

宏观经济分析

宏观经济分析：PMI 低于临界线，疫情冲击较大

市场消息：

消息面上，受疫情及国际地缘政治不稳定因素显著增加的影响，3月份，官方制造业 PMI 录得 49.5%，低于上月 0.7 个百分点，非制造业 PMI 录得 48.8%，低于上月 3.2 个百分点，均降至临界点以下。

2022 年制造业、服务业和建筑业 3 月 PMI 数据相较 2 月分别下降 0.7、3.8 和上升 0.5 个百分点，但从 2015-2019 年平均值来看，制造业、服务业、建筑业 3 月相较 2 月分别上升 0.8、0.2 和 2.3 个百分点。可见，随着疫情蔓延，服务业受冲击最大，制造业其次，而建筑业也受到了冲击。由于节后复工因素，历年 3 月 PMI 均季节性走高，因此经济本质可能较数据表现得更弱。新订单明显回落，供货商配送时间分项也创下 2020 年疫情爆发初期以来的新低，不仅需求萎靡，供给也明显受限。目前政府发力稳增长的抓手仍然以地产、基建等投资领域，未来可能继续放松地产政策，今年财政方面资金来源已经较为充裕，支出有望进一步发力。

市场方面，经过前天的普涨后，昨日市场小幅回调，上证指数收跌 0.44%，创业板指跌 1.38%，热门行业房地产、医药等板块冲高回落，但地产和中药板块在政策催化下，表现依然强劲。稳增长背景下的房地产、三农、基建、水利等低估值板块可能在四月会继续发力。国会及央行货政例会的表态，使政策宽松预期持续升温，短债继续向好；而 PMI 数据走弱被市场提前预期，因此 10 年国债收益率略有反弹。

海外方面，尽管俄乌局势有所缓解，但市场对冲突走势仍存疑虑，欧美股市冲高回落，油气金属全面反弹。欧美国家通胀高企，加息预期逐渐升温，短端收益率持续走高。

后市展望：

市场在反弹后将寻找新的定价均衡。短期来看，地缘政治、中国疫情的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，建议跟踪观望，灵活应对。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率中枢可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

(分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004)

重点行业观察

纺织服装：森马服饰：业绩稳健恢复，品牌力升级可期

事件：公司发布 2021 年年度报告，全年实现营业收入 154.2 亿元，同比+1.41%；实现归母净利润 14.86 亿元，同比+84.5%。

点评：电商渠道稳健增长，Q4 受零售环境影响业绩增长放缓。分渠道来看，全年公司直营/加盟/线上渠道分别实现营收 14/68.2/64.58 亿元，分别同比-29.9%/+2.5%/+11.2%，若剔除 Kidiliz 的影响，各渠道收入分别同比-3.1%/+8.2%/+13.1%。2021 年，公司重点建设内容直播业务，两大品牌先后举办“抖音超品日”，品销结合推动线上业务稳健增长。从门店数量看，直营/加盟渠道分别净拓店 100/-281 家至 781/7412 家，受下半年零售环境影响，加盟渠道小幅收缩。单季度来看，公司 Q4 单季度实现营收 53.99 亿元，同比-6.19%；实现归母净利润 5.44 亿元，同比-7.82%，主要由于疫情影响线下客流&气温偏高影响秋冬品类销售。

盈利能力提升，存货短期承压。公司全年毛利率同比+2.24pcts 至 42.58%，我们认为主要受益于直营和线上渠道的新品拓展及运营提效。销售/管理/研发/财务费用率分别-0.1/-1.26/+0.14/-0.17pct 至 21.93%/6.08%/2.06%/-0.67%，主要由于 K 集团出表。若剔除 K 集团影响，销售费用同比+32.1%，主要由于期内公司加大品牌宣传推广力度。综合影响下，净利率同比+4.41pcts 至 9.63%。存货规模同比+60.9%至 40 亿元，存货周转天数同比+22 天至 155 天，应收账款周转天数-6.7 天至 33 天。

品牌定位清晰，品宣建设不断加强。分业务看，2021 年森马休闲装/童装分别实现营收 50.3/102.7 亿元，同比分别增长 1.43%/1.38%。公司明确森马品牌的定位为“舒服时尚”，围绕产品功能卖点打造品牌大事件，持续强化面料科技，深化柔性供应变革。巴拉巴拉品牌新定位“最懂成长的儿童时尚品牌”，扩充产品条线，持续投入研发创新，通过数字化转型提升运营效率。从中长期来看，公司品牌力及产品力有望持续升级。

(分析师：陈梦，执业证书编号：S0110521070002)

煤炭行业：供给压力二季度有望逐步缓减，预计价格进入高位震荡区间

行业新闻：

(1) 3 月 31 日，中国煤炭市场网，近日，国家发改委等 12 部门联合印发的《关于促进工业经济平稳增长的若干政策》要求，落实煤电等行业绿色低碳转型金融政策，用好碳减排支持工具和 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，推动金融机构加快信贷投放进度，支持碳减排和煤炭清洁高效利用重大项目建设。强调精准投放，支持绿色低碳技术；严格筛选，强化资金监管；做好引导，促进下游产业发展。

(2) 3 月 30 日，中国煤炭运销协会副理事长石瑛：这次全国范围内的专项核查由国家发改委会同有关方面组建核查组，30 日开始赴央企核查，下一阶段将组建 15 个核查组赴地方核查。核查组将通过查阅原始数据资料、现场调研等方式，深入各地和煤炭、电力企业开展工作。根据核查情况，对签订履约情况好的予以激励表扬，对签订履约情况差的将进行通报批评并限期整改。

(3) 3 月 29 日，国家发改委：去年 10 月份以来，国家发展改革委根据《重要商品和服务价格指数行为管理办法（试行）》《价格指数行为评估和合规性审查操作指南（试行）》规定，对 15 家市场主体的煤炭价格指数行为开展了评估和合规性审查，目前已完成评审工作。下一步，发展改革委将按照相关规定，督促相关市场主体尽快整改、尽早实现规范运行。同时，建议其他编制发布价格指数的市场主体，认真对照《办法》和《操作指南》要求，立即自查自纠、规范行为。发展改革委将适时对其他重要商品和服务价格指数行为开展评估和合规性审查，促进价格指数市场规范运行。

(4) 据国家统计局 27 日发布消息称, 1-2 月, 煤炭开采和洗选业实现利润总额 1484.8 亿元, 增长 155.3%, 营业收入 5805.3 亿元, 同比增长 55.1%, 营业成本 3513.2 亿元, 同比增长 40.9%。部分原材料行业利润较快增长。

主要观点:

近期产地煤炭供应保持在相对高位。在强力保供政策加持下, 今年以来, 国内煤炭产量持续高于去年, 其中, 根据 CCTD 中国煤炭市场网监测的数据显示, 今年 3 月份以来, 鄂尔多斯全市煤炭日均产量保持在 264 万吨/天左右, 同比增幅超过 30%。预计 4 月上旬产地煤炭供应将维持相对高位, 后期主产地增产保供力度或不减, 煤炭供给压力预计将逐步缓减。

受政策调控持续发力影响, 加强监督检查力度, 全力维护煤炭价格在合理区间运行, 中长协履约兑现力度随着监管不断增强, 目前现货市场价格相对较弱。4 月上旬终端补库压力将有缓解, 居民用电需求偏弱, 动力煤消费进入传统淡季, 加上大秦检修推迟至 4 月 18 日至 5 月 18 日, 给港库库存的累积以及下游电厂的补库留出了一定时间, 预计二季度煤炭将进入补库阶段, 因此需求端有一定支撑有限。此外根据最新国际煤炭港口价格数据显示, 煤炭价格有所回落, 但欧洲港口价格目前逆市上涨, 海外能源价格仍然不明朗, 煤炭价格短期预计仍将高位震荡。

(分析师: 邹序元, 执业证书编号: S0110520090002)

汽车行业: 乘联会发布 3 月前四周数据, 车市受疫情影响明显

事件: 乘联会发布周度数据, 3 月前四周(1-27 日)狭义乘用车批/零分别同比-12%/-18%, 环比分别-6%/-10%。其中第四周批/零同比分别-5%/-29%, 环比分别-30%/-46%。

正文:

销量: 3 月乘用车销量受疫情影响, 后半月较为严重。

据乘联会, 3 月前四周狭义乘用车批/零售销量分别为 130.0 万辆/106.2 万辆, 同比分别-12%/-18%; 由于全国多地疫情反扑, 3 月第三周开始乘用车销量开始出现显著下滑, 第三/第四周的零售销量分别同比-29%/-29%, 环比 2 月份同期分别-25%/-46%, 跌幅较大。

库存: 3 月库存预警系数提升至 63.6%, 汽车零售受疫情影响较重导致库存深度提升

1、3 月不利因素集中爆发, 影响汽车零售销量: 1) 受疫情影响, 多个省市加大疫情管控力度, 消费者出行购车有明显影响, 特别是下旬集客和交付大幅度下滑。2) 汽油价格快速上行, 新能源汽车价格普遍上调, 可能对消费者购车意愿产生一定影响。3) 经销商销售节奏被打乱。根据汽车流通协会统计, 90 个城市样本中, 由于防疫管控, 有 25 个城市的经销商出现暂停营业数日的现象。

2、经销商库存深度由于零售销量下滑叠加季末补库有较大提升。库存分指数较去年同期提升 8.6%。分地区来看, 其中华北和华东地区经销商库存深度增加明显, 这与 3 月新增新冠病例的密集地区相吻合。

静待疫情对需求端的压力缓解

据协会预计, 3 月份全口径狭义乘用车终端销量为 160 万辆左右, 同比有 10% 的下滑。如果疫情在 4 月中下旬得到控制, 短期内积压的市场需求将快速释放, 预计 4 月销量略好于去年同期, 5 月销量同比增幅约 10%。我们认为汽车板块短期受疫情影响较大, 随着疫情得到缓解, 仍然看好板块中长期投资机会。

(分析师: 岳清慧, 执业证书编号: S0110521050003)

医药行业：特宝生物发布 2021 年年报

特宝生物发布 2021 年年报。公司 2021 年实现营业收入 11.32 亿元，同比增长 42.61%；归属于上市公司股东的净利润 1.81 亿元，同比增长 55.44%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.96 亿元，同比增长 77.36%。

点评：深入推进乙肝临床治愈，市场培育持续深化。报告期内，公司坚定聚焦以派格宾为基础的乙肝临床治愈领域，深入开展以提升乙肝临床治愈率、扩大临床治愈获益人群的研究，持续优化临床方案，以助力世界卫生组织“2030 消除病毒性肝炎”的目标。公司开展的慢性乙型肝炎临床治愈研究项目在完成 III 期临床研究患者招募工作后，正按计划积极推进研发进展。核心产品派格宾（通用名：聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液）是国内自主研发的全球首个 40kD 聚乙二醇长效干扰素 α -2b 注射液，为生物制品国家 1 类新药，于 2016 年底获批上市后，迅速得到医生和患者的认可，在较短的时间内确立了市场地位，2021 年收入 7.70 亿元，同比增长 68%。

加快推进新药研发，持续提升产品竞争力。2021 年公司多个新药产品迎来进展，其中：“Y 型聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）”项目正开展 II/III 期临床研究（处于 III 期患者招募工作阶段）；“Y 型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子（YPEG-G-CSF）”项目正开展 III 期临床研究（已完成 III 期临床受试者随访，锁定数据库）；“Y 型聚乙二醇重组人促红素（YPEG-EPO）”项目正开展 II 期临床研究（已完成 II 期受试者随访）；ACT50 正开展药理学和临床前研究（开展临床前毒理研究）、ACT60 及 AK0706 等项目正开展药理学和临床前研究。

