



核心资产中医疗健康板块配置价值凸显

——行业比较月报（2023年4月）

内容摘要

➤ 行业选择对投资收益至关重要

从过去几年A股行业表现看，行业选择往往对收益起到至关重要的作用。

如2009、2013、2014年表现最佳的行业和最差的行业间，涨幅分别相差203.7、149.7和125个百分点，同样差异较大的还有2015年和2020年，表现最佳和最差的行业间收益率分别相差117和110个百分点。即便在差异最小的2018年，表现最佳和最差行业收益率也相差达35个百分点。

➤ 影响行业超额收益的关键变量：短期看景气度，长期看产业趋势

中短期内，行业景气度是影响行业超额收益的关键指标。行业的景气度一般用量、价、利来衡量。对于一般行业来说，由于价格集中体现供需，且往往具有高频数据，常常作为景气度的重要观测变量，尤其在周期性行业尤为明显。

长期看，产业趋势或更为关键。对于多数行业而言，量的变动即反应了行业的需求，是作为产业趋势的重要观测变量。对于新兴行业而言，渗透率是观测产业生命周期的重要指标。

估值反映产业趋势，对股价具有先行和强化效应。产业趋势在股价中除了通过EPS端得以体现外，估值起到重要的先行和强化作用。以万科A过去30多年的市值变动可以看出，公司整体上经历了“估值推动上涨——戴维斯双击——估值下行——戴维斯双杀”的过程。其中，估值端往往起到先行和强化的作用，能够提前反应市场的预期。而从长期看，由于估值往往呈现区间波动具有上限和下限，因此业绩是影响股价最为关键的变量。

➤ 中观行业跟踪

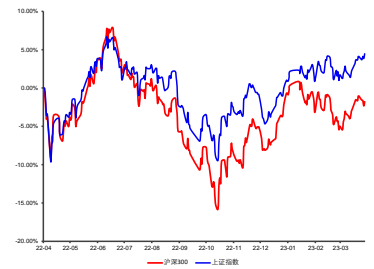
景气度方面：1) **周期：**整体较为疲弱，主要产品价格延续下跌，供给收缩下原油和玻璃价格上涨，此外，有色金属价格呈现止跌；2) **消费：**房地产高频数据显示热度有所回落；汽车销售降幅收窄；传媒回暖；猪价低位，鸡苗价格上行；3) **科技：**电新原材料价格延续下行。台湾电子暨光学产业PMI回升，半导体或迎来回升周期；**估值方面：**低估板块中，建议关注医药生物机会，与此同时，电力设备配置价值或逐渐来临；**拥挤度方面：**交易热点仍集中在TMT板块中；**行业盈利预期跟踪：**下修幅度有所收窄。对23年增速大幅上调行业有商贸零售、传媒、环保等。

➤ 当前行业配置：往人少的地方去，建议关注医药生物板块机会

我们通过基本面、估值和拥挤度等指标构建行业打分模型，居前的行业主要有：电力设备、农林牧渔、基础化工、食品饮料、煤炭、医药生物和环保。可见在经过前期调整后，电力设备板块机会或已临近，此外，在成长板块中，医药生物板块也位居前列。医药生物当前处在低估低配状态，且此前集采的负面冲击有所缓解，行业有望重回景气区间，建议关注创新药、中药以及年报季报业绩表现较好的医疗器械板块机会。

➤ 风险提示：经济超预期下行；政策不及预期；市场超预期波动。

相对市场表现



分析师：杨灵修
 执业证书编号：S0590523010002
 电话：0510-85187583
 邮箱：yanglx@glsc.com.cn
 分析师：张晓春
 执业证书编号：S0590513090003
 电话：0510-82832053
 邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

联系人：付祺泰
 电话：
 邮箱：

相关报告

- 1、《市场进入关键验证期》2023.04.02
- 2、《国联研究一周重点报告回顾》2023.04.02
- 3、《【国联研究】2023年4月十大金股推荐》2023.03.30

正文目录

1	行业选择对投资收益至关重要	5
2	影响行业超额收益的关键变量：中短期看景气度，长期看产业趋势	6
2.1	景气度或是影响行业中短期超额收益的关键	6
2.2	长期看，产业趋势或更为关键	7
2.3	估值反映产业趋势，对股价具有先行和强化效应	11
3	中观行业跟踪：周期景气度回落，TMT 交易热度维持高位	12
3.1	行业景气度跟踪：上中游表现疲弱，TMT 相关指标企稳	12
3.2	行业估值跟踪：低估板块中重视医药生物投资机会	24
3.3	行业拥挤度跟踪：TMT 拥挤度处于前列	24
3.4	行业盈利预期跟踪：下修幅度有所收窄	25
4	行业配置建议：关注高低切换，建议超配医药生物行业	26
4.1	当前行业配置排序	26
4.2	年初以来低估低配行业表现较好，建议重点关注医药生物板块	28
4.3	复盘历次医药回调时间与空间，当前或已接近尾声	31
4.4	集采风险逐步出清，未来医药行业景气度重回扩张区间	31
4.5	近期行情展望：关注 AACR 会议催化下创新药机会及年报/一季报预增机会	35
5	风险提示	36

图表目录

图表 1:	历年表现最佳和最差行业差异较大	5
图表 2:	工业企业利润增速与 wind 全 A 走势	6
图表 3:	社会消费品零售总额与申万消费指数	6
图表 4:	钢铁价格与钢铁超额收益表现	6
图表 5:	煤炭价格与煤炭超额收益表现	6
图表 6:	有色价格与有色超额收益表现	7
图表 7:	水泥价格与水泥超额收益表现	7
图表 8:	主要周期行业相对 wind 全 A 的超额收益率自 2009 年后处在下行趋势	8
图表 9:	银行、地产相对 wind 全 A 的超额收益率自 2009 年后处在下行趋势	8
图表 10:	电力设备相对 wind 全 A 的超额收益率近年来呈现趋势上行态势	9
图表 11:	钢材、煤炭和水泥消费量 (万吨)	9
图表 12:	商品房销售面积 (亿平米)	9
图表 13:	太阳能光伏装机容量 (GW)	10
图表 14:	新能源汽车销量 (万辆)	10
图表 15:	渗透率水平与产业生命周期对应关系	11
图表 16:	万科 A 市值与净利润走势	11
图表 17:	万科 A 净利润与 PE 走势	11
图表 18:	高频跟踪景气变动方向	12
图表 19:	煤炭价格下跌 (元/吨)	13
图表 20:	焦煤价格下跌 (元/吨)	13
图表 21:	南方八省日耗煤量下降 (万吨)	13
图表 22:	港口库存上升 (万吨)	13
图表 23:	钢铁价格下跌 (元/吨)	13
图表 24:	电炉开工率止步不前	13

图表 25: 钢铁产量平稳 (万吨)	14
图表 26: 钢厂盈利率掉头向下 (%)	14
图表 27: 有色金属价格	15
图表 28: LME 基本金属价格库存 (吨)	15
图表 29: 黄金、白银库存 (金衡盎司)	15
图表 30: 碳酸锂价格大幅回落 (元/吨)	15
图表 31: 稀土价格走势疲软 (2010 年=100)	15
图表 32: 主要化工品价格	16
图表 33: 水泥价格持续回调	17
图表 34: 玻璃价格持续上涨 (元/吨)	17
图表 35: 干散货和原油运输指数处在低位	17
图表 36: 集装箱运价指数持续下行	17
图表 37: 执行航班数显著回暖 (架次)	18
图表 38: 地铁出行量 (万人次)	18
图表 39: 生猪价格持续低迷 (元/千克)	18
图表 40: 白羽鸡价维持高位 (元/公斤)	18
图表 41: 二手房挂牌量价回落	19
图表 42: 30 大中城市商品房成交面积回落 (万平米)	19
图表 43: 商品房待售面积维持高增 (%)	19
图表 44: 市场对房价上涨预期略有回升	19
图表 45: 汽车销量低迷, 但降幅收窄 (%)	19
图表 46: 电影票房收入同比小幅增长 (万元)	19
图表 47: 药物价格保持不变	20
图表 48: 维生素价格基本呈现下跌	20
图表 49: 中药材价格上阵	20
图表 50: 新能源原材料价格总体下降	21
图表 51: 光伏原材料价格下滑	21
图表 52: DDR4 存储器价格下降	22
图表 53: Flash 存储器价格保持平稳	22
图表 54: 费城半导体指数反弹	22
图表 55: 台湾电子暨光学产业 PMI	22
图表 56: 半导体行业超额收益与半导体销售额	23
图表 57: 平板电脑面板价格触底	23
图表 58: 液晶电视面板价格企稳	23
图表 59: 电子产品出货量持续下降	23
图表 60: 移动互联网接入流量回落	23
图表 61: 成长板块中电力设备性价比凸显	24
图表 62: 当前行业热度排名	25
图表 63: 盈利预测情况 (%)	26
图表 64: 申万一级行业打分排序情况	27
图表 65: 申万二级行业打分前 20 的细分子领域	28
图表 66: 前三个月申万涨幅前五行业	28
图表 67: 年初以来估值和涨跌幅呈负相关	29
图表 68: 基金对医药行业的配置处在较低水平	29
图表 69: 医药生物行业处在历史较低估值分位水平	30
图表 70: 基金对医药行业的配置处在较低水平	31
图表 71: 医药生物行业历史回调持续天数与收益	31

图表 72: 生物医药行业历史复盘.....	31
图表 73: 中国卫生总费用持续增长 (亿元)	32
图表 74: 集采药品价格下降趋于温和.....	33
图表 75: 国内批准上市的创新药数量显著增加.....	33
图表 76: 医疗服务与保障能力提升补助资金(亿元).....	34
图表 77: 重大传染病防控经费 (亿元).....	34
图表 78: 基本公共卫生服务补助资金 (亿元).....	34
图表 79: 2020 年医院总诊疗人次变化情况.....	35
图表 80: 2020 年医院出院人数变化情况.....	35
图表 81: 本周北上资金流入行业分布.....	35

1 行业选择对投资收益至关重要

行业比较主要是通过比较行业的景气度、估值、拥挤度等维度，选择具有较高投资性价比的行业，属于介于宏观和微观之间的中观研究。当前 A 股上市公司数量已超过 5000 家，从这 5000 多家上市公司中筛选出少量的优质公司构建投资组合是巨大的工作量，而先从行业的角度挑选出投资价值最高的大类行业或细分行业，再从行业中精选个股，则能起到事半功倍的效果。其次，在不同的宏观环境下，会有不同的行业胜出，因此站在行业比较的角度，往往呈现出东边不亮西边亮的特点，即无论在何种宏观环境下，均有表现较佳的行业。

从过去几年 A 股行业表现看，可以发现行业选择往往对收益起到至关重要的作用。我们统计申万 31 个行业在过去几年年度涨幅最高和最低行业，从 2009 年至 2023 年 15 年中，沪深 300 有 7 年年度收益为负，但年度表现最佳的行业仅两年出现负收益，分别在 2011 年和 2018 年，跌幅也分别为 5% 和 11%，也就是说如果能够找出表现最佳的行业，即便在熊市中，也往往能获得较好的收益。如 2010 年，沪深 300 下跌 13%，但电子板块上涨 39%；2013 年，沪深 300 回调 8%，但传媒板块大涨 107%；2021 年，沪深 300 继续下跌 5%，但电力设备上涨 48%。

而如果看当年涨幅最大和最小的行业表现差异，则会发现“选对行业”更加重要。如 2009 年，当年表现最佳的汽车 (+241%) 和涨幅最小的建筑装饰 (+37%)，两者差异 203.7pct，2013 年表现最佳的传媒 (+107%) 和最弱的煤炭 (-43%) 相差 149.7 个百分点，2014 年，涨幅最高的非银金融 (+121%) 与最小的美容护理 (-4%) 之间，也相差了 125 个百分点，同样差异较大的还有 2015 年和 2020 年，表现最佳和最差的行业间收益率分别相差 117 和 110 个百分点。即便在差异最小的年份，2018 年熊市环境中，行业悉数下跌，但跌幅最小和最大的行业间收益率也相差 35 个百分点。可见，选对行业对于投资收益至关重要，尤其在牛市环境中，由于行业表现弹性更大，这一差异表现得尤为显著，如 2009、2014 和 2020 年。

图表 1: 历年表现最佳和最差行业差异较大

年份	沪深300表现	年涨幅最大行业涨幅 (%)	涨幅最小行业跌幅 (%)	最大和最小涨幅差 (右轴, %)	最高涨幅行业	最小涨幅行业
2009	97	241	37	203.7	汽车	建筑装饰
2010	-13	39	-31	70.5	电子	石油石化
2011	-25	-5	-43	37.7	银行	电力设备
2012	8	32	-25	56.6	房地产	通信
2013	-8	107	-43	149.7	传媒	煤炭
2014	52	121	-4	125.2	非银金融	美容护理
2015	6	100	-17	117.2	计算机	非银金融
2016	-11	7	-32	39.8	食品饮料	传媒
2017	22	54	-24	77.7	食品饮料	纺织服饰
2018	-25	-11	-46	35.0	社会服务	环保
2019	36	74	-2	75.9	电子	建筑装饰
2020	27	99	-11	110.2	社会服务	房地产
2021	-5	48	-20	67.4	电力设备	家用电器
2022	-22	11	-37	47.5	石油石化	电子
2023	6	43	-8	51.3	传媒	商贸零售

来源: Wind, 国联证券研究所

2 影响行业超额收益的关键变量：中短期看景气度，长期看产业趋势

2.1 景气度或是影响行业中短期超额收益的关键

既然行业的选择如此重要，那么什么影响了行业的收益呢，我们认为景气度或是决定行业超额收益的关键指标。

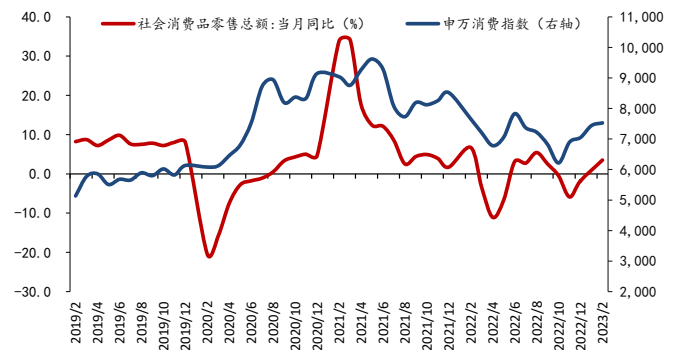
从宏观层面看，wind 全 A 与工业企业利润增速高度相关，社会消费品零售总额的增长与申万消费指数的走势也高度一致。可见中观景气度是影响涨跌的重要变量。

