

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

瑞信 AT1 债券处理方式震惊市场，债市场暴跌，欧洲监管安抚：股权先于 AT1 债券承担损失

第一共和银行暴跌近 50%，摩根大通牵头，讨论将存款转为资本注入等选项

“新美联储通讯社”：美联储在加息问题上面临艰难决定

习近平抵达莫斯科，在伏努科沃专机机场发表书面讲话；习近平会见俄罗斯总统普京

中国 3 月 LPR 报价连续第七个月维持不变

银河观点集萃:

● **宏观:** 收入继续承压、民生支出加力。扩大内需是 2023 年政策首要任务，财政政策正在逐步加力。当前我国经济仍处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾。在 2023 年财政预算草案中的“2023 年主要收支政策”部分，“发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求”被列在首要位置。1-2 月财政支出保持了 7.0% 的相对较高增速，并支持基本民生、科技攻关等重点领域投资提速。后续关注财政在促销费、稳投资方向的政策举措。

● **宏观:** 风险上行时——国内外央行均在补充流动性。1 月仍然受到新冠的影响，2 月份返工也并不及时，我国工业生产表现弱于预期。但从高频数据来看，3 月经济回升幅度超过 1-2 月，工业生产进一步加快，消费更快上行，投资平稳，但出口负增长，预计一季度 GDP 增速约为 4.0%。消费之中，汽车、手机、家电等相对偏弱，餐饮消费较为稳健。受汽车降价等的促进，预计 3 月全社会零售消费增速恢复至 5% 以上。由于 2022 年低基数原因，全年消费增速会在 8% 以上。1-2 月基础设施投资超预期。1-2 月政府债券融资 1.22 亿元，创历史新高。房地产投资下滑速度减缓，商品房新开工、商品房竣工、商品房销售均有好转。房地产行业的支持政策延续，虽然行业仍然处于出清过程，但可能已度过底部。预计 2023 年年中销售增速转正，年底开发投资增速接近转正。

● **电新:** 全球风电需求旺盛，漂浮式海风未来可期。建议把握两条主线：一是成本管控能力强的平台型整机企业，推荐明阳智能（601615.SH）、三一重能（688349.SH）、金风科技（002202.SZ）等；二是受益于大型化、海风化的零部件厂商，推荐东方电缆（603606.SZ）、天顺风能（002531.SZ）、中材科技（002080.SZ）、大金重工（002487.SZ）等。

银河观点集锦

宏观：收入继续承压、民生支出加力——1-2月财政收支分析

1、核心观点

3月17日国家统计局发布，2023年1-2月份全国公共财政累计收入45642亿元，同比下降1.2%（前值+0.6%），公共财政累计支出40898亿元，同比增长7%（前值+6.1%）。

一、公共财政收入增速整体平稳，进口与消费税拖累明显。2023年1-2月公共财政收入累计4.56万亿元，累计同比下降1.2%（前值+0.6%）。其中，税收收入3.94万亿元，同比-3.4%（前值-3.5%），非税收入0.62万亿元，同比+15.6%（前值+24.4%）。主要税种之中，国内增值税1.58万亿元，同比+6.3%（前值-23.3%）；企业所得税1.02万亿元，同比+11.4%（前值+3.9%）；进口环节税0.29万亿元，同比-21.6%（前值+15.4%）；国内消费税0.36万亿元，同比-18.4%（前值+20.3%）；个人所得税0.39万亿元，同比-4%（前值+6.6%）。

二、公共财政支出保持较高强度，民生等重点领域支出得到有力保障。2023年1-2月公共财政支出累计4.09万亿元，同比+7%（前值+6.1%）。1-2月的基建投资增速达到12.18%（其中电力热力燃气及水生产行业投资达到+25.4%），均较去年有所提速。各项目支出增速依次是：卫生健康+23.2%（前值+17.8%）、农林水事务+11.4%（前值+2.3%）、社会保障和就业+9.8%（前值+8.1%）、科学技术+3.9%（前值+3.8%）、教育+1.4%（前值+5.5%）、城乡社区事务+0.7%（前值-0.2%）、交通运输-0.2%（前值+5.3%）、文化旅游体育与传媒-4.8%（-2.0%）、节能环保-5%（前值-3.2%），以及债务付息+27.3%（前值+8.7%）。

