

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国 3 月 ISM 非制造业意外大跌, 新订单疲软, 新出口订单暴跌, 价格指数重挫

美国 3 月 ADP 就业人数增加 14.5 万, 预期 21 万, 前值 24.2 万

衰退担忧升温, 美国科技股指跌 1%, AI 概念股继续重挫, 美债大涨

法国总统马克龙抵达北京

谷歌 TPU 超算, 大模型性能超英伟达, 已部署数十台, 为图灵奖得主新作

银河观点集萃:

- **宏观:** 通胀继续走低。年后通胀水平预计继续下行, 消费不振影响了通胀走势。经济恢复仍然是温和的, 在此种情况下, 服务类价格的上行也是温和的, 商品类价格保持平稳, 从而使得 CPI 的价格在上半年保持相对的稳定。而大宗商品类和下游商品类价格的相对稳定, 也使得 PPI 在同比上处于持续走低的状态, 2022 年 2 季度高涨的大宗商品价格对 CPI 和 PPI 同时产生压制。3 月份 CPI 同比增速预计在 0.8% 左右; 3 月份预计 CPI 环比下降 0.2% 左右。3 月份 PPI 同比增速预计在 -2.4% 左右。2023 年 1 季度 PPI 预计在 -1.5% 左右, PPI 全年水平预计在 -1.2% 左右运行。
- **有色:** 美国银行业的暴雷提升了美国经济衰退的担忧, 或使美联储提前结束本轮加息周期。在 3 月议息会议加息 25 个基点后, 美联储官员均暗示加息周期即将结束。点阵图显示 2023 年年底美联储官员的利率预期为 5.1%, 在 3 月加息后仅再有一次加息 25 个基点的空间。目前美联储结束本轮加息周期时点临近, 市场对降息预期升温, 或将开启金价的新一轮上涨周期。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)。
- **家电:** 随着国内线下人流逐步恢复正常和居民消费信心逐步恢复, 家电消费有望逐步复苏, 地产景气度改善也有望提振家电需求。从盈利能力来看, 成本红利有望持续兑现。建议关注三条投资主线, 一、业绩改善确定性强的白电龙头, 推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益于地产改善的厨电龙头, 推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器龙头, 推荐科沃斯和石头科技。

银河观点集锦

宏观：3月较为平淡，物价处于低位——3月通胀预测

1、核心观点

通胀继续走低。年后通胀水平预计继续下行，消费不振影响了通胀走势。经济恢复仍然是温和的，在此种情况下，服务类价格的上行也是温和的，商品类价格保持平稳，从而使得CPI的价格在上半年保持相对的稳定。而大宗商品类和下游商品类价格的相对稳定，也使得PPI在同比上处于持续走低的状态，2022年2季度高涨的大宗商品价格对CPI和PPI同时产生压制。

CPI和PPI环比仍然小幅波动。3月份CPI和PPI继续走低。但无论是CPI还是PPI，现阶段环比均不具备大幅上行或者向下的趋势，CPI价格会随着季节性而波动，PPI会随着经济恢复而动，PPI在2季度更受到基数的影响回落。

3月份CPI同比增速预计在0.8%左右。3月份CPI环比影响约在-0.2%左右，翘尾影响1.0%，预计3月份CPI同比增速在0.8%左右。由于统计上的因素，预计CPI环比变化在0.7%-0.9%左右。2023年1季度CPI预计在1.3%左右，CPI全年水平预计在1.4%左右运行。

3月份预计CPI环比下降0.2%左右。3月份其他食品价格以跌为主，天气晴好带来食品季节性回落。3月份综合来看，食品CPI预计下行0.60%，预计拉低CPI约0.18%。3月份非食品价格变动较弱。旅游、生活服务和其他服务类价格互有涨跌，受到原油价格回升的影响，车用燃料价格回落，整体非食品价格小幅回落。

3月份PPI同比增速预计在-2.4%左右。3月份PPI环比影响约在0.1%左右，翘尾影响-2.5%，预计3月份PPI同比增速在-2.4%左右。由于统计上的因素，预计PPI环比变化在-2.5%--2.3%左右。PPI的下跌会延续至3季度，全年PPI的低点在2季度到来。2023年1季度PPI预计在-1.5%左右，PPI全年水平预计在-1.2%左右运行。

（分析师：许东石）

宏观：详解同步指标CEI以及阻碍美国陷入衰退的因素

1、核心观点

同步指标（CEI）是通过综合周期性数据反映经济位置的指标。同步指标与美国国家经济研究局（NBER）判定经济的顶点、低谷以及衰退时长的主要数据指标重合，因此对推测货币

政策变动有重要意义。NBER 判定衰退的常见参考指标包括个人实际收入、非农就业、家庭调查就业、个人实际消费支出、实际批发和零售额以及工业生产等。以上数据大致与 CEI 的构成吻合，也反映出 CEI 对推断美国经济与衰退的距离有着较强的指导作用。目前常见的同步指标提供者包括：（1）美国经济周期研究所（ECRI）、（2）咨商会（theConferenceBoard）和（3）费城联储储蓄银行。其中，ECRI 和咨商会的同步指标构成基本一致，而费城联储的 CEI 则另辟蹊径的依靠四类劳动市场数据跟踪 GDP 的长期趋势。

四指标 CEI 一般包含就业、可支配收入、销售额和工业生产数据。CEI 为了简洁准确的显示经济增长的轨迹，一般选取少量最有代表性的指标进行拟合，和传统 GDP 核算思路比较接近。我们使用的数据包括（1）非农就业总人数、（2）剔除政府转移支付的实际个人可支配收入、（3）实际制造业和贸易销售额和（4）工业生产指数。就业的旺盛通常导致个人可支配收入的增加，而实际收入的增长又会影响到实际零售销售；零售销售的增速决定批发和制造业出货的水平，后两者又共同影响工业生产指数。这也导致其增长的峰值和谷底出现的位置比较一致，叠加后与经济周期的位置高度重合。

银河 CEI 的拟合方法与特征。我们拟合的 CEI 包括以下步骤：（1）计算各分项的月度对称百分比变化，得出月度增长率；（2）为了防止个别分项存在过高的波动率，各指标的增长率均被标准化，使其平均值的绝对值为 1.0；（3）用月度变化绝对值的平均数分别计算四个指标的“标准化系数”；（4）通过标准化系数和该项的数据量计算所对应的权重；（5）可以根据相应的经济增速加入校正系数，但为了保持分项数据的原始性，我们略过这一步骤；（6）通过权重和增长率得到分项的月度增幅，将月度增幅加总得到分项指数；（7）将四个分项的月度增幅加总累计得到 CEI 综合指数，这一综合指数的同比和环比增速与 GDP 均存在不错的相关性。

CEI 可以通过阈值帮助判断经济是否进入衰退以及增长率是否放缓到可以降息的水平。相对于综合指数总量的表现，CEI 的同比和环比增速更加重要。CEI 与实际 GDP 的同比增速有着较好的相关性：1999-2022 年的 CEI 和 GDP 同比增速作为自变量和因变量进行线性回归，模型的 R² 为 0.75，可以作为提前预测季度 GDP 同比增长率的辅助手段。CEI 的（环比）增长率精准反映了 1949 年以来的全部 12 次衰退，比 GDP 环比折年率连续两个季度负增长的“技术性衰退”准确率高出许多。从经验角度考虑，银河 CEI 的判断美国经济衰退的阈值为“环比增速 6 个月移动平均值降低至 -0.25% 以下”，而 0% 的增速则可以作为可信度较高的衰退预警。银河 CEI 的“降息触发”阈值在 1% 左右，在加息周期达到这一阈值并不意味着一定出现降息，而是反映周期性经济部门达到了可以降息的标准，但是否降息仍取决于美联储对价格和金融稳定的评估。

