

DONGXING

SECURITIES

策略深度报告

中观产业链追踪：利润仍在向上分配

分析师：林莎
执业证书编号：S1480521050001
联系方式：010-66554151
linsha@dxzq.net.cn

研究助理：高天然
执业证书编号：S1480120070029
联系方式：010-66554044
gaotr@dxzq.net.cn

能源资源链：俄乌冲突延续支撑资源品价格，基建地产发力升级。前期俄乌冲突带来动力煤、铝、原油等价格冲高，近期相关资源品价格有所回落，但欧盟新一轮制裁落地，此次制裁是首次对俄开启能源领域制裁，动力煤、铝、原油等上游资源品价格仍有支撑，航运板块也有望受到拉动。3、4月疫情爆发，全国范围内防疫升级下，消费需求端疲软或进一步加剧。但近期地产政策不断放松，基建持续发力，基建地产产业链上游的焦炭、钢铁、水泥景气也出现一定回暖趋势。

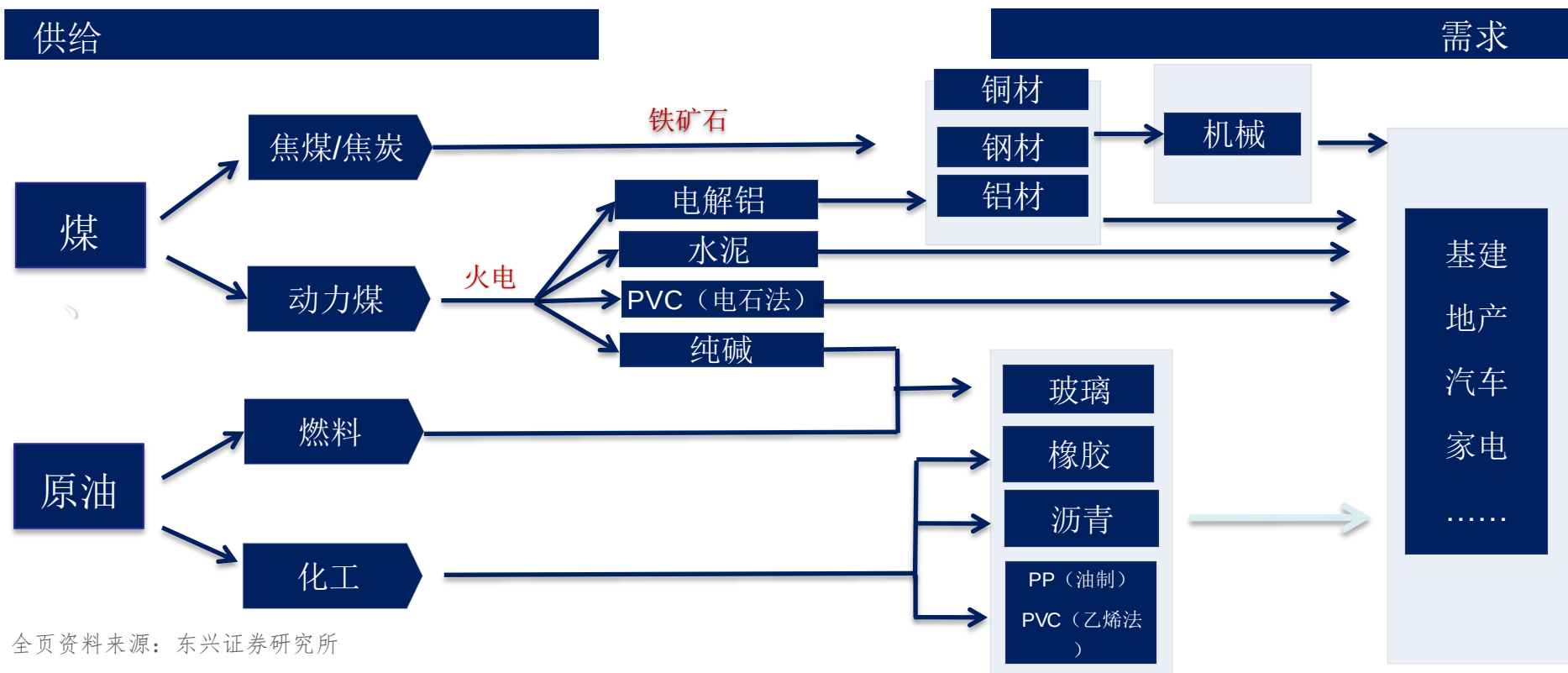
农牧产品链：全球粮价上涨带动上游投资机会。俄乌冲突叠加美国、南美地区干旱等预计将导致大麦、小麦、玉米、大豆、棉花等多类农产品年内面临供给短缺，推动价格持续上行，而4-6月美国干旱或进一步加剧，俄乌冲突若延续到5-7月，玉米播种、小麦收获都将进一步受到冲击，粮食短缺仍可能加剧，粮价上涨下种子、化肥或将受益。棉花价格上行下，纺织制造有望受到拉动，饲料价格提升也有望加速生猪产能出清，但同时上游价格的提升也压缩了部分下游行业的利润，如啤酒、造纸等。另一方面，生鲜乳价格持续回落，牛奶、酸奶零售价则维持稳定，乳制品企业有望持续受益。

行业配置：配置基建地产链复苏与粮价上涨。1) 有望持续受益基建地产产业链复苏：地产、建筑、焦炭、钢铁、水泥；2) 俄乌冲突延续，供需缺口持续存在的：铝、动力煤及连带受益的航运；3) 全球粮棉价格上涨下受益的：种子、化肥、纺织制造以及产能加速出清、有望迎来价格拐点的生猪和受益于成本端回落、盈利空间扩张的乳制品。

风险提示：经济不及预期，政策超出预期，市场波动超出预期。

能源资源链：上游景气仍有支撑，疫情或加剧消费疲弱

能源资源链：俄乌冲突延续支撑资源品价格，基建地产发力升级。前期俄乌冲突带来动力煤、铝、原油等价格冲高，近期相关资源品价格有所回落，但欧盟新一轮制裁落地，此次制裁是首次对俄开启能源领域制裁，动力煤、铝、原油等上游资源品价格仍有支撑，航运板块也有望受到拉动。3、4月疫情爆发，全国范围内防疫升级下，消费需求端疲软或进一步加剧。但近期地产政策不断放松，基建持续发力，基建地产产业链上游的焦炭、钢铁、水泥景气也出现一定回暖趋势。

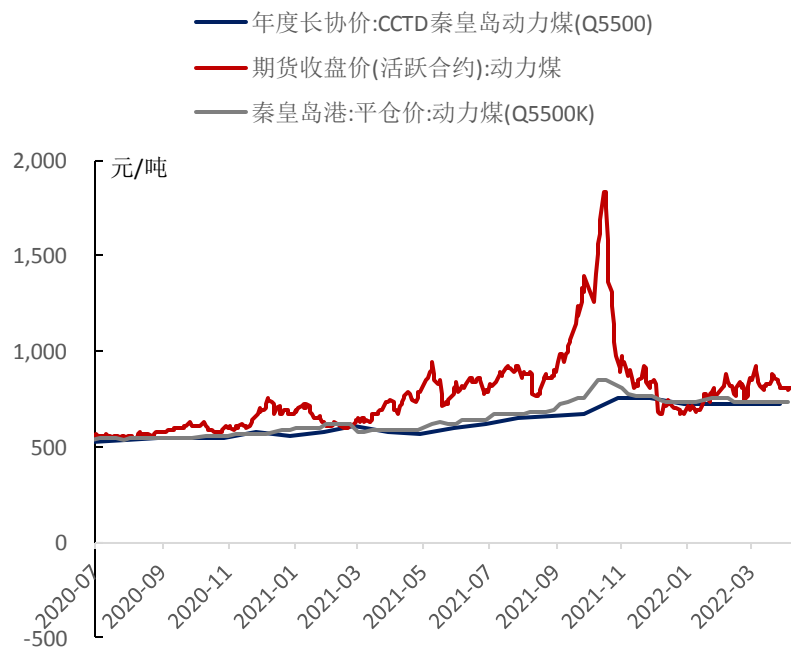


全页资料来源：东兴证券研究所

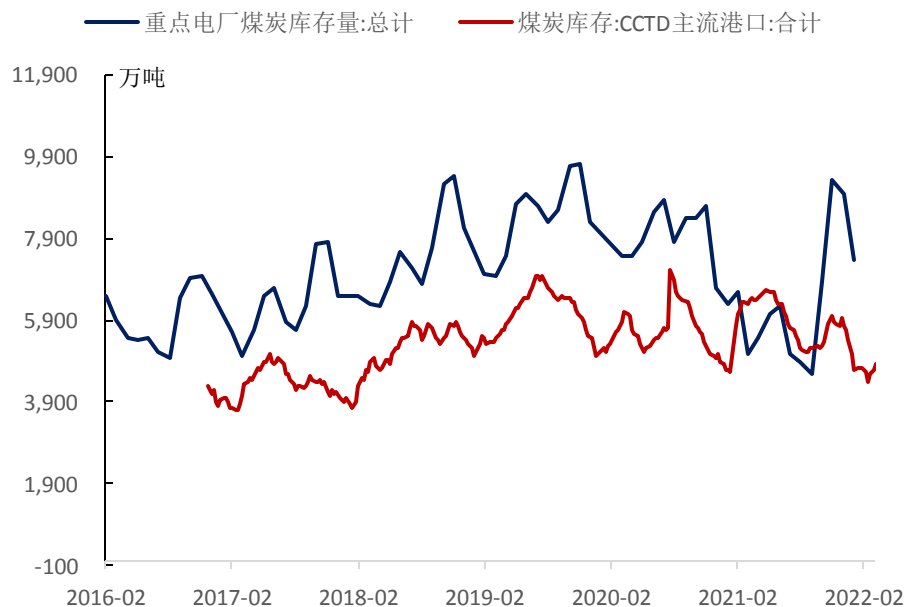
动力煤：价格略有回落但整体仍有支撑

需求进入淡季叠加疫情扰动带来下游用电需求转弱，动力煤价格自3月下旬以来略有回落，下降约8%。4月以来主流港口煤炭库存略有回升。但俄乌冲突再起，欧盟对俄开启第五轮制裁，这也是欧盟首个针对俄罗斯能源实施的禁令，在俄乌冲突逆转、疫情得到根本性改善前，动力煤价格整体仍有支撑。