图表 2：工业企业利润增速与 wind 全 A 走势



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：社会消费品零售总额与申万消费指数



来源：Wind，国联证券研究所

宏观是中观行业的加总，对于行业表现而言，行业景气度也是影响超额收益的关键指标。行业的景气度一般用量、价、利来衡量，对于传统行业更是如此。

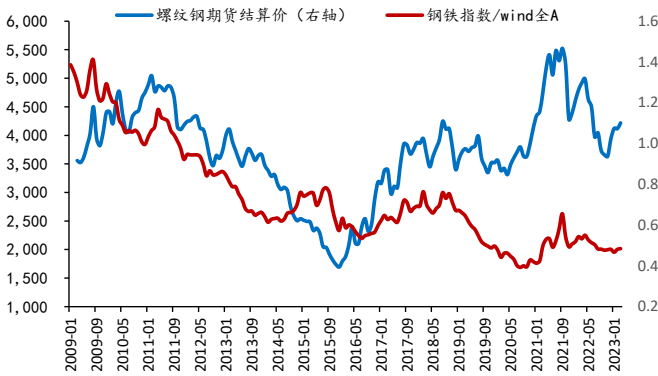
➤ 价格是观测中短期景气度的重要指标

对于一般行业来说，由于价格集中体现供需，且往往具有高频数据，常常作为景气度的重要观测变量，尤其在周期性行业中，价格是作为景气度的重要观测变量。此外，对于传统行业来说，量的增加较或为有限，销售额的提升主要靠价格的推动，因此，价格在中短期也能较好地体现利润端的变动。

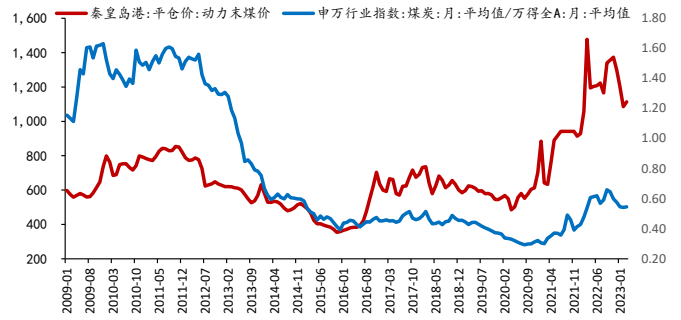
从钢铁、煤炭、有色、水泥等行业价格指数与行业周期表现看，价格与行业超额收益的正相关性非常显著。

图表 4：钢铁价格与钢铁超额收益表现

图表 5：煤炭价格与煤炭超额收益表现

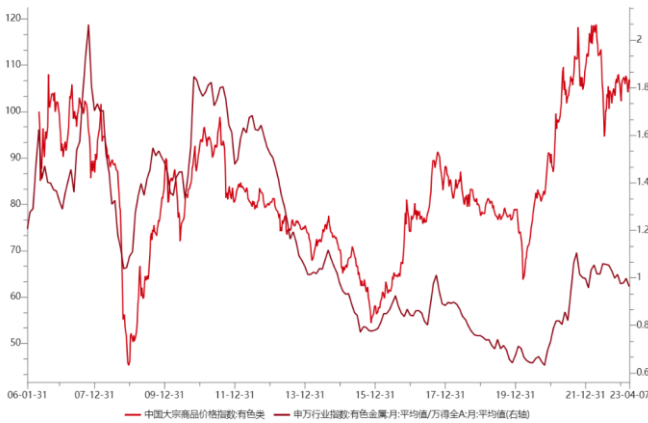


来源：Wind，国联证券研究所



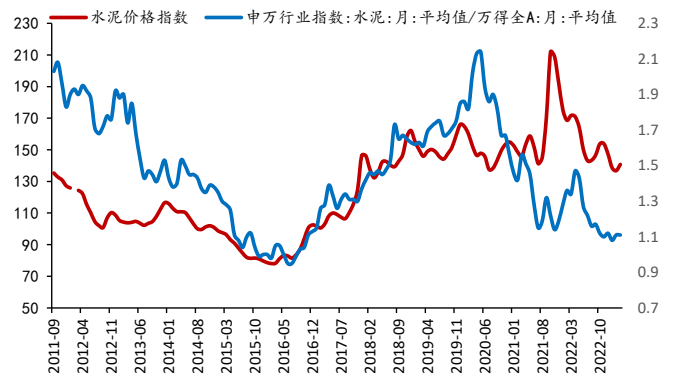
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：有色价格与有色超额收益表现



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：水泥价格与水泥超额收益表现

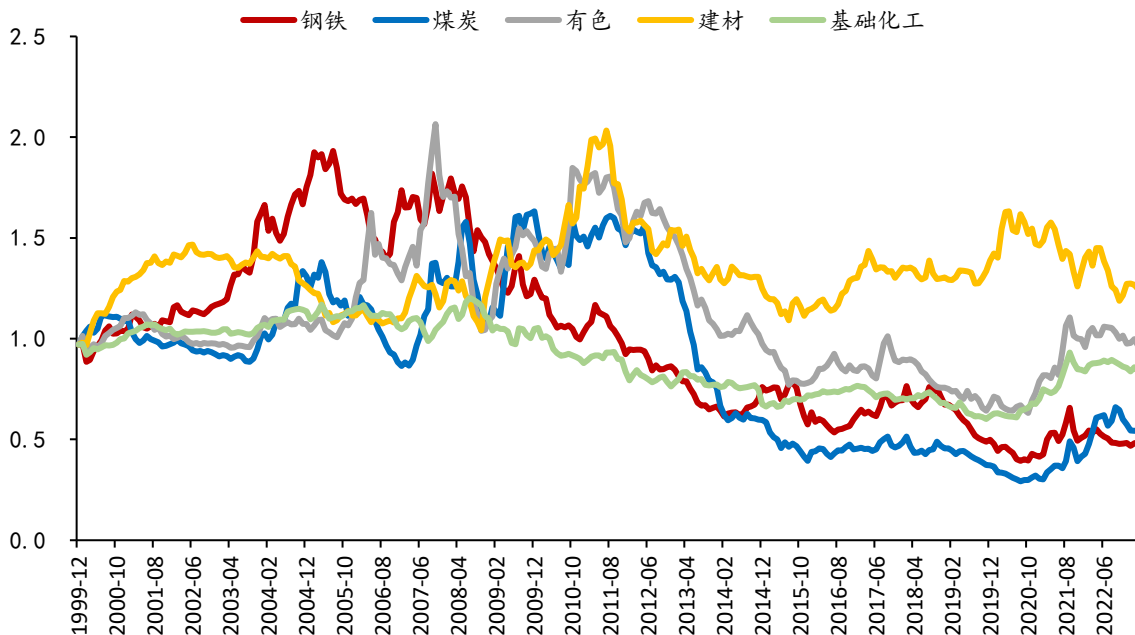


来源：Wind，国联证券研究所

2.2 长期看，产业趋势或更为关键

在中短期，超额收益与价格高度相关，但更长的时间跨度看，产业趋势或是决定超额收益更为关键的因素。同样以上游钢铁、煤炭、有色、建材、化工为例，在 2009 年之前，快速工业化时期，上述行业属于当时的成长行业，其相对 wind 全 A 的超额收益维持上行趋势，但在 2009 年之后，虽然钢铁、煤炭等产品价格并不低于当年，但超额收益却呈现出不断下行的趋势，主要就是因为产业趋势已经发生逆转。

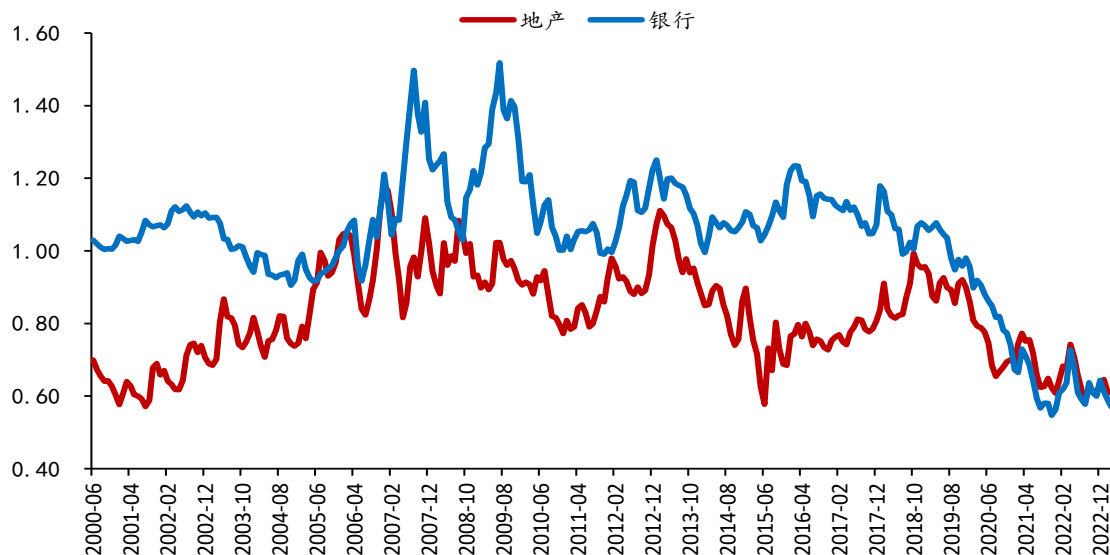
图表 8: 主要周期行业相对 wind 全 A 的超额收益率自 2009 年后处在下行趋势



来源: Wind, 国联证券研究所

银行和地产行业同样如此，在 2009 年之前，行业处在黄金增长期，行业相对于全市场超额收益不断提升，但 2009 年之后，趋势逆转，超额收益一路下行。

图表 9: 银行、地产相对 wind 全 A 的超额收益率自 2009 年后处在下行趋势



来源: Wind, 国联证券研究所

相反，部分行业由于符合产业长期发展趋势，则取得较高的超额收益，如近年来在新能源浪潮的推动下，电力设备行业相对 wind 全 A 超额收益呈现趋势上行态势。

图表 10: 电力设备相对wind全A的超额收益率近年来呈现趋势上行态势

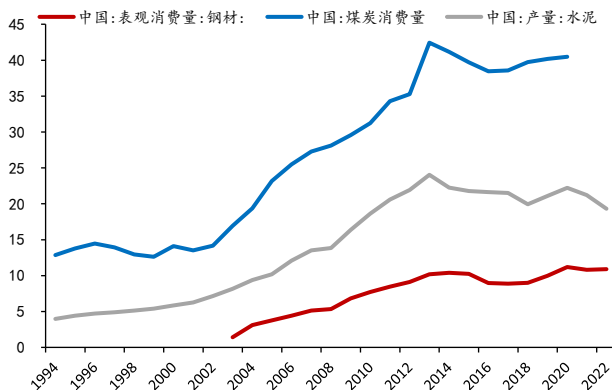


来源: Wind, 国联证券研究所

产业趋势的观测指标: 量的增长和渗透率的提升

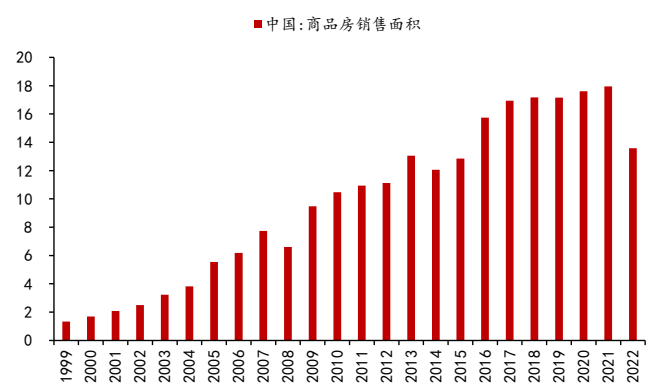
那么从长期看, 哪些指标反应了产业趋势? 对于多数行业而言, 量的变动即反应了行业的需求, 是作为产业趋势的重要观测变量。如钢铁、煤炭、水泥自 2013 年后消费量即呈现稳定甚至下行态势。房地产销售面积在 2016-2021 年间维持在 16-18 亿平的高位后, 2022 年快速掉落至 14 亿平, 上述数据均显示行业已进入成熟期。当然, 另一方面, 一个行业是成长还是周期, 并不是在所处的产业链位置, 而是看当时的需求状况, 如在 2000 至 2010 年间, 上述行业在量的高增下, 在当时就是典型的成长行业。

图表 11: 钢材、煤炭和水泥消费量 (万吨)



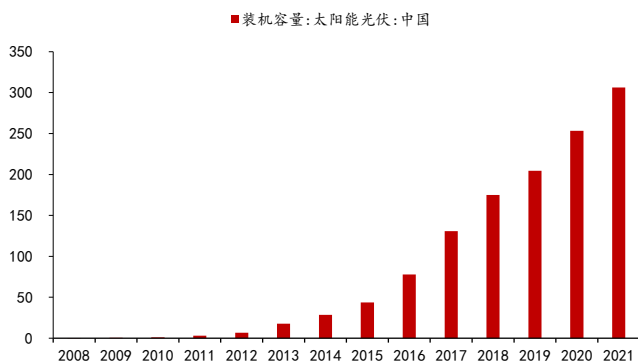
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 商品房销售面积 (亿平米)

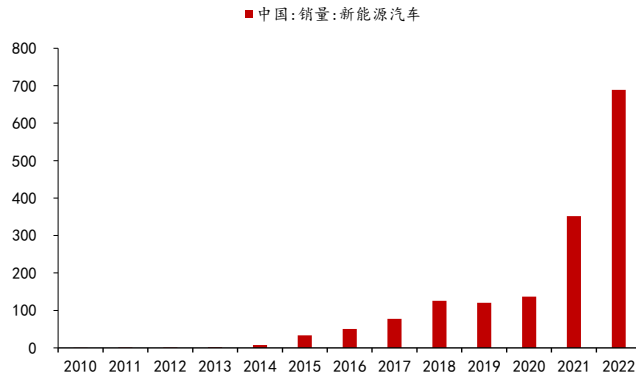


来源: Wind, 国联证券研究所

近年来以光伏为代表的新能源发电端以及以新能源汽车为代表的新能源应用端，即享受了量的高增，从而带来股价的快速上行。如新能源汽车销量 2020 年仅 137 万辆，到 2022 年就增长到 689 万辆，短短两年时间就增长了 4 倍。

图表 13: 太阳能光伏装机容量 (GW)


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 新能源汽车销量 (万辆)


来源: Wind, 国联证券研究所

对于新兴行业而言，**渗透率是观测产业生命周期的重要指标**。传统的产业周期理论把一个行业的发展历程分为四个阶段，分别为导入期、成长期、成熟期和衰退期，旨在揭示行业发展的规律。20 世纪 60 年代，美国学者埃弗雷特·罗杰斯在《创新的扩散》中提出创新扩散理论，总结出了新产品、新思想、新概念、新技术等新生事物在社会系统中传播的规律，并进而提出 S 型发展理论。在扩散早期，采用者很少，进展速度较慢；当采用者人数占比扩大至 10%-25% 时，进展突然加快，随后进入快速渗透期。当渗透率达到 50% 左右水平时，扩散速度拐头向下。

