

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

2月美国核心PCE物价指数增速低于预期，创一年半新低

纳指创半年新高，一季度涨17%、创近三年最佳表现；标普连创六周新高，道指创近四周新高及三个月最大日涨幅

多国宣布实施自愿石油减产，沙特、俄罗斯将自愿减产50万桶/日，直到2023年底

中华人民共和国和新加坡共和国关于建立全方位高质量的前瞻性伙伴关系的联合声明

国家能源局发布关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见

银河观点集萃:

- **宏观:** 从高斜率修复向更稳定的内生增长过渡。PMI经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶后，3月份展现出斜率更缓和但可持续的增长。PMI好于预期显示经济在快修复阶段后转向缓和的复苏，且力度不弱，PMI与股指的正相关意味着指数仍有上升空间。虽然经济的正向循环正在形成，但稳定的斜率短期影响使权益市场的表现。除了出口外，消费的恢复似乎开始赶上，同时基建投资稳定下地产未来的修复斜率也存在超预期的可能，这些因素是经济增长好于预测的潜在力量。
- **宏观:** 二季度权益资产将出现四重利好。1. 国内盈利底：PPI即将见底回升，同时政策发力，工业生产加速，将带动工业企业利润增速见底回升。2. 国内稳货币宽信用：3月17日超预期降准25BP之后利率趋于下行，国内货币政策重回“稳货币宽信用”状态。3. 美联储停止加息：海外银行业问题初步避免了大面积挤兑（主要通过兜底储户存款、对商业银行投放短期流动性等）。4. 信心的恢复与预期好转：3月下旬多国政要与企业家访华，多项对外合作项目落地；马云回归，蚂蚁上市；市场信心恢复、预期好转，有望带动民间投资与FDI反弹。
- **策略:** 蓄势待发，寻找安全边际，4月以结构性机会为主。4月将迎来一季报业绩密集披露期，我们认为4月受一季报业绩预期向好的驱动，市场有望震荡向上，结构性机会为主，已充分调整+有催化剂的板块是配置主要方向。投资策略应当聚焦有安全边际+一季报预期景气验证题材及个股。4月我们建议战略性布局大消费、科技、黄金等板块里的价值股。

银河观点集锦

宏观：从高斜率修复向更稳定的内生增长过渡

1、核心观点

PMI 数据情况。2023 年 3 月份中采制造业 PMI 指数 51.9，比 2 月份下行 0.7，高于近年均值 0.8，高于预期并继续保持在扩张区间。非制造业 PMI 录得 58.2，比 2 月份上行 1.9，高于近年均值 5.9；建筑业 PMI 录得 65.6，比上个月上行 5.4，高于近年均值 7.1。中采先进制造业 EPMI 录得 56.1，比上月回落 6.4，高于近年均值 0.1。在疫情和节日的扰动逐渐淡去后，PMI 从高斜率的修复向更稳定的内生增长过渡。

产需匹配后扩张更加平稳，内需更强，出口好于预期的幅度有限。3 月份生产在上个月的大幅回补后环比基本全面回落，但 15 个主要行业中仍有 10 个的产量高于往年同期均值，生产和需求匹配度提高。2 月份生产填补了与订单间的缺口，因此 3 月份的生产除了计算机通信电子设备外，环比均回落；同往年水平相比，生产依然不低，只是之前过高的修复斜率在需求没有继续显著扩张的情况下无法维持，所以进入更加平稳的状态。外需在银行业危机的影响下可能受到抑制，但海外经济韧性似乎仍强于去年年末美欧在今年上半年陷入衰退的预期，对出口和生产的影响也依然可能比预期弱。

高斜率修复缓和后库存偏高，大企业表现更好。产成品库存回落但略高，原材料库存下行反映需求和生产意愿不算旺盛，离主动补库尚有距离，结合企业反映需求不足的情况体现出信心和总需求水平依然较弱。产成品库存在旺季水平并不低，在订单平稳的情况下并不支持生产增长的斜率继续提高。因此，在需求改善带动库存降到更低水平前，企业进一步补库存可能会比较犹豫，这符合稳定内生增长而非高速复苏的状态。三类企业中，大企业较好的表现可能与政府投资项目的开工相关，设备类以及原材料类较早受到需求恢复的拉动，而大企业也有不少集中在这些领域；中小企业仍面临一定需求上的压力。

