

民生研究：2023 年 4 月金股推荐

2023 年 04 月 02 日

► 四月份配置观点：反高景气、反萧条与反脆弱

1、“反高景气”的 TMT“交易过热”不是其真正风险。TMT 板块持续处于高交易热度领涨状态之中，其中，计算机板块成交额占比已连续 9 周处于 90% 历史分位数以上。16 年以来，行业成交额占比突破历史 90% 分位数的情况多出自成长行业；TMT 行业的成交额占比维持在 90% 以上的时长平均为 4-5 周左右。一般结论认为 TMT 板块有交易过热风险，但不能忽视的是多数机构投资者踏空了 2 月初开启的 TMT 行情。春节以来(截至 3 月 31 日)万得 TMT 指数上涨超 14%，而主动偏股基金的净值中位数反而下跌了 2% 左右。这与 20 年以来的交易过热明显不一样。“高景气”赛道投资曾是过去的“星辰大海”品种，但当有更宏大叙事的资产出现时，其表现将受到抑制，机构投资者进行切换带来的行情可能并未结束。它们真正的风险其实在于“主线选择”风险，即部分投资者最终在一轮轮切换行情中涌入，但是却错过了年内最重要主线的机会成本。值得关注的是，本轮行情中获利的机构投资者的前 10% 和 20% 分位数，距离 21 年 9 月的高点净值仍相差 20% 以上，“反叛力量”要最终成为主航道，除基本面因素外，恐怕需要首先把“在赛道投资里面赔的钱从人工智能中赚回来”，这样才能真正用赚钱效应在国内公司基本面缓慢推进的背景下实现“海外映射”+资金驱动的泡沫化。

2、海外风暴之中，抓住“反萧条”的滞胀机遇。在硅谷银行、瑞士信贷出现风险事件后，德意志银行也一度成为市场担忧的对象。与瑞士信贷类似，德银的总资产也在持续下行。由于德国中央银行在法律上不需要承担“最后贷款人”义务以及与欧央行协商过程中可能面临的掣肘，如果德意志银行出现类似瑞士信贷的风险事件，其影响的范围可能会更大，时间也会更久。另一方面，中小型商业银行可能是当前美国金融体系中最脆弱之处。美国中小银行未来收缩贷款虽在情理之中；但若是以此判断美国经济将陷入萧条可能过于悲观。一方面，美国经济基本面仍有较强韧性，2023 年制造业 PMI 已连续上升 3 个月；另一方面，从贷款投向的角度来看，美国中小银行主要在房地产贷款中的占比较高，而在消费贷款中的占比相对较低；而美国居民部门杠杆率在金融危机后出现了明显的下降、资产负债表结构相较于 2008 金融危机之前已有改善，由地产问题引发危机的可能性显著降低。这一轮海外银行业的危机很大程度上是由利率风险所引发。对于政府与中央银行来说，利率风险相对来说可妥协的地方更多。当萧条和滞胀的二选一起来得越来越明显，那么“反萧条”的滞胀交易将会最终开启。

3、国内动能匮乏，“反脆弱”或是另类策略。从地产端来看，近期房地产的销售情况确实有所好转，但土地成交总价甚至低于 2022 年同期水平。从生产端来看，开工率并未出现超季节性的回升。国内经济尚未出现明确的“强复苏”迹象，海外映射对市场的影响力相对更强，即使看似独立于经济的 TMT 其驱动来源正好也是海外创新的映射。一旦出现海外的系统性波动，国内市场的独立逻辑可能较弱。可能值得关注的是：部分市场大波动时期的平准力量进入的板块，也许是权益市场内部防止海外“黑天鹅”的一种策略。

4、反高景气，反萧条和反脆弱。我们推荐：第一，仍处于有利的环境中的贵金属（金、银），滞胀与萧条二选一时，布局“反萧条”的能源（油、油运、煤炭）和工业金属（铜）；第二，平准力量接入的上证 50 可以关注，央企国企和部分重资产行业的交汇点：炼厂、保险、建筑、电力；第三，数据改善预期放缓，房地产可以重新布局；第四，“反高景气”策略的人工智能、数字经济中的机会仍会加速轮动，但不应高估为“年内主线”。

► 配置策略精选：本文按照自上而下的逻辑，梳理出 10 只个股与 6 只 ETF。

► 风险提示：实物投资需求不及预期、流动性大幅宽松、海外通胀超预期回落、市场波动导致 ETF 净值波动、个股自身经营风险等。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

