

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国衰退信号再现: 美联储调查发现一季度贷款标准收紧, 需求减弱

美联储金融稳定报告: 银行系统压力持续可能造成经济显著下滑

全球央行一季度黄金购买量创历史同期新高

两部门: 房地产经纪机构应合理降低服务费用

国家疾控局传染病防控司: “五一”期间部分地区疫情出现小幅上升, 但各地在院重症病例数未大幅增加; 总体来看, 出现区域性规模性疫情的可能性不大

银河观点集萃:

● **宏观:** 美联储加息 25BP 可能是最后一次, 删除了“继续加息仍是合适的”。通胀、劳动市场与银行业表现支持上半年加息停止和年末的弱衰退与降息。欧央行在经济触底和通胀居高的情况下 6、7 月份仍可能加息 25BP。欧央行对 APP 的量化紧缩 7 月加码, 利于加息在夏季停止。从美联储加息即将停止和年内可能降息的角度来看, 美债收益率和美元在 2023 年保持下行的方向, 但二季度可能更多以震荡为主。总体上, 美元和美债暂时比美股确定性更好。同时, 仍然需要警惕三类风险: (1) 美国债务上限问题; (2) 美国小银行现金水平再次下降, 存贷比也远不如大银行, 因此其压缩贷款, 特别是商业地产贷款的可能更大。(3) 欧央行不仅将在 7 月加码 QT, 长期在融资计划 (TLTRO) 的自愿还款也会加大银行资金成本, 需要保持观察。

● **金工:** 本周“固收+”组合净值出现了 1.25% 的涨幅, 组合仓位调整至 40.26%, 平均价格为 130.24 元。此外, 本周转债市场的活跃表现出现明显的放缓, 高平价转债回落幅度相对较小, 这也表明市场的整体表现相对乐观。本周中, 转债市场的活跃表现出现明显的进步, 高平价转债回落幅度相对较小, 这也表明市场的整体表现相对乐观。

● **有色:** 美联储在 5 月议息会议上更加明确的暗示了 5 月加息大概率是本轮加息周期的最后一次。目前市场预期美联储最快将于 7 月开启降息, 2023 年下半年将有三次降息。叠加美国职位空缺数连续第三个月下降, 就业紧张缓解以及 Q2 美国 CPI 同比增速有望快速下降, 美国名义利率预期与实际利率的下行在二季度或将较为顺畅, 从而继续在历史新高后抬升黄金价格。目前 A 股市场基金对黄金板块的持仓低于 2010Q2-2010Q3 与 2019Q2-2020Q2 上两轮金价峰值时期, 仍有加仓空间。随着金价的进一步上涨, 基金对 A 股黄金板块的配置也将进一步提升为 A 股黄金个股带来增量资金, 建议关注中金黄金 (600489)、山东黄金 (600547)、湖南黄金 (002155)、赤峰黄金 (600988)、银泰黄金 (000975)、紫金矿业 (601899)。

银河观点集锦

宏观：中央财经委历次会议主题及5月5日会议精神解读

1、核心观点

5月5日二十届中央财经委员会第一次会议召开。习近平主持会议，李强、蔡奇、丁薛祥出席会议。会议听取了国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、农业农村部关于加快建设现代化产业体系的汇报；听取了国家发展改革委、国家卫生健康委、人力资源社会保障部、教育部关于以人口高质量发展支撑中国式现代化的汇报。

历次会议主题及其影响：中央财经委是2018年3月由中央财经领导小组改成的中共中央直属议事协调机构，设立的目的是加强党中央对涉及党和国家事业全局的重大工作的集中统一领导，每年开会1次至3次。第十九届共召开十一次会议，历次会议主题如下页图1所示。包括2018年的三大攻坚战、关键核心技术、自然灾害防治与川藏铁路规划；2019年的全面建成小康社会补短板、区域经济布局；2020年的、黄河流域生态保护与成渝地区双城经济圈、中长期经济社会发展战略、现代物流体系；2021年的碳达峰碳中和、共同富裕与金融稳定；2022年的全面加强基础设施建设与党的十九大以来中央财经委会议决策部署精神落实情况。

从资本市场运行来看，历次会议的主题对资本市场都有短期的显著影响和中长期的结构性、趋势性影响。特别是2021年的碳达峰碳中和、共同富裕与金融稳定，对市场风格影响显著。2022年4月26日的中央财经委会议则是A股低位反弹的起点，原因是此次会议回应了市场关切，要求各部门、各地方在落实中央财经委会议决策部署时要“加强评估督导，搞好综合平衡，有问题及时纠偏。以实践结果评价各方面贯彻落实成效”，要“引导好市场预期，讲清楚政策导向和原则，稳定市场信心”。中长期来看，这一次会议强调了构建现代基础设施体系要“调动全社会力量”，解决了近年来全社会对加强固定资产投资的争议，并明确了现代化基础设施建设的重点领域，包括网络型基础设施、产业升级基础设施、城市基础设施、农业农村基础设施、国家安全基础设施共五个方面。

2023年5月5日二十届中央财经委第一次会议：强调做好新一届工作，研究加快建设现代化产业体系问题，研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题（下页图2）。从资本市场视角来看，建议重点关注六个方面：1.把握人工智能等新科技革命浪潮。2.坚持以实体经济为重，防止脱实向虚，坚持三次产业融合发展，坚持传统产业转型升级，坚持开放合作。3.把维护产业安全作为重中之重，加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑。4.大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护优秀企业家，大力培养大国工匠。5.着力提高人口整体素质，把教育强国建设作为人口高质量发展的战略工程。6.保持适度生育水平和人口规模，显著减轻家庭生育养育教育负担，推动建设生育友好型社会，加强人力资源开发利用，稳定劳动参与率，提高人力资源利用效率；实施积极应对人口老龄化国家战略。

风险提示：1.地缘政治事件的风险；2.海外经济衰退的风险。

(分析师: 高明)

宏观: 加息的尾声与美欧央行的下一步——美欧央行动态分析

1、核心观点

美联储加息 25BP 可能是最后一次, 删除了“继续加息仍是合适的”。5月3日, 美联储 FOMC 会议在核心通胀偏高、中小银行问题总体得到控制的背景下于年内第三次加息 25BP, 联邦目标基金利率达到 5.00%-5.25%。量化紧缩 (QT) 计划继续执行。本次会议首要的重点是删除了 3 月“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述, 暗示美联储在经济数据不超预期的情况下很可能在 6 月暂停加息, 保持观望。尽管银行问题和债务上限问题短期继续发酵, 鲍威尔仍强调了“就业最大化和价格稳定”的双重使命, 通胀依然是主要矛盾。因此, 通胀的走势、劳动市场所代表的经济韧性和金融稳定是决定美联储货币政策转向的主要因素, 四季度末的弱衰退和降息在视野之中。

通胀、劳动市场与银行业表现支持上半年加息停止和年末的弱衰退与降息。我们倾向于名义通胀在上半年快速下行, 下半年核心通胀展露粘性并阻碍出现多次降息, 不宜低估其韧性。劳动市场的走势有两个影响: 一方面非农时薪的环比增速暗示下半年核心 CPI 在衰退前仍会在 3.5%-4.3% 的范围运行, 另一方面失业率也将在紧缩下出现抬升, 美联储在 3 月 SEP 中给出的 4.5% 的失业率在劳动紧张程度模型中也对应着衰退判定。银行业方面, 尽管中小银行近期仍可能出现小规模银行破产的案例, 短期不会使金融稳定和信贷派生严重恶化, 但在中期将从四个方面促使美联储更早降息。综合以上判断, 我们维持美联储 5 月后停止加息, 四季度末美国经济满足 NBER 衰退判定条件并引发降息的假设。市场对于美联储 2023 年二季度后出现降息的乐观预期需要警惕, 同时美国弱衰退、金融稳定和债务问题形成的压力可能在 2024 年导致较大幅度的连续降息。

欧央行在经济触底和通胀居高的情况下 6、7 月份仍可能加息 25BP。欧央行于 5 月放缓加息至 25BP, 欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.75%、3.25% 和 4.00%。同时, 缩表继续并将在 7 月份加码。从经济和劳动市场数据考虑, 二季度并没有制约欧央行加息的因素。官员们认为欧元区银行与出现问题的美国银行 (具有区域性、中型、高利率风险的特征) 不同, 流动性、资本水平和资产质量都更好, 所以金融稳定也暂不限制加息。核心 HICP 虽然略有放缓但压力依然巨大。考虑到欧元区能源的高基数、制造业增加商品供给以及紧缩的效应, 欧元区核心通胀未来可能出现缓慢下行的迹象, QT 加强带来也可以减轻更多次加息的必要, 这有利于加息在夏季停止。不过不仅 6 月加息 25BP 概率较高, 7 月在核心通胀大概率明显高于政策利率的情况下也很可能继续加息, 仍需要对核心通胀和结构的变化保持观察。

