

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

银行股领跑，标普道指连涨三日，纳指转跌，欧美国债大幅跳水

李强会见出席中国发展高层论坛 2023 年年会的境外代表并座谈

楼继伟：房地产税最适合作为地方税税种，经济正常增长后应尽快开展试点

科技部启动“人工智能驱动的科学”专项部署工作

商务部：一二月我国对外非金融类直接投资同比增长 35.7%

银河观点集萃:

- **策略:** (1) 3月，美股总体上先跌后涨，三大股指有涨有跌。硅谷银行暴雷后，三大股指出现“短期波动”，美国银行指数表现较差，总体直线下跌，尤其是中小型银行、区域性银行；(2) 美联储本次加息并未带动美元指数上涨，预计美联储加息已接近尾声，直接利好港股，中长期看，对 A 股市场亦有利好催化。
- **有色:** 年内第一批稀土开采指标增速放缓、废料端供给收缩，稀土价格经历近一年大幅回落后继续大幅下探的空间已然不大，需求与政策共振下稀土行业有望迎来复苏。中重稀土配额在连续几年保持不变后出现下降，显示出资源稀缺性，建议关注中重稀土央企中国稀土集团旗下唯一上市平台，资源整合开启的中国稀土（000831）。轻稀土方面建议关注产量指标持续增长，行业龙头北方稀土（600111）。此外，建议关注其他具备南方稀土整合预期的广晟有色（600259）、厦门钨业（600549），以及具备全球化稀土资源布局的盛和资源（600392）。
- **军工:** 国资委鼓励“做强做优做大”，军工央企国企改革在即。业绩窗口期已至，黎明就在前方。短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q1 业绩预期偏弱等估值压制因素基本 price in；其次，五年装备采购计划中期调整带来的军工大订单 Q2 或可见。随着财报业绩和型号降价落地，板块预期将迎边际改善；再次，行业复工复产叠加行业招投标有序重启，Q2 订单落地将推动板块业绩快速回升；中期看，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期分化明显，无人机、远程火箭弹、战略弹、北斗三、网络安全和陆军等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升。

银河观点集锦

策略：全球视角——美联储进退与全球权益市场走势

1、核心观点

全球通胀仍处高位：（1）美国 2 月 CPI、PPI 数据以及零售数据显示，当前美国通胀压力有所缓解，但距美国 2% 的长期通胀目标仍较远，美联储认为通胀仍然过高。2 月美国 CPI 同比增 6%，低于前值，食品和住宅是通胀的主要推升因素，交通运输、信息技术服务、电子设备等则促进通胀下行。美国就业市场表现仍然较为强劲，2 月份非农业部门新增就业 31.1 万人，失业率为 3.6%，（2）欧元区 2 月调和 CPI 同比增速终值为 8.5%，比前值低 0.1%，通胀的驱动因素也有所改变，由之前的能源价格飙升转为食品价格上涨、工资和服务需求上涨等因素。英国 2 月 CPI 同比上涨 10.4%，高于今年 1 月的 10.1%，高于市场预期，主要受食品饮料价格、房租价格上涨影响。

国际银行流动性危机：（1）3 月份影响金融市场的“黑天鹅”事件频出，美国硅谷银行暴雷事件、瑞士信贷危机后，市场恐慌情绪加剧，全球金融体系仍潜伏着巨大的风险，许多中型银行被迫寻求紧急资金。（2）流动性危机的主要原因是 2022 年以来美联储持续加息导致银行配置的债券资产价格大幅下跌，造成浮亏。市场恐慌情绪下，中小型银行可能面临挤兑风险，引起浮亏兑现。但目前美联储和财政部均积极表态，风险传播得以遏制。（3）瑞信价值约 170 亿美元的瑞信 AT1 债券减记至零，此举严重冲击规模达 2750 亿美元的 AT1 市场，引起了债券市场的担忧。

美联储与欧央行的进退：（1）3 月 22 日，美联储议息会议决定继续加息 25bp 到 4.75-5%。美联储主席鲍威尔表示，最近银行业事件将导致信贷条件更加紧缩，这可能意味着在利率政策方面的工作可以减少；今年降息不是美联储的基本预期，政策必须足够紧缩以降低通胀。（2）3 月 16 日，欧央行决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，短期仍以抗通胀为主要目标，但密切关注金融风险扩散的应对。

