

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

纳指创八个半月新高，中概和银行股强势跑赢，中概指数涨4%

美联储高官明确驳斥市场的年内降息预期，多官员称观察+等待才是合适政策

央行公布一季度货币政策执行报告

央行超额平价续作 MLF

上交所将召开沪市金融业专题座谈会，讨论促进金融业估值提升。

两类存款利率上限周一起下调，多家银行暂停销售“智能通知存款”产品

银河观点集萃:

- **策略:** 展望未来，当前 A 股没有大幅下跌的基础，A 股市场虽短期有所调整，但是在经济持续复苏为 A 股上行提供有力支撑的背景下，市场人气并未退潮，只是风格轮动加速。A 股短期调整带来投资机会，也带来了向上的空间。建议关注已充分调整+基本面扎实的高景气板块是配置主要方向。投资策略应当聚焦风险已充分释放+低估值的龙头个股。建议关注：1) 行业景气度持续高位且安全垫较高的新能源产业链；2) 医药板块；估值性价比高+基本面较为稳定；3) 受益于经济复苏叠加盈利面回暖的消费板块。
- **金工:** 关注可交债成为受大股东重视的融资方式。可交债在股东减持和融资上有独特的功能。2021 年和 2022 年发行可交换公司债券募资规模较为稳定，2021 年发行 34 只，融资规模为 421.6 亿元，2022 年发行 36 只，融资规模为 422.94 亿元。而随着市场变化，A 股公司股东发行可交换债再度提速。如果拿来和定向增发、可转换债发行和股权收购等配合，可交换债券也是盘活存量股权，进行资本运作的有效方式。
- **有色:** 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，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）。5 月锂电产业链中游材料企业排产预计环比显著回升，低库存下材料企业对上游碳酸锂原材料的补库需求将逐步启动。在下游回暖的预期下碳酸锂价格触底回升，青海盐湖某企业近期工业级碳酸锂的拍卖成交价已上涨至 24 万元/吨。碳酸锂价格的企稳，有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在锂价反弹的帮助下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注天齐锂业（002466）、中矿资源（002738）、永兴材料（002756）、赣锋锂业（002460）、西藏矿业（000762）。

银河观点集锦

宏观：4月份信贷偏弱，三季度货币空间打开——2023年4月金融数据分析

1、核心观点

社融和信贷回落显示需求偏弱。4月份社会融资规模1.22万亿，环比大幅回落。2023年4月社融增速和信贷增速基本平稳，但鉴于2022年4月份我国正经历疫情封控，4月份社融和信贷表现偏弱。

4月份社会融资中各项表现均偏弱。首先，社融统计信贷资金仅有4431亿元，这意味着金融机构发放的贷款大幅下滑。4月金融机构新增人民币贷款7188亿，4月份企业从其他渠道的贷款增加较为明显，政策性金融工具在起作用。其次，未贴现银行承兑汇票-1347亿元，企业生产活动仍然相对低迷。再次，直接融资相对平稳。企业债券融资2843亿，非金融企业境内股票融资993亿。最后，政府融资增加4548亿元，政府债券融资显示政府发债速度平稳，政府投资较为克制。

4月信贷环比大幅回落。4月份环比下降幅度为81.5%，这一数值处于过去9年的最低值，相较历史平均水平偏离幅度较大，反映当前实体经济融资需求不够强劲。二季度与一季度走反，这种信贷偏弱的态势是否会延续是观察的重点。

居民信贷负增长可能是短期消费走弱叠加提前还贷所致。4月份居民贷款在3月数据创两年新高的背景下，短期贷款和长期贷款均出现负增长。短期贷款的负增长主要由于1季度消费的集中释放使4月出现短暂的消费需求疲软，汽车、手机、装修等消费需求阶段性减弱。中长期贷款负增长，一方面和地产销售有关，侧面印证4月房地产市场高频数据销售端的环比走弱，另一方面可能存在部分居民提前还贷，存量贷款减少。

