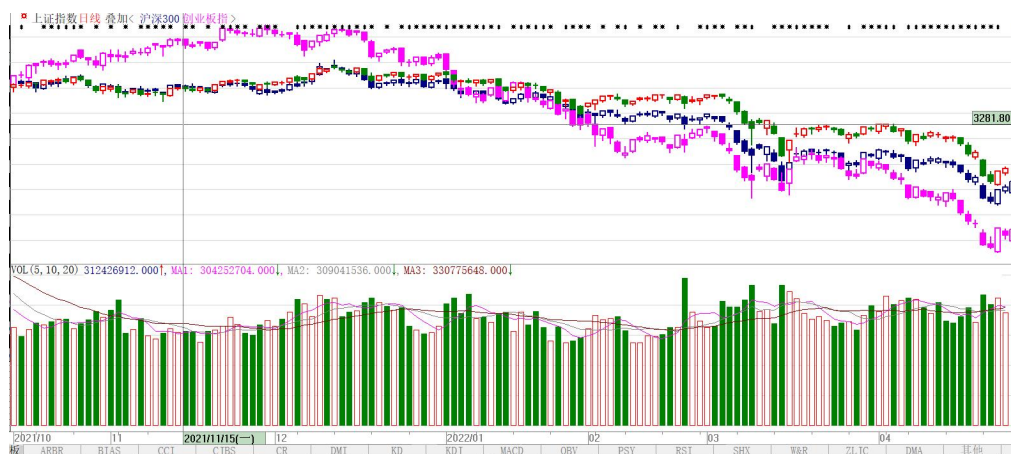


四月市场分化加剧，指数震荡加速，受外部局势影响，沪指连续探底，触及 3000 一线，创业板指受权重拖累连续下行刷新前低。新老赛道一度下挫，资源、农业等板块渐次强势。临近月末，受外围因素叠加三大指数连续下行，多板块走势低迷，究其原因，多机构认为主要有如下三点：

- 1、数据方面，一季度经济实现了 4.8% 增长，开局平稳。但受疫情等因素的影响 3 月份经济数据下行压力较为明显。工业增加值累计增速较上月回落至 6.5%，季调后环比回落至 0.39%，低于去年同期水平，显示 3 月疫情局部散发对工业企业生产产生一定影响。
- 2、地产当月投资增速转负，而基建在稳增长政策加码背景下，抬升 0.4 个百分点至 8.5%。消费端，在疫情多点散发，局部地区在疫情管控政策下消费场景缺失、线上消费受物流受阻影响的背景下，社零当月同比大幅转负至 -3.5%。
- 3、货币政策方面，在降准力度较为克制后，LPR 窗口期虽然再度调整预期落空，但货币政策并非停滞不前，仍在尽力平衡稳增长和防风险的关系。目前来看，人民币汇率已经伴随降准及美国债收益率的走高而面临更大压力，在此基础上货币政策对实体的支持将更偏结构性。

图 1：上证指数、沪深 300 指数、创业板指走势对比



数据来源：大智慧

4 月份，多项扶持农业文件出炉。此前，《求是》杂志发表重要文章《坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，举全党全社会之力推动乡村振兴》。

随后，4 月 7 日，农业农村部近日印发《2022 年农垦带头扩种大豆油料行动方案》，要求落实地方政府分解下达的大豆油料扩种任务，确保全国农垦大豆种植面积达到 1460 万亩以上，实现油

菜、向日葵、花生等油料作物播种面积稳中有增。此外，中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家乡村振兴局联合印发《2022年数字乡村发展工作要点》。《工作要点》明确了工作目标：到2022年底，数字乡村建设取得新的更大进展。数字技术有力支撑农业基本盘更加稳固，脱贫攻坚成果进一步夯实。

4月18日，低迷已久的生猪期货主力合约大幅反弹5.51%，创一个月以来新高。国家统计局数据显示，一季度末，能繁母猪存栏4185万头，3月份环比降幅1.9%，2月份为环比降0.5%，产能去化加速。多家机构认为：2022年全年的生猪价属于周期磨底阶段，下半年的猪价反弹高度低于预期应该是大概率事件。从成本角度看，2022年全球大宗农产品处于历史高位，下半年粮食价格有望再创新高，2022年是最好的布局窗口。

由此，农业板块4月表现强劲，种业、生猪板块多股现独立走势。

煤炭板块4月走势坚挺，4月份山西省应急管理厅近日下发通知，要求管控采掘接续紧张带来的系统性重大安全风险，坚决遏制煤矿事故，确保煤矿生产运行绝对安全。煤矿企业要强化生产合理布局，严禁超能力超强度超定员组织生产。

多机构认为有四大逻辑支撑煤炭板块上扬：首先，煤价年初以来维持高位，市场对板块的盈利预期不断上调，板块估值水平处于低位，海外能源价格维持高位，进口煤价优势消失，一季度进口煤量同比下降24.2%，会对国内煤价产生明显的边际效应。这是板块持续上涨的基础；第二，降准预期、基建稳增长、地产政策放松等预期有助于改善需求预期，提升板块估值；第三，海外油价是板块近期波动的主要推手，海外原油及国内能化期货价格震荡后大涨，也推动煤炭股票上涨；此外，年初以来煤炭板块涨幅居首，目前还有动量效应，不断吸引资金关注。

