

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

引发市场巨震后，美财长耶伦修改证词关键部分，称准备必要时再采取保护存款行动；媒体称美国银行业大佬齐聚华盛顿，或有新动作

不惧银行业危机，英国央行如期加息 25 基点；瑞士央行坚持加息 50 个基点

中办、国办：支持中医药传承创新发展，加强中医药服务体系建设

五一出境游市场火爆：数十万长线团满员，上班族“拼假”出游

银河观点集萃:

- **宏观:** 加息停止已然不远，但降息不会很快到来。美联储放缓加息至 25BP，维持 QT 不变，依然强调通胀风险。资产定价向基本面回归，波动依然较高。会后，美国三大股指均收跌，银行股和科技股明显下行；股市的表现可能由于前期过多计入了美联储暂停加息的可能，与美债和美元信号并不一致。国债收益率在小幅升高后回落，美元指数则从 103 滑落至 102 附近，两者似乎体现了对加息结束接近的期盼。CME 联邦基金利率期货反映的加息预期也进一步向基本面回归，5 月加息 25BP 与不加息的概率平分秋色，预计的年内降息幅度也比“危机交易”状态显著减少。因此，市场短期可能进一步回归“经济和通胀韧性”的主线。
- **固收:** 美联储货币政策将更取决于银行体系风险的演绎。点阵图显示 2023 年利率最终落在 5%-5.5% 区间，预计 2023 年美联储还有一次 25BP 的加息，而 2024 年将降息 75BP。市场对于美联储表态并不买账，此次议息会议后仍然预期大概率美联储将停止加息。但相较于此前银行业风波发酵扩散，3 月 16 日瑞士信贷股价暴跌时市场降息预期大幅提前至 6 月，会后市场预期降息“推迟”至 7 月，而 2023 年底市场认为利率将降至 4%-4.25% 区间。
- **固收:** 美元信用货币体系遭遇前所未有的挑战——美国滥用制裁导致的问题，涉及央行储备货币美元资产的安全性，贸易结算尤其是能源领域更加多元化。货币属性、避险属性以及美债利率下行，均使黄金配置价值明显。国际银行业危机使得商业银行存款安全性被质疑，资金流向货币基金等寻求安全，全球 ETF 资金流向，美国净流出。

银河观点集锦

宏观：加息停止已然不远，但降息不会很快到来

1、核心观点

美联储放缓加息至 25BP，维持 QT 不变，依然强调通胀风险。3 月 22 日，美联储 FOMC 会议在通胀偏高、中小银行问题引发金融动荡的背景下继续加息 25BP，联邦目标基金利率达到 4.75%-5.00%。量化紧缩 (QT) 计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月，2 月预计实际缩减 747 亿美元。鲍威尔在本次会议上致力于维持偏鹰派声音，但也暗含关于加息停止时机的信号，通胀和价格预期控制在短期仍然获得比银行问题更多权重，资产定价进一步向经济基本面回归。

通胀仍是货币政策的焦点，但 5 月后加息可能停止。本次 FOMC 会议声明依然强调了美联储对 2% 中长期通胀目标的坚持。声明最大的变化就是将“继续提高目标利率是合适的”这一表述替换为“进一步的政策紧缩可能依然适宜”。在发布会上鲍威尔解释称，进一步的政策紧缩就是指向加息，但强调的是“可能”(maybe)：这是因为中小银行问题预计导致信贷收紧，与加息达到类似效果。另一方面，FOMC 委员的点阵图预期的终端利率仍在 5.00%-5.25%，反映出委员们倾向于 5 月再加息一次。因此我们的基础假设是，在没有新的流动性危机的情况下，美联储 5 月仍会加息 25BP，随后停止。在中小银行的潜在问题下，即使个别月份数据略超预期，加息也应该在上半年结束。