1. 3月以来动力煤价有所回落



2. 4月以来主流港口煤炭库存略有回升



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

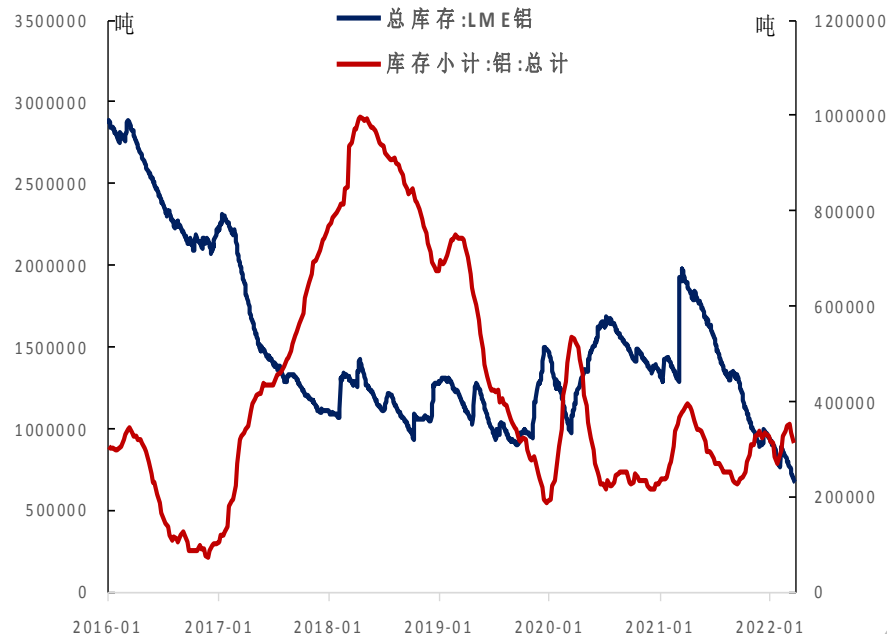
铝：铝价有所回落，但欧盟能源禁令或支撑价格

4月以来，国内外铝价均出现一定回落，跌幅达到11%，库存出现一定回补。但电解铝本身是高耗电行业，欧盟对俄煤炭禁令或将进一步推升欧洲电价，欧洲电解铝供应短缺或将加剧，在俄乌局势逆转前，铝价仍有支撑。

1. 4月以来，国内外铝价均出现一定回落



2. 铝国内库存较3月初有一定回补

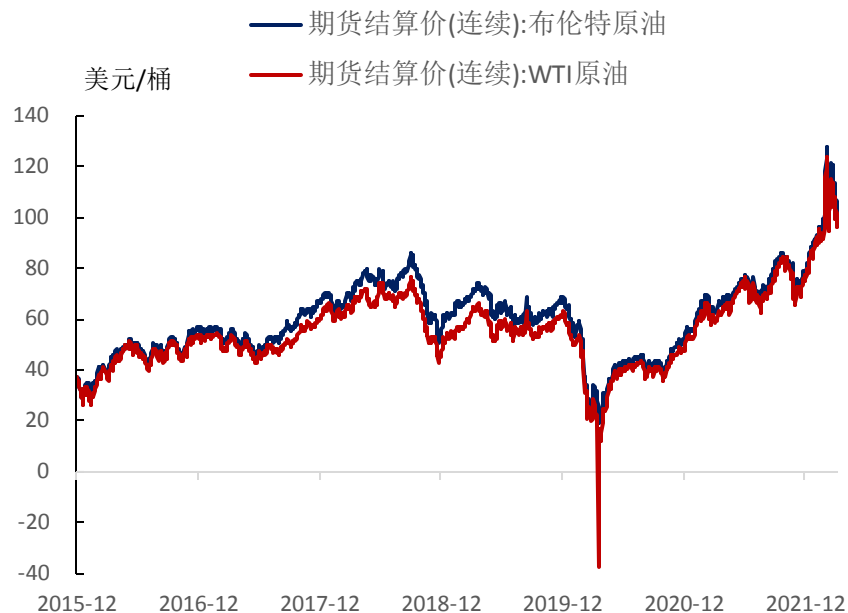


全页资料来源: Wind、东兴证券研究所

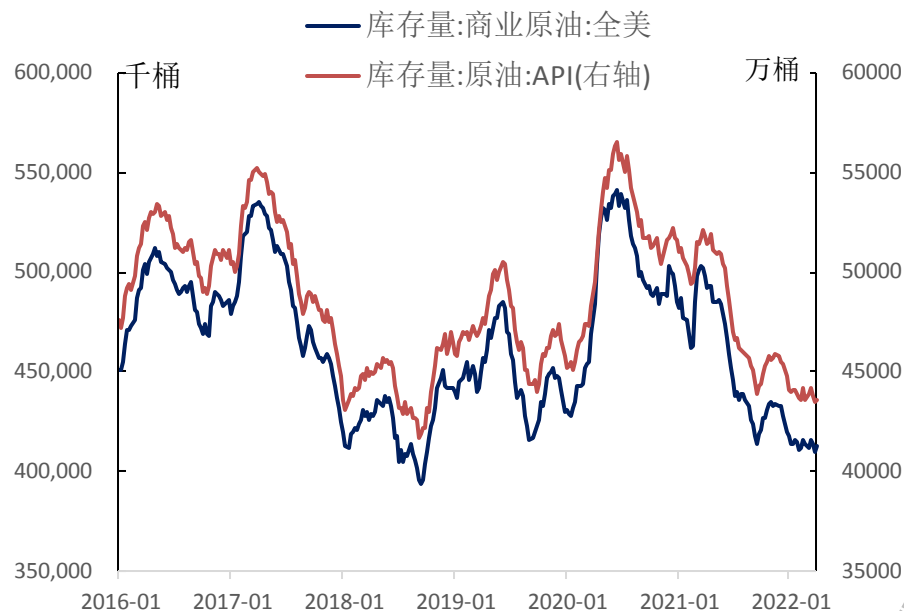
原油：价格延续回落趋势但仍处于历史高位

4月原油价格较3月下旬进一步回落，但目前仍处于100美元/桶的历史高位API原油库存处于低位震荡，在俄乌局势逆转前，原油价格预计仍有支撑。

1. 4月原油价格较3月下旬进一步回落



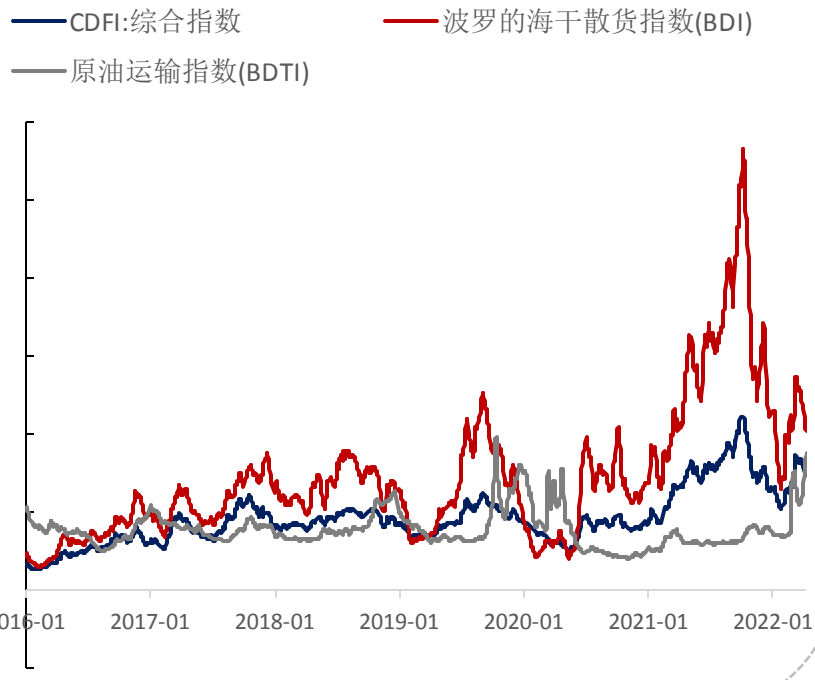
2. 原油库存处于低位震荡



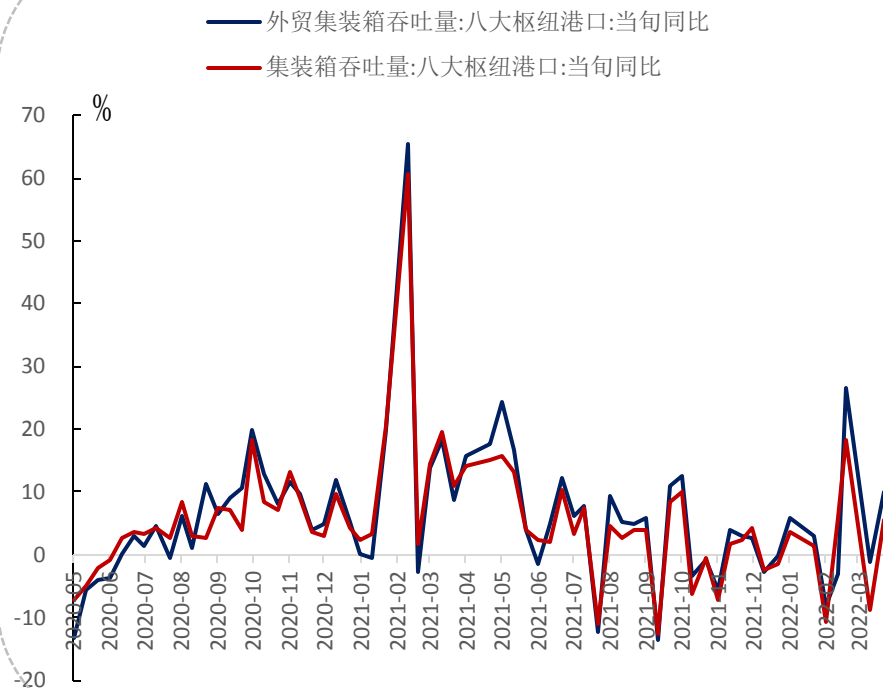
全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

航运运价出现一定分化，干散货运价（BDI）、CDFI均进入下行，较3月上旬分别下降25%、14%，但原油运价（BDTI）仍在持续抬升，较3月下旬运价抬升60%，整体来看疫情反复对于航运特别是干散货航运影响较大，而另一方面俄乌冲突延续下油料海运仍维持景气。