从企业信贷来看，4月份出现环比回落，但当前时点不宜过度悲观。银行贷款投放意愿仍强，3月底降准后银行的流动性紧张已得到缓解，基建、地产、制造业等行业依然保持较强的融资需求。

M1增速回升可能是暂时。4月份M1增速回升、M2增速回落。企业存款增速上行受到了基数影响，M1回升可能是暂时现象。4月M2减少6066亿，其中居民存款减少1.2万亿元。存款本月并未成为M2减少的主要原因，可能是企业或者居民增加了购买金融产品。

央行三季度货币空间打开。稳固对实体经济的可持续支持力度仍是央行货币政策的重要取向。货币三角平衡关系很可能在二季度末被打破：1、5月份美联储加息后预计不再加息，这会缓解汇率压力。2、二季度通胀偏弱运行会加重市场通缩担忧。3、二季度社融信贷数据会季节性回落，货币投放数量不再会制约价格工具。因此央行三季度货币政策空间打开。

风险提示：实体需求不足的风险、社融增速不及预期的风险。

(分析师: 许东石,詹璐)

策略: 向阳而生, 深耕高性价比

1、核心观点

前一周市场表现: 上周各指数均有所下跌, 上证指数、深证成指和创业板指涨跌幅分别为-1.86%、-1.57%和-0.67%。前一周日均成交额 10263.40 亿元, 较上周有所下降, 但是仍在万亿以上, 说明交投活跃度仍高。北上资金前一周合计净流入 99.60 亿元, 较前一周有所上升。

宏观经济温和复苏。根据国家统计局 5 月 11 日最新发布的数据: 2023 年 4 月份, 全国居民消费价格(CPI)上涨, 国内需求扩大, 消费修复力度较为温和; 受国内外市场需求总体偏弱等因素影响, 工业生产价格指数(PPI)下降, 但仅为输入性暂时影响, 伴随国内经济的温和恢复, 预计三四季度 PPI 将恢复上行趋势。未来预计将适度加大促销费的政策支持力度, 增强内生动力, 持续提振市场信心。

医药具有估值高性价比, 看好未来其投资机会。医药生物方面, 近期在波动中有所下跌, 但医药作为业绩确定性强的传统型和防御性行业, 叠加估值具有高性价比, 预计医药板块在未来拥有较大反弹空间。医药各细分子行业的不同投资逻辑也为医药整个板块带来了更多的机会。而医药的强刚需属性也将帮助医药企业未来以高态势增长, 医药行业长期稳定增长, 长期收益较高且持续。在政策端, 预计也会有医疗、医保、医药各方面更加深化、利好的政策出台。而老龄化的加速也已成为促进我国医药行业迅速发展的重要因素之一。整体来看, 作为具有多种投资逻辑的行业以及有政策利好催化预期, 医药板块的阶段性投资机会仍较为丰富。

新能源产业链仍具有高景气度, 未来行情可期。虽然新能源自 2022 年 8 月以来持续下跌了 8 个月, 但是随着业绩的披露证明行业的基本面向好, 行业持续保持高景气度, 再叠加当前估值性价比的提升, 新能源仍具有长期投资价值, 短期有望迎来反弹机会。政策方面, 国家的支持力度不断加大, 出台政策不断完善, 为新能源维持稳健发展提供助力。

A 股短期容易被情绪主导, 通常在经过情绪释放后会有所好转。在上一波没有大涨的行业或者主题或将是市场震荡出的新方向, 需重点关注。

建议配置: 展望未来, 当前 A 股没有大幅下跌的基础, A 股市场虽短期有所调整, 但是在经济持续复苏为 A 股上行提供有力支撑的背景下, 市场人气并未退潮, 只是风格轮动加速。A 股短期调整带来投资机会, 也带来了向上的空间。建议关注已充分调整+基本面扎实的高景气板块是配置主要方向。投资策略应当聚焦风险已充分释放+低估值的龙头个股。

建议关注: 1) 行业景气度持续高位且安全垫较高的新能源产业链; 2) 医药板块; 估值性价比高+基本面较为稳定; 3) 受益于经济复苏叠加盈利面回暖的消费板块。