非制造业表现强劲，地产保持较高景气。非制造业由于建筑、运输业强劲的表现和消费服务延续回升，环比进一步上行：非制造业全国经营活动状况大幅上行 1.9 至 58.2，高于近年均值 5.9。服务业方面，经营活动状况上行 1.3 至 56.9，新订单上升 3.8 至 58.5，价格和就业继续上行；生产性服务业因出行和配送恢复表现强势，零售消费也较为旺盛。建筑业在基建支持下继续上升至高位；房地产环比回落但仍处于较高水平，需求明显高于往年同期均值，符合销售和开工的好转。

PMI 经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶后，3 月份展现出斜率更缓和但可持续的增长。PMI 好于预期显示经济在快修复阶段后转向缓和的复苏，且力度不弱，PMI 与股指的正相关意味着指数仍有上升空间。但另一方面，总需求并不算强劲：海外需求上，出口应强于去年末的悲观预期，但幅度预计有限；内需的斜率也难进一步加快，制造业企业的库存水平以及价格数据都暗示预期并不乐观，因此虽然经济的正向循环正在形成，但稳定的斜率短期影响使权益市场的表现。除了出口外，消费的恢复似乎开始赶上，同时基建投资稳定下地产未来的修复斜率也存在超预期的可能，这些因素是经济增长好于预测的潜在力量。

风险提示：疫情二次感染超预期、地产恢复不及预期、海外经济衰退提前。

(分析师: 许东石)

宏观：Q1 复盘与 Q2 展望：权益资产迎来四重利好

1、核心观点

二季度权益资产将出现四重利好：

1. 国内盈利底：PPI 即将见底回升，同时政策发力，工业生产加速，将带动工业企业利润增速见底回升。市场对 PPI 即将见底预期较为一致，但分歧在于 PPI 反弹的斜率——基准预测仍是温和回升（从 4 月至 5 月的-2.5%左右到 12 月的+1.5%左右）。

2. 国内稳货币宽信用：3 月 17 日超预期降准 25BP 之后利率趋于下行，国内货币政策重回“稳货币宽信用”状态。回顾去年，1 月、5 月、8 月都有利率（MLF 利率或 LPR）调降，都是中央政治局会议之后的月份。

3. 美联储停止加息：海外银行业问题初步避免了大面积挤兑（主要通过兜底储户存款、对商业银行投放短期流动性等）。美联储 5 月 2 日或 6 月 14 日将停止加息，这将会驱动中美利差倒挂程度收窄，美元指数下降，人民币资产重估。

4. 信心的恢复与预期好转：3 月下旬多国政要与企业家访华，多项对外合作项目落地；马云回归，蚂蚁上市；市场信心恢复、预期好转，有望带动民间投资与 FDI 反弹。

风险提示：海外银行业危机、国内第二波疫情。

(分析师: 高明)

策略：蓄势待发，寻找安全边际——2023 年 4 月份投资组合报告

1、核心观点

2023 年 3 月 A 股交易活跃。截至 3 月 29 日，本月上证指数下跌 1.21%，深证成指下跌 1.73%，创业板指下跌 2.38%。板块方面，传媒、通信、计算机本月涨幅居前。本月日均成交

额 9251.21 亿元，北向资金净流入达 289.58 亿元。

国内消费是今年经济复苏行稳致远的关键。两会就消费、内需、地产、民生、发展等各个领域都做出了指导性意见。货币端，央行于 3 月 10 日公布社融数据，2023 年 2 月社会融资规模增量为 3.16 万亿元，同比多增 1.95 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿元，同比多增 9241 亿元，对实体经济的贷款规模增加，说明经济正在恢复，向好信号明显。过去三年的疫情导致中国居民储蓄率大幅上升，有助于推动今年的消费复苏，消费需求拉动经济增长，消费复苏将对消费品、医疗、交运形成利好。3 月 24 日召开的国务院常务会议提到优化完善阶段性税费优惠政策，其相关政策预计每年超 4800 亿元。3 月 26 日，在中国发展高层论坛 2023 年年会上，财政部部长刘昆表示，中国将加力提效，实施积极的财政政策，以营造良好的环境。

