

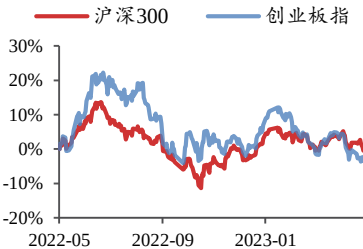
2023 年 05 月 15 日

开源晨会 0515

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	1.378
公用事业	0.727
家用电器	0.371
医药生物	-0.072
轻工制造	-0.281

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-4.528
有色金属	-3.099
建筑装饰	-3.054
建筑材料	-1.762
电力设备	-1.609

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】国资央企要加快推动高质量发展——宏观周报-20230514

【宏观经济】服务消费恢复是最大亮点——4月通胀数据点评——宏观经济点评-20230514

【宏观经济】居民降杠杆下的经济新均衡与消费新时代——宏观经济点评-20230512

【策略】AI是产业与经济发展的共同趋势：中长期布局三个方向——投资策略周报-20230514

【策略】4月社融：经济维持弱复苏，成长仍是当下风格主线——投资策略点评-20230511

【固定收益】金融数据的“倒春寒”——2023年4月金融数据点评-20230514

【固定收益】4月宏观数据表现不及预期，美国通胀持续回落——利率债周报-20230514

【固定收益】部分生产消费指标回落——高频数据周报-20230514

【固定收益】个券普跌，估值下调——可转债周报-20230514

【固定收益】债市交易经济走弱可能已经接近尾声——固收专题-20230512

【金融工程】红利低波50：深度大盘价值攻守兼备，中特估助力价值重估——工具化产品研究系列（24）-20230513

行业公司

【中小盘】HJT以高发电量为核心优势，有望成为下一代主流技术——中小盘周报-20230514

【社服】茶饮/咖啡加速下沉渗透，出入境政策持续优化——行业周报-20230514

【机械】出口新高、复苏在即，通用激光行业将迎新一轮成长——行业周报-20230514

【地产建筑】新房成交同比微降，两部门规范房地产经纪服务——行业周报-20230514

【农林牧渔】猪价及屠宰量延续回落态势，持续亏损或致产能缓慢去化——行业周报-20230514

【计算机】周观点：谷歌发布PaLM2，AI军备竞赛再升级——行业周报-20230514

【煤炭开采】内蒙露天矿产能核减，动力煤需求已处拐点右侧——行业周报-20230514

【非银金融】银行存款利率下调利好非银，关注中特估主线标的——行业周报-20230514

【电力设备与新能源】持续推荐充电桩板块——行业点评报告-20230514

【化工】电子产品朝高集成化发展，导热材料需求空间广阔——行业周报-20230514

研报摘要

总量研究

【宏观经济】国资央企要加快推动高质量发展——宏观周报-20230514

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

国内宏观政策：乘势而上

近两周（5月1日-5月14日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济方面，中央召开中央政治局会议和中央财经委员会第一次会议，为下一阶段发展奠定政策基调。中央对经济恢复态度中性，指出四个“持续”，意为继续稳增长，“乘势而上”。国常会提出加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。

基建及产业政策方面，政策聚焦产业和消费数字化转型、支持信息技术应用落地发展、扩大农村有效投资、各地加快现代化产业体系建设等。4.28政治局会议重视高质量发展，强调加快建设现代化产业体系。

国企改革方面，政策多次强调，央企高质量发展将主要围绕加快产业转型、布局新兴产业、攻坚安全和“卡脖子”领域等，加快建设世界一流企业。

货币政策方面，4.28政治局会议重申稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。我们维持此前判断，即“稳货币+宽信用”，货币政策总量可能是克制的宽松，但信用仍趋走宽；后续降准、降存款利率、降LPR概率仍存。关注后续两类存款利率上限的可能调整，对降低银行资金成本存在信号意义。

地产政策方面，政治局会议对地产的表述略平淡，判断地产供需端增量政策空间或不大，但也不会转向收紧，更突出房地产新发展模式；我国全面实现不动产统一登记；上海、广州等一线城市提高公积金贷款额度。

消费政策方面，发改委发文表示促进消费提质升级，支持新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育壮大新型消费；各省市为促进“五一”假期消费发放高额消费券；根据我们的高频指标跟踪，五一期间消费快速恢复，多场景超2019年。

贸易政策方面，政策聚焦俄罗斯向中国输送天然气、我国商务部领导人与法国、德国、美国、澳大利亚等国政要展开经贸合作交谈等。

金融政策方面，政策聚焦金融机构加大对小微企业的金融服务支持、社保基金投资要更好服务国家战略、证监会修订REITs审核关注事项等。

海外宏观政策：美联储降息或不会过快到来

海外宏观主要聚焦美国第一共和银行倒闭、美联储5月加息25基点、美国政府突破“债务上限”风险、日本维持宽松货币政策、欧央行加息25基点但暗示或仍有加息等。从美联储5月FOMC会议的表态来看，本轮加息或已结束。4月通胀水平继续下行，或也将支持6月份停止加息。但降息或不会如市场预期般很快到来。我们认为，最快在2023年底，随着银行业压力逐渐增强，美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】服务消费恢复是最大亮点——4月通胀数据点评——宏观经济点评-20230514

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：4月CPI同比上涨0.1%，预期0.4%，前值0.7%；PPI同比下跌3.6%，预期-3.3%，前值-2.5%。

CPI同比涨幅下降，服务消费仍是亮点

CPI同比涨幅下降0.6个百分点至0.1%，环比涨幅回升0.2个百分点至-0.1%。

(1)食品项：供给充足，蔬菜猪肉价格环比延续下行。4月食品项环比降幅收窄，较上月回升0.4个百分点至-1.0%。蔬菜方面，气温回升、生产改善驱动蔬菜价格季节性下行，往后看，5月蔬菜供给将进入旺季，但节假日催化需求上升，蔬菜价格下降速度大概率放缓。猪肉方面，供给充足而需求端处于消费淡季，猪肉价格震荡下行，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

(2)非食品项：旅游价格带动非食品环比回升。

4月CPI非食品项环比较上月上升0.1个百分点至0.1%。分项看，环比涨幅较上月明显上行的行业有旅游（反映居民出游持续恢复）、交通工具。涨幅较前月明显下降的行业有家用器具、交通工具用燃料等。季节性上看，明显高于季节性的分项是旅游，指向4月居民出行消费高增。明显低于季节性的分项是交通工具与家用器具，体现商家降价促销的影响。值得一提的是，在5月传统服务消费旺季到来前旅游CPI环比已现超季节性高增，指向服务消费需求恢复强劲。

(3)核心CPI、服务CPI环比继续回升

4月核心CPI同比与前值持平，仍为0.7%，环比较前值回升0.1个百分点至0.1%。结合服务业PMI连续四个月保持在荣枯线以上、CPI服务环比继续回升、BCI指数为58.8%来看，服务消费仍然旺盛，同时服务业供给仍在改善，中小企业保持高景气修复。此外，与上月相同，核心CPI环比弱于季节性，服务CPI环比好于季节性，两者与季节性差异的持续背离或表明：一方面，我国服务业需求端恢复好于供给端；而另一方面，汽车、家具等地产后周期消费乏力拖累实物消费。后续有待稳定和扩大汽车消费等政策的持续提振与居民收入与信心的进一步恢复，推动实物商品消费回暖。

PPI同环比降幅均扩大，价格传导有所改善

PPI同比降幅扩大1.1个百分点至-3.6%，环比较上月下降0.5个百分点至-0.5%。

(1)多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善。

CPI-PPI同比剪刀差扩大，PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大；同时，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比回落幅度更大，下游产品同比涨幅整体小幅回落。以上复合指标指向企业原材料成本压力减小，价格传导改善。

据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，3月中下游行业整体价格传导能力较2月有所改善。价格传导较好的有金属制品、电子设备、农副食品加工、纺织、皮革制品、木材加工、橡胶和塑料制品、汽车制造。

(2)40个工业行业看，供给充足而需求增速放缓，大宗商品跌多涨少。

能源方面，OPEC+自愿减产提振原油价格，带动国内油气开采业产品价格上升，PPI石油和天然气开采环比由负转正；供给端保持宽松而下游需求温和恢复，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，供给充足而需求表现不及预期，黑色、非金属矿价格环比下跌；有色金属价格涨跌互现，需求拉动铝价环比回升，而供给扰动缓解带动铜价环比回落，PPI有色金属矿采选业环比由正转负。

预计5月CPI同比小幅回升，PPI同比降幅扩大、接近筑底；无需担忧通缩

预测5月CPI环比回升至0.1%左右，CPI同比涨幅扩大至0.4%左右，全年同比下修至0%-1%之间；5月PPI环比可能小幅下行，同比降幅扩大，全年同比下修至-2.3%左右，不过节奏来看，5月PPI同比接近筑底。服务消费恢复是经济最大亮点，不必过度担忧通缩。总体看，PPI较低与海外需求较差、国内地产数据偏弱、高基数等

均有关，但不代表经济面临衰退；需要看到，2023 年经济的一大支撑亮点在于服务消费，我们提示关注核心 CPI，服务消费的高斜率恢复与地产不景气导致的实物消费疲软形成对冲，核心 CPI 环比仍呈回升态势，预计后续服务消费将维持上行态势，带动核心 CPI、服务 CPI 继续温和回升，无需担忧通缩和衰退问题。

风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

【宏观经济】居民降杠杆下的经济新均衡与消费新时代——宏观经济点评-20230512

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：4 月新增人民币贷款 7183 亿元，预期 1.13 万亿元，前值 3.89 万亿元；新增社会融资规模 1.22 万亿元，预期 1.72 万亿元，前值 5.38 万亿元。

信贷：4 月信贷回落，居民差、企业强

4 月信贷环比降低，居民贷款边际转弱，企业中长期信贷保持韧性。4 月新增人民币贷款 7183 亿元，同比多增 734 亿元，较近 5 年均值大幅少增。

结构特征：居民信贷较差、企业与非银贷款强，票据持续缩量。

原因：本次信贷总量回落的原因为居民端贷款需求边际放缓。居民中长贷的减少主因楼市遇冷、按揭贷款走弱。4 月房地产销售量价齐缩，30 大中城市商品房成交面积环比减少 17 个百分点，商品房价格同比也继续下探。而居民短贷低于季节性，居民消费边际转缓、短贷在前两个月有所透支有关。2-3 月个人消费贷利率有所下调，前期支撑了居民短贷的边际回暖，但也透支了一定需求。企业中长期贷款再创新高，反映基建、制造业贷款平稳增长，经济仍在稳步恢复，企业对基建等中长期投资需求仍强。此外，本月非银贷款的高增也值得注意，或反映目前经济仍保持一定程度的资金“空转”。总体来看，4 月信贷较一季度大幅下滑。从年内信贷节奏来说，4 月本即为信贷小月，一季度的高强度信贷投放在二季度有所放缓相对合理，从需求角度也存在前期需求被透支的效应。基本面看，基建维持较高景气度、制造业平稳增长支撑企业中长贷；服务消费强势修复未带来宽信用效果，而地产等动能偏弱，居民按揭贷款需求不足仍是宽信用阻碍。

社融：社融边际回落，人民币贷款和企业债券为主要拖累

4 月新增社融 1.22 万亿，环比大幅回落，同比多增 2873 亿元。2022 年同期基数较低，虽然同比小幅多增，但较近 5 年同期均值少增 7375 亿元，弱于季节性。

社融结构方面，人民币及外币贷款、企业债券、未贴现票据较弱，委托+信托贷款、政府债券是支撑项。其中人民币贷款大幅低于季节性，是 4 月社融的主要拖累。直接融资较弱，企业债券、股票融资均同比少增。政府债券同比多增，节奏较前几年更为前置。委托与信托贷款同比共多增 819 亿元，或受金融地产“十六条”提振。票据呈现表外增加，表内大幅减少的特点，反映银行承兑缩减。但考虑 4 月票据利率下行，实体经济需求仍有待恢复。

总体看，一季度持续高增的社融在 4 月边际回落，除季节性因素外，本质还是居民信贷、企业直接融资下滑导致。我们曾多次提示，2023 年宽信用的关键在居民端。经济修复主要动能落在消费，居民超额储蓄的释放路径需要密切关注。

经济修复关键在消费，需关注居民资产负债表困境

4 月 M1 同比 5.3%，M2 同比 12.4%，M1-M2 剪刀差小幅回升 0.5 个百分点，社融-M2 回升 0.3 个百分点。M1 同比较 3 月回升反映企业活跃度上升。企业存款受缴税影响，同比少增。财政存款增加 5028 亿元，同比多增，但 2022 年同期财政支出大幅增加，财政存款基数较低。

居民存款减少原因：首先，季节性来看，4 月为居民存款流出月份。其次，节假日前夕居民有提现需求。2023 年五一假期消费全面恢复，一定程度上能解释居民存款的大幅减少，也即储蓄倾向下降，用于假期消费。此外，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

从企业存款并未明显改善推断，居民存款没有充分转移至企业端，即可能仍有大量存款用来提前偿还房贷。

居民部门资产负债表存在以下特征：（1）居民对经济预期未充分扭转，超额储蓄释放缓慢、出现降杠杆倾向；（2）居民风险偏好降低，存款利率不断下行；（3）负债端成本较高，存量房贷利率与新增利率差距加大，导致部分贷款人选择提前还贷。我们认为，居民资产负债表面临一定问题，短期来看与楼市低迷、居民信心恢复仍需时间有关，随着经济复苏企稳，地产销售、消费意愿回升，居民超额储蓄将逐渐转向消费与投资。长期来看，地产占比下行、消费占比上行，前者由信用驱动、后者由收入驱动，这一转化过程可能面临居民端降杠杆，正如我们4月所见，居民存款减少，部分用于消费、部分用于偿还房贷，贷款端净融资下降。但当转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

风险提示：国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

【策略】AI是产业与经济发展的共同趋势：中长期布局三个方向——投资策略周报-20230514

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002 | 吴慧敏（分析师）证书编号：S0790522110001

新基建是中国现代化产业发展体系的基础支撑

何为新基建？中国建设现代产业化体系离不开先进基础设施的支撑。根据发改委的定义，新基建包括三方面内容：信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施。

为何要推进新基建？当前世界面临百年未有之大变局，新基建不仅是面临经济下行、稳增长的短期举措，更是抓住新一轮科技和产业革命机遇，助力国内经济实现高质量发展的有效路径。

我国新型基础设施建设起步良好，在稳增长、促经济的同时打造经济新动能。从细分领域来看，新基建的部分细分领域已经取得了较大进展，如5G基站建设、数据中心等，均逐步接近“十四五”发展规划的发展目标；同时部分细分领域仍具备较大成长空间，如工业互联网、人工智能、云计算等。

经济发展新驱动：数字经济投资的三条脉络梳理

新基建为数字经济的发展构建坚实的基础，同时数字经济亦持续获得政策支撑。《数字中国建设整体布局规划》中提出“2522”的数字中国整体框架布局。我们可将其对应至数字经济的上中下游产业链，包括数字产业化、产业数字化、数据价值化、数字化治理共四方面内容。其中，数字产业化包括5G、人工智能、大数据、集成电路、云计算、区块链等，是发展数字经济的主要驱动力；产业数字化指数字技术对传统行业进行赋能，是数字经济发展的一个重要应用场景。

近些年来数字经济发展成效显著。整体来看，数字经济规模不断扩大，逐步成为拉动经济增长的新引擎。2022年中国数字经济规模50.2万亿元，过去5年CAGR为13%；其占GDP的比重由2017年的32.7%提升至2022年的41.5%。根据艾瑞咨询测算，预计2025年数字经济规模有望超60万亿。结构上，产业数字化为数字经济的核心产业，2022年其占数字经济结构的比重为81.7%。从三产来看，相比服务业，农业和工业的数字化步伐有望加快且或具备更大空间。

经济实现高质量发展背景下，数字经济仍具备发展空间，关注三大投资主线。伴随经济进入高质量发展阶段及大国博弈背景下安全重要性提升，数字经济在产业周期及政策的双驱动下有望具备较大的发展空间。围绕产业发展及自主可控方向，重点可关注三大主线：（1）数字产业化，包括半导体、大数据、云计算、人工智能、区块链、信创等方向；（2）产业数字化，包括智能汽车、数字+工业、数字+能源、数字+医疗等；（3）数据价值化，关注数据要素、数据安全等。

配置建议：（一）成长风格具备基本面支撑，且受益于流动性与风险偏好弹性或将是市场主线，包括：（1）增配硬科技：机械自动化+半导体>电力设备（储能、充电桩、特高压）；（2）医药生物：或受益于美国货币政策转向预期，海外贴现率下行带来相关投资增加；（3）关注计算机、传媒、互联网3.0（数字经济）中“既有业绩，估值

亦合理”的方向。(二)关注央国企提估值逻辑,包括:一带一路、纳入永续增长及提高分红等重要投资方向。

风险提示:国内经济复苏不及预期;美国货币政策超预期;工业用电未见明显扭转;政策效果及行业发展不及预期。

【策略】4月社融:经济维持弱复苏,成长仍是当下风格主线——投资策略点评-20230511

张弛(分析师)证书编号:S0790522020002|吴慧敏(分析师)证书编号:S0790522110001

2023年4月社融、新增人民币贷款规模分别1.22万亿和7188亿元,均低于市场一致预期的1.72万亿和1.13万亿;3月社融存量增速为10%,增速与上月持平。

经济整体仍处于复苏初期,边际修复力度略有放缓且结构继续分化

经济整体呈现复苏趋势但边际动能减弱,继续维持“弱复苏”环境。主要基于:(1)M1有所回升。4月同比增长5.3%,增速环比上月上升了0.2pct,意味着企业资金活化度上升;(2)短融增速继续回落。4月短融累计同比下降34.1%,增速环比上月回落了6.4pct,意味着伴随经济复苏,企业现金流持续改善;(3)企业中长期信贷扩张速度维持高位,意味着企业生产扩张能力仍偏强。4月企业中长期信贷累计同比74.3%,尽管存在2022年低基数效应,但从当月新增规模来看,4月新增6669亿元,绝对值处于2016年以来最高水平。然而,结合4月PMI数据及通胀数据来看,在终端需求偏弱,通缩环境叠加企业去库周期尚未完成,短期生产动力或仍旧偏弱,整体宏观环境尚处于复苏初期。

居民端需求整体偏弱,仍需静待消费能力及消费意愿回升。主要基于:(1)居民短贷回落,消费修复力度仍偏弱。4月居民新增短贷-1255亿元,同比多增601亿元。尽管居民短贷实现同比多增,但主要来源2022年4月的低基数效应,从环比来看则处于回落趋势。同时我们观察居民存款变化发现4月新增居民存款-12000亿元,累计同比由3月的26.6%放缓至22.2%。但从历史数据来看,每年4月均存在居民存款新增为负值的情况,或一定程度上存在季节性因素的影响。这意味着,在短期报复性消费释放之后,居民消费修复力度继续边际放缓,整体修复力度偏弱。(2)居民中长期贷款回暖态势暂缓。4月居民中长期贷款累计同比-20.2%,降幅环比上月扩大了8.5pct,扭转了2月以来的收窄趋势,显示当前地产仍偏弱。

目前流动性仍处于历史底部阶段,预计后续仍有望趋于改善

市场剩余流动性趋于改善但力度仍较弱。4月M1上升、M2回落带动M1向M2收敛,资金活化程度提升,信用传导较为通畅,进而带动“M1-短融”继续趋于改善,按月环比改善0.16pct至-4.6%,改善力度较上月有所放缓。但伴随后续经济复苏动力增强,预计后续市场剩余流动性仍有望趋势扩张。

市场而言,我们对市场整体偏乐观,尽管当前经济复苏力度仍偏弱,但复苏迹象显现且动力边际向上,后续回暖的确定性仍较强,有望对A股继续形成基本面支撑。叠加流动性、风险偏好趋于改善,预计A股向上的趋势不变。事实上,2023Q1企业盈利拐点已经显现。风格而言,2023Q2经济整体“弱复苏”环境下,我们仍以成长风格为主导。上半年剩余时间内,成长比较看好医药及硬科技,包括:机械自动化、电力设备(储能、充电桩、特高压等),甚至消费电子亦可以左侧逐步提升配置。而倘若后续国内经济复苏趋势延续,一旦转向全面复苏,顺周期或有望启动,届时消费板块或具备更高的修复弹性。

风险提示:房地产风险化解慢于预期、消费能力回升弱于预期、M1及中长期企业信贷回升的持续性较差。

【固定收益】金融数据的“倒春寒”——2023年4月金融数据点评-20230514

陈曦(分析师)证书编号:S0790521100002|张维凡(联系人)证书编号:S0790122030054

4月金融数据中的五个重点信息

第一,社融“倒春寒”,总量在低基数基础上小幅正增。在经历一季度开门红后,4月社融有所转弱,在2022年4月低基数的基础上,小幅正增2873亿,录得2017年以来的次低值。其中,社融口径信贷和政府债券是主要

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

正贡献项，而企业股票和债券融资对社融总量持续拖累。4月信贷投放规模回落，同比多增815亿，一季度银行竞争性追求信贷开门红，对4月信贷产生了一定的透支；政府债融资4548亿，同比多增636亿，目前财政发力较为平滑，我们认为有为下半年预留空间的意图；受信贷走弱影响，银行压票控量的情况在本月依旧存在，未贴现票据减少1347亿；企业股票和债券融资持续少增，一方面可能一季度大规模信贷融资的挤出，一方面也反映出目前企业融资需求偏弱。

第二，企业和居民融资分化再次扩大。4月是信贷小月，加上一季度信贷“靠前发力”消耗了储备项目的影响下，4月人民币信贷在低基数的情况下同比多增734亿。其中，企业贷款表现平淡，但居民部门融资表现再次转弱。

第三，企业部门融资表现依然有韧性。经历了一季度的强势增长后，4月企业部门信贷融资虽不及一季度“火热”，但依然有韧性。企业新增中长贷6669亿，同比多增4017亿，是4月同期最高值。

第四，居民部门融资情绪再次磨底。居民部门融资情绪在3月强势好转后，4月再次转弱。短贷新增-1255亿，与节假日火热的线下出行和消费相比，居民加杠杆消费意愿较弱。长贷新增-1156亿元，同比减少842.28亿。在地产经历了1-3月的积压释放后，4月虽然二手房成交面积仍在高位，但新房销售面积回落，市场热度有所下降，拖累了本月居民中长贷。

第五，M1与M2剪刀差有所收敛。4月M2依然处在高位，但在高基数和居民存款减少等作用下小幅回落，录得12.4%。4月M1录得5.3%，环比小幅正增。近期信贷流向、以及M1与M2持续负向走阔是市场关注的焦点，我们认为不能将M1的强弱直接与经济活力划等号，历史上，2019年全年M1低位徘徊，2020年4月M1与M2剪刀差负向走阔，但随后经济均开始快速修复。

社融波动不改内需企稳复苏趋势

综上所述，我们认为4月社融表现不尽如人意的主要原因包括：首先，银行一季度开门红提前放贷对4月信贷需求产生了透支，拖累当月信贷需求；其次，居民端融资仍在磨底，加杠杆意愿较低。但我们认为，社融波动是正常现象，不改内需企稳复苏趋势。积极信号是，4月居民部门存款减少1.2万亿，是13个月来首次同比减少，虽然其中无法排除重回表外资产的可能，但亦有可能居民是动用存款消费，这与五一旺盛的出游相对应。同时，反映居民风险偏好的指标居民存款-贷款增长斜率也已连续三个月下降，这与央行一季度披露的居民预防性储蓄动机下降相印证，因此我们认为居民的风险偏好正处在拐点。随着居民收入持续改善，以及地产保交楼的持续推进，后续有望看到居民风险偏好持续提升，居民融资情绪也将最终扭转。同时，政策对稳增长并未放松。政治局会议一方面强调内生动力不强、需求不足，另一方面强调扩大内需，同时还强调持续性，随着政策端发力，后续内生增长动能大概率将持续修复。

债市交易经济走弱可能已经接近尾声

在4月份市场预期转向弱复苏后，推动以长端为主的债市收益率持续下行。从另一个角度而言，2022年至今10Y期国债收益率和MLF的利差一直处在较高分位数水平，因此4月以来长端为主的债市超预期走强有收益率补下的原因。目前1Y期MLF2.75%，10Y期国债略低于2.75%，10Y期国债收益率和1Y期MLF利差在43%分位数水平，已经基本合理。目前市场交易的逻辑是基本面二季度受低基数影响同比走高，但是环比走弱。但历史上复苏初期阶段，经济短时环比走弱很常见，如2016年二季度、2020年5、6月等，同时我们认为政策对于稳增长没有放松，后续仍然将以扩大内需为主线，因此经济继续向上的概率远超向下的概率，债市交易经济走弱可能已经接近尾声。

风险提示：政策变化超预期、疫情扩散超预期。

【固定收益】4月宏观数据表现不及预期，美国通胀持续回落——利率债周报-20230514

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

4月宏观数据表现不及预期，美国通胀持续回落

4月多项宏观数据发布，总体表现不及市场预期：新增社会融资规模1.22万亿元，同比多增2729亿元，4月新增人民币贷款7188亿元，同比多增649亿元。M2同比增速回落至12.4%，M1同比增加5.3%；4月CPI同比+0.1%(前值+0.7%，下同)，创近三年3月以来的新低，其中食品项同比+0.4%(+2.4%)，非食品项同比+0.1%(+0.3%)，核心CPI同比+0.7%(+0.7%)。PPI同比-3.6%(-2.5%)，其中生产资料当月同比-4.7%(-3.4%)；进出口方面，按美元计价，4月我国进出口总额同比+1.1%(-15.5%)。其中，出口同比+8.5%(-14.8%)，进口同比-7.9%(-1.4%)，净出口同比+82.3%(+98.8%)；继多家股份行补降定期存款利率后，协定存款和通知存款加点上限也将迎来下调，四大国有银行下调幅度为30bp，其他金融机构降幅50bp左右；美国劳工统计局公布2023年4月美国CPI同比+4.9%(+5%)，低于市场预期5%；PPI同比+2.3%，低于预期2.4%，通胀持续回落。

市场流动性情况监测：同业存单收益率大幅下降，资金面延续宽松

央行本周(2023.5.8-2023.5.12，下同)公开市场操作净投放-260亿元，其中开展7天逆回购100亿元，到期360亿元，执行利率为2.0%。下周预计回笼资金1120亿元，其中7天逆回购到期120亿元，MLF到期1000亿元。

货币市场层面，本周同业存单收益率大幅下降，资金面延续宽松状态。本周商业银行同业存单发行规模环比小幅增加，发行量4943.80亿元，较上周增加15.6亿元，到期5378.90亿元，净融资-435.10亿元。本周银行间质押式回购日均成交额小幅上升，增加至7.85万亿，环比上升0.64万亿。截至本周五收盘，1M、3M、6M、1Y期同业存单收益率分别为1.95%、2.18%、2.27%、2.43%，较上周五收盘分别变化-13bp、-19bp、-17bp、-13bp；受大行本周在资金市场融出积极影响，质押式回购利率周内低位徘徊。5月12日DR001、DR007、DR014分别报收1.32%、1.81%、1.82%，较上周收盘分别变化9bp、3bp、-2bp。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比大幅上升，国债收益率持续下行

本周共发行利率债52只，利率债发行总额4937.70亿元，较上周环比增加3316.90亿元。本周到期利率债1975.31亿元，净融资额2962.39亿元，较上周大幅上升1542.13亿元。后续等待发行利率债47只，其中国债1930亿元，地方政府债2386.97亿元，政策银行债280亿元，等待发行总额4596.97亿元。

本周国债收益率继续单边下行。截至5月12日收盘，1Y、2Y、5Y及10Y期国债分别报收2.04%、2.27%、2.52%、2.71%，较上周收盘变化-8bp、-3bp、-5bp、-3bp。本周国债期限利差边际走阔，10Y期与1Y期国债利差变化5bp，10Y期与2Y期国债利差变化1bp。国债期货价格环比上周收盘全线持续上涨，2Y、5Y、10Y期国债期货价格较上周五收盘分别变动0.03%、0.14%及0.07%。

海外债市跟踪：美债收益率小幅上行，中美利差倒挂幅度边际走阔

本周美国国债收益率整体小幅上行。5月12日美国1Y、2Y、5Y及10Y期国债收益率报收4.75%、3.98%、3.45%、3.46%，较上周收盘分别变化2bp、6bp、4bp、2bp；本周美债10Y期与2Y期利差延续倒挂趋势，倒挂幅度小幅走阔，10Y期与5Y期利差持续为正，但有所收敛。10Y与2Y期美债利差-52bp，前值-48bp；10Y与5Y期利差1bp，前值3bp；本周中美利差倒挂幅度边际走阔，其中2Y期中美国债利差-171bp，前值-162bp，较上周扩大9bp；10Y期中美国债利差-75bp，前值-71bp，较上周扩大4bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

【固定收益】部分生产消费指标回落——高频数据周报-20230514

陈曦(分析师)证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠(联系人)证书编号：S0790122030068

核心观点

1.生产：12个指标中，有10个指标更新。其中，7个指标与上周(第20周，下同)保持一致，4个指标下降，1个指标上升，多数处于中位以下位置。钢材，高炉开工率保持近五年次低、唐山钢厂产能利用率从近五年最高

下降至次高。汽车，全钢胎开工率从近五年次低上升到近五年中位、半钢胎开工率保持近五年次高。煤炭，焦化企业开工率从近五年次低下降到近五年最低。化工，PTA 开工率保持近五年中位、PX 开工率从近五年次低下降到最低、涤纶长丝开工率保持近五年次低、涤纶短纤负荷率保持近五年次低。运输，中国公路运价指数保持近五年最高。

2.消费：10 个指标中，有 10 个指标更新。其中，5 个指标与上周保持一致，3 个指标下降，2 个指标上升，指标出现分化。汽车，乘用车零售量保持近五年最高、乘用车批发量从近五年最高下降到近五年次低。轻纺，中国轻纺城成交量保持近五年中位。电影，日均电影票房保持从近五年最高下降至近五年中位。人流，北京地铁客运量从近五年中位上升到次高、上海地铁客运量保持近五年次高、广州地铁客运量保持近五年中位、深圳地铁客运量保持近五年最高。

3.投资：12 个指标中，有 10 个指标更新。其中，9 个指标与上周保持一致，2 个指标出现上升，多数指标处偏低位置。地产，30 大中城市商品房成交面积保持近五年最低、二手房成交面积保持近五年最低。钢材，钢材价格保持近五年最低、热轧板卷价格保持近五年中位、螺纹钢价格保持近五年最低。水泥，水泥价格保持近五年最低、混凝土价格保持近五年最低。沥青，沥青价格保持近五年最高、石油沥青开工率处近五年次低。

4.出口：5 个指标中，有 5 个指标更新。其中，全部指标与上周保持一致，多数指标处偏高位置。国内，CCFI 价格保持近五年次高位置、SCFI 保持近五年中位、TDI 指数保持近五年最高位置。海外，东南亚集装箱运价指数保持近五年中位、BDI 指数从近五年次低上升到近五年中位。

5.价格：21 个指标中，有 21 个指标更新。其中，18 个指标与上周保持一致，3 个指标出现上升，多数指标处偏高位置。农业，农产品价格保持近五年最高、粮食价格保持近五年最高、油价保持近五年最高、蔬菜价格保持近五年中位、水果价格保持近五年最高、猪肉价格保持近五年中位、牛肉价格保持近五年最高、鸡蛋保持近五年次低、水产品价格保持近五年次高。工业，工业品价格保持近五年最高、金属价格保持近五年最高、有色价格保持近五年最高、黑色价格保持近五年最高、能化价格保持近五年最高、原油价格从近五年次高下降至近五年中位、动力煤价格保持近五年最高、焦煤价格保持近五年最高、布伦特原油保持近五年最高、WTI 原油价格保持近五年最高。

风险提示：政策变化超预期；大宗商品价格变化超预期。

【固定收益】个券普跌，估值下调——可转债周报-20230514

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：市场调整，估值下调

本周（2023.5.8-2023.5.12，下同）转债市场整体下跌，日均市场成交额下降，日均换手率上升。转债行业除能源行业小幅上涨，其余行业均向下调整；从不同维度来看，转债平均跌幅大于正股平均跌幅；低等级、高价、小盘转债跌幅较深。个券涨少跌多，在 496 只可交易转债中，82 只上涨，412 只下跌，2 只走平；剔除本周新上市个券，智尚转债、声迅转债、天康转债领涨，搜特转债、思创转债、万兴转债领跌；剔除本周新上市个券，万兴转债、中银转债、北方转债成交额居前。

转债价格下降，转股溢价率下降。截至 5 月 12 日，全市场可转债的平均价格是 127.07 元，与前周相比下跌 2.20 元，处于 2021 年以来 18.00%分位数；全市场平均转股溢价率为 46.96%，比前周下降 0.55pct，处于 2021 年以来 70.20%分位数。

本周股指方面，股市整体调整，大盘价值调整较大，行业涨跌分化，公用事业、煤炭、汽车、电力设备上涨，建筑装饰、传媒、有色、商贸零售下跌较多。北向资金转为净流入，A 股市场日均成交额、换手率均下降，融资交易占比小幅上升。

A 股估值有所下降，截至 5 月 12 日，A 股整体市盈率（PE）为 17.93X，处于 35.7%分位值（2015 年以来）；

行业估值方面，有色金属、电力设备、煤炭、国防军工、通信的 PE 处于其历史分位数的低位，环保、建筑材料、房地产、家用电器、医药生物、银行的 PB 处于其历史分位数的低位。

市场前景：市场交易经济走弱或接近尾声

4 月份通胀数据下行，CPI、PPI 下行幅度超预期，但是核心 CPI 基本保持稳定；社融和信贷同比增幅均明显下降，正股和转债市场表现较弱，债券收益率处于低位。当前市场表现已经交易了经济环比走弱，我们认为政策对于稳增长没有放松，后续仍然将以扩大内需为主线，因此经济继续向上的概率远超向下的概率，股债市交易经济走弱可能已经接近尾声。后续关注 4 月份工业增加值、社消、固定资产投资、房地产等经济数据，来验证经济进一步复苏。我们认为政策主线延续稳增长、扩内需，经济延续复苏态势，与内需紧密相关的大消费和基建地产链有望受益，我们建议布局受益于内需扩大的基建地产链、大消费、中特估相关转债。近期赎回转债有所增多，一方面注意跟踪高价、高溢价率转债赎回风险，另一方面关注明确不赎回日期的个券。转债估值向下调整，尤其是中高平价转债溢价率下降较多，转债配置性价比提高。择券方面，一是加大股性转债配置力度，选取正股行业景气度高、有一定驱动力、弹性较强的个券，同时注意赎回风险；二是关注新券、次新券，注册制实施后，市场进入扩容期，部分个券在细分领域具有一定竞争力，拓宽了配置空间。

风险提示：疫情复发影响超预期；国际政治冲突加剧；国内外通胀恶化。

【固定收益】债市交易经济走弱可能已经接近尾声——固收专题-20230512

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

4 月以来长端为主的债市超预期走强的主要原因是收益率补下

4 月份以来以长端为主的债市超预期走强，主要原因是 2022 年 11、12 月债券市场的调整已经隐含了过高的经济复苏预期，因此，在 4 月份市场预期转向弱复苏后，推动以长端为主的债市收益率持续下行。

从另一个角度而言，2022 年短债收益率下行幅度更大，而长债长端下行幅度较小。如果用 10Y 期国债收益率和 MLF 的利差，去评价 10Y 期国债收益率的水平，目前利差分位数在 43% 左右，而且 2022 年也一直处在利差偏高的水平。也就是说，2022 年因为流动性非常宽松，市场主要做多的短端债券，导致短端收益率下行的幅度更大，但长端下行幅度有限，在此基础上，在经历了 2022 年 11、12 月份债市的调整之后，长端收益率反而又进一步上行。到 2023 年初，国债期货隐含的远期国债收益率已经到了 3.01% 以上，2020 年之前大约也在 3.0%-3.3%，几乎处在同一水平，但是中国目前相比疫情前降息了 50BP。因此 4 月以来以长端为主的债券收益率下行，特别是国债期货连续大涨，主要的原因还是在于前期超调，市场在排除了 2023 年强复苏可能性之后，国债收益率出现了补下。

从估值角度看目前债市估值已经合理

目前而言，从估值角度来看，目前 1Y 期 MLF 2.75%，10Y 期国债略低于 2.75%，10Y 期国债收益率和 1Y 期 MLF 利差已经基本合理，也就是说债券收益率的下行，或者说估值修复已经基本完成，后续债市的影响因素主要在基本面复苏的成色。目前市场交易的逻辑是基本面二季度受低基数影响同比走高，但是环比走弱。市场普遍认为基本面环比走弱之后，经济在二季度后动能可能面临动能更加不足的问题。但回顾历史上的经济复苏时期，可以发现在复苏初期阶段，经济短时环比走弱很常见，比如 2016 年一季度经济走强，二季度环比走弱，之后经济继续复苏；再比如 2020 年 3、4 月经济复苏，虽然 5、6 月份也有所走弱，但是复苏并没有停滞。

所以现在债市收益率中已经交易了经济环比走弱，但我们认为政策对于稳增长没有放松，后续仍然将以扩大内需为主线，因此经济继续向上的概率远超向下的概率，债市交易经济走弱可能已经接近尾声。

居民的风险偏好正处在拐点

另外，我们认为居民的风险偏好现在处在拐点上。基于历史经验，居民储蓄上升，无论从超额储蓄、还是用储蓄率的指标去评价，都会看到从 2018 年到 2022 年居民的储蓄是在不断上升，然后现在处在拐点上。那么居民储蓄如果开始下降，一方面会对应消费、投资，甚至包括一部分刚需住房和改善性住房的需求，另一方面会减少

对于债券等固收产品的配置。从历史上我们可以看到经验规律：居民的储蓄倾向和 10 年国债收益率呈现较为明显的负相关，居民储蓄上升的时候，往往对应国债收益率下降，反之亦然。而我们认为 2023 年出现居民储蓄的变化是大概率事件，因此站在现在时间往后看，债券收益率向上的可能性更大。

那么往后看，我们认为从交易的角度，或是从预期差博弈的角度来看，债市收益率稍微向上的概率会更大一些。

风险提示：货币政策变化超预期，疫情再次扩散超预期。

【金融工程】红利低波 50：深度大盘价值攻守兼备，中特估助力价值重估——工具化产品研究系列（24）-20230513

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

红利低波策略：深度大盘价值，攻守兼备

红利低波策略指数在大多数年份收益超过上证 50 和沪深 300 指数。自 2010 年以来，对比上证 50 指数和沪深 300 指数，标普红利低波 50 指数大多数年份收益位居第一位。截至 2023 年 5 月 5 日，标普红利低波 50 指数收益率为 21.1%，同期上证 50 和沪深 300 指数收益率分别为 1.9% 和 3.8%。

红利低波 50 指数收益表现稳健，呈现出相对低波动、低回撤的特征。自 2010 年以来标普红利低波 50 指数回撤优于主要指数。2022 年标普红利低波 50 指数最大回撤 13.96%，上证 50 和沪深 300 最大回撤分别为 27.76%、27.14%。

红利低波指数对比：标普红利低波 50 指数表现亮眼

红利指数以股息率加权为主，部分指数叠加低波动风格。标普大盘红利低波 50 指数和沪深 300 红利低波指数融合了红利和低波两个风格，上证红利指数、深证红利指数和中证红利指数均只有红利单一风格特征。市值分布上，标普红利低波 50 指数更加强调大盘深度价值。

收益表现上，标普红利低波 50 指数的风险收益水平更优。对比不同红利指数收益表现，标普红利低波 50 累计收益率为 140.9%，超过同期的上证红利（103.1%）、深证红利（112.6%）、中证红利（130.5%）和沪深 300 红利低波（135.7%）。

标普红利低波 50 指数行业分布均匀，高股息率低估值

成分股与行业：标普红利低波 50 指数成分股中，权重靠前分别为中国石化、中国电信、格力电器、养元饮品、雅戈尔等；行业分布上，银行（24.6%）、机械设备（11.7%）、交通运输（10.6%）、石油石化（7.5%）、电子（7.2%）、食品饮料（5.1%）等行业占比靠前。

股息率水平：标普红利低波 50 指数 2021 年和 2022 年指数股息率分别为 6.04% 和 4.92%，最新前十大重仓股平均股息率为 6.11%，整体处于较高水平。

估值水平：标普红利低波 50 指数所有成分股最新估值水平 PB 均值为 1.14 倍。标普红利低波 50 指数成分股中，有 22 只属于国企央企，权重合计为 45.1%。中特估行情将助力标普红利低波 50 指数实现价值重估。

红利低波 50ETF：红利低波风格的稳健投资利器

南方标普中国 A 股大盘红利低波 50ETF 是市场上唯一追踪标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数的 ETF。红利低波 50ETF（基金代码 515450.SH）成立日期为 2020 年 1 月 17 日，最新合计规模为 2.24 亿元。红利低波 50ETF 主要采用完全复制策略紧密跟踪标普中国 A 股大盘红利低波 50 指数，整体跟踪误差小。

南方红利低波 50ETF 基金经理崔蕾管理经验丰富。红利低波 50ETF 基金经理为崔蕾女士，目前在任管理基金

数 15 只，在管基金总规模超过 220 亿元。

风险提示：指数表现基于历史数据，市场未来可能发生变化。基金产品和基金管理人研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对产品的推荐投资建议。

行业公司

【中小盘】HJT 以高发电量为核心优势，有望成为下一代主流技术——中小盘周报-20230514

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 钱灵丰（联系人）证书编号：S0790122050018

本周市场表现及要闻：国资委：推动中央企业在 AI 等新兴产业加大布局力度

市场表现：本周（2023.5.8-2023.5.12，下同）上证综指收于 3272 点，下跌 1.86%；深证成指收于 11006 点，下跌 1.57%；创业板指收于 2252 点，下跌 0.67%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 1.77%，小盘指数下跌 1.85%。2022 年以来大盘指数累计下跌 21.18%，小盘指数累计下跌 16.02%，小盘/大盘比值为 1.36。中科创达、德赛西威、晶晨股份本周涨幅居前。

本周要闻：理想汽车争取 2023 年 6 月实现单月交付 3 万辆，目前不考虑降价；滴滴自动驾驶计划 2025 年合作推出首款 L4 无人驾驶新能源车；国氢科技发布乘用车用燃料电池产品战略，拟进军氢能乘用车领域；百度正内测文心千帆大模型平台；国资委：推动中央企业加大 AI 等产业布局力度；工信部等 5 部门：7 月 1 日起全国禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准 6b 阶段汽车；首批全 IP 化工业控制协议自动化总线系列国际标准正式发布；我国首台套新能源无人驾驶矿卡正式发布；上海经信委：推动特斯拉自动驾驶、机器人等板块在沪布局。

本周重大事项：5 月 6 日，盐津铺子发布第一类限制性股票激励计划，其业绩指标：以 2022 年为基数，2023、2024、2025 年营收增长率分别不低于 25%、56%、95%，且剔除股份支付影响的扣非净利润增长率分别不低于 50%、95%、154%。

本周专题：异质结组件效率高、性能佳，有望成为下一代主流技术

异质结（HJT）组件以高效率、高发电量为核心优势。根据各组件厂商官网，高效 HJT 组件效率约 22.50%-23.02%，其中最新能源 210 组件最高转换效率可达 23.02%，国晟能源、东方日升、爱康科技 HJT 组件效率亦均高于 22.5%，显著高于 PERC 组件（21.30%-21.60%）的转换效率。同时，高效率之外，异质结组件还有低温度系数、高双面率特性，令其拥有更强的环境适应能力和发电能力，进一步提高了组件系统效率。此外，高发电量组件可实现更低的度电成本，与电站降本需求适配。以组件为例，根据 InfoLink2023 年 3 月 22 日的数据，HJT 组件（G12 尺寸）整体价格约 1.90-1.95 人民币/W，海外价格约 0.26 美元/W。HJT 组件较 PERC 溢价约 0.17-0.25 人民币/W，较 TOPCon 溢价约 0.05-0.18 人民币/W。因此，当前 HJT 组件凭优异性能拥有溢价，多项降本增效技术落地后竞争力可进一步提高，有望成为下一代主流技术。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、乾景园林、台华新材）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：经济大幅下滑；资本市场改革政策大变动；行业景气度低于预期。

【社服】茶饮/咖啡加速下沉渗透，出入境政策持续优化——行业周报-20230514

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

出行/免税：全球旅游持续恢复，出入境政策进一步优化

出行/旅游：社科院报告预测 2023 年全球旅游市场有望恢复至 2019 年 90%水平，其中亚太地区增速靠前，发达经济体恢复程度领先趋势将延续；2023Q1 国内旅游目的地一线城市恢复领先，主题公园类景区备受热捧，新 IP 公园加速落地；国内外出入境政策进一步优化，有望催化出境游热度持续攀升。航空数据追踪：2023 年 5 月 13 日全国客运执行航班量 13789 架次，恢复至 2019 年同期 96%，其中，国内客运执行航班量 12787 架次，恢复至 2019 年同期 108.7%。5 月整体恢复程度趋近 97%，全国航空运行整体平稳。访港数据追踪：本周（5.7-5.13）内地访客总入境人次达 547552 人，环比-15.8%，日均 7.8 万人，恢复至 2019 年同期 51.4%。免税：海南省计划用 3 年时间开展离岛免税“套代购”走私专项治理，预计将对海南整体免税销售产生持续影响。2023Q1Dufry 收入 23.59 亿元瑞士法郎（26.25 亿美元），有机同比（不含业务合并）+51.5%，其中亚太地区收入 131.1 亿元瑞士法郎，有机同比+276.9%，贡献较大。

餐饮/酒店：茶饮、咖啡加速布局下沉市场，国际酒店利润弹性大于收入

（1）餐饮：茶饮下沉加速，喜茶、乐乐茶直营转加盟，品牌竞争转向成本竞争；瑞幸即将首家破万店的连锁咖啡品牌，2023Q1 同店增长约 30%，库迪门店突破 2000 家，单杯成本在 9 元左右，4 月促销停止后日均杯量明显下滑（2）酒店：国际酒店一季度预计增长强劲，中国区恢复成为强劲动力，2023Q1 万豪、希尔顿收入分别恢复至 2019Q1 的 112/104%，营业利润分别恢复至 2019Q1 的 183/160%，利润弹性大于收入，两大酒店集团均上调全年业绩指引。

美丽赛道：帝斯曼-芬美意顺利完成合并，有利于双方业务互补

美丽：帝斯曼-芬美意宣布已顺利完成合并事宜，新公司成立之初，帝斯曼合计持有 65.5%股份，而芬美意合计持有 34.5%股份，此举将实现香精香料与营养价值相结合，双方业务优势互补。

本周社服板块整体略有波动，旅游类领涨

本周（5.8-5.12）社会服务指数-1.84%，跑赢沪深 300 指数 0.13pct，在 31 个一级行业中排名第 29；2023 年初至今社会服务行业指数-6.20%，低于沪深 300 指数的+1.28%，在 31 个一级行业中排名第 26。

受益标的：大丰实业、佳禾食品、倍加洁、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、科思股份、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展

风险提示：疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【机械】出口新高、复苏在即，通用激光行业将迎新一轮成长——行业周报-20230514

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

激光产业链：迈向全面自主可控，高端产品仍待突破

激光产业链上游主要包括光学材料、元器件及控制系统，中游主要为激光器，下游为激光加工设备，终端应用领域涵盖传统钣金加工、汽车、医疗、半导体、PCB、光伏锂电等市场。根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国激光产业市场规模为 2055 亿元。激光运控系统因其高技术壁垒和客户黏性，是整个激光产业竞争格局最优的环节。以激光切割运控系统为例，中低功率激光切割控制系统领域中，柏楚电子、维宏股份、奥森迪科三家企业市场占有率约为 90%，基本完全实现国产替代。高功率激光切割控制系统国产化率仅约 10%，是国产替代的重要环节。激光器是发射激光的设备，在激光设备的成本中占比最高，达 40%。2019 年，我国中、低、高功率激光器国产替代率分别为 61.2%、99%、57.6%。2022 年我国激光器整体国产化率已达到 70%。中国激光加工设备制造行业近年来在中低端领域得到了迅速发展，高端市场国产化率仍待提升。行业整体格局分散，国内龙头大族激光占 14%，排名第二的华工科技占 3%。

制造业复苏信号显现，2023Q1 通用激光已有所回暖

2023Q1，宏观经济指标向好，制造业复苏有望。2023Q1 制造业固定资产累计投资（包含汽车、电气机械、和科技）同比分别提升 7%/19.0%/43.1%/15%，电气机械和汽车行业维持较高投资增速。2023 年 Q1，企业中长期贷款同比增长 53.93%，进入扩展区间。2023 年以来中国金属切削/成形机床产量降幅同比收窄。从激光行业的经营数据看，通用激光板块有所回暖，锐科激光同比增长 12%，柏楚电子同比增长 42%。复盘历史数据，制造业固定资产投资上行期，激光行业呈现更高的增速。因此我们看好需求进一步复苏后通用激光行业的高增长弹性。

激光加工机床出口新高，国产激光设备替代海外

2023 年 3 月国内激光器加工机床出口额创历史新高，同比增幅达到 37%，出口景气度拐点已至，全球替代或将拉开帷幕。国产激光设备最大优势在于价格。激光器和核心器件国产化后，激光设备成本大幅下降，激烈的竞争也推动价格降低。根据激光制造网数据，一台 3KW 的国产激光切割设备，可能不到 20 万即可拿到，但是同等功率的欧洲设备仍然报价百万元以上。目前我国激光产品总体出口只占激光产值的约 10%，仍有很大提升空间，核心突破点在于提高激光设备的安全性和稳定性，达到发达国家的要求，才能获得出口到这些国家的许可。

受益标的

国产激光切割控制系统龙头柏楚电子、国产光纤激光器龙头锐科激光、华工科技（国产激光设备龙头，2023Q1 全球首发 400GZR+Pro 相干光模块，已送样北美测试）

风险提示：激光行业竞争加剧、高功率激光器国产化率提升进度不及预期、激光设备运控系统使用的核心芯片受到出口管制。

【地产建筑】新房成交同比微降，两部门规范房地产经纪服务——行业周报-20230514

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：新房成交同比微降，两部门规范房地产经纪服务

我们跟踪的 64 城新房单周成交面积同比下降环比回升，23 城二手房单周同比增速走低，销售市场回暖节奏放缓，二季度小阳春持续性有待观察。两部门印发意见规范房地产经纪服务，规范收费标准，有望压缩经纪服务费用，长期来看或将加快存量房市场交易流通速率，有利于改善需求的充分释放。郑州和银川支持提取公积金用作新房首付，二线城市购房政策持续宽松，在销售回暖不及预期的情况下，短期内各地政策仍有优化空间。厦门和南京土拍热度有所回升，参拍企业数量和摇号家数均有提升。我们认为二季度新房市场有望企稳，二手房成交持续回暖，市场信心有望持续提升，行业估值将陆续修复，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：两部门规范房地产经纪服务，郑州银川可提取公积金首付

中央层面：住房和城乡建设部、市场监管总局发布关于规范房地产经纪服务的意见，有三条内容围绕合理经纪服务收费展开。央行 4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，同比多 2729 亿元。证监会指导证券交易所修订 REITs 审核关注事项指引，突出以“管资产”为核心。

地方层面：郑州和银川明确可提取住房公积金支付购买新建预售商品住房首付款。宁德全面放宽商品住房的限购政策，在宁德市中心城区购买商品住房不受户籍和套数的限制。漳州、营口等地提升了公积金最高贷款额度上限。

市场端：新房成交同比微降，南京厦门土拍热度回升

销售端：2023 年第 19 周，全国 64 城商品住宅成交面积 352 万平米，同比下降 3%，环比增加 43%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 7161 万平米，累计同比增加 3%。全国 23 城二手房成交面积为 192 万平米，同比增速 46%，前值 43%；年初至今累计成交面积 3388 万平米，同比增速 65%，前值 67%。

投资端：2023 年第 19 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1324 万平方米，成交土地规划建筑面积 2578 万平方米，同比增加 32%，成交溢价率为 4.2%。南京二批次 10 宗地块 3 宗触顶、2 宗溢价、5 宗底价成交，揽金约 150 亿元，保利发展、建发股份、金地集团各获取一宗地块。厦门首批次 3 宗宅地全部成交，揽金约 101 亿，其中岛内五缘湾地块吸引 88 家房企进入摇号环节，招商蛇口摇号获取另一宗岛内地块。成都 5 月首场土拍成交 6 宗宅地，揽金约 39 亿元，万科摇中武侯区丽都地块。

融资端：国内信用债发行同比下降

2023 年第 19 周，信用债发行 40.4 亿元，同比下降 43%，环比增加 61%，平均加权利率 3.17%，环比下降 78BPs；信用债累计同比发行 1827.4 亿元，同比下降 1%；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【农林牧渔】猪价及屠宰量延续回落态势，持续亏损或致产能缓慢去化——行业周报-20230514

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 李怡然（联系人）证书编号：S0790121050058

周观察：猪价及屠宰量延续回落态势，持续亏损或致产能缓慢去化

五一节后猪价及屠宰量延续回落态势。据涌益咨询，截至 2023 年 5 月 12 日，全国生猪销售均价为 14.33 元/公斤，周环比下跌 0.15 元/公斤。五一节后生猪消费需求回落，猪价及屠宰量延续回落态势。低猪价下屠宰企业冻品库容率持续抬升。从毛白价差看，供需格局有所改善，本周毛白价差回升至 3.94 元/公斤，周环比+0.10 元/公斤。短期猪价或仍受供给充足影响低位震荡。

持续亏损或致能繁进入缓慢去化阶段，仔猪价格维持相对高位，养户对下半年猪价态度乐观。当前时点行业自繁自养生猪每头亏损超 300 元/头，持续亏损致行业资金紧张，行业能繁或进入缓慢去化阶段。从仔猪价格看，当前时点猪病影响已较弱，但仔猪价格仍维持相对高位，据涌益咨询，截至 2023 年 5 月 11 日，规模厂 15 公斤仔猪出栏价为 637 元/头，周环比+15 元/头，体现养户对下半年猪价态度乐观。此外，2022 年冬季猪病造成仔猪供应短缺对应 2023 年 6-7 月生猪供给偏紧，或对猪价形成支撑。当前猪价及相关上市公司股价均处相对低位，下行空间有限，具备成本优势且产能稳步扩张的猪企具备配置价值。

周观点：白羽肉鸡周期上行利润可观，猪价持续磨底成长企业占优

供需双驱白羽鸡价上行，全产业链盈利由年初展开。推荐种源优势的白羽一体化龙头企业圣农发展、白鸡屠宰龙头企业禾丰股份。

猪价持续磨底消耗现金，上市成长企业仍具发展优势。当前行业受益优先级为：成长性>规模性>投机性。推荐：巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：华统股份、新希望等。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。非瘟疫苗商业化落地后，研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：普莱柯、科前生物、中牧股份等。

粮食价格高位震荡，转基因商业化东风已至。关注具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（2023.5.8-2023.5.12，下同）：农业跑赢大盘 0.54 个百分点

本周上证指数下跌 1.86%，农业指数下跌 1.32%，跑赢大盘 0.54 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，中水渔业（+16.11%）、獐子岛（+10.00%）、天马科技（+6.81%）领涨。

本周价格跟踪：本周仔猪、豆粕价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，5 月 12 日全国外三元生猪均价为 14.41 元/kg，较上周下跌 0.01 元/kg；仔猪均

价为 34.6 元/kg，较上周上涨 0.07 元/kg；白条肉均价 18.37 元/kg，较上周持平。5 月 12 日猪料比价为 3.79:1。自繁自养头均利润-326.24 元/头，环比-18.24 元/头；外购仔猪头均利润-270.82 元/头，环比+7.18 元/头。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 2.58 元/羽，环比-22.52%；毛鸡均价 9.45 元/公斤，环比-3.47%；毛鸡养殖利润-2.18 元/羽，环比-1.20 元/羽。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

【计算机】周观点：谷歌发布 PaLM2，AI 军备竞赛再升级——行业周报-20230514

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

市场回顾：本周（2023.5.8-2023.5.12，下同），沪深 300 指数下跌 1.97%，计算机指数下跌 1.82%。

周观点：谷歌发布 PaLM2，AI 军备竞赛再升级

（1）谷歌发布 PaLM2，性能全面升级

2023 年 5 月 11 日，谷歌在 Google I/O 开发者大会上推出 PaLM2 语言大模型。相比 2022 年 4 月发布的 PaLM（5400 亿参数），PaLM2 在训练效率、训练数据量（由 100 多种语言的语料库训练而来）和模型架构三方面做了升级，多语言处理、数理、代码、高级推理等能力得到提升。PaLM2 分为 Gecko、Otter、Bison、Unicorn 四个不同参数规模的版本，最小规模的 Gecko 支持在移动设备运行。

（2）谷歌 AI 应用多点开花，PaLM2 已应用于超 25 种产品和功能中

聊天 AI——Bard：谷歌将 Bard 的基础模型由 LaMDA 迁移至 PaLM2，支持图像输入和超 20 种编程语言（之前不支持代码生成）。Bard 目前已取消候补名单，可以在 180 个国家和地区直接使用，同时推出日语和韩语版本，预计 2023 年底将支持包括中文在内的 40 种语言。

办公 AI——DuetAI：DuetAI 是应用于 Google Workspace 的办公类 AI 工具，对标微软 Copilot，可应用于 Gmail、Docs、Slides、Sheets、Meet 等办公产品中，可以自动生成文档、表格和图片。目前 AI 功能已在 Gmail 中落地，通过“Helpmewrite”可自动写邮件。此外，谷歌推出 AI 笔记本“ProjectTailwind”，可以提炼笔记内容、针对内容提问。

医疗 AI——Med-PaLM2：Med-PaLM2 是基于 PaLM2 的医疗专业大模型，经过医学专业知识的微调，可以进行医疗问答、总结医学文本。Med-PaLM2 在 USMLE 问题测试中的准确率为 85.4%，达到医疗专家的水平。谷歌还在探索多模态功能，比如识别患者的 x 光来辅助诊断和护理。

安全 AI——Sec-PaLM：Sec-PaLM 是基于 PaLM2 的网络安全大模型，经过安全案例的微调，可以分析和解释潜在的恶意脚本。

（3）PaLM2 全面对标 GPT-4，AI 军备竞赛再升级

根据 PaLM2 技术报告，PaLM2 整体表现与 GPT-4 相当，部分数学、翻译和推理表现超过 GPT-4。应用层，谷歌聊天 AI、办公 AI 产品也对标 ChatGPT、Copilot 进行了升级。2023 年 4 月谷歌大脑和 DeepMind 两大 AI 团队合并，并开启下一代大模型 Gemini 的开发工作。此前谷歌 AI 推进节奏落后于 OpenAI 和微软，随着谷歌 AI 团队整合，未来技术迭代和产品落地有望提速，AI 军备竞赛有望升级。

投资建议

坚定看好 AI 主线，建议布局有积极变化的公司，龙头推荐科大讯飞、金山办公、三六零、同花顺，其他受益标的卓易信息、淳中科技、致远互联、泛微网络、彩讯股份、焦点科技、拓尔思、同花顺、财富趋势、东方财富、恒生电子、顶点软件、京北方、税友股份、金财互联、卓创资讯、上海钢联、江南水务等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

【煤炭开采】内蒙露天矿产能核减，动力煤需求已处拐点右侧——行业周报-20230514

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

投资逻辑：内蒙露天矿产能核减，动力煤需求已处拐点右侧

本周（2023.5.8-2023.5.12，下同）国内秦港 Q5500 动力煤平仓价 975 元/吨，环比小跌；广州港神木块煤小幅反弹。生产方面，由于近期矿安全生产问题频发，5 月内蒙古印发露天煤矿安全管理通知加强安检，2023 年矿山安全局对有安全隐患煤矿产能核减 2355 万吨，同时山西省也开展安全检查，煤矿生产受到限制，尤其是超产、黑煤将受到打击，本周晋陕蒙 442 家煤矿合计开工率 84.01%，环比下跌 1.15pct。需求方面，截至 5.11 沿海八省日耗环比小涨 2.9%，可用天数小跌 1.0%；2023 年一季度全社会用电量同比+3.6%，其中 3 月全社会用电量同比+5.9%，而一季度水电发力不足，其中 3 月水电同比下降 15.5%，截至 5.12 三峡水库出库流量 1.2 万立方米/秒，同比-45.2%，水电缺口由煤电承担，3 月火电发电量同比大增 9.1%，火电仍是我国主要能源保障，国网预计 2023 年用电需求将同比增加 6%到 8%，动力煤需求有望继续提升。宏观数据也预示经济向好，一季度 GDP 增速 4.5%，基础设施投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，经济超预期回升，且 GDP 实现 5%增速更依赖二三季度的发挥；4 月 28 日政治局会议指出我国经济三重压力得到缓解，经济运行实现良好开局，综上的宏观与微观角度来看，经济走势实际上已出现拐点，我们预期持续强化的数据改善，有望扭转市场对经济悲观的预期，从而移除对顺周期板块估值上的压制。从股票投资配置而言，煤炭板块“攻守兼备”的逻辑得到验证，本周煤炭指数跑赢沪深 300 指数 3.52pct，我们对煤炭板块仍维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，都得到了资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场挂牌出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50%回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被严重低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

煤电产业链：安检压力影响煤矿生产，夏季需求有望大幅上行

供给端：受安全生产压力影响，截至 5.7 晋陕蒙 442 家煤矿开工率为 84.01%，环比下跌 1.15pct。需求端：截至 5.12，沿海八省电厂日耗 178.1 万吨，环比上涨 2.89%。后期判断：供给方面，煤矿安全专项整治将持续至 2023 年底，内蒙对有安全隐患煤矿进行产能核减，开工率和黑煤均存在制约。需求方面，二季度是工业企业开工和需求的旺季，尤其是非电行业（水泥、化工）需求旺季，当前非电行业需求也更多主导了现货煤价的走势，另外临近夏季需求上行，因此预判现货煤价仍具备更强的向上动能。

煤焦钢产业链：焦煤库存持续低位，旺季需求有望扭转

供给端：国内供给一定程度上受到矿难影响，进口煤受到蒙古和澳洲煤有增量，3 月进口数据也受到抢先通关影响；需求端：焦化厂和钢厂的炼焦煤库存持续下跌处于历史底部，压价意图明显。后期判断：供给方面：炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策，蒙古焦煤进口受到其产量的瓶颈限制、澳洲焦煤需要比较价差。需求方面：二季度也是“煤焦钢”产业链的旺季，此外政府工作报告提出 GDP 增速为 5%左右的目标，预计相应的稳增长政策将在二季度落实和体现。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

【非银金融】银行存款利率下调利好非银，关注中特估主线标的——行业周报-20230514

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

本周（2023.5.8-2023.5.12，下同）观点：银行存款利率下调利好非银，关注中特估主线标的

据财联社报道，5月15日起银行协定存款及通知存款自律上限将下调，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度为30BP，其它金融机构降幅为50BP。银行存款利率下调利于储蓄向保险、基金等理财产品迁移，利好非银。我们看好非银板块中“中特估”主线的机会：（1）央国企金融上市公司受益于国企改革，ROE和分红率提升、永续经营带来的估值溢价，均有望带来估值重塑，中字头、基本面明显改善、高股息率标的受益；（2）优质央国企上市和资产整合有望为产业投资和投行业务带来新机遇，产融协同优势明显的央企金控类标的受益，推荐中航产融。（3）非银公司的权益持仓有望较大程度受益于国央企大盘蓝筹大盘股的分红提升和资产增值，保险公司具有高杠杆经营、权益头寸比重扩大等优势，更加受益于中特估。

保险：银行降低存款利率利好保险负债端，2季度负债端增速或进一步扩张

（1）据财联社报道，5月15日起银行协定存款及通知存款自律上限将下调，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度为30BP，其它金融机构降幅为50BP。近期多家中小银行存款利率下调。我们认为，银行存款利率下调利好储蓄型保险产品销售，传统险、分红险和万能险比价优势提升，叠加政策带来的高定价利率产品2季度销售窗口期，预计2季度储蓄型产品保持供需两旺，负债端增速有望进一步扩张。（2）银行等大盘蓝筹股上涨或带来2季度保险投资收益增长，保险资产和负债端景气度有望延续，看好保险板块性机会，中特估带来估值弹性。推荐负债端改善延续性较强的标的，推荐中国太保、中国平安、中国人寿，受益标的新华保险和中国人保，港股推荐友邦保险、众安在线和中国财险。

券商：2季度手续费收入改善可期，券商板块明显滞涨，关注板块机会

（1）本周日均股基成交额1.14万亿，环比-7.7%，同比+24%；本周新发偏股/非货基金8/25亿，同比-46%/-46%，北向资金净流入13亿，股票型ETF净申购220亿。（2）截止5月12日，2季度股市交易量、基金新发和IPO均环比改善，4月社融数据显示居民储蓄明显减少，居民储蓄向投资迁移或已开启，券商2季度经纪、财富管理、投行和资管等手续费收入有望同环比改善。当下券商板块估值和机构配置仍在低位，看好板块机会。中字头国央企、盈利高弹性、大财富管理和金融科技类标的有望领跑，受益标的：指南针、同花顺、兴业证券、东方证券、财通证券、东方财富、广发证券。

受益标的组合

券商&多元金融：指南针、同花顺、兴业证券、东方证券、财通证券、东方财富、广发证券；中航产融，江苏金租，中粮资本。

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，新华保险，中国人保，友邦保险，众安在线，中国财险。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

【电力设备与新能源】持续推荐充电桩板块——行业点评报告-20230514

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

充电桩行业政策利好频出

2022年1月29日，国家发改委、国家能源局出台《“十四五”现代能源体系规划》，提出优化充电基础设施

布局，全面推动车桩协同发展，推进电动汽车与智能电网间的能量和信息双向互动，开展光、储、充、换相结合的新型充换电站试点示范。2023年2月3日，工业和信息化部、交通运输部等八部门近日印发《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，提出2023年至2025年公共领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到80%，新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到1:1。2023年4月28日，中共中央政治局召开会议，提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。2023年5月5日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过了加快推进充电基础设施建设、更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见。相关政策对充电桩市场起到了极大的促进作用。

电车保有量提升+海外占比提升=充电桩2023年量利齐升

新能源汽车保有量尤其是纯电动车型保有量提升、车桩比降低、海外充电桩加速渗透共同推高行业市场空间。截至2022年底，国内新能源汽车保有量1310万辆，充电桩保有量521万台，对应车桩比为2.51:1。其中，公共充电桩占比35%，随车配建私桩占比65%。虽然我国私人充电桩占比已经很高，但纯电动车保有量/随车配建私桩保有量为3:1（截至2022年12月），意味着目前私桩不足以满足纯电动车的充电需求，该部分存量电动车需通过公共充电桩满足补能需求。此外，新能源汽车保有量大幅上升，有利于提升充电场站实际使用率，公共充电场站运营经济性上升，进一步带动充电场站建设。国内政策补贴由补购置转向补运营，充电场站实际运营效率提升、经济性提升。海外车桩比高，充电设施建设存在缺口，多项政策助力充电桩加速渗透，为国内桩企提供广阔出海空间。

我国充电桩建设持续高速增长

据中国充电联盟数据，截至2023年4月，全国充电桩保有量609.2万台（同比+83%，环比+4%），其中公桩保有量202.5万台（同比+52%，环比+3%），私桩保有量406.7万台（同比+104%，环比+5%）。直流公桩保有量85.5万台（同比+49%，环比+4%）。其中，2023年1-4月全国累计新增充电桩88.19万台（同比+25%），其中公桩累计新增22.7万台（同比+23%），私桩累计新增65.5万台（同比+25%）。

风险提示：政策推进不及预期、新能源汽车增速不及预期、行业竞争加剧。

【化工】电子产品朝高集成化发展，导热材料需求空间广阔——行业周报-20230514

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028

本周（2023.5.8-2023.5.12，下同）行情回顾

新材料指数下跌1.31%，表现弱于创业板指。半导体材料跌5.07%，OLED材料跌0.44%，液晶显示跌0.25%，尾气治理涨0.72%，添加剂涨1.3%，碳纤维跌4.86%，膜材料跌1.25%。涨幅前五为艾可蓝、奥来德、蓝晓科技、时代新材、银禧科技；跌幅前五为杭氧股份、神工股份、沪硅产业、金宏气体、容大感光。

新材料周观察：电子产品朝高集成化发展，导热材料需求空间广阔

电子产品朝高性能、微型化和密集化方向发展，导热材料行业迎来新的发展机遇。高温将严重影响电子元件的使用性能及可靠性，根据《电子器件散热及冷却的发展现状研究》（郭磊）数据，单个半导体元件的温度每升高10℃，系统可靠性将降低50%。而导热材料是通过提高电子器件导热、散热效果，进而提高其使用性能的功能性材料，现已成为下游数据中心、消费电子、汽车电子、通信设备等领域不可或缺的材料。随着电子信息技术的不断进步，电子产品逐步朝高性能、微型化和密集化方向发展，而产品内部更加高的集成度意味着可用于散热的空间更为狭小，使得产品散热需求持续提升。因此，在此背景下，导热材料行业迎来新的发展机遇。根据头豹研究院数据，预计2024年国内导热材料市场规模或将达到186亿元，2019-2024年（预测）复合增长率为17.3%。根据苏州天脉招股书、Pconline等数据，目前主要的散热材料包括：导热凝胶、导热片、石墨散热膜、热管、VC均热板等，导热系数分别为2.1-6.0、1.2-14.0、300-1,900、5,000-8,000、20,000+W/(m·K)。根据散热场景热源功

耗、散热要求、空间结构等特点，各类散热产品会被单独或搭配组合使用，即各类散热材料均具有较好发展前景。下游电子行业为散热材料带来新发展机遇的同时，也对散热材料新能提出了更多的要求。如对石墨散热膜耐弯折性及柔韧性提出更高要求；要求热管和均温板的厚度控制在合理范围且仍保持优秀的散热效果。看好在行业中进行提前布局，并具备较强研发能力的企业。受益标的：中石科技。

重要公司公告及行业资讯

【永和股份】签署股份认购协议：公司控股股东童建国与公司签署了《附生效条件的股份认购协议》，公司拟向包括公司股东童建国先生在内的不超过 35 名特定投资者发行 A 股股票，募集资金总额不超过 19 亿元，其中股东童建国先生拟认购金额 1.20 亿元-2 亿元。

受益标的

我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代的历史性机遇：【电子（半导体）新材料】昊华科技、鼎龙股份、国瓷材料、阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、松井股份、彤程新材等；【新能源新材料】泰和新材料、晨光新材、宏柏新材、振华股份、百合花、濮阳惠成黑猫股份、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等；【其他】利安隆等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn