

核心结论

AI行情若松动意味着对应时间区间能获得绝对收益的其他行业数量占比或有提升，因此短期层面可做适当高低切换，但另一方面对比10年、13年科技节奏，本轮AI+行情持续性和高度并不逊于前几轮科技牛市，因此更值得去关注的是寻找AI+中的其他优势方向。

1 四月重点推荐行业——“捡漏”年度主线中的遗珠

1.1行业配置思考-四月的两种选择

AI行情冲高后的“术”与“道”。

在经历了3月下旬的一波明显加速后，AI+行情领衔的TMT行业似乎有调整整固的需求，对于四月行情而言，假设此种情况出现，如何应对成为投资者关注的焦点。

“术：一鲸落，万物生”。

市场对于AI行情的担忧仍然聚焦于两点，一是短期涨速过快，高成交额占比不可持续；二是认为AI行情仍未脱离主题投资的范畴，因此在浮盈充分的情况下有需求选择短期先做高低切换，在AI行情出现松动的背景下，其他前期承压行业一旦有微小驱动，上行阻力反而更小，如四月上旬的医药，地产等。后续展望来看，随着五一假期出行预热或受益的消费出行链、能繁去化加速的生猪养殖链以及受益于一二手房销售边际改善的核心区域地产公司都具有短期阶段性轮动胜出的潜力。

“道：继续战略性提升科技行业配置比例”。

一方面，1、十年中周期视角下的科技整体配置权重提升需求。2、科技在A股市场内市值权重扩张趋势引发资金配置主动、被动跟随。3、科技板块内部仓位配置偏斜有均值回归需求，上述三点都明确了长期看多科技的逻辑。

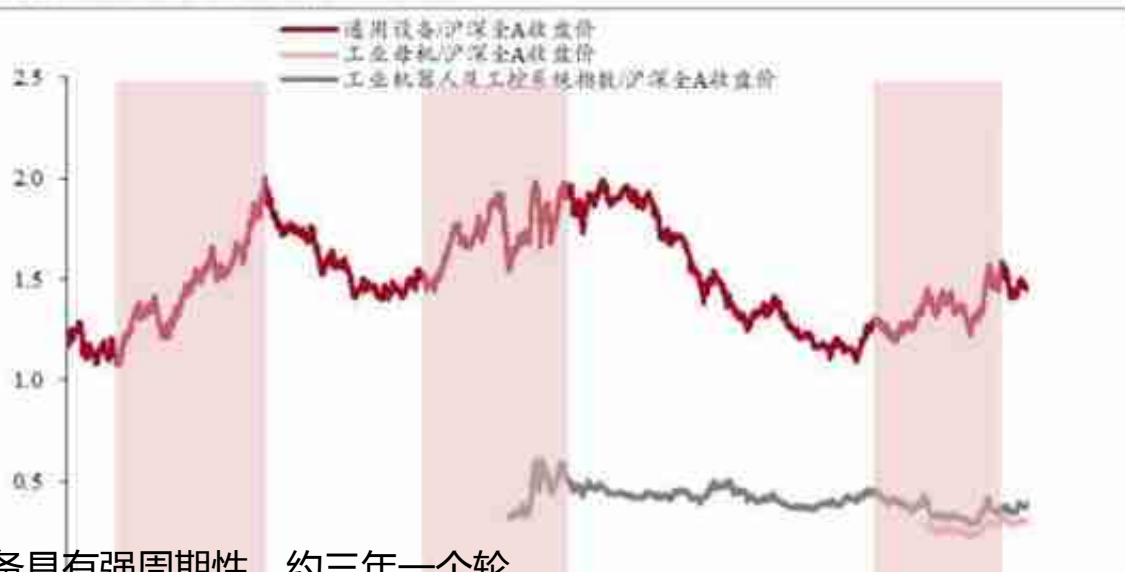
另一方面，对科技行业保持足够耐心也是战略性增配的要害之一，参考2010年Iphone4发布后的消费电子行情演绎节奏来看，10年下半年耗时约半年的“奇点”驱动完成后，消费电子牛市并不会在短期内即全部演绎完成，整体消费电子牛市跨度约10年，产业链龙头公司并不一定在第一波行情阶段即已完成上市或被挖掘，第一波行情中的强势公司后续也可能被淘汰（参考13-15年领涨公司），对于产业链的持续关注、深入研究及耐心是完整把握新科技红利的必要条件。

本轮AI+行情软科技出现牛股的概率更高，但选股难度更大。当前市场仍然按图索骥，沿用过去的消费端方向运行，但我们要思考新的方向，并且加入中美科技竞争大背景这一约束条件，比如消费互联网中的AI+元宇宙，更重要的AI在产业数字化

的趋势，产业互联网中“工业智能化，AI+制造”有望成为投资洼地和新的轮动方向。

我们认为，AI行情若松动意味着对应时间区间能获得绝对收益的其他行业数量占比或有提升，因此短期层面可做适当高低切换，但另一方面对比10年、13年科技行情的演绎节奏，本轮AI+行情持续性和高度并不逊于前几轮科技牛市，因此更值得去关注的是寻找AI+中的其他优势方向。