全球权益市场：（1）3 月，美股总体上先跌后涨，三大股指有涨有跌。硅谷银行暴雷后，三大股指出现“短期波动”，美国银行指数表现较差，总体直线下跌，尤其是中小型银行、区域性银行。（2）美联储本次加息并未带动美元指数上涨，预计美联储加息已接近尾声，直接利好港股，中长期看，对 A 股市场亦有利好催化。

风险提示：报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

（分析师：杨超,蔡芳媛,王新月）

宏观：美联储——越是极限时刻，越是反转之时

1、核心观点

1.美联储：越是极限时刻，越是反转之时。硅谷银行事件之后，美联储等兜底了储户存款，同时对银行机构释放了 3000 多亿美元短期流动性，避免了危机模式。但 3 月 22 日美联储加息 25BP 之后，市场预期 5 月 3 日或 6 月 14 日将停止加息，且年内可能出现降息，这又一次证明了政策越是在极限时刻越会出现反转时机。

1.1.美联储对银行业危机的判断：美国银行整体“健康且有韧性，资本和流动性充足”。硅谷银行具有大量的无保险存款、特别的资产端久期风险，是银行体系的异常值（outlier）。美联储可通过 BTFP 和贴现窗口等工具稳定银行业流动性，但银行问题可能导致信贷派生、经济增速出现某种程度放缓，进而影响通胀增速。

1.2.美联储经济预测（SEP）：将 2023 年 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%。美联储对美国经济韧性比较乐观，年末 4.5% 的失业率仍然对应的只是浅度衰退。

1.3.停止加息已然不远，但降息不会很快到来。美联储继续坚持 2% 的通胀目标，但将“继续提高目标利率是合适的”的表述替换为“进一步的政策紧缩可能依然适宜”。预计银行业问题导致信贷收紧，与加息达到类似效果，故 5 月是否加息要取决于信用紧缩对通胀和劳动数据的影响。在银行业问题的潜在影响下，加息应在上半年结束。但美国超额储蓄仍有 1 万亿美元，就业和消费相对稳固，经济不会立刻进入衰退。鲍威尔明确表示在通胀缓慢下降的情况下，年内不会降息。

2.海外银行业危机对全球金融资产的短期、中期、长期影响：短期风险偏好下降，中期流动性宽松形成利好，长期可能会推迟“盈利底”。目前正在进入第二阶段。

3.海外银行业危机对中国的两个方面影响：经常账户方面，中国出口的见底时间可能会推迟；金融账户层面，中美利差倒挂程度的收窄甚至转正，有利于人民币资产重估与 FDI 流入。

4.中美利差持续收窄至-50BP。3 月 24 日美国 10 年期国债收益率 3.38%（上周 3.39%）；10 年期与 2 年期利差倒挂缩小进一步缩小至-45BP（上周为-50BP）。伦敦黄金价进一步上升至 1993.8 美元/盎司。中美利差倒挂程度仍有-50BP 左右（月初为-100 至-110BP），美元指数收于 103.11，USDCNY 即期收于 6.87（上周为 6.88），人民币贬值压力得到进一步缓解。

5.银行业危机导致美元指数与商品价格同时下降，目前商品价格初步企稳。布油从月初 85 美元/桶最低降至 3 月 20 日 72 美元/桶，3 月 24 日收于 73.44 美元/桶。LME 铜价从月初 9000 美元/吨最低降至 3 月 15 日的 8525 美元/吨，但 3 月 24 日反弹至 8927 美元/吨。

6.美国与中国房地产销售都出现改善。美国 2 月成屋销售总数年化达到 458 万户（前值

400 万套)，结束 2022 年以来的持续下行趋势（2022 年 1 月为 634 万套），反映了抵押贷款利率小幅下降与房价回落的影响。国内方面，2 月最后一周以来，30 城住房成交面积平均达到 345.6 万平方米，已经接近 2019 年同期水平。

7.国内保持“稳货币宽信用”。银行同业存单收益率继续小幅下行至 2.66%，而 10 年期国债收益率小幅反弹至 2.8926%。

风险提示：银行业危机。

（分析师：高明）

金工：结构性行情仍延续，市场企稳回暖可期

1、核心观点

转债市场概况

截至 3 月 24 日，中证转债仍然表现稳定，本周跌幅仅为 0.16%，较中证全指（-2.28%）等主要指数更有防御作用。沪深 300 指数下跌了 2.96%，创业板指数下跌 0.87%，上证 50 下跌 3.63%，国证 2000 下跌 3.17%。转债的平均价格为 121.79 元，分位值为 82.62%，仍处于历史较高水平。截至 3 月 24 日，百元溢价率为 25.31%，较去年同期下降了 0.51 个百分点。本周共新发行了 4 只转债，未有完成赎回的个券。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 477 只，余额为 8448.49 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