2、投资建议

4 月以结构性机会为主。海外方面，美联储于 3 月 24 日决定继续加息 25 个基点，美国金融情况不断收紧。国内方面，国内将保持稳步持续复苏的节奏。开年以来宏观数据表现良好，各项利好政策也在不断提振市场信心。消费将带动加快经济修复的节奏，支撑市场上行。4 月将迎来一季报业绩密集披露期，我们认为 4 月受一季报业绩预期向好的驱动，市场有望震荡向上，结构性机会为主，已充分调整+有催化剂的板块是配置主要方向。投资策略应当聚焦有安全边际+一季报预期景气验证题材及个股。4 月我们建议战略性布局大消费、科技、黄金等板块里的价值股。

风险提示：1) 美债利率超预期上行的风险；2) 货币和财政政策基调转向的风险；3) 地缘政治风险。

(分析师：蔡芳媛)

固收：制造业保持景气区间，非制造业加速修复——3 月 PMI 速评

1、核心观点

PMI 延续景气区间，制造业向常态回归，非制造业继续加速复苏。

制造业 PMI51.9%、EPMI56.1%景气度相对较高，但环比分项多数下行。其中制造业 PMI 分项购进价格、生产量、新出口订单、生产经营活动预期等跌幅靠前分别较上月下行超过 2%，但以上分项仍均在扩张区间；显示疫情对生产、经营活动以及供应链的扰动效应在开年大幅消退后，年初的制造业的报复性回升告一段落，PMI 水平正在向均值常态回归，整体制造业周期仍向上。EPMI 分项基本全线回落，出口订单下跌幅度超过 10%跌至荣枯线以下，说明海外需求萎缩压力较大。大中小企业 PMI 均小幅下跌，仍是大型企业景气度最高，但中、小企业仍

延续扩张走势。

非制造业 PMI58.2%，环比持续改善。服务业继续修复，建筑业明显高景气。服务业、建筑业 PMI 分别上行 1.3%、5.4%至 56.9%和 65.6%，大幅超过往年同期均值，非制造业复苏进程加快。

我们认为：疫情扰动大幅消退及政策持续发力背景下经济由年初快速修复在 3 月向常态回归，中国经济高质量发展目标下，制造业技术创新、产业升级将继续推进。需关注海外信用收缩周期对总需求萎缩的影响，后续持续关注外贸相关数据。

(分析师：刘丹)

固收：国际银行业风波暂有降温，国内降准落地——大类资产与金融市场监管周报

1、核心观点

本报告提及本周指 2023 年 3 月 24 日-3 月 30 日。

影响市场核心信息：

海外衰退预期及加息预期、银行业风波等；国内降准实施及经济发展方向和复苏进程。

大类资产表现：美债利率上行，美元指数下跌，整体资产表现多数上行，较上周分化。铁矿石、小麦领涨，中国国债>美元>人民币>美债，天然气表现差。

全球央行利率变化及预期：银行业风波影响下全球加息预期仍部分下行，但随着硅谷银行被出售给第一公民银行，银行业风波暂有降温，多数国家加息预期本周有所回升。

美国加息路径市场预测：相较于上周美联储加息后市场仍然预期大概率美联储将停止加息，本周市场的加息预期有所回升，预期下次 5 月会议将较大概率（55.1%）加息 25BP，6 月停止加息并仍预期 7 月开始降息，2023 年底市场认为利率将降至 4.25%-4.5% 区间。

美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期：10Y 美债 TIPS 隐含通胀预期上行至 2.34%，上周 2.19%；国际银行业风波略有降温后，6M 隐含利率在上周美联储加息回升至 4.74% 后本周保持波动落在 4.75%，加息预期略上行。