相关研究

1. 行业信息跟踪 (2023.3.20-2023.3.26)：新兴家电销售回暖，海外人工智能迎来多重进展-2023/03/28

2. 策略专题研究：价值重估：“十分之一”的逆袭-2023/03/27

3. 策略专题研究：资金跟踪系列之六十五：“趋势”加速，内外分化-2023/03/27

4. A 股策略周报 20230326：反高景气，反萧条与反脆弱-2023/03/26

5. 策略专题研究：中证 500 价值：资源与国企的呼应-2023/03/24

表1：2023 年 4 月金股推荐逻辑

证券简称	行业	投资逻辑
山煤国际	能源开采	1、2022 年盈利大增，22Q3、Q4 现金流大幅改善，年末资产负债率降低。2、22 年年度累计股息率高，按照公司公告，公司 2024-2026 年拟分红比率高于 60%。3、产量同比增长，未来产量有望稳步释放。4、自产煤价格抬升明显，成本优势提升盈利能力。
云铝股份	有色金属	1、电解铝逐步进入右侧布局，考虑到限产，相对较低的成本+规模大使得公司铝价的业绩弹性较大，投资性价比高。2、资产负债表明显改善，业绩将充分释放。公司资本扩张结束，盈利能力增强，利润表、资产负债表、现金流量表改善明显。国企改革继续，中铝系股权激励铺开，控股股东中国铝业已经实施，对公司业绩诉求较大，公司未来实施概率较高，业绩释放意愿更强，预期差有望逐步修复。3、绿电优势逐步凸显。国内双碳政策确立，电解铝纳入碳交易大势所趋，参考欧洲碳价走势，绿色铝未来价值空间较大。
久远银海	计算机	1、行业：医保数据要素率先垂范行业。2、公司：作为老牌“金保”数据供应商，公司可以为下游需求公司提供数据服务，同时也可以获得相关数据授权，将数据加工处理后交付数据买方。
三六零	计算机	公司作为国内领先的搜索引擎，在具备海量通用数据之外，着重布局国家与科技巨头算力“军备竞赛”环节，构建算法+数据+算力三大核心能力，本身即具有 A 股天然的稀缺性。而此次作为国内首家发布类似 New Bing 的搜索引擎并实机演示的大模型企业，有望开启颠覆搜索逻辑的时代大幕。看好公司在此次 AI 行情中的核心地位
映翰通	通信	1、股权激励落地，有利于实现员工与股东利益。2、小而美的工业物联网厂商，22 年电力、零售、国内工业物联网受疫情等因素影响，业绩同比小幅下滑，23 年三大业务发展趋势向好，伴随车载网关、边缘计算网关、AI 售货柜等新品推出，业绩有望超预期。
芯原股份	电子	1、22 年业绩逆势增长，同时在手订单较多，奠定 23 年业绩。2、目前公司 IP 数量种类全球居前，授权业务收入全球领先，国内各大 GPU 公司的核心 IP 提供商。3、NPU 被广泛用于人工智能芯片中 Chiplet，同时公司推出了 Chiplet 架构 12nm 处理器平台。4、公司有望充分受益 AI 行业浪潮，实现业绩和估值的拔升。
长江电力	公用事业	1、资产注入定增收官，开启成长新阶段。2、2023Q1 来水好于市场预期。
慕思股份	轻工制造	治理优化持续推进，下半年高增可期。全新强势管理团队上任后，核心团队变革已经完成，基层组织建设还在落实阶段。我们认为考核变化有助于提升渠道战斗力，释放增长活力，随着渠道精细化改革推进，我们预计下半年进入业绩兑现期。
天目湖	旅游景区	1、区位优势：天目湖位处长三角中心地带，区位优势显著，契合周边游需求，沪苏湖铁路建成后将获得上海客流引流。2、酒店矩阵：酒店矩阵不断丰富，目前已在天目湖旅游度假区拥有酒店七家，贡献营收逐年增加。3、国资增持：溧阳市政府近期拟增持成为实控人，实控人变更后公司有望在多渠道获支持。
老白干酒	食品饮料	股权激励下，公司积极推进内部机制改革，河北市场，产品端聚焦十八酒坊系列，力争控费提效，净利率提升空间大；省外武陵酒开启全国化招商，收入增长有望提速。

资料来源：各上市公司公告，民生证券研究院整理

表2：2023 年 4 月金股重点财务数据

证券简称	行业	EPS (元)				PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
山煤国际	能源开采	2.49	3.52	3.76	4.10	6	5	4	4
云铝股份	有色金属	1.06	1.32	1.53	1.96	13	10	9	7
久远银海	计算机	0.54	0.45	0.54	0.66	52	63	52	43
三六零	计算机	0.13	-0.34	0.07	0.16	134	-	249	109
映翰通	通信	2.00	1.32	1.97	2.73	30	45	30	22
芯原股份	电子	0.03	0.15	0.30	0.46	3230	646	323	211
长江电力	公用事业	1.11	0.94	1.24	1.27	19	23	17	17
慕思股份	轻工制造	1.72	1.81	2.21	2.56	22	21	17	15
天目湖	旅游景区	0.28	0.11	0.69	0.89	108	274	44	34
老白干酒	食品饮料	0.43	0.75	0.91	1.15	86	49	41	32

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测。注：1、基于 2023 年 3 月 31 日的收盘价计算。2、山煤国际、云铝股份、久远银海、芯原股份的 22 年 EPS 为年报实际值。

表3：4 月 ETF 推荐（基于 3 月 31 日份额、净值数据）

ETF 代码	ETF 名称	2023/3/31 份	2023/3/31 单	2023/3/31 总净	3 月复权净值增长	2023 年以来复权净值
		额(亿份)	位净值(元)	值 (亿元)	率	增长率
518800.OF	黄金基金 ETF	2.61	4.23	11.03	6.75%	7.23%
517090.OF	央企共赢 ETF	1.35	1.18	1.59	6.25%	11.30%
515400.OF	大数据 ETF	10.61	1.05	11.16	16.58%	42.00%
518680.OF	金 ETF	0.35	4.27	1.50	6.36%	6.84%
512200.OF	房地产 ETF	59.58	0.68	40.41	-7.41%	-5.46%
515230.OF	软件 ETF	9.91	1.11	11.03	21.67%	41.83%

资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ 风险提示

实物投资需求不及预期、流动性大幅宽松、海外通胀超预期回落、市场波动导致 ETF 净值波动、个股自身经营风险等。

表格目录

表 1: 2023 年 4 月金股推荐逻辑	2
表 2: 2023 年 4 月金股重点财务数据	3
表 3: 4 月 ETF 推荐 (基于 3 月 31 日份额、净值数据)	3

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026