图2：上证指数换手率变化



数据来源：大智慧

四月以来，北向资金流入平缓，在月中大幅净流出之后，近期逐步回流，北向资金减持此前加仓的医疗、白酒股，逐步切换至银行、新旧能源等板块。

图3：近一月北向资金净买入额



数据来源：大智慧

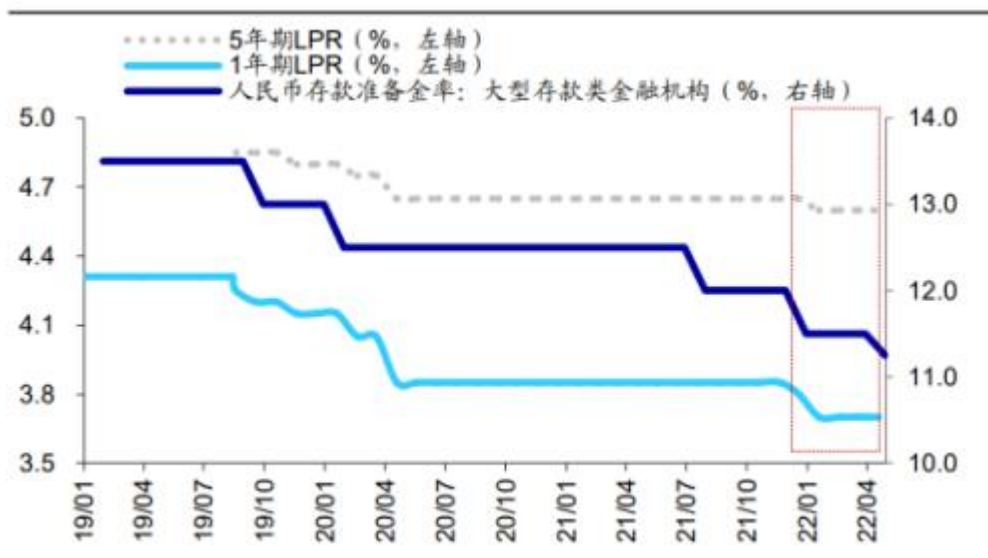
北向资金通常被视为“聪明资金”，北向资金经历了3月的大幅净流出后，逐步趋于均衡。展望5月，多机构认为宏观经济的结构性转变与产业政策坚持先立后破，“稳增长”将成为驱动市场运行的主要逻辑，机构表示：今年的政策环境其实较为积极，稳增长政策正不断加码，货币政策方面央行于去年底降准50BP，今年1月分别下调了1年期、5年期LPR利率，4月再次宣布降准25BP，10年期国债利率中枢也从21年的3.03%降至目前的2.78%，社融存量同比增速已从21/10的低点10%升至今年3月的10.6%，同期M2同比增速也从8.7%升至9.7%。

图4：社融和M2增速回升中。



数据来源：机构

图5：2020年以来，降准和降低LPR并行



数据来源：机构

机构表示：对 A 股中长期的市场底部判断不变。短期需要观察的因素增多，一方面，业绩发布进入最后阶段，投资者防范上市公司业绩不达预期的压力有所增大。另一方面，4 月份后程要召开中央政治局会议，在分析一季度经济形势的同时，要对未来一阶段的经济工作做出部署，政策的进一步明确将对未来市场行情的发展构成参照。

从估值的角度看，当前沪深 300 股息率/十年期国债以及全部 A 股的风险溢价（PE 倒数与十年期国债的差值）均已触及 1 倍标准差的极值，显示当前股市的性价比已经很高。如果全年 5.5%左右的 GDP 目标能实现，机构预计 22 年全部 A 股归母净利润同比增速 5-8%左右，那未来市场会随着企业盈利的增加而逐步填坑，全年跌幅将会收窄。

图 6：A 股历史上政策底、市场底、业绩底情况



数据来源：机构

多机构表示配置上应该留有耐心，短期“稳增长”板块中的多数板块拥挤度已处于近 5 年来的高位水平，风险逐渐积累，需保持谨慎。投资者可围绕一季报挖掘业绩超预期的机会。主要有化肥、航运板块。