国际流动性监测

美债流动性和央行操作：美联储短期快速扩表后转回缩表：美联储资产在连续两周大幅增加共 3915 亿美元后转回缩表 178.5 亿元，银行业风波后美联储连续两周向市场释放流动性本周开始收敛，美联储持有美债规模本周小幅变化 3.3 亿美元。外国央行：继续减持但幅度明显

收窄。外国央行本周减持 127.4 亿美债至 28727.1 亿美元。美债流动性指数高位回落从 2.8% 附近下降至 2.53%，美债流动性有所改善。

美商业银行系统流动性：美国银行业流动性压力仍大但边际有所缓解。货币基金规模仍上行但幅度有所收窄，资金仍在快速流出银行，最近一周仍主要净买入投资政府债券的货币基金，其中逆回购占比指标继续上升保持高位震荡，体现商行存款流失压力和整体流动性压力均大。小型银行压力尤其大，小商行准备金水平（滞后两周）处于历史低位，大商行准备金在银行业风波后也明显下行；联邦基金市场每日成交量在硅谷银行关闭后快速上升本周继续上行，银行在联邦基金市场获取现金上升但是幅度在放缓；美联储贴现窗口使用额本周下行但仍保持在超高水平。

美元流动性：资金利率、汇率互换表明美元流动性仍紧但边际有所缓解，远期美元需求边际略走强。

金融条件：花旗经济意外指数显示欧洲经济不确定性仍边际上行，但中、日、美下调；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际有所收紧。15 年期抵押贷款利率有所下行，融资成本的相对高位对消费、房地产等形成信用抑制。

资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三是美国、欧元区、中国香港（上周美国、日本、中国），净流出前三是中国、韩国、墨西哥（上周韩国、欧洲、巴西）。

2、美国金融市场资金博弈：美国金融市场杠杆交易本周有所回落，市场活跃度有所下行，市场风险偏好略降。

3、中国权益市场资金：北向，本周净流入 85.56 亿元；南向，本周净流入 161.6 亿元；融资买入占比在 8.96% 左右震荡上行。

国内债市：短期资金利率上行明显，中长期相对稳定；降准正式落地，本周大额净投放。中长期国债收益率曲线维持高位震荡；信用债收益率较上周有所分化，短期和长期限收益率基本上行。

风险提示：银行业风波波及范围加深、加息预期波动、海外衰退风险。

（分析师：刘丹）

银行：信贷开门红延续，稳增长政策导向不变

1、核心观点

社融再度超预期，信贷开门红延续。2月新增社融3.16万亿元，高于2.2万亿元的预期值。信贷增长动能依旧强劲，政府债与企业债发行均有改善。2月，新增人民币贷款1.82万亿元，同比多增9116亿元，增长动能强劲，预计与实体企业融资需求复苏和去年2月春节效应低基数有关；新增外币贷款310亿元，同比少增170亿元，新增政府债券8138亿元，同比多增5416亿元；新增企业债融资3644亿元，同比多增34亿元；新增非金融企业境内股票融资571亿元，同比少增14亿元；表外融资减少81亿元，同比少减4972亿元。结构上看，居民短期贷款投放回暖，企业贷款保持稳健增长。2月居民部门新增贷款2081亿元，同比多增5450亿元；其中，短期贷款同比多增4129亿元，中长期贷款同比多增1322亿元；企业部门新增贷款1.61万亿元，同比多增3700亿元。其中，中长期贷款同比多增6048亿元。

两会政府工作报告发布，稳增长导向不变，降准释放流动性。报告指出财政政策加力提效，财政赤字率拟按3%安排，地方政府专项债券3.8万亿元，两项指标较2022年均有所提升，同时稳健的货币政策要精准有力，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。我们预计后续信贷投放有望趋于平稳，但制造业、普惠金融和绿色发展等重点领域融资有望延续高景气度。3月末央行降准0.25个百分点，我们测算此次降准释放流动性5170亿元，帮助金融机构节约成本约58.42亿元。