从 CEI 的分项指标看，美国经济短期难以陷入衰退，就业和收入指标是最大阻碍，而销售和工业生产达到了衰退前的水平。销售额和工业生产的 6 月均环比增速在 2023 年 1 月分别为 -0.38% 和 -0.35%，已经符合周期性衰退的状态；而阻止衰退判定的则是就业和可支配收入，两项的 6 月均环比增速分别为 0.63% 和 0.28%，距离 -0.25% 的阈值仍有不小的距离。总体上，新增就业是经济韧性的重中之重，其在 CEI 中较大的权重也暗示短期衰退可能较低。以目前情况看，2023 一季度经济可能处于低位小幅反弹的状态，3 月中旬才开始的银行业危机对经济和金融条件的收紧短期并未显著扩散，一季度同步指标达到衰退概率极低，这也意味着美国经济二季度同样很难在没有意外冲击的情况下陷入衰退。

CEI 的缺陷：同步性稍差、忽视服务销售、在劳动指标中过多依靠非农就业统计以及疫情后低估可支配收入。尽管 CEI 号称“同步指标”，但所依赖的底层数据发布都有迟滞，而制造业和贸易销售额导致 CEI 存在两个月的滞后。其次，CEI 的四指标一般都是强周期性指标，服务部分由于相对平稳而并未包括在内，导致 CEI 存在严重的商品贸易偏好。第三，综合类 CEI 对新增非农就业统计的依赖过多，在经济状况下滑时可能面临重复统计兼职就业问题，因此可以将对劳动数据覆盖更全面的费城联储同步指标作为参考。最后，CEI 中的“实际个人可支配收入”剔除了转移支付，对收入指标和形成的超额储蓄存在低估。目前超额储蓄至少还可支撑三个季度，这也暗示经济的实际韧性可能强于 CEI 所反映的状态。

根据 CEI 的表现和其他信息，我们倾向于美国在 2023 年四季度前不会陷入衰退，所以尽管年末降息概率不低，不宜过早计入二季度后降息的预期。

主要风险：重要经济体增速超预期下行，通胀意外上升，市场出现严重流动性危机。

(分析师：许东石)

环保公用：推动建设农村能源革命试点，加快农村能源清洁低碳转型

1、核心观点

数字化智能化转型促进能源行业提质增效。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》提出,加强传统能源与数字化智能化技术相融合的新型基础设施建设,释放能源数据要素价值潜力,强化网络与信息安全保障,有效提升能源数字化智能化发展水平,促进能源数字经济和绿色低碳循环经济发展。

我们认为,对于电力行业,数字化转型将促进发输配用各领域、源网荷储各环节、各能源系统间敏捷智能联动,进一步提高新能源消纳水平,助力构建以新能源为主体的新型电力系统。

推动建设农村能源革命试点，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%。以可再生能源产业经济带动农民增收，基本形成以清洁能源为主、安全可靠的农村能源供给、消费、技术体系和管理体制。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。

我们认为，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。

2、投资建议

三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、太阳能（000591.SZ）、中闽能源

(600163.SH)、江苏新能(603693.SH)、华能国际(600011.SH)、国电电力(600795.SH)、协鑫能科(002015.SZ)、华能水电(600025.SH)、川投能源(600674.SH)、九丰能源(605090.SH)、新奥股份(600803.SH)、ST 龙净(600388.SH)、仕净科技(301030.SZ)、盛剑环境(603324.SH)、聚光科技(300203.SZ)、伟明环保(603568.SH)、高能环境(603588.SH)、华宏科技(002645.SZ)、天奇股份(002009.SZ)、旺能环境(002034.SZ)、路德环境(688156.SH)、山高环能(000803.SZ)、英科再生(688087.SH)。

风险提示：政策力度不及预期的风险；项目建设进度不及预期的风险；新能源发电出力不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；行业补贴退坡的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

有色：美联储加息周期结束在即，有色金属需求进入旺季

1、核心观点

美联储政策宽松叠加需求好转库存去化，宏观面与基本面的双重利好有望提振有色金属行业景气度。3月美国银行业的危机提升了市场对于美国经济衰退的担忧，对美联储的货币政策路径的转变产生了巨大影响。美联储在3月如期加息25个基点后暗示加息周期即将结束，而市场更是预期降息周期或将在下半年开启。美联储转向宽松将进一步打压美元指数，有利于有色金属大宗商品。国内经济稳步复苏，2月国内工业增加值累计增速上行至2.40%，3月制造业PMI指数达到51.90，继续高于枯荣线。国内经济动能回升，尤其下游进入开工旺季，使有色金属消费持续好转，国内电解铜、电解铝等主要的有色金属品种社会库存皆进入了去库存阶段。有色金属行业需求的转暖，叠加美联储政策边际宽松打压美元指数利好大宗商品金属价格，4月有色金属行业景气度有望进一步上行。