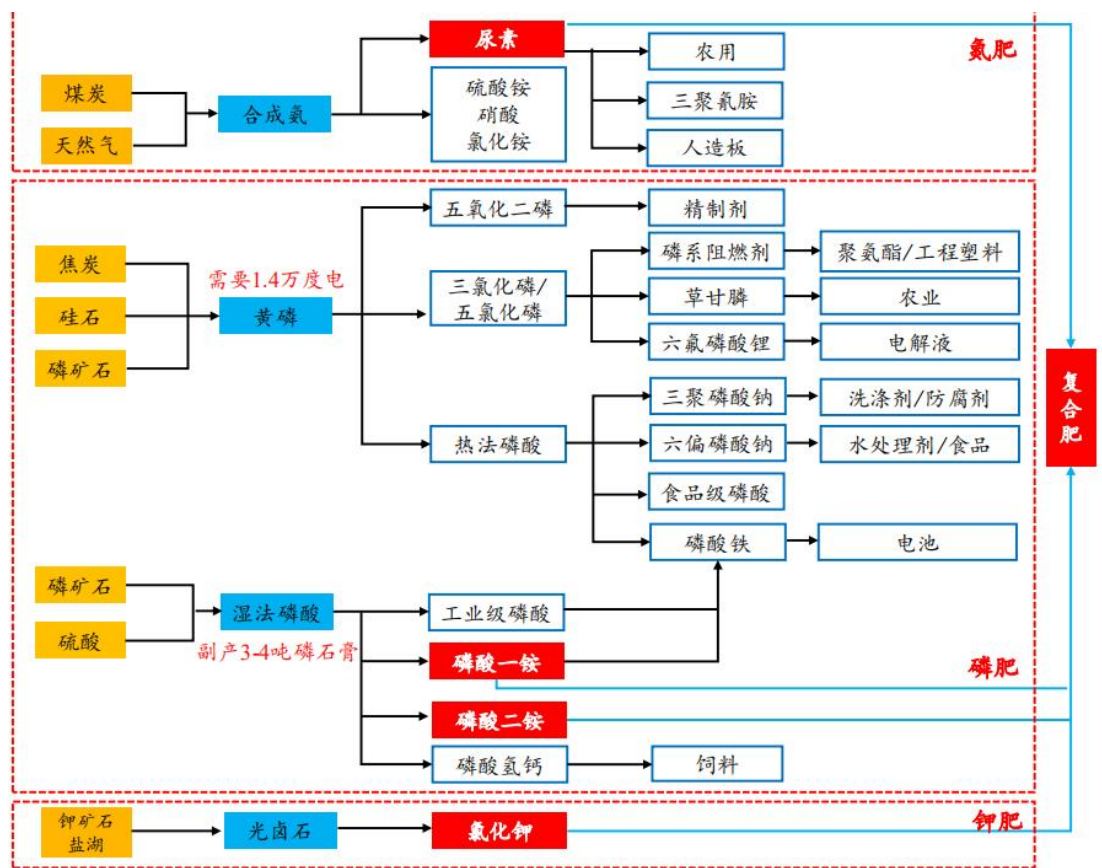
一、化肥板块。

交通运输部发布切实做好春季农业生产服务保障工作的通知提出，要主动对接农业农村部门，及时了解农机、农资和农产品运输需求，全力做好运输保障工作。已启用重点物资运输车辆通行证的地区，要将化肥、农药、种子等农资及其生产原料、农机及零配件纳入重点物资运输保障范围，优先发放通行证，优先承运、优先装卸、优先查验、优先放行；对需要跨区域转运的农机及配件等，要积极协助农机企业和服务主体办理通行证，“点对点”开展作业服务。对运输化肥等农用物资船舶要实施优先引航、优先过闸、优先锚泊、优先靠离泊措施，确保港口航道畅通运转。

1、全球粮食价格上行带动化肥行业景气回升，国内外化肥价格差异大。

化肥在促进粮食和农业生产发展中起到不可替代的作用，化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业。