欧央行对 APP 的量化紧缩 7 月加码, 利于加息在夏季停止。欧央行 3、4 月份对 APP 的缩减规模基本完全符合计划。本次会议的一个重要变化是欧央行将扩大量化紧缩的规模, 从 7

月开始停止 APP 所有到期在投资。根据欧央行的数据，下半年 APP 到期资产规模约 1487 亿欧元，也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元，比现计划增加 100 亿欧元/月。目前 QT 操作短期对流动性影响有限，而此前的 QT 也已经被市场较好的吸收，并未引发金融动荡。我们倾向于 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号，也可以理解为加息的辅助工具，这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要，欧央行的加息进程的尾声也开始若隐若现。

关于美国资产的判断和三个值得注意的风险。从美联储加息即将停止和年内可能降息的角度来看，美债收益率和美元在 2023 年保持下行的方向，但二季度可能更多以震荡为主。首先，市场仍计入了过多过早的降息预期，这种由银行问题和经济下行趋势刺激的预期目前并不符合美国经济现实，这是可能导致美债收益率和美元回升的理由。另一方面，美国核心通胀和工资数据仍然存在相当的韧性，尽管缓慢下行的可能较高，但上半年个别月份超预期的可能也是造成震荡的理由。美元方面，尽管美欧和美英利差、美国债务扩张和经济增速差等在年内支持美元继续下行，但缩表仍可以提供一定支撑，且欧央行短期比美联储更鹰的事实也被市场定价，存在预期波动下调整的可能。因此我们预测二季度十年美债收益率在 3.4%-3.5% 左右，美元指数均值仍维持在 100 上方。美股方面，从历史经验来看加息的暂停构成短期利好，但衰退通常会带来更大幅度的下跌。需要注意到美股（标普）盈利预期的下调还未结束，18 倍左右的 PE 并不算低，在美股盈利预期触底前需要谨慎。总体上，美元和美债暂时比美股确定性更好。同时，仍然需要警惕三类风险：（1）美国债务上限问题；（2）美国小银行现金水平再次下降，存贷比也远不如大银行，因此其压缩贷款，特别是商业地产贷款的可能更大。（3）欧央行不仅将在 7 月加码 QT，长期在融资计划（TLTRO）的自愿还款也会加大银行资金成本，需要保持观察。

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）

金工：上市转债增加，关注复苏板块中的交易机会

1、核心观点

转债市场概况

近两周（2023 年 4 月 24 日至 5 月 5 日），转债市场收涨。周内中证转债上涨 0.82%，上证转债上涨 0.95%，深证转债上涨 0.58%；转债成交额有所增加。本周转债市场日均成交额为 581.15 亿元，较上周日均增加 95.87 亿元，周内成交额合计 2905.75 亿元。存量可转债共 485 只，余额为 8456.21 亿元。价格层面来看，高价转债数量占比有所上升。本周绝对低价转债（绝对价格小于 110 元）较上周减少 1 只，价格区间在 110 元-130 元的转债较上周增加 1 只，价格区间在 130 元-150 元的转债较上周增加 7 只，价格区间在 150 元-200 元的转债较上周减少 5

只，价格大于 200 元的转债较上周增加 5 只。本周转债价格中位数有所上升。截至本周五，全市场转债价格中位数收报 121.18 元，较上周末上涨 0.38 元。本周全市场加权转股价值上行，溢价率提升。从市场转股价值和溢价率水平来看，本周末按存量债余额加权的转股价值均值为 90.55 元，较上周末增加 2.01 元，全市场加权转股溢价率为 42.37%，较上周末上升了 1.04%。锚定平价区间在 90-110 元之间的转债，以此计算的转股溢价率来看，全市场百元平价溢价率水平为 26.20%，较上周末下行 0.78%。本周无发行转债，新上市 11 只转债，2 只转债完成赎回。证监会核准的速度有所抬升，预计未来新券供给速度会继续加快。