银行问题非系统性，但对停止加息和降息均有助推。美联储强调美国银行整体健康且有韧性，资本和流动性充足，而商业银行数据总体也支持这一表述。鲍威尔也多次表示，虽然美联储有 BTFP 和贴现窗口等工具稳定银行业流动性，但银行问题预计将导致信贷派生、经济增速出现不同程度的放缓，进而影响通胀增速。我们的理解是 (1) 判断银行问题不是系统性风险意味着通胀压力下 5 月依然可能加息 25BP；(2) 美联储承认银行问题类似于紧缩意味着没有必要提升加息终值，加息 5 月后可停止。高利率和存款利率传导的滞后意味着银行资产端的债券和 MBS 浮亏短期不会得到解决，且 QT 和资金撤出银行转投货币市场共同基金 (MMMF) 也在继续冲击中小银行流动性，有问题的银行不能一直依靠高利息短贷。因此，银行问题对停止加息甚至是年内降息都有助推。

经济预期小幅下调，通胀小幅上行，美国年内仍有衰退可能。SEP 中的 GDP 增速从 0.5% 下调至 0.4%，失业率从 4.6% 下调至 4.5%，PCE 和核心 PCE 小幅上调至 3.3% 和 3.6%。GDP 增速仅小幅下调依然反映美联储对美国经济韧性比较乐观，鲍威尔在发布会上表示在通胀缓慢下降的情况下，年内不会降息。但我们仍认为美国年内有陷入弱衰退、触发美联储降息的概率，在银行问题后这一概率有所上升。

资产定价向基本面回归，波动依然较高。会后，美国三大股指均收跌，银行股和科技股明显下行；股市的表现可能由于前期过多计入了美联储暂停加息的可能，与美债和美元信号并不一致。国债收益率在小幅升高后回落，美元指数则从 103 滑落至 102 附近，两者似乎体现了对加息结束接近的期盼。CME 联邦基金利率期货反映的加息预期也进一步向基本面回归，5

月加息 25BP 与不加息的概率平分秋色，预计的年内降息幅度也比“危机交易”状态显著减少。因此，市场短期可能进一步回归“经济和通胀韧性”的主线。

风险提示：通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机。

(分析师：许东石)

固收：美联储货币政策将更取决于银行体系风险的演绎——2023 年 3 月美联储议息会议简评

1、核心观点

美联储如期加息 25BP，但态度偏鸽。2023 年 3 月美联储如期加息 25BP，考虑通胀压力较预期大。美国时间 3 月 22 日，美联储公布的议息决议显示上调联邦基准利率目标区间 25BP 至 4.75%-5%，按计划保持 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS）的缩表步伐。

美联储 3 月 FOMC 议息声明与上月变化较大，针对就业情况表态从“就业增长强劲”改变为“就业增长有所加快，而且增速强劲”，同时删除了“通胀有所缓解但仍处于高位”的表述，改为“通货膨胀仍然很高”，显示强劲就业下美联储当前考虑通胀压力较预期大；另外针对近期全市场密切关注的银行业风波，声明中强调“美国的银行体系是健全和有弹性的”，并表示近期的事态发展可能对经济、就业及通胀产生拖累，但影响仍不确定，再次强调仍然高度关注通胀风险。

另外，“不断提高目标利率区间是适当的”表述改为“将密切监测收到的信息并评估对货币政策的影响。一些额外的政策收紧可能是适当的”态度明显转鸽。

美联储关键指标预期：下调经济预期，上调通胀预期。

再度下调预期经济增速。经济增速方面，美联储对经济持相对悲观态度，继 2022 年 12 月大幅下调经济增速后，3 月再次将 2023 年 GDP 增速预期小幅下调 0.1%至 0.4%，并将 2024 年增速由 1.6%显著下调至 1.2%，远低于长期增长率的预测中值。鲍威尔会后发布会也提到“房地产行业的活动仍然疲弱；利率上升和产出增长放缓似乎也对企业固定投资构成压力”，同时承认“一系列银行业倒闭事件可能会影响到美国经济”，GDP 增长面临的风险偏重于下行风险。

继续上调通胀预期，2023 年利率峰值预期不变。通胀方面美联储压力仍存，美联储进一步上调了 PCE 和核心 PCE，2022 年同比增速分别上调 0.2%、0.1%至 3.3%、3.6%，2023 年核心 PCE 上调 0.1%至 2.6%，长期 PCE 仍预计回归目标通胀水平 2%；联邦基金利率方面，美联储对 2023 年的利率终值预期不变维持在 5.1%，将 2024 年利率预期上调 0.2%至 4.3%。