图表 2: 高端通用机械在扩张前期往往表现占优

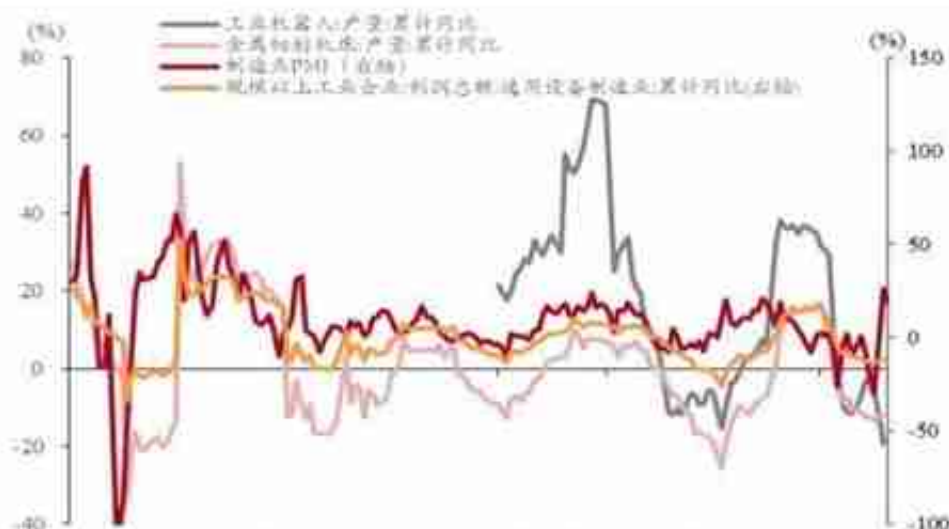


通用设备具有强周期性，约三年一个轮回。

历史上通用设备的几轮周期分别是2009年至2013年，2013年至2016年、2016年至2019年和2020年至2022年，几轮周期之中，除了2016年供给侧改革大潮下，上游成本高企，钢材价格持续攀升，钢材综合价格指数由年初的57左右升至年末的超过100，导致行业ROE处于历史历轮周期低位之外，其余区间伴随周期上行，股票市场行情均有所表现。

周期规律来看，目前或已经再次处于通用行业上行周期的起始阶段，其估值有望再度迎来扩张。

图表 5. 通用设备产业周期与经济周期高度相关



高端机械

近年来成长属性愈

加凸显，“AI+制造”可能尚未被充分定价。

ChatGPT引领AI商业化热潮，“AI+传媒”、“AI+电商”、“AI+金融”等各个应用领域均普遍受到市场关注。AI一直是重要的生产力提升工具，chatGPT等语言大模型的出现有望对制造业业态带来巨大改变。AI语言大模型的重大优势在于其天然具备将自然语言转化为编程语言的能力，同时AI在数字化参数设定与生产流程优化设计方面较人工均有更高的效率，对于制造业场景，语言大模型的应用有望提升人与设备、设备与设备沟通的效率，同时有望降低生产制造流程中设备设计、使用、优化的编程门槛，对于诸多工业垂直领域均有潜在的价值量提升动力，高端通用设备即是其中的代表，而当前来看，“AI+制造”可能尚未被充分定价。

军工受益于“中特估”主线，但前期行情尚未有所反应，“十四五”中期调整后订单新周期来临，行业具备上行催化动力，当前军工估值已处历史底部，业绩增速、军费开支等不确定性纷纷落地之下，Q2军工有望迎来触底反弹行情。

军

工已

逼近历史

估值底部，年报、

一季报披露落地后，行业压制因素有望缓解。

2022年Q4以来，军工行业持续回调，截止4月7日已逼近历史估值底部，2015年以来市盈率分位数仅为7.8%。由于疫情因素、订单周期等，前期市场对年报、一季报业绩验证有所担忧，对军费增速预期也存在分歧。但“两会”后，军费维持7.2%的较高增速，而从年报业绩来看，军工年报归母净利润增速（已披露可比样本下）约

为10.2%，尽管在所有行业中仅排名13，但高于全部A股的6.6%，且排名居前的高业绩行业也多集中在2023年景气周期预计下行的周期资源品行业。4月随着年报、一季报披露落地，前期压制行业的利空因素有望逐步出尽，行业有望迎来触底反弹机会。