行业变化与因子表现

截至 5 月 5 日，本周传媒、银行/证券和日常消费涨幅居前，电子、计算机和有色金属等表现不佳。周内传媒板块大涨，作为 AI 最直接的应用场景之一的游戏 ETF 盘中涨停；非银金融表现强势。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。本周市场整体呈现震荡上行趋势，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。由于复合因子具有较强的防御性，在市场的波动下，其收益只出现了小幅回调。

转债策略表现与持仓分析

本周“固收+”组合净值出现了 1.25% 的涨幅，组合仓位调整至 40.26%，平均价格为 130.24 元。此外，本周转债市场的活跃表现出现明显的放缓，高平价转债回落幅度相对较小，这也表明市场的整体表现相对乐观。本周中，转债市场的活跃表现出现明显的进步，高平价转债回落幅度相对较小，这也表明市场的整体表现相对乐观。

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)

有色：交易国内经济复苏与海外美联储边际宽松的逻辑主线配置——2023Q1 基金持仓分析

1、核心观点

2023Q1 公募基金继续减持有色金属行业，有色金属行业重仓持股市值占股票投资市值比下行至 2.18%。根据公募基金 2023 年一季报，我们统计了全市场 7048 支主动权益类基金，包含普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金这些主动权益基金，对基金配置有色金属行业的比例进行了定量分析。2023Q1 基金对有色金属行业的持仓变动继续结构性分化，国内强烈的经济复苏预期使基金增持更有顺周期属性的工业金属板块，但新能

源汽车增速的放缓致使锂电产业链库存的超预期累积与上游材料价格加速下跌,使基金大幅减持了此前有色金属行业最大重仓的能源金属与金属新材料板块,令公募基金 2023Q1 对有色金属行业的总体持仓仍呈下行趋势。2023Q1 基金有色金属行业重仓持股市值占股票投资市值比为 2.18%, 环比 2022Q4 的 2.30% 下行 0.13 个百分点, 连续三个季度对有色金属行业进行减持, 但 2023Q1 的减持幅度已有所放缓。从标配水平看, 2023Q1 有色金属流通市值/A 股流通市值比为 3.58%, 基金对有色金属行业的配置仍低于标配的水平, 且配置比重与标配的偏离度较 2022Q4 有所扩大。

2023Q1 基金大幅减持稀有金属与金属非金属新材料板块, 增持工业金属与黄金。 2023Q1 基金重仓持有工业金属、黄金、稀有金属、金属非金属新材料板块市值占基金股票投资市值比分别为 0.77%、0.37%、0.62%、0.42%, 较 2022Q4 环比分别变化+0.10%、+0.09%、-0.06%、-0.25%。

2022Q4 基金重点加仓铜、黄金与军工新材料类个股, 减持新能源材料标的。 从自下而上个股的角度看, 2023Q1 基金重仓有色金属行业股票数量为 80 只, 较 2022Q4 增加 4 只。且基金对有色金属行业的重仓持股集中度有所下滑, 2023Q1 基金重仓的有色金属行业个股前 10 市值合计占基金所有重仓有色金属个股总市值的比重较 2022Q4 环比下行 3.97 个百分点至 61.50%。2023Q1 有色金属行业个股中, 基金对有色金属重仓市值前十大个股为紫金矿业、华友钴业、天齐锂业、神火股份、银泰黄金、石英股发、赤峰黄金、赣锋锂业、洛阳钼业、西部超导; 基金重仓持股占流通股比例较大的有图南股份 (29.15%)、志特新材 (27.87%)、华锋铝业 (15.24%)、银泰黄金 (14.68%)、神火股份 (14.24%)、赤峰黄金 (13.60%)、菲力华 (13.06%)、西部超导 (11.11%)、石英股发 (9.66%)、华友钴业 (9.18%)。而从基金重仓持股占流通股比例增幅看, 2023Q1 基金加仓明显的有西部材料 (+7.34%)、图南股份 (+3.14%)、贵研铂业 (+3.07%)、志特新材 (+2.98%)、银泰黄金 (+2.91%)、中金黄金 (+2.15%)、嘉元科技 (+2.05%)、洛阳钼业 (+1.56%)、山东黄金 (+1.48%)、铜陵有色 (+1.46%); 而基金减持较多的有金博股份 (-12.03%)、菲力华 (-9.44%)、凯立新材 (-7.21%)、华锋铝业 (-6.79%)、明泰铝业 (-6.09%)、西部超导 (-5.24%)、有研粉材 (-4.19%)、石英股发 (-3.64%)、鑫铂股份 (-2.53%)、驰宏锌锗 (-2.30%)。

