

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4月非农新增就业25.3万人远超预期,失业率续创1969年以来新低,工资增长继续加速

市场开始押注美联储将于七月开启降息周期

伯克希尔一季度现金储备突破1300亿美元,股票卖出远超买入,对今年业绩悲观

4月中国央行黄金储备六连增,环比上升26万盎司

**银河观点集萃:**

- **宏观:** 抛开海外的影响,当前市场可能在担心两个问题,一是社融和信贷增速即将见顶回落?二是企业盈利见底之后能不能回升?我们认为,融资最终还是带动有效需求,而且这种带动是具有乘数效应的。复盘可以发现,企业盈利增速对于季度及更长期的A股市场走势是最具决定性的因素,货币与政策因素更多是在季度以下的层面起作用。局部的、平缓的边际改善也是复苏。
- **固收:** 美联储暗示加息结束,国内政治局会议召开。国内债市:资金利率基本平稳,理财收益率下行;假期因素投放规模大幅缩减,本周净投放转净回笼。国债收益率曲线略有下行基本平稳;信用债收益率多数较上周略下行,但长期信用债收益率多数上行。
- **社服:** 作为2023年旅游消费的重要风向标,五一黄金旅游市场表现强劲,表明后续假期数据有望维持较强表现,原因在于旅游消费作为低频、支出适中且获得感强的消费行为,有望在弱复苏背景下展现更强韧性。推荐景区、博彩等需求修复速率较快行业,关注免税、酒店、餐饮等赛道龙头回调后的布局机会。

## 银河观点集锦

### 宏观：盈利底与社融顶——4月复盘与5月展望

#### 1、核心观点

抛开海外的影响，当前市场可能在担心两个问题，一是社融和信贷增速即将见顶回落？二是企业盈利见底之后能不能回升？

第一个问题，2022Q4以来中长期贷款投放持续加速，2023Q1以来社会融资增速也随着政府债发行加速而明显上升，3月达到了10.0%。但问题在于，考虑到政策前置的效应，信贷与社会融资增速可能在二季度见顶，这种预期导致了权益市场整体上行乏力，以及国债收益率的持续下行，并在进入5月之后开始冲击2.75%的低位。

第二个问题，从基数来看，PPI确实将于5月左右见底，有利于工业企业利润增速修复。但问题在于，今年的经济增长更注重内生，因此斜率也相对平缓。消费、房地产销售、固定资产投资等缺少快速上行的可能性。同时，出口增速的底部、工业产成品库存增速的底部都要到下半年才会陆续出现。这决定了PPI尽管会见底，但可能会在负值状态持续运行，直至年底才接近转正。“见底但不回升”的企业盈利，并不利于权益投资。

特别是，4月28日中央政治局会议将下一阶段的首要任务从恢复和扩大需求切换成加快建设现代化产业体系，进一步加重了上面两项担忧——政策已经见顶，但企业盈利底可能持续时间过长、回升斜率过低。

对于这两个问题，我们有三点提示。

**第一，融资最终还是带动有效需求，而且这种带动是具有乘数效应的。**正如一季度金融统计数据新闻发布会指出的：“去年以来，货币政策支持稳增长力度持续加大，供给端见效较快。但生产、分配、流通、消费等环节的传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存在时滞。金融数据领先于经济数据，实际上反映了供需恢复不匹配（供过于求）的现状”。前期的融资，在下半年逐渐形成居民消费、购房或企业投资等有效需求之后，会通过乘数效应数倍驱动总需求的增长。

**第二，复盘可以发现，企业盈利增速对于季度及更长期的A股市场走势是最具决定性的因素，货币与政策因素更多是在季度以下的层面起作用。**特别是，近年A股市场的结构性特征越来越显著，信贷与社会融资增速的解释力是明显下降的。反而是PPI同比增速变化更能预测市场拐点。