1. BDI略有回落但BDTI仍在抬升



2. 八大枢纽港口集装箱吞吐量仍处于历史高位



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

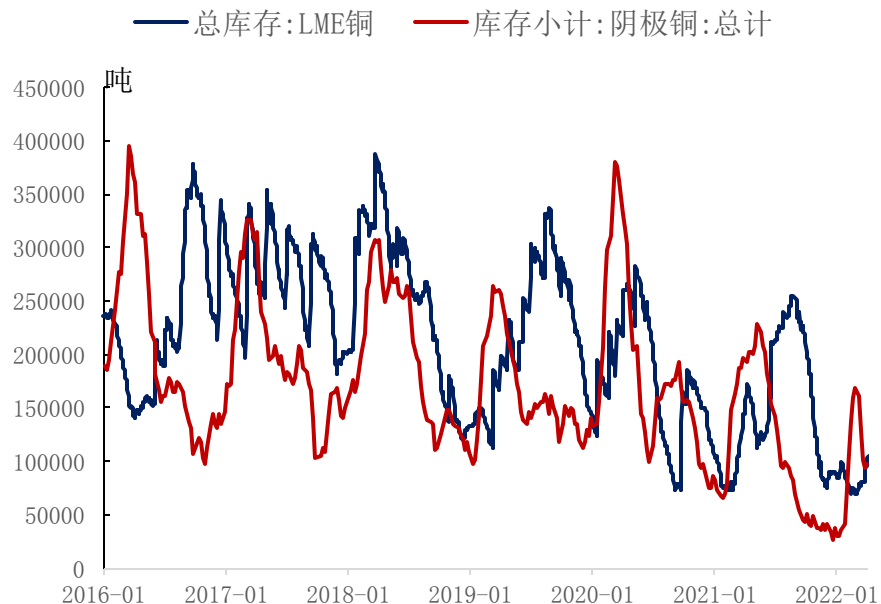
铜：铜价呈现高位震荡趋势

国内经济走弱，疫情冲击下下游开工受限，3月中下旬开始国内外铜价均进入高位震荡，LME铜、国内阴极铜库存均有所回升，铜精炼价格则持续上行。

1. 3月中下旬开始国内外铜价均进入高位震荡



2. LME铜、国内阴极铜库存均有所回升

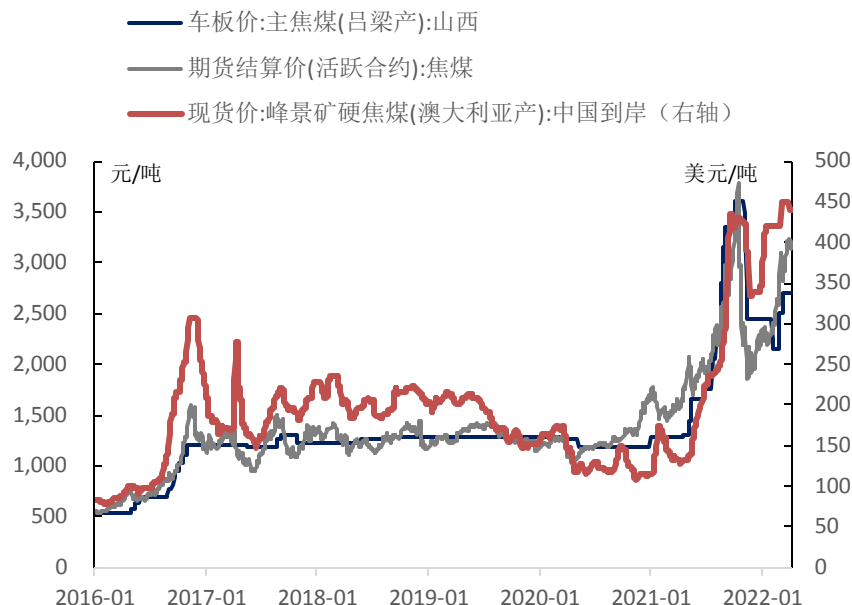


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

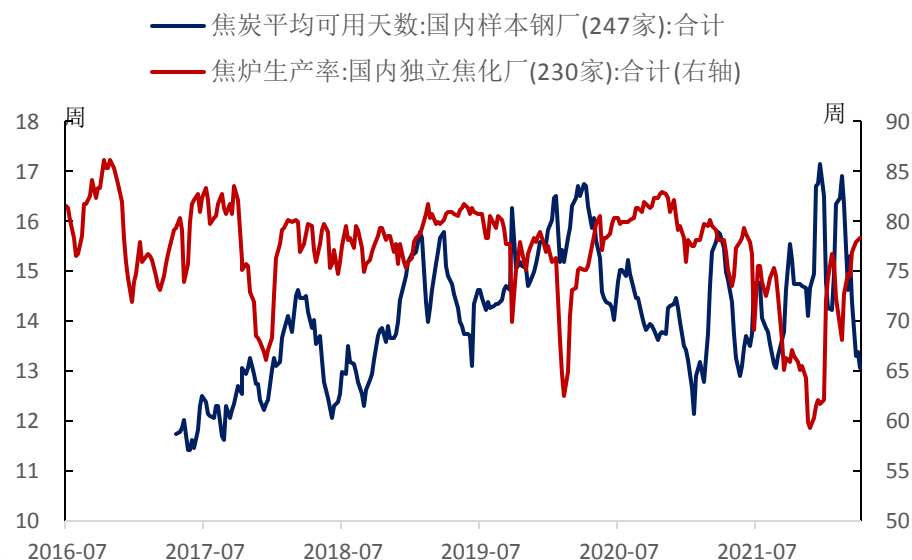
焦煤：下游钢铁回暖拉升焦煤价格

3月中旬以来，在下游钢铁回暖拉动下，焦煤价格持续抬升，已上涨约12%，而国内钢厂焦炭库存则持续去化。

1. 3月中旬以来焦煤价格持续抬升



2. 国内钢厂焦炭库存持续去化



全页资料来源: Wind、东兴证券研究所

钢铁：开工旺季来临，钢材价格持续攀升

春节后，随着开工旺季逐步来临，钢材价格指数持续攀升，已上涨约8%。尽管上游铁矿石、焦炭价格有所上升，但整体来看钢材价格提升幅度较大，3月中旬以来长流程炼钢利润空间略有回升，上升约4%，并且3月中旬起钢材库存开始去化。基建地产逐步发力、施工旺季来临，钢铁产业链有望受到持续拉动。



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

水泥：水泥价格有所回暖，库容比较2月回落

3月以来，随着建筑旺季逐渐开启，水泥价格有所回暖，价格上行约3%，库容比也较2月有所回落。

1. 3月中旬以来水泥价格有所回暖



2. 水泥库容比较2月有所回落

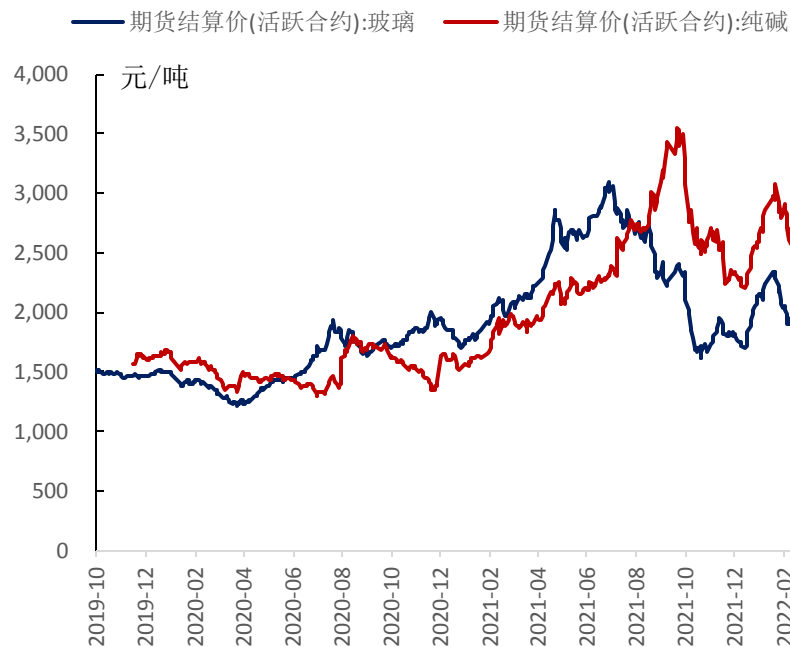


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

玻璃：成本端纯碱价格高企压缩玻璃企业利润

3月中旬以来，玻璃成本端的纯碱价格上涨幅度较大，已上涨约20%，而同期玻璃价格仅上涨约8%，同时玻璃生产仍在走弱，成本端纯碱价格高企或压缩玻璃企业利润，景气回暖或仍需等待下游需求恢复。

1. 纯碱价格上涨幅度高于玻璃价格上行幅度



2. 平板玻璃产量同比仍在回落

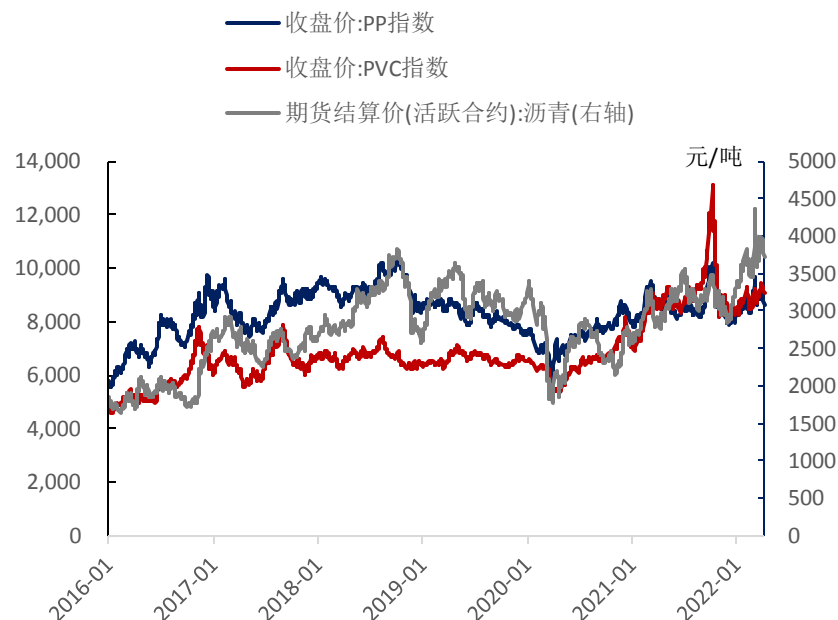


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

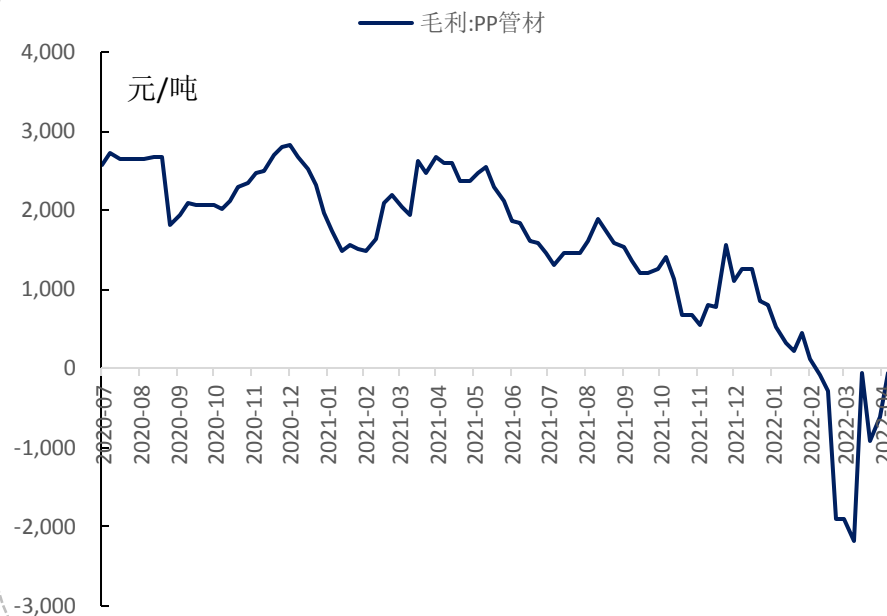
消费建材：原材料价格高位，行业利润压缩

上游原油价格上涨下，消费建材原材料PP、PVC、沥青等价格均处于历史高位，下游地产走弱下，管材、防水材料等需求较弱。行业毛利显著压缩，尽管3月以来随着各大消费建材企业纷纷提价，但毛利整体仍处于亏损区间，景气回暖或仍需等待成本价格回落及需求端回暖。