图 7：氮肥、磷肥、钾肥和复合肥为四大主要品种。

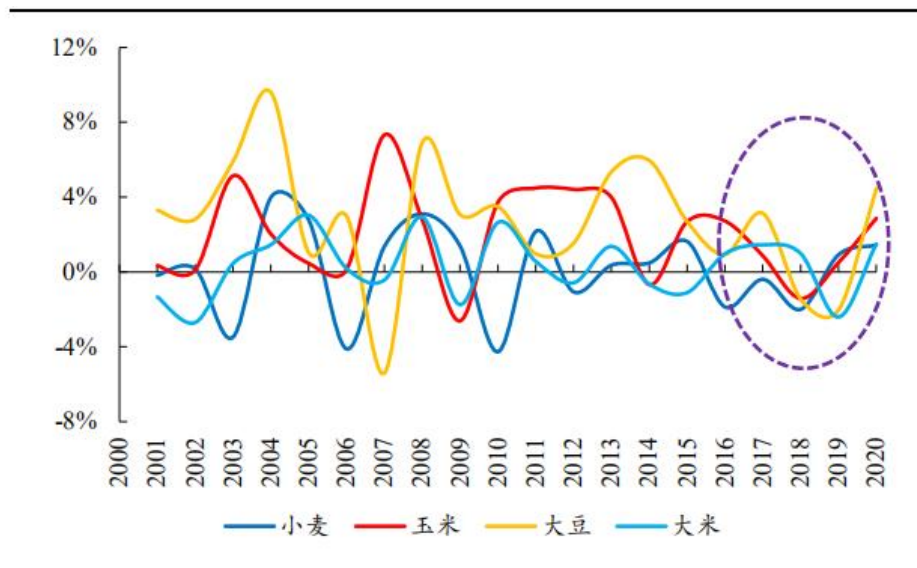


数据来源：机构研究

全球谷物产量、种植面积下滑后恢复缓慢，粮食需求刚性增长与耕地资源有限的矛盾对全球粮食安全提出挑战。

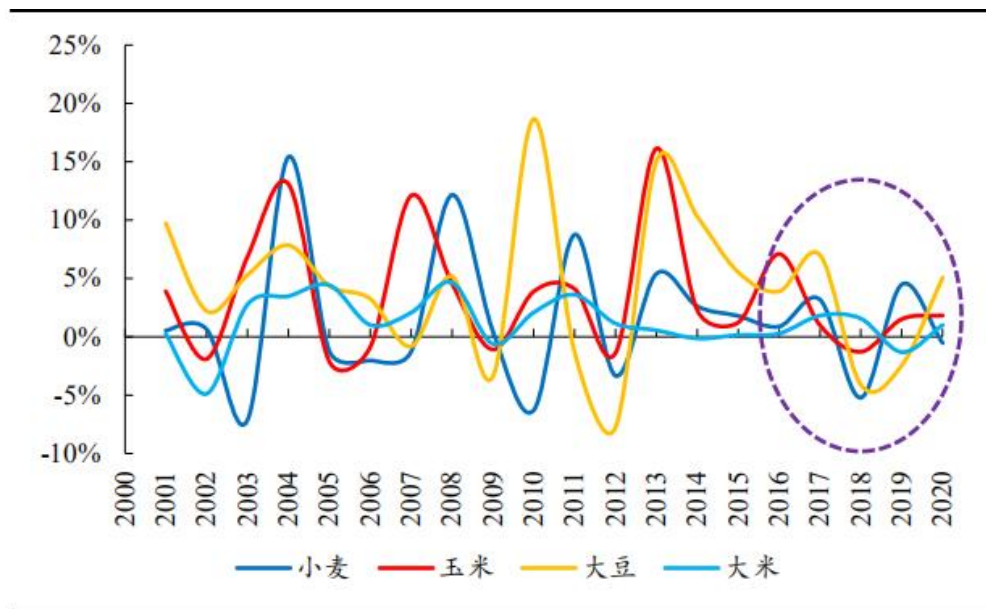
据联合国粮农组织（FAO）数据，2018年，全球谷物产量为29.07亿吨，同比下降1.86%；种植面积为7.24亿公顷，同比下降0.6%，随后缓慢回升；2015年以来，全球小麦、大豆、玉米、大米/稻谷等主要作物种植面积或产量均出现不同程度的下降趋势。

图8：2018年全球主要作物种植面积同比下滑。



数据来源：机构研究

图9：2018年全球主要作物产量同比下滑

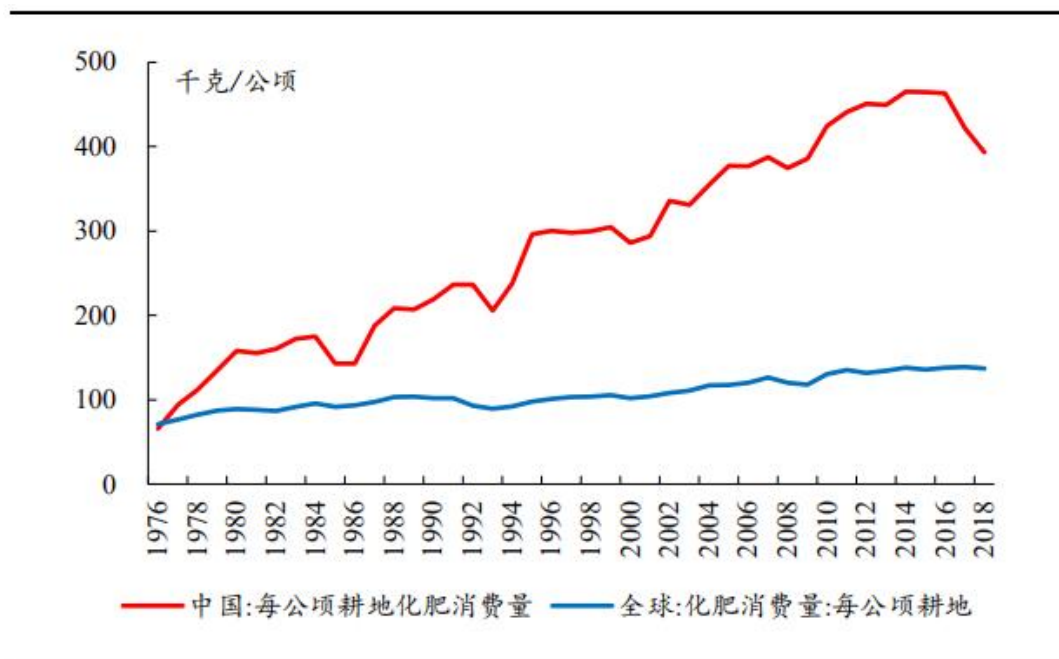


数据来源：机构研究

2、我国农业存在地少人多、粮食供需结构性不平衡等问题，化肥施用对粮食增产的贡献较大。

根据国家统计局数据,2021年我国粮食产量6.83亿吨,同比增长2.00%;粮食单位面积产量5.81吨/公顷,同比增长1.25%;2009-2021年,国内年末总人口由13.35亿人增长至14.13亿人,人均粮食作物播种面积维持在0.82-0.86人/公顷,并无明显增长,农业生产承担着较大的压力,部分粮食供给高度依赖进口。为满足我国粮食有效安全供应的需求,肥料养分资源供应与高效利用不可忽视。