根据我们对互联网、智能手机和新能源汽车渗透率与产业生命周期的对应关系，可以发现在产业发展过程中，**5%、20% 和 50% 的渗透率是三个重要的分界点**。

行业发展初期 (渗透率 5% 以下): 行业处于萌芽阶段，蓝海市场崛起。代表产业: AIGC、自动驾驶汽车、氢能源汽车、生物育种、钙钛矿电池、折叠屏手机、3D 打印。

渗透率黄金拐点期 (5%-20% 渗透率): 受政策催化或新产品上市，渗透率出现加速向上拐点，股价有望迎来“戴维斯双击”。代表产业: BIPV (光伏建筑一体化)、培育钻石、无糖茶饮料、虚拟现实、保险行业、云计算、冷冻烘焙、一体化压铸、光伏、预制菜、速冻食品、创新药、扫地机器人、医美、净水器。

渗透率加速期 (20%-50% 渗透率): 渗透率加速向上，估值水平下降，股价主要靠业绩推动。代表产业: 核电、工业机器人、宠物经济、风电、餐饮连锁、免税行业、连锁酒店、工业互联网、充电桩、低温奶等。

迈向成熟期 (渗透率 50% 以上): 渗透率一阶导拐头向下。代表产业: 数控机床、CXO。

图表 15：渗透率水平与产业生命周期对应关系

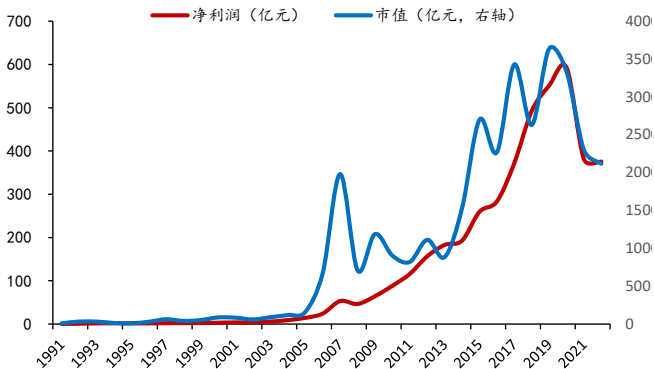
生命周期	渗透率水平	特征
行业发展初期	5%以下	行业处于萌芽阶段，蓝海市场有待挖掘。
渗透率黄金拐点期	5%-20%	受政策催化或新产品上市，渗透率出现加速向上拐点，股价迎来“戴维斯双击”。
渗透率加速期	20%-50%	渗透率加速向上，估值水平下降，股价主要靠业绩推动。
迈向成熟期	50%以上	渗透率一阶导拐头向下。

来源：国联证券研究所 *渗透率水平为标准化渗透率

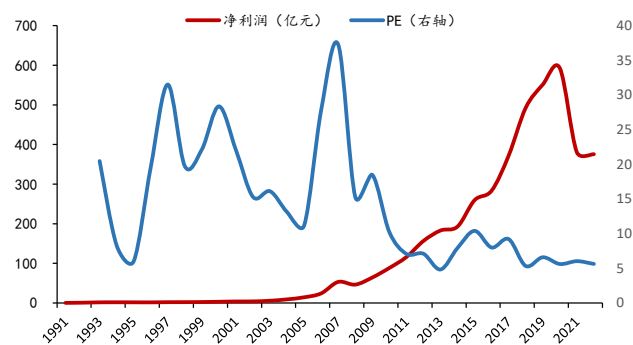
2.3 估值反映产业趋势，对股价具有先行和强化效应

产业趋势在股价中除了通过 EPS 端得以体现外，估值起到重要的先行和强化作用。

我们以万科 A 为例，万科 A 在 1991 年上市，1991 年底，市值仅为 9.5 亿元，到 2019 年底市值达到 3637 亿元，不到 30 年的时间市值上涨超过 300 倍。这两年市值有所回落，2022 年底市值降至 2117 亿元，今年股价继续回调，但市值依然高达 1886 亿元。而公司在经历市值上涨和回落阶段，EPS 和估值起到了不同的推动作用。

图表 16：万科 A 市值与净利润走势


来源：Wind，国联证券研究所

图表 17：万科 A 净利润与 PE 走势


来源：Wind，国联证券研究所

如在 1994-1997 年间，公司市值从 14.58 亿元增长至 63.62 亿元，增长了 336.4%，估值上升是主要推动力；1998-2007 年是房地产发展的黄金年代，万科 A 在此期间也经历了市值的主升浪，而背后则来自戴维斯双击效应的推动。在此区间，公司市值从 41.66 亿元增至 1982 亿元，上涨了 46.57 倍，其中，利润端增长了 24.18 倍，估值增长了 89%。2009 到 2018 年，公司净利润持续增长，区间上涨 6.67 倍，但由于市场对产业趋势和前景的看法发生变化，估值呈现回落，在此区间，估值从 18.5 倍下滑到 5.3 倍，估值回调 71%，业绩的上升被估值的下行抵消，因此，虽然在这区间段继续上涨，但市值却仅上涨 121.2%，投资回报率呈现放缓趋势。2019-2022 年公司则经

历了估值、业绩均现回落的戴维斯双杀阶段。在此期间，市值从 3637 亿元回落至 2117 亿元，回调 42%，其中，净利润从 551 亿元降至 375 亿元，回落 32%，PE 从 6.6 倍回落至 5.6 倍，回调 15%，公司股价遭遇戴维斯双杀，其中业绩的下滑尤为明显。

综上所述，可以看出，公司整体上经历了“估值推动上涨——戴维斯双击——估值下行——戴维斯双杀”的过程。其中，估值端往往起到先行和强化的作用，能够提前反应市场的预期。而从长期看，由于估值往往呈现区间波动具有上限和下限（如沪深 300 指数多数年份 PE 波动在 10-30 倍之间），因此业绩是影响股价最为关键的变量。

3 中观行业跟踪：周期景气度回落，TMT 交易热度维持高位

3.1 行业景气度跟踪：上中游表现疲弱，TMT 相关指标企稳

从当前高频跟踪数据看，周期和科技整体较弱，消费行业景气度边际改善较强。周期板块中，有色金属、原油、煤化工、农化、玻璃、航空景气度有所提升，消费领域中鸡苗、汽车、传媒、中药均有所改善，电新、光伏和半导体价格则依然处在调整态势中。

图表 18：高频跟踪景气变动方向

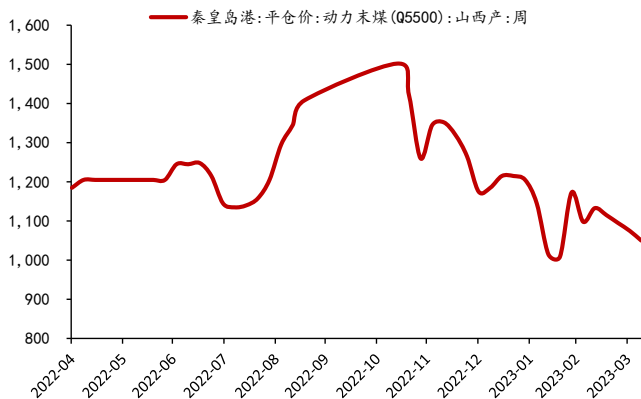
产业链	行业	细分领域	景气变动方向	产业链	行业	细分领域	景气变动方向	
周期	煤炭	焦煤	↓	消费	畜禽养殖	生猪	↓	
		动力煤	↓			鸡苗	↑	
	有色	贵金属	↑		房地产	房地产	↓	
		基本金属	↑		汽车	汽车	↑	
	钢铁	钢铁	↓		传媒	院线	↑	
		聚酯	↑		生物医药	中药	↑	
	化工	煤化工	↑		维生素	↓		
		橡塑	↓		科技	电新	正极	↓
		农化	↑			负极	↓	
		建材	水泥			↓	电解液	↓
	玻璃		↑			硅料	↓	
	交运	航运	↓		光伏	硅片	↓	
		航空	↑		组件	↓		
		地铁	↓		电子	半导体	↓	

来源：Wind，国联证券研究所

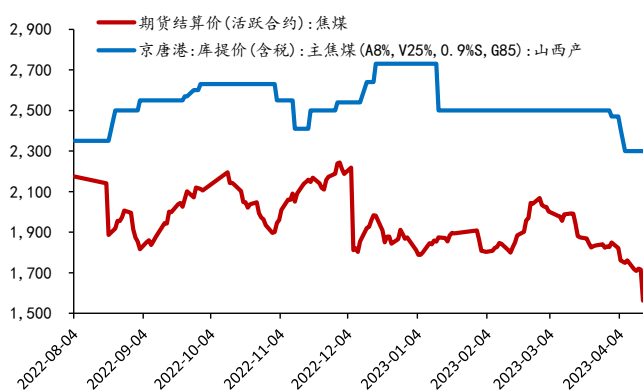
➤ 周期：主要产品价格持续承压

煤炭：供给上升，需求回落，库存增加，价格下跌。近期，在需求走低，供给上升下，动力煤和焦煤价格延续下跌态势。需求方面，南方八省日耗煤量降至 163.9 万

吨，自2月底以来延续下跌态势，反应下游需求较为疲弱。供给端，我国煤炭进口零关税在去年高煤价背景下推出，自2022年5月1日至2023年3月31日，实施近一年后，我国煤炭零进口暂定税率将自4月1日起延长至年底，保障市场供给。在需求走弱，供给宽松下，港口库存上升态势，CCTD主流港口库存上升至6623万吨。

图表 19: 煤炭价格下跌 (元/吨)


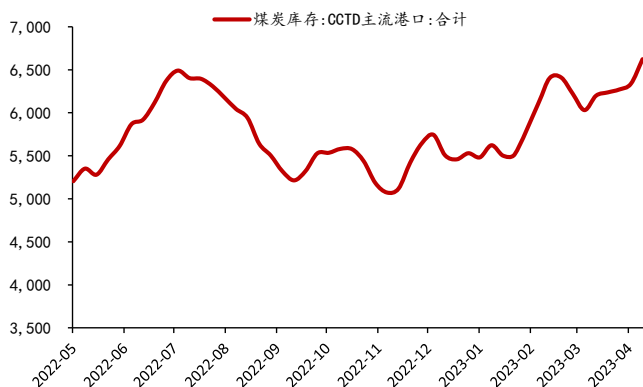
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 焦煤价格下跌 (元/吨)


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 南方八省日耗煤量下降 (万吨)

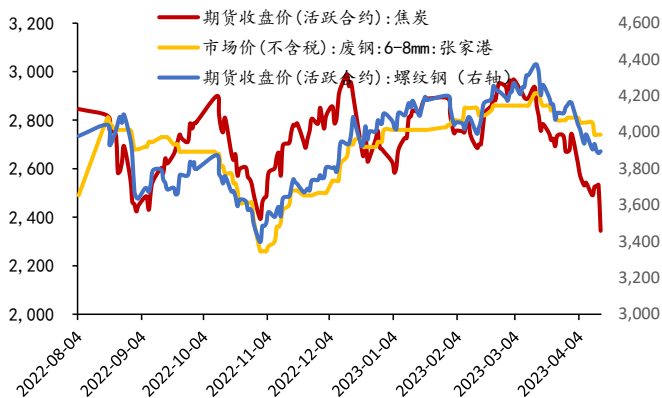

来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 港口库存上升 (万吨)


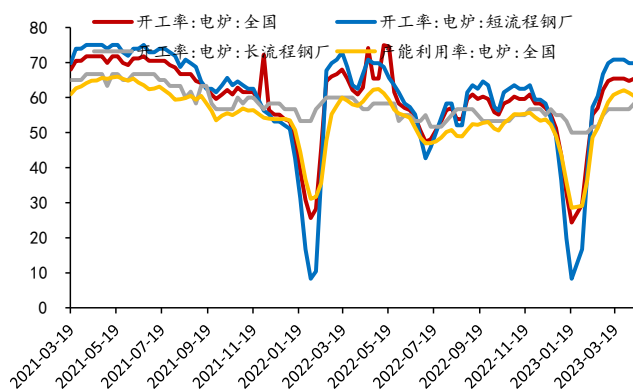
来源: Wind, 国联证券研究所

钢铁: 3月中旬以来, 钢价持续回落, 供需同步走弱, 螺纹钢期货价格从3月14日4373元/吨回落至4月14日3896元/吨。3月份钢铁行业PMI各分项指标景气度均呈现回落。产量方面, 略有回落, 且高炉和电炉开工率分化, 受利润空间限制, 电炉开工率止步不前, 高炉相对积极, 但整体复产动力有限, 较低的开工率下, 钢铁产量增长放缓。表观消费量延续下调, 厂内库存由降转增, 社会库存继续下滑。随着钢价持续走弱, 部分钢厂已步入亏损边缘, 钢厂盈利率掉头向下, 截至4月14日下滑至47.62%。

图表 23: 钢铁价格下跌 (元/吨)
图表 24: 电炉开工率止步不前



来源: Wind, 国联证券研究所



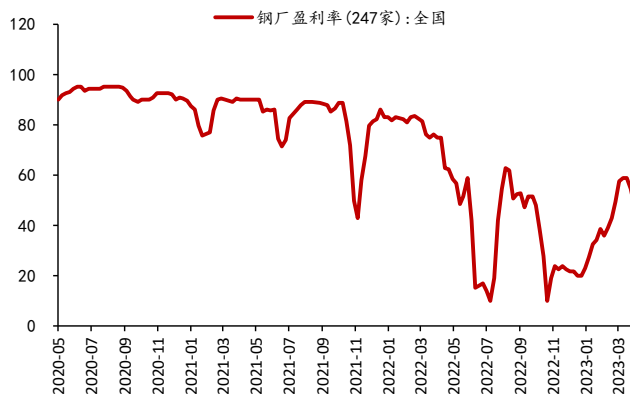
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 钢铁产量平稳 (万吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 钢厂盈利率掉头向下 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

有色: 近期基本金属价格止跌, 贵金属强势, 能源金属和稀土价格大幅回落。美元指数回落支撑有色金属价格, 但全球经济尤其是发达国家衰退预期加强, IMF 预计 2023 年全球经济增长将降至 3% 以下, 就下行风险增加发出警告, 受下游需求疲弱影响, 年初以来, 基本金属方面除铜和铝上涨分别上涨 5.9% 和 0.2% 外, 多数基本金属价格如铅、锌、镍、锡等均呈现回落, 年初以来分别下跌 3.9%、5.5%、19.2% 和 5.3%; 贵金属表现相对强势, 年内黄金和白银价格分别上涨 10.5% 和 5.9%。近一周来, 主要基本金属价格呈现止跌回升态势。这或与近期去库存加速有关, 近期 LME 铜和铝库存均呈现下行态势。