2、投资建议

美联储在 5 月议息会议上与市场预期一致再度加息 25 个基点, 并在会议声明的利率指引中删除了“预计可能适合增加紧缩”的说辞, 更加明确的暗示了 5 月加息大概率是本轮加息周期的最后一次。而 4 月底美国第一共和银行再次接近倒闭也显示了快速大幅加息下美国银行业危机仍未解除, 美国银行业对整个金融系统的冲击都会加大美国经济衰退的风险, 刺激降息预期的升温, 目前市场预期美联储最快将于 7 月开启降息, 2023 年下半年将有三次降息。叠加美国职位空缺数连续第三个月下降, 就业紧张缓解以及 Q2 美国 CPI 同比增速有望快速下降, 美国名义利率预期与实际利率的下行在二季度或将较为顺畅, 从而继续在历史新高后抬升黄金价格。目前 A 股市场基金对黄金板块的持仓低于 2010Q2-2010Q3 与 2019Q2-2020Q2 上两轮金价峰值时期, 仍有加仓空间。随着金价的进一步上涨, 基金对 A 股黄金板块的配置也将进一步提升为 A 股黄金个股带来增量资金, 建议关注中金黄金 (600489)、山东黄金 (600547)、湖南黄金 (002155)、赤峰黄金 (600988)、银泰黄金 (000975)、紫金矿业 (601899)。

风险提示: 1) 有色金属下游需求不及预期; 2) 美联储货币政策收缩超预期; 3) 新能源汽车产销量不及预期; 4) 有色金属价格大幅下跌。

(分析师: 华立)

煤炭: 环渤海煤炭调出量下降 54.6%, 国际动力煤价微幅上涨

1、核心观点

动力煤

本周动力煤港口价上涨, 2023 年 5 月 5 日, 秦皇岛港山西产 Q5500 动力末煤平仓价 998 元/吨; 5 月 5 日, 京唐港山西产 Q5500 动力末煤平仓价格为 1003 元/吨, 当前价格低于 2022 年同期, 高于 2019-2021 年同期。产地煤价方面, 各主产地坑口煤价以下降为主; 国际动力煤价微幅上涨; 港口库存环比上涨; 南方八省电厂库存日耗均增长。甲醇产品开工率环比降 0.32pct, 磨机运转率降 0.58pct; 本周国内煤炭海运价下降明显, 环渤海煤炭调出量下降 54.6%, 环渤海四港货船比环比增 14.6%。海运费指数涨跌互现, BDI/BCI/BPI/BSI 环比分别 -1.5%/+4.7%/-6.9%/-7.5%。

炼焦煤

港口方面, 5 月 5 日, 京唐港山西产主焦煤库提价为 1970 元/吨, 环比下降 130 元, 降幅 6.2%; 出矿价方面, 5 月 6 日, 山西古交/灵石/孝义/柳林主焦煤出矿价本周分别为 1520/1400/1550/1600, 下降 50-250 元不等, 环比上周分别-9%/-9.7%/-3.1%/-13.5%; 焦煤主产区均价方面, 山西/河北/内蒙/河南产炼焦煤均价分别为 1492/2060/1775/1896 元/吨, 下降 0-146 元不等, 环比分别-8.9%/0%/-2.7%/-5.4%。国际焦煤价格以下降为主, 澳大利亚峰景矿硬焦煤中国到岸现货价本周为 254.5 美元/吨, 环比降 3.8%。总体焦煤库存(港口+独立焦化厂+样本钢厂)本周呈现下降状态, 仍大幅低于近五年历史同期值。

焦炭

焦炭价格方面, 港口方面, 5 月 5 日, 天津港准一级冶金焦平仓价为 2490 元/吨, 环比下降 12%; 产地价格方面, 5 月 6 日山西/河北/内蒙/山东产冶金焦均价 2238/3066/1825/2578 元/吨, 分别环比-6.6%/-2.5%/-15.1%/-3.4%。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 59.52%/45.9%/78.9%, 全国高炉炼铁产能利用率(247 家)为 89.49%, 环比下降 1.14pct。Myspic 综合钢价指数 5 月 5 日为 142.68, 周环比下降 2.6%。