图10: 中国单位面积耕地化肥使用量远高于全球平均水平

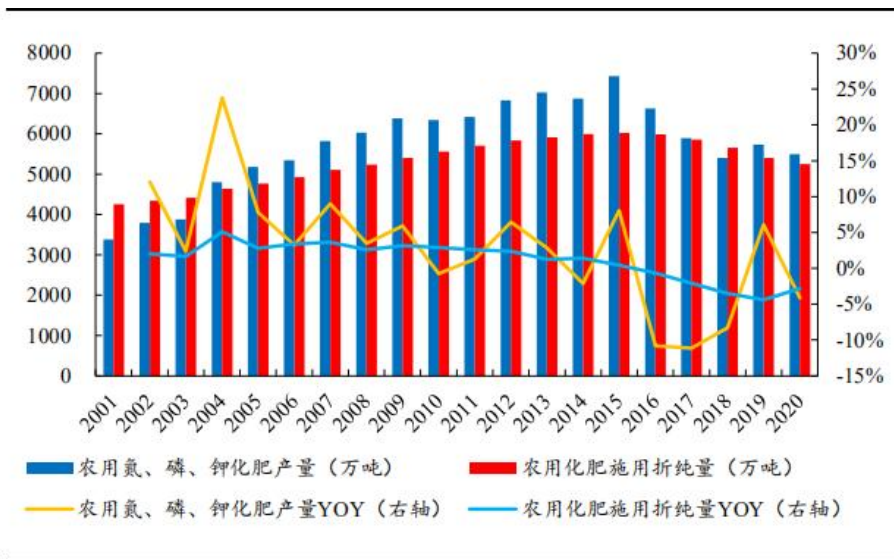


数据来源: 机构研究

国内供给侧结构性改革持续推进, 产能过剩问题得到初步缓解, 优化行业供给格局。

2022年2月22日,《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》对2022年全面推进乡村振兴重点工作进行了全面部署,文件第一部分就突出强调要全力抓好粮食生产和重要农产品供给;围绕牢牢守住保障国家粮食安全这条底线,保障粮食生产和重要农产品供给,肥料行业要有大作为。