1. PP、PVC价格仍处于历史高位



2. PP管材毛利仍然处于亏损区间

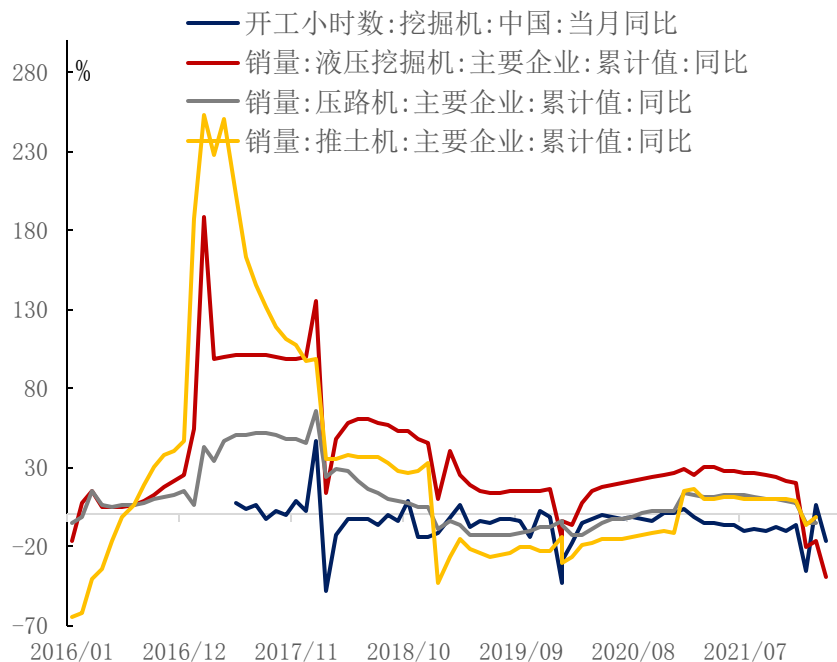


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

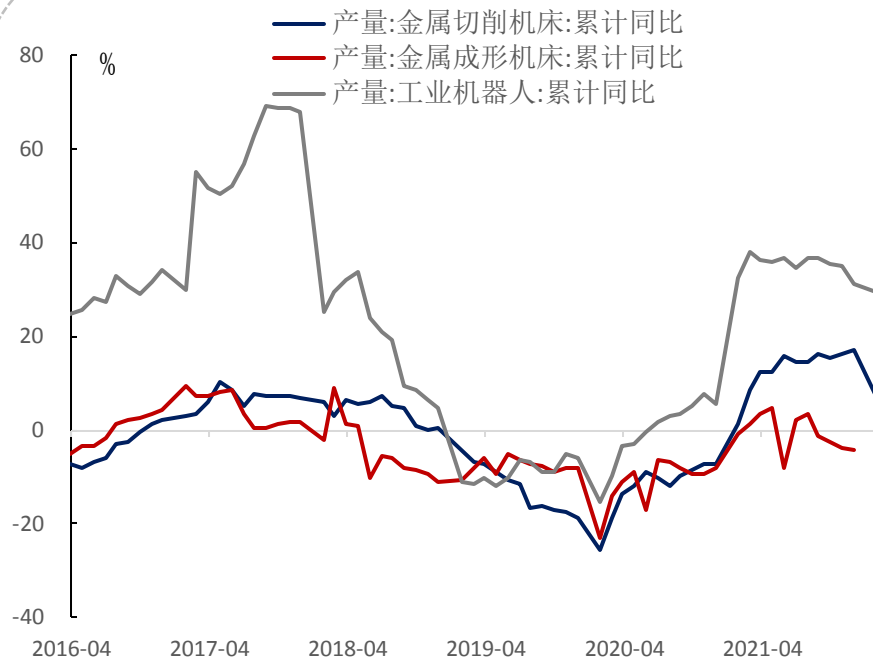
机械：工程机械、机床景气度均趋弱

3月挖掘机销量、开工小时数同比均较上月进一步回落，分别下降至-39.2%、-16.9%。机床产量、工业机器人产量同比也均仍处于回落区间，机械行业景气度回暖仍待下游需求拉动。

1. 3月挖掘机销量、开工小时数进一步回落



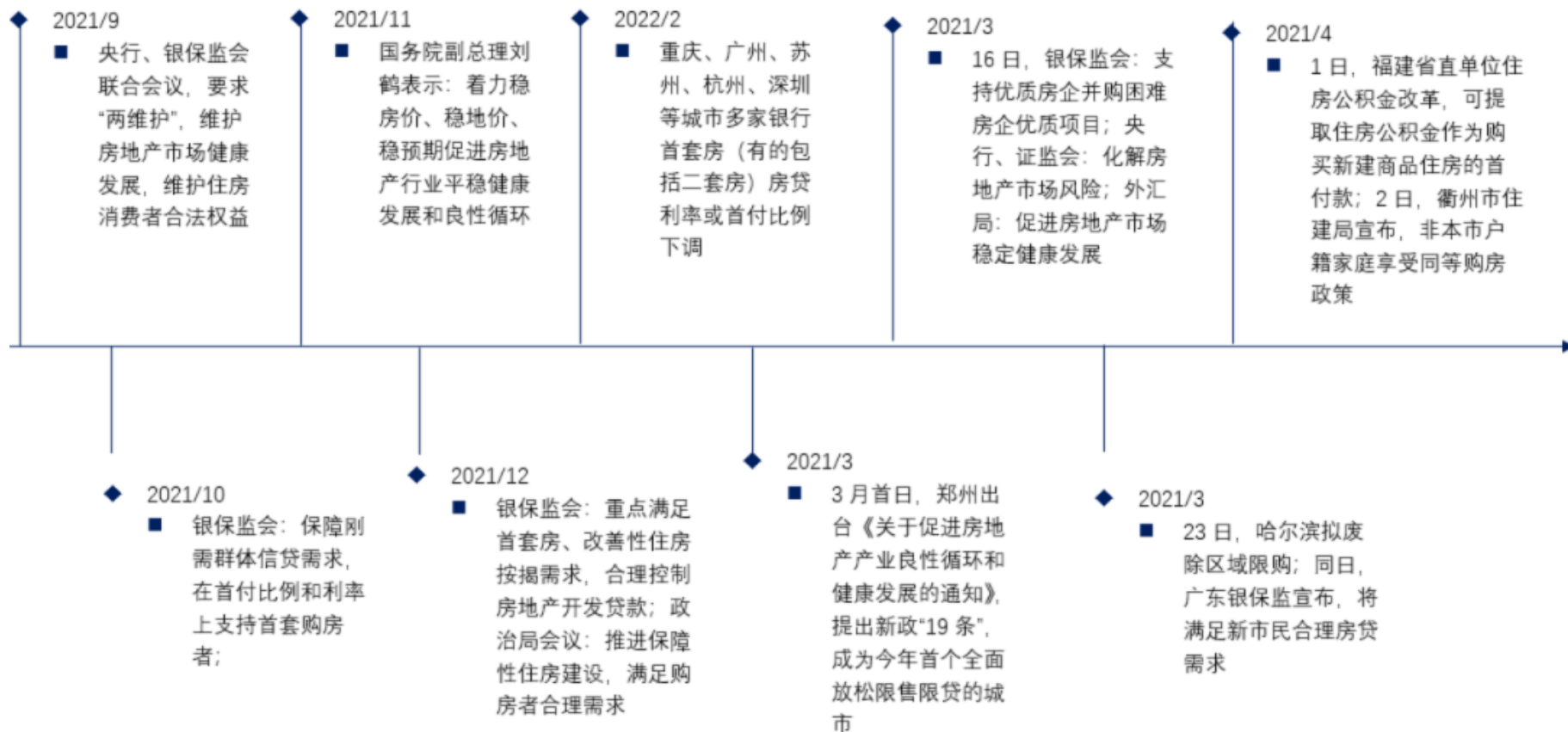
2. 机床、工业机器人产量仍处于回落区间



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

房地产：地产政策边际持续放松

2021年9月以来，我国地产政策边际持续放松，特别是2022年3月以来多地放宽“限购”政策或降低贷款利率、首付比率。

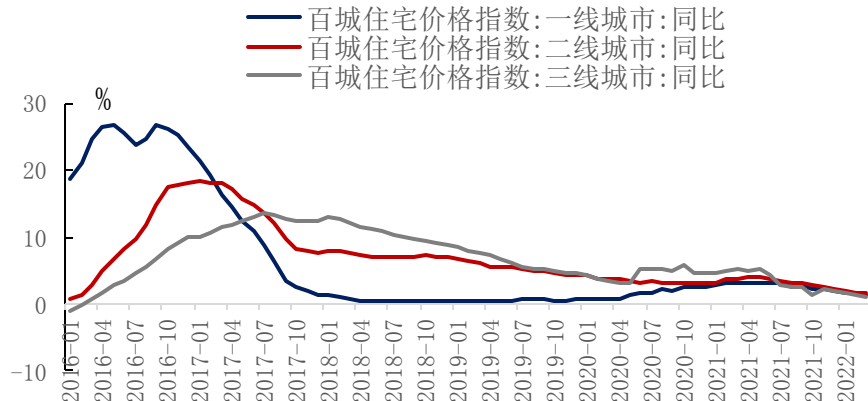


全页资料来源：人民银行、住建部、银保监会、各市政府网站、东兴证券研究所

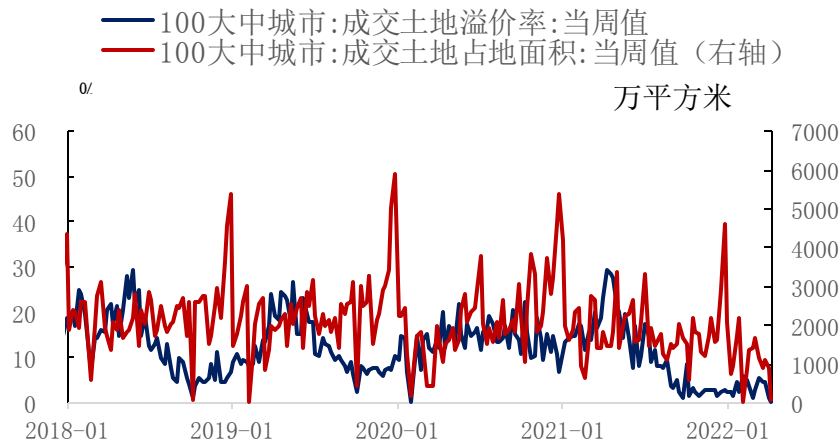
1. 尽管地产政策持续放宽，但当前基本面仍未见明显改善趋势，3月一、二、三线房价同比分别为1.32%、1.63%、1.12%，相较2月仍在回落区间，土地成交面积也处于历史低位且仍在回落。

2. 2月地产新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-12.2%、1.8%、-9.8%，均较2021年12月进一步回落。地产宽松政策进一步发力需求仍然迫切。

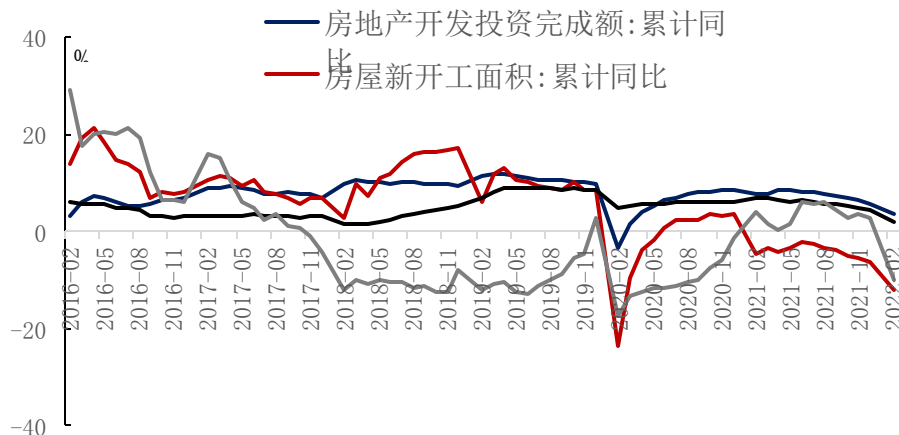
1. 房价同比仍处在回落区间



2. 土地成交面积处于历史低位且仍在回落



3. 2月地产新开工、施工、竣工全面回落



全页资料来源: Wind、东兴证券研究所

基建：2022年以来基建投资稳步发力

2022年1-2月，基建投资同比较2021年底显著抬升，基建投资（含电力）、基建投资（不含电力）同比分别达到8.6%、8.1%。央企基建订单来看，中国建筑新签合同订单也有较大提升，2022年1-2月同比高达55.5%，基建当前处于稳步发力状态。