**第三，局部的、平缓的边际改善也是复苏。复苏格局对应债券牛市尾声、股票牛市开局。**从一季度数据来看，GDP之中服务业强工业弱。消费修复但其中汽车、通讯器材、建筑装潢、家电、文体用品等同比仍为负。固定资产投资之中民间投资低迷，制造业投资降速。房地产销售转正但能否进一步改善仍然存疑，房地产开发投资则主要依靠保交楼的支撑。对此，悲观者会认为复苏力度太不够，但乐观者会认为复苏还有空间。

**风险提示：**全球经济衰退；地缘政治事件。

(分析师：高明)

## **固收：美联储暗示加息结束，国内政治局会议召开**

### **1、核心观点**

本报告提及本周指 2023 年 4 月 28 日-5 月 4 日。

**影响市场核心信息：**美联储 5 月议息会议、PCE 数据、银行业风波发酵；国内政治局会议召开，4 月 PMI 数据等。

**大类资产表现：**美债利率下行、美元指数基本平稳，整体资产较上周有所分化。贵金属领涨，美债>中国国债>人民币>美元指数，天然气、焦煤表现差；CRB 指数下跌，权益市场表现不一，美股下行，A 股多数上行。

**全球央行利率变化及预期：**全球多数国家短期仍预期加息，但在 5 月美联储加息 25BP 暗示将停止加息后美洲国家预期基本已转为停止加息或降息。相较 4 月 28 日，3M 内政策利率预期美国+13BP 到 5.26%、欧元区+25BP 到 3.5%、英国+46BP 到 4.71%。

**美国加息路径预测：**在 3 月 PCE 下行不及预期及后续美联储降息可能降低的鸽派态度共同作用下，市场预计 2023 年美联储加息已经结束，尽管美联储议息声明和鲍威尔的表态均没有提到确定性的降息机会，但市场仍预期较大概率 7 月就将转向为降息，年底将降 75BP 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 隐含通胀预期下行至 2.19%；6M 隐含利率本周平稳收于 4.87%。

### **国际流动性监测**

**美债流动性和央行操作：**美联储继续缩表。本周缩表幅度继续扩张至 587.7 亿美元，美联储持有美债本周明显收缩 430.4 亿美元。外国央行略增持 20.2 亿美债，增持幅度收缩。美债流动性指数较上周上行至 2.7% 左右，美债流动性略恶化。

**美商业银行系统流动性：**第一共和银行被摩根大通收购，美银行股本周重挫，市场对于美国银行业的担忧情绪蔓延，美国银行业流动性压力边际缓解但仍大。

**最近一周货币基金继续大额净流入 472 亿美元**幅度较上周略有收缩。其中逆回购占比指标略有下行保持高位震荡。美联储贴现窗口使用额本周大幅下行至 53.5 亿美元，回落至小幅高于银行业风波前水平。联邦基金市场每日成交量仍在继续上升但上行幅度收窄，本周上行 160

亿（上周 170 亿）美元至 5820 亿美元左右，显示银行仍继续在联邦基金市场获取现金；

商业银行的数据滞后两周，至 4 月 19 日：所有商行储蓄，本周再度转为流入 210 亿美元；大小商行包括准备金的现金资产占比在 3 月 15 日和 3 月 8 日触及低点后快速回升，本周为 11.49% 和 6.83%，大小行均较上周小幅回升，但小行压力相对更大。

美元流动性：TED 利差回落但波动较大，资金利率利差回升，美元流动性仍较紧。

金融条件：花旗经济意外指数显示中、美、欧均下调，日本基本平稳；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际收紧有所放缓。

#### 资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三是中国、欧元区、日本，净流出前三是美国、韩国、瑞士。

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升，市场活跃度有所上行，市场风险偏好略升。

3、中国权益市场资金：（本周交易不足 5 日）北向本周净流入 1.46 亿元；南向本周净流入 30.69 亿元；融资买入占比在 8.04% 左右震荡下行。

国内债市：资金利率基本平稳，理财收益率下行；假期因素投放规模大幅缩减，本周净投放转净回笼。国债收益率曲线略有下行基本平稳；信用债收益率多数较上周略下行，但长期限信用债收益率多数上行。