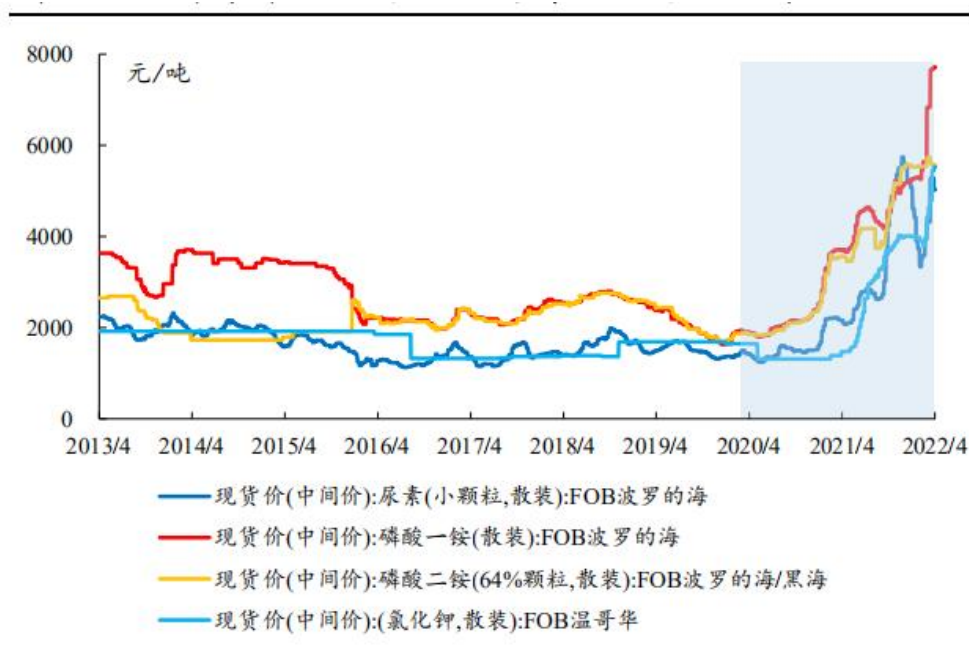
图11: 肥料产量下降速度快于施用量下降速度



数据来源：机构研究

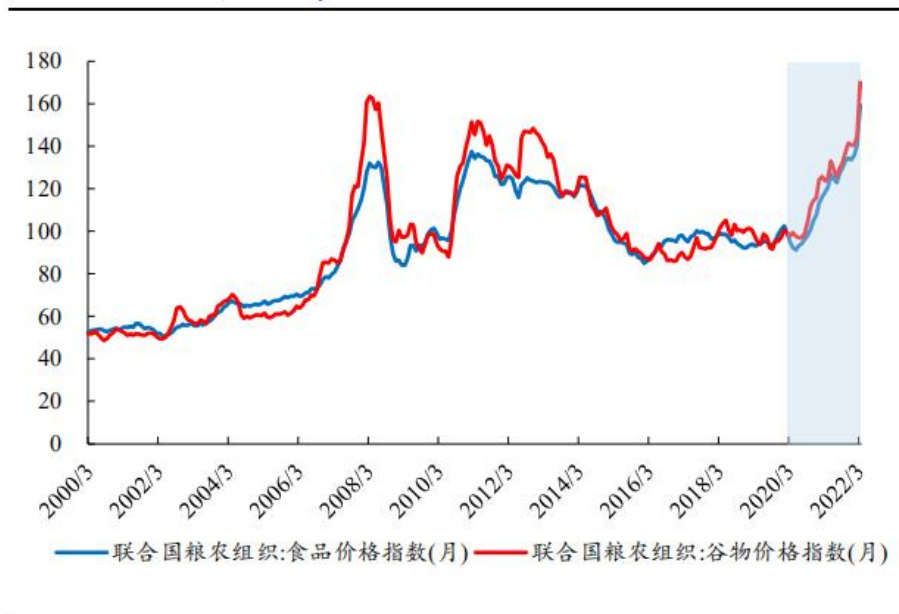
机构认为：全球粮食供应短缺情况加剧, 助推粮价再创新高。此外, 全球海运费上涨、海外天然气等能源价格高位以及西方国家对俄罗斯等采取的制裁措施等因素也导致全球肥料产能释放不达预期、进出口不畅。在供需逐渐趋于平衡、粮食重要性日益凸显等宏观背景下, 化肥行业景气度见底回升, 价格开启上行通道。

图12：目前海外化肥价格较国内化肥价格差异较大



数据来源：机构研究

图 13: 全球粮食价格延续上扬



数据来源：机构研究

机构分析化肥目前竞争格局，认为供给端海外能源价格高位、局部地区冲突导致化肥供应稳定性不足，我国作为全球氮肥、磷肥的主要出口国，供给侧改革持续优化化肥行业格局，行业扩产有限。

同样，机构分析需求端，全球粮食安全重要性进一步凸显，国际粮价保持上涨态势，国内“保供稳价”“粮食补贴”等政策的公布，**将带动国内外种植产业链均步入景气周期，进而带动农资消费需求，化肥行业景气度稳步回升，行业龙头公司将凭借矿产资源、技术及产业链一体化等优势受益。**

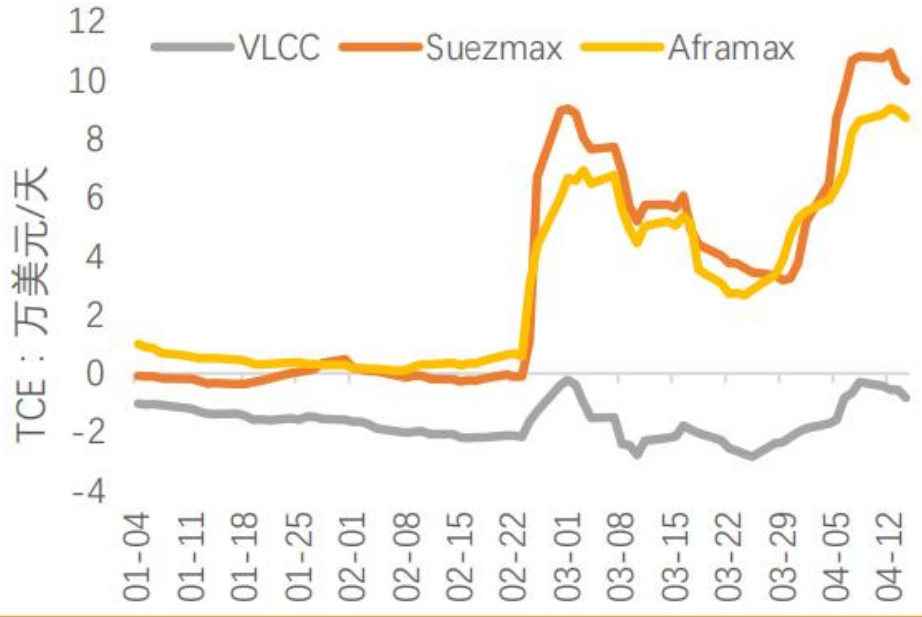
二、航运板块。

全球石油贸易正在重构，油运航线结构变化将导致平均运距的变化，油运需求随之变化。2022 年 2 月底以来，全球油轮运价大幅上涨俄罗斯船舶的运营受到影响，周转率下降。

俄罗斯油轮运力占全球的 2% 左右，其中阿芙拉型占 5% 左右，周转率下降对全球运力供给有影响。全球油轮运力较为充足，闲置和储油船舶回归运输市场、航速提高都能增加运力，新船交付也能增加运力。