三、政府性基金收入延续下滑态势，国有土地使用权出让收入进一步下探。2023年1-2月全国政府性基金收入累计0.7万亿元，同比-24%（前值-20.6%），其中国有土地使用权出让收入0.56万亿元，同比-29%（前值-23.3%）；1-2月，全国政府性基金支出累计1.25万亿元，同比-11%（前值-2.5%），其中，国有土地使用权出让收入支出0.78万亿元，同比下降15.7%。

四、扩大内需是2023年政策首要任务，财政政策正在逐步加力。当前我国经济仍处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾。在2023年财政预算草案中的“2023年主要收支政策”部分，“发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求”被列在首要位置。1-2月财政支出保持了7.0%的相对较高增速，并支持基本民生、科技攻关等重点领域投资提速。后续关注财政在促销费、稳投资方向的政策举措。

风险提示：1.全球银行危机；2.主权信用风险。

（分析师：高明）

宏观周报：风险上行时——国内外央行均在补充流动性

1、核心观点

硅谷银行与美联储：3月10日SVB破产，3月12日美国财政部、美联储、FDIC宣布全面保护SVB及其他风险银行的储户存款，但不保护股东和部分债权人；允许银行抵押资产向FDIC借钱，暂定额度250亿美元。SVB破产影响最大的公司和相对富有的人（主要是公司创始人）。鉴于银行业的资金量和FED的支持，银行业危机仍然为时尚早。但是银行业面临的压力没有解决，高利率环境对于银行负债端的压力仍在加大，需调整加息进程。

瑞士信贷与欧央行：3月14日瑞信内控问题发酵后，市场对50BP的加息幅度产生怀疑。但3月16日欧洲央行仍然加息50BP，表明欧央行关注的主线仍是通胀。欧元区2月HICP同比8.5%（前值8.5%）；核心HICP同比5.6%（前值5.3%）。对于瑞信事件，3月16日拉加德指出：“如果需要的话，我们有足够的工具和措施。如果出现流动性危机的话，我们会和过去一样做出迅速而有创造力的反应，但目前并未见到”。目前欧洲的金融风险除了银行系统流动性问题，还有个别国家的债务问题。瑞信事件之后，意大利等高债务国家的国债尚未遭到严重抛售，与德债利差也没有明显变化。

美国通胀率正在下行。2月CPI增速降至6.0%（前值6.4%），符合预期；核心CPI降低至5.5%（前值5.6%）；CPI季调环比0.4%，核心CPI环比0.5%，当前商品涨价放缓，能源开始通缩，预计名义CPI上半年回落至4%以下；考虑工资增速，下半年核心CPI下半年应在3.5%-4%的范围。

美元指数、美国利率显著下降，黄金大幅反弹。3月17日美国10年期国债收益率降至3.39%，比月初下降近70BP；10年与2年期利差倒挂缩小至-50BP（3月以来约为-90BP），美元指数降至103.86，反映美联储加息预期回落。伦敦金大幅度反弹至1962美元/盎司，一周涨幅超100美元，反映银行危机的影响。市场预期3月22日美联储加息25BP，而3月16日欧央行已加息50BP，意味着欧央行短期比美联储更鹰，也将阻止美元上行。人民币贬值压力缓解（3月17日USDCNY即期6.88），也有助于国内流动性回暖。

人民银行降准：3月17日宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，预计释放资金6500亿左右，为银行节约成本约65亿元。主要目的包括了保持流动性合理充裕、降低银行成本、平稳资金利率、支持政府债券融资、对冲海外银行危机的传播、支持国内经济的进一步修复。目前国内正进入稳货币宽信用的格局，对应经济复苏初期至中期阶段，有利于权益市场。

中国经济向好但还不够好。1月仍然受到新冠的影响，2月份返工也并不及时，工业生产表现弱于预期。但从高频数据来看，3月经济回升幅度超过1-2月，工业生产进一步加快，消费更快上行，投资平稳，但出口负增长，预计一季度GDP增速约为4.0%。消费之中，汽车、手机、家电等相对偏弱，餐饮消费较为稳健。受汽车降价等的促进，预计3月全社会零售消费增速恢复至5%以上。由于2022年低基数原因，全年消费增速会在8%以上。1-2月基础设施投资超预期。1-2月政府债券融资1.22亿元，创历史新高。房地产投资下滑速度减缓，商品房新开工、商品房竣工、商品房销售均有好转。房地产行业的支持政策延续，虽然行业仍然处于