硅谷银行事件对国内银行影响有限。SVB破产主要系美联储加息、存款账户抽水以及自身期限错配所致。考虑到外部环境和经营模式上的差异，国内上市银行流动性风险基本可控。（1）经济改善，通胀相对温和，短期大幅加息概率不大，叠加稳增长导向不变，企业融资环境和银行间流动性良好。（2）国内银行以贷款为主，金融资产敞口小：截至2022年9月末，上市银行累计贷款占总资产比重55.92%。据不完全统计，10家银行以摊余成本计量金融资产占总资产比重16.71%，其余银行债权投资和其他债权投资累计余额占总资产比重10.29%。（3）流动性指标远超监管红线，负债端期限结构改善。

2、投资建议

两会政府工作报告发布，稳增长导向有望延续，降准释放流动性，进一步缓解银行负债端压力。受益需求回暖，银行2月信贷投放保持强劲，开门红延续。考虑到外部环境和业务模式上的差异，硅谷银行事件对国内上市银行影响有限。总体来看，银行经营环境向好，压制估值的因素基本出清，向上修复空间打开。当前阶段银行板块估值性价比高、配置价值凸显，持续看好银行板块投资机会，维持“推荐”评级，个股方面，推荐宁波银行（002142），江苏银行（600919）、常熟银行（601128）、招商银行（600036）、平安银行（000001）。

风险提示：宏观经济增速不及预期导致银行资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

汽车：车市表现仍显疲弱，降价促销对消费的提振作用有待释放

1、核心观点

低基数效应下市场增速转正，插混市场继续维持强势表现。2023年2月乘用车零售销量139.0万辆，同比+10.4%，环比+7.5%，厂商批发销量161.8万辆，同比+10.2%，环比+11.7%。新能源乘用车零售销量43.9万辆，同比+61.0%，环比+32.8%；批发销量49.6万辆，同比+56.1%，环比+27.5%，其中插电混动销量14.9万辆，同比+105.8%。

85家汽车行业上市公司披露2022年业绩报告，业绩表现有所分化。截止2022年3月31日，A股市场共有85家汽车行业上市公司披露2022年度业绩情况，不同细分领域的营业收入及盈利表现有所分化，其中，新能源整车龙头比亚迪营收及归母净利润增速分别为96.20%和445.86%，取得良好表现，均胜电子、爱柯迪、旭升集团、广东鸿图等零部件公司归母净利润增速在50%以上，商用车领域普遍面临一定的盈利压力。

降价促销引发观望情绪，车市销量仍显疲弱。根据乘联会数据，3月1日至26日，全国乘用车实现批发销量114.6万辆，同比-8%，较上月同期-19%，今年以来累计批发421.2万辆，同比-14%；实现零售销量102.1万辆，同比-1%，较上月同期-17%，今年以来累计零售370万辆，同比-15%。因主动去库和环保政策引发的价格战并未带来销量明显的提升，突发性的大幅降价提高了消费者对行业价格战扩大的预期，加重了消费者的观望情绪。新能源车市场今年以来累计批发129万辆，同比+22%，累计零售115.7万辆，同比+18%，表现显著好于整体车市。乘联会预估3月狭义乘用车零售完成159万辆左右，环比+14.5%，同比持平，其中新能源零售56万辆左右，环比+27.5%，同比+25.8%，渗透率达35.2%。

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：新能源汽车行业销量不及预期的风险；芯片短缺带来产能瓶颈的风险；原材料价格维持高位导致成本高企的风险。

（分析师：石金漫,杨策）

汽车：自主品牌新车型密集发布，智能化、差异化竞争热度提升

1、核心观点

2022年新能源车市场头部效应明显，自主品牌市场竞争力提升迅速，预计2023年市场竞争激烈程度提升。在前期高基数与优惠政策退出的影响下，2023年新能源车市场增速预计将放缓，插混（含增程）车型以“可油可电”特性成为中短期良好过渡车型，预计2023年为新能源车市场贡献主要增量。2022年市场形成以比亚迪、特斯拉为首的“两超”竞争格局，市场集中度提升，自主品牌依靠出色产品力取得优势竞争地位，初具国际影响力。2023年自主品牌将依托前期市场经验加速产品迭代更新，预计2023年市场竞争将更为激烈。