风险提示：银行业风波发酵超预期，美国通胀超预期，地缘政治风险。

（分析师：刘丹）

## **金工：结合价格动量和拥挤度的两融 ETF 交易策略探索**

### 1、核心观点

#### 两融类标的扩大为 ETF 交易提供更多可能性

截至 2023 年 4 月 19 日，沪深两市两融类 ETF 共 249 只，资产管理总规模超过 1.2 万亿元，已经具备了较好的交易基础。ETF 作为指数跟踪工具，具有较好的资产配置价值。在 ETF 上实现有效的配置策略，且利用宏观对冲的逻辑，可以有效提升组合的夏普比率。同时，ETF 可以进行灵活调整持仓，及时规避组合风险。在信用交易中，高夏普比率的策略，可以有效扩大收益。

### 结合价格扩散和明斯基时刻，充分发挥 ETF 优势

ETF 重要的两个优势在于，第一，现有 ETF 的行业覆盖面不断拓展，行业差异在 A 股市场广泛存在，因此，主观行业轮动的方式可以有效实现主动投资收益。我们引入价格动量的相关理论，价格动量强劲的资产在下一段时间也有一个较强的增长势头。可以有助于消除一些下行扩散（或价格动量），而不牺牲所有的上行扩散。第二，ETF 包含投资者的参与信息，如 ETF 的份额数据。类比于宏观上的明斯基时刻，一个价格动量在交易者过度拥挤时，可能会迎来拐点的出现。可以使用 ETF 的份额信息作为较好的拥挤度代理指标进行仓位控制。

### 基于“自上而下”思路构建 ETF 交易策略

受经济周期、投资者情绪等影响，不同行业 ETF 行情轮动，基于动量和拥挤度择时构建 ETF 交易策略可以捕捉价格动量并降低动量结束时“明斯基”时刻的损失。首先基于动量和拥挤度选择行业，然后再选择 ETF 构建交易策略可获得稳健收益。

### 机器学习方法对 ETF 策略的改进

我们以均线的比较方式构建了价格动量指标，但价格动量的确认带有一定主观成分和非智能化的因素。由于判断的目标为价格上涨的可能性，因此，我们引入更加智能化的 Xgboost 模型用以处理价格均线之间的关系。在改进策略中，输入的变量更加直接且可以更加丰富，结果上相对于原策略也得到了有效的提升。

**风险因素：**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)

## 化工：油价中高位运行，看好周期弹性与成长

### 1、核心观点

**4月油价重心略有回升。**供给端，多个 OPEC+ 国家 4 月 2 日宣布从 5 月起实施自愿减产，持续到 2023 年年底，累计减产超过 160 万桶/日；美国原油产量缓慢增长。需求端，疫情扰动减弱，中国原油消费需求正逐步恢复，但美国银行业危机持续蔓延，欧美经济衰退预期仍存，原油消费增速仍受压制。整体来看，OPEC+ 超预期减产给予油价底部支撑，但海外经济衰退担忧压制油价上行空间，预计近期油价中高位震荡运行为主，Brent 原油运行区间参考 75-85 美元/桶。Brent 和 WTI4 月均价分别为 83.37、79.44 美元/桶，环比涨幅分别为 5.25%、8.25%。

**1-3 月我国原油需求稳步回升，同比增长 5.3%。**1-3 月，我国加工原油 1.8 亿吨，同比增长 5.2%；原油产量 0.5 亿吨，同比增长 2.3%；原油进口 1.4 亿吨，同比增长 6.7%；原油表观

消费量 1.9 亿吨，同比增长 5.3%；对外依存度 72.2%，维持高位。

**1-3 月我国天然气需求窄幅回升，同比增长 1.0%。**1-3 月，我国天然气表观消费量 952 亿方，同比增长 1.0%；产量 595 亿方，同比增长 4.5%；进口天然气 372 亿方，同比下降 3.6%，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 37.5%，窄幅回落。

**1-3 月我国成品油需求窄幅回升，同比增长 0.6%。**1-3 月，我国成品油产量 10127 万吨，同比增加 8.4%；成品油出口 1297 万吨，同比增加 111.8%，主要系 1-2 月出口利润较为可观，企业积极消化出口配额。成品油表观消费量 8839 万吨，同比增长 0.6%。其中，汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比变化-5.0%、3.9%、4.6%。