2、投资建议

美国银行业的暴雷提升了美国经济衰退的担忧，或使美联储提前结束本轮加息周期。在3月议息会议加息25个基点后，美联储官员均暗示加息周期即将结束。点阵图显示2023年年底美联储官员的利率预期为5.1%，在3月加息后仅再有一次加息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年下半年将有三次降息。目前美联储结束本轮加息周期时点临近，市场对降息预期升温，或将开启金价的新一轮上涨周期。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)。

风险提示：1) 有色金属下游需求低迷；2) 金属价格大幅下滑；3) 国内经济复苏不及预期；4) 美元超预期走强；5) 美联储加息超预期；6) 全球地缘政治对抗超预期。

(分析师：华立)

家电：地产景气度改善，空调内销超预期

1、核心观点

地产景气度改善。2023年1-2月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为9891.04和9781.50万平方米，同比-8.7%和9.7%。其中竣工面积加速回暖，同比增速转正，相比2022年的-14.3%回升了24PCT。开工面积同比增速虽未能转正，但下降幅度明显收窄。地产销售改善明显，3月份一线、二线、三线城市商品房成交套数同比增加70.37%、31.24%、38.68%。随着居民购买力修复、地产利好政策落地，地产景气度改善趋势有望进一步延续。

空调1-2月内销超预期。由于春节因素影响，单二月同比数据参考价值不大，综合1-2月数据，家用空调累计销售2400.0万台，同比增长4.3%，其中内销累计1118.0万台，同比增长18.7%，出口累计1282.0万台，同比下降5.6%。由于疫情的放开，空调企业对市场持乐观态度，生产和备货均较为积极，经销商也积极囤货，内销出货量表现较好。从零售端来看，空调销售恢复较好，有望带动内销出货改善。奥维云网数据显示，2023年前12周空调线上、线下零售量同比变动13.18%和-5.7%。展望未来，随着房地产复苏和消费者信心恢复，空调内销同比增长趋势有望延续。出口方面，未能延续去年12月份的同比增长趋势，未来增长依然面临较大的不确定性。从排产数据来看，4月份空调排产延续高增，内外销排产较去年实绩变动41.2%和-5.5%。

家电指数三月下跌0.82%。2023年3月份申万家电指数下跌0.82%，排在申万一级行业第9位，表现不及沪深300指数(0.46%)，截至3月31日，行业市盈率(TTM)为14.5，低于2006年至今历史平均水平21.06。家用电器行业市盈率(TTM整体法，剔除负值)较2005年以来的历史均值低4.77个单位。家电板块估值溢价率(A股剔除银行股后)为-17.94%，历史均值为-11.31%。

2、投资建议

随着国内线下人流逐步恢复正常和居民消费信心逐步恢复，家电消费有望逐步复苏，地产景气度改善也有望提振家电需求。从盈利能力来看，成本红利有望持续兑现。建议关注三条投资主线，一、业绩改善确定性强的白电龙头，推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益

于地产改善的厨电龙头，推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器龙头，推荐科沃斯和石头科技。

风险提示：原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

(分析师：李冠华)

汽车：国六 B 实施或迎来调整，有助于缓解去库压力

1、核心观点

本周观点更新

近来为了应对即将到来的国六 B 标准切换，同时也为了提振终端销量，燃油车降价促销活动陆续发布，主动去库节奏明显加快。然而，优惠加大引发了一定的观望情绪，尚未支撑车市销量显著转暖。3 月 23 日，全国工商联汽车经销商商会就发文表示，众多汽车厂商表示即将全面实行的国六 B 排放标准给经销商带来巨大的去库存压力，有 98.89% 的企业建议将国六 B 标准执行时间适当调整。全联车商代表广大经销商提出三大建议：一是将国六 B 执行时间延后至 2024 年 1 月 1 日；二是汽车主机厂尽快停止生产不符合国六 B 排放标准的新车；三是汽车主机厂应采取相应的补贴政策，与经销商共同面对去库存压力。3 月 30 日，中国汽车流通协会会长沈进军在 2023 汽车流通行业蓝皮书论坛上表示，原定于 2023 年 7 月 1 日实施的国六 B 与国六 A 标准切换政策推迟，相关正式文件正准备出台。随着过渡性政策出台，车企去库压力有望得到缓解，有助于稳定消费预期和销售节奏。