在优惠政策退出、原材料价格维持高位、市场竞争加剧引发降价潮等多重因素影响下，主机厂盈利能力仍受挑战。2023年新能源车购置优惠全面退出，转入市场驱动，造成前期销量透支，短期需求承压；以碳酸锂为代表的重要原材料供需仍处紧平衡状态，主机厂成本压力不减；市场竞争加剧引发以特斯拉为代表的主机厂开启降价潮，成本高企叠加收入端承压对主机厂盈利能力提升形成压制。

2023年新车型密集发布，自主品牌有望依靠出色产品力巩固市场竞争地位，在细分市场提升消费者认知。在度过2022年对市场的初步试探后，以吉利、长安、长城为代表的自主品牌于2023年进入产品大年，将发布多款具有竞争力的车型抢占市场。其中，比亚迪继续坚持向上布局，预计发布多款高价位车型提升品牌形象；吉利开启纯电+插混双线布局战略，重点布局雷神混动系统产品；长安丰富阿维塔+深蓝产品序列，布局中高端车型，长城加速哈弗品牌新能源转型进程。

2、投资建议

自主品牌于2023年进入新能源产品大年，依托自身消费者基础布局细分市场，预计自主品牌将借助新产品加速实现自身新能源转型，引领行业集中度继续提升。推荐在插混（含增程）车型进行重点布局的自主品牌及造车新势力比亚迪（002594.SZ）、广汽集团（601238.SH）、长安汽车（000625.SZ）、长城汽车（601633.SH）、吉利汽车（0175.HK）、理想汽车（2015.HK）。

风险提示：新能源转型不及预期的风险；汽车芯片短缺的产业链风险；原材料价格上涨导致成本抬升的风险；销量不及预期的风险。

（分析师：石金漫,杨策）

煤炭：电力及地产链需求仍有望超预期上行

1、核心观点

动力煤

本周动力煤港口价继续下降，3月31日，京唐港山西产 Q5500 动力末煤平仓价格为 1080 元/吨，环比下降 20 元，周降幅为 1.8%；各主产地坑口煤价环比上周下降 20-30 元；国际动力煤价涨跌互现，纽卡斯尔港口价格呈现反弹；本周各港口持续累库，秦皇岛港煤炭库存/CCTD 主流港口库存/广州港集团煤炭库存/长江口煤炭库存环比上周分别+6.2%/+0.5%/-1.3%/+4.6%。电厂方面，库存与日耗同向上涨。运价与调度方面，国内煤炭海运价回调超 10%，国际海运费指数除巴拿马型运费指数外均继续回调。

炼焦煤

炼焦煤价格方面本周表现为下降。港口方面，3月31日，京唐港山西产主焦煤库提价为 2470 元/吨，环比下降 1.2%；出矿价方面，山西古交/灵石/孝义/柳林主焦煤出矿价本周分别下降 50-130 元不等，山西/河北/内蒙/河南产炼焦煤均价分别下降 0-80 元不等；国际焦煤价格以下降为主，近期表现相对弱势。库存方面，焦煤库存稳中趋降，总体焦煤库存本周呈现微降状态，且大幅低于近五年历史同期值。

焦炭

焦炭港口及产地价格本周均环比持平。库存方面本周略有累库，截至 3 月 31 日，主要港口/样本钢厂/焦化企业（230 家）本周分别为 178.3/653.9/66 万吨，环比-2.2%/+1.4%/+4.3%。钢焦企业开工率方面，唐山钢厂高炉/全国螺纹钢主要钢厂/华北地区独立焦化厂开工率分别为 58.7%/49.5%/77.7%，全国高炉炼铁产能利用率(247 家)为 90.56%，环比提升 1.28pct，显示焦炭需求端受下游钢企拉动继续稳中有升。Myspic 综合钢价指数 3 月 31 日为 159.7，周度环比上涨 1.25%。