出清过程，但可能已度过底部。预计 2023 年年中销售增速转正，年底开发投资增速接近转正。

风险提示：美国银行业危机。

(分析师：高明)

金工：市场表现持续平稳，供给节奏加快

1、核心观点

转债市场概况

截至 3 月 17 日，中证转债表现依然平稳，本周跌幅仅为 0.58%，优于中证全指（-4.15%）以及其他主要指数。沪深 300 指数下跌了 4.47%，创业板指数下跌了 3.08%，上证 50 下跌了 5.47%，国证 2000 下跌了 4.10%。转债的平均价格为 121.97 元，分位值为 83.99%，仍处于历史较高水平。截至 3 月 17 日，百元溢价率为 25.33%，较去年同期下降了 0.39 个百分点。本周共新发行了 3 只转债，其中 1 只上市，1 只完成赎回。值得注意的是，证监会核准的节奏加快，后续新券供给速度有望继续增加。目前，存量可转债数量为 478 只，余额为 8441.86 亿元，整体余额在上周基础上有所提升。

板块变化与因子表现

从板块来看，各板块均出现下跌。环保工程和新基建板块相对表现较好，分别下跌 0.49% 和 0.27%。其余表现较好的三大板块分别为芯片（-0.36%）、医药（-0.46%）。相比之下，传统制造、汽车零部件和银行/证券板块表现最差，分别下跌 1.79%、1.57% 和 1.47%。防御性因子和低估值因子在因子表现方面显示出明显的防御性优势。本周市场整体呈现持续下跌态势，转债市场的防御性优势得到了充分的体现，投资者更倾向于选择防御性较强、低估值的转债。尽管复合因子具有较强的防御性，但由于市场持续下跌，其收益仍然出现了下滑。

转债策略表现与持仓分析

本周“固收+”组合净值本周出现了 0.2% 的跌幅，组合仓位调整至 32.7%，平均价格为 129.34 元。此外，本周转债市场的活跃表现出现明显的压缩，高平价转债回落幅度相对较大，这也表明市场的整体表现较为谨慎。由于市场的调整，持仓转债本月以来平均实现 0.89% 的负收益，年化收益率也略有下降。本周中，转债市场的活跃表现出现明显的压缩，高平价转债回落幅度相对较大，市场的整体表现依然谨慎。

风险提示：历史数据不能外推，本文仅以统计数据及模拟测算提供判断依据，不代表投资建议。

(分析师: 马普凡)

电新: 全球风电需求旺盛, 漂浮式海风未来可期

1、核心观点

海外提高装机目标, 海风占比持续提升。根据 BNEF 数据, 预计 2023 年全球累计风电装机量将达到 1TW, 2030 年接近 2TW, 海风贡献大, 预计海风的装机占比将从 2022 年的 10% 提高到 2030 年的 28%, 2035 年海风累计装机有望达到 521GW, 是 2021 年的 10 倍。2025 年欧洲海风市场有望加速发展, 美国陆风装机将于 2024 年开始回弹, 并逐年攀升。

2023 年招标持续高景气。据风芒能源不完全统计, 在 2022 年招标数据创历史新高(87GW) 的基础上, 2023 年 1-2 月我国风电招标规模达 14.3GW, 其中陆风 12.7GW, 海风 1.6GW。我们预计 2023 年陆风新增装机有望超过 55GW, 同比增长约 60%; 海风新增装机超过 10GW, 同比翻番不止。“十四五”风电规划装机量超 300GW。我国“十三五”风电装机量 153GW, 是“十三五”规划装机量的 1.9 倍。BNEF 预测“十四五”风电规划装机量达 332GW, 较“十三五”实际装机量翻番不止, 其中“三北”地区装机规划占比约 62%。

中国风机大型化全球领先。国外海上风机最大单机容量已达 15MW (维斯塔斯), 国内 18MW (明阳智能、中国海装)。大型化趋势提速。从设备来看, 近两年多数定标机型在 7~8MW 之间。根据 CWEA 数据, 2022 年我国下线的新型海风机组的平均单机容量达 11.5MW, 到 2025 年最大单机容量可达到 20MW。