截至 3 月 24 日，除新基建外各板块普遍呈现下跌。新基建板上涨 0.25%。其余表现较好的三大板块分别为芯片（-0.35%）、医药（-0.48%）。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 1.96%、1.74%和 1.63%。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+”组合净值出现了 0.3%的跌幅，组合仓位调整至 37.6%，平均价格为 128.29 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 0.92%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，这也表明市场的整体表现较为谨慎。

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)

有色：年内第一批稀土开采指标增速放缓，供给压力有望缓解

1、事件

3月24日，工信部和自然资源部下达2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，2023年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为12万吨、11.5万吨，同比分别增长19%、18.3%。其中，轻稀土开采指标为109057吨，同比增长22.1%，中重稀土开采指标为10943吨，同比下降4.8%。

2、核心观点

轻稀土指标增速放缓，中重稀土同比减少。本次轻稀土指标增长22%，低于22年第一批指标23%的增速，基本符合预期；而中重稀土指标下降4.8%，指标量低于预期。2023年第一批指标中，中国稀土集团的轻稀土开采指标为28114吨(yoy-3.4%)，中重稀土开采指标为7434吨(yoy-4.8%)，冶炼分离指标为33304吨(yoy-4%)；北方稀土的轻稀土开采指标为80943吨(yoy+34.4%)，冶炼分离指标为73403吨(yoy+36.5%)；厦门钨业的中重稀土开采指标为1966吨(yoy-4.7%)，冶炼分离指标分别为2256吨(yoy-5.1%)；广东省稀土产业集团的中重稀土开采指标为1543吨(yoy-4.8%)，冶炼分离指标分别为6037吨(yoy-5.1%)。本次稀土开采指标中，轻稀土开采指标仅北方稀土有34%的增量，其他三大集团的中重稀土指标均等比例下降近5%。中重稀土指标此前连续五年未增长，今年第一批指标的下降或显示中重稀土资源的稀缺性更加突出。

四大集团轻重稀土开采指标占比与2022全年份额保持一致。本次轻稀土开采指标中，北方稀土占比74%，与去年第一批指标同比提高6.8个pct；中国稀土集团占比26%，与去年第一批指标同比下降6.8个pct。中重稀土开采指标中，中国稀土集团占比68%，厦门钨业占比18%，广东省稀土产业集团占比14%，与去年第一批指标同比不变。往年稀土指标均分两批次下发，各集团2023年第一批指标在轻稀土、中重稀土的份额占比对比2022年全年指标份额继续保持不变。

矿端供给增速放缓，废料端供给收缩，23年稀土供给仍有缺口。参照2022年稀土生产配额的颁布节奏，假设今年第一批稀土开采指标仍占全年48%，则预计2023年全年稀土开采指标约为25万吨，同比增长约19%，预计增速较2022年的25%下降约6个百分点，矿端供给

增速放缓。废料端，根据百川盈孚统计，2022 年钕铁硼企业开工全面下降导致国内钕铁硼产量同比下降 14%-20%，受此影响，废料端提供的稀土供给量也同步下滑。我国是全球稀土供应主力，根据 USGS 测算，2022 年中国稀土矿产量约占全球 70%。在矿端主力供给增速放缓、废料端供给收缩的作用下，预计今年全球稀土供应增速也将出现回落。根据 SMM 数据，2022 年国内毛坯钕铁硼对氧化镨钕的需求量超过 10 万吨，而氧化镨钕总产量 7.7 万吨，供需缺口较大。而假如 2023 年国内全年轻稀土产量指标增量仍维持 2023 年第一批指标的增速，根据测算，预计 2023 国内氧化镨钕需求量为 10.3 万吨，供给量为 9.4 万吨，供需缺口仍将近 0.9 万吨。

消费复苏，库存、利润双低位支撑稀土价格。受疫情反复、下游需求疲软、以及前期价格高位对成本制约的影响，2022 年 2 月稀土结束了上一轮持续近两年的涨价行情，主流稀土氧化物氧化镨钕、氧化铽、氧化镱分别从价格高位 111 万元/吨、1530 万元/吨、315.5 万元/吨回落至当前的 55.8 万元/吨、975 万元/吨、199 万元/吨，2022 年 2 月至今累计降幅分别达到 50%、36%、37%。2023 年以来，随着国内经济整体复苏，稀土下游需求逐渐回暖。以镨钕为例，根据百川盈孚数据，今年 2 月氧化镨钕的表观消费量为 6350 吨，同比增加 5.2%，环比增加 2.8%。与需求好转相对应的是库存已去化至低位，截至 2023 年 3 月 10 日，国内氧化镨钕的工厂库存为 2838 吨，同比下降 22%，接近三年来库存低点。随着价格持续下跌超过一年，氧化镨钕行业利润目前降至 15312.5 元/吨，同比降幅高达 78%，也接近 2019 年 7 月以来的最低水平。在低库存与低利润的双支撑下，稀土价格继续大幅下探的可能性较低。

需求与政策共振下稀土行业有望迎来复苏。随着消费旺季逐渐来临，国内经济复苏在即，汽车、工业电机、工业机器人、风电等领域需求或将提速，人形机器人更有望带来稀土永磁新的需求空间。政策方面，2022 年 12 月商务发布《关于〈中国禁止出口限制出口技术目录〉修订公开征求意见的通知》，禁止出口稀土提炼、加工、利用技术，有利于支持国内稀土产业链健康发展。在需求与政策共振、库存与利润支撑下，稀土价格有望缓慢回升，行业有望迎来复苏。

3、投资建议

年内第一批指标增速放缓、废料端供给收缩，稀土价格经历近一年大幅回落后继续大幅下探的空间已然不大，需求与政策共振下稀土行业有望迎来复苏。中重稀土配额在连续几年保持不变后出现下降，显示出资源稀缺性，建议关注中重稀土央企中国稀土集团旗下唯一上市平台，资源整合开启的中国稀土（000831）。轻稀土方面建议关注产量指标持续增长，行业龙头北方稀土（600111）。此外，建议关注其他具备南方稀土整合预期的广晟有色（600259）、厦门钨业（600549），以及具备全球化稀土资源布局的盛和资源（600392）。

风险提示：1）全球经济复苏不及预期；2）下游需求不及预期；3）海外矿山新增产能投放快于预期；4）国内配额增长大于预期；5）稀土价格大幅下跌。

（分析师：华立、阎予露）

环保公用：广东省发布新型储能参与电力市场交易实施方案，储能价格机制有望进一步完善

1、核心观点

公用事业方面，国际可再生能源署（IRENA）发布了最新版本《2023 年可再生能源装机容量统计报告》。报告显示，到 2022 年底，全球可再生能源发电装机总容量达到 3372GW，去年可再生能源新增装机也达到创纪录的 295GW，提升了近一成。2022 年全球新增电力装机容量中，可再生能源占比 83%。

环保方面，国家能源局等四部门发文提出。到 2025 年，试点县可再生能源在一次能源消费总量占比超过 30%，在一次能源消费增量中占比超过 60%。可再生能源新模式新业态广泛发展，就地消纳能力明显提升，新型电力系统配电网建设成效显著，非电利用多元化、成规模。

2、投资建议

公用：《广东省新型储能参与电力市场交易实施方案（征求意见稿）》，储能价格机制有望进一步完善。《方案》详细规定了电网侧储能、电源侧储能、用户侧储能的交易方式。其中：独立储能可作为独立主体参与电力市场交易；电源侧储能项目，与发电企业作为整体，联合参与电力市场交易；用户侧储能项目，与电力用户作为整体联合参与市场交易。随着新能源发展不断提速，新型储能已经上升为解决新能源并网问题的有效途径。我们预计容量电价与其他新型储能价格机制将会继续完善，增加储能项目回报率的同时，助力构建以新能源为主体的新型电力系统。

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）、协鑫能源（002015）、华能水电（600025）、川投能源（600674）、九丰能源（605090）、新奥股份（600803）。