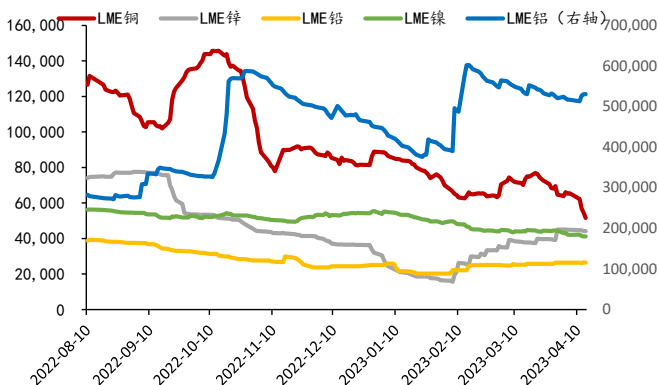
能源金属持续回落,碳酸锂价格跌回至 19.3 万元/吨, 跌回 20 万元/吨以内, 较此前高点回落超 60%。与此同时, 稀土价格自 2022 年初以来持续下行。

图表 27: 有色金属价格

代码	名称	现价	单位	周涨跌	月涨跌	年初以来
CU. SHF	SHFE铜	70,050	元/吨	2.1	0.9	5.9
AL. SHF	SHFE铝	18,725	元/吨	0.5	-0.1	0.2
PB. SHF	SHFE铅	15,305	元/吨	0.1	0.1	-3.9
ZN. SHF	SHFE锌	22,395	元/吨	1.4	-1.6	-5.5
NI. SHF	SHFE镍	185,250	元/吨	4.6	5.9	-19.2
SN. SHF	SHFE锡	197,880	元/吨	0.7	-4.6	-5.3
GC. CMX	COMEX黄金	2,018	美元/盎司	-0.4	1.6	10.5
SI. CMX	COMEX白银	25	美元/盎司	1.5	5.4	5.9
USDX. FX	美元指数	102		-0.5	-1.0	-1.8

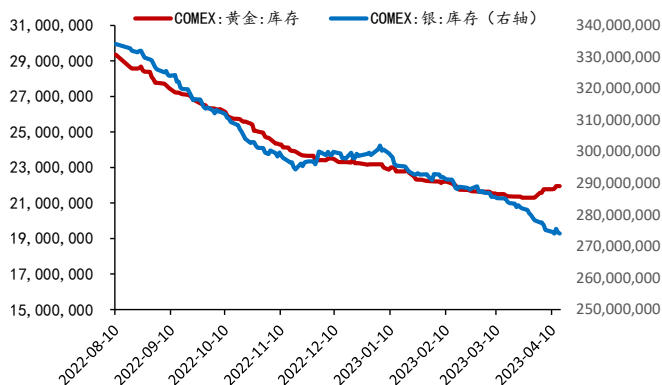
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: LME 基本金属价格库存 (吨)



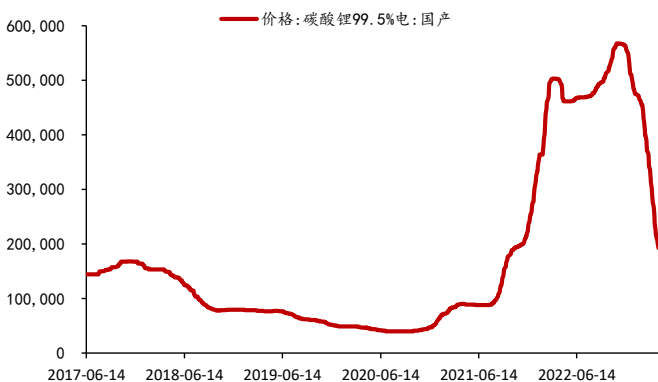
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 黄金、白银库存 (金衡盎司)



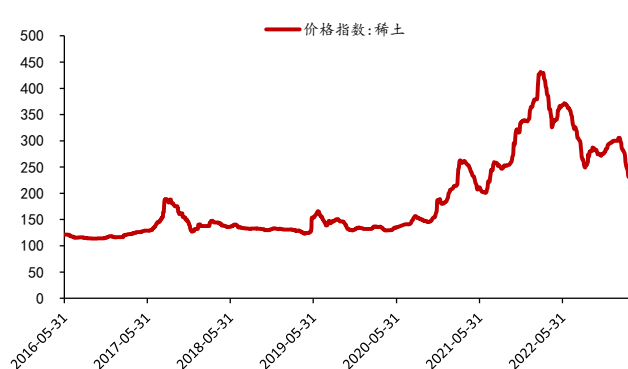
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 碳酸锂价格大幅回落 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 稀土价格走势疲软 (2010年=100)



来源: Wind, 国联证券研究所

化工: 原油、煤化工和农化近期表现较好, 橡塑产业链较为疲弱。近期 OPEC 联合减产计划、美国原油库存继续减少支撑油价, 叠加沙特上调销往亚洲的原油价格, 国

际油价上涨，布伦特原油延续上涨态势，本周上涨 2.5%，本月涨幅已达 8.2%，收于 86.31 美元/桶。天然气价格持续回落，年初以来已下跌 52.5%。聚酯产业链相对强势，年初以来，PX、PTA 和涤纶长丝分别上涨 20.5%、13.6%和 9.2%。厂家检修使 PX 供应预期偏紧，价格上涨，且对 PTA 形成了较强的成本支撑。同期，聚酯及织造因阶段性需求维持较高的开工，成本与需求的共振，使得 PTA 价格同样维持较为强势格局。

图表 32：主要化工品价格

指标	单位	更新日期	最新价	周涨跌(%)	月涨跌(%)	年涨跌(%)	月初价	年初价
期货结算价(连续):布伦特原油	美元/桶	2023-04-14	86.31	2.5	8.2	0.5	79.77	85.91
期货收盘价(连续):NYMEX天然气	美元/百万英热单位	2023-04-14	2.11	-3.4	-2.8	-52.5	2.17	4.43
现货价:CFR中国主港	美元/吨	2023-04-14	1,152	2.4	4.6	21.2	1,102	951
价格指数:PTA		2023-04-14	6,330	-0.2	-1.1	13.6	6,400	5,570
市场价:国内主要轻纺原料市场	元/吨	2023-04-14	8,025	0.0	2.2	9.2	7,850	7,350
价格指数:甲醇		2023-04-14	2,469	1.4	-0.8	1.3	2,490	2,437
价格指数:乙二醇		2023-04-14	4,091	0.6	-1.1	0.9	4,135	4,055
价格指数:PVC		2023-04-14	6,079	-2.0	-2.7	-2.9	6,245	6,263
价格指数:PE		2023-04-14	8,460	-0.1	0.3	-0.5	8,436	8,506
价格指数:PP		2023-04-14	7,800	-0.3	-0.3	-1.7	7,822	7,934
期货收盘价(活跃合约):天然橡胶	元/吨	2023-04-14	11,640	-0.3	-2.4	-8.3	11,930	12,695
市场价(中间价):重质纯碱:全国	元/吨	2023-04-14	2,954	0.0	0.0	9.6	2,954	2,696
市场价(中间价):烧碱(32%离子膜):全国	元/吨	2023-04-14	1,013	0.0	0.4	-24.6	1,009	1,344
价格指数:尿素		2023-04-07	2,515	1.5	-4.5	-4.8	2,634	2,643
价格指数:磷酸一铵		2023-04-14	3,153	2.3	-2.1	-9.4	3,221	3,482
批发价:国产氯化钾:国内	元/吨	2023-04-07	3,693	0.0	-1.2	-0.6	3,737	3,716
市场价:草甘膦:全国	元/吨	2023-04-10	37,000	0.0	0.0	-24.0	37,000	48,714

来源: Wind, 国联证券研究所

建材：水泥价格下跌，玻璃价格上涨。近期水泥价格依然疲弱，房地产市场不景气，导致水泥需求整体处于弱势运行态势，库存持续攀升，价格震荡下行。后续随着天气好转，水泥市场需求有所恢复，且各地水泥企业正在积极开展二季度错峰生产工作，预计后期水泥价格下跌有望放缓。

近期，各大厂商纷纷调涨玻璃价格。浮法玻璃厂家库存已连续六周环比大幅去库，库存同比下降 13%。在产业政策和环保的双重压力下，行业新增产能增速放缓，且此前由于纯碱等原材料价格处在高位，导致行业产能增长放缓，但在预期改善下，近期下游加工厂补库积极性相对较高，生产端库存持续去化。供需错配下价格呈现上涨态势。

图表 33: 水泥价格持续回调



来源: Wind, 国联证券研究所

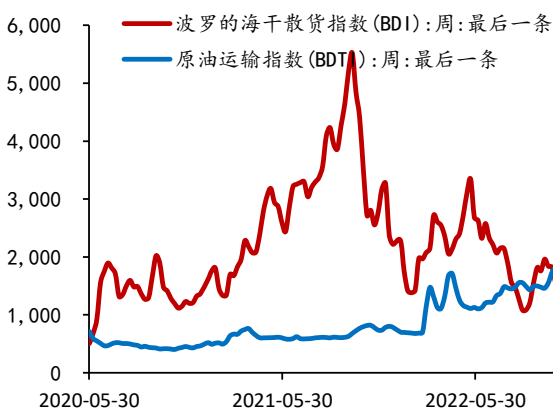
图表 34: 玻璃价格持续上涨 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

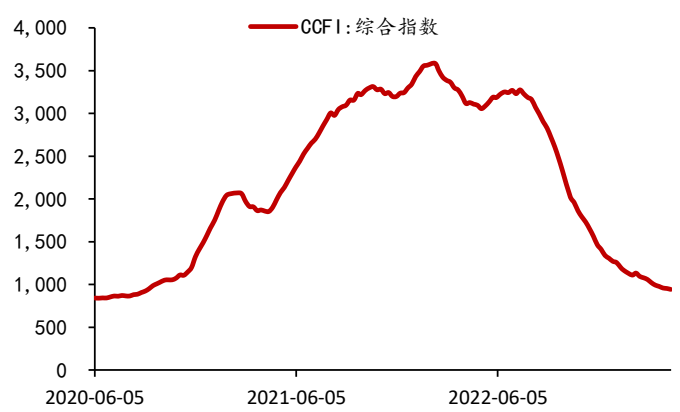
交通运输: 干散货和原油运输价格处在低位; 集装箱运价持续回落。航空出行显著回暖, 地铁客运量仍处高位。

图表 35: 干散货和原油运输指数处在低位



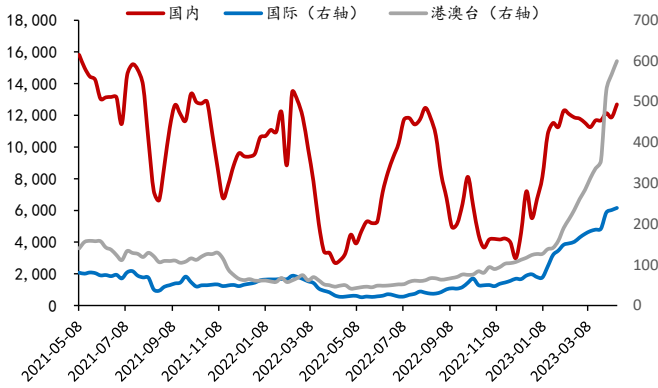
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 集装箱运价指数持续下行



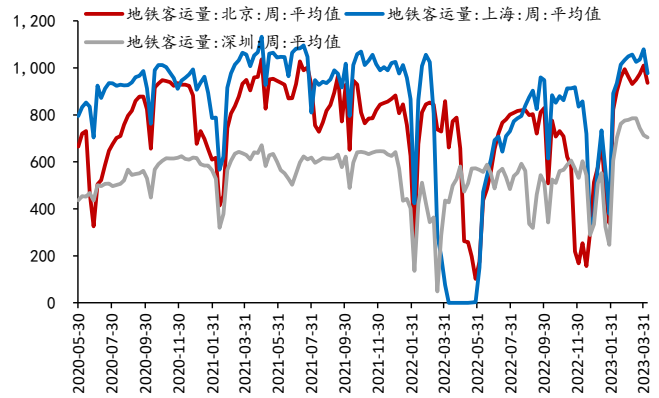
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 执行航班数显著回暖 (架次)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 地铁出行量 (万人次)



来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 消费: 房地产交易活跃度提升

农林牧渔: 生猪价格持续低迷, 但白羽鸡价格呈现不断上行。

房地产: 从高频数据看, 近期房地产市场景气度有所回落。二手房挂牌量价均呈现回调态势。4月9日当周, 30大中城市商品房成交面积周度降至249.3万平, 环比大幅回落191万平。3月份市场对房价上涨预期占比为18.5%, 较2月份提升4.5个百分点, 但仍持较低位置。

汽车: 前三月, 汽车累计销量下降6.7%, 仍然较为疲弱, 但降幅较2月-15.2%已有所收窄。3月份当月, 新能源汽车同比增长34.8%, 累计增速26.2%, 增速较2月份提升4.27个百分点。

传媒: 年初至4月9日, 电影票房累计收入161亿元, 同比增长7.72%, 增速较上期5.34%, 增速较上期提升2.38个百分点。

图表 39: 生猪价格持续低迷 (元/千克)



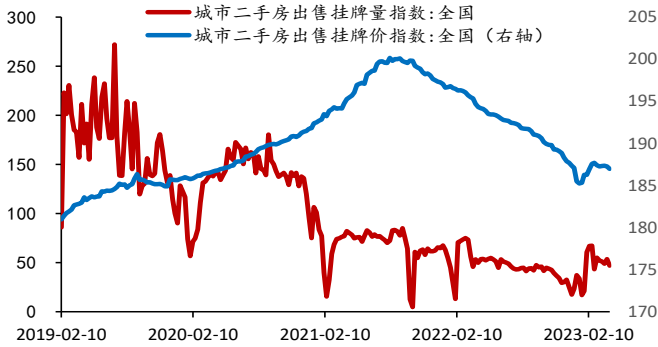
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 40: 白羽鸡价维持高位 (元/公斤)



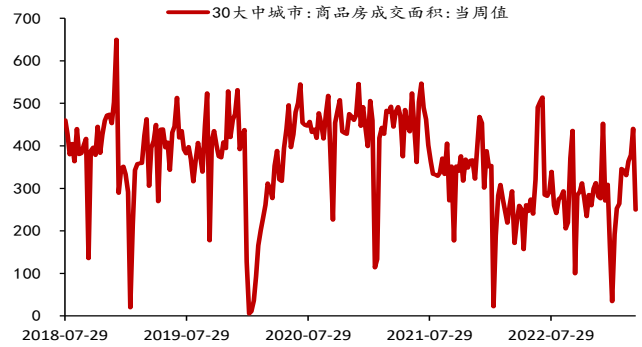
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 二手房挂牌量价回落