图表 8. 近几年航空产业链、军工电子进入高速扩产期

| 企业 | 项目 | 首次集资/开工时间 | 预计投产/达产时间 | 项目 |
|------|---------------------------|-----------|-----------|-------------------------|
| 中航重机 | 西安新区先进制造产业基地建设项目 | 2018年 | 2023年 | 特种材料高温锻造生产线建设项目 |
| | 沈阳航空发动机附件生产线建设项目 | 2018年 | 2022年 | 航空精密锻件产业转型升级项目 |
| | 国家空天装备关键锻压装备附件配套生产能力建设项目 | 2018年 | 2022年 | 军民用航空高功率热交换器及集成生产能力建设项目 |
| 三角防务 | 先进航空零部件智能制造制造基地 | 2021年 | 2023年 | 民用航空零部件先进制造生产线建设项目 |
| | 400MM程控锻造机生产线技改及深加工建设项目 | 2019年 | 2021年 | 军民融合理化检测中心公共装备平台项目 |
| | 航空零部件特种工艺能力建设 | 2022年 | 2024年 | 航空发动机叶片打磨项目 |
| 派克新材 | 航空精密锻件产业基地项目 | 2022年 | 2025年 | 航空数字化集成中心项目 |
| | 航空发动机及燃气轮机用热压特种合金材料附件建设项目 | 2020年 | 2022年 | 航空航发用特种合金结构件智能制造生产线建设项目 |
| 中航光电 | 中航光电(广东)产业基地项目 | 2021年 | 2024年 | 中航光电基础器件产业园项目(一期) |
| 宏达电子 | 航空电子元件生产基地建设 | 2021年 | 2023年 | 研发中心建设 |
| 西部超导 | 民用航空高性能钛合金材料产业化项目 | 2019年 | 2023年 | |
| 新雷数 | 特种电源扩产项目 | 2022年 | 2024年 | 高可靠性 SIP 封装微功率产品产业化项目 |
| | 5G通信服务器电源扩产项目 | 2022年 | 2024年 | 研发中心建设项目 |
| | 航空热管理整机项目 | 2022年 | 2024年 | 智能光电传感器研发中试平台 |
| | 航空热管理附件项目 | 2022年 | 2024年 | |

“中特估”是年内重点投资主线，而军工作为受益行业之一当前行情并未充分体现。

军工是国家安全的基石，也是央企重点分布的领域之一，行业本身有望受益于“中国特色估值体系”的建设，而3月20日，国资委党委召开扩大会议也强调“以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大，指导中央企业立足自身所能积极支持国防军队建设，助力实现国家战略能力最大化。”新一轮国企改革的大潮之下，军工板块有望持续受到政策推动。

2 市场热点聚焦

2.1 基建景气度维持强韧性

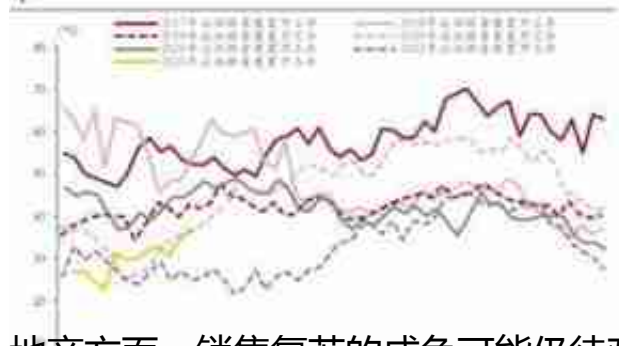
近期3月地产销售、建筑业PMI等数据表现亮眼，市场对于经济复苏强度市场交易主线的讨论有所增多，以高频数据进行交叉验证，我们认为基建展现出了较强的景气韧性，但地产复苏成色以及后续从销售向投资建设端传导的顺畅性仍待观察，地产与建筑业PMI数据的边际向好有助提升复苏动力，但近期地产整体依旧疲弱，实物消费、工业生产复苏不足，年度“弱复苏”路径的判断尚不足以动摇，而相比于“TMT”主线，基建地产链在周期规律、业绩弹性等方面均不占优，代替“TMT”成为主线的条件暂不具备，短期景气追逐、进行均衡持仓配置可能是更好的选择，

重点关注同时具备“中特估”或“一带一路”政策支持+基建强韧景气度催化的基建央企/国际工程。

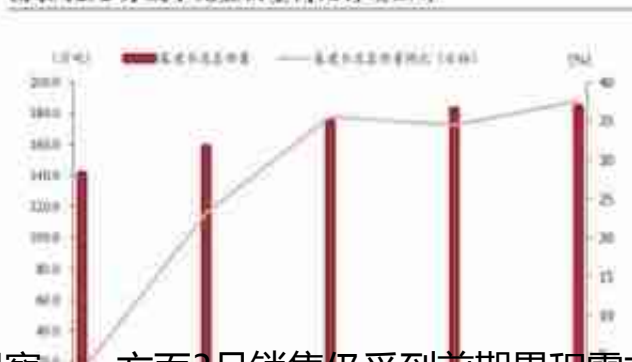
3月地产销售出现 明显回暖，建筑业PMI数据达近10 年来最高水平

。百强房企3月单月业绩同比增长29.2%，累计同比转正，达3.1%，3月建筑业PMI上涨至65.60，较二月大幅增长5.4%，达到近10年以来的最高水平，2月基建固定资产投资额累计同比增长也达12.18%，延续2022年以来的高增速。

图表 11. 3月中下旬以来石油沥青装置开工率维持较高水平



图表 12. 2月底水泥直供量同比持续上升



地产方面，销售复苏的成色可能仍待观察，一方面3月销售仍受到前期累积需求后置释放的影响，结构上也表现出二手房明显强于新房，现房明显强于期房的特征，2月25日至3月31日，北京、深圳、成都等八城商品房销售面积共计1204万平方米，同比增长约60%，而二手房2月25日至3月31日销售面积同比增长则高达120%。2023年2月，商品房现房销售额累计2410.88亿元，同比增长4.10%，逆转此前下跌趋势，而期房销售额13037.69亿元，同比下跌0.8%。另一方面，从销售向投资建设端的传导可能也存在一定问题，反映施工端的玻璃开工率、螺纹钢开工率均处于近年来的较低水平，截止3月31日，螺纹钢厂开工率达49.51%，截止4月7日，玻璃厂开工率为78.85%。相较2月，水泥磨机运转率增速在进入3月后逐步放缓，至3月24号，磨机运转率已低于除22年外的往年同期。

图表 18. 2月太阳能新增装机同比稳定在 30%左右

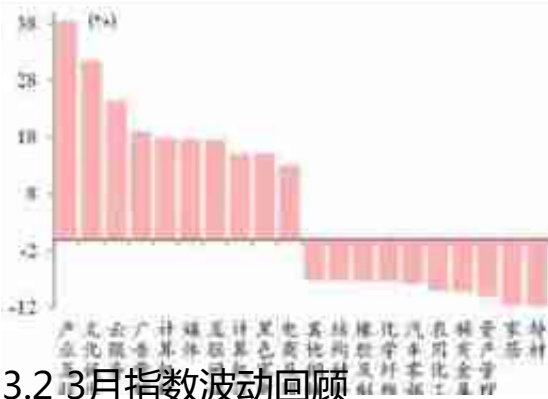


3 上月行业表现回顾

3.1 行业表现

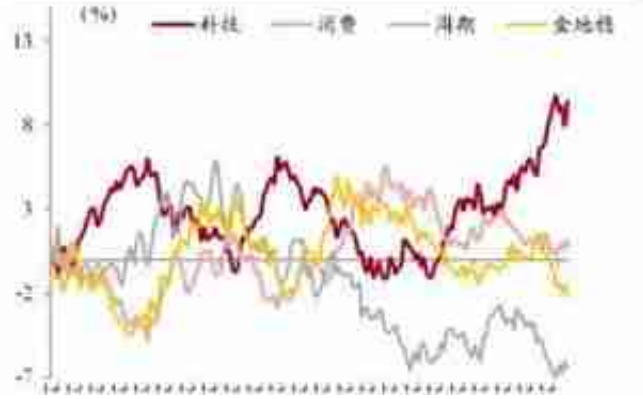
3月市场整体走平，行业表现分化加剧，科技是唯一录得大幅正收益大类行业，周期、消费、金融板块皆有所承压。涨幅居前的一级行业为传媒、计算机、通信、电子，涨幅居后的行业为钢铁、地产、轻工、化工、建材。3月，市场顺经济周期行业全月承压，机构仓位配置较重的电新方向受制于科技内部仓位均衡趋势行为延续承压表现，赚钱效应主要集中在TMT和中特估方向，AI+行情在3月下旬再度开启加速。建筑行业作为中特估概念下的主要受益行情3月仍录得正收益，而石油石化行业则在沙特高溢价收购荣盛石化股权等事件驱动下跑赢大盘。

图表 21. 三月二级行业涨跌幅 (前十后十)



3.2 3月指数波动回顾

图表 22. 大类行业跷跷板走势



3月市场整体呈现“V”型走势，月初在低于预期的GDP目标增速及通胀数据等内因驱动下，经济增长预期有一定程度下修，市场整体相应承压，地产链为代表的价值

风格调整更深。月中，硅谷银行、瑞信等外部风险爆发，进一步压制市场表现，随着处置措施落地，市场重新开启RISK ON修复进程。价值风格绝对收益3月单边承压，相对收益仅在银行风险事件带动的大盘调整阶段呈现出一定的抗跌属性，而成长风格在美联储重新扩表后有所修复企稳，TMT行业较成长风格更为独立，3月下旬在ChatGPT4.0、微软Copilot、英伟达GTC大会等海外映射驱动下进一步加速上行。逻辑强度不如AI+的中特估等副线热点则在三月中下旬陷入调整。