## 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 27 位。截至 5 月 4 日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））为 25.11x。预计油价重心将在中高运行，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）

## 农业：4 月猪价创年内新低，产能去化或持续

### 1、核心观点

**3 月 CPI 同比+0.7%，猪肉价格环比下行。**3 月我国 CPI 同比+0.7%，其中食品价格同比+2.4%，食品中猪肉同比+9.6%。3 月 CPI 环比-0.3%，其中食品项环比-1.4%。期间猪肉价格处于下跌区间，影响 CPI 猪肉环比-4.2%。3 月我国农产品进口金额 202.61 亿美元，同比+16.3%，出口金额 89.53 亿美元，同比+17.4%，贸易逆差 113.08 亿美元，同比+15.4%。

**Q1 白鸡祖代更新 30 万套，同比-6%。**23 年 3 月我国祖代更新量为 13.48 万套，同比-13.59%，累计更新量 29.68 万套，同比-6.49%。4 月中旬后备祖代存栏 54 万套，为 19 年以来的低位区域，后续产能供应存在边际下行可能。父母代鸡存栏处历史高位，当前产能较充足。白鸡行业上游供给拐点已出现，预计 23H2 出现下游毛鸡供给拐点；5 月 4 日 SW 肉鸡养殖 PB（LYR）为 2.65 倍，处历史底部区间，可板块性关注。

**4 月猪价创年内新低，能繁母猪或持续下行。**23 年 4 月 21 日生猪周度均价 14.35 元/kg，

相比于 22 年高点跌去 49%。根据农业部数据，23Q1 末我国能繁母猪存栏季度环比-1.9%，绝对值约 4305 万头。考虑养殖亏损状态持续，我们认为产能去化进行中。从供给层面看，能繁母猪存栏量、仔猪出生数、存活率等情况基本表明 23 年 5-6 月呈现供应环比小幅下行的态势，叠加宰后体重处于历史高位区间（但呈现回落态势），整体供给贡献边际递减走势，生猪均价短期或震荡略有上行。

**4 月农业板块表现弱于沪深 300。**4 月农林牧渔板块下跌 3.41%，同期沪深 300 下跌 0.97%，农林牧渔表现弱于沪深 300。对比各子行业，仅种植业、农业综合保持上涨状态（+1.55%、+1.18%），而饲料（-8.65%）、动物保健（-6.39%）、养殖业（-6.15%）跌幅较大。

## 2、投资建议

畜禽养殖链依旧为当前关注重点，积极把握相对低位的布局机会。重点关注祖代引种出现收缩、处上行周期初期的白羽鸡行业，可板块性关注，包括益生股份、民和股份、圣农发展等。其次可关注生猪、黄鸡价格走势，个股优选牧原股份、温氏股份、立华股份。同时关注后周期行业机会，包括饲料龙头海大集团及疫苗优质企业科前生物、普莱柯、中牧股份等。

**风险提示：**猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

（分析师：谢芝优）

## **医药：医药持仓仍处低位，建议关注“中特估”及创新相关机会**

### 1、核心观点

**2023Q1 医药持仓占比回落，持仓总市值环比提升。**截至 2023 年 Q1，普通股票型基金及混合型基金重仓股中医药生物行业股票持仓市值为 3,438 亿元（环比+30.33%），占比为 11.03%（环比-0.59pct）；剔除医药主题基金后医药生物行业股票持仓总市值为 1,719 亿元（环比+21.26%），占比为 5.87%（环比-0.76pct）。2023Q1 医药板块持仓总市值明显提升，主要是因为认购热情高涨致基金规模持续扩大，以及混合基金股票持仓比例提高，板块占比相对下滑主要与 2023 年 Q1 食品饮料、计算机及电子等板块仓位显著提升有关。