机构认为：2022 年全球油运需求有望快速恢复，运力周转率有望回升。

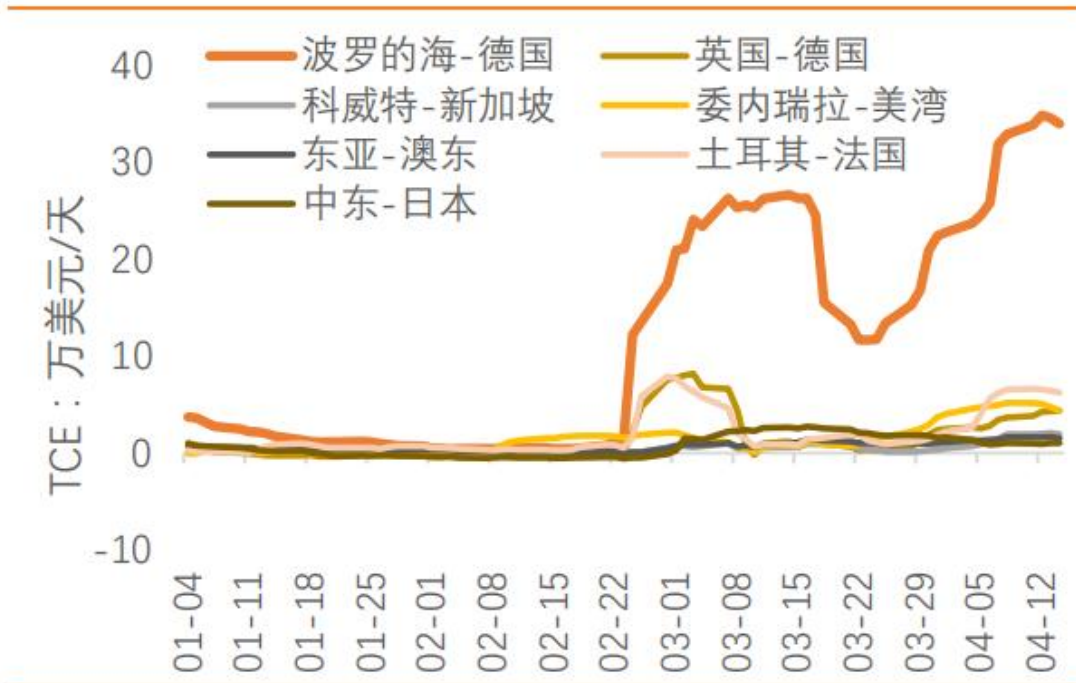
图 14: 国际油轮运价飙升。



数据来源：机构研究

俄罗斯石油出口相关的苏伊士和阿芙拉型油轮租金大幅上涨，而 VLCC 的租金仍在低位。同时，苏伊士型和阿芙拉型油轮的二手船价格比较稳定。

图 15：波罗的海航线阿芙拉型船运价大涨



数据来源：机构研究

2022年3月，俄罗斯出口石油海运周转量同比增长11%，与对中印出口增加、运距更长有关；而

全球石油海运周转量持平，与油运航线系统性调整有关。

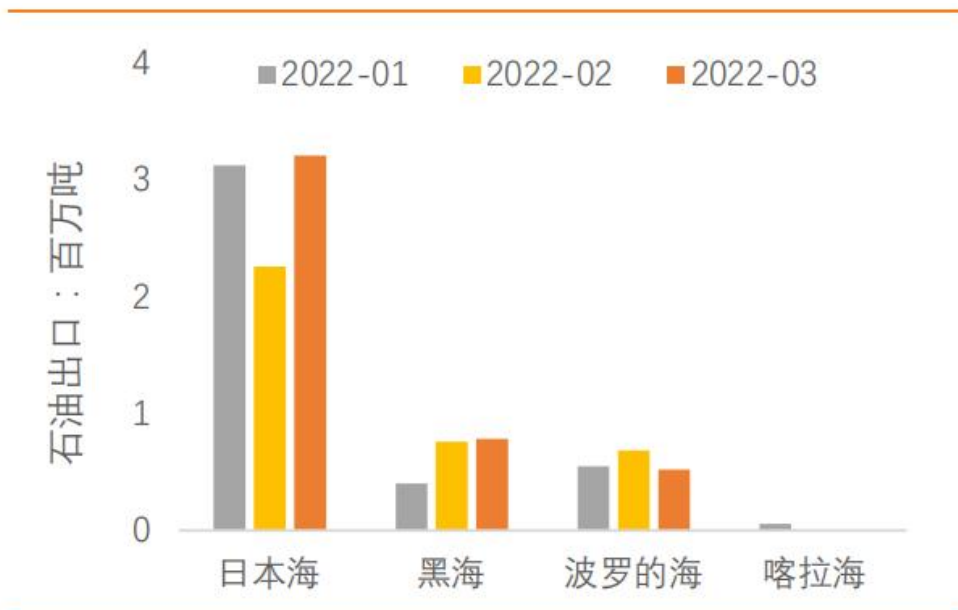
图 16：石油海运周转量对比



数据来源：机构研究

中国进口石油的平均运距稳定，从俄罗斯进口石油的运距变长。2022年3月，中国增加了从黑海进口石油，减少了从挪威进口石油，运距略有增加。

图 17：3月俄罗斯对中国海运石油出口增长主要来自黑海



数据来源：机构研究

俄罗斯石油出口相关的苏伊士和阿芙拉型油轮租金大幅上涨，而 VLCC 的租金仍在低位。同时，苏伊士型和阿芙拉型油轮的二手船价格比较稳定。中印欧美石油进口来源地变化，多数航线航程更短。