环保：四部门发文开展农村能源革命试点，以点带面加快农村能源清洁低碳转型。近日，国家能源局等四部门发文提出，到 2025 年，试点县可再生能源在一次能源消费总量占比超过 30%，在一次能源消费增量中占比超过 60%。因地制宜合理布局生物质发电项目，有效处理各类有机废弃物的同时，支撑试点县绿色电力持续、稳定供应。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: 美联储加息接近尾声, 关注黄金板块投资机会

1、核心观点

市场行情回顾: 本周上证指数上涨 0.46%, 报 3265.65 点; 沪深 300 指数上涨 1.72%, 报 4027.05 点; SW 有色金属行业指数本周上涨 2.17%, 报 4907.58 点。在 A 股 31 个一级行业中, 本周有色金属板块上涨 2.71%, 涨跌幅排名第 6 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 3.66%、2.17%、2.66%、1.57%、2.40%。

重点金属价格数据: 本周上期所铜、铝、锌、铅、镍、锡分别收于 69760 元/吨、18470 元/吨、22680 元/吨、15390 元/吨、181410 元/吨、199600 元/吨, 较上周变动幅度分别为 4.29%、1.62%、1.75%、0.36%、2.96%、10.26%。本周上期所黄金、白银分别收于 440.70 元/克、5217.00 元/千克, 较上周变动幅度分别为 2.07%、3.90%; COMEX 黄金、白银分别收于 1981.00 美元/盎司、23.37 美元/盎司, 较上周变动幅度分别为 0.38%、4.02%; 美元指数收于 103.11, 较上周同比变化-0.73%; 美国 10 年期国债实际收益率下跌 13 个 bp 至 1.16%。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%; 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%; 国内电解钴、MB 电解钴、三氧化二钴、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%; 钨精矿、镁锭、海绵钛、钼精矿分别收于 117500 元/吨、22150 元/吨、8.3 万元/吨、4385 元/吨度, 较上周分别变动-0.42%、1.35%、0.00%、-9.68%。

2、投资建议

3 月议息会议美联储加息 25 个基点, 令基准的联邦基金利率升至 4.75%-5% 目标区间, 符合市场预期。美联储官员认为当前通胀局面得到改善, 在银行业暴雷后经济下行风险增大, 均暗示加息周期即将结束。在本次加息后, 点阵图对 23 年年底利率预期为 5.1%, 仅再有一次加息 25 个基点的空间。尽管鲍威尔预计今年美联储不降息, 但会后 CME 利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后, 最快将于 7 月开始降息, 2023 年下半年将有两次降息。目前美联储结束本轮加息周期时点临近, 且市场降息预期发酵, 是布局黄金板块的战略性机遇。上一轮黄金牛市 (2018 年至 2020 年) 的起点发生在 2015-2018 年加息周期的末尾, 2019-2020 年降息周期开启之前。而从 1990 年以来的美联储 5 轮加息周期来看, 在本轮加息结束至下轮降息周期开启前, 黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。黄金步入牛市, 金价上涨将为黄金板块带来明显超额收益。目前 A 股黄金板块估值仍处于相对安全的位置, 建

议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、赤峰黄金（600988）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）、华钰矿业（601020）。此外，工信部和自然资源部下达 2023 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，矿端开采增速放缓，有望缓解供给压力，需求逐步好转下稀土价格有望反弹，建议关注中国稀土（000831）、北方稀土（600111）、广晟有色（600259）、厦门钨业（600549）、盛和资源（600392）。

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）

军工：国资委鼓励“做强做优做大”，军工央企国改增效在即

1、核心观点

国资委以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大。3月20日，国资委党委召开扩大会议。会议强调，以更大力度鼓励支持中央军工企业做强做优做大。“做优做强做大”军工央企是一体化国家战略体系落实到微观层面的具体措施：1）做优：国资委将中央企业经营指标体系从“两利四率”优化为“一利五率”，要求央企提质增效、加强研发，对军工央企经营质量有了更高的要求。2）做强：当前国际环境矛盾突出，美国以视我国为首要战略竞争目标，我国作为军事军贸大国，内销以及外贸的武器装备都应具有国际竞争力。3）做大：做大公司规模，可以包括营业收入、资产总额、利润水平。军工央企作为国防军工的“排头兵”，起到对细分领域的引领作用，支持中央军企做大，可有利于优化军工产业链资源配置，以实现国防军工领域资源的纵向整合、横向贯通，实现军工产业高质量发展。