**股票持仓整体保持稳定，医疗服务及生物制品占比提升。**2023 年 Q1 医疗服务、生物制品板块机构重仓持仓总市值及占比提升较大，医疗服务板块机构重仓持仓总市值增加 146.44 亿元，占比提升 4.17pct 至 39.28%，生物制品板块机构重仓持仓总市值增加 87.58 亿元，占比提升 2.51pct 至 14.81%。截至 2023 年 Q1，各子行业及对应机构重仓持仓总市值分别为医疗服务（1,353.35 亿元）、医疗器械（684.64 亿元）、化学制药（529.75 亿元）、生物制品（510.40 亿元）、中药 II（259.60 亿元）、医药商业（107.96 亿元）；个股层面，机构重仓持仓总市值前五名分别为药明康德（384.44 亿元）、迈瑞医疗（382.20 亿元）、爱尔眼科（292.80 亿元）、恒

瑞医药（210.75 亿元）、泰格医药（138.53 亿元），前 30 名中持仓提升较为明显的主要是恒瑞医药（+64.10 亿元）、金域医学（+22.88 亿元）、华东医药（+21.08 亿元）、同仁堂（+19.51 亿元）、科伦药业（+12.39 亿元）、华润三九（+11.83 亿元）等。

## 2、投资建议

建议关注：1）中特估相关的国药系及华润系公司，推荐太极集团、天坛生物、昆药集团、华润三九、东阿阿胶等；2）政策受益及出海逻辑逐渐明确的创新药及创新器械，推荐迈瑞医疗、乐普医疗、恒瑞医药、科伦药业、复星医药等；3）AI 赋能提升企业长期竞争力，推荐金域医学、迪安诊断、美年健康等；4）非新冠疫苗疫后恢复，关注康泰生物、欧林生物等；5）医药商业中具有特色业务的公司，推荐上海医药、百洋医药；6）消费复苏带动医美需求释放，推荐爱美客、华熙生物、华东医药等。

**风险提示：**医疗需求复苏不及预期的风险；集采降价压力超预期的风险；关键环节产业链的地缘政治风险等。

（分析师：程培）

## **建筑：新签订单高景气，持续关注中特估**

### 1、核心观点

**建筑业新签订单景气度上行，商务活动指数回落。**4 月，我国制造业 PMI 为 49.2%，比上月下降 2.7pct。建筑业商务活动指数为 63.9%，比上月下降 1.7pct。建筑业新订单指数为 53.5%，比上月上升 3.3pct；建筑业投入品价格指数为 48.1%，比上月下降 6.3pct。建筑业销售价格指数为 51.5%，比上月上升 0.6pct。建筑业从业人员指数为 48.3%，比上月下降 3.0pct。建筑业业务活动预期指数为 64.1%，比上月上升 0.4pct。4 月，建筑行业景气度上行趋势持续。

**玻璃价格稳中有升，钢材和水泥价格有所下降。**近期，钢铁价格大幅下降，以螺纹钢 Φ12-25 含税价为例，4 月 28 日的价格为 3770 元/吨，较 3 月 31 日的价格下降了 399 元/吨。随着经济进一步复苏，我们预计钢材季节性需求改善及供给收缩将拉动钢材价格止跌回升。对于建筑企业，钢材是其主要原材料之一，钢材价格的对成本有一定影响。截至 4 月 28 日，水泥价格指数为 135.73，较 3 月底下降 4.01%，需求弱平衡背景下，水泥价格回落主要受雨水天气影响。4 月底，我国浮法平板玻璃 4.8/5mm 全国市场价为 1904.20 元/吨，较 3 月底提高 5.89%。

**基建投资增速继续上行，电力、热力和水利投资增速较快。**2023 年 1-3 月，广义基建投资增速为 10.84%。其中，水利管理业投资增长 10.3%，公共设施管理业投资增长 7.7%，道路运输业投资增长 8.5%，铁路运输业投资增长 17.6%。政策对电力、热力和水利投资支持力度较大，叠加专项债支持，景气度较高。展望 2023 年，基建仍是稳增长抓手，预计全年基建投

资增速为 5.23%。

**“中特估”及“一带一路”的催化将使建筑企业受益。**截至 5 月 5 日，建筑指数动态 PE/PB 分别为 11.02/1.01 倍，在过去 10 年的历史分位点为 51.56%/34.96%，建筑行业估值处于历史中低位水平，有望受益于中国特色估值体系（简称“中特估”）的构建和“一带一路”主题的催化。基建是稳增长抓手，房地产预计将进一步回暖。推荐中国铁建（601186.SH）、中国建筑（601668.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国交建（601800.SH）、中国电建（601669.SH）、中国能建（601868.SH）、中国中冶（601618.SH）、中国化学（601117.SH）等。建议关注华设集团（603018.SH）、设计总院（603357.SH）、山东路桥（000498.SZ）、四川路桥（600039.SH）、浙江交科（002061.SZ）等。

**风险提示：**固定资产投资下滑风险；应收账款回收下降风险。

（分析师：龙天光）

## **家电：Q1 营收同比转增，盈利能力改善**

### **1、核心观点**

**家电板块 Q1 营收同比转增。**2023Q1 家电板块营业收入 3387.07 亿元，同比增长 3.84%，归母净利润为 238.18 亿元，同比增长 15.1%。毛利率和净利率分别为 23.99% 和 7.28%。22Q4 受疫情达峰和出口下降影响，板块营收同比下降，23 年一季度，疫情抑制的需求释放、国内消费复苏，板块营收同比转增。由于原材料价格下降，企业积极降本增效，板块盈利能力改善。展望后续，原材料价格仍处于同比下跌状态，盈利能力改善趋势有望延续。

**23Q1 基金重仓家电持股环比提升。**2023Q1 家电板块基金重仓持股市值比例为 1.96%，较 2022Q4 增加了 0.34PCT。一季度家用电器板块市场关注度有所提升，基金重仓比例环比改善，但仍处于近十年的底部区域。公募基金的资金配置主要集中在白电板块，2023Q1 配置比例上升，从 0.90% 到 1%。

**空调内销超预期。**产业在线发布家用空调产销数据，2023 年 3 月家用销售 1844.2 万台，同比增长 7.4%，其中内销出货 1048.2 万台，同比增长 19.3%，出口出货 796.0 万台，同比下降 5.1%。三月份内销实现高增长。由于进入了生产旺季，行业整体生产热度较高，内销出货有望延续高增。从排产数据来看，二季度行业整体排产同比增长约 14.3%，其中内销上涨 23.4%。

**家电指数三月上涨 2.04%。**2023 年 4 月份家电指数上涨 2.04%，排在申万一级行业第 8 位，表现优于沪深 300 指数（-0.54%），截至 4 月 28 日，行业市盈率（TTM）为 14.63，低于 2006 年至今历史平均水平 21.03。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 4.76 个单位。家电板块估值溢价率（A 股剔除银行股后）为 -18.48%，历史

均值为-11.34%。

## 2、投资建议

Q1 板块营收转增，盈利能力改善。后续随着居民消费信心恢复，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、业绩经营稳健的白电龙头，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：商用车、摩托车显著跑赢，机构对汽车行业配置力度仍在持续回落——2023Q1 公募持仓点评

### 1、核心观点

**事件：**公募基金陆续披露 2023 年一季度重仓股情况。

**行情回顾：**汽车行业 2023Q1 区间涨跌幅为 4.93%，在中信 30 个一级行业中排名第 17，主要受到商用车板块显著上涨 20.93%的提振。2023Q1 中信汽车行业指数相对于沪深 300 涨跌幅为-1.05%，其中商用车和摩托车子版块跑赢沪深 300 指数，乘用车、零部件和汽车销售服务指数跑输。

**汽车行业子版块表现：**各子版块上涨强度排序为商用车>摩托车>汽车销售服务>乘用车>汽车零部件。2023Q1 中信汽车行业指数相对于沪深 300 涨跌幅为-1.05%，板块弱势程度与 2022 年 Q4(-3.21%)相比有所收窄。从细分子行业来看，商用车板块表现最好，2023Q1 相对沪深 300 涨跌幅为 16.30%；零部件表现最弱，相对沪深 300 涨跌幅为-5.39%；其它子版块方面，2023Q1 销售服务相对沪深 300 涨跌幅为-1.09%，摩托车相对沪深 300 涨跌幅为 9.79%，乘用车指数相对沪深 300 涨跌幅为-2.19%。