图表 24. 3月重要财经事件

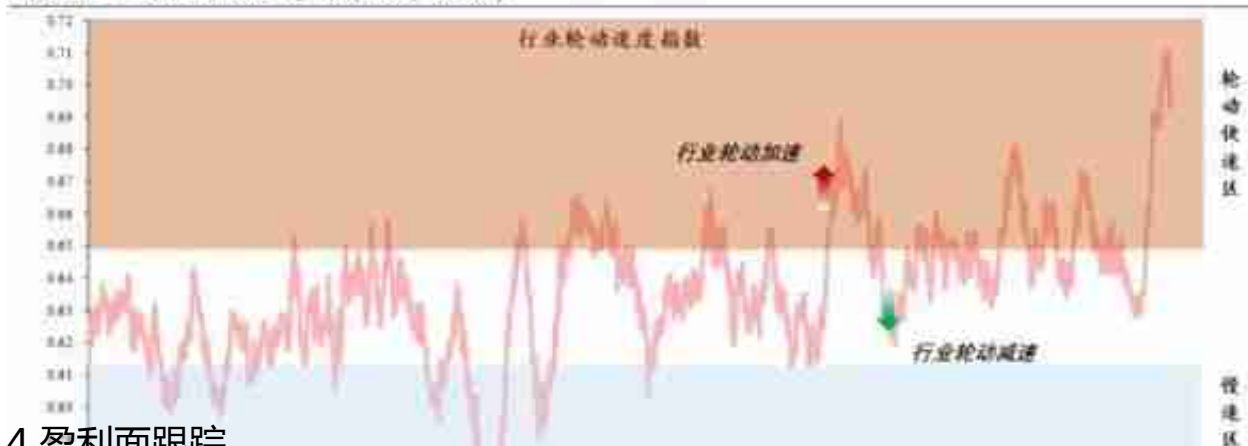


3.4行业轮动速度跟踪

3月份整体轮动速度较2月出现明显冲高回落。

此前行业轮动速度走高对应的是23年开年确定性复苏修复行情背景下的行业轮动普涨需求，但随着3月AI代表的科技成长风格走出，主线确立背景下的此前行业轮动补涨已告一段落。但展望四月来看，若AI行情陷入整固，其他此前承压行业都具备弱修复动能，因此整体轮动速度下行趋势也较难延续。

图表 26. 一级行业轮动速度指数(日频, MA60)



4 盈利面跟踪

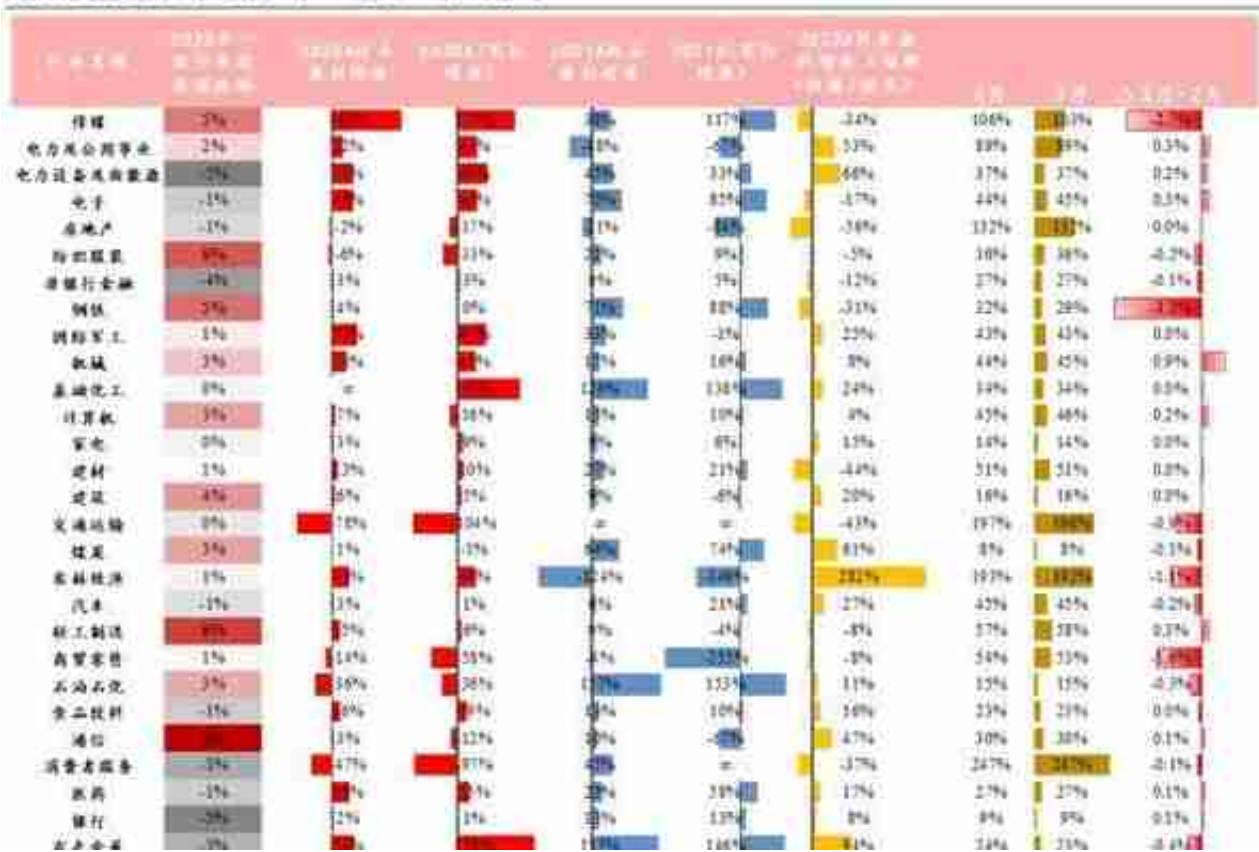
4.1工业企业利润与PMI

2023年1-2月工业企业累计利润增速大幅负增，3月PMI较2月小幅回落至51.9%，

保持在荣枯线以上且超市场预期，PMI数据领先于工业企业利润数据，作为环比指标，读数好于工业企业利润增速大幅下降的观感，对于经济逐月改善的指向性较为清晰，但两者悖离仍引发市场对于整体经济修复预期下调，宏观经济弱复苏证据进一步清晰。

截至4月9日，共有92家上市公司披露了一季报业绩预告，当期披露比重较低，但四月将迎来一季报密集披露。从1-2月工业企业累计利润增速数据来看，全A/非金融一季度增长压力较大，但对此市场已有一定计价。历史经验来看，市场对于四月财报期的期待在于当月行业市场表现与业绩结果相关性较其他月份在日历效应下或有明显提升，叠加主线行业存在整固需求的前提假设下，部分短端低位的结构性景气方向在4月存在高低切背景下的受益可能。