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 0.22%、0.79%、0.59%。汽车板块的涨跌幅为 2.24%，涨跌幅排行位列 30 个行业中第 5 位，较上周略有上升。

从分子板块来看，商用车、摩托车及其他、乘用车、零部件、销售及售后服务周涨跌幅分别为 7.22%、4.41%、1.87%、1.25%、0.22%。

估值方面，销售及售后服务、摩托车及其他、零部件、商用车、乘用车市盈率分别为 33.93x/33.25x/27.63x/25.16x/22.38x。摩托车及其他、零部件、商用车、销售及售后服务市净率分别为 3.34x/2.54x/2.05x/1.75x/0.88x。

2、投资建议

整车端推荐广汽集团（601238.SH）、比亚迪（002594.SZ）、长安汽车（000625.SZ）、长城汽车等（601633.SH）；智能化零部件推荐华域汽车（600741.SH）、伯特利（603596.SH）、德

赛西威(002920.SZ)、经纬恒润(688326.SH)、中科创达(300496.SZ)、科博达(603786.SH)、均胜电子(600699.SH)、星宇股份(601799.SH)等;新能源零部件推荐法拉电子(600563.SH)、菱电电控(688667.SH)、中熔电气(301031.SZ)、拓普集团(601689.SH)、旭升集团(603305.SH)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: 杨策, 石金漫)

轻工: 地产销售稳步向好, 家居消费持续受益

1、核心观点

家居: 地产向好&需求复苏, 家居龙头有望取得亮眼表现。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; 销售方面, 春节后地产销售持续改善, 截至3月30日, 30大中城市商品房成交套数及面积累计分别同比增长35.2%、38.19%。疫后客流显著复苏, 延期需求持续释放, 家居龙头信心十足, 均对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。315反馈来看, 定制龙头前端普遍增长约20%, 有望带动Q2报表端实现改善。2023年1~2月, 社零总额同比增长3.5%, 家具类零售额同比增长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: 供应缓解驱动盈利改善, 看好龙头后续业绩弹性释放。废纸系: 原材料价格下行叠加下游需求疲软, 包装纸价格持续下滑, 2月下旬以来有所提速, 截至2023年3月31日, 瓦楞纸、箱板纸价格分别较22年年初下降27.72%、18.95%。浆纸系: AraucoMAPA项目已于1月20日生产出首批浆包。同时, UPM浆厂已全面达到投产技术要求, 预计将于近几周内获批最终运营许可, 届时将正式投产, 并于第一个月内开始交付首批纸浆。供应投放下, 浆价下行逻辑持续兑现, 3月阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别下降15.2%、10.8%、7.1%, 特种纸: 特种纸下游需求稳健扩张, 且竞争格局优良, 在浆价高企背景下持续提价, 未来将充分受益于纸浆供应投放带动的浆价下行。近期, 龙头纸企对特种纸进行两轮提价, 均上调1,000元/吨。同时, 头部企业持续建设产能, 布局自给浆, 未来成长性显著。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: 需求复苏持续, 行业盈利修复确定性强。疫情改善有望带动下游需求复苏, 且原材料价格处于低位将带动企业盈利改善。纸包装方面, 便携式消费电子销量整体维稳, 高端白酒市场规模快速成长。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。包装纸在前期需求疲软情况下持续降价，预计未来瓦楞纸、箱板纸价格将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现。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。镀锡板卷、铝活络合约期货结算价自高位持续下行，有望带动盈利改善。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：宏观经济下行；房地产复苏不及预期；原材料价格上涨。