海风加速深远化, “十四五”前中期降本增效压力大。《深远海海上风电管理办法》有望出台, 我们预计有关“双三十”建设新规可能即将落地。海风加速走向深海。海风开发成本依然较高。根据水规院数据, 目前近海场址工程单位千瓦投资依然达到 1~1.2 万元/千瓦, 年利用率小时数在 2800 小时~3800 小时之间, 项目资本金收益率在 4%~8% 之间; 深远海场址工程单位千瓦投资超过 1.4 万元/千瓦, 年利用率小时数超过 3500 小时, 项目资本金收益率多数低于 6%。

漂浮式海上风电蓬勃发展, 2026 年有望开启商业化进程。GWEC 预计, 全球漂浮式海风装机 2021-2025 年复合增长率可达 104.7%, 2026-2030 年达 59.6%。经济性欠缺。目前漂浮式单位造价在 4-5 万/KW 左右。成本降幅可期。根据 BNEF 预测, 2025-2030 年主机和平台成本有望大幅下降, 使整体造价降低 40% -56% 至 17585 元/kW, 预计 2035 年成本将接近当前固定式风机。

2、投资建议

建议把握两条主线: 一是成本管控能力强的平台型整机企业, 推荐明阳智能(601615.SH)、

三一重能（688349.SH）、金风科技（002202.SZ）等；二是受益于大型化、海风化的零部件厂商，推荐东方电缆（603606.SZ）、天顺风能（002531.SZ）、中材科技（002080.SZ）、大金重工（002487.SZ）等。

风险提示：“双碳”目标推进不及预期；产业政策变化带来的风险；行业竞争加剧销售价格下移超预期；产品盈利下滑超预期。

（分析师：周然）

环保公用：1-2月电力数据发布，看好电力需求持续复苏

1、核心观点

公用事业方面，国家能源局发布2月份全社会用电量等数据。2月份，全社会用电量6950亿千瓦时，同比增长11.0%。分产业看，第一产业用电量84亿千瓦时，同比增长8.6%；第二产业用电量4523亿千瓦时，同比增长19.7%；第三产业用电量1235亿千瓦时，同比增长4.4%；城乡居民生活用电量1108亿千瓦时，同比下降9.2%。

环保方面，发改委官网发布《关于全面巩固疫情防控重大成果 推动城乡医疗卫生和环境保护工作补短板强弱项的通知》，通知提出，加强疫情监测和常态化预警处置能力。抓紧补齐重点环节防控设施短板。健全医疗卫生服务网络设施。加强医疗物资资源统筹调配能力建设。加快完善环境基础设施。补齐生活污水收集处理设施短板。到2025年，新增和改造污水收集管网4.5万公里，基本消除城市黑臭水体，农村生活污水治理率提高到40%。

2、投资建议

公用：1-2月电力数据发布，看好电力需求持续复苏。国家能源局发布1-2月电力数据，1-2月全社会用电量同比增长2.3%，2月全社会用电量同比增长11%。其中2月用电量高增长一方面是由于制造业用电需求旺盛，2月制造业PMI为52.6，环比上升2.5pct，另一方面也是因为去年春节低基数所致。考虑春节因素，1-2月用电量同比仍有所增长。随着疫情防控放开，以及两会后续稳增长政策发力，有利于市场需求恢复和经济循环畅通，我们看好疫情后电力需求持续复苏。

建议关注：三峡能源（600905）、龙源电力（001289）、太阳能（000591）、芯能科技（603105）、中闽能源（600163）、江苏新能（603693）、华能国际（600011）、国电电力（600795）、协鑫能科（002015）、华能水电（600025）、川投能源（600674）、九丰能源（605090）、新奥股份（600803）。

环保：加快完善环境基础设施，关注下沉环保市场。近日，国家发改委发布有关同罪，其中提到，加快完善环境基础设施。补齐生活污水收集处理设施短板。其中关于生态环保的目标是，到2025年，新增和改造污水收集管网4.5万公里，基本消除城市黑臭水体，农村生活