2、投资建议

根据天气预报, 8-10 日, 西北地区东部、青藏高原东部等地大部地区有小雨, 部分地区有中雨。10-14 日, 云南大部、四川南部、贵州、重庆、湖南、广西西部等地有中到大雨, 部分地区有暴雨。未来 11-14 天 (5 月 16-19 日), 主要降雨区位于江南、华南及贵州等地, 大部分地区累计降水量有 15~30 毫米。近期供给呈现偏宽松格局, 考虑到进口煤性价比收缩, 水电表现持续低迷, 部分采购需求仍有望释放, 煤价预计维持稳定。个股推荐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); 焦煤龙头山西焦煤 (000983)、焦炭龙头中国旭阳集团 (1907.HK)。

风险提示: 行业面临有效需求不足煤价大幅下跌及行业内国企改革不及预期的风险。

(分析师: 潘玮)

机械: 4 月 PMI 回落至荣枯线之下, 关注轨交装备复苏投资机会

1、核心观点

市场行情回顾: 上周机械设备指数下跌 1.78%, 沪深 300 指数下跌 0.30%, 创业板指下跌 2.46%。机械设备在全部 28 个行业中涨跌幅排名第 23 位。剔除负值后, 机械行业估值水平 29.8 (整体法)。上周机械行业涨幅前三的板块分别是机器人、航运装备、仪器仪表; 年初至今涨幅前三的细分板块分别是仪器仪表、半导体设备、航运装备。

周关注: 4 月 PMI 回落至荣枯线之下, 关注轨交装备复苏投资机会

4 月制造业 PMI 指数 49.2%, 持续看好弱复苏背景下通用设备自主可控投资机会。 4 月 30 日国家统计局发布数据, 4 月我国 PMI 指数为 49.2%, 环比回落 2.7pct, 降至荣枯线之下。从各分项指标来看, 企业生产活动仍处于扩张区间, 但需求端有所收缩, 4 月制造业生产指数为 50.2%, 环比下降 4.4pct; 新订单指数为 48.8%, 环比下降 4.8pct; 供应商配送时间指数为 50.3%, 环比下降 0.5pct。分行业来看, 装备制造业 PMI 为 50.1%, 环比下降 2.9pct, 继续高于制造业总体; 高技术制造业 PMI 下降 1.9pct 至 49.3%。内需偏弱外需不振, 经济修复斜率较缓, 叠加一季度的高基数, 4 月 PMI 出现回落, 但不改经济缓慢复苏趋势, 我们依然看好顺周期通用设备自主可控投资机会。推荐方向包括: 1) 数控机床, 标的纽威数控、海天精工、国盛智科、创世纪、科德数控、秦川机床、拓斯达; 2) 数控刀具, 标的欧科亿、华锐精密、中钨高新; 3) 工业机器人, 标的埃斯顿、绿的谐波。

“五一”铁路数据超预期, 车辆设备招标及维修需求有望恢复, 建议关注国铁近期招标。 根据国铁集团数据, 4 月 27 日至 5 月 4 日五一小长假期间, 全国铁路共发送旅客 1.33 亿人次, 较 2019 年同期增加 2794 万人次; 日均发送旅客 1659.2 万人次, 较 2019 年同期增长 26.7%。其中, 4 月 29 日发送旅客 1966.1 万人次, 创铁路单日旅客发送量历史新高。23Q1 全国铁路固定资产投资完成额 1135.5 亿元, 同比增长 6.6%。随着疫情影响的消除和经济的逐渐复苏, 轨

交行业景气度企稳回升。客流量复苏带动新增需求和车辆设备周转提升，叠加 2019-2022 年动车组招标缺口，车辆设备招标以及维修需求有望恢复，建议关注国铁近期招标。相关标的：中国中车、中国通号、时代电气、天宜上佳等。

2、投资建议

持续看好制造强国与供应链安全趋势下高端装备进口替代以及双碳趋势下新能源装备领域投资机会。建议关注：1) 机械设备领域存在进口替代空间的子行业，包括数控机床及刀具、机器人、科学仪器、半导体设备等；2) 新能源领域受益子行业，包括光伏设备、风电设备、核电设备、储能设备等；3) 新能源汽车带动的汽车供应链变革下的设备投资，包括一体压铸、换电设备、复合铜箔等。