美联储货币政策对于银行业风险的考量将是重点。对于近期银行业风波的发酵，鲍威尔

在会后新闻发布会开篇花了较大篇幅对银行业风波进行回应和讨论。他表示“最近的银行业事件将导致信贷条件更加紧缩，这将影响经济以及我们需要做出的应对措施”但同时强调“银行危机可能只会产生适度的影响”，财政部和美联储共同行动“正在有效地满足一些银行所面临的不同寻常的资金需求并明确表明系统中有充足的流动性”，对于整体银行体系韧性鲍威尔持积极态度。

同时，鲍威尔表示“考虑过暂停加息，但加息的决定得到了委员会很强的共识支持”“今年降息不是我们的基本预期；更紧的信贷条件可以代替加息”显示尽管降息可能距离市场曾预期的大幅提前至6月仍有距离，但3月就考虑过停止加息的表态说明银行业风波以及向经济衰退的传导对后续加息路径的影响占了很大的权重。这意味着银行业风波的冲击或对冲部分通胀高企带来的加息必要，后续美联储货币政策对于银行业风险的考量权重我们认为会上升，美联储或将释放加息步伐将结束的信号。

另外，美联储的SEP经济预测也显示，尽管通胀仍是影响美联储货币政策的一大重要因素，但在上调通胀预期的同时利率终值不变，或许表明在银行业风波的广泛传导和市场强反馈下通胀对于货币政策的决定性压力已经有所缓和。

点阵图显示 2023 年利率最终落在 5%-5.5% 区间，预计 2023 年美联储还有一次 25BP 的加息，而 2024 年将降息 75BP。

市场对于美联储表态并不买账，此次议息会议后仍然预期大概率美联储将停止加息。但相较于此前银行业风波发酵扩散，3月16日瑞士信贷股价暴跌时市场降息预期大幅提前至6月，会后市场预期降息“推迟”至7月，而2023年底市场认为利率将降至4%-4.25%区间。

(分析师: 刘丹)

固收: 黄金的逻辑——大类资产配置专题

1、核心观点

2022 年以来的“去美元化”和黄金的逻辑

美元信用货币体系遭遇前所未有的挑战：美国滥用制裁导致的问题，涉及央行储备货币美元资产的安全性，贸易结算尤其是能源领域更加多元化，黄金的货币属性体现。

美债，利率长期中枢水平将抬升

美债与缩表&去美元化：2023年资产负债表继续收缩，2022Q2美元在全球外储占比有所抬升，但整个外储规模在下降，去美元化趋势实际在加速，随着美债利率具备超高配置价值，或有所缓解，但趋势似乎无法逆转，美债利率长期中枢水平将抬升。

2023 美债利率维持高位区间震荡。美债利率的下行依赖缩表的结束和降息周期的启动，但宽松损伤美元信用。

黄金的决定因素：美债实际利率和去美元化进程，到底哪个起最关键作用？

TIPS 同样的幅度，黄金不一样的表现：2012 年 9 月份美债实际利率的表现和当前比较相似，都是实际利率大幅上行，并回正，但明显此次黄金的下跌幅度更弱。而用名义 10Y 美债-CPI 来看，关联性似乎不高。加息、缩表周期：2017 年年中到 2019 年年初，快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，但处于去美元化趋势，黄金表现较坚挺。

2022 年去美元化背景+美快速加息，美实际利率上行压制黄金表现但黄金相对抗跌。2023 年金融周期压制下降，黄金将有表现。

国际银行业流动性冲击下，黄金的价值

黄金的价值：主要反映出美元滥发信用受损以及国际地缘政治、经贸关系等格局由原来的全球化和平发展，转变为更加多元化的趋势。

黄金：货币属性、避险属性以及美债利率下行，均使其配置价值明显。

美债周期压制降低：银行系统风险加大经济下行风险，加大美债降息预期，债券市场迎来明确配置价值。

权益市场：鉴于经济下行风险增加，因此风险偏好被抑制，利于黄金。

国际银行业危机：使得商业银行存款安全性被质疑，资金流向货币基金等寻求安全，全球 ETF 资金流向，美国净流出。（耶伦在国会的一场听证会上表示，联邦存款保险公司（FDIC）不会考虑为超过当前 25 万美元限额的银行存款提供普遍担保。）

风险提示：海外市场波动风险、国际政治经贸关系超预期、通胀超预期。

（分析师：刘丹）

金工：权衡价格动量和拥挤度，ETF 策略方法更新

1、核心观点

重点关注①：经济周期择时，提高资产配置策略收益稳健性

如上月月报提到，我们改良了马尔科夫区制转换模型下的资产配置策略。为更好在模型中融入多元化资产，我们进一步利用合成宏观经济指标和通胀指标划分经济周期：复苏阶段、过热阶段、滞胀阶段、衰退阶段。根据美林投资时钟设置大类资产配置权重约束，以各经济周期

收益为主观收益的 Black-Litterman 模型计算约束下最优权重，实现动态配置，可获得更加稳健的配置策略收益。

重点关注②：动量和拥挤度择时，有效规避“明斯基”时刻

ETF 两融交易逐渐提升，受经济周期、投资者情绪等影响，ETF 板块行情轮动。基于动量指标进行择时，增加处于上涨行情 ETF 配置比重从而提高策略收益率。动量并非永恒，动量结束后价格下跌的“明斯基时刻”即将到来。为规避价格下跌风险，通过基金流通份额度量 ETF 拥挤度，有效规避“明斯基”时刻。

配对交易策略表现：量化配对表现亮眼，基本面策略依旧平稳

配对交易的主要逻辑基于金融地产板块公司业务持续性、稳定性和公司间差异性，使用最新基本面指标与 N 个月的动量指标 PCA 处理后进行层次聚类分析，再从聚类的结果中挑选出多空两只股票进行配对交易。使用量化和基本面两种方式在聚类的结果中挑选多空的股票。本报告期自 2023 年 2 月 16 日至本月 16 日，量化配对策略表现亮眼，基本面策略与上期相比收益率下降但依旧持续获得稳健收益。

两融市场回顾：融资上行融券下行，转融通费率下跌

截至本月 16 日，融资余额为 14,868 亿元，环比上月+0.42%，融券余额为 914 亿元，环比上月-2.20%。通信等行业融资净买入、融券净偿还较多；医药生物等行业融资净偿还、融券净卖出较多。从转融通市场观察，转融通加权费率已下降至 3.8% 以下。

资产配置观点：股市反弹概率较大，大宗商品不确定性尚未消除

社融、信贷双超预期，PMI 数据持续改善，新兴产业指数上升至高景气区间，经济回暖迹象更加明显，股市未来反弹概率较大。3 月 27 日央行降准即将落地，流动性压力有所缓解，利率预期小幅下行，硅谷银行暴雷事件引发对系统性金融风险的担忧，美联储加息概率降低，美元指数未来大概率下行。由于海外经济衰退风险较大，因此大宗商品仍然面临较大不确定性。

风险提示：历史数据不能外推，本文仅提供数据统计和以历史数据测算提供的判断依据，不代表投资建议。

(分析师：马普凡)

皖能电力(000543.SZ)：拟收购集团优质资产，2023 年火电盈利有望修复

1、事件

公司发布《关于支付现金购买资产的公告》等公告，拟通过支付现金方式购买皖能集团持

有的皖能环保发电 51%的股权，以及皖能集团持有的 4 家抽水蓄能公司部分股权，交易价格合计 22.08 亿元。

2、核心观点

拟收购标的盈利能力强劲，有望增厚公司业绩

本次拟购买皖能环保发电公司 51%的股权，交易对价 16.53 亿元。环保发电已在省内建成投运 16 个项目，占安徽省市场份额约 50%，总装机容量 295MW,年处理固废量 531.6 万吨。2021 年及 2022 年前三季度，环保发电净利润分别为 1.85 亿元、1.61 亿元，业绩增速良好。目前环保发电在建项目 3 个，预计 2023 年陆续投产，有望进一步提升固废处理能力以及盈利水平。假设 2022 年净利润为 2 亿元，则 51%股权对应归母净利润为 1.02 亿元，交易对价对应的 PE 为 16.2 倍。

本次拟购买响洪甸蓄能 45%的股权，琅琊山蓄能 30%的股权，天荒坪蓄能 5.56%的股权，响水涧蓄能 2.36%的股权，交易对价合计 5.80 亿元。四家公司各运营一座抽水蓄能电站，目前我国抽蓄收入以容量电价为主，盈利能力基本稳定。2021 年四家公司净利润分别为 1115 万元、6037 万元、4.26 亿元、9154 万元，按照收购股比计算，预计每年贡献净利润 4900 万元，交易对价对应的 PE 为 11.8 倍。

本次交易有利于推动公司在多种发电领域及蓄能产业的布局，并增厚公司业绩，符合皖能集团持续注入优质资产的承诺。

2022 年扭亏为盈，2023 年市场煤价有望下行并推动火电盈利修复

根据业绩预告，2022 年归母净利润 3.5-5.1 亿元，同比增长 126%-138%，并实现扭亏为盈。2022 年业绩高增长主要得益于结算电价上涨，缓解煤炭价格上涨带来的成本压力。其中，2022 年前三季度实现投资收益 6.47 亿元(同比增加 6.75 亿元)，主要受益于参股项目电价大幅上涨。控股装机 2022 年预计仍处于亏损状态。

预计 2023 年燃料价格将从目前的高位逐步回落至 303 号文规定的合理区间，并推动参控股装机盈利能力修复。煤炭供给方面，根据 2023 年各省政府工作报告，预计晋陕蒙新四省份合计增产 1.5 亿吨。同时随着印尼煤价具有价格优势，以及澳煤恢复进口等因素，预计全年进口有望延续 1-2 月高增长。煤炭需求方面，虽然煤电机组作为压舱石的作用逐步得到重视，但是在清洁能源发展迅速的趋势下，煤炭消费增速将有所抑制。根据国家发改委、国家能源局《“十四五”现代能源体系规划》，“十四五”期间将严格控制煤炭消费增长。

3、投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.74 亿元、9.77 亿元、12.39 亿元，对应 PE 分别为 24.4 倍、11.9 倍、9.4 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：煤价维持高位；业务扩展不及预期；电价上涨幅度受限等。

(分析师：陶贻功,严明)

上海钢联(300226.SZ)：系列产品挂牌上海数交所，数据要素价值释放预期加速

1、事件

近日，上海数据交易所发布公告，上海钢联电子股份有限公司（以下简称“上海钢联”），作为全球领先的大宗商品及相关产业数据服务商，在上海数据交易所相继完成了5类大宗商品指数系列、8类大宗商品产业大数据系列及大宗商品数据应用服务（数据终端）三个系列产品挂牌；3月22日，百度文心一言专家一行到访上海钢联，结合大宗商品行业的实际需求与行业发展，进行了AIGC领域深度合作的洽谈。

2、核心观点

深耕数据要素市场多年，价值释放加速。公司是国内领先的立足大宗商品提供商业资讯、数据研究、电子商务等服务的互联网平台综合运营商，其两大主营业务分别是产业数据服务和钢材交易服务。在产业数据服务上，公司为市场提供可信的交易结算基准价格，并以价格为核心，构建了围绕价格波动的多维度数据体系，帮助企业优化生产经营决策。钢联大宗商品现货贸易的结算依据和参考标准被广泛写入长期协议（结算依据）和现货散单交易（参考标准）。公司编制的价格指数成为场外衍生品市场（OTC）金融合约的结算标的，成为企业制定决策、控制风险的参考依据。产业数据服务的主要盈利来源为数据订阅服务、商务推广服务、会员培训服务和研究咨询服务，其中尤以数据订阅服务占比最大。公司通过网页端、移动端和数据终端等多种渠道提供数据服务，积累了深厚的客户资源。