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 30大中城市商品房成交面积回落(万平方米)



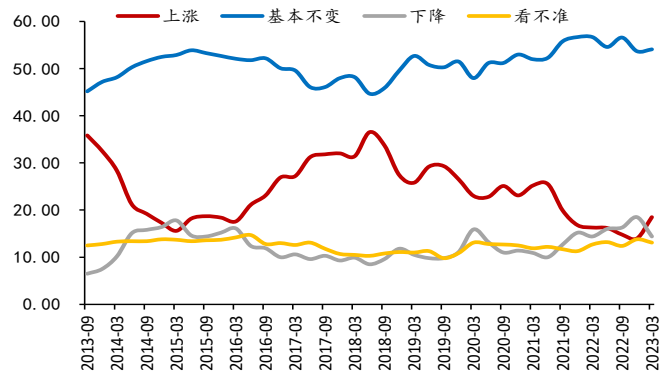
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 43: 商品房待售面积维持高增(%)



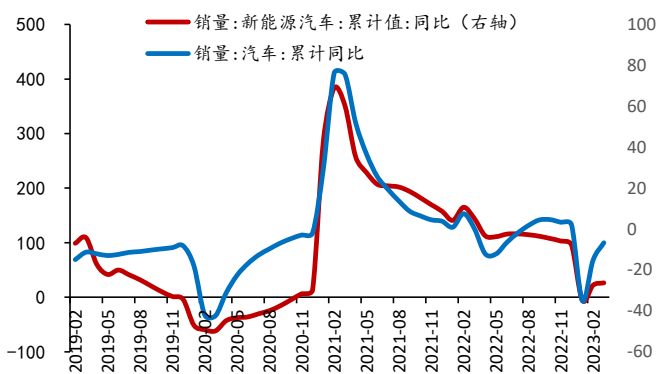
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 市场对房价上涨预期略有回升



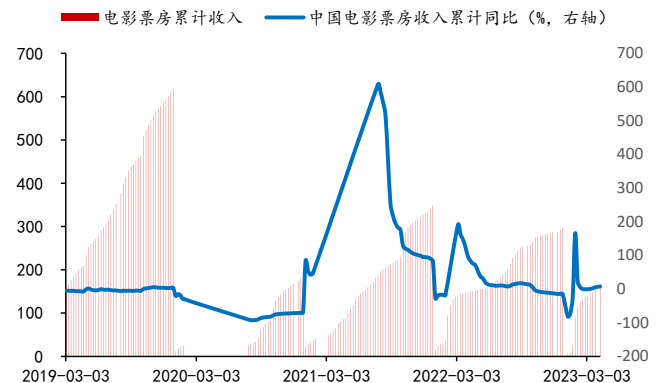
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 汽车销量低迷, 但降幅收窄(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 46: 电影票房收入同比小幅增长(万元)



来源: Wind, 国联证券研究所

医药：中药材价格上涨

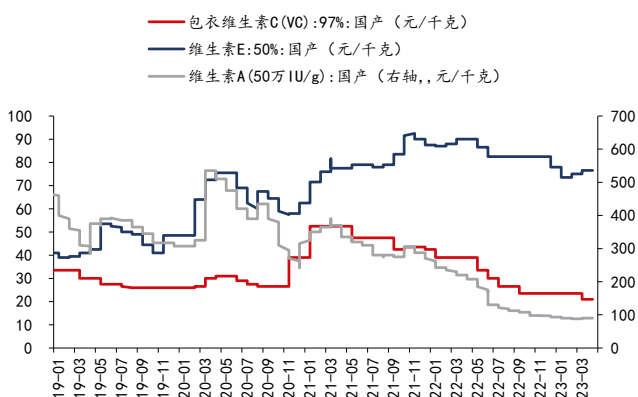
医药生物行业各类材料价格保持平稳。药物方面，相较二月份价格，各类药物价格均保持不变。维生素呈现回落，其中，维生素A和维生素C价格跌幅较大。中药价格呈现趋势上行。

图表 47：药物价格保持不变

类别（月度更新）	药品名	单位	2023-03	2023-02	2023-01
抗生素	阿奇霉素	元/千克	950	950	930
	克拉霉素	元/千克	1,550	1,550	1,510
	罗红霉素	元/千克	850	850	850
镇痛	布洛芬	元/千克	195	195	195
	阿司匹林	元/千克	27	27	27
	咖啡因	元/千克	170	170	183
激素类	洛伐他汀	元/千克	350	350	510
	地塞米松磷酸钠	元/千克	12,500	12,500	12,500
	醋酸氢化可的松	元/千克	5,750	5,750	5,750
他汀类	氢化可的松	元/千克	6,250	6,250	6,250
	辛伐他汀	元/千克	1,700	1,700	1,700
	阿托伐他汀钙	元/千克	1,525	1,525	1,525
沙坦类	厄贝沙坦	元/千克	635	635	635
	缬沙坦	元/千克	735	735	735
	替米沙坦	元/千克	1,350	1,350	1,350

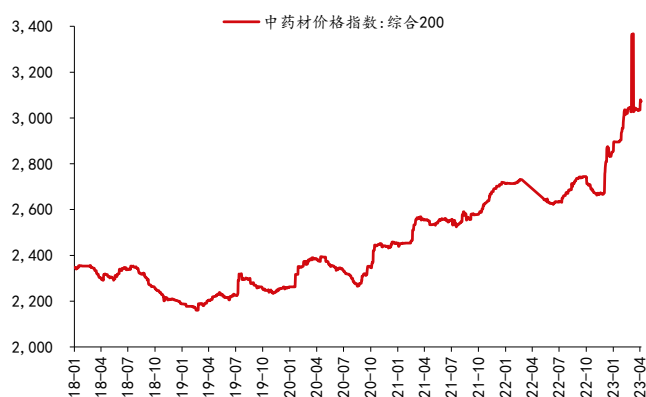
来源：Wind，国联证券研究所

图表 48：维生素价格基本呈现下跌



来源：Wind，国联证券研究所

图表 49：中药材价格上涨



来源：Wind，国联证券研究所

电新：原材料价格延续下行

电新行业各环节材料价格总体下行。新能源方面，四个环节中除正极材料（电解镍）价格有小幅上升外，其余环节原材料价格均下跌。其中，电解液环节中的六氟磷

酸锂价格周环比下降达 12.2%，年内降幅已高达 37.9%。光伏方面，硅料、硅片和组件也延续下跌态势，上游成本下降或刺激下游光伏装机需求量回暖。

图表 50：新能源原材料价格总体下降

环节	产品	单位	本周值	周环比 (%)	月环比 (%)
电解液	碳酸二甲酯 (DMC)：石大胜华 (出厂价)	万元/吨	0.52	0.0%	0.0%
	六氟磷酸锂	万元/吨	9.00	-12.2%	-37.9%
正极材料	电解镍：Ni9996：华南 (现货品均价)	万元/吨	19.35	3.7%	3.6%
	电解锰：1# (均价)	万元/吨	1.63	0.0%	-1.8%
锂原材料	氢氧化锂56.5%：国产	万元/吨	25.10	-13.9%	-37.5%
	价格：电解液：锰酸锂	万元/吨	2.48	-11.4%	-29.1%
	三元材料：523	元/千克	179.50	-2.4%	-22.0%
	价格：电解液：磷酸铁锂	万元/吨	3.15	-8.7%	-25.9%
钴产品	钴粉-200目：国产	元/千克	267.50	-0.9%	-4.5%
	氧化钴：≥72%：国产	元/千克	159.00	-2.2%	-8.4%
	四氧化三钴：≥72%：国产	元/千克	159.00	-1.5%	-8.9%
	电解钴：Co99.98：华南 (现货均价)	万元/吨	29.40	-2.6%	-9.0%

来源：Wind，国联证券研究所

图表 51：光伏原材料价格下滑

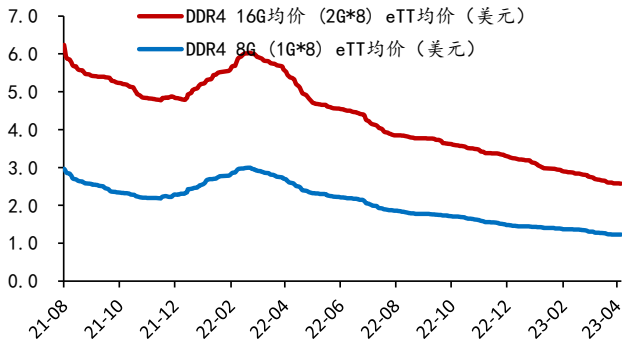
环节	产品	单位	本周值	周环比 (%)	月环比 (%)
硅料	国产多晶硅料 (一级料)	美元/千克	29.81	-3.2%	-10.9%
	进口多晶硅料	美元/千克	29.81	-3.2%	-10.9%
硅片	周均价：多晶硅片 (156mm×156mm)	美元/片	0.35	-1.4%	-1.4%
组件	周均价：晶硅光伏组件	美元/瓦	0.19	-0.5%	-1.1%
	周均价：薄膜光伏组件	美元/瓦	0.23	0.0%	-0.4%

来源：Wind，国联证券研究所

► TMT：多指标边际企稳

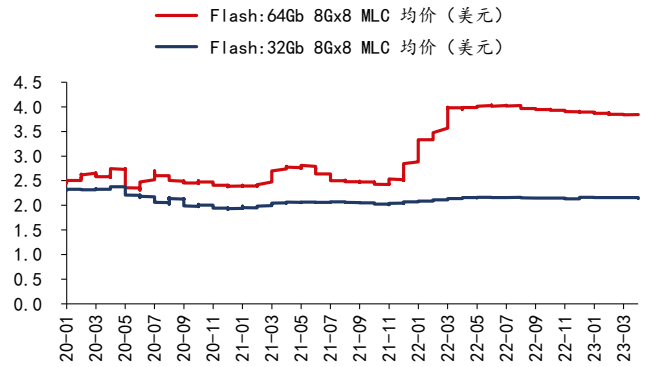
半导体方面，存储器方面，DRAM 中 DDR4 内存价格持续下降，NAND Flash 价格保持平稳。费城半导体指数延续去年年末的反弹行情，3 月份，台湾电子暨光学产业 PMI 回升至 48.9%，新增订单数 PMI 更是回暖至 52.8%。半导体行业超额收益与半导体周期（用销售额衡量）高度相关，考虑到半导体大约 40 个月左右的周期，此轮调整从 2021 年 9 月开始，当前销售额的下滑或已接近底部，叠加国产替代和低估值的催化，我们认为行业有望迎来戴维斯双击效应。屏幕面板方面，平板电脑面板价格触底，液晶电视面板价格企稳回升。电子产品方面，手机、平板电脑和笔记本出货量持续下滑。电信方面，月户均移动互联网接入流量持续回落。

图表 52: DDR4 存储器价格下降



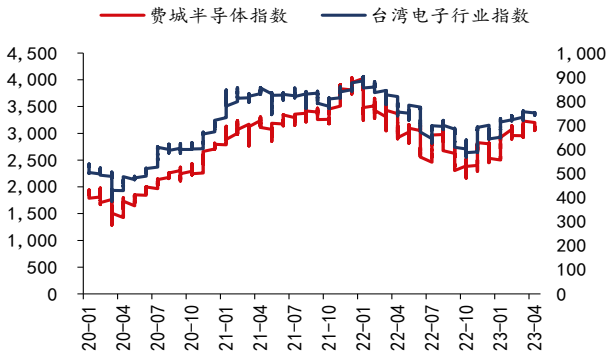
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: Flash 存储器价格保持平稳



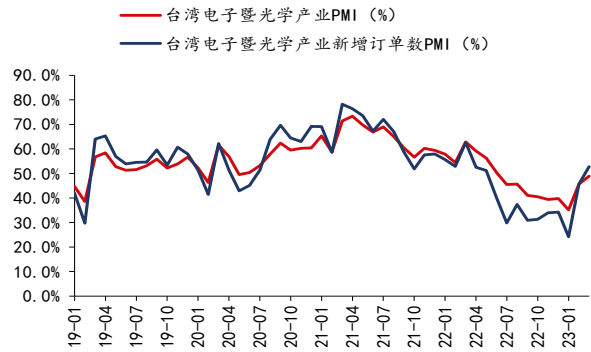
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 54: 费城半导体指数反弹



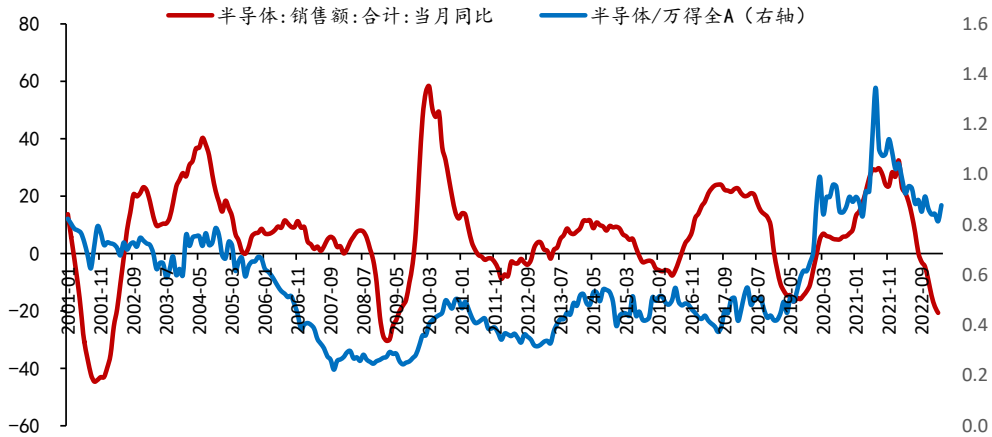
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 55: 台湾电子暨光学产业 PMI



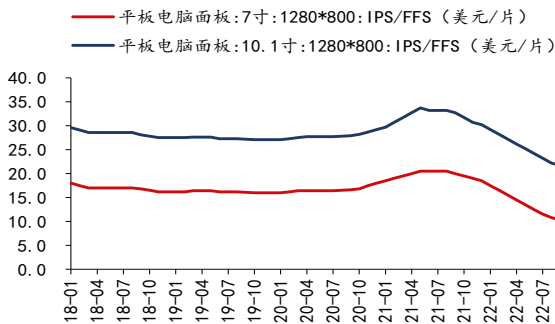
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: 半导体行业超额收益与半导体销售额