风险提示：新冠肺炎疫情反复；政策推进程度不及预期；制造业投资增速不及预期；行业竞争加剧等。

(分析师：鲁佩,范想想)

环保公用：公用事业各板块一季度业绩正增长，火电增长幅度最大

1、核心观点

公用事业行业：各板块一季度业绩正增长，火电增长幅度最大。2022 年公用事业板块实现归母净利润 989 亿元，同比增长 83.2%。2023Q1,公用事业板块实现归母净利润 391 亿元，同比增长 45.4%。其中 Q1 水火风光气均实现业绩正增长，火电增长幅度最大。受益于 2022 年电价上浮以及 2023 年以来入炉煤价下降，火电盈利明显改善。

火电：煤价下降推动 Q1 盈利改善，后续盈利有望进一步改善。2022 年火电板块实现归母净利润-55 亿元，同比减亏 89.6%。2023Q1,火电板块实现归母净利润 94 亿元，同比增长 538%。2023 年以来随着长协履约率提升，以及进口煤放开等因素共同推动火电入炉标煤单价下降，火电盈利能力持续改善。我们预计后续盈利有进一步改善空间。

水电：Q1 来水有所好转，看好水电企业布局新能源。2022 年水电板块实现归母净利润 399 亿元，同比增长 3.3%。2023Q1,水电板块实现归母净利润 74 亿元，同比增长 15.6%。2022 年全年来水明显偏枯，进入 2023 年来水有所好转。水电行业进入成熟期，看好水电企业布局新能源，打造新的业绩增长点。

光伏：Q1 业绩实现高增长，光伏装机有望持续高增长。2022 年光电板块实现归母净利润 32 亿元，同比增长 27.3%。2023Q1,光电板块实现归母净利润 4 亿元，同比增长 151.9%。受益于光伏装机增长以及全国光照资源普遍较好，光电板块业绩实现高增长。持续看好光伏长期增

长空间，保守预计 2023-2030 年光伏年均新增装机 95-120GW。

风电：Q1 业绩有所放缓，招标支撑风电装机成长空间。2022 年风电板块实现归母净利润 188 亿元，同比增长 15%。2023Q1,风电板块实现归母净利润 70 亿元，同比增长 1.5%。部分企业 Q1 业绩下降,拖累板块整体业绩增速放缓。招标量支持风电装机稳健增长,预计 2023-2025 年风电年均新增装机 60-70GW。

燃气：量价齐升推动 Q1 业绩高增长，天然气需求长期增长空间大。2022 年燃气板块实现归母净利润 135 亿元，同比增长 6.1%。2023Q1,燃气板块实现归母净利润 43 亿元，同比增长 39.6%。2023 年以来受益于经济复苏以及气价大幅回落，燃气企业普遍实现售气量与毛差量价齐升。长期来看，天然气需求量仍有较大增长空间。

2、投资建议

重点推荐火电板块公司：（1）业绩对煤价下跌弹性大的央企：华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）等；（2）估值具有明显优势的公司：浙能电力（600023.SH）、江苏国信（002608.SZ）、皖能电力（000543.SZ）、福能股份（600483.SH）等；（3）装机主要分布于沿海省份，煤价下降空间大：粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、宝新能源（000690.SZ）等。

风险提示：装机规模不及预期；原料价格上涨导致新项目造价上升；煤炭价格持续处于高位；上网电价下调；行业竞争加剧的风险。

（分析师：陶贻功,严明）

零售：“五一”消费热情高涨，消费品零售行业一季度稳健复苏，维持推荐优质标的

1、核心观点

2023 年年初至 4 月底我们定义的零售指数为-19.98%，跑输沪深 300（0.26%），跑赢新零售指数（-53.41%），上年末开始的反弹幅度明显优于上述两项指数。零售行业总体表现与 PE 变化趋势较为契合，PS 和 PB 整体保持稳定，但 PE 持续下行。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 10%/68.8%/4.2%百分位点，其中 PE 仍处于低估值区间，其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善，加权平均后影响行业整体 PE 水平。