1. 2月基建投资相比2021年12月显著抬升



2. 2022年以来中国建筑基建新签合同上行显著

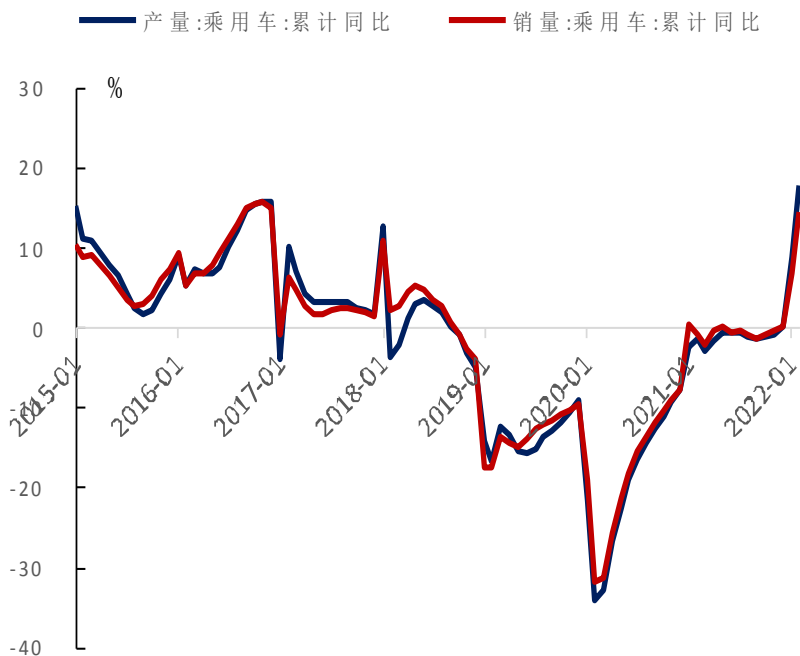


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所
注释：2020-2022年数据为两年几何平均值

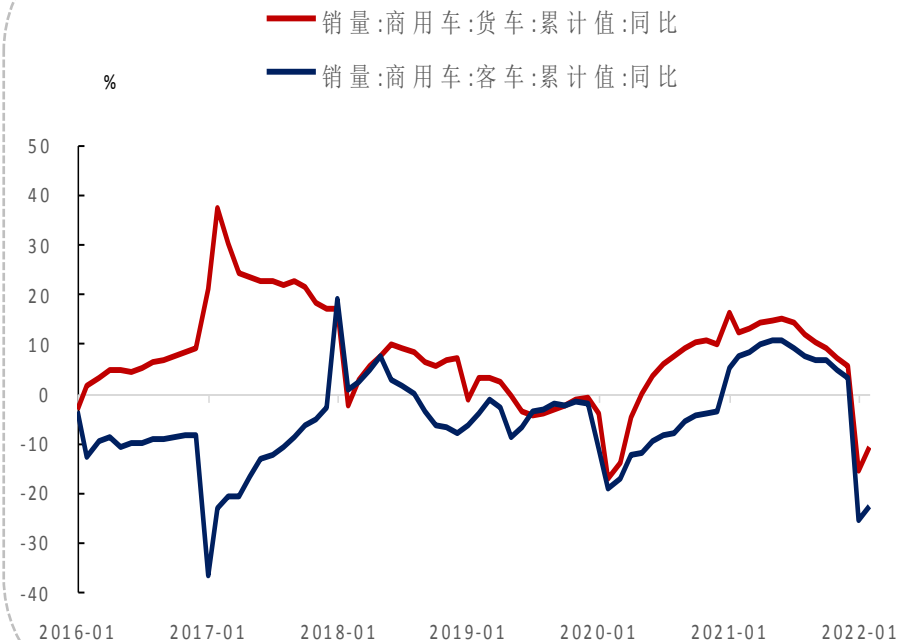
汽车：乘用车3、4月销售仍承压

2月乘用车产销量均出现显著回暖，累计同比分别达到17.6%、14.4%。但3、4月疫情集中爆发，全国疫情防控政策升级，或阶段性拖累乘用车销售。

1. 2月乘用车产销量同比显著回暖



2. 货车、客车销售仍然疲软

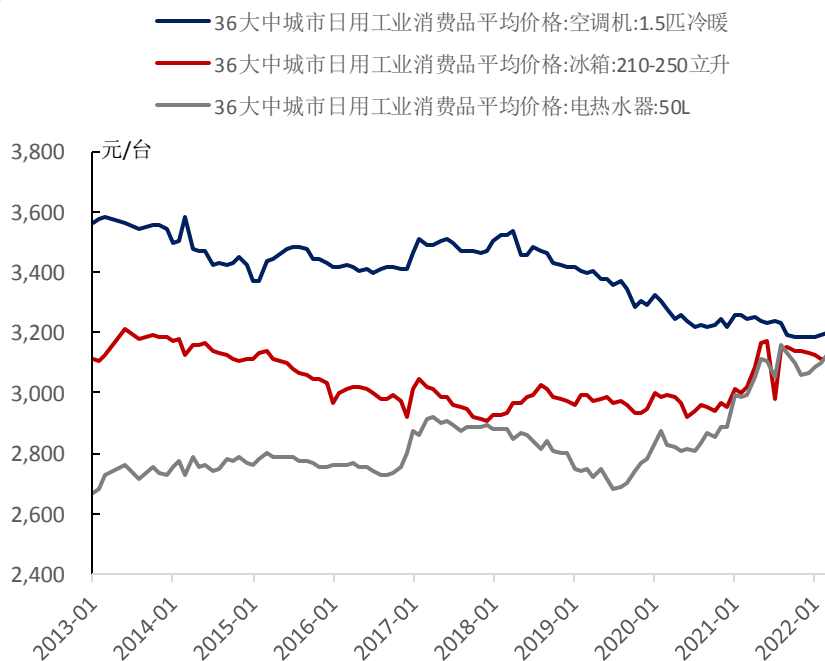


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

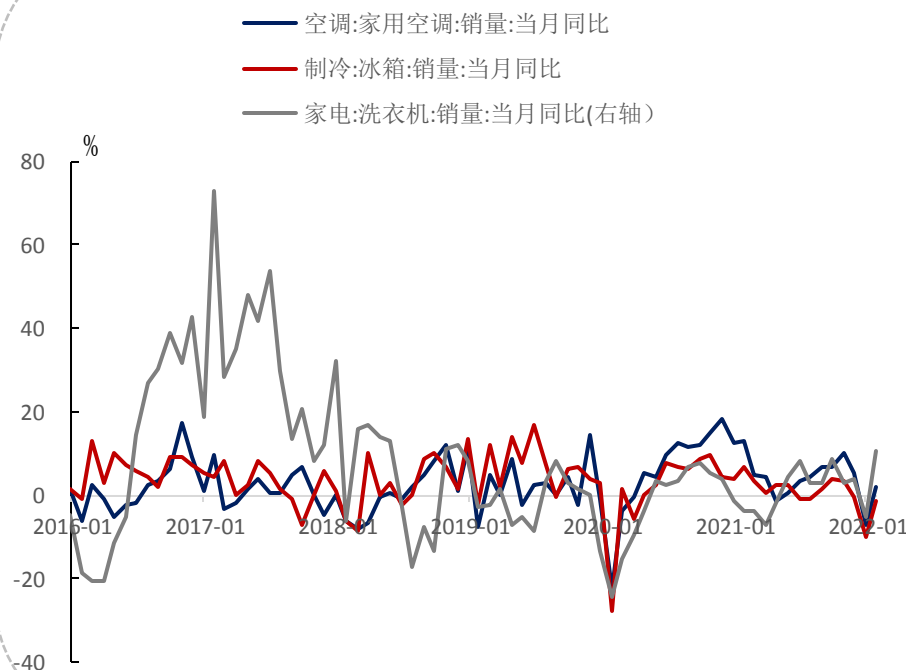
白色家电：疫情防控升级或冲击家电销售

2月空调、冰箱、洗衣机销量同比较1月均有所回升，同比分别达到10.59%、1.89%、-1.57%销售价格则略有回落。但3、4月疫情集中爆发，全国疫情防控政策升级，对家电销售可能产生一定冲击。