数据服务覆盖范围持续扩大，不断打造高护城河：（1）数据覆盖面广。公司自成立以来，逐步扩大产业覆盖范围，目前已经覆盖**黑色金属、有色金属、能源化工、建筑材料、农产品**五大行业，并延伸至新能源、新材料、再生资源等领域，基本实现了大宗商品全覆盖。**（2）数据采集能力强。**以基础数据采集能力为核心优势，公司积累了专有的数据资产、资深的专家分析师团队、独到的研究模型方法论、深厚的行业资源和前沿的大数据技术。公司现有3000多名的采集人员，且增加了卫星遥感、航运货流等另类数据的标注；创立了八步流程工作法，推行数据采集标准化。**（3）数据质量高。**公司编制的《钢铁价格指数编制准则》获评2022年“上海标准”，是国内首个规范性指导钢铁行业价格指数编制方法论的企业标准。公司2019年作为中国第一家取得国际证监会组织（IOSCO）认证的大宗商品数据服务商，接轨国际先进水平。

3、投资建议

我们认为，公司所处数据要素市场受益于政策支持和产业升级需要，增长前景广阔。公司与数交所的合作以及数据要素会计新规的应用有望进一步释放市场需求，增厚利润。且公司无论在产业数据服务领域还是钢材交易领域都属于业内领先的企业，平台优势明显，有利于借助平台优势进一步扩张市场需求和增加公司收入。

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 736.92/826.77/927.84 亿元，同比增长 12.04%/12.19%/12.22%；实现归母净利润 1.90/2.60/3.61 亿元，同比增长 6.62%/36.92%/38.75%，对应 PE 分别为 50.48/36.87/26.57 倍。

基于公司产业数据服务发展加速，在数据要素时代迎来价值释放，电商业务仍处于较好的发展阶段，整体而言，我们认为公司价值被显著低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。

(分析师：吴砚靖,邹文倩)

家联科技 (301193.SZ)：全年业绩表现靓丽，23 年内销快速成长可期

1、事件

公司发布 2022 年年度报告。报告期内，公司实现营收 19.76 亿元，同比增长 60.08%；归母净利润 1.79 亿元，同比增长 151.72%；基本每股收益 1.49 元/股。其中，公司第四季度单季实现营收 3.96 亿元，同比增长 20.48%；归母净利润 0.35 亿元，同比增长 55.07%。

2、核心观点

原材料价格下行&销售结构变化，带动毛利率同比提升。报告期内，公司综合毛利率为 22.24%，同比提升 4.22pct。其中，Q4 单季毛利率为 23.83%，同比提升 9.72pct，环比提升 0.89pct。公司毛利率明显提升，主要是因为：1) 报告期内，原油价格下行带动塑料原材料成本下降；2) 北美地区销售额占比提升，而该地区销售毛利率明显高于其他地区；3) 公司生产效率提高，进而实现成本改善。

汇兑收益驱动费用率下降，毛利率改善推升净利率。报告期内，公司期间费用率为 12.04%，同比下降 0.93pct。其中，销售费用率为 4.97%，同比下降 0.11pct；管理费用率为 4.69%，同比提升 0.97pct；研发费用率为 3.22%，同比提升 0.13pct；财务费用率为-0.83%，人民币汇率贬值实现汇兑收益，同比下降 1.92pct。净利率方面，公司净利率为 8.89%，同比提升 3.12pct。其中，Q4 单季公司净利率为 7.69%，同比提升 0.88pct，环比下降 3.36pct。

消费复苏叠加客户开拓，公司外销快速扩张。各国防疫调整后消费复苏带动餐饮具需求回暖，公司提升老客户份额，并成功开拓新客户，外销业务实现快速扩张。且公司收购 SumterEasyHome，有望借助其现有渠道向新客户延伸，并向智能家居方向拓展。2022 年，公司外销实现营收 15.25 亿元，同比增长 75.3%。其中，北美实现 11.89 亿元，同比增长 85.5%；欧洲实现 2.46 亿元，同比增长 71.74%。

内销市场稳步开拓，看好后续可降解材料放量。公司稳步推进内销市场开拓，同快消行业头部企业建立合作，如蜜雪冰城、奈雪的茶等。报告期内，公司内销实现营收 4.51 亿元，同比增长 23.78%。同时，中国可降解材料市场空间广阔，政策导向加快可降解塑料制品的替

代进程。据中研普华统计及预测，2021年中国可降解塑料市场规模为189亿元，预计2025年将超过500亿元。而公司通过多个项目实现深度布局，未来有望充分受益。

3、投资建议

公司为传统塑料制品龙头，内销开拓实现快速成长，外销充分受益于供给切换，并全方位布局可降解材料领域，未来业绩有望维持快速成长，预计公司2023/24/25年能够实现基本每股收益1.98/2.41/2.84元，对应PE为19X/15X/13X，维持“推荐”评级。

风险提示：需求不及预期、原材料价格大幅波动、降解材料替代进程不及预期。

(分析师：陈柏儒)

北新建材(000786.SZ)：业绩短期承压，营收有望修复

1、事件

北新建材发布2022年年报，2022年实现营业收入199.34亿元，同比减少5.49%；归母净利润31.36亿元，同比减少10.71%；扣非后归母净利润26.15亿元，同比减少23.39%。

2、核心观点

地产数据改善，石膏板有望增长。2022年公司石膏板业务实现营业收入133.65亿元，同比减少3.02%；全年石膏板销售量达到20.93亿平方米，同比下降12.01%。石膏板业务毛利率34.95%，较去年下降2.31个百分点。石膏板产能利用率64.29%，较去年下降13.94%。石膏板需求降低、燃料成本上升，公司产品价格涨幅覆盖成本涨幅，收入降幅远低于销量，显示公司在行业中有较强实力。龙骨毛利率18.94%，同比增加0.51%，与上年基本持平，作为石膏板的配套设施，预计收入会随石膏板销量增长。保交付稳步开展，预计22年延期交付将带动23年竣工回升，促进石膏板营收增长。随着双碳战略、新型城镇化建设持续开展以及对绿色建材下乡活动的政策支持，石膏板有望对传统高能耗、高排放产品进行替代，得到更广泛应用和推广，预计23年公司石膏板相关业务能够保持增长。

防水标准提升提供发展契机。2022年公司防水板块营收31.45亿，同比减少18.88%。防水业务毛利率17.04%，同比下降6.62个百分点，主要受下游需求不旺以及22年国际油价处于高位的影响。中材非矿防水院加入苏州防水研究院，将为北新防水技术创新起到支撑作用。22年住建部批准行业首部通用规范，将提升行业门槛，有利于龙头企业提升市占率。

国际业务逆势增长，公司战略再出发。22年国外销售收入1.53亿元，同比增长37.83%。公司国际业务突破行业寒冬逆势增长，坦桑尼亚基地业绩增长，乌兹别克斯坦、泰国等项目有序进行。优化渠道定位，产品向消费类建材转型，渠道下沉，拓展县乡、家装零售业务，夯实

增长基础。调整营销结构，存量、增量并重，组建龙牌公司，加强旗下品牌联动，坚持立体饱和式营销，区域公司由 14 个调整为 25 个，加强差异化营销，设立“石膏板+”业务部，拓展新赛道。

3、投资建议

作为石膏板行业的龙头企业，公司在产品、技术、品牌、营销渠道等方面均具有明显优势。随着“石膏板+”业务的拓展及“纵向+横向”的渠道发展，公司在石膏板市场的占有率有望进一步提升，此外，防水行业标准的提升将扩大防水市场空间，加速行业集中度的提升，利好公司防水业务发展，防水业绩有较大提升空间。预计公司 23-25 年归母净利润为 36.72/43.71/50.98 亿元，23-25 年每股收益为 2.17/2.59/3.02 元，对应市盈率为 12.73/10.69/9.17 倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。

风险提示：下游应用领域需求不及预期风险；原材料成本维持高位的风险；公司产能释放不及预期风险。

(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，并不构成对客户的投资咨询建议，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