污水治理率提高到 40%。目前国家聚焦乡村振兴、美丽乡村等重点工作，县镇乡村地区的污水处理、垃圾焚烧等环保基础设施下沉市场空间有望释放，提振环保行业相关需求。

建议关注：ST 龙净(600388)、仕净科技(301030)、盛剑环境(603324)、聚光科技(300203)、伟明环保(603568)、高能环境(603588)、华宏科技(002645)、天奇股份(002009)、旺能环境(002034)、路德环境(688156)、山高环能(000803)、英科再生(688087)。

风险提示：原料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；政策执行力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；政策调控压力下煤价大幅下跌的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

有色：银行业危机发酵，美联储降息预期升温继续推荐黄金板块

1、核心观点

市场行情回顾

本周上证指数上涨 0.63%，报 3250.55 点；沪深 300 指数下跌 0.21%，报 3958.82 点；SW 有色金属行业指数本周下跌 2.12%，报 4777.89 点。在 A 股 31 个一级行业中，本周有色金属板块下跌 2.12%，涨跌幅排名第 24 名。分子行业来看，本周有色金属行业 5 个二级子行业中，工业金属、贵金属、小金属、能源金属、金属新材料较上周变动幅度分别为-1.49%、5.90%、-3.76%、-4.31%、-3.69%。

重点金属价格数据

本周上期所铜、铝、锌、铅、镍、锡分别收于 67220 元/吨、18230 元/吨、22520 元/吨、15405 元/吨、175960 元/吨、183520 元/吨，较上周变动幅度分别为-2.78%、-0.74%、-2.47%、1.58%、-3.93%、-3.29%。本周上期所黄金、白银分别收于 432.44 元/克、5059.00 元/千克，较上周变动幅度分别为 3.93%、5.40%。本周 COMEX 黄金、白银分别收于 1993.70 美元/盎司、22.75 美元/盎司，较上周变动幅度分别为 6.77%、10.94%；美元指数收于 103.86，较上周同比变化-0.75%；美国 10 年期国债实际收益率下跌 15 个 bp 至 1.29%。本周氧化镨钕、氧化铽、氧化镱、烧结钕铁硼 N35 毛坯分别收于 55.75 万元/吨、985 万元/吨、197 万元/吨，182.5 元/公斤，较上周变动幅度分别为-8.23%、-6.64%、-0.51%、-1.08%。本周电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、电池级氢氧化锂、澳洲锂精矿价格分别收于 315000 元/吨、266000 元/吨、395400 元/吨、4900 美元/吨，较上周变动幅度分别为-10.00%、-14.19%、-4.12%、-2.00%。本周国内电解钴、MB 电解钴、四氧化三钴、硫酸钴分别收于 31 万元/吨、18.13 美元/磅、17.35 万元/吨、4.3 万元/吨，较上周分别变动-1.59%、2.14%、0.58%、0.00%。

2、投资建议

美国 2 月 CPI 同比增长 6%，连续第八个月下滑，为 2021 年 9 月以来新低；核心 CPI 同比增长 5.5%，连续第六个月下降，为 2021 年 12 月来新低，美国通胀继续呈回落趋势。此外，尽管美联储与美国政府迅速采取措施抑制美国硅谷银行倒闭所引发的溢出效应，但美国银行业与金融市场在本周仍然遭遇到了较大冲击，并有从小银行向瑞信等大行业扩散的趋势。高利率环境下银行业所面临的资金与流动性风险正逐步暴露与放大。在银行业暴雷的风险下，美联储或将被迫放缓加息进度。目前市场对于美联储 3 月加息 50 个基点的预期已从此前最高的 80% 以上下降至目前的 0%，而加息 25 个基点的概率上升至 62%；且市场对于美联储降息的预期也迅速升温，预计美联储最快将于 6 月开始降息。降息预期下本周美国 10 年期国债收益率继续下降 15bp，驱动黄金价格大幅上涨。我们继续推荐黄金板块，建议关注银泰黄金（000975）、中金黄金（600489）、赤峰黄金（600988）、山东黄金（600547）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）、华钰矿业（601020）。

风险提示：1) 消费复苏不及预期；2) 疫苗效用及普及不及预期；3) 金属价格大幅下滑；4) 矿端出货量远不及预期。

(分析师：华立, 阎予露)