国改进入深水区，多措并举推进军工集团改革。在国改的路径方面，除了资产注入外，军工企业也可通过引入战略投资者、引入基金、和员工持股等多种方式实现，其中员工持股更多的是作为配套激励措施协助其他模式的开展。随后改革将进入攻坚期和深水区，重磅甚至破冰式改革有望突破。我国正探索中国特色估值体系，从价值发现维度，军工央企仍有较大提升空间。首先，国企改革进入深水区，央企提质增效要求更甚，军工央企经营质量将稳步提升；其次，军工央企资产证券化率整体偏低，通过优质资产注入/分拆，加快产业链整合及上市等形式实现价值重估。基于此，“大院所、小平台”类军工央企上市公司将受益。军工集团国改预期持续兑现，建议两维度布局：1）资产证券化提升预期；2）公司治理改善预期。

2、投资建议

业绩窗口期已至，黎明就在前方。短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q1业绩预期偏弱等估值压制因素基本 pricein；其次，五年装备采购计划中期调整带来的军工大订单 Q2 或可见。随着财报业绩和型号降价落地，板块预期将迎边际改善；再次，行业复工复产

叠加行业招投标有序重启，Q2 订单落地将推动板块业绩快速回升；中期看，23 年作为“十四五”承前启后的一年，军工板块预期分化明显，无人机、远程火箭弹、战略弹、北斗三、网络安全和陆军等新领域或前期非优先领域景气度有望走高/回升。

23 年“轻赛道，重个股”，建议“五维度”配置：1) 新城新质，无人装备领域包括中无人机、航天电子、晶品特装；远火装备北方导航、中兵红箭；军工网络安全供应商邦彦技术；军工检测提供商思科瑞；2) 航空/航发产业链，包括航发动力、中航西飞、西部超导、中航光电、宝钛股份；3) 导弹/北斗三产业链，包括航天晨光、新雷能和海格通信；4) 国产化提升受益标的，包括紫光国微和振华风光；5) 国企改革对业绩增长改善标的，包括中航电测、国睿科技、航天发展和中航电子等。

风险提示：“十四五”装备采购规划和军工改革不及预期的风险。

(分析师：李良,胡浩淼)

煤炭：产地煤价略有松动，焦炭呈现去库趋势

1、核心观点

动力煤

本周动力煤港口价继续下降，3 月 24 日，京唐港山西产 Q5500 动力末煤平仓价格为 1100 元/吨，周降幅为 1.8%；产地煤价方面，各主产地坑口煤价以下降为主，晋陕蒙新坑口煤价下降 0-20 元/吨不等；国际三大港口动力煤现货价有企稳迹象，进口煤广州港库提价小幅下跌。港口库存方面，本周各港口库存以累库为主，秦皇岛港煤炭库存/CCTD 主流港口库存/广州港集团煤炭库存/长江口煤炭库存本周环比上周分别+7.3%/+0.6%/+5.4%/-0.5%；南方八省电厂日耗量环比下降 3.4%，存煤库存持平；非电煤需求方面，国内甲醇产品开工率环比增 1.3PCT，全国磨机运转率环比增 1.6PCT，显示非电煤需求继续稳中有增；运价与调度方面，国内煤炭海运价上涨明显，国际海运费指数在前期大幅反弹基础上有所回调。

炼焦煤

本周港口焦煤价格环比持平，产地价格以下跌为主，山西古交/灵石/孝义/柳林出矿价下降 30-120 元不等；山西/河北/内蒙/河南产炼焦煤均价下降 0-80 元不等；澳大利亚峰景矿硬焦煤中国到岸现货价本周为 348.5 美元/吨，环比降 2%；总体焦煤库存（港口+独立焦化厂+样本钢厂）本周呈现微升状态，但仍大幅低于近五年历史同期值。

焦炭

3 月 24 日，天津港准一级冶金焦平仓价为 2810 元/吨，环比持平；产地价格方面，3 月 24

日山西/河北/内蒙/山东产冶金焦平均价均环比持平，焦炭库存方面近期有去库趋势，截至3月24日，主要港口/样本钢厂/焦化企业（230家）本周分别环比+0.3%/-2%/-4%。全国高炉炼铁产能利用率（247家）为89.28%，环比提升0.84pct，显示焦炭需求端受下游钢企拉动继续稳中有升。

