

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

标普和纳指跌超 1%，道指跌超 230 点，欧洲奢侈品巨头齐跌，银行股连涨两日

美国 5 月 Markit 服务业 PMI 创 13 个月新高，通胀压力明显，制造业重陷萎缩

习近平主持召开二十届中央审计委员会第一次会议，强调发挥审计在推进党的自我革命中的独特作用，进一步推进新时代审计工作高质量发展，李强李希出席

银河观点集萃:

- **宏观:** 在当前 PPI 回升斜率平缓、政策力度也相对平缓的状况之下，权益资产可能呈现区间震荡、快速轮动的局面。展望未来，市场至少等 7 月才能进一步确认经济更大斜率复苏还是政策更进一步宽松。但考虑全球竞争格局的长期化和中国发展目标的坚定性，还是应该更注重内生修复。
- **建材:** 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)。
- **舍得酒业 (603606.SH):** 我们认为 2023 年公司更加以稳健的长期主义心态经营，节奏契合当下消费环境，公司内部管理、厂商关系、市场质量进一步优化提升，等待外部环境好转后有加速增长机会。我们预计公司 2023-25 年收入 76.3/100.2/123.2 亿元，归母净利润 21.1/27.3/33.9 亿元，EPS6.32/8.19/10.17 元，目前股价对应 P/E 分别为 26.7/20.6/16.6 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

银河观点集锦

宏观：工业品通缩期的投资——2012至2015年复盘

1、核心观点

分析 PPI 的下一步走势是预测工业企业利润增速进而上市公司利润增速进而权益市场走势的关键问题。

1.当前 PPI 见底但不回升？这一轮 PPI 的下行始于 2021 年 10 月的 13.5%，2022 年 10 月由正转负，2023 年 4 月降至-3.6%，同期工业企业利润增速持续下行，权益市场总体下行，仅呈现结构性行情。从基数效应来看，PPI 即将见底。但市场担忧是，今年经济增长的驱动力都比较平缓。消费、房地产销售、固定资产投资等都没有大幅度上行的可能性；出口增速的底部、工业产成品库存增速底部等都要到下半年才会陆续出现，这导致 PPI 尽管即将见底，但可能会在负值状态持续运行，年内能否转正存疑。

2.为什么拿当前对比 2012 年至 2015 年？从历史经验来看，最近两次 PPI 见底回升都是每年十几个百分点的大幅度拉升（从 2020 年 5 月的底部-3.7%升至 2021 年 10 月的顶部 13.5%，以及从 2015 年 12 月的底部-5.9%上升至 2017 年 9 月的顶部 6.9%）。但 2012 至 2015 年 PPI 却连续 4 年多的负值。当前市场最担心的就是这种见底但不回升的工业品通缩。具体而言，PPI 从 2011 年 7 月顶部的+7.5%开始下行，2012 年 3 月由正转负；2012 年 5 月至 2013 年 12 月在 -1.1%至-3.5%区间内波动；2014 年一季度开始加速下行（美联储缩减并停止 QE），直至 2015 年 12 月到达底部-5.9%；之后在 2016 年 9 月由负转正。负值时期共持续了 54 个月。

3.对比当前与 2012 年至 2015 年国内外经济与政策条件。国内需求侧当前与 2012 至 2015 年类似，都是经济增长率放缓；但供给侧当前产能过剩情况相对较轻。海外方面，经济下行与 2012 至 2015 年类似，但美联储加息的影响已经结束，商品价格进入筑底阶段，不会形成输入性通缩。综合而言，下半年随着库存周期见底、出口逐步见底、内需逐步修复，前期投放的信贷还是会找到去向，并通过乘数效应形成有效需求，因此 PPI 还是有希望进一步收窄降幅，并在年内转正。尽管上行斜率并不会是一年内拉升 10 多个百分点的情况，但还是要比 2012 年至 2015 年好一些。

4. PPI 持续负值时期的资产价格走势完全取决于政策宽松预期。2012 至 2014 年权益市场持续低迷（期间并没有政策宽松预期），国债收益率高位波动（2013 年因“钱荒”形成顶部），商品价格持续下行。直至 2014 年 PPI 加速下行，通缩预期强化导致 9 月房地产调控放松，2014 年 11 月至 2015 年央行连续 6 次降基准利率，权益市场快速拉升，国债收益率显著下行。商品价格直至供给侧结构性改革启动之后才开始回升。

5.但在当前 PPI 回升斜率平缓、政策力度也相对平缓的状况之下，权益资产可能呈现区间震荡、快速轮动的局面。展望未来，市场至少等 7 月才能进一步确认经济更大斜率复苏还是政策更进一步宽松。但考虑全球竞争格局的长期化和中国发展目标的坚定性，还是应该更注重内生修复。

风险提示：内需不及预期的风险；全球经济下行的风险。

(分析师：高明)

建材：需求疲软，价格弱势运行

1、核心观点

水泥：需求偏弱，价格下行，错峰生产力度加大。需求方面，本周雨水天气影响减小，部分区域水泥需求有所恢复，但整体仍处于偏弱状态，下游房地产新开工端未见好转，对水泥下游需求短期暂无拉动作用，基建投资继续保持高增速水平，将继续支撑后续水泥需求。供给方面，部分省份加强错峰生产力度以缓解企业库存高位压力，预计后续水泥供给量将小幅减少，关注熟料库容变化情况。价格方面，水泥价格持续下降的同时煤炭价格震荡下行，水泥单位利润保持较平稳运行，成本端对价格暂无实质影响；需求恢复不及预期下，为缓解库存压力，企业有以价换量的预期存在，短期水泥价格或将继续下行。

浮法玻璃：库存继续上升，价格出现小幅回调。周内浮法玻璃价格呈回落态势，周均价环比微降。需求方面，受益于竣工端持续回暖，浮法玻璃市场需求有所好转，但目前中下游以按需备货为主，部分地区受天气降雨影响，下游需求有所放缓，整体需求稳中偏弱运行。短期来看，需求有所松动下，浮法玻璃价格以维稳为主；中长期来看，地产竣工快速恢复，终端工程需求恢复预期仍存，浮法玻璃价格有上涨空间。供给方面，本周供给量略增，浮法玻璃行业整体供给量呈收缩态势，行业龙头企业市占率有望提升。建议关注受益于竣工端改善的玻璃龙头企业。

玻璃纤维：粗纱价格小幅松动，电子纱价格维稳。本周部分玻纤厂家粗纱价格小幅下降。下游多为按需采购，深加工新增订单有限。本周电子纱价格弱势维稳，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，受益于下游新应用需求的扩张，行业仍有较大发展空间。目前行业处于景气度向上阶段，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。4月消费建材零售额继续下降，消费建材采购与地产竣工存在一定时间滞后性，目前地产竣工底部回升趋势确定，预计将带动后续消费建材需求恢复。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）

舍得酒业(603606.SH)：行稳以待风起

1、核心观点

事件：我们参加了公司股东大会，与公司管理层交流。

公司发展节奏：2020年底复星入主；2021年公司管理改善、老酒战略效果显现叠加次高端白酒市场扩容，公司业绩大幅增长；2022年外部消费环境承压下公司业绩增速放缓，但全年来看仍处于较快增长区间。2023年是舍得酒业融入复星生态体系第三年，公司战略上继续落实老酒战略、多品牌矩阵、年轻化和国际化，经营上强调提升品牌影响力、打造爆品以及团队的科学化管理。整体而言，我们认为更加着眼于企业长期稳健发展，节奏契合当下消费弱复苏的环境。

销售策略：产品方面聚焦大单品，推动品味舍得规模继续增长，高端藏品舍得10年招商，“打两头带中间”智慧舍得，加强沱牌特级等运作。厂商关系方面，骨干经销商合作关系较为稳定，公司不压货，减少对渠道投入增加消费者投入，在全国层面推进平台模式缓解经销商价格压力。针对销售团队，借助管理工具优化考核，加强促进终端动销考核。市场层面，深耕原有重点市场，期待市场、经销商、渠道之间形成板块化联动，管理层介绍重点市场如成都市场已经到规模效应起势阶段。

价格&库存跟踪：我们走访市场，成都市场品味舍得零售价390-400元，经销商批价约360元，渠道库存约3个月，处可控水平。

2、投资建议

我们认为2023年公司更加以稳健的长期主义心态经营，节奏契合当下消费环境，公司内部管理、厂商关系、市场质量进一步优化提升，等待外部环境好转后有加速增长机会。我们预计公司2023-25年收入76.3/100.2/123.2亿元，归母净利润21.1/27.3/33.9亿元，EPS6.32/8.19/10.17元，目前股价对应P/E分别为26.7/20.6/16.6倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：需求不足库存升高，新品招商不及预期，竞争加剧。

(分析师：刘来珍)

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