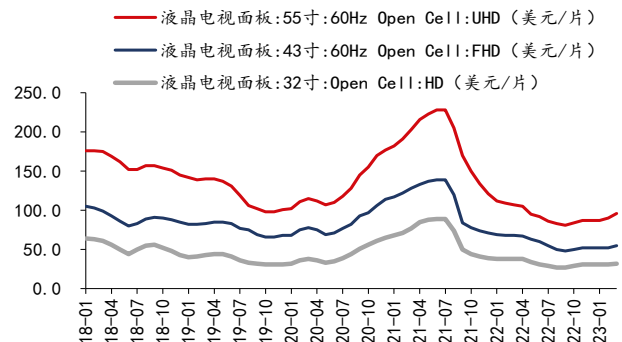
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 平板电脑面板价格触底



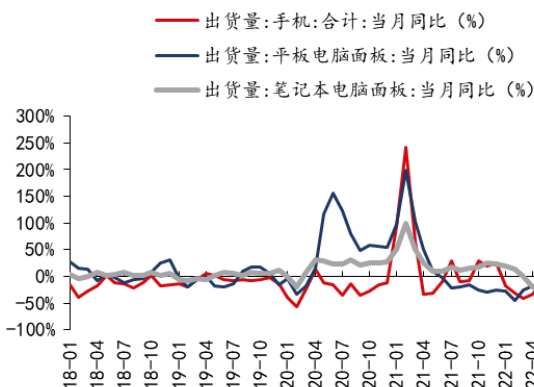
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 58: 液晶电视面板价格企稳



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 59: 电子产品出货量持续下降



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 60: 移动互联网接入流量回落



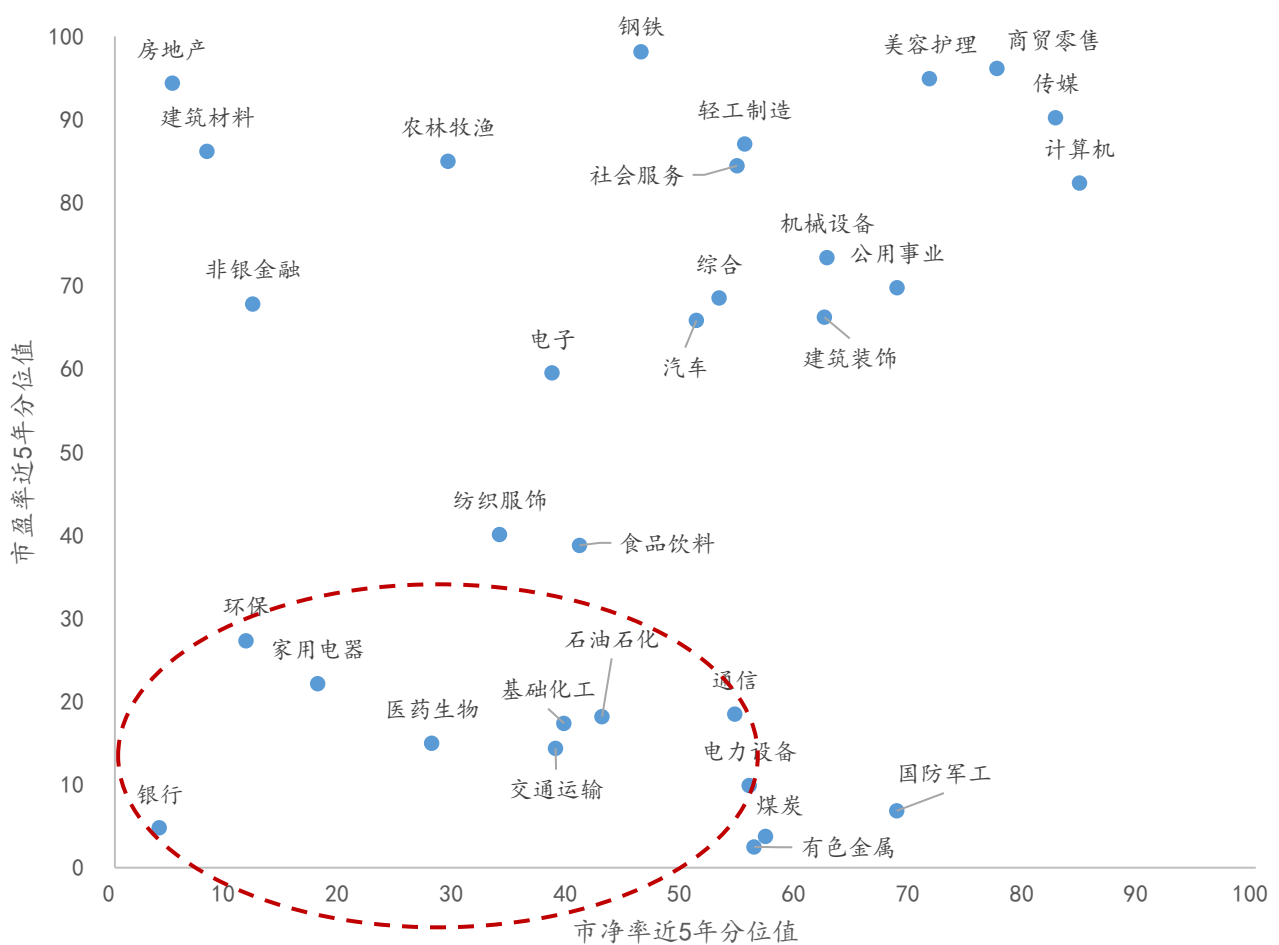
来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 行业估值跟踪：低估板块中重视医药生物投资机会

从过去 5 年 PE/PB 估值分为看，当前处在较低位置的行业有银行、家用电器、医疗生物、石油石化、交通运输、环保和家用电器。主要集中在周期性行业，如前文所述，我们认为低估板块中，医药生物的投资机会或尤为值得重视。

此外，本周电力设备估值水平进一步下降，经过前期较大幅度调整后，在行业持续高景气下，我们认为电力设备的性价比也在进一步凸显。

图表 61：成长板块中电力设备性价比凸显



来源：Wind，国联证券研究所

3.3 行业拥挤度跟踪：TMT 拥挤度处于前列

综合量能、价格、估值指标，近期市场交易热点仍集中在 TMT 板块中。此外，钢铁、有色金属热度也有所回升，申万一级行业中，传媒、计算机、商贸零售延续热度。基础化工、建筑材料、食品饮料行业仍遭市场冷遇。

图表 62：当前行业热度排名

热度区间	申万行业	成交额	换手率	创新高	涨跌幅	估值PE	估值PB	综合排名	较上周变化
T1 过热	传媒	1	1	1	1	6	1	1	=
	计算机	1	2	2	3	10	2	2	=
	商贸零售	9	8	6	15	3	3	3	=
	建筑装饰	5	5	9	6	14	6	4	↓
	通信	4	3	3	2	22	12	5	↑
T2 热度较高	社会服务	3	6	5	9	9	14	6	=
	电子	8	11	4	4	16	20	7	=
	石油石化	7	4	8	5	23	18	8	↓
	机械设备	19	13	15	18	11	8	9	=
	有色金属	13	15	10	7	31	10	10	↓
	美容护理	11	31	20	16	5	5	11	↓
	国防军工	6	12	16	26	28	7	12	↑
	房地产	19	10	24	10	1	30	13	=
	家用电器	17	7	14	12	21	26	14	↑
非银金融	16	17	17	8	13	27	15	=	
T3 热度较低	公用事业	29	18	23	17	12	4	16	↓
	钢铁	15	23	21	29	2	17	17	↑
	医药生物	24	14	11	14	25	24	18	↓
	银行	22	9	7	13	29	31	19	↓
	纺织服装	14	19	18	21	18	22	20	↑
	电力设备	10	16	25	23	27	16	21	↓
	轻工制造	22	26	26	28	7	11	22	↑
	汽车	18	25	27	19	17	15	23	↓
	环保	21	21	12	24	20	28	24	↑
综合	28	28	31	11	15	13	24	↑	
T4 过冷	交通运输	25	22	13	20	26	21	26	↑
	煤炭	11	24	28	27	30	9	27	↓
	农林牧渔	27	29	22	25	8	25	28	↑
	建筑材料	29	27	30	21	4	29	29	↓
	食品饮料	26	30	19	30	19	23	30	↑
	基础化工	29	20	28	31	24	19	31	=

来源：Wind，国联证券研究所

3.4 行业盈利预期跟踪：下修幅度有所收窄

最新对行业利润一致预期涨跌不一，下修幅度有所收窄。对 23 年增速大幅上调行业有商贸零售、传媒、环保等。下调较多的行业有基础化工、有色金属、房地产等周期性行业，显示宏观经济恢复出现较大分化。

图表 63: 盈利预测情况 (%)

行业	一致预测营业收入同比	一致预测净利润同比	一致预测净利润同比(FY2 比 FY1)	一致预测净利润 1 周变化率 2022	一致预测净利润 1 周变化率 2023
农林牧渔	12.9	117.1	1504.5	-20.3	0.2
基础化工	16.1	2.6	4.4	-0.3	-0.7
钢铁	-5.6	-61.2	44.0	0.0	-0.2
有色金属	16.3	101.5	2.4	0.0	-0.9
电子	-1.1	-29.9	56.5	-1.8	-0.9
家用电器	2.4	16.4	10.9	-0.3	-0.1
食品饮料	8.8	17.0	21.3	0.1	0.2
纺织服饰	1.4	-18.5	79.7	-0.6	-0.5
轻工制造	5.0	-19.0	52.4	-2.1	-0.1
医药生物	9.9	17.7	-5.2	1.4	-0.1
公用事业	16.5	111.6	56.9	-0.8	0.6
交通运输	7.2	-19.8	21.8	0.0	-0.4
房地产	-2.3	-189.2	486.3	6.1	-1.6
商贸零售	-4.4	-13.8	359.4	-0.4	2.5
社会服务	-4.4	3.0	309.2	0.2	0.9
综合	-8.7	9.8	189.5	-26.6	0.0
建筑材料	-11.8	-39.7	29.0	-2.2	-1.0
建筑装饰	10.1	30.1	17.5	0.0	0.2
电力设备	40.0	84.7	35.2	-1.0	-0.7
国防军工	8.9	25.8	37.2	-0.9	-1.3
计算机	4.6	-14.6	98.2	0.2	-0.2
传媒	-4.4	-43.5	138.0	-21.7	8.6
通信	9.5	20.2	13.7	-0.6	0.0
银行	0.9	8.5	4.4	0.1	0.0
非银金融	-4.5	-13.8	13.5	0.0	-1.0
汽车	7.2	21.0	46.7	-0.1	-0.9
机械设备	-0.2	3.4	15.7	0.4	1.2
煤炭	9.7	83.4	-14.2	0.0	-0.3
石油石化	24.3	43.4	-5.0	-0.2	0.5
环保	-0.3	8.4	1.4	2.7	6.5
美容护理	6.7	-10.9	59.4	-0.6	0.1

来源: Wind, 国联证券研究所

4 行业配置建议: 关注高低切换, 建议超配医药生物行业

4.1 当前行业配置排序

我们通过基本面、估值和拥挤度等指标构建行业打分模型, 各维度等权分配, 申万 31 个一级行业打分排序如下表, 居前的行业主要有: 电力设备、农林牧渔、基础

化工、食品饮料、煤炭、医药生物和环保。可见在经过前期调整后，电力设备板块机会或已临近，此外，在成长板块中，医药生物板块也位居前列。

图表 64：申万一级行业打分排序情况

申万行业	估值打分排序	拥挤度打分排名	业绩打分排名	综合打分	综合排序	综合排序
电力设备	6	10	5	21	1	1
农林牧渔	21	5	1	27	2	2
基础化工	8	1	19	28	4	3
食品饮料	18	2	8	28	4	4
煤炭	14	4	11	29	5	5
医药生物	2	14	14	30	6	6
环保	3	7	25	35	7	7
银行	1	12	24	37	9	8
有色金属	11	18	8	37	9	9
汽车	25	7	6	38	10	10
石油石化	11	24	4	39	11	11
交通运输	6	9	26	41	12	12
纺织服饰	11	13	18	42	14	13
建筑材料	8	3	31	42	14	14
家用电器	4	19	20	43	15	15
公用事业	28	14	2	44	17	16
综合	21	6	17	44	17	17
国防军工	16	22	9	47	18	18
建筑装饰	23	28	3	54	20	19
通信	17	27	10	54	20	20
轻工制造	22	11	22	55	21	21
房地产	15	19	23	57	22	22
非银金融	14	17	28	59	23	23
美容护理	31	21	12	64	24	24
社会服务	26	26	13	65	25	25
钢铁	21	16	29	66	26	26
机械设备	24	23	21	68	27	27
电子	14	25	30	69	28	28
计算机	30	30	15	75	30	29
商贸零售	30	29	16	75	30	30
传媒	28	31	27	86	31	31

来源：Wind，国联证券研究所

对申万二级行业打分也可看出，医药板块的细分子领域如生物制品、医疗器械、医药服务均位居 125 个细分子领域中前 20 位；此外，专业服务、环境治理、航天装备、地面兵装等环保和军工细分领域也位居前列。

图表 65：申万二级行业打分前 20 的细分子领域

证券代码	证券简称	基本面打分排序	估值打分排序	拥挤度打分排序	综合得分排序
801218.SI	专业服务(申万)	16	23	21	1
801971.SI	环境治理(申万)	40	8	12	2
801741.SI	航天装备II(申万)	14	27	29	3
801743.SI	地面兵装II(申万)	38	15	27	4
801152.SI	生物制品(申万)	63	4	20	5
801085.SI	消费电子(申万)	74	9	6	6
801153.SI	医疗器械(申万)	61	1	40	7
801016.SI	种植业(申万)	42	55	7	8
801731.SI	电机II(申万)	21	31	60	9
801952.SI	焦炭II(申万)	3	31	78	10
801156.SI	医疗服务(申万)	32	1	80	11
801881.SI	摩托车及其他(申万)	1	30	89	12
801767.SI	数字媒体(申万)	57	36	32	13
801017.SI	养殖业(申万)	11	105	10	14
801735.SI	光伏设备(申万)	6	58	65	15
801131.SI	纺织制造(申万)	104	11	15	16
801163.SI	燃气II(申万)	25	19	87	17
801995.SI	电视广播II(申万)	26	89	18	18
801982.SI	化妆品(申万)	20	109	5	19
801742.SI	航空装备II(申万)	17	63	55	20