图表 29. 2022 年/2023 年一级行业景气分布





5.2 一级行业PE/PB水平及分位变动

3月周期类行业PB分位数小幅下行，其他行业PE分位数涨跌参半，综合PE/PB视角来看，各行业在轮动式上涨后，估值分位普遍有明显提升，部分行业由于业绩基数问题，静态PE分位数较高，但整体而言，大部分行业估值分位都处于合意水平，TMT行业在产业映射逻辑下，初期拔估值速度较快。

图表 33. 一级行业 PB 变动及分位

| 行业 | PE | PE分位 | PB | PB分位 | PE | PE分位 | PB | PB分位 | PE | PE分位 | PB | PB分位 |
|----------|-----|------|-----|------|------|------|-----|------|-----|------|------|------|
| 石油石化 | 11 | 4% | 40% | 40% | 12 | 8% | 1.0 | 10% | 41% | 41% | 1.0 | 10% |
| 煤炭 | 14 | 8% | 41% | 40% | 15 | 8% | 1.1 | 10% | 42% | 39% | 1.0 | 10% |
| 有色金属 | 13 | 10% | 18% | 11% | 48 | 18 | 2.8 | 10% | 48% | 15% | 4.8 | 17 |
| 电力及公用事业 | 17 | 17% | 50% | 60% | 20 | 17 | 1.7 | 10% | 48% | 70% | 2.0 | 17 |
| 钢铁 | 18 | 10% | 21% | 40% | 19 | 8% | 1.1 | 10% | 21% | 29% | 1.9 | 10 |
| 基础化工 | 26 | 10% | 13% | 17% | 8.4 | 2.0 | 3.0 | 10% | 44% | 50% | 4.4 | 18 |
| 建筑 | 10 | 1% | 46% | 47% | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 10% | 47% | 41% | 1.1 | 0.8 |
| 建材 | 12 | 1% | 1% | 12% | 3.0 | 1.4 | 2.3 | 10% | 1% | 7% | 3.0 | 1.4 |
| 轻工制造 | 22 | 1% | 17% | 18% | 3.1 | 1.9 | 2.5 | 10% | 14% | 12% | 3.2 | 1.9 |
| 机械 | 28 | 1% | 25% | 40% | 3.2 | 2.2 | 2.8 | 10% | 17% | 40% | 3.2 | 1.8 |
| 电子设备与元器件 | 33 | 10% | 28% | 17% | 9.3 | 2.1 | 3.8 | 10% | 50% | 42% | 9.3 | 1.6 |
| 国防军工 | 36 | 10% | 28% | 17% | 3.0 | 2.7 | 3.7 | 10% | 37% | 74% | 3.0 | 2.1 |
| 汽车 | 22 | 1% | 24% | 30% | 3.2 | 1.5 | 2.4 | 10% | 50% | 70% | 3.2 | 1.5 |
| 商贸零售 | 12 | 4% | 33% | 33% | 2.1 | 1.2 | 1.2 | 10% | 32% | 71% | 2.1 | 1.2 |
| 医药生物 | 31 | 8% | 20% | 29% | 10.4 | 4.5 | 5.8 | 10% | 15% | 37% | 10.4 | 2.9 |
| 食品饮料 | 27 | 8% | 11 | 19% | 4.8 | 2.4 | 3.4 | 10% | 21% | 14% | 4.8 | 2.4 |
| 纺织服装 | 18 | 1% | 18% | 43% | 2.2 | 1.8 | 1.8 | 10% | 34% | 50% | 2.2 | 1.8 |
| 医药 | 18 | 8% | 12% | 19% | 6.3 | 3.1 | 4.8 | 10% | 22% | 37% | 6.3 | 2.9 |
| 食品饮料 | 23 | 8% | 20% | 37% | 11.0 | 1.4 | 8.4 | 10% | 37% | 41% | 11.0 | 4.0 |
| 农林牧渔 | 11 | 2% | 12% | 19% | 4.8 | 2.8 | 3.1 | 10% | 21% | 31% | 4.8 | 2.1 |
| 银行 | 5.3 | 8% | 8% | 17% | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 10% | 3% | 8% | 1.0 | 0.5 |
| 保险 | 12 | 8% | 25% | 37% | 2.2 | 1.1 | 1.5 | 10% | 31% | 20% | 2.2 | 1.1 |
| 房地产 | 0.8 | 1% | 7% | 12% | 1.7 | 0.9 | 1.0 | 10% | 1% | 7% | 1.9 | 0.9 |
| 交通运输 | 18 | 10% | 40% | 33% | 1.7 | 1.3 | 1.8 | 10% | 40% | 49% | 2.1 | 1.3 |
| 公用事业 | 16 | 8% | 21% | 10% | 3.8 | 1.0 | 4.8 | 10% | 47% | 31% | 3.8 | 1.3 |
| 其他 | 18 | 8% | 37% | 11% | 5.7 | 1.3 | 2.4 | 10% | 20% | 19% | 5.8 | 1.3 |