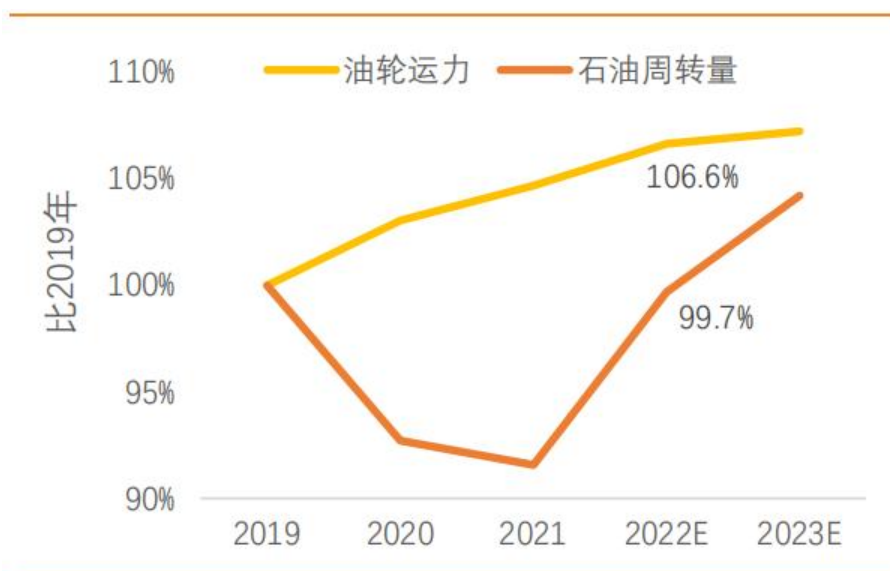
图 18：石油进口来源地替代

从俄进口	国家/组织	波罗的海					黑海				
		中东	西非	西北欧	中南美	北美	中东	西非	西北欧	中南美	北美
增加	中国	5900	1700	-2429	874	-3300	2600	-1600	-5729	-2426	-6600
	印度	6350	500	-3854	-3779	-4750	3150	-2700	-7054	-6979	-7950
	土耳其	230	-770	730	-1770	-2270	-3300	-4300	-2800	-5300	-5800
减少	美国	7000	1000	-1000	-1635	-4000	5500	-500	-2500	-3135	-5500
	欧盟	5200	3300	-775	4211	3860	2849	949	-3126	1860	1509
	平均	4936	1146	-1466	-420	-2092	2160	-1630	-4242	-3196	-4868

数据来源：机构研究

今年以来，受外部因素刺激油轮运力持续增长，而油运需求受影响，所以油轮运力周转率下降。机构预计 2022 年运力将低增长，而油运需求有望恢复，所以油轮运力周转率将回升。

图 19：油轮运力持续增长，石油周转量逐渐恢复

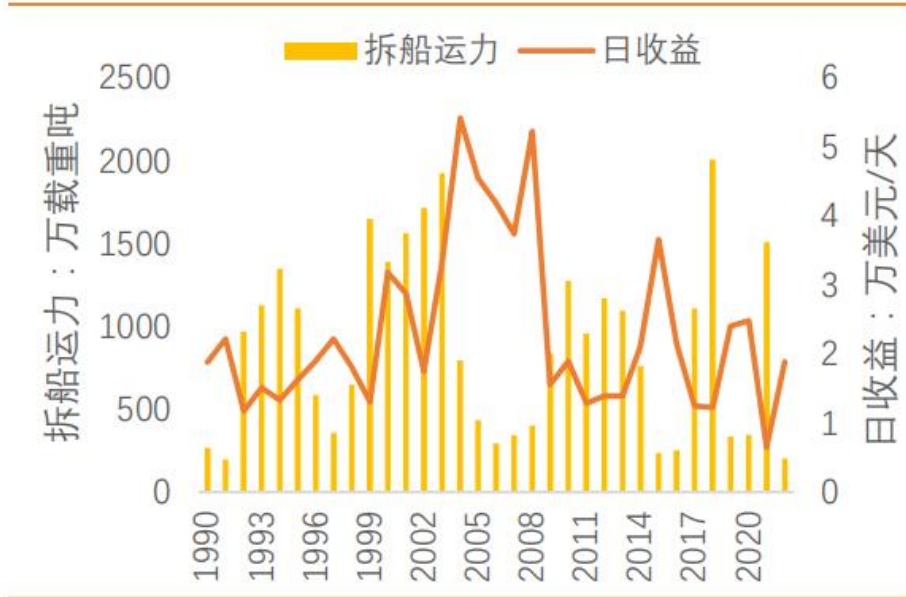


数据来源：机构研究

存量运力有释放空间。一方面，部分油轮处于储油和闲置状态，如果进行运输，可以增加有效运力供给；另一方面，运输的船舶平均航速较低，当运价较高时，部分经济型船舶的航速有提升空间。

未来运力增长取决于运价。船舶订单的交付计划比较明确，交付率随着运价变化，运价越高则交付率越高。船舶拆解量波动较大，也与运价相关，运价越高则拆解量越低。所以运价越低，未来的运力增速越低；运价越高，未来的运力增速越高。

图 20：油轮运力持续增长，石油周转量逐渐恢复



数据来源：机构研究

机构认为：航运供给超预期紧缺、对供应链稳定的担忧，有望为航运运价提供支撑。此外，俄乌双方以及欧美各国进出口贸易也可能部分转向，刺激贸易相关的航运港口板块表现。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司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，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。