1. 家电均价维持相对稳定



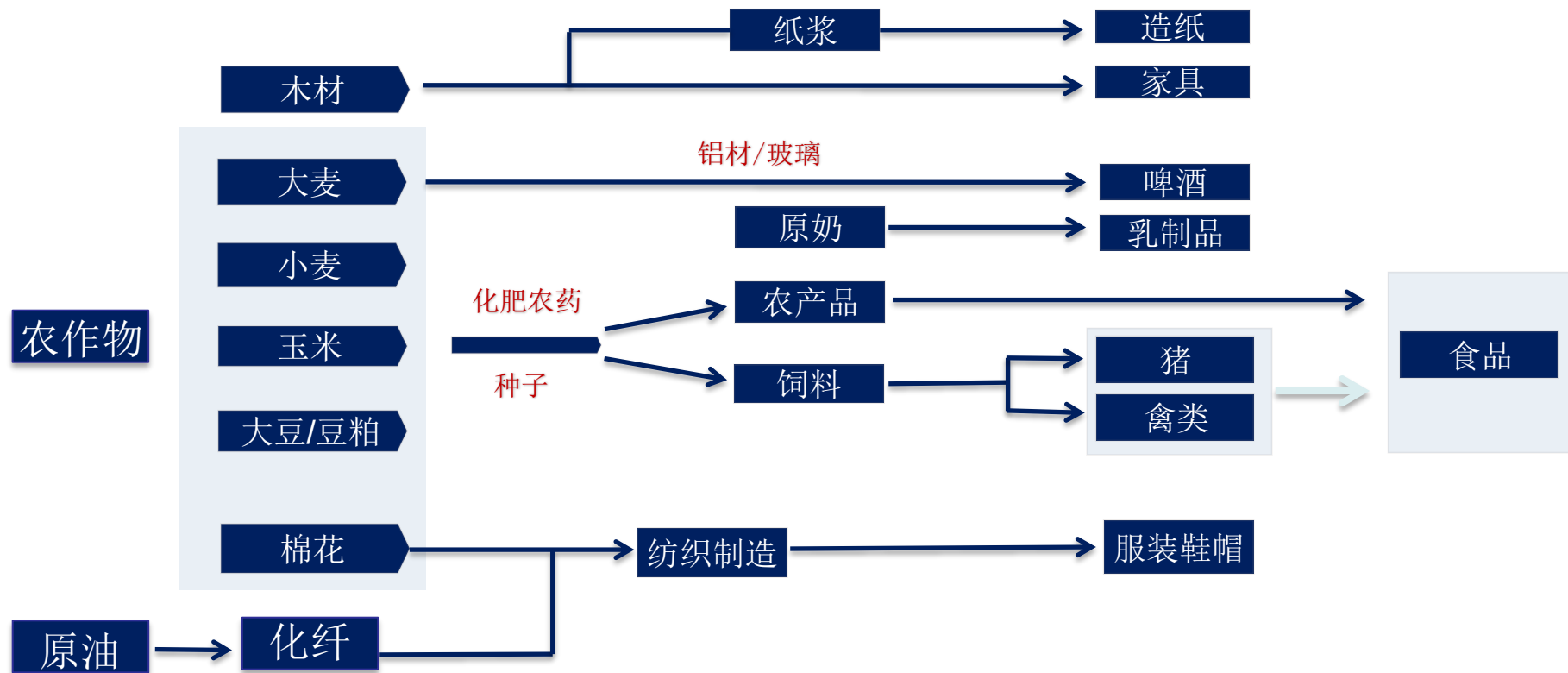
2. 冰洗空2月销售有所回暖



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

农牧产品链：供给端紧缩带来中上游投资机会

农牧产品链：全球粮价上涨带动上游投资机会。俄乌冲突叠加美国、南美地区干旱等预计将导致大麦、小麦、玉米、大豆、棉花等多类农产品年内面临供给短缺，推动价格持续上行，而4-6月美国干旱或进一步加剧，俄乌冲突若延续到5-7月，玉米播种、小麦收获都将进一步受到冲击，粮食短缺仍可能加剧，粮价上涨下**种子、化肥**或将受益。棉花价格上行下，**纺织制造**有望受到拉动，饲料价格提升也有望加速**生猪**产能出清，但同时上游价格的提升也压缩了部分下游行业的利润，如啤酒、造纸等。另一方面，生鲜乳价格持续回落，牛奶、酸奶零售价则维持稳定，**乳制品**企业有望持续受益。



全页资料来源：东兴证券研究所

农作物：多类作物价格处于历史高位

由于俄乌冲突、干旱天气等各种因素冲击，大麦、小麦、大豆、棉花、玉米等多种农作物年内都面临供给短缺风险，价格持续攀升。俄乌冲突已造成乌克兰春种受阻，已对全年粮食供给造成影响，5月将进入乌克兰玉米播种期，7月将进入小麦收获期，若战争延续，粮食短缺或仍将加剧。受拉尼娜影响，2022年1月南美干旱严重，巴西、阿根廷、巴拉圭作为全球大豆的主要生产国纷纷预期大豆减产。供给短缺下年内粮价有强力支撑。

1. 2022年以来大麦、小麦价格持续攀升



2. 大豆、棉花、玉米价格处于历史高位

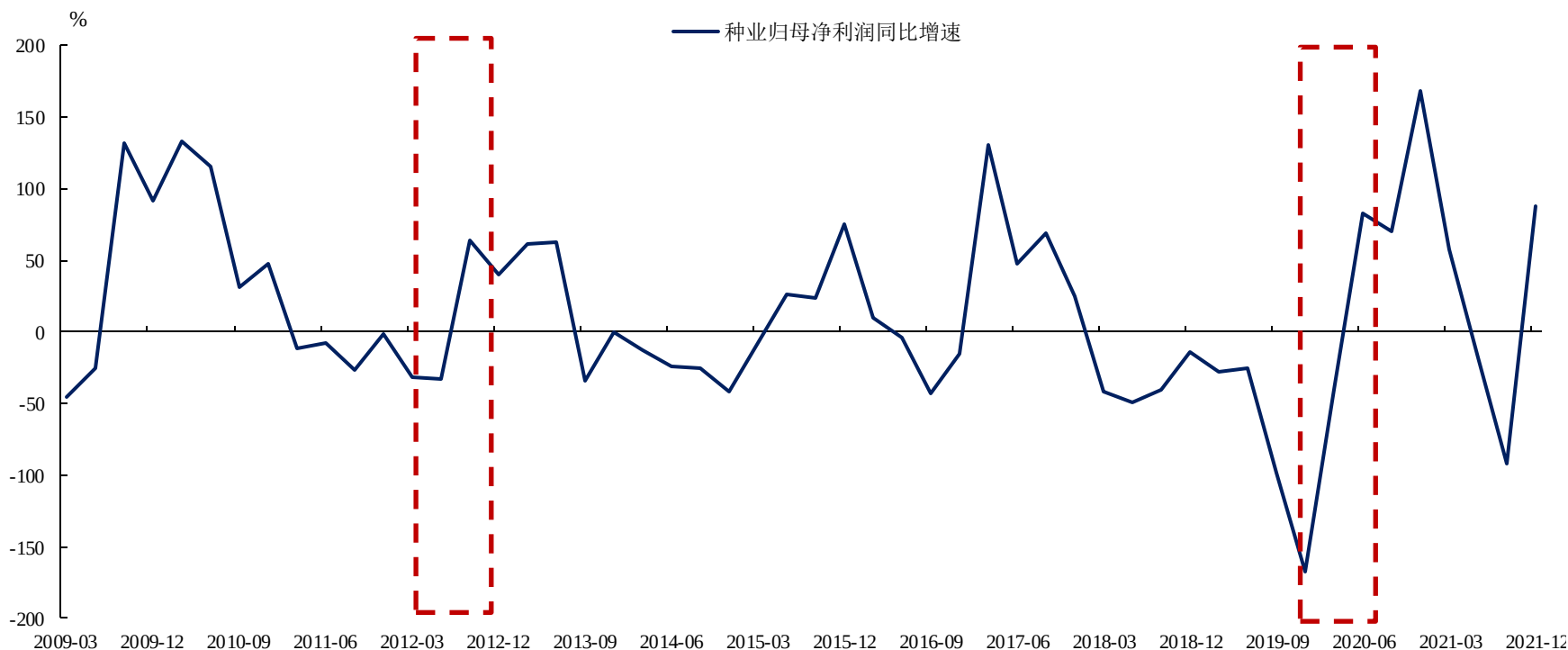


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

种子：政策红利叠加粮价上涨支撑种业盈利

2022年2月下旬，中央一号文件发布，强调全面实施种业振兴行动方案，重点加快实施核心技术和强化种业知识产权保护。长久以来种业仿冒问题严重，政策驱动种业的知识产权保护有助于优质种企的业绩提升，同时粮食价格上涨或也将对种业业绩起到一定支撑作用。