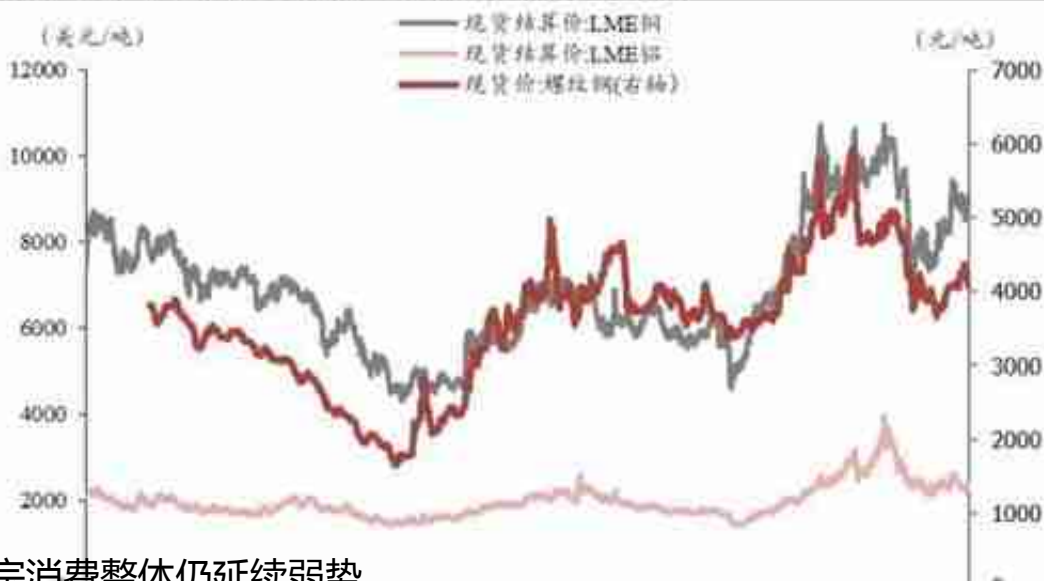
6 中观景气跟踪

6.1 “OPEC+” 减产下原油价格止跌反弹

4月2日，OPEC+宣布在2022年10月减产200万桶/日计划的基础上，自5月起继续减产160万桶/日。受此影响，原油价格止跌回升，且预计将在未来一段时间保持高位。其带来的供给端冲击或将会影响全球通胀回落，对美联储的加息节奏的扰动仍需观察。

其余煤炭、工业金属、螺纹钢等主要资源品3月整体均延续价格下行趋势。

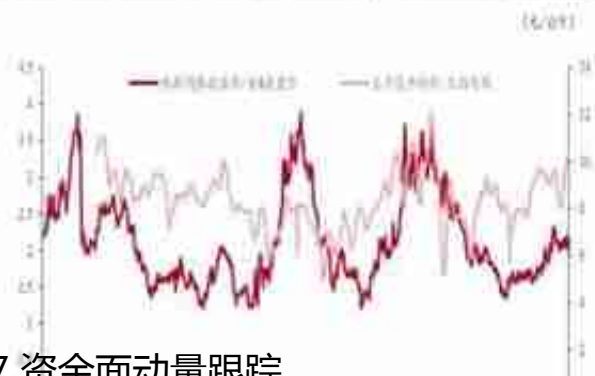
图表 36. 铜、铝、螺纹钢等 3 月价格均出现了不同幅度的回落



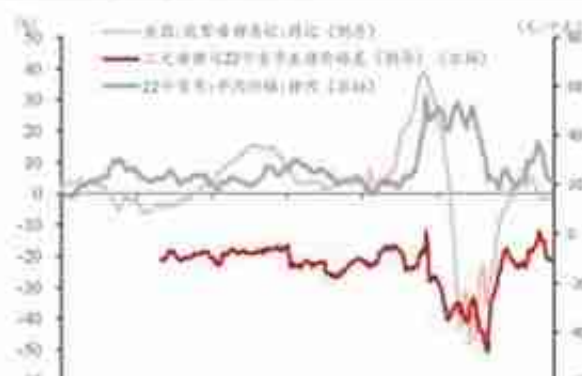
6.2 大宗消费整体仍延续弱势

高频数据来看，3月份乘用车销量有所回升，但整体仍表现相对弱势，2月份家电销售也同样有回暖趋势，但多个品类产品销售额累计同比仍处于负区间。

图表 39. 祖代引种鸡大量短缺之下，鸡价仍有支撑



图表 40. 3 月猪周期上行动力不足



7 资金面动量跟踪

7.1 公募基金发行情况

股票型基金发行方面，从我们统计的三类基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）发行节奏（成立日口径）来看，3月全月累计发型份额达289.2亿份，较2月发型节奏有所回暖，但也有一定季节性因素。

图表 42. 北上资金周度净买入金额



站在当下时点看4月行情，当前仍是“业绩真空期”，之后年报、一季报业绩将在4月陆续落地，一方面前期的行业增速表现将逐步验证，而另一方面，随着业绩的落地，市场对于2023年度行业配置的预期方向也有望逐步聚拢。