从政策层面来看，全国开展多样促消费活动，国家持续推进扩大内需战略，多次在会议上强调促进消费的重要性。第三届中国国际消费品博览会顺利闭幕。政治局会议对 23 年 1-4 月国内经济运行状况进行了准确、客观的评价，指出了我国经济目前处于向上区间但动力主要来源于疫后恢复，但内生动力还不强，需求不足的问题仍然存在，预计后期仍会通过多种手段

刺激消费。

从行业层面来看，4月初的清明假期时间较短同时自身具有传统的返乡祭祀属性，娱乐游玩的偏好相对其他节假日较弱，结合今年具体数据来看，清明消费相较去年大幅回暖，与疫前相比亦录得较大幅度的正增长。全国各地“五一”假期消费表现亮眼，增速与去年同期相比明显回升，与春节假期相比增速表现同样更加优异。居民消费需求迎来释放，预计上半年社消增速在“五一”假期消费强势复苏的助力下进一步向疫前水平靠拢。我们预期2023年零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，未来社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

从市场层面来看，2022年业绩表现为亏损的趋势，原因为受疫情因素影响，线下门店被迫暂停营业，各种销售渠道受阻，销售规模大幅度削减；消费者信心不足，需求减少；宏观经济增长放缓，公司外部环境承压；国际环境不稳定导致原材料成本提高影响公司净利润。2023年一季度营收同比增长，但仍未恢复到疫前水平。其中，超市板块对应消费品类为必选消费品，电商及代运营板块对应渠道为线上渠道，虽在疫情期间表现出较好的抗压能力，但在疫后复苏中恢复弹性明显不足，营收表现承压；购百板块修复并不明显，对比疫前均值水平仍下滑超过50%，后续仍存有巨大修复空间；化妆品板块保持营收规模较大的水平，但增速显著放缓；个护板块营收规模同样较大，但增速保持低迷；珠宝首饰板块表现亮眼，营收规模持续扩大，增速明显突破前期均值，达到近八年来第二高水平。总的来看，化妆品板块、个护板块、珠宝首饰板块在疫情影响年份以及疫后复苏首年穿越周期，表现较好。

2、投资建议

维持全渠道配置的逻辑不变，推荐重点关注零售渠道类天虹百货（002419）、王府井（600859）、永辉超市（601933）、家家悦（603708）、红旗连锁（002697）、华致酒行（300755）、豫园股份（600655）、周大生（002867）、老凤祥（600612）、中国黄金（600916）；以及消费品类的上海家化（600315）、珀莱雅（603605）、贝泰妮（300957）、水羊股份（300740）、可靠股份（301009）、豪悦护理（605009）、稳健医疗（300888）、百亚股份（003006）。

风险提示：政策推行效果不及预期的风险；消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

（分析师：甄唯莹）

轻工：短期波动不改全年向好，龙头布局估值性价比突出

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，3月实现竣工面积同比增长32.02%；销售方面，春节后地产销售

持续改善，3月，30个城市新房成交面积略好于22年同期，15个重点城市二手房成交面积同比增长98%，环比增长49%。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1~3月，社零总额同比增长5.8%，家具类零售额同比增长4.6%。估值角度来看，家居用品板块10年市盈率分位点仅为8%左右，欧派/顾家上市以来分位点分别为15.79%/3.23%，估值性价比突出。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4月28日，瓦楞纸、箱板纸价格分别较22年年初下降25.55%、18.81%。浆纸系：AraucoMAPA项目已于1月20日生产出首批浆包。UPM浆厂已从环境部门获得最终运营许可，且已启动生产，预计首批纸浆将于5月份发货。供应投放下，浆价下行逻辑持续兑现，4月阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别下降3.54%、2.44%、2.11%。特种纸：特种纸下游需求稳健扩张，且竞争格局优良，浆价快速下行提振产品盈利。需求复苏背景下，产品价格表现坚挺，Q1部分纸种有所提价。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。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1~3月，烟酒类零售额同比增长6.8%，其中，3月单月同比增长9%。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：人均用量提升带动总量稳增，消费升级驱动价格长期成长，人均消费对标美日具备较大提升空间，且行业持续集中，C端市场料将稳健扩张；B端万亿级大办公市场发展空间广阔，数字化渗透率仍处较低水平，未来降本增效&政策推动下提升空间广阔。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)

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