

嘉合权益周报

市场持续震荡下行，关注结构性反弹机会

嘉合基金权益研究部

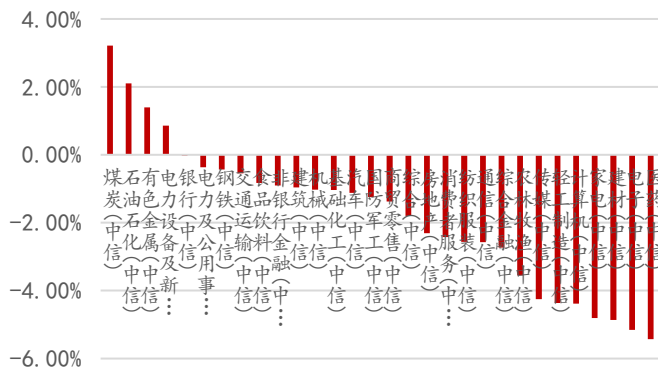
2022年09月25日 星期日

权益市场回顾

截至上周五收盘，沪指周跌 1.22%，深成指周跌 2.27%，创业板指周跌 2.68%，美股三大指数持续下行。所有板块中，煤炭、石油石化、有色金属和电力设备新能源板块表现较好，其余板块本周下跌，其中医药和电子跌幅较大。资金方面，两市日均成交额 6516.5 亿元，北向资金净流出 61.34 亿元。全周来看，电力设备板块主力净流入额居前(+75.34 亿元)，电子板块主力净流出居前(-13.26 亿元)。具体来看，沪指震荡后下破 3100 点，成交量萎缩，交投低迷。周线维度持续下探，短期来看指数向 3000 点寻找支撑的概率较大。

王东旋	wangdongxuan@haoamc.com
梁超逸	liangchaoyi@haoamc.com
张丽荣	zhanglirong@haoamc.com
张皓月	zhanghaoyue@haoamc.com
柴森	chaisen@haoamc.com
王奕人	wangyiren@haoamc.com
陶隽激	taodiwei@haoamc.com
郑伟豪	zhengweihao@haoamc.com
王翼杰	wangyijie@haoamc.com
王欣艳	wangxinyan@haoamc.com

中信一级行业周涨跌幅



数据来源: wind, 嘉合基金

一、行业涨跌幅及主要逻辑

(一) 大消费板块

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
食品饮料	白酒	-0.63%	消费升级，行业向名酒、头部公司集中。
	啤酒	+2.36%	高端化，消费升级。
	肉制品	-3.11%	集中度提升。
	调味发酵品	-3.45%	集中度提升，品类扩张。
	乳制品	-1.19%	短期原奶价格上涨，带来成本提升，终端提价，竞争趋缓。
	休闲食品	-1.90%	子行业较多，主要看所在行业空间及第二生长曲线。
	速冻食品	+1.20%	商业模式包含 to B 和 to C，主要解决效率问题。
休闲服务	旅游综合（免税）	-1.64%	免税空间扩容（远期 7~8 千亿规模）。
	景点	-4.03%	长期流量有限，票价下降，扩张能力弱。
	酒店	-2.13%	连锁化率提升，加盟比例提升。
农林牧渔	饲料	-1.67%	养殖后周期。
	禽畜养殖	-5.07%	生猪四年一周期，鸡周期较短。
生物医药	原料药	-4.30%	原料药板块受到上游成本上涨，二季度利润端承压，部分企业发货受到疫情影响交付节奏。关注新一批集采政策带来的原料药制剂一体化的放量机会。
	化学制药	-4.35%	关注国内创新药出海进展，关注 2022 年 PD-1 等产品海外适应症获批情况，新冠口服药物的进展。
	医疗器械	-8.23%	“十四五”医疗装备产业规划发布，DRG/DIP 有望进一步促进国产采购。
	中药	-5.21%	中药板块本周多数下跌，康弘药业涨 5.31%。
	生物制品	-3.54%	生物制品多数下跌，智飞生物涨 2.55%，主要是前期下跌过多。
	医药流通	-4.76%	药房多数调整，一心堂跌幅最小。
	医疗服务	-6.16%	医疗服务板块 CXO 调整较多，医疗服务多数下跌。
	医疗美容	-8.7%	医疗美容板块跌幅较大，主要受查处渠道医美政策影响。

数据来源：wind，嘉合基金

(二) 科技板块

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
计算机	设备	-1.67%	本周信创相关设备板块走强，同时其他板块震荡，带动整体板块大幅强于行业。

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
	软件	-2.31%	本周信创板块继续走强，但其他子版块回调，整体板块弱于行业。
	云服务	-1.76%	本周自主可控板块继续走强，权重股拉升，整体板块强于行业。
	产业互联网	-4.29%	产业互联网板块本周权重股走弱，整体板块弱于行业。
传媒	媒体	-1.75%	本周出版反弹，元宇宙板块震荡，Pico 相关概念产业链走强，整体板块强于行业。
	广告营销	-3.87%	本周板块整体回调，元宇宙相关板块大幅回调，营销板块全面回调整体板块表现弱于行业。
	文化娱乐	-3.43%	本周所有子版块均回调，整体板块大幅弱于行业。
	互联网传媒	-1.84%	互联网板块本周权重股走弱，元宇宙板块走弱，但整体板块强于行业。
电子	半导体	-6.67%	半导体板块根据 WSTS 预测，考虑到当下部分电子机器生产有所放缓，但终端需求依然强劲。
	光学光电	-4.39%	AR/VR 技术所需要的 miniled, pancake, 手机技术中所需要的适应屏下摄像头的面板技术，都将依托于面板技术的进步。
	消费电子	-4.52%	AR/VR 趋势出现波折，meta 下调了 VR 设备的增长预期，由 40% 下调到 25%-35%。
通讯	电信运营	+2.41%	三家运营商合计 5G 用户规模突破 5 亿，整体 5G 渗透率已超 33%。
	通信设备制造	-3.73%	10 月 9 日上午，中美高层举行了视频通话，再次释放中美关系边际改善信号，通信板块长期受制于中美贸易摩擦，中美关系的边际改善将利好通信行业发展，另外随着下半年 5G 基站建设的推进，通信设备商有望率先受益。5G 招标结束，带动下半年国内电信侧业务景气度改善，板块关注度有所提升；整体电信设备市场在 2021 年上半年同比增长 10%。华为和诺基亚在 2020 年至 2021 年上半年期间失去了部分市场份额，而思科、爱立信、三星和中兴通讯则实现了市场份额小幅上升。截至 2021 年 8 月，我国累计建成 5G 基站 103.7 万个，2021 年上半年国内运营商使用资本开支金额占全年计划资本开支金额的 37%，下半年迎来加速。近期光模块回调较多，下半年行业景气度依然维持高位，看好下半年板块表现。9 月 8 日，中国移动公布集采招标方案，本次招标或量价齐升。量方面，本次集采普通光缆预估规模为 1.432 亿芯公里，相比 2020 年提升 20%，比 2019 年提升 36%。根据中汽协数据和消息，今年 9 月份，汽车产销数据环比由负转正，同时汽车芯片供应紧张情况略有缓解，汽车电子将逐步复苏，通信领域布局智能网联汽车产业链的优质企业将持续受益。

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
	增值服务	-4.36%	估值调整。
	通讯工程服务	-2.32%	无重点标的公司。

数据来源：wind，嘉合基金

(三) 周期板块

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
银行	国有大型银行	+1.21%	稳增长的政策不断推出。
	全国性股份制银行	-1.05%	作为低估的顺周期板块，银行业景气度仍在回升。
	区域性银行	+0.60%	金融供给侧改革提出建立多层次、广覆盖、有差异的银行体系，提升中小银行的机构数量和业务比重。小微企业的长远稳健发展是中国经济高质量发展的重要条件之一，而区域性银行是金融服务小微企业的主力军。区域性银行的关键是“个性化、差异化”，一方面区域经营环境差异明显，另一方面公司治理与业务模式差别较大。
非银行金融	证券	-0.40%	围绕融资端、投资端和中介端，创新类政策或改革举措仍有望出台。
	保险	-1.83%	负债端当前仍然低迷。当前销售低迷原因在于：旧产品退市消耗客户、居民消费能力受疫情影响、主动（转型清虚）和被动（监管趋严及主动脱落）因素导致队伍人力持续下降。
	多元金融	-1.05%	风险释放节奏有所放缓。
房地产	房地产开发和运营	-2.44%	随着整体流动性收紧和货币供应量的下降，成交及投资端都面临增速下行压力。从 20 年下半年开始的三道红线、贷款集中度管理，到 21 年上半年的两集中出让土地、多渠道资金管控，供给侧改革持续深化。
	房地产服务	+2.66%	增量开发向存量运营切换。物管公司疫情之下依然实现规模多元拓展。
基础化工	其他化学制品 II	-1.49%	本周整体表现弱于大盘，细分版块中，涂料油墨颜料板块领跌，周跌幅达-5.87%，锂电化学品板块表现相对较好。
	化学原料	+0.92%	本周整体表现优于大盘，细分板块表现不一，纯碱板块周跌幅-0.67%，主受地产需求端的影响。
	化学纤维	-0.30%	本周整体表现优于大盘，细分板块中涨跌不一，无机盐板块领涨，周跌幅达+2.54%，氨纶板块持续回调，周跌幅达-4.12%。受到下游需求不足的影响，化纤板块整体承压。
	农用化工	-1.45%	本周整体表现弱于大盘，各板块涨跌不一，磷肥及磷化工领涨，周涨幅+2.52%，钾肥板块领跌，周跌幅-5.28%。

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
	塑料及制品	-0.29%	本周整体表现优于大盘，板块内涨跌不一，改性材料板块相对跌幅较小，周涨幅-0.39%，塑料制品同质化较大。
	橡胶及制品	-2.13%	本周整体表现弱于大盘，板块内涨跌不一，其中轮胎板块继续领跌，后续关注橡胶、炭黑等原材料价格和海运费的边际变化。
石油石化	石油开采II	+4.78%	本周整体表现优于大盘。本周国际油价收跌-6.36%，跌幅较大，板块核心关注油价表现，持续关注后续库存及产量变化。
	石油化工	+0.50%	本周整体表现优于大盘，整体受到下游需求的影响，石化产品价格价差处于历史均值以下。
	油服工程	+2.48%	本周整体表现优于大盘，该板块内无重点标的，核心关注点是上游的资本开支情况。
有色金属	稀有金属	+2.36%	产能扩张、产品结构等多重因素。
	贵金属	+1.27%	二季度金价在通胀与利率拉锯下仍将呈高波动。
	工业金属	-0.06%	当前影响基本金属行情因素主要有两项，一是俄乌冲突推升美元且扰动海外供给，二是国内稳增长政策及内需成色。考虑到，商品和权益市场已给予俄铝冲突一定预期，且对俄制裁或使得其供给由欧美转移至亚洲区域，缓解对全球供给造成的冲击。

数据来源：wind，嘉合基金

(四) 大制造板块

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
机械	专用机械	-0.50%	1、新能源汽车方面，扩产节奏持续加快。国内来看，二季度产能扩张明显提速。海外需求释放节奏加快，LG 电池 IPO、欧美新势力、“整车+电池”新模式兴起。产能缺口推动设备需求的加速上升。 2、光伏方面，受益于去年下半年光伏电池片高景气度的扩产，公司乃至整个设备行业的新签订单实现大幅度增长，预计行业内公司半年报均有不错的表现。展望下半年，一方面硅料价格的高点已现，市场对接下来需求端改善的预期在逐步增强，这对于中游产业来说是锦上添花。另一方面，无论是 TOPcon 还是 HJT 异质结技术，效率提升是大趋势，将进一步加快低效产能的淘汰，继而推动新产能的扩张。
	通用设备	-1.53%	1、工业企业利润增速是通用设备行业的先导指标。上半年工业企业利润数据持续向上，将提升将增强资本开支意愿和能力。 2、从通用设备行业结构看，后疫情时代，国产品牌进口

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
			替代趋势加快，通过下游高景气度行业，实现产品的快速释放。
	工程机械	-3.98%	1、利空因素有望在三季度释放。短期一个季度来看，需求受去年二季度高基数影响，销量增速下滑。供给端受原材料上涨影响，半年报承压。市场预期普遍偏悲观，大家更关注短期行业的销量数据。 2、三季度销量增速回升有望迎来反弹行情。社融增速回归 2019 年水平，专项债释放节奏加快，行业销量数据有望企稳回升。
	仪器仪表	-2.01%	1、短期来看，检测市场近期无明显催化剂。 2、中长期来看，检测市场维持平稳增长。
	航空装备	-0.80%	大额订单合同和激励约束定价机制下，主机主动进行供应链管理，未来盈利水平有望提升。
国防军工	军工电子	-2.31%	1) 渗透率提升：国防信息化建设是衡量国家综合战力水平的重要指标，十四五是我国国防信息化建设的关键时期，武器装备的信息化渗透率提升将带动军工电子元器件的需求。2) 附加值提升：新一代武器装备信息化水平提升，单位附加值更高，新一代武器装备放量将带动上游军工电子元器件的需求增长。3) 国产替代：国际贸易环境背景下及国内政策的推动下，核心电子产业的自主可控和国产替代进程将进一步加速。
	电气设备	-0.23%	双碳战略下，国网继续推动特高压建设；制造业进一步扩张进一步加大对工控设备需求；
电力设备与新能源	新能源动力系统	+1.99%	受新能源车放量提振，锂电中游盈利能力超预期，正极、负极、隔膜、电解液等环节持续放量；动力电池排产盈利能力超预期；行业具有高景气度；隔膜产业格局明晰，扩产计划确定性大，是优质赛道；
	物流	-2.89%	高端物流需求高增长仍会持续，快递服务化趋势越发明显。
交通运输	航空机场	-0.08%	国内需求快速恢复，基本实现正常化；随着免疫屏障的逐渐建立，国际航线需求逐步恢复。
	航运港口	+3.26%	需求旺盛，受疫情影响供给有限，航运市场集中度进一步提升。
	公路铁路	-1.39%	业绩确定性高，稳健性较强。
电力及公用事业	发电及电网	-0.59%	国内经济持续修复，用电需求旺盛。
	环保及公用事业	+0.06%	随着双碳目标的逐步推进，纯电环卫装备需求预期有进一步提升，渗透率逐步提升。

一级行业	二级子行业	周涨跌幅	核心逻辑
轻工制造	造纸	-4.22%	主要原因为国家双控政策催化。预计双控将持续到年末，但限产力度暂时未知。从需求侧来看，今年以来下游需求一直较弱，因此造纸企业涨价函发出频率较低幅度较小。
	家居	-6.44%	板块内公司中报披露，业绩均符合市场预期，增速维持高位。
	文娱轻工	-1.94%	半年报超预期。板块近期关注度较低。
汽车	商用车	-2.20%	下半年经济增长动力减弱，基建、物流需求受制。
	汽车零部件	-1.26%	8月乘用车批发承压，欧美地区销量有压力，对零部件整体排产造成影响。
	乘用车	-0.32%	2021年汽车进入了近10年以来的0库存状态，芯片持续短缺导致了需求被延迟。马来西亚疫情带来的芯片短缺影响已基本消除。原材料上涨幅度看，2021Q2是最明显一个季度，2021Q3上涨幅度相对有限，而且终端渠道上看2021Q3提价幅度显著好于2021Q2。通过多种方式协调排产，限电限产对汽车影响有限。自主品牌国内市场市占率已从2020年38%提升至48.1%（2021年9月最新）。
	摩托车及其他	-4.36%	无重点标的。
	汽车销售及服务	-1.17%	无重点标的。

数据来源：wind，嘉合基金

二、行业重大事件及数据汇总

（一）周期板块

1、事件：1-8月商品房累计销售面积87890万平方米，同比下降23.0%，跌幅较1-7月收窄0.1pct，当月销售面积9712万平方米，同比下降22.6%，跌幅较上月收窄6.3pct，环比回升4.9%。1-8月商品房累计销售金额85870亿元，同比下降27.9%，跌幅较上月收窄0.9pct，8月单月销售金额10107亿元，同比下降19.9%，跌幅收窄8.3pct，环比回升4.3%。

点评：今年以来地产复苏最大的制约核心因素在于经济、以及疫情的反复对于经济的影响，因此城市间的结构性分化会在今年演绎的非常明显。我们预计核心城市的放松力度有望加大，核心城市特别是核心区域有望受益于后续的政策宽松，在

核心城市布局占比高的房企和去年以来在核心城市保持拓展节奏、持续补货的房企有望在后续实现更优的销售增速，而布局下沉的房企则由于销售复苏慢、现金流恶化速度快叠加而较难有起色。因此我们建议重点关注信用情况更为良好，资金链更为安全，货值更为充裕的国企央企以及优质的混合所有制企业。

2、事件：8月磷酸二铵出口52万吨，环比增加53%，出口均价940美元/吨，环比略降；磷酸一铵出口16万吨，环比持平，出口均价978美元/吨，环比略涨。钾肥进口77万吨，环比增加13%，进口均价605美元/吨。

点评：1) 国内市场：一铵下游复合肥华北发运进入旺季，价格出现反弹；二铵处于秋季备肥阶段，行业仍处于去库周期，交投向好。

2) 国际市场：东南亚需求大部分由摩洛哥、沙特承接。澳洲采购季来临，北美秋季采购开始，带动北美磷肥价格出现反弹。

3) 原材料：合成氨及硫磺价格触底上行，对磷肥价格形成支撑。

三、主要卖方观点

(一) 大消费板块

1、国泰君安证券农林牧渔

母猪价格：当前50kg母猪价格跟5月初是一样的，而肥猪已经扭亏为暴利，这种局面在历史上没有出现过。补栏数据：各口径的数据都显示，补栏并没有随着猪价的表现而加速，反而出现了环比放缓。当前母猪补栏不积极养殖户认为高价会刺激大规模母猪补栏利空明年、产能今年根本没有去够。近期生猪出栏体重数据均持续上升，此外调研显示近期二育的热情也较为高涨，主要因为养殖户对年内确定性高。未来预计猪价超预期的基调仍将持续。板块业绩或将成为A股当中的绝对亮点，龙头公司有机会挑战单季百亿利润。

(二) 科技板块

1、国盛计算机

关注机器人。

机器人是超越版的智能手机，仅有硬件无法应用，需要配合软件算法形成综合协同，唯有人形机器人才有生态可能。硬件是机器人的躯体，软件是机器人的灵魂，软硬综合、灵肉结合，才能形成完整可用的智能机器人。对标苹果IOS生态可发现，统一硬件+开放算法框架有望塑造出异彩纷呈的强大生态。IOS最初相对封闭，第三方应用程序功能开发受限，2008年3月开放生态后appstore上应用数量爆发式增长，截止2022年3月苹果appstore上上架的app数量已接近480万。我们认为，机器人作为超越版智能手机，具备和智能手机发展类似的特征，因此具备硬件能力、软件基础以及开放框架的机器人厂商有望复刻智能手机时代的发展，随着渲染、开发语言、开发工具、应用经验日益丰富，开发者越来越多，应用不断迭代升级，创造出异彩纷呈的强大生态。而非人形机器人硬件形态单一、功能受限，无法承载多种场景应用，因而无法吸引大量开发者，也无法形成生态。因此，唯有人形机器人相当于超越版的智能手机。

机器人智能感知认知技术：机器人的“眼睛”。计算机视觉是一个从视觉传感器获取图像并利用计算机进行处理、检测、识别、理解和推理的技术，是智能机器人感知和认知世界的最主要途径。由于机器人的运动性，相比于其他领域的计算机视觉技术，机器人面向的是一个动态环境，因此视觉技术面临更多的挑战。需要的技术包括：

1) 通用目标检测算法：通过计算机视觉检测物体场景、人体、人体关键点、行为识别、目标跟踪、动/静态手势等。

2) 人脸检测相关技术：对人脸进行识别检测，包括人脸检测/识别、人脸口罩状态识别、人脸属性识别等。

3) 除此之外，还需要图像增强、视觉特征检测算法等其他计算机视觉底层算法。

机器人运动控制技术：机器人的“四肢”。运动控制系统是伺服系统、减速器、控制器等硬件与运动控制算法的集成，作为智能机器人核心技术之一，决定了机器人的行动、执行能力。运动控制系统系统包括硬件、算法两个层面：

1) 硬件层面，拆解传统机器人产业链，核心零部件包括伺服系统、减速器、控制器等，减速器/伺服系统/控制器/本体制造分别占工业机器人成本的35%/25%/10%/15%，其中核心零部件成本合计约70%。

2) 算法层面，运动控制算法是智能机器人实现运动智能的核心基础，是目前大型仿人服务机器人领域的世界性难题。以优必选为例，公司已具备运控硬件多项自研技术储备，并且是国际上少数具备仿人机器人整机设计能力及仿人机器人运动控制算法开发能力的企业之一，其伺服控制器、伺服舵机及运动控制算法已在多款机器人上实现应用。

感控一体技术：机器人的手眼协调。

1) 手眼协调算法：是解决服务机器人操作能力的核心关键技术，是对视觉感知技术和运动控制技术的综合应用，包括视觉伺服算法（用于精准操作、准确抓取）、动态避障抓取算法等。

2) 自主导航定位算法：智能机器人的自主导航定位算法包含了建图、定位、导航和避障等核心技术，是机器人自主决策、规划和控制，从而将自身安全准确地引导至目的地的过程。从技术路线上来说，包括激光与视觉融合在建图和定位技术、全局与相对位姿信息融合的定位算法、以及动态场景下的智能导航避障算法等。

机器人算法生态：开源框架。目前最主流的 AI 框架 PYTORCH/TENSORFLOW 已经具有实现逻辑能力的可能，而机器人也可以拥有自己的操作系统应用框架，例如优必选的 ROSA。ROSA 采用模块化设计、层次性架构。主要面向两类人群：对于开发者，提供机器人本体上的 APISDK，便于操控机器人实现业务逻辑，同时开发和机器人联动的终端软件；对于硬件厂商，提供 RobotSPI，帮助快速驱动移植硬件，以及适配硬件的服务定制。以此为例展望 TeslaBot，我们预计特斯拉机器人会发展出类似 IOS 的自己的框架。以统一的硬件承载无限多元多场景的算法应用，开发者定义软件，而软件定义机器人并定义未来。目前，根据路透社报道，特斯拉招聘信息显示公司有望在工厂中部署上千人形机器人 Optimus，现在工业范围内应用，未来拓展到各个领域，在世界范围内的出货量有望达到百万级别。

投资建议：建议关注 1) 三花智控、绿的谐波、鸣志电器、双环传动；2) 江苏雷利、禾川科技；3) 中科三环、拓普集团、保隆科技、恒帅股份、旭升股份、银轮股份；4) 汉宇集团、中大立德、大族激光、国茂股份；5) 奥普光电、汉威科技；6) 软件相关：科大讯飞、拓尔思、海康威视、优必选、云从科技、奥普特、奥比中光、凌云光等具备机器人布局的 AI 龙头。

风险提示：特斯拉人形机器人延迟发布风险；假设和测算误差风险；销量不达预期、经济下行超预期风险。

2、国盛传媒

PICO4 新品海外发布，国内发布会将于 9 月 27 日开启。9 月 22 日，PICO 加入字节跳动后推出的首款产品 PICO4 正式发布，起售价 429 欧元（约合人民币 2986 元）。新品内容生态主要围绕健身/游戏/视频/社交/社交互动布局，例如即将独家发售 JustDanceVR、通过 PicoAPP 打通苹果健康应用、加入《行尸走肉》和《浴血黑帮》两款重磅产品等。PICO 将于 9 月 27 日举办国内发布会，公布新品国内售价及开售渠道等信息，并面向国内推出全新 VR 生态内容。

8 月出海手游排行榜公布，《幻塔》位列海外收入增长榜榜首。SensorTower 数据显示，自 8 月 11 日在海外市场上线以来，《幻塔》8 月下载量达到 855 万次，位列国产出海手游下载榜第 4 名；海外收入达 4400 万美元（人民币约 3.08 亿元），成为 8 月全球收入增长最快的手游并跻身国产出海手游收入榜第 5 名，其中日本市场贡献了约 42% 的海外收入。在《幻塔》的带动下，8 月完美世界移动端收入环比增长 34%。

8 月国内游戏收入超 200 亿元，降幅环比收窄。伽马数据发布的《2022 年 8 月游戏产业报告》中数据显示：8 月中国游戏市场实际销售收入 200.07 亿元，同比下降 21.91%；环比下降 3.85%，环比降幅较 7 月的 7.14% 的有所减少。其中，中国移动游戏市场实际销售收入 139.57 亿元，环比下降 4.63%，同比下降 27.45%；中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 14.25 亿美元，环比增长 1.76%，主要由《原神》《和平精英》等头部产品流水带动。8 月流水测算榜 TOP10 中前五排名不变，最高排名变化上升 7 名。

(三) 周期板块

1、广发地产

销售金额方面，根据克而瑞数据，22年8月百强房企实现销售金额6047亿元，同比21年下降32.7%，降幅较7月收窄6.9pct，市场销售在5月触底后，已连续三个月持续小幅回升，景气度逐渐恢复。近期多部委释放积极信号，各级各地政府多措并举推动市场持续弱复苏，随着各地政策箱进一步打开，预计市场将进一步企稳回升，此前抓住窗口期提升城市能级及投资力度的强信用房企将在未来四个月的推货能力上与其他房企拉开差距，表现出更强的基本面及估值弹性，推荐短期销售好、投资意愿强的龙头。

2、申万化工

【核心逻辑】上游油气板块推荐点评：国际油价止跌企稳，看好油气板块景气复苏。

经历短期回调后，下半年国际油价有望维持90-120美金/桶波动，看好上游油气板块的景气复苏，持续推荐中国海油、中海油服、中曼石油、海油工程、新潮能源等上游标的。

1) 中国海油：公司是专注油气板块的纯正标的，同时成本优势笑傲群雄。相比一体化的石油公司，油价企稳反弹后公司业绩弹性更大，同时具备低估值高股息率特征

2) 中海油服：高油价对油服的滞后效应开始显现，作为海洋油服龙头，平台日费率和使用率在下半年改善预期较强，而其技术板块在业内一枝独秀，斩获多个海外一体化项目，推动公司业绩迎来爆发

3) 中曼石油：公司是民营企业中少数同时具备油气资源和油服业务的公司，钻井板块受益于行业的景气反转，同时，油气开发板块量价齐升，2022H1温宿区块原油产量同比增长294%，并通过参股中亚等海外项目加速成长

4) 海油工程：公司LNG模块业务持续受益于全球LNG需求提升，同时传统领域持续复苏，2022H1国内外新签订合同额同比增长118%，公司加快清洁能源布局，其

中海上风电业务取得突破，LNG 领域承揽了北美壳牌等 LNG 模块化建造项目，有望形成双轮驱动

5) 新潮能源：公司坐拥美国页岩油气核心资产，通过三次并购实现了产量和储量双增长，2022H1 油气产量同比增幅近 20%，推动归母净利润同比增加约 433%，未来随着天然气价格上涨以及油价反弹，公司业绩释放空间较大

6) 投资分析意见：建议把握上游油气板块的景气反转机会，重点关注中国海油、中海油服、中曼石油、海油工程、新潮能源等上游标的。

3、国盛化工

【核心逻辑】花园生物：25 羟基 VD3 正式投产，业绩估值双击可期，继续重点推荐。

1) 9 月 21 日，公司 1100 吨 25 羟基 VD3 生产线在金西科技园正式投产，投产后总产能达到 1200 吨，产能规模跃居全球首位。

2) 25 羟基 VD3 是供给创造需求的行业，在传统的饲料添加剂领域，25 羟基 VD3 较普通 VD3 具备更高的生物活性和吸收利用度，畜禽养殖中，在增强骨密度、改善肉质、提高个体免疫力等诸多方面具备显著优势，且在饲料成本中占比极低，下游中大型养殖场认可度高，需求增长迅速，受制于供给因素，目前 25 羟基 VD3 饲料市占率仍较低。此外在保健品领域 25 羟基 VD3 由于其特殊的提高免疫作用，帝斯曼等跨国企业正在全球范围内大力推广其保健产品，未来也具备较大的市场潜力。

3) 25 羟基生产壁垒高，供应格局好，花园生物具备先发优势。25 羟基 VD3 技术难度高，目前生产厂家主要集中帝斯曼、花园生物、山东海能等少数几家企业，花园生物金西科技园生产线投产后，产能跃居全球首位，全球产能占比在 60% 以上，在下游渗透率快速提升下，公司将充分受益于行业增长。公司 25 羟基 VD3 采用化学合成工艺，在全产业链和规模效应之下，其生产成本较行业其他工艺具备较大优势，我们预计在未来相当一段时间内仍将是主流工艺。

4) 盈利预测与投资建议：随着公司 25 羟基 VD3 等重磅产品投产，公司有望迎来业绩估值双击，我们预计公司 2022~2024 年归母净利润为 5.83/7.57/10.08 亿元，目前股价对应 PE 估值分别为 17.6 /13.6/10.2 倍，继续重点推荐。

5) 风险提示：新项目产能释放进度不及预期、下游需求增速大幅放缓、环保及安全生产风险。

（四）大制造板块

1、长江机械

本周重点推荐锂电设备、光伏设备、风电设备、培育钻石行业、制造业设备投资相关（及出口链）、半导体设备等，关注基建地产产业链变化。

1) 光伏设备

电池盈利上行驱动扩产旺盛，PERC 扩产有望接近 100GW；且新技术电池下半年进入招标扩产密集期，TOPCon 近期天合、通威等开启招标，全年扩产大概率超预期，XBC 龙头厂商也在积极推进，22 年电池扩产大年无疑，明后年扩产量提升乐观。同时，盈利变化下 TOPCon SE 掺杂、激光转印、电镀等新技术、新工艺应用进程加快。电池环节重点推荐帝尔激光、捷佳伟创，电镀新工艺的东威科技，以及金辰股份、迈为股份等；组件核心设备串焊机受益扩产及技术迭代频率加快也有望快速增长，重点推荐奥特维；硅片价格处于高位，盈利较好，扩产依旧旺盛，耗材类（金刚线）受益装机规模持续提升，重点推荐中钨高新、高测股份、晶盛机电、美畅股份、连城数控等。

2) 通用设备

1-8 月企业中长期贷款累计新增 73012 亿元，同比-4.4%，降幅收窄。制造业资本开支周期自 2021 年下半年以来增速减缓。21Q2 开始，PMI 出现放缓趋势；今年 3 月以来，PMI 持续位于荣枯线之下，6 月 PMI 为 50.2%，重回临界点以上；7 月 PMI 为 49.0%，8 月 PMI 为 49.4%，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落。信贷是制造业资本开支的领先指标，日本机床对华销售订单是制造业资本开支的同步指标。8 月新增企业中长期贷款 7353 亿元，同比+41.0%；从移动 12 月平均来看，新增企业中长期贷款增速延续 6 月降幅收窄趋势，后续有望开启上升通道。从日本对华机床出口订单的情况也可以看到，7 月订单增速同比-7.7%，降幅收窄，下行周期已过半，同样反映制造业资本开支周期有望在年内出现上行拐点。

3) 锂电设备

1) 欣旺达公告义乌 50GWh 项目；国轩公布已规划到 2025 年形成 300GWh 产能规模；中创新航开启招股，融资后将加快产能建设；亿纬锂能曲靖 10GWh 项目开工仪式；电池厂的扩产持续进行。2) 奇瑞汽车旗下得壹能源开启前期招标，标志着奇瑞正式加入造电芯；创明新能源项目签约，总投资 120 亿元；航天锂电 50GWh 锂电池及材料一体化产业基地项目在淮南签约，总投资 260 亿元人民币以上。锂电池行业新玩家持续进入。3) 亿纬锂能公告大运汽车将装配 46 系列大圆柱电池，4680 产业化继续推进。继续推荐先导智能、利元亨、东威科技、联赢激光、斯莱克，关注杭可科技、海目星、德新交运、先惠技术。

4) 风电零部件

近期大宗商品价格继续下跌，有利于风电零部件成本改善。三季度以来随着大宗商品价格下跌，及二季度受疫情影响未交付的产品集中开工和交付，风电零部件企业报表有望向好。下半年将进入风电交付吊装进入高峰，8 月中下旬以来风电交付吊装数据向好，且高峰期有望持续至年底，下半年国内风电装机规模有望达 45GW，同比增长 20% 以上。招标来看，截至 8 月底，2022 年国内风电招标规模达 70 GW 以上（含框架竞配），全年有望达到 90 GW。建议重点关注原材料成本下降盈利有望修复及低估值的风电零部件配套企业。继续推荐新强联、五洲新春、恒润股份，关注中际联合。

5) 工程机械

根据 CME 预计，9 月挖机销量 18,250 台，环比 8 月基本持平，同比下降约 9.1%。其中，国内预估销量 9250 台，同比下降约 33%；出口预估销量 9000 台，同比增长 46% 左右。受制于高温以及基建、地产投资短期乏力，8 月份下游开工需求仍相对低迷，设备开机利用率环比改善有限。4 季度行业进入下半年施工旺季，叠加政策端加码预期，开工需求有望逐步改善。目前股价低位上，龙头具备超跌修复机会，重点关注三一、建机、恒立、中联。

6) 激光设备

6 月后通用制造业微观反馈订单需求有所改善，但整体强度仍旧偏弱，部分领域订单周期有所缩短。2 季度大概率为通用制造业全年需求和盈利底，目前行业已处于下行周期后半阶段底部，后续待确定行业明确拐点。激光行业成长性较好，后续随

通用制造业需求改善弹性较好,当前位置为较好左侧布局时点。优选竞争格局优异、成长性较好细分方向,重点推荐柏楚电子、锐科激光,关注杰普特、英诺激光等。

7) 半导体设备

苏州晶方科技半导体科创产业园开工,赛微电子CIDM特色工艺制造项目签约苏州高新区,半导体行业需求逐步进入了向下拐点,但半导体设备环节由于晶圆厂资本开支的刚性,以及国产设备有很大的国产替代空间,仍将继续保持增长,上半年国内半导体设备公司订单均超预期;Chiplet有望带来测试机需求的提升。半导体设备公司今年以来大部分业绩超预期,规模化效应逐步显现,盈利能力得到较大提升。推荐晶圆制造环节的北方华创、中微公司、芯源微、拓荆科技、华海清科、盛美上海,测试设备环节的华峰测控、长川科技。

8) 培育钻石

根据GJEPC,8月印度培育钻石毛坯进口额1.13亿美元,同比+53.57%,钻石毛坯进口总额13.62亿美元,同比+12.49%;进口端渗透率为7.7%,同比提升1.93pct。8月培育钻石裸钻出口额1.43亿美元,同比+14.23%,钻石出口总额18.80亿美元,同比-7.48%;出口端渗透率为7.1%,同比提升1.27pct。当前市场对于消费类培育钻石的克拉数、净度要求有所提升,相应的生产工艺know-how需长期积累;此外,六面顶压机或CVD设备单台价格较高;因此,具备资金和技术优势的企业更容易受益。标的重点推荐中兵红箭、四方达、国机精工、力量钻石、沃尔德等。

2、中航证券军工

民机产业启动放量,带来发展新动能。我国民机的产业发展经历了漫长曲折的过程,从1970年至今,我国大飞机产业的发展经历了漫长曲折的过程:从仿制安-24B的运7,到自行研制运10的下马,到和麦道、波音合作市场并未换来技术,到支线飞机ARJ21的突破,再到首架C919客机于2017年5月首飞。由中国商飞牵头我国大型客机的制造,推动全球民机市场格局由“AB”向“ABC”发展。目前,中国民机已取得一系列可喜的进步。ARJ21累计交付突破100架,航线飞行时间累积超过10万小时。C919预计2022年完成首架交付、2023年实现批量交付、2025年具备年

产 50 架的能力。经过多年的发展和蓄力，民用航空从产品研制到批量交付，正式进入发展提速关键期。

中国商飞的供应链布局，主要呈现出如下特点：

① 金属结构件航空工业集团配套成熟，与军机产业链共通，基本自主化生产。在机体结构设计、制造方面，经过多年的转包生产，国内航空工业各大机体供应商在金属结构制造和装配上，与国际先进水平相当，并由国内企业承担了 ARJ21 项目和 C919 项目绝大部分机体结构工作包。因此，金属结构件供应链紧紧依托国内企业进行构建。

② 复材产品，培育本土供应商同时不放弃国外货源，保证供应链安全

国内航空企业的复合材料制造技术与国际先进水平差距较大，主要体现在工艺稳定性、质量控制、过程控制等方面，一些高技术产品，如机头风挡透明件、结构防火密封件、定制轴承和复杂拉杆等依旧依靠国外供应商提供。因此复合材料产品，紧盯国际标准，由国内供应商进行持续攻关，尽早实现本土化，同时，不放弃国外货源，确保项目研制的顺利推进。

③ 打造国际化的机载系统供应链

机载系统的研制，由于系统集成度高、技术复杂性大、资本投入大，因此，全球航空制造企业，均共享一个供应商群体，ARJ21 和 C919 的发动机、航电、飞控等主要机载系统也都是选择通用电气、霍尼韦尔等国外供应商。这些国外供应商也是波音、空客、庞巴迪、安博威的供应商。因此，中国商飞公司同样是按照国际惯例、国际标准打造全球化的机载系统供应链。同时，在此基础上，不断进行本土化，从空间上缩短供应链距离，降低供应链管理难度。

④ 维系稳定的材料和标准件供应链

C919 项目和 ARJ21 项目的复合材料、铝材、油漆、密封剂、紧固件等关键材料、标准件的供应商以国外为主，仅部分材料与标准件实现了本土化。这些供应商不仅仅是波音、空客、庞巴迪、安博威的供应商，甚至也是航天、汽车、船舶、火车等行业的供应商。对于这些产品，由于类型多、型号多、采购量小，价值低，当前通过精耕细作的形式，维系着较为稳定的产品供应商，并且不断深化与这些企业的合作，寻求建立更为紧密的伙伴关系，改变当前简单的采买关系。

从产业链角度来看，大型客机的产业链长度长、复杂度高，将制造环节进行价值拆分之后可以发现，机体制造、发动机、机载设备分别占比 30%-35%、20%-25%、25%-30%，其余系统如内饰等占比 10%-15%。其中航空工业集团主要参与机械制造环节，如 C919 的雷达罩、机头、机身、机翼、垂尾等机体结构件的研制工作，占大型客机机体 90%以上。不过，机电、航电等机载系统当前参与程度有限。

民机领域未来长期的投资机会在于国产化提升空间较大的领域，如高端加工、动力系统、机载系统等，通过吸收转化国内外先进技术及自主研发，伴随着国产大飞机产业的成长和壮大，在这些领域国内会诞生一批具有国际先进水平的优秀公司，形成我国自己的民机产业链，带动我国高端制造业整体发展。

免责声明

本报告所引用的观点、分析及预测仅为研究人员个人观点，是其在目前特定市场情况下并基于一定的假设条件下的分析和判断，并不意味着适合未来所有的市场状况，不构成对读者的投资建议。基金过往业绩不代表未来表现，基金管理人管理的其他基金的过往投资业绩不预示本基金的未来表现。

市场有风险，投资需谨慎。本资料不构成本公司任何业务的宣传推介材料、投资建议或保证，不作为任何法律文件。本公司或本公司相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。