（分析师：陈柏儒）

零售：科技从营销、研发等多角度助力行业创新发展，维持推荐优质国产化妆品品牌商

1、核心观点

1) 维持“短期看渠道，中期看产品，长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。短期需要尽快抢占市场份额，合适的销售渠道与营销手段尤为重要，新品与爆品利于初期品牌形象的树立；中期丰富的产品矩阵可以助力触达更全面的消费者群体，满足多元化需求，覆盖更广阔的产品价格带，拉高公司的渗透率；长期来看，化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面，具有竞争壁垒的核心有效成分将提升品牌的议价能力，稳固自身的市场地位，并获得消费者对品牌的忠诚度。

2) 政策层面，国家药监局召开化妆品行业座谈会，听取业界代表对化妆品行业的监管建议；药监局以多种形式、分层次、全覆盖对化妆品行业相关法律法规进行解读；发布关于进一步优化化妆品原料安全信息管理措施有关事宜的公告，落实企业质量安全主体责任，保证产品质量安全，不断助力化妆品行业高质量发展。

3) 随着疫情政策放开，消费逐渐复苏，社会消费品零售额总体上涨，化妆品类逐渐回暖，国家统计局发布数据，化妆品品类 2023 年 1-2 月份，零售总额为 656 亿元，同比增长 3.8%。第三届中国化妆品年会三大分论坛同步举行，通过对表现优异品牌的总结，探究未来化妆品行业的发展重点及趋势，提振 2023 年化妆品行业发展的信心。

4) 从行业内上市公司的具体表现(2022 年年报、业绩预告及 2023 年 1-3 月经营数据)来看,部分头部品牌商公司规模业绩出现增长,主要得益于公司积极完善品牌矩阵,加大研发投入保障产品品质,线上线下渠道相互融合引流,针对市场情况及时转变营销模式。2023 年以来化妆品行业逐渐回暖,尤其是护肤品市场,市场规模持续增长。渠道方面线下客流逐渐恢复,线上表现优异,全渠道模式持续发力,年内更多关注包括营销端、研发端的主力创新。

2、投资建议

结合化妆品行业的投资逻辑,推荐:①重视全渠道建设和全渠道营销的品牌商以及线上渠道运营商,此阶段内可以享受线上渠道规模增长带来的扩张红利;②覆盖全品类产品,尤其覆盖相对必选属性、抗周期更强的护肤和个护类产品,消费者对于此类商品的依赖性与忠诚度更高;③打造品牌力,积极研发符合市场需求的化妆品产品。

风险提示: 化妆品行业市场竞争日益激烈的风险。

(分析师:甄唯萱)

ST 龙净(600388.SH): 大气迎来拐点, 新能源打开全新成长空间

1、核心观点

大气治理领域龙头, 紫金入主开拓新能源业务领域。龙净环保创立于 1971 年, 专注于环保烟气治理领域研发及应用 50 余年, 公司在除尘领域市占率约 50%, 稳居行业第一, 在脱硫脱硝领域也有近 30% 市占率, 是大气治理领域的龙头企业。2022 年紫金矿业成为控股股东, 公司在原有业务基础上拓展矿山绿电和储能两大新能源业务, 形成“环保+新能源”双轮驱动的产业布局。

快速布局储能业务, 形成产业链和供应链优势。22 年 10 月以来, 公司在储能领域持续布局, 目前在手项目有 5GWh 储能电芯, 6GWh 储能系统(和量道合资, 占比 49%, 不并表, 一期 1GW), 5GWh 储能 PACK 和系统集成(和蜂巢合资, 占比 60%, 一期 2GW), 预计今年内部分产能投产, 开始贡献业绩。参考当前国内产品报价, 假设公司储能电芯售价 0.8 元/Wh, 系统售价 1.2 元/Wh, 公司规划的 5GWh 储能电芯对应收入约 40 亿元, 蜂巢 5GW 储能模组 PACK 和系统对应收入约 60 亿元。

根据目前各省市发布的新型储能装机规划, 我们预计 2023-2025 年我国新增储能装机容量可达 88.5GWh, 对应市场空间 1200 亿元, 近三年将迎来爆发式增长。公司目前已经形成从电芯到系统的完整技术链条, 基本覆盖储能产业链中游业务环节, 叠加控股股东紫金矿业在原料端、原有大气治理业务电力客户在需求端的支撑, 已形成具备行业竞争力的产业链及供应链优势。

开发紫金矿山绿电，“自发自用，余电上网”带来更高经济效益。22年10月，公司收购了控股股东紫金矿业的三项清洁能源项目，正式拉开公司与紫金矿业再风光项目上合作的序幕。23年3月，多宝山一期200MW风光项目开建，预计今年4季度建成投产。公司的矿山绿电项目主要供给紫金矿业项目使用，采用“自发自用，余电上网”的模式运营，假设公司矿山绿电项目自发自用比例为80%，风电项目平均利用小时数为2400h，光伏项目平均利用小时数1300h，预计公司1GW风电项目对应运营收入约10亿元，1GW光伏项目对应运营收入约5.2亿元，相较于“全额上网”模式具有更高的经济效益。

烟气治理仍有千亿空间，火电装机提速带动公司大气业务增长。公司深耕烟气治理领域多年，在电力和非电领域常年保持行业前两名。我们预计到2025年有1.4亿千瓦煤电投产，对应火电烟气治理需求约280亿元。参考公司过去在火电脱硫脱硝除尘领域的市占率，预计23-25年公司累计新增燃煤发电超低排放改造订单可达90亿元，叠加非电领域清洁生产改造带来的市场空间，公司大气业务有望重回增长。

2、投资建议

我们预计公司2023-2025年公司归母净利润分别为11.69/16.15/21.65亿元，对应EPS分别为1.09/1.51/2.02元/股，对应PE分别为15x/11x/8.3x。考虑到未来业绩增长以及可比公司估值，龙净当前估值仍有较大提升空间，维持“推荐”评级。

风险提示：新能源项目建设进度不及预期的风险；储能需求不及预期的风险；行业政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

上海钢联(300226.SZ)：AI赋能数据服务产品，数据要素市场深度受益者

1、核心观点

公司主营业务已聚焦为产业数据服务和钢材交易服务。产业数据服务方面，公司“横向扩、纵向延”，横向加大品种覆盖面，打开增量空间；纵向挖掘数据采集的深度，提升数据颗粒度与维度。目前产业覆盖黑色金属、有色金属、能源化工、建筑材料、农产品、新能源、新材料、再生资源等多个领域，涵盖100余条产业链，900余个商品品种，基本实现了对大宗商品的全覆盖。钢材交易服务方面，公司构建了集交易结算、供应链产品、数据信息、仓储加工、物流配送、SaaS服务于一体的钢铁全产业链智慧生态型服务体系。

拥有数据积累+场景优势，公司以AI赋能数据服务产品，有望提升用户体验，推动收入增长。公司数据服务产品中已经有AI技术积累，比如“钢联数据”终端产品中的知识图谱、NLP和深度学习等，目前主要应用于搜索功能。公司现阶段已经在积极探索GPT的技术应用，

在资讯、搜索、报告制作工具、大数据预测系统和客服等功能模块及场景上尝试用 GPT 类的 AI 技术。

数据要素市场迎来爆发期，公司深度受益。公司与上海数交所合作有望加强数据变现能力，保护数据产权。截至目前，公司在上海数交所相继完成了 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。同时，数据要素会计新规的应用有望提高公司毛利率、降低费用率，增厚公司利润，并且释放客户需求。

对标国际巨头，公司成长潜力巨大。公司 2021 年营收按权责发生制为 6 亿，按收付实现制则超过 7 亿，世界排名第三。公司目标成为第二名，目前业内排名第二的公司为阿格斯 Argus，其 2021 年营收约人民币 15 亿。排名第一的普氏能源资讯 2021 年营收近 60 亿美金，公司发展潜力巨大。

2、投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 755.47/847.37/950.68 亿元，同比增长 14.86%/12.17%/12.19%；实现归母净利润 1.89/2.63/3.58 亿元，同比增长 5.94%/39.42%/36.37%；当前股价对应 PE 分别为 57.32/41.11/30.15，维持“推荐”评级。

风险提示：钢铁行业波动风险；行业竞争加剧的风险；政策推进不及预期的风险；钢银平台客户信用违约的风险。

（分析师：吴砚靖,邹文倩）

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