图表：历史上粮食价格上涨区间，种业往往较优业绩表现

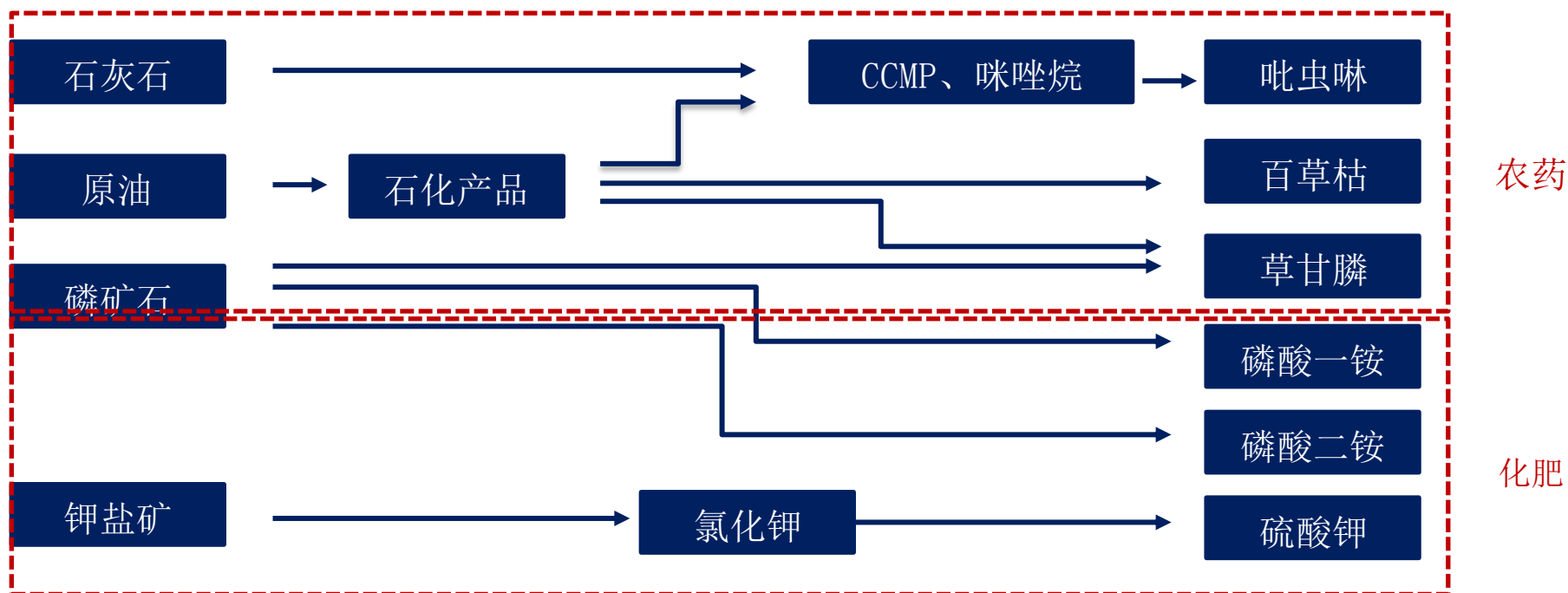


全页资料来源：wind，东兴证券研究所

油价对农药成端冲击较大，对化肥影响有限

农药上游原材料广泛来源于石化产品，受油价影响较大，而化肥上游普遍为磷矿石、钾盐矿等无机矿产，油价对化肥成本端影响有限。

图表：农药上游原材料广泛来源于石化产品，受油价影响较大



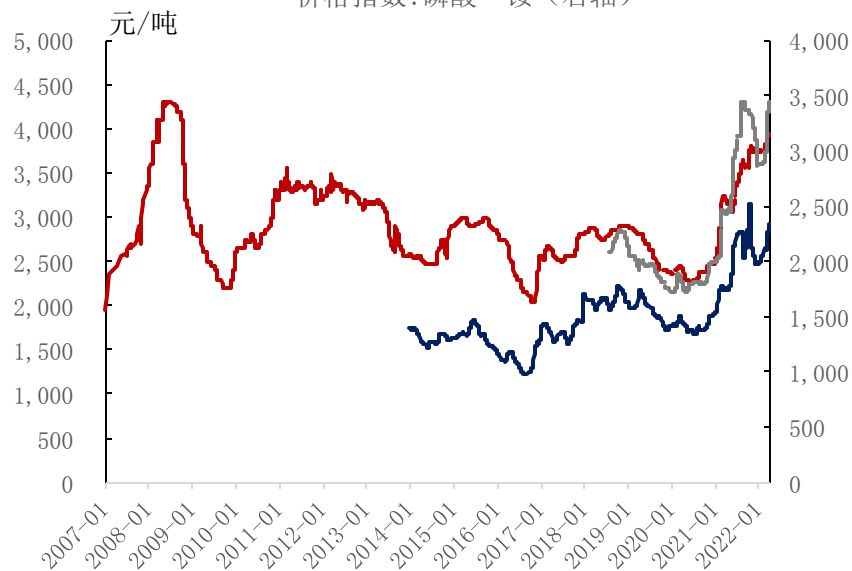
全页资料来源：wind，东兴证券研究所

化肥：粮价上涨拉动化肥价格攀升

粮价上行趋势下，氮肥、氮肥、钾肥等化肥价格有望持续维持高位。

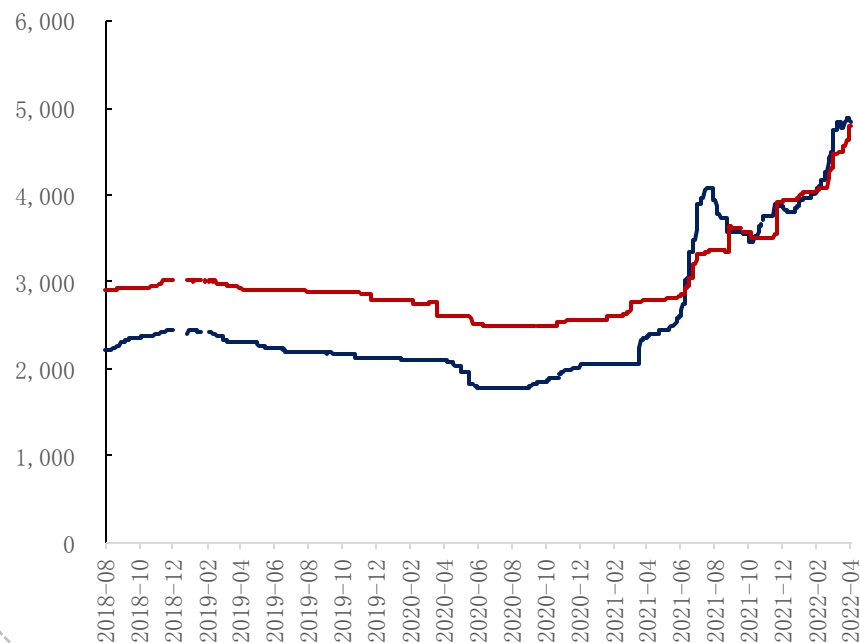
1. 氮肥、氮肥价格仍在上行区间

— 市场价:尿素(小颗粒):全国
— 现货价:磷酸二铵(DAP):国内
— 价格指数:磷酸一铵(右轴)



2. 年内钾肥价格持续攀升

— 价格指数:氯化钾
— 价格指数:硫酸钾

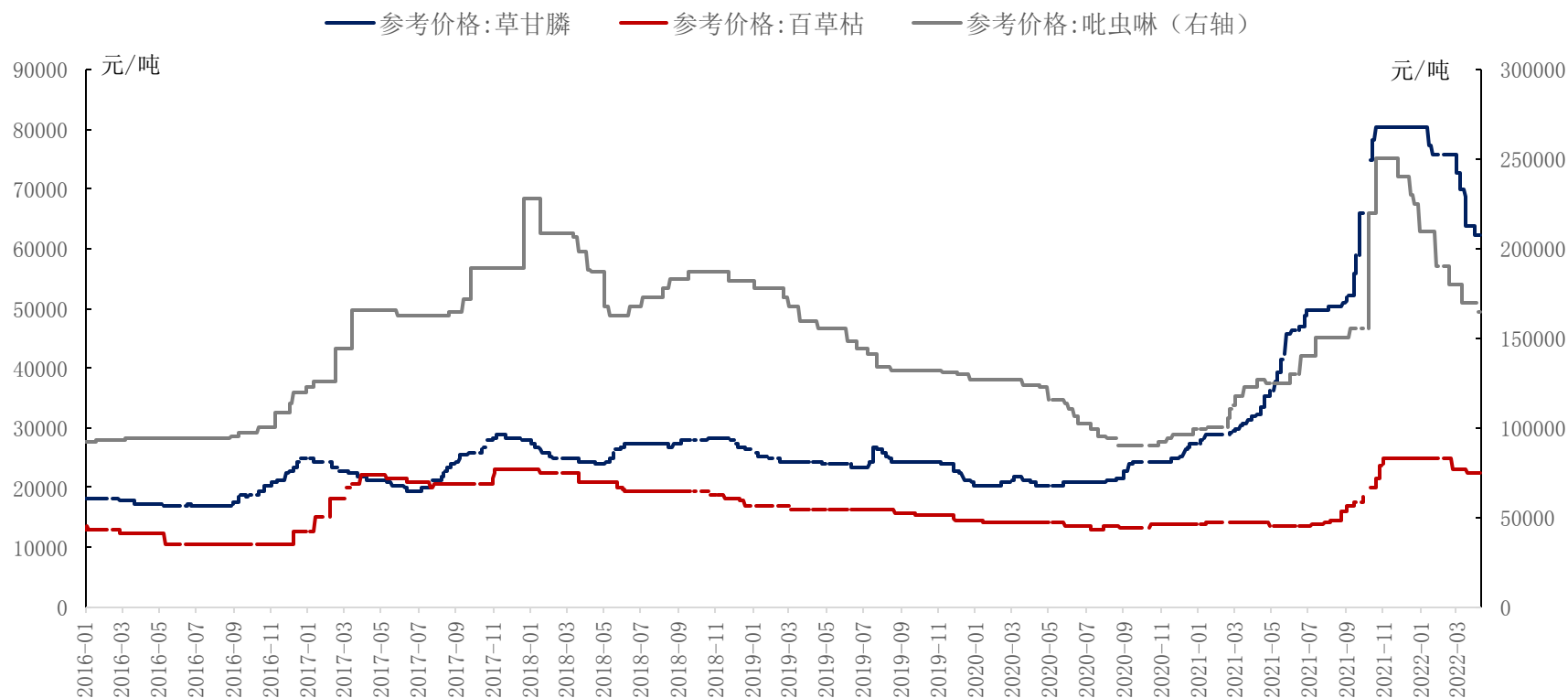


全页资料来源: Wind、东兴证券研究所

农药：价格自高位回落，成本端压力凸显

2021年内外需求均较为旺盛，农药价格一路飙升，2022年随着产能释放、外需减弱，农药价格从高点回落，草甘膦、百草枯、吡虫啉较高点分别已下跌22%、32%、10%。而另一方面，上游石油价格上行，进一步压缩行业利润。

图表：农药价格在2021年飙涨到历史高位后，2022年价格有所回落



全页资料来源：wind，东兴证券研究所

纺织制造：棉价上行支撑纺织制造业绩

当前棉花价格处于历史高位，国内外棉花价格都处于2012年以来的最高点。2022年1月以来世界重要棉产区美国德克萨斯州面临持续严重干旱，并且据美国国家海洋和大气管理局预测，美国在4月至6月期间都将面临严重至特殊的干旱条件。棉花主要在4-6月播种，严重干旱预计将显著影响本年度的棉花供应，年内棉花或将面临较大减产风险，有望对棉花价格形成支撑，纺织制造预计将受益。

1. 年内棉花价格持续上行



2. 纺织制造业绩与棉花价格有密切正相关性

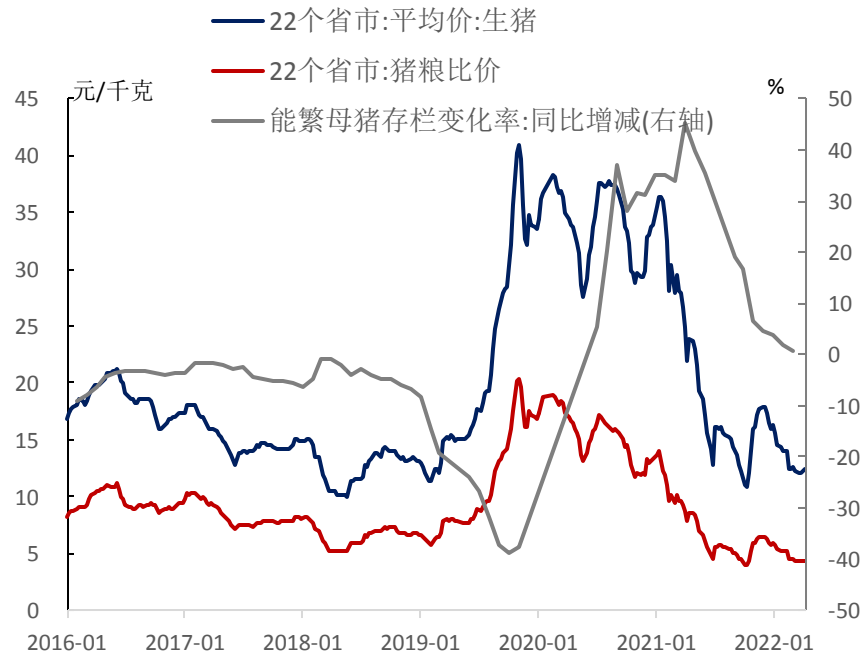


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

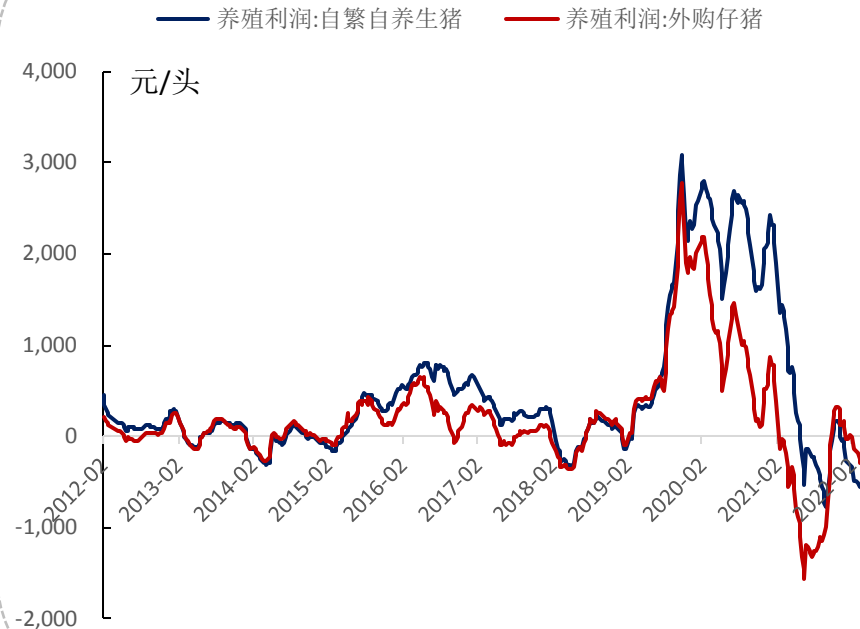
猪：饲料价格上行加速生猪产能出清

当前生猪价格已回落至12元/千克左右，饲料价格持续上行下，猪粮比也显著下行，生猪养殖利润进入深度负区间，自繁自养生猪、外购仔猪平均亏损512元/头、283元/头，大幅亏损预计将加速生猪产能出清。能繁母猪存栏领先猪肉价格约10个月，2022年Q3前猪价即有望出现拐点。

1. 当前猪价处于历史较低位置



2. 生猪养殖利润进入深度负区间



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

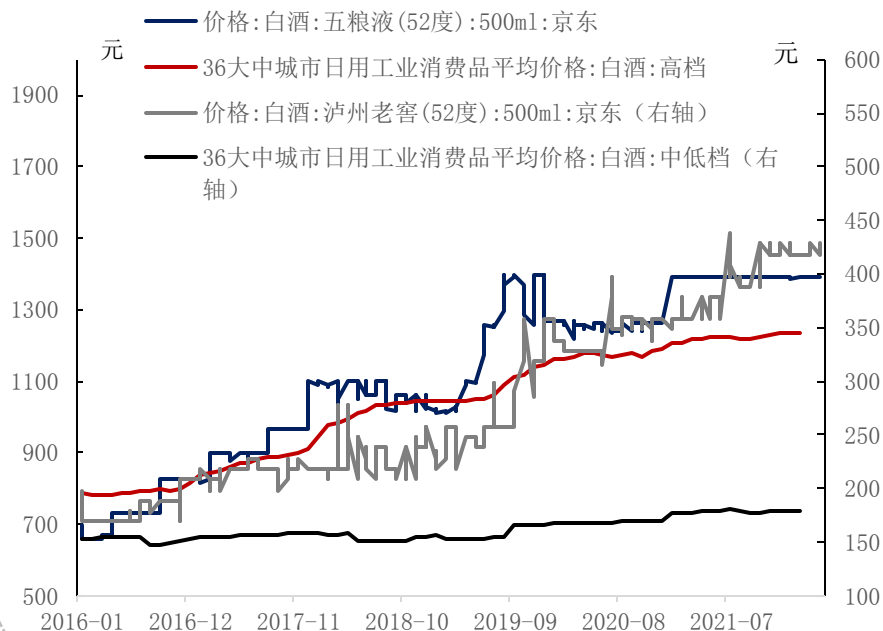
酒类：白酒价格稳定，啤酒盈利压缩

2022年以来，白酒价格始终维持相对稳定。

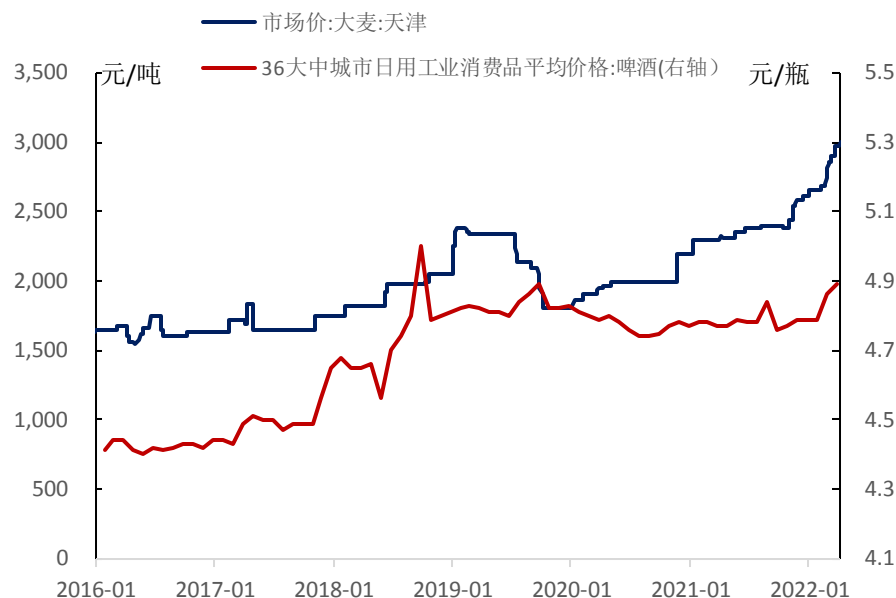
上游成本端大麦、铝材等价格上涨压缩啤酒行业盈利空间，2月以来大麦价格上涨13%，而啤酒价格仅上涨2%。

疫情冲击下消费场景受限，啤酒需求也趋向疲弱。景气回暖仍待疫情防控降级、消费场景恢复。

1. 2022年以来白酒价格维持相对稳定



2. 大麦价格上涨幅度较啤酒价格更显著

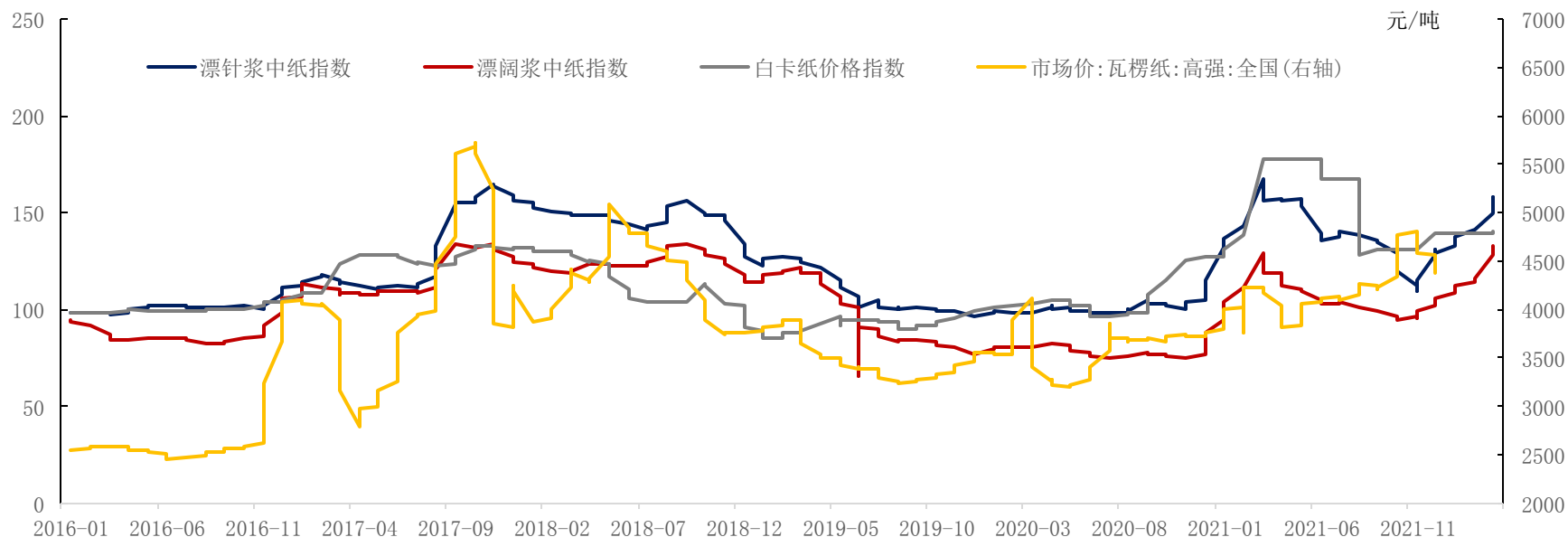


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

造纸：纸浆价格攀升但下游纸价表现弱势

2021年年底以来纸浆供给端扰动不断，加拿大洪水、芬兰纸业工人罢工、俄乌冲突加剧海运机场等均有一定冲击，3月上游纸浆价格仍在持续上行，3月中旬以来部分纸企发布涨价函，浆系纸涨价幅度在300-500元/吨，幅度相对温和，提价整体还是受到下游需求趋弱的阻力，行业景气回暖仍待下游需求进一步回暖与成本端扰动消解。

图表：上游纸浆价格持续攀升但下游纸价表现弱势

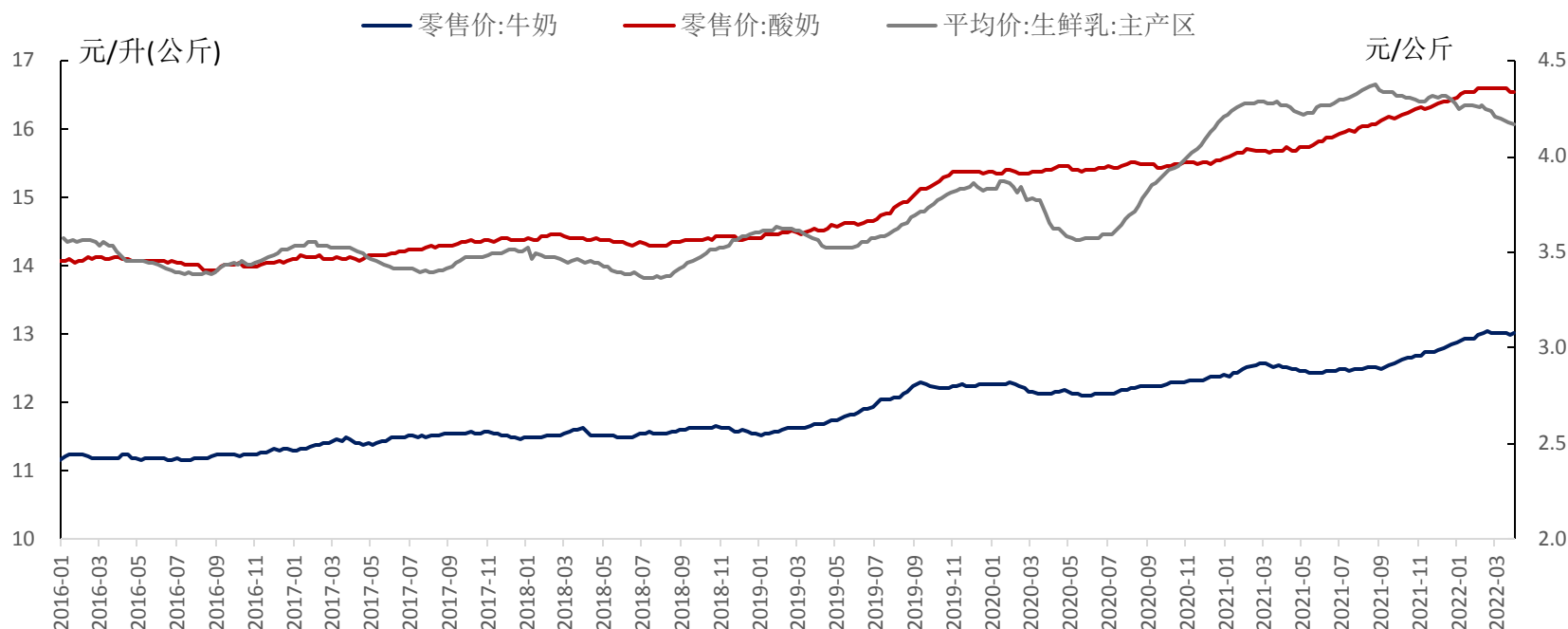


全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

乳制品：成本价格回落，零售价格稳定

上游生鲜乳价格持续回落，距2021年Q3高点回落约5%，牛奶、酸奶零售价则维持稳定，乳制品企业有望持续受益于利润空间扩张。

图表：2021Q3以来上游生鲜乳价格持续回落



全页资料来源：Wind、东兴证券研究所

风险提示：经济不及预期，政策超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：林莎，S1480521050001

东兴证券研究所总量组组长、首席策略分析师。中央财经大学金融学硕士，曾就职于中信证券研究部策略组、兴业研究策略组，持续跟踪A股市场，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。2020年7月加入东兴证券研究所，组建策略研究团队。研究领域为A股策略研究，擅长大势研判和行业比较。

研究助理简介

研究助理：高天然，S1480120070029

南开大学金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

谢谢大家 欢迎交流