机械：宏观经济企稳向好，紧抓顺周期通用设备底部复苏

1、核心观点

市场行情回顾：上周机械设备指数下跌 2.06%，沪深 300 指数下跌 0.21%，创业板指下跌 3.24%。机械设备在全部 28 个行业中涨跌幅排名第 22 位。剔除负值后，机械行业估值水平 32.0（整体法）。上周机械行业涨幅前三的板块分别是轨道交通设备、注塑机、机器人；年初至今涨幅前三的细分板块分别是仪器仪表、半导体设备、机器人。

周关注：宏观经济企稳向好，紧抓顺周期通用设备底部复苏

开年宏观数据企稳向好，下游需求有望持续修复。2023 年 1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 2.4%，环比 2022 年 12 月提升 1.1pct；其中，制造业工业增加值同比增长 2.1%。投资方面，1-2 月全国固定资产投资同比增长 5.5%，环比去年 12 月小幅回升 0.4pct；基建、制造业固定资产投资保持韧性，同比分别增长 9% 和 8.1%；房地产投资降幅明显收窄，同比下降 5.7%。受 1 月疫情尾声和春节等因素影响，生产端仍处恢复阶段，1-2 月通用设备制造业工业增加值同比下降 1.3%；工业机器人累计产量 62036 台，同比下降 19.2%；金属切削机床累计产量 8 万台，同比下降 11.8%。但从 PMI 和社融数据来看，1-2 月我国 PMI 重回扩张区间，社融持续超预期，企业中长期贷款延续多增态势。开年以来我国制造业景气水平显著回升，基

建、制造业融资需求保持强劲态势，项目开工情况逐步好转，下游设备需求有望持续改善。

把握顺周期通用设备底部复苏+自主可控投资主线，建议关注相关标的。展望 2023 年，制造业投资仍是政策发力的方向，增长将主要来源于政策对于高技术制造业的支持、国际形势不确定增强下的产业链自主可控，及设备更新周期等。近期召开的两会也继续强调稳增长、产业升级、核心技术攻关等关键词。我们认为，通用设备有望在 Q2 迎来修复，投资机会更多来自进口替代：1) 数控机床周期向上，政策支持工业母机自主可控，行业集中度提升以及向高端化发展趋势明朗。相关标的纽威数控、海天精工、国盛智科、创世纪、科德数控、秦川机床、拓斯达；2) 数控刀具，高端产线放量+制造业自主可控，今年刀具高端产品进口替代有望加速。相关标的欧科亿、华锐精密、中钨高新；3) 工业机器人，目前国产化率约为 35%，国产机器人产业链进步有望在提升机器人各环节国产化率的同时推动机器人行业新一轮发展。相关标的埃斯顿、绿的谐波。

2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

风险提示：新冠肺炎疫情反复；政策推进程度不及预期；制造业投资增速不及预期；行业竞争加剧等。

(分析师：鲁佩,范想想)

社服：免税行业开启新一轮整合，Q2 低基数+政策催化有望驱动板块估值修复

1、核心观点

板块表现：

本周社服行业涨跌幅为-2.98%，在所有 31 个行业中周涨跌幅排名第 30 位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：教育(-0.1%)，旅游及景区(-1.9%)，专业服务(-4.3%)，酒店餐饮(-5.4%)。

重点公告&事件：

(1) 王府井国际免税港 4 月 8 日正式开业，将举办海南首届香化节；(2) 文化和旅游部启动智慧旅游沉浸式体验新空间培育试点工作。

2、投资建议

免税：行业整合推进，Q2 低基数+政策催化有望驱动估值修复。本周中免公告拟出资 12.28 亿参与中出服增资扩股事项，叠加公司入选央企新一轮对标世界一流企业名单，以及 2022 年港股 IPO 后现金储备进一步增强，后续进一步的外延扩张值得期待。短期免税业基本面受 Q1 备货不足+3 月淡季较为平淡，但是进入 Q2 后低基数+市内免税政策有望落地均对估值构成催化。推荐龙头中国中免，海南机场，建议关注王府井、海汽集团（海旅免税）、海南发展（海发控）、上海机场、白云机场、百联股份。

会展：米奥印尼展会大获成功，景气提升+外延。米奥会展于印尼成功举办中国（印尼）贸易博览会，展位全面售罄验证我们此前推荐逻辑。我们预计受益疫情期间累计的需求释放+政策支持，国内外展+内展览业今年景气有望持续提升，重点推荐海外自办展龙头米奥会展，建议关注兰生股份。