风险提示: 政策超预期的风险; 经济超预期下行的风险。

(分析师: 蔡芳媛)

金工: 关注可交债成为受大股东重视的融资方式

1、核心观点

关注可交债成为受大股东重视的融资方式

可交换债是上市公司股东以上市公司股票为质押物进行融资而发行的债券。与可转债相比,可交换债的发行主体是上市公司的股东,可转债的发行主体是上市公司本身。两者都具有股权和债券的双重属性,而可交债在股东减持和融资上有独特的功能。近3年来,2020年发行可交债的数量及规模最大,发行了44只,融资规模为476.39亿元。2021年和2022年发行可交换公司债券募资规模较为稳定,2021年发行34只,融资规模为421.6亿元,2022年发行36只,融资规模为422.94亿元。而随着市场变化,A股公司股东发行可交换债再度提速。由于在满足换股条件下,上述可交换债券持有人都有权在债券的换股期内,将其所持有的可交换债券交换为上市公司股票,可交换公司债最常见的用途在于低成本融资和换股带来平滑减持。实际上,如果拿来和定向增发、可转换债发行和股权收购等配合,可交换债券也是盘活存量股权,进行资本运作的有效方式。

转债市场概况

本周宽基指数均下跌。存量可转债共500只,余额为8374.38亿元。5月12日,转债的平均价格为119.22元,分位值为68.75%,处于2022年至今的历史中高水平。转股溢价率为27.77%,分位值为93.15%。其中,中平价(转股价值为90至110元之间)可转债的转股溢价率为25.17%,高于2022年以来中平价转债转股溢价率的中位数(20.62%)。本周无发行转债,新上市4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

本周银行/证券、传统制造、交通运输等板块受正股驱动,表现明显较强。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1.37%的涨幅,组合仓位调整至41.36%,平均价格为129.36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。

风险因素：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：国内经济复苏斜率放缓，有色金属景气回落

1、核心观点

国内经济复苏节奏放缓，有色金属行业景气回落。在前期的强势复苏后，随着疫情后复苏效应的衰减，4月国内经济动能减弱，复苏斜率暂时放缓，4月中采制造业PMI为49.20%，低于市场预期，且结束了此前连续3个月的扩张期，再次滑落至枯荣线以下。经济复苏的放缓，也使有色金属需求恢复速度有所放缓，叠加美联储停止加息预期被市场充分消化的情况下，有色金属行业景气度在4月出现了回落。而4月底的政治局会议明确指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，强调积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力，进一步推动经济的复苏。在后续政策呵护下国内经济的持续复苏，将为有色金属行业景气度的回升继续提供保障。

2、投资建议

5月初美联储议息会议与市场预期一致再度加息25个基点，但在会议声明的利率指引删除了“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月美国CPI同比增速继续下降至4.9%，低于市场预期，叠加4月底美国第一共和银行倒闭再次表明美国银行业危机以及银行业对美国经济的潜在风险仍在持续，使市场保持了对美联储下半年开启降息的预期。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，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）。

5月锂电产业链中游材料企业排产预计环比显著回升，低库存下材料企业对上游碳酸锂原材料的补库需求将逐步启动。在下游回暖的预期下碳酸锂价格触底回升，青海盐湖某企业近期工业级碳酸锂的拍卖成交价已上涨至24万元/吨。碳酸锂价格的企稳，有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在锂价反弹的帮助下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注天齐锂业（002466）、中矿资源（002738）、永兴材料（002756）、

赣锋锂业（002460）、西藏矿业（000762）。

风险提示：1）有色金属价格大幅下跌；2）国内经济复苏不及预期；3）美联储加息超预期；4）全球地缘政治对抗超预期。

（分析师：华立）

煤炭：煤价下跌，采购需求有望修复

1、核心观点

动力煤

本周动力煤港口价下降为主，5月12日，秦皇岛港山西产Q5500动力末煤平仓价975元/吨；京唐港山西产Q5500动力末煤平仓价格为980元/吨；黄骅港Q5500动力煤平仓价985元/吨，环比下降2.3%。长协煤价方面，CCTD秦皇岛动力煤(Q5500)年度长协价5月份为719元/吨，环比4月下降4元；环渤海动力煤(Q5500)综合平均价格指数5月10日为729元/吨。5月11日，纽卡斯尔Q5500动力煤2#FOB价/理查兹港Q5500动力煤FOB价/卡里曼丹Q4200动力煤1#FOB价分别为117.25/91.65/72.45美元/吨，环比-0.2%/-10.7%/+1%；港口库存本周上涨，电厂方面，库存上涨日耗下降。非电煤需求方面近期略有走弱；运价与调度方面，本周国内煤炭海运价下降；海运费指数涨跌互现。5月12日，波罗的海干散货指数(BDI)/好望角型运费指数(BCI)/巴拿马型运费指数(BPI)/超级大灵便型运费指数(BSI)为1558/2456/1402/1105。

炼焦煤

港口方面，5月12日，京唐港山西产主焦煤库提价为1800元/吨，环比下降170元，降幅8.6%；出矿价方面，5月12日，山西古交/灵石/孝义/柳林主焦煤出矿价本周分别为1440/1350/1550/1500，下降0-100元不等；国际焦煤价格方面，澳大利亚峰景矿硬焦煤中国到岸现货价本周为258.5美元/吨，环比+1.6%。库存方面，独立焦化厂及国内样本钢厂焦煤本周以去库为主：国内独立焦化厂（230家）/国内六港口/国内样本钢厂（247家）炼焦煤总库存本周为647.1/189.2/757.71万吨，环比分别-6.6%/-1.9%/-3.9%；总体焦煤库存（港口+独立焦化厂+样本钢厂）本周呈下降状态。

焦炭

焦炭价格方面，港口方面，5月12日，天津港准一级冶金焦平仓价为2090元/吨，环比下降4.6%；产地价格方面，5月12日山西/河北/内蒙/山东产冶金焦平均价为2159/3046/1725/2533元/吨，分别环比-3.5%/-0.7%/-5.5%/-1.7%。焦炭库存方面本周涨跌互现，5月12日，主要港口/样本钢厂/焦化企业（230家）本周分别为178.8/613.33/107.8万吨，环比+4%/-1.7%/+2.6%。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

57.94%/45.57%/79.1%；全国高炉炼铁产能利用率(247家)为 89.03%，环比下降 0.46pct。Myspic 综合钢价指数 5 月 12 日为 141.77，环比下降 1%。

2、投资建议

近期供给偏宽松，煤价下跌，采购需求有望修复，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：行业面临下游有效需求不足煤价大幅下跌及国企改革不及预期等的风险。

（分析师：潘玮）

环保公用：多省发布碳达峰实施方案，能源转型持续推进

1、核心观点

公用事业方面，根据国家能源局《2023 年能源工作指导意见》，预计今年新增新能源装机 160GW，同比增长 28%，保持高速增长趋势。随着疫情结束以及光伏产业链价格下降，预计今年新能源新增装机确定性较高。

环保方面，生态环境部、发改委印发《危险废物重大工程建设总体实施方案（2023-2025 年）》的通知，提出到 2025 年，通过国家技术中心、6 个区域技术中心和 20 个区域处置中心建设，为全国危险废物特别是特殊类别危险废物利用处置提供托底保障与引领示范。

2、投资建议

公用：多省发布碳达峰实施方案，能源转型持续推进。近日，辽宁、甘肃、云南等省份发布本省碳达峰实施方案全文。其中，电力领域涉及大力发展新能源、推进煤炭消费替代和转型升级、加快建设新型电力系统、稳步推进水能开发等目标。“双碳”目标推动能源转型，继续看好新能源长期增长空间。

建议关注：三峡能源（600905）、龙源电力（001289）、芯能科技（603105）、太阳能（000591）、中闽能源（600163）、江苏新能（603693）、华能国际（600011）、国电电力（600795）、大唐发电（601991）、浙能电力（600023）、江苏国信（002608）、皖能电力（000543）、福能股份（600483）、粤电力 A（000539）、上海电力（600021）、宝新能源（000690）、协鑫能科（002015）、华能水电（600025）、川投能源（600674）、九丰能源（605090）、新奥股份（600803）。

环保：多因素致业绩承压，关注细分领域机会。受疫情、经济下行等多重因素影响，行业 22 年业绩整体表现不佳，23 年一季度有所回暖，当前环保持仓依旧处于低配，具有较高的配置价值。建议挖掘两大方向的投资机会，一是有政策催化、市场空间大、行业景气度高的成

长性板块，例如重点行业设备国产替代、高景气行业配套污染治理等；二是自身业务稳健，拥有良好现金流支撑，通过借助股东资源、收购相关标的等方式切入热门赛道，打开第二成长曲线相关企业。

建议关注：景津装备(603279)、仕净科技(301030)、盛剑环境(603324)、国林科技(300786)、美埃科技(688376)、聚光科技(300203)、瑞晨环保(301273)、久吾高科(300631)、伟明环保(603568)、高能环境(603588)、路德环境(688156)、山高环能(000803)、赛恩斯(688480)、瀚蓝环境(600323)。

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)

建材：降雨影响需求复苏，部分产品库存有所上升

1、核心观点

水泥：价格继续下降，熟料库存有所上升。需求方面，本周水泥市场需求表现低迷，近期需求持续下降，水泥价格走弱。本周全国水泥磨机开工负荷为51.67%，环比上周下降0.14个百分点。今年旺季需求恢复情况不及预期，预计短期市场需求仍呈较弱态势，价格或将继续回调。供给方面，目前各省份水泥生产处于正常状态，自3月中旬冬季错峰停窑结束后，水泥熟料库存处于高位，本周全国熟料库容率为71.22%，较上周上升4.73个百分点。近期部分省份发布二季度错峰生产计划，错峰停窑时间普遍为10-20天，建议关注二季度错峰限产执行情况 & 需求恢复情况。

浮法玻璃：价格继续上涨，库存有所上升。本周浮法玻璃价格继续上涨，环比涨幅扩大。需求方面，受益于竣工端回暖，浮法玻璃市场需求所有好转。目前中下游以消化前期备货为主，部分地区受天气影响，需求释放有所放缓。在地产保交楼政策支持下，终端工程需求恢复预期仍存，预计浮法玻璃需求维持增长态势，价格将继续上涨。供给方面，本周浮法玻璃生产线在产243条，周内新点火1条，复产1条，冷修1条，供给略有增加。库存方面，目前玻璃生产企业库存天数为21.77天，较上周有所上升。建议关注受益于竣工端改善的玻璃龙头企业。

玻璃纤维：粗纱、电子纱价格趋稳。本周玻纤厂家粗纱价格较为稳定，下游多为按需采购，部分合股纱产品产销良好，但深加工新增订单有限。本周电子纱价格基本持平，下游需求释放有限，厂家库存较高。短期来看，粗纱、电子纱市场需求偏弱，厂家去库压力较大，价格或将维持弱势运行。中长期来看，我们认为玻璃纤维下游需求如风电、新能源汽车等领域与碳中和高度相关，受益于下游新应用需求的扩张，行业仍有较大发展空间。目前来看行业处于需

求上行，景气度向上阶段，建议关注玻纤行业龙头企业。

消费建材：地产竣工助力消费建材需求恢复。目前竣工端底部回升趋势确定，预计将带动后续消费建材需求的恢复。房企融资渠道拓宽有利于缓解房企资金压力，同时缓解建筑材料供应商回款压力。4月1日起防水新规实施，利好防水龙头企业。建议关注消费建材龙头企业。

2、投资建议

消费建材：推荐具有规模优势和产品品质优势的龙头企业东方雨虹（002271）、公元股份（002641）、伟星新材（002372）、北新建材（000786）、科顺股份（300737）、坚朗五金（002791）。**玻璃纤维：**推荐产能进一步扩张的玻纤龙头中国巨石（600176）。**水泥：**推荐水泥区域龙头企业华新水泥（600801）、上峰水泥（000672）。**玻璃：**建议关注高端产品占比提升的旗滨集团（601636）、凯盛新能（600876）。**新材料：**建议关注工业胶需求高增长的硅宝科技（300019）。

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；行业新增产能超预期的风险；地产政策推进不及预期风险。

(分析师：王婷)

社服：全球旅游已恢复至疫情前 80%水平，米奥会展接入 OpenAI 服务

1、核心观点

板块表现：

本周社服行业涨跌幅为-1.84%，在所有 31 个行业中周涨跌幅排名第 16 位。其中，各细分板块涨跌幅分别为：专业服务（-4.42%），酒店餐饮（-4.96%），教育（5.94%），旅游及景区（-3.79%）。

重点公告&事件：

（1）Dufry 一季度业绩增长 113.4%与 Autogrill 整合完成，增长预期乐观；（2）错峰游机票酒店价格双双跳水：机票比高铁便宜跟团游降价三成；（3）世界旅游组织：全球旅游已恢复至疫情前水平的 80%。

2、投资建议

免税：高频数据平稳，关注政策催化。受限于供给因素尚未改善，免税高频数据表现较为平缓，我们认为板块今年核心催化或在于国人市内免税政策落地。中长期看，国内免税业消费回流逻辑未变，顶奢品牌开始进驻免税运营商项目已反映相关趋势变化，短期回调后将为长期布局提供契机。推荐中国中免，海南机场，建议关注王府井、海汽集团、海南发展、上海机

场、白云机场、百联股份。

会展：行业旺季来临，内外展公司业绩有望兑现。会展业自4月开始进入旺季，Q2板块业绩从绝对和相对值角度看将迎来快速提升。推荐海外自办展龙头米奥会展（一带一路市场布局领先，AI技术赋能降本提效），建议关注国资会展龙头兰生股份（困境反转+会展中国战略打开成长空间）。

旅游：国内游及澳门博彩景气持续回升，Q2业绩弹性有望显现。考虑出境游供给侧仍有诸多限制，预计Q2国内游+澳门博彩业景气有望继续上行。结合估值及增量项目储备情况，推荐天目湖、大丰实业、美高梅中国、金沙中国、银河娱乐。

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。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）

军工：季度业绩增速现拐点，Q2业绩较快增长可期——2022年报&公募基金持仓综述

1、核心观点

军工板块22年增收不增利，整体表现低于年初预期。2022年军工板块营收6437.81亿元，同比增长11.18%，归母净利润440.67亿元，同比减少4.73%，整体表现增收不增利，低于我们22年初的预期。究其原因，首先，2022年疫情反复对行业生产经营造成冲击；其次，因国产化要求，行业中下游成本端上行致毛利率下滑1.09pct；再次，在武器装备现代化驱动下，行业更加关注研发对可持续发展的推动，研发费用率上行0.29pct。

军工板块23Q1延续增收不增利，但季度业绩增速拐点已现。23Q1军工板块营收1384.03亿元，同比增长8.50%，归母净利103.69亿元，同比增长-0.39%，低于预期。随着疫情结束，军工行业有序复工复产，叠加22年Q4订单转结至23年Q1，营业收入呈现小幅上涨，但依然增收不增利。主要原因为1)23年部分企业面临下游降价压力和上游原材料因国产化要求成本上涨压力，行业整体毛利率下降0.37pct；2)研发费用增速较快(YoY+23.26%)，费用率上

行 0.67pct。

2023Q1 扭转了季度业绩增速持续下行态势。随着 Q2 订单逐步明朗，前期交付订单的收入确认比例提升，军工板块高景气有望回归，Q2 业绩增速将大概率转正，并实现快速增长。展望全年，季度业绩增速将表现为前低后高，整体业绩增长或超预期。预计 23Q2 军工板块收入和扣非净利分别增长约 12% 和 9%，2023 年全年营收和扣非归母净利润分别增长 14% 和 10%。

23Q1 基金军工持仓占比回落，逐步向标配比例回归。2023Q1 基金军工持仓占比为 3.81%，同比增长 0.10pct，环比骤降 1.14pct。剔除军工主题基金后，2023Q1 基金持仓占比 2.92%，同比下降 0.79pct，环比下降 0.91pct。2023Q1 超配比例下行至 0.83%，延续超配态势，但正逐步回归标配新常态。

2、投资建议

财报季靴子落地，板块预期将迎边际改善。短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q1 业绩偏弱等估值压制因素基本 pricein；其次，五年装备采购中期调整 Q2 或将逐步落地，订单随之可见，板块预期将迎边际改善；再次，行业复工复产叠加招投标有序重启，Q2 订单落地将推动板块业绩快速回升；最后，军工板块估值分位数 29.8%，提升空间依然较大。中期看，23 年是“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。

建议“轻赛道，重个股”，“五维度”配置：1) 新域新质，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、理工导航；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，包括智明达、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) 中特估/国企改革受益标的，包括中航电子、中航电测、国睿科技和航天发展等。

风险提示：装备采购和行业产能扩张不及预期的风险。

(分析师：李良,胡浩淼)

零售：4 月 CPI 同比增速收窄，核心消费需求逐步恢复，维持推荐优质零售标的

1、核心观点

本周行业热点：① 商务部：一季度我国服务贸易继续保持增长态势，知识密集型服务贸易占比提升；② 世界黄金协会：2023 年第一季度黄金需求形势喜忧参半，央行持续购买黄金，中国消费者需求复苏；黄金交易所交易基金（ETF）资金外流，印度需求疲软；③ 国家统计局

发布4月份全国CPI，环比下降0.1%，同比上涨0.1%，市场供应总体充足，消费需求逐步恢复；④各平台“618”活动预热开启，积极把握消费复苏契机。

行情表现：本周（2023.05.08-2023.05.12）商贸零售指数下跌1.19%，表现优于上证指数（-1.86%），沪深300指数（-1.97%），深证成指（-1.57%）。

超市板块：家家悦可转债转股价格调整为35.90元/股，系“家悦转债”实施2020年年度权益分派的按规定调整。

化妆品板块：莎莎国际得益于成本结构优化及通关恢复，2023财年经营利润扭亏为盈；科蒂集团第三季度业绩维持增长态势，公司供应商及行业产能增加助推高奢美妆业务迅猛扩张，公司的服务水平在报告期内显著提高，叠加零售商的库存补充最终实现业绩强劲增长；深交所向青岛金王、青松股份发出年报问询函，主要关注上述公司所处行业发展情况、市场竞争情况、主要产品核心竞争力、营业收入下降的原因等问题，此外针对公司的盈利能力、经营的可持续性、费用端变动以及资产数据也有相关关注。

购百板块：重庆百货发布吸收合并及权益变动公告，旨在优化公司治理结构、提高运营效率、增强上市公司资产独立性，未来企业价值及影响力有望持续提升；汇嘉时代发布控股股东减持股份计划公告，减持原因系股东自身资金需求，减持计划实施不会导致上市公司控制权发生变更。

电商及代运营板块：京东集团一季度核心业务营收承压，主要系消费复苏尚未完全兑现以及公司产品结构调整所致；盈利水平大幅提升，主要系公司致力于精细化运营、优化商品组合、强化价格心智以及丰富服务范围所致，未来伴随公司持续关注业务质量，借由优质平台打造在商品曝光、流量及低成本运营方面为供应商提供助力，经营业绩有望实现可持续增长；青木股份发布关于间接持股监事股份减持数量过半暨减持计划实施完毕的公告。

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）；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）、豫园股份（600655）、周大生（002867）、老凤祥（600612）、中国黄金（600916）。

风险提示：市场信心不足的风险；转型进展及效果低于预期的风险。

（分析师：甄唯萱）

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