我们认为随着派格宾的放量和后续产品陆续上市，公司未来业绩增长动力充足，看好公司长期发展。

（分析师：李志新，执业证书编号：S0110520090001）

有色行业：硫酸价格大幅上涨 一季度毛利有望显著提升

事件：

进入 3 月以来，由于原料硫磺价格高企、下游磷肥需求旺盛以及硫酸生产企业的计划性检修，硫酸价格持续上涨。截止 3 月末，铜陵有色硫酸报价 980 元/吨，与 1 月份相比上涨 108.51%；一季度硫酸均价约 578 元/吨，同比上涨 41.67%。目前，公司硫酸产能约 450 万吨/年，且公司利用铜冶炼尾气来制取硫酸，成本仅为 150 元/吨左右，相对较低。预计一季度硫酸业务将大幅增厚公司毛利。

点评：

21 年公司业绩提升明显。根据公司发布的 2021 年度业绩预告，受益于电解铜、硫酸等产品价格以及铜箔加工费的上涨，预计公司 2021 年实现归母净利润 31.2 亿元，同比增长 260.44%，实现扣非归母净利润 28.2 亿元，同比增长 311.84%。

电解铜价格、铜精矿 TC/RCs 有望继续上行。自年初以来，电解铜均价已上涨近 4000 元/吨，由于地缘政治影响以及高通胀预期，大宗商品情绪较好，铜价仍有上涨动力，利好公司自产矿端业绩。同时，近期铜矿供应宽松，现货 TC/RCs 价格持续回调，目前 TC/RC 为 75 美元/吨。据报道，二季度国内主要铜精炼厂 TC/RCs 底价为 80 美元/吨，加工费未来仍有上涨空间。

合作实施冬瓜山铜矿尾矿资源化项目 发展循环经济。22 年 1 月，公司与毅康科技、铜陵交投合作实施冬瓜山铜矿尾矿资源化项目，公司出资 2923 万元，占注册资本的 20%，该项目利用公司旗下冬瓜山铜矿选矿过程中产生的尾矿制备混凝土路面砖、混凝土路沿石等新型建材或道路垫层。该项目是公司探索多渠道解决矿山尾矿出路问题、实现工业固废的资源化利用的重要举措。

米拉多铜矿超额完成生产任务 注入预期强烈。根据公司报道，2021 年米拉多铜矿完成铜精矿 38.83 万吨、铜量 89170 吨，实现销售收入 9.07 亿美元，超额完成生产任务；预计 2022 年产铜量有望达 10 万吨以上，对公司原材料需求形成有力保障。米拉多铜矿注入正稳步推进中，若后续顺利注入，上市公司层面铜矿储量及产量或将大幅增长，有望成为铜行业龙头企业。

（分析师：吴轩，执业证书编号：S0110521120001）

主要市场数据

表 1 全球主要市场指数

指数名称	收盘点位	1 日涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
上证综指	3,252.2	-0.44	1.24	-6.07	-10.65
深证成指	12,118.3	-1.19	0.38	-9.94	-18.44
沪深 300	4,222.6	-0.74	1.15	-7.84	-14.53
恒生指数	21,996.9	-1.06	2.77	-3.15	-5.99
标普 500	4,602.5	0.00	1.31	5.22	-3.44
道琼斯指数	35,228.8	0.00	1.05	3.94	-3.05
纳斯达克指数	14,442.3	0.00	1.93	5.02	-7.69
英国富时 100	7,578.8	0.00	1.27	1.62	2.63
德国 DAX	14,606.1	0.00	2.10	1.00	-8.05
法国 CAC40	6,741.6	0.00	2.87	1.24	-5.75
日经 225 指数	27,821.4	-0.73	-1.17	4.88	-3.37

资料来源: Wind, 首创证券

表 2 国际商品期货及波罗的海干散货指数

商品期货名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
ICE 布油	111.00	0.00	-5.43	13.30	42.71
NYMEX 原油	107.46	0.00	-5.65	12.26	42.88
LME 铜	10,371.00	0.00	1.01	4.93	6.69
LME 铝	3,551.50	0.00	-1.48	5.43	26.50
LME 锡	42,535.00	0.00	0.60	-5.95	9.46
LME 锌	4,182.00	0.00	2.84	14.08	18.34
CBOT 大豆	1,665.25	0.00	-2.63	1.74	24.34
CBOT 小麦	1,030.25	0.00	-6.53	10.31	33.67
CBOT 玉米	738.50	0.00	-2.06	6.91	24.48
ICE2 号棉花	139.81	0.00	2.88	17.37	24.17
CZCE 棉花	21,755.00	0.02	0.35	4.42	5.76
CZCE 白糖	5,799.00	-0.10	0.02	1.54	0.69
波罗的海干散货指数	2,369.00	0.00	-6.88	16.13	6.86
DCE 铁矿石	897.00	3.34	6.79	28.33	33.09

资料来源: Wind, 首创证券

表 3 美元指数及人民币兑国际主要货币中间价

汇率名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
美元指数	97.83	0.00	-0.99	1.16	1.94
美元兑人民币 (CFETS)	6.34	-0.15	-0.35	0.51	-0.47
欧元兑人民币 (CFETS)	7.06	-0.05	0.75	0.15	-2.05
日元兑人民币 (CFETS)	5.20	-0.33	-0.66	-4.79	-6.04
英镑兑人民币 (CFETS)	8.33	-0.11	-0.64	-1.34	-3.23
港币兑人民币 (CFETS)	0.81	-0.18	-0.38	0.31	-0.87

资料来源: Wind, 首创证券

表 4 沪股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
600036.SH	招商银行	2022-03-31	沪股通	1	13.8306	5.2858	8.5449	-3.2591	46.80
601012.SH	隆基股份	2022-03-31	沪股通	2	12.4325	5.6443	6.7882	-1.1438	72.19
600519.SH	贵州茅台	2022-03-31	沪股通	3	12.3610	9.4621	2.8989	6.5632	1,719.00
603259.SH	药明康德	2022-03-31	沪股通	4	7.9941	3.8758	4.1183	-0.2425	112.38
601166.SH	兴业银行	2022-03-31	沪股通	5	5.6575	2.3106	3.3469	-1.0363	20.67
603501.SH	韦尔股份	2022-03-31	沪股通	6	5.3775	2.6020	2.7755	-0.1736	193.40
601668.SH	中国建筑	2022-03-31	沪股通	7	5.1631	3.3224	1.8407	1.4816	5.44
601888.SH	中国中免	2022-03-31	沪股通	8	4.8322	2.8181	2.0140	0.8041	164.37
601919.SH	中远海控	2022-03-31	沪股通	9	4.7440	1.6607	3.0833	-1.4226	15.50
601899.SH	紫金矿业	2022-03-31	沪股通	10	4.7347	2.9897	1.7449	1.2448	11.34

资料来源: Wind, 首创证券

表 5 深股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
600519.SH	贵州茅台	2022-03-30	沪股通	1	22.8365	16.0022	6.8343	9.1678	1,730.10
600036.SH	招商银行	2022-03-30	沪股通	2	12.1789	6.5810	5.5979	0.9830	46.23
601012.SH	隆基股份	2022-03-30	沪股通	3	9.3571	5.7958	3.5613	2.2346	75.39
601888.SH	中国中免	2022-03-30	沪股通	4	7.6539	4.6505	3.0034	1.6471	167.20
600030.SH	中信证券	2022-03-30	沪股通	5	6.7035	3.7011	3.0023	0.6988	21.07
601166.SH	兴业银行	2022-03-30	沪股通	6	6.1711	3.5633	2.6078	0.9556	20.29
603259.SH	药明康德	2022-03-30	沪股通	7	6.1219	3.4465	2.6754	0.7711	113.45
600406.SH	国电南瑞	2022-03-30	沪股通	8	5.7757	4.1855	1.5902	2.5952	31.47
601899.SH	紫金矿业	2022-03-30	沪股通	9	5.4375	3.7883	1.6492	2.1391	11.46
601318.SH	中国平安	2022-03-30	沪股通	10	4.8433	3.6308	1.2126	2.4182	48.70

资料来源: Wind, 首创证券

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现