旅游：重申澳门博彩板块推荐逻辑，国内游建议关注天目湖、大丰实业。当前澳门博彩业类似 2016-2018 年情景，景气提升+结构改善有望推动板块迎接戴维斯双击，短期回调受淡季+美联储加息节奏影响，建议关注美高梅中国、金沙中国、银河娱乐。此外看好国内游 Q2 表现，建议关注天目湖（增量项目释放成长性，实控人变更带来资源整合预期）、大丰实业（国内文体旅装备龙头，转型中的“小宋城”）。

酒店：商旅复苏加速推动经营数据超预期，重点关注加盟商后续开店信心。节后商务出行快速回升驱动酒店经营数据超预期复苏，未来需重点关注加盟商开店信心。中长期看，国内酒店行业中长期的供需、竞争格局均较为清晰，头部酒店集团受益于供给出清+轻资产扩张+中高端升级，仍是疫后行业复苏最大受益者，推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、君亭酒店。

餐饮：经营数据稳步修复，预期稳定后关注开店和新品牌孵化进展。2 月上市餐企经营恢复良好，奈雪/海伦司等已恢复营业门店同比均超 2019 年。此外，伴随多个餐饮品牌开放加盟/类加盟机制，我们认为未来 2-3 年或将是强势能品牌开店提速的最佳阶段，推荐强品牌势能餐企九毛九、海伦司、奈雪的茶。

风险提示：疫情二次传播风险；宏观经济下行风险；行业竞争格局恶化风险。

（分析师：顾熹闽）

轻工：家居社零消费回暖，坚定全年复苏主线

1、核心观点

家居：地产改善叠加需求复苏，龙头发力有望取得亮眼表现。政策支持&预期改善&需求

回暖，地产端有望持续向好。竣工方面，前期开发商囤积大量未完工项目，保交楼将促进完工，竣工好转将支撑家居需求。据奥维云网数据，1月住宅工程完工项目个数同比增长21.5%，规模同比增长40%。销售方面，春节后地产销售持续改善。克而瑞数据显示，2月，30个监测城市新房成交面积同、环比涨幅均超4成，16个重点城市二手房成交量同比增长122%，环比增长54%。疫后客流显著复苏，延期需求持续释放，家居龙头信心十足，普遍对23年设定乐观目标，且积极推动营销策划，全年有望实现亮眼表现。2023年1~2月，社会消费品零售总额为7.71万亿元，同比增长3.5%。其中，家具类零售额为235亿元，同比增长5.2%。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】及【金牌厨柜】；软体龙头【顾家家居】、【喜临门】及【慕思股份】。

造纸：供应缓解带动浆价下行，成品纸盈利持续改善。废纸系：下游需求表现疲软，废纸系价格表现较弱。3月17日，废黄纸板、瓦楞纸、箱板纸平均价格分别为1,510、2,886、4,049元/吨，分别较上周下跌2.33%、5.19%、2.2%。浆纸系：浆价下行持续兑现，成品纸盈利不断改善。3月17日，阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为5,422、6,636、5,225元/吨，分别较上周下跌2.59%、1.6%、2.64%；双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为6,725、5,760、4,910元/吨，分别较上周变动0%、-0.69%、-3.35%。特种纸：浆价高企支撑特种纸提价，近期龙头纸企两轮均提价1,000元/吨，且细分纸种供需格局优良，有望充分受益于浆价下行；中长期来看，特种纸下游需求持续扩张，竞争格局良好，头部企业持续建设产能，布局自给浆，成长性显著。建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】、【岳阳林纸】，特种纸龙头【仙鹤股份】。

包装：原材料价格下行，行业盈利修复确定性强。纸包装方面，受益于环保趋势，纸包装行业有望实现扩张，且市场集中度较低，未来提升空间巨大。疫后居民生活恢复正常，线下社交、商务餐饮需求明显修复，进而驱动烟酒消费复苏，预计配套包装需求将得到保证。2023年1~2月，烟酒类零售额同比增长6.1%。金属包装方面，二片罐需求受益于啤酒罐化率提升&碳酸饮料扩张，三片罐需求受益于能量饮料扩张。供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。原材料方面，瓦楞纸、箱板纸价格持续下行，未来料将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现；镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位下行后维持低位。建议关注：包装行业龙头【裕同科技】、【奥瑞金】。