2、投资建议

近期煤炭供需关系向基本平衡方向发展，动力煤及炼焦煤价均呈现产地价格有所松动局面，焦炭价格维持稳定。供暖季结束，根据天气预报，未来10天，内蒙古东部、东北地区、华南南部平均气温较常年同期偏高1~3℃，新疆东部、青藏高原等地气温偏低1~2℃，我国其余大部地区气温接近常年，预计未来一段时间电厂日耗维持稳定，波动不大；非电煤需求方面，甲醇开工率、磨机运转率均持续提升，化工行业周度耗煤量也呈明显抬升趋势，工业用煤需求有望接力供暖需求缺口，提升对煤价的乐观情绪。煤炭板块当前PE为6.4X，PB整体法1.5X，均位于历史低位。个股推荐焦煤龙头山西焦煤（000983）、焦炭煤化工行业龙头中国旭阳集团（1907）、动力煤龙头中国神华（601088）、中煤能源（601898）、陕西煤业（601225）、兖矿能源（600188）。

风险提示：行业面临有效需求不足背景下煤价大幅下跌的风险，以及行业内国企改革不及预期的风险。

（分析师：潘玮）

轻工：浆价下行盈利反弹，文化纸需求表现良好

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体量同比增长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24日，废黄纸板、瓦楞纸、箱板纸平均价格分别为1,515、2,789、3,967

元/吨，分别较上周变动+0.33%、-3.36%、-2.03%。浆纸系：3月24日，阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为5,206、6,447、5,100元/吨，分别较上周下跌3.66%、2.76%、2.39%；双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为6,700、5,730、4,830元/吨，分别较上周下跌0.37%、0.52%、1.63%。3月进入传统旺季，秋季教辅教材的招标工作陆续进行。同时，预计二十大以后具备一定党建刊物需求。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，特种纸下游需求扩张，竞争格局良好，龙头持续建设产能，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】，户外运动受益者【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)

汽车：地方消费支持政策再扩充，热门品牌开启保价活动维稳预期

1、核心观点

本周观点更新

本周多地政府出台新一轮汽车市场消费支持政策：3月21日至31日，哈尔滨开展购车优惠补贴活动，购买“国六”标准乘用车或3.5吨以下新货车可按购车价分三档获得3000-5000元补贴；3月20日起，重庆对消费者购买新乘用车给予现金补贴1000-3000元；3月21日，北京市商务局等7部门发布方案称乘用车置换新能源小客车最高补贴1万元，补贴适用时间至

8月31日;3月21日,西安对至4月30日购买新能源乘用车的消费者按购车价给予2000-6000元补贴。伴随助力城市及省份发布新的优惠政策,本轮汽车补贴热度再上台阶。另外,部分车企开启核心品牌保价措施,长城于3月18日宣布坦克品牌全年保价,另有理想、零跑、腾势、哪吒等品牌于本月较早时间宣布保价政策。保价政策有助于稳定消费者预期,避免品牌形象因“价格战”受到损伤,配合地方政府优惠政策平复消费者持币观望情绪,促进车市消费复苏。

周度行情回顾

本周上证综指、深证成指和沪深300指数涨跌幅分别为0.46%、3.16%、1.72%。汽车板块的涨跌幅为2.37%,涨跌幅排行位列30个行业中第8位,与上周明显回升。

从分子板块来看,零部件、乘用车、商用车、销售及服务、摩托车及其他周涨跌幅分别为3.29%、2.51%、-0.16%、-0.32%、-0.71%。

估值方面,销售及服务、摩托车及其他、零部件、商用车、乘用车市盈率分别为33.47x/31.37x/27.14x/26.36x/22.19x。摩托车及其他、零部件、乘用车、商用车、销售及服务市净率分别为3.15x/2.50x/2.03x/1.67x/0.87x。

2、投资建议

整车端推荐广汽集团(601238)、比亚迪(002594)、长安汽车(000625)、长城汽车等(601633);智能化零部件推荐华域汽车(600741)、伯特利(603596)、德赛西威(002920)、经纬恒润(688326)、中科创达(300496)、科博达(603786)、均胜电子(600699)、星宇股份(601799)等;新能源零部件推荐法拉电子(600563)、菱电电控(688667)、中熔电气(301031)、拓普集团(601689)、旭升集团(603305)等。

风险提示:汽车销量不达预期的风险;芯片及零部件短缺导致的产业链风险;原材料价格上涨对盈利造成不利影响的风险。

(分析师:石金漫,杨策)

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