始，由于海外需求进入传统淡季，叠加硅料产出持续释放，硅料供需紧张局面迎来逆转，产业链上游价格快速回落，而终端售价调整较慢，带来下游成本改善明显，盈利预期上行，板块迎来修复；

下跌周期三：23年2月至今，资金开始关注板块长期成长性。量的维度看，受益降价推动23年需求预期仍然持续上调，但23年高基数下，意味着部分透支24年增速回落，同时累计装机规模快速扩张后，电网消纳能力将是行业发展的主要瓶颈，难以支撑装机规模进一步的快速扩张，因而对于行业未来增速回落产生担忧；利的维度看，22Q4至23Q2，受益上游价格加速回落，下游产生超额收益，盈利位于历史性高点，进入23年下半年之后行业供给端持续快速放量，且行业新进入者众多，竞争格局将恶化，单位盈利预期回落，暂时没有办法明确判断行业盈利底部位置，同时从增速角度看，24年量增速下降，单位盈利下修，总体业绩层面成长性较弱。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

"短期来看，量方面，5月组件排产偏淡，而上游产出持续释放，库存积累，价格大幅回落，刺激需求释放，且伴随价格跌至底部位置，需求有望超预期释放，需紧密跟踪价格的进一步波动以及下游厂商的订单、排产情况，同时通过出口、国内装机等数据验证景气度；考虑到下游业主买涨不买跌的心态，产业链大幅降价会刺激部分有装机时间节点要求的项目释放需求，带来组件订单和排产的环比提升，后续当价格加速回落至底部位置后，需求有望迎来更加集中的释放，这将体现在下半年的组件排产上，价格大幅下行后，有望刺激全年需求持续上修；利方面，需密切跟踪上游与组件的降价节奏，核心判断在供给端瓶颈逐步解决的背景下，下游组件议价能力的变化，以及判断在竞争加剧背景下未来产业链合理利润中枢；

长期来看，电网消纳能力问题并无显著变化，时间维度上看，储能和其他灵活性电源是解决新能源波动性最重要的方式，后续仍需观察储能的装机节奏以及电网对于大规模储能电源的调度情况；空间维度上看，需依赖特高压建设，将风光发电集中布置的西部、北部地区的电输送到东部以及南部地区，实现跨空间的消纳，重点需要观察特高压审批、建设的节奏，以及特高压输送新能源的利用效率情况。

建议关注的底部标的及逻辑：当前光伏最大的利好在于产业链降价放量过程，而最大的担忧在于格局恶化后的盈利能力下降，基于此两条逻辑，优选受益量增且格局存在优化预期的行业，建议关注光伏玻璃板块，量的维度看，直接受益需求释放组件排产提升，且集中式电站是成本最为敏感且需求体量最大的部分，降价过程对于集中式电站的需求弹性最高，考虑到集中式电站大部分使用双玻组件，将进一步拉动玻璃的需求增速；从格局角度看，主要用于判断单位盈利变化，20Q3-21Q1 玻璃供不应求，价格大幅上涨，行业进入新一轮扩张周期，而 21Q2 至今，玻璃已经连续经历约 2 年的底部周期，前期布局扩张产能基本在 22 年完成投产，后续二三线厂商因盈利较差扩张动力不足，且受听证会制度的制约，未来行业扩张将以龙头企业为主，23Q1 为玻璃行业盈利的最底部，后续扩张收缩，且龙头份额进一步提升，将带来行业提前完成出清，未来龙头有望享受量价齐升，建议关注；此外，建议关注组件环节，面向下游，组件龙头有渠道壁垒和议价优

势，格局相对最为稳固，且短时间内突破难度较大，同时龙头厂商基本完成一体化布局，成本端优势显著，后续产业链盈利收缩过程中，依托成本优势仍能保有合理利润，即便按照未来悲观的盈利假设，当前估值水平仍然较低，但组件环节由于机构持仓比例较高，筹码结构问题导致新进资金在选择组件板块时疑虑较大。

风险提示：装机需求不及预期，竞争格局加速恶化。

1.7 储能——成本下降装机高增，行业向上拐点在即

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧。根据中信储能指数(CI005477)，2023年1月3日至5月11日，储能指数从2669点下降至2171点，降幅18.7%。其中最低点在5月9日2086点，区间最大降幅21.8%。行业下跌的主要原因是估值的下降，背后一部分原因是对部分细分板块基本面的担忧，但更多的是AI和中特估等板块的暴力上涨带来的主动和被动降低储能仓位。**电池板块：**上游碳酸锂价格的高位，市场担忧压制电池盈利，碳酸锂价格下降过程中，市场担忧库存增加成本，碳酸锂价格反弹，市场又开始担心电池盈利；**PCS板块：**市场担忧产能扩张，竞争加剧影响份额和盈利；**温控板块：**市场担忧二三线厂商为了抢单，低价拿单大幅影响盈利；**集成板块：**市场担忧增量难增利。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：
量：预计中美欧2023年储能新增77.1GWh，同比+94%，预计中国新增30.9GWh，同比+110%，预计美国新增30.6GWh，同比+110%，预计欧洲新增15.6GWh，同比+50%。价：中国：碳酸锂跌价，逐级传导，预计产业链价格2023年Q2-3见底；美国：美国储能产品成本下降，价格回落；欧洲：逆变器和电池价格处于下降通道，逆变器好于电池。利：电池、PCS环节盈利韧性强。电池：2023年预计20万元/吨碳酸锂对应单位净利0.09元/Wh；PCS：2023年预计单位净利0.033元/W，若大功率IGBT供给紧俏，PCS价格短期或上行；集成：大局开幕，群雄逐鹿。

相比于去年高点，机构已经减轻了储能板块的仓位，特别是2月下旬，4月初以及5月至今，储能仓位经过持续流出，目前已经处于非常合理健康的位置。

建议关注的底部标的及逻辑：美联储开启降息周期，场外增量资金入场，储能产业链价格探底，储能招中标量持续提升，海外光储需求提升，美国等限制中国贸易壁垒因素减轻，后续可跟踪碳酸锂周度价格、储能电芯周度价格、电池厂

月度排产量、储能招投周度标量价、各国月度电价等重点指标的情况，建议关注宁德时代、阳光电源和固德威。

风险提示：政策调整风险；需求不及预期风险；供给释放过快风险；技术迭代颠覆原有格局风险；上游成本高企风险；品牌和渠道恶化风险。

1.8 有色——周期复苏，曙光初现

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧：稀土：2022 年至今稀土行业下跌 37.25%，主要由于 2021 年稀土板块处于相对高位，2022 年稀土总量控制指标相对放开，工信部约谈主要稀土厂商，供需矛盾缓解，稀土价格一路走跌。市场担忧主要集中在新能源汽车渗透率放缓，未来难以保持高增速。

锡：2022 年至今锡行业下跌 24.31%，主要由于 2021 年消费电子需求提前透支，2022 年高价刺激下缅甸等主产区供给放量，锡价一路走低，目前供给收缩情况下，市场担忧主要集中在半导体周期是强复苏还是弱复苏，复苏的强度决定锡价的高度。

黄金：以美国为首的欧美国家通胀居高不下，美联储开启加息周期，实际利率走高，美元指数上涨，使得金价承压下行，从高点一路下跌了 27.8% 左右，最低跌到 1626 美元/盎司。

铜：去年俄乌战争爆发，供应链紧张使得大宗商品暴涨，随后有所调整，紧接着又受到疫情大规模爆发，封控的影响，去年诸多下游需求企业停工停产，铜杆、铜箔等开工率低，需求不及预期，造成供需缓解；以及美联储加息压制商品经济发展。

铝：去年俄乌战争爆发，欧洲出现能源危机，天然气价格暴涨，海外电解铝因成本问题大幅减产，铝价暴涨。随州由于美联储开启加息周期，实际利率走高，美元指数上涨，铝价承压下行。同时去年下半年由于疫情和封控，下游受到较大影响，需求不及预期。

锂：2021 年受到新能源汽车快速放量等影响，对上游原材料需求大幅增长，但上游锂行业由于矿山开发周期长，产线建设相比下游慢，供应跟不上需求扩张，导致锂价暴涨。2023 年随着新能源汽车增速放缓，以及锂价高企，下游采购意愿不足，锂价下跌。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

稀土：稀土价格 23 年上半年下跌超过 30%，目前来看下跌空间有限，新能源等需求仍旧景气，下半年传统消费电子等需求或有复苏，稀土板块或有回暖。目前需跟踪第二批稀土指标发布和需求变动情况，包括新能源汽车、空调、工业电子产品销量、消费电子行业景气度以及特斯拉机器人应用的研发和投产进度。

锡：看好下半年锡价在半导体周期复苏带动下上涨，需关注缅甸佤邦要求停采矿山事件进展、半导体库存、锡锭库存变化。

黄金：考虑到近期多家银行危机以及美国联邦债务上限的问题等，以及诸多经济数据显示通胀有所回落，我们预计 6 月美联储会暂停加息，同时经济衰退预期持续升温，黄金配置价值凸显，金价有望创下新高。

铜：国内出台系列政策支持消费，传统领域如房地产、电网等持续回暖中；新兴的光伏、新能源汽车等领域近几年高速发展，使得铜消费需求有很大的增量；结合库存目前处于历史低位，铜供需缺口未来显著扩大，因而将对铜价形成强有力的支撑。

铝：去年俄乌战争爆发，欧洲出现能源危机，天然气价格暴涨，海外电解铝因成本问题大幅减产，铝价暴涨。随州由于美联储开启加息周期，实际利率走高，美元指数上涨，铝价承压下行。同时去年下半年由于疫情和封控，下游受到较大影响，需求不及预期。

锂：2021 年受到新能源汽车快速放量等影响，对上游原材料需求大幅增长，但上游锂行业由于矿山开发周期长，产线建设相比下游慢，供应跟不上需求扩张，导致锂价暴涨。2023 年随着新能源汽车增速放缓，以及锂价高企，下游采购意愿不足，锂价下跌。

建议关注的底部标的及逻辑：1、中国稀土，中重稀土龙头，资源禀赋优秀，后续存在集团内稀土资源注入预期。

2、锡业股份，锡行业龙头，产量全球第一，深度受益锡价上涨。

3、中金黄金，大型央企矿产金公司，资源丰富，集团承诺注入资产；

4、紫金矿业，国内最大矿产企业，资源禀赋优异，世界级铜矿顺利建成投产，后续增量显著

5、国内锂行业龙头如天齐锂业、盐湖股份；中矿资源，未来3年产能扩张迅速；西藏矿业，扎布耶二期进展顺利；融捷股份、永兴材料、藏格矿业，国内锂资源开发的领头羊。

风险提示：金属价格波动，需求复苏不及预期，新能源汽车需求不及预期，储能需求不及预期，宏观环境变化，海外锂矿开发超预期。

1.9 轻工制造——板块业绩改善可期，估值已有性价比

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧。2022年SW轻工制造指数下跌12.38%，沪深300下跌9.94%，轻工制造板块落后大盘2.44pct，在31个申万一级行业中排名第22位。机构持股方面，2022年轻工板块机构持股比例为0.79%，其中家居用品、文娱用品、造纸、包装印刷板块持股比例分别为0.39%、0.16%、0.00%、0.07%，持股比例较低。截至2023年4月28日，轻工制造板块PE_TTM(剔除负值)为23.85倍，估值为自2011年1月1日以来的25.20%分位点，板块估值处于历史底部水平。2022年轻工制造板块收入为6063亿元，同比+1.96%；归母净利润为253亿元，同比-32.41%，收入整体实现稳健增长，利润端受上游原材料价格高位、市场竞争激烈、海运费等影响同比下滑幅度相对较大。2023Q1单季度板块收入为1266亿元，同比-8.38%；归母净利润为50亿元，同比-27.67%，收入有所下滑，主要为终端客流、接单及交付节奏受较大影响，此外，海外需求下行叠加境外大客户持续去库存，短期承压；利润端下滑幅度大于收入端，主要为年初以来下游消费需求的释放，但订单及产能释放不充分，固定费用未摊薄。但从目前来看，终端消费需求持续回暖，且得益于各家管理变革降本增效、原材料价格下行等，利润弹性逐步释放。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

家居板块：在手订单充足，Q2业绩改善可期

2022年以及2023Q1家居板块受下游房地产影响叠加终端进店客流短期下滑等扰动，终端接单及交付节奏受到较大影响。但目前来看，家居需求稳步复苏，其中，新房销售逐步回暖，存量房及二手房需求持续释放，积极因素逐渐积累，我们认为家居板块业绩底部向上，从Q2看，Q2为家居行业传统旺季，各家积极

布局 618 大促，预计对终端接单有较大的促进作用；此外，头部企业在手订单充足，对 Q2 业绩放量有所支撑；海外大客户去库存顺利，2023 年 3 月家具出口交货值同比降幅缩窄，叠加海运费逐步回归常态，海外大客户订单呈恢复态势。中长期看，存量房及二手房需求持续释放，家居行业稳步发展。其次，整装需求迭起，整装渠道深入发展，进一步促使行业从简单的产品端融合转向更复杂的装修服务端融合，家居行业格局将加速向品牌、渠道、产品、供应链、信息化等综合实力较强的领先企业集中，行业集中度快速提升。

文娱用品板块：传统零售复苏，B2B 办公景气发展

文化办公用品具备相对刚需属性，收入呈现缓慢复苏态势。1) 零售业务方面，2023 年 3 月文化办公用品零售额同比-1.90%，自 2022 年 10 月以来保持下滑态势，但年后以来购物中心和校边店等终端线下消费场景快速修复，客流增加，文化办公用品零售端保持稳步复苏态势。此外，素质教育背景下，美术、阅读、体育等领域得到家长们的重视，产品结构优化，行业呈高端化发展趋势。2) B2B 业务方面，办公集采业务景气发展，头部公司如晨光科力普、齐心集团等聚焦政府、央国企、金融客户等优质大客户，强化 MRO 供应链、营销礼品、员工福利等办公集采业务，同时通过优化客户结构提升质量经营，高质量发展可期。

造纸&个护板块：木浆价格下行带来盈利改善，个护需求刚性

终端市场需求缓慢恢复，叠加木浆原材料价格下行以及供给端变化，各纸种价格表现各异，其中文化纸价格稳中偏弱，白板纸及白卡纸价格下行，箱纸板及瓦楞纸纸价已有止跌迹象。但成本端压力释放显现，主要得益于上游原材料木浆新增产能释放，价格大幅回落，全年来看，包括文化纸、特种纸、生活用纸在内的木浆系纸毛利率改善态势确定。

包装印刷板块：下游需求逐步回暖，原材料价格同比下滑

下游需求逐步回暖，2023 年 3 月社会消费品零售总额同比+10.6%，社会消费稳健复苏，其中，必选消费品类保持稳健，可选消费有明显改善，另外，涉及服务、出行、个人生活提升等方面的分项均迎来较强增长。其次，成本下行带来盈利弹性，以金属包装原材料铝材为例，截至目前，铝期货结算价为 1.83 万元/吨，较年初略有下滑，较去年同期下降 12%，成本端压力有所释放。

建议关注的底部标的及逻辑：家居板块：家居行业格局将加速向品牌、渠道、产品、供应链、信息化等综合实力较强的领先企业集中，行业集中度快速提升。建议关注欧派家居、顾家家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜*、公牛集团*、慕思股份*。此外，建议关注高景气发展的智能家居赛道，建议关注瑞尔特、箭牌家居、好太太。家居出口公司海外大客户库存去化顺利，订单边际向上，持续跟踪订单稳定性。

文娱用品板块：头部公司如晨光科力普、齐心集团等聚焦政府、央国企、金融客户等优质大客户，强化 MRO 供应链、营销礼品、员工福利等办公集采业务，同时通过优化客户结构提升质量经营，高质量发展可期。建议关注晨光股份、齐心集团；以及深耕镜片，业绩表现强劲的明月镜片。

造纸&个护板块：建议关注中顺洁柔；华旺科技*、仙鹤股份*、五洲特纸*；百亚股份。

包装印刷板块建议关注：1) 金属包装：建议关注昇兴股份、宝钢包装*。2) 纸包装：建议关注裕同科技*、新巨丰。

风险提示：终端消费需求恢复不及预期风险；地产竣工、销售数据不及预期风险；竞争加剧风险；主要原料价格大幅上行风险。

1.10 汽车——政策透支效应逐渐减弱，行业需求回暖可期

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧。2021 年行业整体需求平稳，供给端受芯片短缺影响阶段性供应短缺，这造成了行业难得的供不应求的状态，乘用车行业公司大部分都取得了较好的业绩，在此带动下，很多公司股价均创历史新高。2022 年开始，整体需求由于疫情原因反复，二季度受到较大冲击，板块公司估值均大幅回落；2022 年下半年国家乘用车购置税减半政策再次出台，一定程度商拉动了需求复苏，但是板块估值修复并没有扩散到全产业链，仅零部件板块估值修复较好。市场对智能、电动化带动的产业发展抱有很大希望，但是由于整车格局的复杂，市场把投资聚焦的优质零部件公司上。进入 2023 年，疫情完全结束后，市场本预期汽车消费全力复苏，但是由于 2022 年购置税政策带来一定透支效应，一季度需求表现并不好，部分落后车企的大幅度降价也使得价格战担

忧严重，这造成了全行业的杀估值，仅部分商用车整车公司由于基本面触底获得了估值修复。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：需求是汽车行业投资的核心变量，我们预期 2022 年购置税优惠政策的透支效应在一季度已经基本消化完毕，二季度开始需求将会逐步平稳，整个行业的核心增长仍然是新能源汽车及优质车型带来的结构性成长。价格方面，上海车展之后，主要乘用车公司将开启大规模的新品上市，用价格更高的新品去替代处于价格下行的老产品，行业价格也将逐步企稳，从中长期的角度来看，国内汽车消费仍然处于消费升级阶段，消费者对高端产品需求不减，价格端并不会是行业主要风险，价格战担忧将会逐步淡化。整体我们看好行业二季度之后的估值修复，整车端将会率先修复，之后零部件端也将逐步复苏。

建议关注的底部标的及逻辑：1) 长城汽车：新能源智能化转型成效将逐步显现，高端 WEY 品牌依托蓝山等强力新品重新打开成长空间；中端哈弗品牌全新新能源产品系列实力强劲；全新销售网络将会极大赋能洗呢能源转型。2) 中国汽研：智能、电动化核心受益标的，智能电动化之后汽车产品功能更加复杂，相关检测业务需求大幅度增加，公司作为国家授权的六家检测中心之一，在新能源、智能化标准制定及检测能力方面行业领先，有望畅享行业大发展。

风险提示：宏观经济下行，消费需求不及预期。

1.11 半导体——库存水位逐渐降低，景气最差阶段有望过去

行业下跌的情况描述，下跌原因和市场担忧。2022 年初以来，申万半导体指数累计下跌 38.27%，跑输沪深 300 指数 17.98 个百分点，行业跌幅较大主要原因为景气下行趋势下，半导体板块业绩持续承压。受下游需求不足，供应链去库存等因素影响，芯片需求持续疲软，芯片板块业绩出现较大幅度下滑。2022 年半导体行业营收合计约 4456.56 亿元，同比增长 11.43%，归母净利润合计 538.38 亿元，同比下滑 16.14%；2023 年一季度，半导体行业营收合计约 852.63 亿元，同比下滑 20.07%，归母净利润合计 43.15 亿元，同比下滑 70.66%。盈利能力方面，半导体行业 2022 年综合毛利率为 30.87%，同比 2021 年下滑 0.02pct，净利率为 12.43%，同比 2021 年下滑 4.13pct。分季度看，2022 以来，行业毛利率、

净利率自高点开始逐季向下，毛利率从 2Q22 的 32.49% 降至 1Q23 的 26.55%，净利率从 2Q22 的 17.27% 降至 1Q23 的 4.93%。

行业未来基本面展望以及需要密切跟踪关注的重要数据或重要变量或催化：

伴随着设计公司的主动去库存，芯片板块库存水位在 22Q3 末达到峰值后逐步向下，当前库存水位已改善明显。另外，芯片板块毛利率、净利率下滑趋势收窄，盈利能力有望逐步趋稳。根据 Wind 数据统计，数字芯片设计板块 2022 年综合毛利率为 36.39%，较 2021 年下滑 1.84pct，净利率为 11.28%，较 2021 年下滑 5.11pct；1Q23 板块毛利率为 38.27%，环比 4Q22 下滑 0.8pct，降幅明显收窄；1Q23 板块净利率为 3.04%，环比 4Q22 的 -0.29% 提升 3.33pct，已经出现改善。模拟芯片设计板块 2022 年综合毛利率为 42.89%，较 2021 年下滑 6.09pct，净利率为 7.59%，较 2021 年下滑 20.35pct；1Q23 板块毛利率为 38.27%，环比 4Q22 下滑 0.66pct，降幅明显收窄；1Q23 板块净利率为 -6.16%，环比 4Q22 的 -10.07% 呈改善趋势。展望未来，我们认为伴随着供应链库存的去化，芯片供需有望逐渐趋于正常，板块业绩有望逐步迎来修复。另外，在国际贸易环境影响下，国产替代需求凸显，科技领域自主可控需求迫切，半导体供应链的国产化在 2023 年将继续深入推进，持续看好国产化趋势给国内半导体产业链带来的成长机会。

建议关注的底部标的及逻辑：澜起科技：短期业绩承压，互联接口芯片迭代、新品扩充驱动成长。公司 2022 年营业收入为 36.72 亿元，同比增长 43.33%，归母净利润 12.99 亿元，同比增长 56.71%。1Q23 季度营收 4.20 亿元，同比下降 53.41%，归母净利润 0.20 亿元，同比下降 -93.56%，主要受服务器及计算机行业需求下滑导致的客户去库存影响，同时公司保持高强度研发投入。短期业绩承压，随着内存接口芯片的迭代和新品扩充，长期成长可期。DDR5 内存接口芯片价值量较 DDR4 有明显提升，同时内存模组上新增若干配套芯片，行业市场规模有望进一步增加。公司的第一子代 RCD 芯片已于 2021 年 10 月实现量产出货；第二子代 RCD 芯片于 2022 年 5 月在业界率先试产；业界首款第三子代 RCD 芯片已于年底开始送样，支持的数据速率高达 6400MT/s，与第二子代相比，最高支持速率提升 14.3%，与第一子代相比，提升 33.3%。后续公司还将规划更高速率的 DDR5 RCD 子代产品，以助力全球内存厂商及时进行产品研发和市场布局。作为行业领跑者，

公司凭借自身的技术领先地位及竞争优势,有望显著受益于内存模组市场由 DDR4 向 DDR5 迭代升级带来的成长红利。

风险提示: 行业景气度持续下行;下游需求不及预期;国际贸易环境变化。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048