4月可能会演绎市场不同预期激烈交锋，前期中观信号不断密集“证实”或“证伪”的相对复杂行情，这种背景之下，一方面更均衡的持仓能够保证相对稳健的收益，另一方面，这一区间行业景气度与年内景气预期或将成为最关键的比较因素。4月重点关注具备“景气追逐”潜力的优质行业。

- 1) 年度主线中未被充分定价的“遗珠”：工业母机、工业机器人等“AI+制造”，国防军工；
- 2) TMT主线之中，前期涨幅较低，当前具备周期上行动力与“国产替代”催化的电子。电子周期有望于下半年回归上行，近期科技摩擦事件频发，海外对国内半导体产业制裁升级，我国开启对美光安全审查，“国产替代”逻辑有望进一步演绎，而在年初以来的“TMT”行情中，电子涨幅约为25%，相较其他TMT行业40%左右的涨幅更低，周期驱动与“国产替代”支撑下，后期或仍有一定的上行动力；
- 3) 受益于美债趋势性下行，近期部分子行业具备景气催化的：医药。
美债收益率与医药等核心资产行情呈现明显负相关，2023年美债或将趋势下行，行业有持续上行动力，同时行业具备一定景气催化，且估值水平已处于历史低位；

4)

受益于基建投资的较强韧性，有望受到“一带一路”拉动的：基建央企、国际工程

。年初以来，基建投资、专项债发行与基建产业链高频数据都显示基建投资维持较强的韧性，同时2023年是“一带一路”十周年，3月10日中沙伊三国发布重磅联合声明，第三届“一带一路”国际高峰合作论坛、首次“中国+中亚五国”元首峰会均将于年内召开，“一带一路”产业链特别是海外基础设施建设业务有望受到持续拉动。

5)

前期调整明

显，当前部分子行业景

气向好的：新能源（风电、储能）。

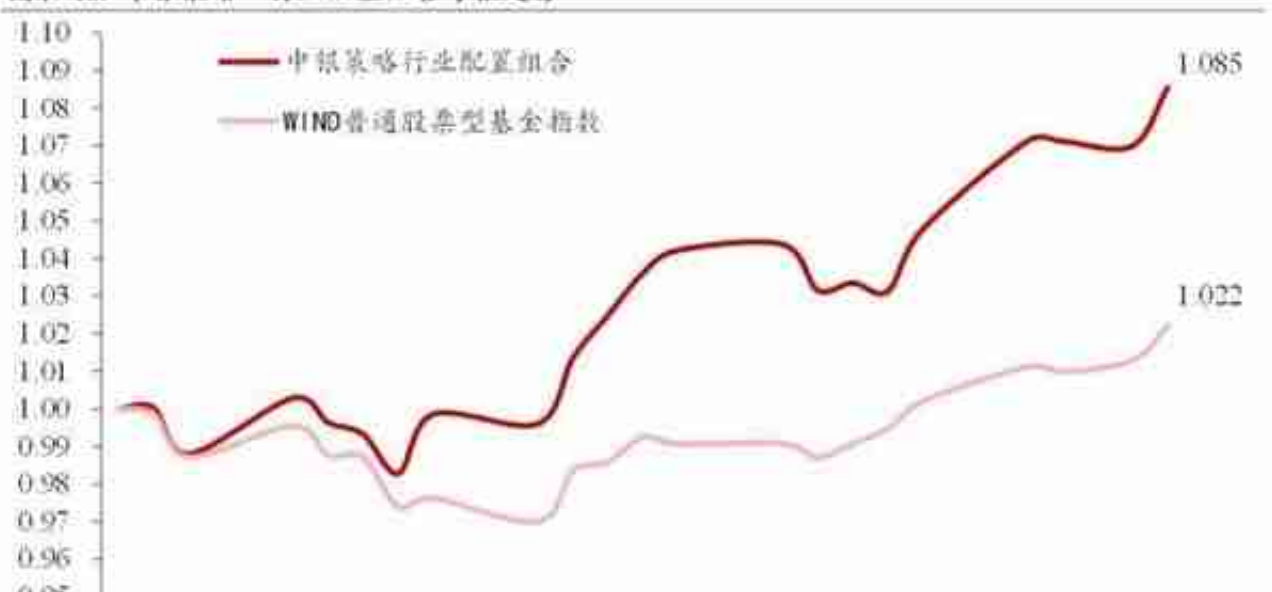
2022年以来新能源板块经历了持续调整，当前板块已具有较高安全边际，而其中部分子行业3月以来景气向好，其中风电表现较为亮眼，此外储能Q1装机表现较优且有望受益于上游电芯降价，相关行业的估值修复机会值得关注。

6)

景气周期向上、近期有望获得持续信号验证的部分大消费:农林牧渔（猪周期、鸡产业），线下消费（旅游景区、酒店餐饮）。

受2022年全球多地禽流感爆发影响，我国自2022年5月引种开始断档，预计商品代鸡苗市场供应短缺将一直延续到今年下半年，有望对鸡价形成支撑，催化新一轮鸡周期行情，近期非洲猪瘟疫情有所蔓延，能繁母猪库存加速去化。近期旅游、酒店等线下消费恢复加速，二季度将进入假期密集期，行业有望持续受到催化。

图表 48. 中银策略—行业配置组合净值走势



风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

本文源自券商研报精选