2、投资建议

当前供需格局偏弱，本周动力煤及炼焦煤价以下跌为主，焦炭价格维持稳定。需求方面，根据近期中电联预测，2023 年全社会用电量将达到约 9.15 万亿千瓦时，一季度增速将超过 3%，全年增速在 6%左右，2022 年，我国全社会用电量同比增长 3.6%，电力需求 2023 年较 2022 年预期向好，支撑动力煤需求维持高位；地产产业链方面，根据克而瑞发布的 2023 年 3 月房企销售情况，TOP100 房企前 3 月累计销售金额同比增速止降回正，同比增长 2.2%，较前 2 月增速加快 14.7pct；3 月单月销售金额同比维持上升趋势，同比上升 28.7%，较 2 月增速加快 16.9pct，地产链持续修复中，我们对煤焦钢产业链维持乐观预期。我们认为，煤价的调整空间有限，淡季不淡仍有可能，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）

化工：油价中高位运行，看好内需修复下龙头标的表现

1、核心观点

3月油价重心延续回落。一方面，3月21日俄罗斯宣布将减产原油50万桶/日的措施由3月底结束延长至6月底结束，OPEC+维持此前的生产政策不变，美国原油产量缓慢增长。另一方面，疫情扰动减弱，中国原油消费存回升预期，但硅谷银行、瑞信银行风险事件影响具有不确定性，欧美经济衰退预期仍存，原油消费增速预期仍受压制。但短期来看，美国汽油步入季节性去库，且夏季出行高峰即将来临，原油需求有望季节性改善。整体来看，俄罗斯延长减产时间、中国原油消费改善预期、美国汽油消费旺季预期给予油价底部支撑，但海外经济衰退担忧仍存，预计近期油价宽幅震荡为主，Brent原油运行区间参考75-85美元/桶。截至3月29日，Brent和WTI月均价分别为79.18、73.23美元/桶，环比跌幅分别为5.22%、4.77%。

1-2月我国原油需求窄幅下降，同比减少0.2%。1-2月，我国加工原油1.16亿吨，同比增长3.3%；原油产量0.34亿吨，同比增长2.1%；原油进口0.84亿吨，同比减少1.3%；原油表观消费量1.18亿吨，同比减少0.2%；对外依存度71.1%，维持高位。

1-2月我国天然气需求窄幅回升，同比增长0.1%。1-2月，我国天然气表观消费量639亿方，同比增长0.1%；产量398亿方，同比增长6.9%；进口天然气249亿方，同比下降9.4%，主要系1-2月气温低于市场预期，取暖需求平淡，抑制天然气进口需求；同时，国内经济恢复缓慢，下游工厂负荷处于偏低水平，用气需求疲软；对外依存度37.7%，窄幅回落。

1-2月我国成品油需求下降，同比减少4.1%。1-2月，我国成品油产量6563万吨，同比增加6.7%；成品油出口962万吨，同比增加173.1%，主要系出口利润较为可观，企业积极消化出口配额。成品油表观消费量5608万吨，同比减少4.1%。其中，汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比下降7.5%、9.8%、0.4%。

2、投资建议

年初至今，石油化工行业收益率11.5%，表现优于整个市场，排在109个二级子行业的第24位。截至3月29日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））为13.40x。预计油价重心将在中高位运行，建议关注内需修复下的周期弹性以及实施规模扩张的龙头企业。推荐国恩股份（002768）、卫星化学（002648）、呈和科技（688625）等。

风险提示：油价大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

（分析师：任文坡）

社服：澳门3月博彩毛收入再超预期，板块有望迎接戴维斯双击

1、核心观点

板块表现：

本周社服行业涨跌幅为+2.77%，在所有31个行业中周涨跌幅排名第3位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：酒店餐饮（+5.15%），旅游及景区（+4.56%），专业服务（+1.09%），教育（+0.29%）。