来源：Wind，国联证券研究所

4.2 年初以来低估低配行业表现较佳，建议重点关注医药生物板块

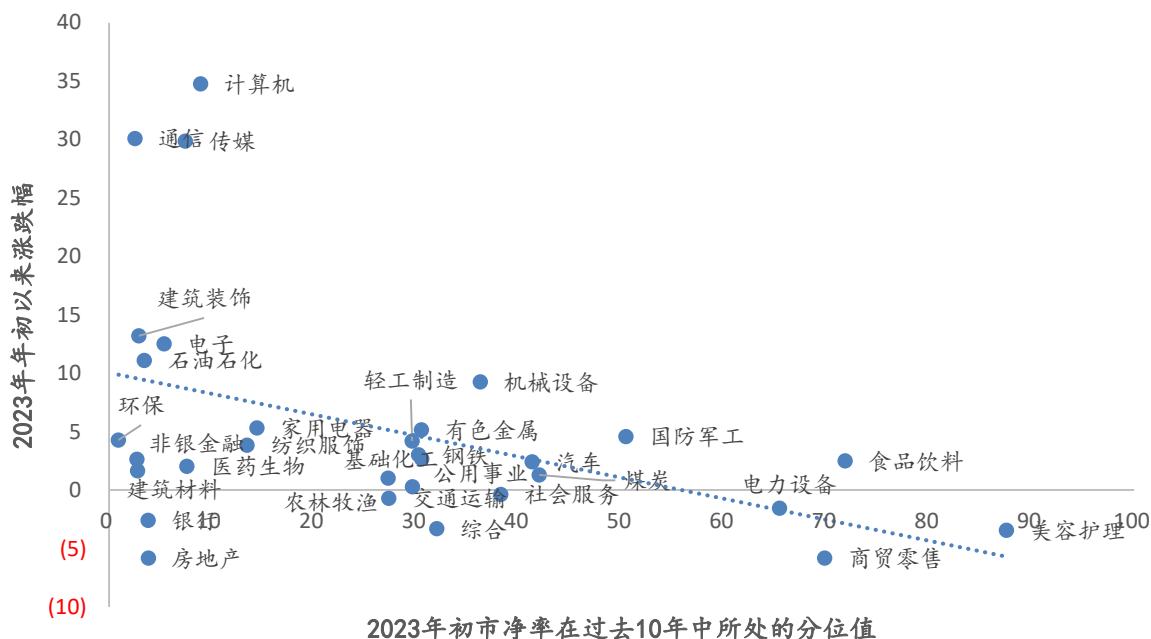
当前市场整体仍处在存量博弈行情之中，呈现出快速轮动和高低切换特征。快速轮动方面，前三个月中，TMT 相关行业涨幅明显，3 月传媒、计算机、通信、电子领涨全 A，其余行业均出现轮换。与此同时，高低切换特征也较为显著，前期低拥挤赛道明显跑赢市场，而高拥挤度行业则滞涨较为明显。

图表 66：前三个月申万涨幅前五行业

涨幅排序	行业	1 月份	行业	2 月份	行业	3 月份
1	有色金属	14.8	通信	9.3	传媒	20.3
2	计算机	13.3	轻工制造	7.7	计算机	15.9
3	通信	12.2	计算机	7.1	通信	10
4	电力设备	12	国防军工	6.2	电子	9.8
5	汽车	10.8	钢铁	5.5	石油石化	7.1

年初以来，从申万 31 个行业看，估值和涨跌幅呈现明显的负相关性。2023 年初市净率、市盈率在过去 10 年中所处估值分位值较低的行业，如 TMT 中的计算机、通信、传媒等行业涨幅明显居前，而估值较高的美容护理、电力设备、食品饮料、商贸零售等板块涨幅则相对落后。

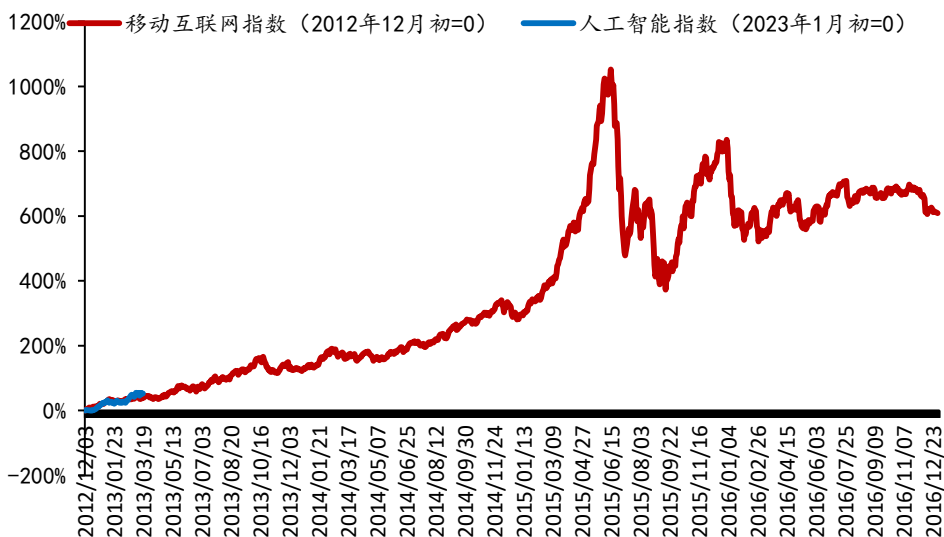
图表 67: 年初以来估值和涨跌幅呈负相关



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

我们认为, 在存量博弈市场中, 当前市场风格或有望延续。一方面, 在数字化和智能化浪潮下, TMT 板块的行情仍有望延续。如前文所述, 影响行业表现最大的因素是产业趋势, 参考 2013 年移动互联网产业崛起历程, 从 2013 年到 2015 年间, 移动互联网指数上涨超 10 倍, 而从去年 12 月底至今, 人工智能指数的上涨才 50%, 在产业变革浪潮之下, 指数或仍有较大的上涨空间。

图表 68: 基金对医药行业的配置处在较低水平



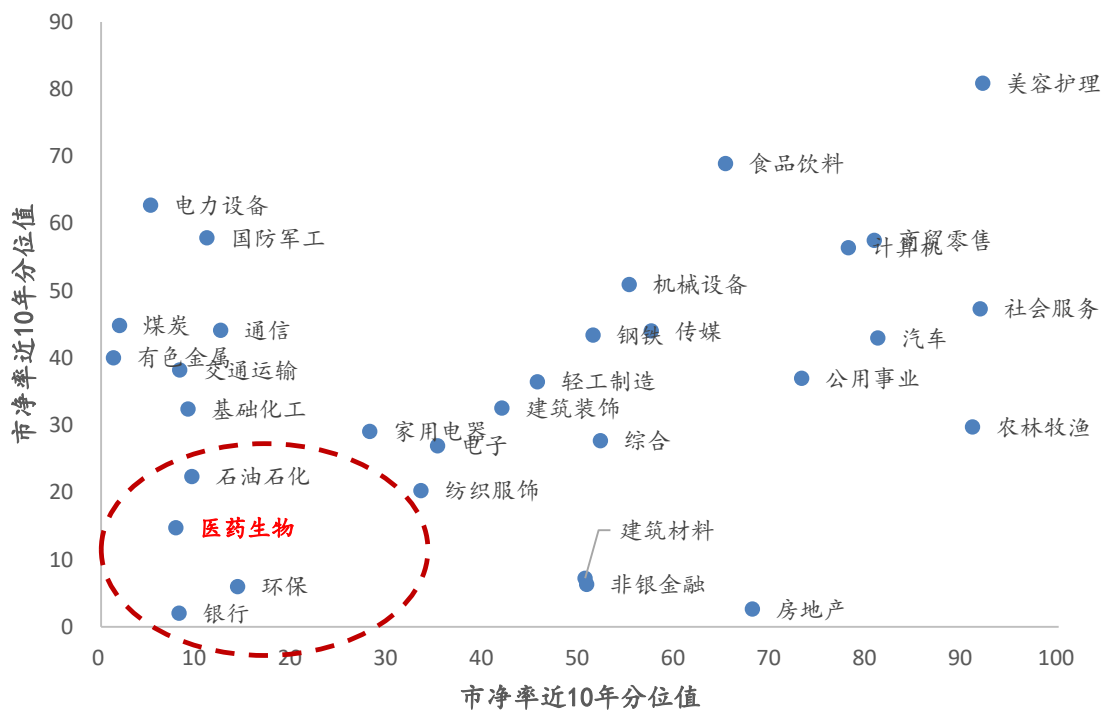
资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面, 在高低切换风格下, 低估值、低拥挤、高景气赛道或仍有望得到青睐。

如医药生物、银行、环保、石油石化等行业当前均处在历史较低估值分位水平。结合行业基本面，我们认为医药生物行业或值得重点关注。

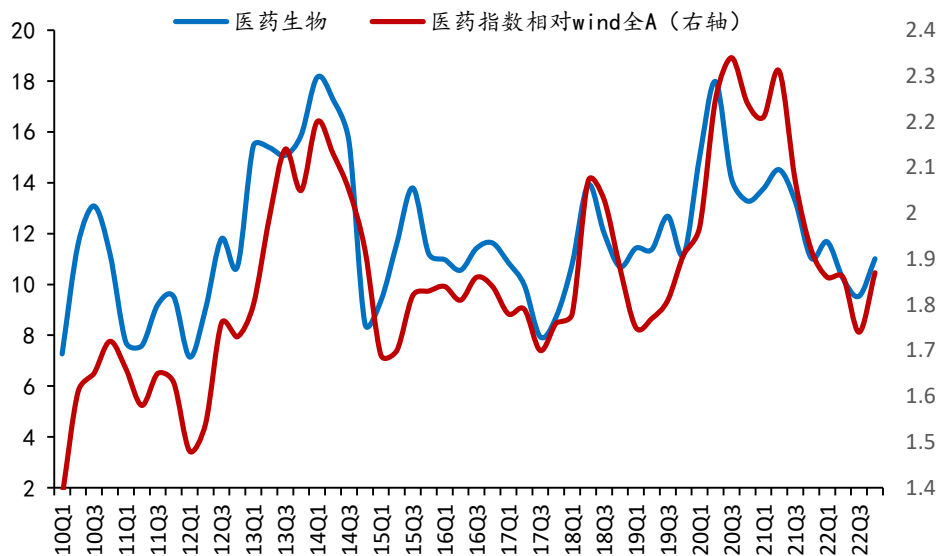
当前医药行业处在历史较低估值水平。截至 2022 年 4 月 14 日，医药生物行业当前市盈率和市净率分位值均分别处在过去年 10 年中 7.84% 和 14.76% 的分位值。处在历史低估值分位水平。

图表 69：医药生物行业处在历史较低估值分位水平



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

此外，医药生物行业处在低配状态。从历史数据看，医药生物行业基金持仓配置与指数相对基准有较强的相关性。自 2020 年 Q2 以来，基金对医药生物行业的配置呈现下行趋势态势，2022 年四季度，医药基金配置虽环比有所改善，但依然处在较低水平。

图表 70: 基金对医药行业的配置处在较低水平


资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.3 复盘历次医药回调时间与空间，当前或已接近尾声

从历史医药生物行业回调的时间与空间来看，本轮回调时间为 451 天，此前最长调整时间为 401 天（2010 年），回调时间角度而言高于历史情况。从相对万得全 A 的超额跌幅来看，本次医药回调超跌 25.8%，同属历史极值。

图表 71: 医药生物行业历史回调持续天数与收益

起始时间	结束时间	持续时间 (天)	医药生物跌幅	全A跌幅	超额收益/超跌 (%)
2008/1/16	2008/11/4	293	-58.9%	-70.6%	11.7%
2010/11/30	2012/1/5	401	-42.4%	-26.8%	-15.5%
2015/6/15	2015/9/15	92	-45.3%	-50.8%	5.5%
2015/12/23	2016/1/28	36	-29.6%	-32.4%	2.8%
2018/5/28	2019/1/3	220	-40.2%	-25.3%	-14.9%
2019/4/11	2019/6/6	56	-20.5%	-15.5%	-5.0%
2021/7/2	2022/9/26	451	-42.2%	-16.4%	-25.8%

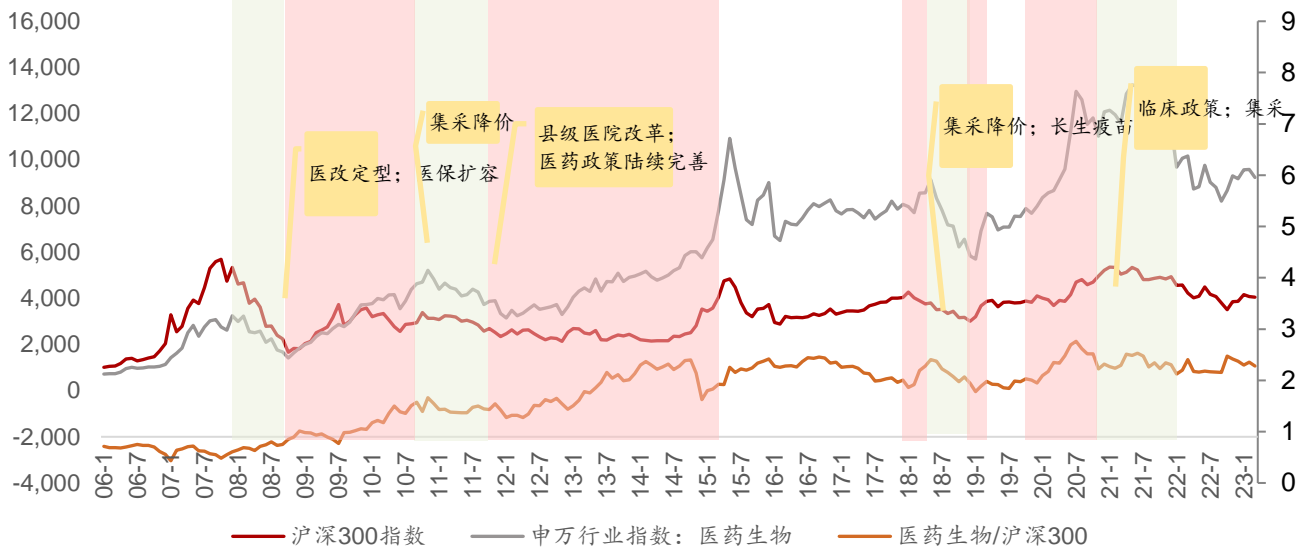
资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.4 集采风险逐步出清，未来医药行业景气度重回扩张区间

➤ 集采冲击减弱，政策助力平台型企业和创新药企业产品放量

从影响医药行业走势的因素看，主要有政策端和需求端两方面因素。政策方面，我国属于政府主导的医疗体系，医保支出、医药基建投入等成为我国医药行业的重要需求来源。内生需求方面，居民医疗健康意识的增强均给医药生物行业发展带来稳定支撑。

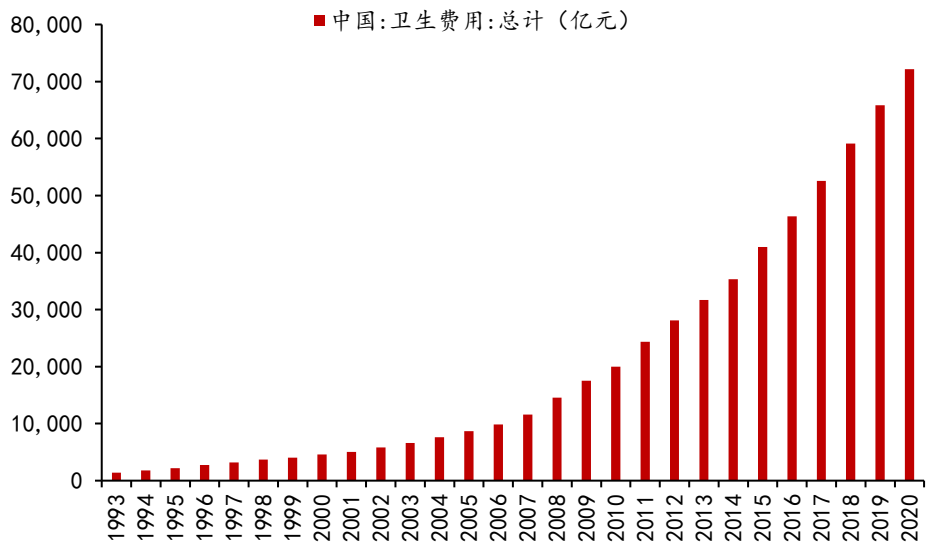
图表 72: 生物医药行业历史复盘



资料来源：iFinD，国联证券研究所

从长期看，医药生物行业无疑仍是成长行业。2020年，中国卫生总费用高达7.2万亿元，呈现逐年增长态势，在支出持续增长下，行业的成长性依然较为确定。

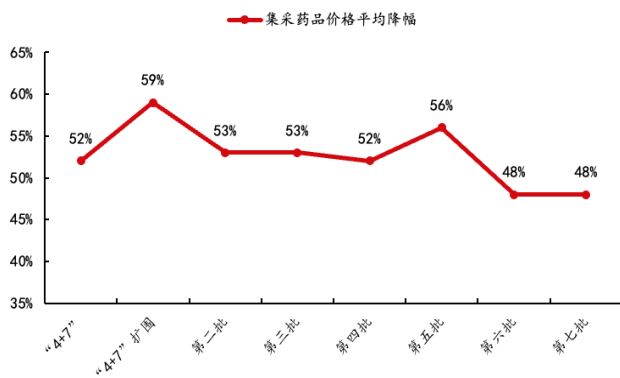
图表 73：中国卫生总费用持续增长（亿元）



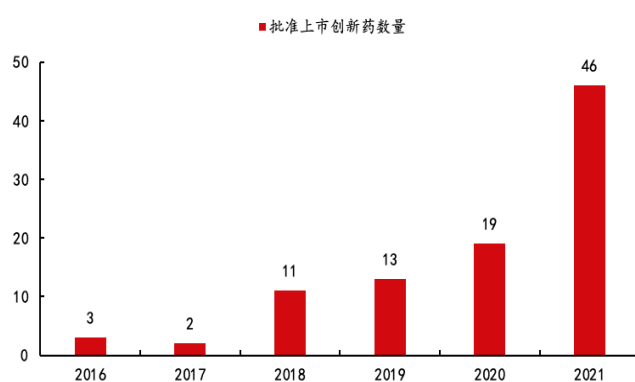
资料来源：Wind，国联证券研究所

从中短期看，过去两年，压制医药行业最大的负面因素是集采政策，但经过8轮集采后，边际影响已趋弱，大企业风险逐渐出清，政策驱动行业发展由小转大、由防转创。2022年1月起，集采政策已有“软着陆”迹象：第六、第七批集采价格降幅较之前趋于温和，“简易续约”使部分新增适应症的创新药不用重新竞价谈判直接纳入医保，医保局多次表明鼓励创新药研制、将为科研能力强的大药企预留盈利空间。叠加医保目录“腾笼换鸟”，创新药物的医保支付空间大大提升，市场整体发展趋势将往首仿药、创新药板块开拓，创新品类中标企业市占率有望大幅提高。企业方面，

随着集采对大企业的风险逐渐出清，大品类药物销售额已实现触底回升、对业绩的负面压制作用逐渐消散。在医药集采常态化的背景下，政策方向鼓励企业研发新药，头部药企有望加速投入创新药研制，2021 年国内获准上市创新药数量高达 46 种，但相较欧美国家仍有较大发展空间。预期未来以创新药、难仿药为发展方向的药企有望受益，其品种进入集采后渗透率提高，对企业业绩持续输出正面影响。

图表 74：集采药品价格下降趋于温和


来源：BCG，国联证券研究所

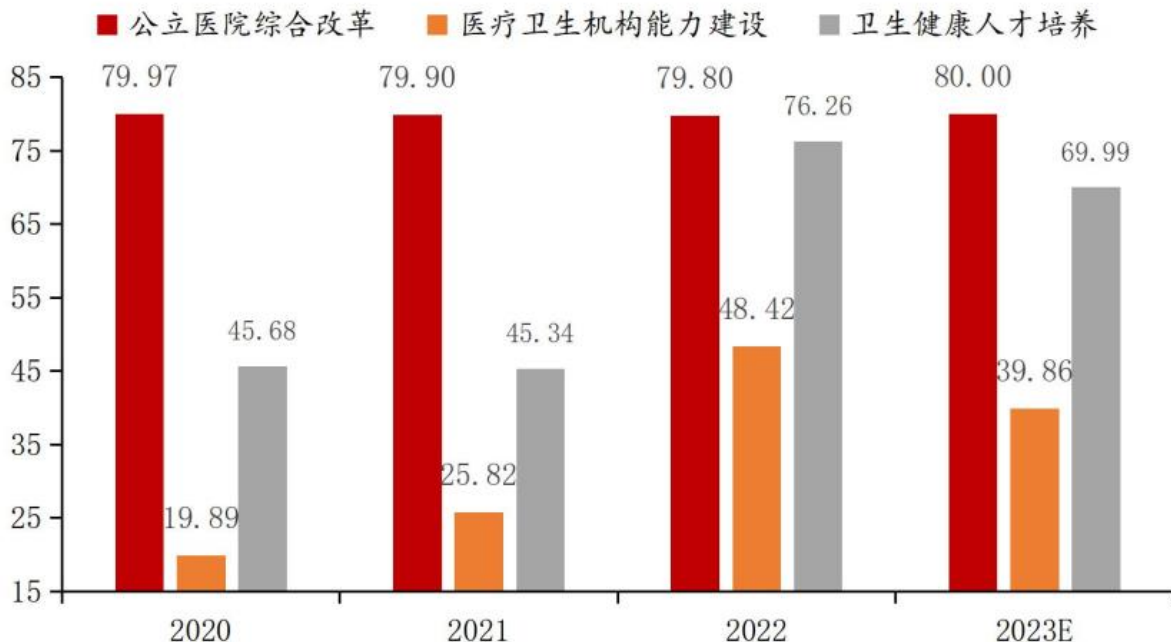
图表 75：国内批准上市的创新药数量显著增加


来源：BCG，国联证券研究所

➤ 医疗新基建带动医疗设备增量需求，中国品牌有望加速成长

2022 年医疗机构建设、工程持续放量，同期医疗项目及金额同比增长均接近 30%。基建早期节奏切实落地，项目的落地为 2023-2024 年医疗设备的采购奠定基础，预计医疗设备增量市场 2500 亿元，医疗设备采购品类覆盖面有望进一步扩大，如影像类、体外诊断类、高值耗材等，预计持续受益。

图表 76: 医疗服务与保障能力提升补助资金(亿元)



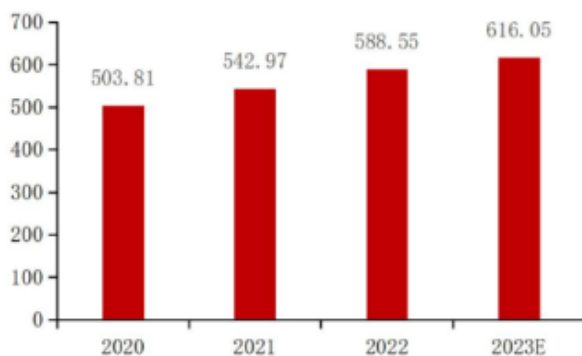
来源: 财政部, 国联证券研究所

图表 77: 重大传染病防控经费 (亿元)



来源: 财政部, 国联证券研究所

图表 78: 基本公共卫生服务补助资金 (亿元)



来源: 财政部, 国联证券研究所

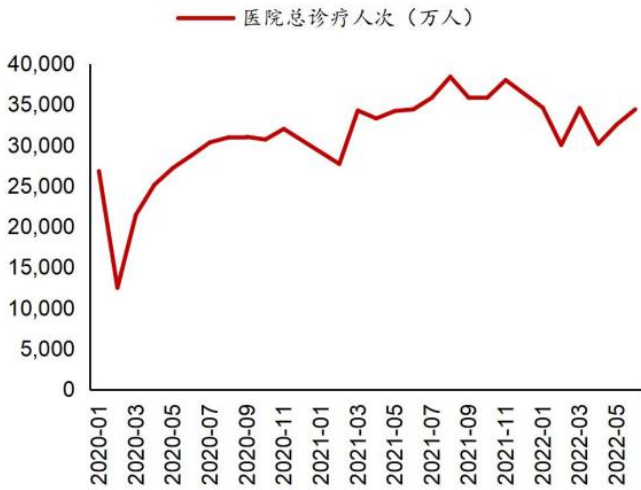
➤ 医疗可选消费压制因素消退, 行业继续成长可预期

医疗消费主要包括线下医疗服务终端和上游的医疗消费品和耗材。回顾 2022 年全年, 对于医疗消费的影响因素主要来源于政策和疫情扰动, 2023 年负面影响边际减弱。OK 镜、种植牙和正畸材料的集采进展已逐步落地, 以价换量可期。“新十条”, 线下医疗终端逐步回归常态, 业绩有望逐步恢复。

从全国医院的总诊疗人次和出院人数的波动情况来看, 每次疫情的发展都会对医

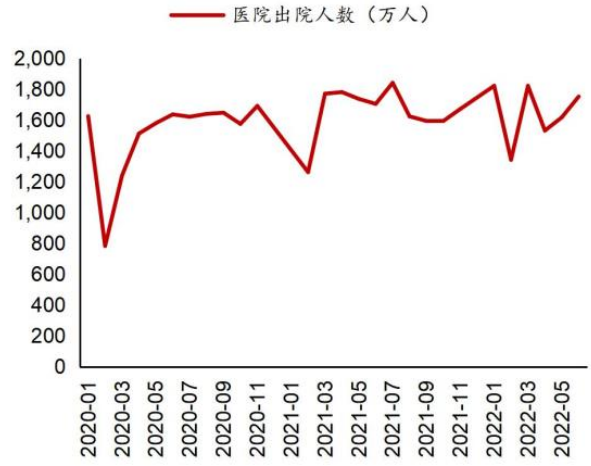
院的就诊活动造成冲击，但社会秩序的恢复都将迎来医院诊疗活动的反弹。

图表 79：2020 年医院总诊疗人次变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 80：2020 年医院出院人数变化情况

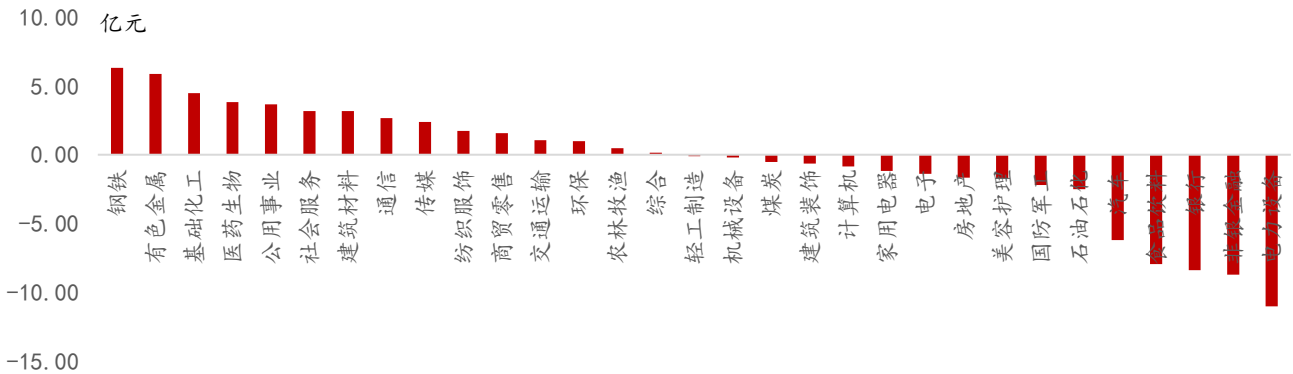


来源：Wind，国联证券研究所

4.5 近期行情展望：关注 AACR 会议催化下创新药机会及年报/一季报预增机会

近期，在低估低配以及较好的基本面预期之下，医药行业逐步获得资金关注。上周，北上资金净流出 13.8 亿元。其中，在钢铁、有色金属、基础化工、医药生物、公用事业行业流入较多，分别流入 6.32 亿元、5.89 亿元、4.49 亿元、3.83 亿元和 3.67 亿元。在电力设备、非银金融、银行行业流出较多，分别流出 11.02 亿元、8.72 亿元和 8.41 亿元。

图表 81：本周北上资金流入行业分布



来源：iFinD，国联证券研究所

根据国联医药组推荐，短期内我们建议关注创新药和年报季报披露情况。

1) 美国时间 4 月 14-19 日召开的 AACR 会议上将有多家药企披露临床或临床前数据，**创新药热度有望持续提升，建议关注恒瑞医药、和黄医药、泽璟制药**。ADC 赛道持续火热，启德医药与 Pyramid Biosciences 达成大额交易，AACR 大会将有恒瑞医药、和黄医药等多家药企的 ADC 产品数据公布，继续推荐恒瑞医药，建议关注和黄医药、泽璟制药；**CXO 有望随创新药热度提升迎来估值修复**，建议关注九洲药业、昭衍新药、药康生物、药石科技、皓元医药、奥浦迈等。

2) 2023 年以来，**医疗器械细分子行业**有部分调整，已经披露 2022 年业绩的公司，包括开立医疗、惠泰医疗、怡和嘉业等，均有亮眼表现，板块价值或将重新被挖掘。随着年报/一季报的陆续披露，预计一季度部分医疗设备公司业绩有望高增长，重点推荐迈瑞医疗、联影医疗、怡和嘉业、海泰新光、澳华内镜。

3) **3 月医疗服务终端的业绩正在逐步改善**，考虑到相关公司 2022 年二季度业绩为低基数，建议关注二季度的恢复性增长，重点推荐华夏眼科、瑞尔集团、爱尔眼科，建议关注美年健康。受益于院内常规诊疗活动恢复、院外感冒类产品需求持续，2023 年一季度中药相关品类有望高增长，推荐具备独家优势品种的康缘药业、以及配方颗粒需求高增长的华润三九。

5 风险提示

经济超预期下行；政策不及预期；市场超预期波动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695