**公募基金对汽车行业持仓及增减持情况：**2023Q1 公募基金十大重仓股中汽车行业投资市值占比为 3.50%，连续第三个季度回落。2023Q1 汽车行业中共有 128 个标的获得基金重仓持有，标的数量环比提升，但板块配置力度减弱，机构对汽车板块投资分歧程度加大。其中持有基金数最多的前五家公司分别为比亚迪、赛轮轮胎、拓普集团、伯特利、新泉股份。A 股方面，机构增持占流通股比例变化前五位的公司为爱玛科技、骏创科技、祥鑫科技、旭升集团、冠盛股份；减持占流通股比例变化前五位的公司为明新旭腾、隆盛科技、上声电子、常熟汽饰、双

环传动。

**沪深股通情况:** 2023Q1 沪深股通集中增持了银轮股份、宇通客车、双环传动、中国重汽、威孚高科, 增持比例分别为 3.77pct、3.76pct、3.64pct、1.92pct、1.67pct; 集中减持了爱玛科技、钱江摩托、华域汽车、保隆科技、华阳集团, 减持比例分别为-2.37pct、-2.36pct、-0.85pct、-0.58pct、-0.56pct。港股通方面, 2023Q1 持股比例前五位的公司为长城汽车、浙江世宝、广汽集团、福耀玻璃、雅迪控股, 对应持股比例分别为 33.30%、32.29%、26.89%、23.83%、23.54%。

## 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)、旭升股份(603305.SH)等。

**风险提示:** 汽车销量不达预期的风险; 芯片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; 基金持仓变动造成股价大幅波动的风险。

(分析师: 石金漫, 杨策)

## **社服: 五一旅游市场复苏强劲, 补偿需求+口红效应下持续性可期**

### 1、核心观点

#### **总量: 复苏强劲, 客流、收入均创新高**

据文旅部数据, 2023年“五一”黄金周全国旅游人次、收入各超2019年同期19%、1%, 其中人次恢复率环比春节提升约30pct, 复苏力度强劲。从交通部数据看, 公铁水空共发送旅客2.7亿人次, 恢复至2019年同期81%, 其中铁路、航空等远程交通方式复苏率较春节期间显著提升, 表明居民出行半径向疫情前修复, 长线游需求回升。

#### **国内游: 优质景区超疫情前, 免税销售显著改善**

五一假期知名景区客流表现强劲, 上市景区中峨眉山景区(客流恢复至2019年同期186%)、黄山风景区(客流同比2019年有所增长)、天目湖旅游度假区(客流较2019年同期+75%)。离岛免税假期销售显著改善, 海口海关共监管离岛免税销售金额8.83亿元, 同比增长120%, 但较2021年同期下滑11%。

### **出境游：海外出境游仍处复苏阶段，澳门博彩业复苏强劲**

五一期间出境游需求有所恢复，但受制于当前国际航班仅恢复至 2019 年同期四成左右，我们预计整体出境游人次及消费恢复率可能仍未超过疫情前 50% 水平。但当前港澳游受益于通关便捷，恢复速率好于出境游，其中澳门又好于香港。其中，4 月澳门博彩业收入再次超出市场预期并创疫情后以来新高，单月收入已恢复至疫情前 65%。考虑 Q2 后博企新项目推出+劳动力、酒店等供给复苏，我们预计澳门博彩业有望延续修复趋势。

### **2、投资建议**

作为 2023 年旅游消费的重要风向标，五一黄金旅游市场表现强劲，表明后续假期数据有望维持较强表现，原因在于旅游消费作为低频、支出适中且获得感强的消费行为，有望在弱复苏背景下展现更强韧性。推荐景区、博彩等需求修复速率较快行业，关注免税、酒店、餐饮等赛道龙头回调后的布局机会。

**风险提示：**疫情二次传播风险；自然灾害等不可抗力。

(分析师：顾熹闽)

### 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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)