重点公告&事件：

（1）澳门博彩毛收入连续三月破百亿；（2）首旅酒店：今年计划新开酒店1500家，抓住酒店行业复苏机遇；（3）中免成都天府国际机场出境免税店正式开业。

2、投资建议

免税：顶奢品牌开始进驻三亚国际免税城，免税板块回调提供布局良机。 Q1海南离岛免税销售预计仍将受备货因素干扰，但我们认为中长期离岛免税发展趋势和格局不变，尤其是近期LV等顶奢开始进驻海棠湾二期，将奠定中长期发展基调。全年看，我们认为行业将再迎政策红利，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：出行领域景气度有望持续超预期的板块，持续推荐米奥会展。 我们预计受益疫情期间累计的需求释放+政策支持，国内展览业今年有望恢复至19年7-8成，外展行业则将同时受益于出入境恢复+政策支持展现高景气。持续看好会展板块景气度，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：3月澳门博彩收入再超预期，国内游建议关注天目湖、大丰实业。 澳门3月博彩毛收入127.38亿澳门元/同比+247%，再次超过市场预期，行业恢复率持续提升。我们重申此前观点，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，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。 上市餐企开年至今经营恢复良好，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)

食饮：行业如期复苏，关注业绩兑现

1、核心观点

整体观点：1至2月社零改善，食品CPI环比下跌。从社零总额来看，2023年1至2月同比+3.5%，高于2022年12月的-1.8%，其中餐饮收入同比+9.2%，显著高于2022年12月的-14.1%。从食品CPI来看，2月同比+2.6%，环比-2%，同比与环比涨幅较1月均有下降，主要归因于：1)节后消费需求回落；2)天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%。

白酒：酒企淡季控货挺价，“糖酒会”或形成催化。预计4月白酒行情或向上，主要系：1)4月逐渐步入业绩披露期，市场更加关注业绩的兑现情况，根据目前跟踪情况回款表现顺利，库存处于正常区间，因此预计白酒行业22年报与23Q1都有较好的业绩确定性；2)23Q2与H2，随着商务宴席的回补叠加低基数效应，板块业绩继续修复且次高端弹性大，依旧比较乐观；3)3月以来老窖、洋河、舍得等酒企在淡季控货挺价，有望推动二季度渠道利润修复；4)白酒板块的估值调整到相对更合适的位置，PE(TTM)的3年分位数24%。

啤酒：1至2月啤酒产量下滑，3月包材价格同比持续下降。23年1至2月啤酒产量同比-1.2%，低于12月同比增速8.5%，但淡季波动影响不大，预计随着3月天气转暖与消费场景进一步修复，有望推动23Q1整体实现稳健增长。成本端，部分酒企22年报业绩已反映22Q4成本压力缓和，而23年3月瓦楞纸/LME铝/玻璃价格分别同比-20.3%/-35.2%/-21.8%，因此预计23Q1盈利能力改善趋势得以延续。

调味品：关注23Q2动销回暖加速库存去化对板块的催化。需求端，由于1~2月终端动销改善幅度有限，叠加渠道库存仍处高位，23Q1基本面恢复的时间被拉长，当前重点工作仍是促销降库存，建议重点关注4~5月的催化，主要系终端需求有望加速回暖+库存经过1个季度的去化。成本端，3月大豆价格同比-4.0%，环比亦继续回落，预计23H1成本压力延续缓和趋势。

乳制品：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落。需求端，23年1至2月乳制品累计产量同比+5.5%，增速环比与同比均提升，我们认为主要系春节送礼消费场景修复，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善，货龄亦较去年同期下降。成本端，23年3月奶价同比-4.8%，仍处于价格下行周期，预计4月仍将延续回落趋势。

2、投资建议

全年来看，仍坚持把握二个维度：维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性；维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。重视三个阶段的节奏分化：1.过渡期（1-2月）：重点关注高端白酒、餐饮供应链。2.弱复苏（3-6月）：关注高端白酒、次高端白酒、餐饮供应链、乳品。3.强复苏（7-12月）：关注高端白酒、调味品、啤酒、功能饮料。短期来看，复苏节奏或有所加快，关注高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖），并加大重视次高端（山西汾酒）；餐饮供应链（海天味业、日辰股份）、饮料（东鹏饮料、李子园）。

风险提示：需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

（分析师：刘光意）

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