轻工消费：新型烟草发展前景明朗，文具行业市场持续扩容。新型烟草：海外市场规模快速成长，中国电子烟产业链全球化布局，竞争优势突出，政策支持下出口前景广阔；国内电子烟政策落地将实现有序发展，未来行业料将稳健扩张，市场份额向头部集中。文具：消费升级带动C端文具市场稳健发展，人均消费对标美日具备较大提升空间，行业集中度持续提升；B端万亿级大办公市场发展空间广阔。短期持续看好后续防疫改善带来的需求修复。建议关注：电子烟行业龙头【思摩尔国际】，文具行业引领者【晨光股份】，露营经济受益者【浙江自然】。

风险提示：经济增长不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

(分析师：陈柏儒)

建材：需求温和恢复，价格动态调整

1、核心观点

水泥：价格震荡回调，需求增长有放缓迹象。本周全国水泥价格环比上周小幅下降，各区域水泥价格涨跌不一。需求方面，当前水泥市场需求继续增长，但增速放缓，北方地区需求陆续恢复，南方地区需求恢复情况好于北方地区。本周全国水泥磨机开工负荷均值为 54.70%，较上周增加 1.63 个百分点，增幅收窄。短期来看，需求呈缓慢上行态势，关注需求增长情况及水泥价格落地情况。长期来看，基建投资保持强劲增速，重大工程建设项目将带动今年水泥需求。供给方面，本周山东、河南、河北等省份开窑复工，水泥供给逐步释放，预计后续供给量将呈增长态势。本周全国熟料库容率为 51.76%，环比上周下降 3.43 个百分点，继续关注错峰停窑结束后水泥企业熟料库容变化，以及行业供需格局对水泥价格的影响。

浮法玻璃：价格止跌回涨，需求改善，库存压力有所缓解。本周浮法玻璃价格小幅增长，需求方面，浮法玻璃市场需求明显好转，下游加工厂订单改善明显，刚需补货对市场需求有一定支撑。行业库存继续下降，企业库存压力得到一定缓解。供给方面，周内产线改产两条，供给量无明显变化。预计短期市场需求呈缓慢恢复态势。长期来看，1-2 月地产竣工面积同比转正，竣工加速恢复，在地产保交楼政策支持下，终端工程需求恢复预期较强。建议关注受益于竣工端改善的玻璃龙头企业。

玻璃纤维：厂家去库压力较大，粗纱、电子纱价格弱势运行。本周部分玻纤厂家粗纱价格下调。近期粗纱市场整体需求表现疲软，刚需订单不多，加工厂和贸易商库存较高。本周电子纱价格保持平稳运行，下游需求释放有限，厂家库存仍处于较高水平。短期来看，粗纱、电子纱市场需求偏弱，厂家去库压力较大，价格或将维持弱势运行。中长期来看，玻璃纤维下游需求如风电、新能源汽车等领域与碳中和高度相关，行业仍有较大发展空间。建议关注玻纤行业龙头企业。

消费建材：地产竣工加快消费建材需求恢复。1-2 月份地产竣工面积同比转正，作为地产后周期板块的消费建材类产品，地产竣工端快速回暖有望加快消费建材需求的恢复。此外，房企融资渠道拓宽有利于缓解房企资金压力，同时缓解建筑材料供应商回款压力。建议关注消费建材细分领域龙头企业。

2、投资建议

消费建材：推荐具有规模优势和产品品质优势的龙头企业东方雨虹（002271.SZ）、公元股份（002641.SZ）、伟星新材（002372.SZ）、北新建材（000786.SZ）、科顺股份（300737.SZ）、坚朗五金（002791.SZ）。**玻璃纤维：**推荐产能进一步扩张的玻纤龙头中国巨石（600176.SH）。**水泥：**推荐水泥区域龙头企业华新水泥（600801.SH）、上峰水泥（000672.SZ）。**玻璃：**建议关注高端产品占比提升的旗滨集团（601636.SH）、凯盛新能（600876.SH）。

风险提示：原料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；行业新增产能超预期的风险；地产政策推进不及预期风险。

(分析师: 王婷)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn