

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-06

宏观策略

2023年06月06日

宏观周报 20230605: 两大 PMI 各走各路, 谁会先回头?

上周公布的两个制造业 PMI “一升一降”, 产生背离: 5月官方制造业 PMI 录得 48.8% (环比-0.4pct), 处于荣枯线之下; 而财新 PMI 录得 50.9% (环比+1.4pct), 处于荣枯线之上。两大 PMI 指数“各奔东西”, 究竟该信谁? 哪个指数又会率先“回头”?

宏观点评 20230603: 5月非农: 是美联储换挡的证据吗?

美国数据总是给人“惊喜”。本月新增非农就业 (33.9 万人) 大超预期, 但失业率 (3.7%) 又创下近半年来的新高。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230605: 如何看待 2023 年 6 月的流动性情况?

2023 年 6 月流动性是否存在压力? 根据美国 4 月 CPI 以及 PPI 数据, 美债未来方向预计如何波动?

固收深度报告 20230605: 转债行业图谱系列 (八) —地产链之家居行业可转债梳理 (下)

后市展望: 欧 22 转债和松霖转债表现或占优。

固收周报 20230605: 反脆弱: “行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台 21 转债

本周 (5 月 29 日-6 月 2 日) 权益市场整体上涨, 多指数收涨; 中证转债指数上涨 0.48%。

固收点评 20230603: 绿色债券周度数据跟踪 (20230529-20230602)

本周 (20230529-20230602) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只, 合计发行规模约 67.00 亿元, 较上周减少-73.26 亿元。发行年限均为 3 年及以下中短期; 发行人性质为中央国有企业和地方国有企业; 主体评级以 AAA、AA+和 AA 级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。

固收点评 20230603: 二级资本债周度数据跟踪 (20230529-20230602)

本周 (20230529-20230602) 银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至 2023 年 6 月 2 日, 二级资本债存量余额达 37,216 亿元, 较上周 (20230526) 增加 195 亿元。

行业

全球碳减排加速, 能源转型&循环再生为根本之道

国内: “1+N”政策体系日渐完善, 碳配额合理收紧 CCER 重启在即, 海外: 欧盟减排目标加码, 碳关税 2026 年开征&覆盖范围折中, 减排成本增加可控? 能源转型&产业升级&循环再生为根本之道!

国防军工行业跟踪周报: 国家安全体现高层战略意志, 人事更迭与中期调整负面情绪已经触底, 中期拐点布局正当时

相关标的：增量订单、增量资金、主题优势是军工行业核心逻辑的三点驱动力，相应的个股选择的标准就是：中期调整中有增量订单的方向，属于增量资金配置权重的个股，以及在军工的强优大中特估国家安全中最先受益的央企军工标的。四条线值得关注：（1）军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。（2）新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统（北方导航）、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰（中国船舶、中船防务、中国重工）；军用雷达。

钢铁行业跟踪周报：建材主导需求回升，去库加速

行业观点：建材主导需求回升，去库加速。本周需求水平受建材消费影响有所回升，上海终端线螺走货量 1.5 万吨，周环比增 19.2%。供给维稳，本周五大品种供应 925.6 万吨。成交回升，叠加下游刚需备库，本周总库存减少 62.5 万吨，环比减 3.6%。本周国内钢价指数低位震荡，环比增 0.7%。成本端让利，本周全国 247 家钢厂盈利率为 32.9%。周期标的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯；新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。

新能源汽车购置税减免有望延续、硅料加速下跌

电气设备 8797 下跌 1.71%，表现弱于大盘。本周（5 月 29 日-6 月 2 日，下同）发电及电网跌 0.32%，核电跌 0.65%，风电跌 0.8%，发电设备跌 2.57%，电气设备跌 1.71%，新能源汽车涨 0.25%，光伏跌 7%。涨幅前五为通合科技、中际旭创、双杰电气、*ST 天马、麦迪电气；跌幅前五为天合光能、新联电子、晶澳科技、捷佳伟创、台海核电。

环保行业点评报告：国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》，构建新型能源体系促双碳目标实现

重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，盛剑环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国活跃钻机和压裂车队下降，产量增长存瓶颈

原油周报

汽车行业跟踪周报：5 月第四周乘用车批发销量环比-23%，优选客车！

重视国常会“新能源车购置税减免再延期”对乘用车/零部件板块行情的催化！2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】。基于【业绩对国内经济恢复力度的依赖度越低越好+有出海/AI 等全新中期增长逻辑+估值合理】标准，3 月以来汽车的子版块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。【政策刺激下有望需求复苏主线】思路下选股：乘用车/零部件板块：本周末国常会“新能源车购置税减免再延期”，有望稳定市场对新能源需求预期，进一步催化本轮【乘用车/零部件反弹行情】。乘用车优选龙头品牌【比亚迪/理想汽车】，加速新能源转型【长城吉利长安广汽等】，零部件优选客户优质且业绩确定性【T 链/拓普/新泉/旭升/爱柯迪/嵘泰等】，智能化赛道【德赛西威/华阳集团等】，赛道空间大且格局较好【伯特利/继峰股份等】。重卡板块该主线下同出海逻辑选股。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：油价下跌，长丝盈利改善

炼化行业周报（格式已修正）

建筑装饰行业跟踪周报：建筑 PMI 有所回落，政策预期升温

短期板块有所回调，国企改革、中特估和一带一路仍是主线，持续推荐建筑板块的投资机会：（1）1-4 月基建投资仍维持同比较快增长，反映狭义财政支出和专项债的前置发力效果，4-5 月建筑 PMI 有所回落，但整体仍处于高景气区间，政策预期有所升温，我们预计后续稳增长政策有望继续发力，基建链条景气有望继续维持；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企持续提升经营效率，结合 22 年报情况来看，经营效果已开始体现，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建，建议关注中国中铁等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间，今年以来我国与“一带一路”沿线国家贸易保持较快增长；近期中国-中亚峰会顺利举办，取得丰硕成果，互联互通有望助力基建投资发展。今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块和相关区域热点板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、建筑+AI 方向的华阳国际；新能源业务转型和增量开拓方面，推荐中国电建，建议关注中国能建等。

建筑材料行业跟踪周报：短期上涨可持续

上周提到博弈窗口临近，周五地产及地产链大涨，我们认为上涨可以持续一段时间。原因有三，一是出口和基建预期转弱，稳增长预期增强。二是地产销售增速回落，景气复苏低于预期导致供给侧加速出清。三是地产链股票连续下跌幅度较大，机构持仓较少。择股角度工程端白马股弹性大，短期博弈价值更高。中期角度，国内地产链基本面最差时候已经过去，可以逐渐布局。一方面地产销售持续回暖，龙头民营地产加杠杆的能力和意愿回升，开始拿地。另一方面地产链的竞争格局在持续得到优化。长期维度估值已经处于低位，Q2~3 工程端可见利润拐点。景气回暖角度从高到底排列分别是家居家电、消费建材、工程建材、大宗建材。长期角度，国内市场的景气中枢较难回到过去水平，需要重新定位中枢水平。海外市场对于长期增长更为重要，例如东盟、拉美、中东、非洲。

非银金融行业跟踪周报：券商处于底部区域，建议左侧积极配置！

从历史经验来看，证券板块领涨，均为政策利好叠加监管边际宽松（流动性释放）驱动市场景气度提升（股基交易额/新发基金数据回暖），投资者情绪高涨，进而带动证券板块估值修复，提升券商股业绩。当前行业

估值处于低位，市场情绪回暖迹象显现，板块有望迎来快速反弹，建议左侧布局。科技金融主线下，推荐【同花顺】、【指南针】、【财富趋势】；财富管理主线下，推荐【东方财富】、【广发证券】，建议关注【东方证券】；“中特估”方向，建议关注【中国银河】；头部券商方向，推荐【中信证券】。

医药生物行业跟踪周报：医药板块兼具成长与防御，建议战略性配置

具体配置思路：1)创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药-U等；2)优秀仿制药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；3)耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4)中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；5)消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；6)其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；7)其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；8)低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；9)科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；10)血制品领域：天坛生物、博雅生物等。 风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

机械设备行业跟踪周报：推荐进口替代加速的半导体设备；关注通用设备技术进步

推荐进口替代加速的半导体设备；关注通用设备技术进步

有色金属行业跟踪周报：美国债务谈判取得进展，金属价格反弹

投资要点 行业近况： 回顾本周行情，有色板块本周上涨 3.42%，在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，能源金属、小金属、工业金属等板块全线上涨。工业金属方面，美国债务上限谈判达成初步协议，市场对于美国债务违约担忧降温，市场情绪略有回暖，本周工业金属价格有所反弹。贵金属方面，周内受美债实际收益率走弱影响，叠加美国多位官员传达暂停加息信号，贵金属价格小幅反弹。 周观点： 铜：海外利好刺激下，本周铜价上涨。供应端，海外原料矿的生产和运输问题进一步得到解决，部分炼厂原料库存出现累库，精铜产量继续环比微增。需求端，国内建筑和房地产行业处于淡季，精铜消费需求未见明显好转。总体来看，美国债务上限谈判达成原则协议后，市场恐慌情绪得到安抚，短线对价格形成提振，本周铜价小幅上涨。往后看，低库存对铜价形成一定支撑，预计后市铜价维持震荡。 铝：短期供给预期升温，需求维持弱势。供应端，本周电解铝企业整体继续复产，主要集中于贵州地区，产量环比小幅上升。需求端，下游铝棒铝板产量增减不一，铝棒产量环比小幅上涨而铝板产量环比小幅下滑，综合来看需求运行较为平稳。整体来看，在海外利好刺激下本周铝价有所反弹。往后看，供应小幅上行而需求保持冷淡，预计后市铝价将维持偏弱震荡。 黄金：衰退风险压制加息预期，黄金价格有所反弹。周内受美债实际收益率走弱影响，叠加美国多位官员传达暂停加息信号，黄金价格小幅上涨。6月2日，美国劳工统计局发布的数据显示，美国5月非农就业人数增加33.9万人，远超市场预期，黄金价格受此消息影响迅速下跌。劳动力市场强劲数据显示美国经济仍具韧性，市场对于下半年降息预期有所降温，后市预计金价将承压运行。 风险提示：美元持续走强；美债违约风险上升；下游需求不及预期。

美容护理行业点评报告：美护行业 618 预售数据速递：国产品牌表现亮

眼，抖音平台增速突出

关注品牌势能强劲、Alpha 突出的国产品牌：本次大促期间，国产美妆品牌有望迎来 Alpha 与 Beta 的双击：①近年来美妆赛道逐渐分化，国产品牌凭借其对产品、用户、渠道的理解，以及营销、运营等方面的优势，展现出强劲的 Alpha，市场份额不断提升。②随着放开后的消费恢复和李佳琦的复播，2023 年 618 有望同比实现较高的增速。

煤炭开采行业跟踪周报：需求处于低位，煤价弱势运行

投资要点 行业近况： 动力煤方面，库存仍在上行，价格环比下跌。 本周港口动力煤现货价环比下跌 105 元/吨，报收 765 元/吨。供给端，产地供应有所回落，本周日均港口调入量约 187.26 万吨，环比下降 10.26%。需求端，本周日均港口调出量约 177.11 万吨，环比下降 9.84%。库存端，电厂库存仍处于较高水平，港口方面，本周环渤海四港口日均库存继续上行，环比增加 2.63%，整体仍处于近年高位。预计随着用电旺季即将到来，预计后续动力煤需求仍有支撑，价格企稳运行。 炼焦煤方面，短期价格预计承压。 本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报 1800 元/吨，环比上周持平。供给端，产地整体供应稳定，进口量维持较高水平。需求端，下游钢铁企业利润低迷，生产积极性较弱，铁水需求；且随着淡季到来，短期需求预期较为弱势，焦煤价格承压。不过考虑到未来稳增长政策环境下基建投资持续发力、房地产用钢需求边际改善，同时供给偏紧支撑下，中期焦煤价格预期企稳。 风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

环保行业点评报告： 国家电网公布 2023 年第四批可再生能源发电补贴项目清单，促进行业健康发展

重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，盛剑环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。 建议关注：鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。

商贸零售行业跟踪周报：2023Q1 酒店业绩大幅修复，暑期旺季业绩弹性可期

推荐个股及其他点评

鸣志电器（603728）：“灵巧手”一鸣惊人，“拓品类”志在千里

鸣志电器是全球微特电机头部企业，工控行业出海标杆。公司主营各类电机及其驱动产品，绑定以海内外龙头企业直销，其中海外收入以欧美为主，占比稳定在 40%+。拳头产品混合步进电机全球领先，公司采取外延收购的战略，丰富产品品类：先后收购美国 AMP、Lin，瑞士 T Motion 等具备全球竞争力的电机及驱动公司，品类从单一步进系统，拓展新品类至无刷/伺服/空心杯电机/精密直线系统，打开规模天花板。2015-2022 年营收/归母净利润 CAGR 均为 14%，业绩长期稳健增长。

哔哩哔哩（BILI）：2023Q1 业绩点评：坚持降本增效，致力于提升商业化效率

盈利预测与投资评级：本次财报体现了公司管理效率的提升，仍看好公司的稀缺性和变现潜力。我们将公司 2023-2025 年收入预测由 249/287/317 亿调整至 245/277/296 亿元，对应 Non-GAAP 净利润-36/-5.9/7.3 亿元，对应 2023-2025 年 PS 为 1.8/1.6/1.5X，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观周报 20230605: 两大 PMI 各走各路, 谁会先回头?

上周公布的两个制造业 PMI “一升一降”，产生背离：5 月官方制造业 PMI 录得 48.8%（环比-0.4pct），处于荣枯线之下；而财新 PMI 录得 50.9%（环比+1.4pct），处于荣枯线之上。两大 PMI 指数“各奔东西”，究竟该信谁？哪个指数又会率先“回头”？两大 PMI 指数的背离其实并不陌生。根据我们统计，历史上官方 PMI 和财新 PMI 发生背离的概率为 33.0%。由于官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本、统计时间、调整方式等方面存在差异，两大指数发生背离的情况时有发生。不过，5 月两大指数的“分道扬镳”更显特殊：不仅环比变动方向不一，而且分别处于荣枯线上下两侧的情况更是少见。财新 PMI 更偏“出口”；官方 PMI 则兼顾国内和海外，综合性更强。通过官方 PMI 和财新 PMI 的统计样本来看，官方 PMI 样本企业覆盖全国，同时受国内外经济环境因素影响；而财新 PMI 涵盖的企业大多位于东部沿海地区，这些企业的出口占比更高。基于此，我们猜测官方 PMI 可能与制造业投资（内需）的相关性更高、财新 PMI 与出口（外需）的相关性更高。结果显示，官方 PMI 与制造业投资的相关性强于财新 PMI，但与出口金额的相关性稍弱于财新 PMI，符合我们的猜想。投资降温+出口韧性=两大指数的背离。再结合现在的经济形势来看，此次官方 PMI 和财新 PMI 的“背道而驰”就不显意外了。目前宏观基本面整体表现为制造业投资降温、而出口保持韧性，使得以投资（内需）为导向的官方 PMI 下滑，而以出口（外需）为导向的财新 PMI 却上升。往后看，怎么变？由外需驱动的财新 PMI 赢得了一时，却怎么也赢不了“一世”。在高利率的背景下，欧美的总需求仍处于下行通道；越南进出口连续数月下降，5 月数据仍显萎靡；这些都是全球需求低迷的“缩影”。单从各国最新 PMI 数据来看，美国、欧元区、越南等 PMI 均迎来下滑，外需的“持续发力”看起来并不可靠。因此，在积压订单势能逐步消耗之后，我们预计接下来偏外需导向的财新 PMI 将迎来冲击，并很有可能逐步向官方 PMI 靠拢。上周高频数据显示：终端需求表现分化，供给仍偏弱。汽车销量动能不足，新房销售反弹、二手房销售降温；出行人流量相对稳定，但是整车货运量仍处于近 3 年同期的最低位。开工方面建筑业趋缓，汽车生产节奏平稳。食品及工业品价格初步企稳。流动性方面，月初资金利率回升。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20230603: 5 月非农：是美联储换挡的证据吗？

美国数据总是给人“惊喜”。本月新增非农就业（33.9 万人）大超预期，但失业率（3.7%）又创下近半年来的新高。其实本来在外部风险事件的频频爆发下，降息“共识”在不断攀升。但随着美国债务上限问题的“顺利拆弹”，市场再次集中注意力转向经济数据。异常好的就业不得不扭转降息的可能性，几天前职位空缺数一公布，掉期对 6 月加息概率的预期直接换挡，飙升至 70%。但 5 月非农数据的公布，除了飙升的 2 年期美债，市场好像挺“淡定”。那么本月，美国劳动力市场究竟如何：美国劳动力市场“紧”是有多“紧”？美联储中意的职位空缺/失业人数反弹，“罪魁祸首”是难以修复的供需失衡。4 月美国职位空缺人数跃升，打破此前 3 连降趋势。这导致了美联储

直接观测就业的核心指标—职位空缺/失业人数重回 1.8，逼近历史 2.0 的高点（图 1）。这意味着，每位失业者对应接近 2 个职位空缺。因此，毋庸置疑的是，就业市场还是很紧。倘若未来该比例不能够大幅回落，那么就业市场的降温则需要等待更久。服务业的复苏继续支撑新增就业。如图 2-3，受消费韧性的持续影响，当前就业人数增长最为显著的行业仍为教育和保健服务业。其他服务业子行业，休闲和酒店业的就业人数在 5 月份继续呈上升趋势（+48,000 人），主要集中在餐饮服务 and 饮酒场所（+33,000 人）。医疗保健行业在 5 月份增加了 5.2 万个工作岗位，与 1 年前平均水平相近。虽然就业人数大超预期，但失业率给我们带来一些“安慰”。总量上的“拐点”总是从结构上的边际弱化开始的，那么具体来看：“弱势群体”提前对就业市场的“温度”作出反应。如果就业真的开始降温，那么低学历或者是少数群体（例如拉丁美裔、非洲裔）往往是最先感受到变化的。当前从图 4 可以看出：5 月西班牙裔/拉丁美裔失业率大幅上涨 0.9%，录得 5.6%。但是非洲裔的失业率还在继续下探（图 4）。如果未来非洲裔的失业率也开始上扬，那“弱势群体”失业率的信号灯就真的开始闪烁了，那时就业可能就真的开始降温了。先行指标初请失业金上升，预示疲软迹象但仍处于历史低位。初请失业金人数作为高频数据，在劳动力市场走弱的情况下，该指标的持续上升通常领先于就业人数的稳步下降。本周初请失业金人数相较 5 月初，暂停了连续上涨的趋势（图 5）。未来延续此前的上涨趋势才是稳住就业的第一步。工资上行压力让通胀难放缓。由图 6 可以看到，薪资与核心通胀高度共振。5 月的薪资水平，平均时薪增速同比持平，环比增速年化的 3 个月移动平均增长 4.05%，较上月上涨 0.24%（图 7-8）。在消费复苏趋势的延续下，就业密集型的服务部门新增就业人数大涨，给薪资上涨带来压力，为进一步雇佣和提高工资创造了动力，成为工资-通胀回落的阻力。由此来看，就业市场尚未释放转弱“信号灯”，美联储站在十字路口：美联储在经济及金融风险之间需要“再平衡”。从外部风险来看，银行业及债务上限危机暂时的“等风平浪静”让加息更谨慎。美联储可能不再追求利率“更高”。但从内生经济来看，偏紧的就业及环比增速依然偏高的核心 CPI，也让利率不得不在高位维持“更久”。风险提示：劳动供给恢复快于预期；金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230605：如何看待 2023 年 6 月的流动性情况？

观点 2023 年 6 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 Δ 超额准备金 = Δ 基础货币 - Δ 货币发行 - Δ 法定存款准备金 = Δ 外汇占款 + Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 财政存款 - Δ M0 - Δ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 6 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 6 月外汇占款环比增加约 30 亿元，对流动性略有正面影响。（2）5 月资金面维持宽松，DR001 月度均值为 1.3552%，DR007 月度均值为 1.8537%，均处于政策利率之下，因此央行在 5 月 24 日至 5 月 31 日期间仅净投放 770 亿元。（3）2023 年 6 月财政存款净减少 3400 亿元左右。（4）2023 年 6 月 M0 环比减少 40 亿元左右。（5）2023 年 6 月法定存款准备金约增

加 4000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 6 月存在约 1700 亿元的流动性缺口，可通过公开市场投放充分补充。4 月和 5 月 PMI 连续两个月位于荣枯线之下，年初以来的“弱复苏”交易逻辑受到挑战，为保证经济平稳增长，流动性有望保持宽松，不排除提前降息的可能性，且从工业企业利润数据观察发现“主动去库存”的萧条期延长，在此背景下利率存在大幅下行的可能性。美国 5 月非农就业远超市场预期，美债收益率未来预计如何波动：近 10 个工作日内，美债收益率出现冲高回落的大幅波动，10Y 美债收益率最高达到 3.83%，最低达到 3.61%，震荡幅度达到 14BP，目前为 3.69%；对利率更为敏感的 2Y 美债收益率最高达到 4.54%，最低达到 4.26%，震荡幅度达到 28BP，目前为 4.5%。我们认为这其中主要有两股力量推动：（1）债务上限危机造成恐慌，推动收益率上升；协议达成后收益率快速下降。（2）通胀韧性持续，市场加息预期推动美债收益率上浮。向前看，我们认为 10Y 美债收益率或将维持在 3.2%-3.6% 区间内窄幅震荡，主要原因包括但不限于：（1）通胀韧性持续，重新抬头上升概率或较小。虽然 5 月非农就业人数远超预期，但 5 月失业率出乎市场意料并未小幅下行，而是从 4 月的 3.5% 回升至 3.7%，创七个月新高及三年来最大月环比升幅；5 月工资增长也有所放缓，环比增长 0.3%，符合预期，同比增长 4.3%，低于预期值 4.4%。这其中主要的原因系失业率的就业数据是以家庭口径进行统计，而非农就业是以企业口径进行统计。本次家庭调查减少了 31 万个就业岗位，与企业调查趋势相反。从失业率分项来看，本次失业率上升较大的是 18-19 岁以及 20-24 岁的年轻人，分别从 9.4%、5.4% 上升至 10.6%、6.3%。因此我们认为，非农就业火热与失业率上升或相互抵消，就业市场通过工资推动通胀重新上升的可能性较小，但目前通胀水平仍高于目标水平。（2）美国银行业危机仍未结束，美联储为维稳，暂停加息的概率或更大。上周 317 亿美元流入货币市场基金，使其创下 5.42 万亿美元的历史新高，这也是该市场连续第 6 周实现资金流入。自 SVB 银行倒闭引发市场恐慌开始以来——货币市场基金的资金流入总额已经达到 6000 亿美元。此外，美联储的资产负债表上周突然收缩了 500 亿美元，几乎回到了救助 SVB 银行之前的水平。美联储的银行定期融资计划(Bank Term Funding Program, BTFP)资金增加了 17 亿美元，达到了 936 亿美元的历史新高。一系列数据表明，恐慌情绪远未结束，美国银行业风暴仍在继续。目前美国的利率已到达限制性水平，为避免银行业发生后果最严重的系统性金融风险，美联储暂停加息的概率或更大。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐津晶 研究助理：徐沐阳）

固收深度报告 20230605：转债行业图谱系列（八）—地产链之家居行业可转债梳理（下）

观点 蒙娜转债—静待溢价率调整的偏债标的：截至 2023 年 6 月 2 日，蒙娜转债的转股溢价率为 83.41%，纯债溢价率为 16.41%，为“偏债型”标的。展望 2023 年，公司存在三大亮点：（1）行业需求恢复、竞争格局优化利好公司发展。（2）经销端增速较快，预计公司将继续加强对经销商的支持力度，推动销售结构持续优化。（3）降本增效措施效果初显，盈利能力改善可期。蒙娜转债交投热情偏弱，溢价率居高，但转债价格较低，因此进攻弹性偏弱但回撤空间有限，配置风险较小，可持有以博正股回暖。帝欧转债—配置风险较小的负纯债溢价率标的：截至 2023 年 6 月 2 日，帝欧转债的转股溢价率为 69.90%，

纯债溢价率为-4.96%，为“偏债型”标的。展望2023年，公司已开始重视C端发展，叠加表现较好的经销业务，有望助力公司整体业绩增长。帝欧转债“高转股溢价率”使其进攻性不足，但“负纯债溢价率”意味着作为附带期权价值的转债，转债价格甚至低于其作为纯债的价值，配置风险较小，适合安全投资派长期持有，耐心等待有利的黑天鹅机会。松霖转债—积极培育第二、第三增长曲线的平衡标的：截至2023年6月2日，松霖转债的转股溢价率为28.81%，纯债溢价率为22.23%，为“平衡型”标的。展望2023年，公司存在三大亮点：（1）传统优势厨卫健康品类持续升级。（2）美容健康产品加速发力，新兴智能健康品类持续培育。（3）持续探索自营品牌业务“松霖·家”，未来形成规模放量后盈利有望改善。松霖转债作为“平衡型”转债，向上弹性较好的同时不乏债底保护，“进可攻，退可守”优势凸显，叠加公司基本面支撑较好，且2023年三四季度海外需求有望回升，因此具备较好的投资价值。欧22转债—“零售+整装”双轮驱动的龙头标的：截至2023年6月2日，欧22转债的转股溢价率为51.45%，纯债溢价率为24.05%，为“偏债型”标的。展望2023年，公司存在三大亮点：（1）大家居战略持续推进，整装业务成为增长主要引擎。（2）双品牌驱动+深化装企合作，推动整装业务高速增长。（3）零售业务稳健增长。公司作为行业龙头，拥有行业领先的渠道运营体系和销售体系，看好公司零售大家居和整装大家居双轮驱动。Q1公司业绩承压，但在手订单充足，正股存在向上弹性，转债价格有望跟随上升，且当前转债价格位于上市以来的最低点，性价比较好，具备较好的投资价值。后市展望：欧22转债和松霖转债表现或占优。（1）从属性来看，松霖转债和欧22转债“进可攻，退可守”优势凸显；蒙娜转股溢价率过高，即使其正股价格抬升，也难以带来转债价格的相应提升，性价比不高；帝欧转债由于其负纯债溢价率，适合安全投资派持有。（2）条款博弈方面，各转债短期内暂无强赎风险，条款博弈主要围绕下修展开。我们认为各标的下修风险均有限，但需注意帝欧转债发行人或因财务压力下修促赎。（3）正股景气度方面，欧22转债>松霖转债。一方面，面对2022年地产行业下行、终端需求承压、原材料波动等不利因素，欧派家居和松霖科技均实现营收逆势增长。另一方面，两家公司业务逻辑清晰，发展前景广阔。（4）从机构持仓占比来看，帝欧转债>蒙娜转债≈松霖转债>欧22转债，与转债上市先后顺序近似。从持仓环比变化来看，2023Q1机构对欧22转债和松霖转债新增关注较多。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

固收周报 20230605：反脆弱：“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台21转债

“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台21转债：总结来说，由于各标的正股会放大行业的涨跌幅，而转债会缩小正股的涨跌幅，因此在择券时更应重视转债的正股侧；进一步分析“行业-正股”侧弹性系数的影响因素，正股的盈利增速应作为重要的标准。本周（5月29日-6月2日）权益市场整体上涨，多指数收涨。两市日均成交额较上周放量约1357.04亿元至9467.41亿元，周度环比回升16.73%，北上资金全周净流入50.21亿元。行业方面，本周（5月29日-6月2日）31申万一级行业中16个行业收涨，其中9个行业涨幅超2%；传媒、计算机、通信、有色金属、房地产涨幅居前，分别上涨9.67%、6.39%、6.26%、3.42%、2.65%；煤炭、医药生物、电力设备、美容护理、农林牧渔跌幅居前，跌幅分别达-2.84%、-2.07%、-1.71%、-1.40%、

-1.38%。本周（5月29日-6月2日）中证转债指数上涨0.48%，29个申万一级行业中25个行业收涨，其中行业涨幅超过2%的行业共2个。传媒、计算机、电子、机械设备、国防军工涨幅居前，分别上涨4.73%、4.39%、1.99%、1.74%、1.68%；电力设备、交通运输、农林牧渔、医药生物居前，分别下跌-0.68%、-0.43%、-0.22%、-0.03%。本周转债市场日均成交额大幅放量49.21亿元，环比变化10.92%；成交额前十位转债分别为新致转债、新港转债、声迅转债、游族转债、智尚转债、景23转债、惠城转债、光力转债、小康转债、中矿转债；周度前十转债成交额均值达85.57亿元，成交额首位达176.44亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约72.56%的个券上涨，约51.89%的个券涨幅在0-1%区间，20.68%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（5月29日-6月2日）转债市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升10.92%，并位于2022年以来21.40%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加9.44%，位于2022年以来22.80%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于转债，正股成交额所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约27.63%的转债收涨，约51.10%的正股收涨；约33.99%的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：当前可转债市场处于“资金面缺位+局部信用风险积聚”的状态。三月以来，数字经济、AI、半导体、泛科技、中特估板块不断轮动。转债市场既穿越了因数字经济标的相继赎回而交易萎靡的下行期，又逢中特估行情抬升交易热情。持续火热逾两月的万兴转债停止交易后，叠加正股交易“寒气”传递，上周转债市场热度暂行告落。板块轮动不断加快、市场对信用违约边际定价的调整背景下，后市资金流向何处？我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块。同时，我们需要关注市场对信用风险的关注，高评级底仓类品种未必迎来溢价抬升，但市场对低资质、低评级标的的警惕情绪或致相关标的溢价端面临“下杀”风险。5月金债组合推荐：长久转债、北港转债、南航转债、漱玉转债、申昊转债、起帆转债、智尚转债、小熊转债、交建转债、应急转债 新债推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2 题材转债推荐：晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230603：绿色债券周度数据跟踪（20230529-20230602）

观点 一级市场发行情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约67.00亿元，较上周减少-73.26亿元。发行年限均为3年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以AAA、AA+和AA级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）绿色债券周成交额合计464亿元，较上周减少78亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为193亿元、162亿元和65亿元。分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约81.19%，市

场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交通运输，分别为 213 亿元、120 亿元和 21 亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省和湖北省，分别为 185 亿元、57 亿元和 51 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交幅度高于溢价成交，折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G 三峡 EB2(-1.43%)、G 三峡 EB1 (-1.42%) 和 G20 柳控 2 (-0.42%)，其余折价率均在-0.3%以内，主体行业以公用事业和金融为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以湖北省和北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债(1.46%)、G19 青州(0.41%)和 23 光大绿环 GN001(0.28%)，其余溢价率均在 0.27%以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市和上海市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230603：二级资本债周度数据跟踪 (20230529-20230602)

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至 2023 年 6 月 2 日，二级资本债存量余额达 37,216 亿元，较上周（20230526）增加 195 亿元。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）二级资本债周成交量合计约 1605 亿元，较上周增加 335 亿元，成交量前三个券分别为 23 浙商银行二级资本债 01（265.93 亿元）、21 邮储银行二级 01（50.20 亿元）和 23 农行二级资本债 01A（44.23 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、浙江省和上海市，分别约为 960 亿元、315 亿元和 118 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 2 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.19 BP、-1.89 BP、1.11 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.00 BP、-1.70 BP、1.30 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-3.52 BP、-3.52 BP、-0.52 BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交比例高于折价成交，溢价成交幅度低于折价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 23 天津银行二级资本债 01（-1.40%）和 20 东营银行二级 01（-0.81%），其余折价率均在-0.7%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和天津市居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 威海商行二级资本债 01(0.64%)和 22 西安银行二级 01(0.52%)，其余溢价率均在 0.5%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

行业

全球碳减排加速，能源转型&循环再生为根本之道

国内：“1+N”政策体系日渐完善，碳配额合理收紧 CCER 重启在即
海外：欧盟减排目标加码，碳关税 2026 年开征&覆盖范围折中 减排成本增加可控？能源转型&产业升级&循环再生为根本之道
再生资源：价值凸显&政策驱动，资源循环再生迎成长良机
再生油：疫后供应复苏+欧洲扛旗全球碳减排，再生生物油新成长
再生塑料：

减碳推动再生塑料发展，设备先行&产业一体化获益 酒糟资源化：豆粕减量打开酒糟饲料需求，资源获取加速&产能快速扩 锂电回收：绿色价值&资源保供意义突出，期待供需优化盈利回升 金属资源化：经济复苏 ToB 环保迎拐点，固危废资源化减碳显著行业加速整合 二氧化碳回用：食品级二氧化碳龙头，电子特气成长势头强劲驱动新一轮成长 ii 清洁能源：前端深化清洁能源替代，后端电动化应用推广加速 光伏产业链——光伏治理：行业扩产加速&价值量提升，新领域空间广阔 电动化——环卫电动化：10年50倍空间，政策发力&经济性改善降本促量 锂电产业链——压滤机：下游多点开花，新能源等新兴行业持续发力 泛储能——火电灵活性：再生能源消纳问题&政策催化下，行业爆发期将至 氢能：战略地位明朗渗透率提升，上游降本绿氢&燃料电池潜力大 天然气：供需错配天然气价值中枢提升，长输管道通气价值凸显 产业链自主可控，关注半导体产业国产化中配套环保设备机遇 风险提示：宏观政策超预期收紧，CCER 碳价下行风险，政策推广不及预期等

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 研究助理：陈孜文 研究助理：朱自尧)

国防军工行业跟踪周报：国家安全体现高层战略意志，人事更迭与中期调整负面情绪已经触底，中期拐点布局正当时

投资要点 上周行业走势情况 上周五个交易日(0529-0602)，军工(申万分类)全周涨跌幅为+0.38%，行业涨幅排名位居第14/31位。目前行业总体观点是：国家安全体现高层战略意志，人事更迭与中期调整负面情绪已经触底，中期拐点布局正当时。行业核心逻辑有三点：(1)增量订单。主要看装备中期调整方向和节奏(2)增量资金。军工指数ETF申报与获批，指数权重个股有望迎来较多资金配置(3)主题优势。国家安全主题上新动向将更好的放大对行业的正向催化。 上周几个重点事项 国家安全体现高层战略意志。5月30日，习近平主席主持中央国安委第一次会议强调要准备应对重大考验，并突出国防军事安全的重要性。最高层关于国家安全的判断反映了执政重点和战略意志，国防军工领域的投入和创新不会改变，人事整顿和规划调整旨在提升军事安全能力，核心聚焦和使命只会加强不会偏离。 人事更迭与中期调整负面情绪已经触底。军工行业进行装备中期调整，着重降低采购成本和加强结构性能力。后期预计将释放延迟的装备大订单，并加快提升作战效能和优化成本，加速扩大规模。 增量资金：涉及军工的指数ETF申报与获批，指数权重个股有望迎来较多资金配置。中证商用飞机高端制造主题ETF涵盖商用飞机制造、航空零部件和航空电子等领域的50家企业。中证国新央企科技引领指数ETF涉及航空航天、国防、计算机、电子、半导体、通信设备和技术服务等行业的50只央企上市公司。两个指数ETF将为军工行业带来增量资金。 局势与技术动态。中美战机在东海对峙，中美开展香格里拉对话会。俄罗斯多处目标遭到无人机袭击，伊朗计划与沙特等国组建海军联盟，多个海湾国家希望与伊朗展开海上军事合作。神十六与空间站对接，神十五成功返航着陆。美空军的测试中，人工智能控制的无人机攻击操作员引发人工智能在军事领域的讨论。 相关标的：增量订单、增量资金、主题优势是军工行业核心逻辑的三点驱动力，相应的个股选择的标准就是：中期调整中有增量订单的方向，属于增量资金配置权重的个股，以及在军工的强优大中特估国家安全中最先受益的央企军工标的。四条线值得关注：(1)军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。(2)新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、

康拓红外。(3) 超跌上游反弹布局: 铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。(4) 中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业: 无人机、固定翼作战飞机、军用直升机; 远火系统(北方导航)、地面装甲; 导弹平台; 驱护类军舰(中国船舶、中船防务、中国重工); 军用雷达。风险提示: 成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 钱佳兴 研究助理: 许牧)

钢铁行业跟踪周报: 建材主导需求回升, 去库加速

行业观点: 建材主导需求回升, 去库加速。本周需求水平受建材消费影响有所回升, 上海终端线螺走货量 1.5 万吨, 周环比增 19.2%。供给维稳, 本周五大品种供应 925.6 万吨。成交回升, 叠加下游刚需备库, 本周总库存减少 62.5 万吨, 环比减 3.6%。本周国内钢价指数低位震荡, 环比增 0.7%。成本端让利, 本周全国 247 家钢厂盈利率为 32.9%。周期标的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯; 新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。行情回顾: 本周(5月28日-6月2日)申万钢铁环比持平, 落后上证综指 0.6%。涨幅居前的个股为上海钢联(20.2%)、河钢资源(5.6%)、鞍钢股份(4.3%)。本周螺纹钢、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别为 3596 元/吨、3722 元/吨、746 元/吨、1992 元/吨, 较上周(5月21日-5月26日)分别变动 2.9%、3.2%、5.1%、0.1%。行业动态: 普钢: 本周钢材社会库存 1194 万吨, 环比减 4.0%; 其中长材库存 700 万吨, 环比减 5.4%; 板材库存 494 万吨, 环比减 2.0%。五月上旬钢厂库存均值 1626 万吨, 环比减 7.6%。本周全国 237 家钢贸商出货量 18.9 万吨, 环比增 5.5%; 本周上海终端线螺走货量 1.5 万吨, 环比增 19.2%。本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为 434 元/吨、387 元/吨、364 元/吨、597 元/吨。铁矿: 本周澳、巴、印铁矿石发运量 2478 万吨, 环比减 1.0%; 北方 6 港到港量 1102.9 万吨, 环比减 1.7%。本周铁矿石港口库存 12753 万吨, 环比减 0.3%。本周港口进口矿日均疏港量 290.99 万吨, 环比减 0.25%。焦煤焦炭: 本周焦炭市场弱势运行, 总体焦炭库存处于持续去库阶段, 钢厂利润不佳; 本周国内炼焦煤市场弱稳运行, 需求继续走弱, 炼焦煤基本面依旧较差。硅铁硅锰: 硅锰市场弱势探底, 华东华南率先展开钢招, 市场交投氛围有所回暖, 市场零售成交价格缓慢下行; 本周硅铁期货主力合约走“V”型走势, 需求呈现疲软态势, 整体采购偏谨慎。特钢: 本周模具钢市场价格持稳运行, 交投氛围一般; 本周全国优特钢价格小幅下跌, 市场整体表现一般; 本周工业材市场价格先跌后涨, 传统淡季背景下需求更显乏力。不锈钢: 本周红土镍矿中品位价格弱稳运行, 短期供需双方博弈, 镍矿走势承压为主; 本周国内现货市场价格局部稍有走低迹象, 短期内铬铁排产维持高位; 不锈钢去库延续, 现货价格有所回升。风险提示: 房地产下滑, 制造业回暖不及预期。

(证券分析师: 杨件)

新能源汽车购置税减免有望延续、硅料加速下跌

投资要点 电气设备 8797 下跌 1.71%, 表现弱于大盘。本周(5月29日-6月2日, 下同)发电及电网跌 0.32%, 核电跌 0.65%, 风电跌 0.8%, 发电设备跌 2.57%, 电气设备跌 1.71%, 新能源汽车涨 0.25%, 光伏跌 7%。涨幅前五为通合科技、中际旭创、双杰电气、*ST 天马、麦迪电气; 跌幅前五为天合光能、新联电子、晶澳科技、捷佳伟创、台海核电。行业层面: 储能: 上海: 可再生能源项目度电补贴 0.05-0.3

元；河南：河南新型储能参与电力调峰辅助征意见，2MW/2h 准入，最高补偿 0.3 元/kWh；福建：福建开启市场化光伏项目申报，鼓励配套不小于 10%/2h 储能；新疆：针对光伏配储能量转换效率提出最低要求；日本：研究人员开发出全固态空气蓄电池；澳大利亚：阳光电源签约南澳最大独立储能订单，总装机容量 138MW/330MWh。电动车：国常会：要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策；特斯拉：外长秦刚于北京会见马斯克；欧洲主流 6 国合计销量 9.4 万辆，同环比+31%/+33%，其中纯电占比 64%，环比上涨 3pct；5 月比亚迪销 24 万辆，同环比+107%/+14%；广汽埃安销 4.5 万辆，同环比+114%/+10%；蔚来销 0.62 万辆，同环比-12%/-8%；小鹏销 0.75 万辆，同环比-26%/+6%；理想销 2.83 万辆，同环比+146%/+10%；零跑销 1.21 万辆，同环比+20%/+38%；极氪销 0.87 万辆，同环比+100%/+7%；哪吒销 1.3 万辆，同环比+18%/+18%；问界销 0.56 万辆，同环比+12%/+23%；上汽集团：2025 年固态电池新能源车将突破“十万辆级”；蔚来 150kWh 固态电池包将于 7 月交付，续航达 930 公里；摩洛哥政府：国轩高科拟于当地建 100GW 电动汽车电池厂；百川金属钴 25.75 万元/吨，本周+0.8%；MB 钴（低级）13.88 美元/磅，本周-0.4%；MB 钴（高级）14.8 美元/磅，本周+1.2%；上海金属网镍 17.07 万元/吨，本周-2.8%；百川工业级碳酸锂 28.8 万元/吨，本周+4.7%；百川电池级碳酸锂 30.8 万元/吨，本周+4.4%；百川氢氧化锂 30.04 万元/吨，本周+1.0%；SMM 六氟磷酸锂 15.75 万/吨，本周+5.0%；百川六氟磷酸锂 16.4 万/吨，本周+3.1%；SMM 磷酸铁锂动力正极材料 9.65 万元/吨，本周+2.7%。新能源：能源局：我国风光总装机突破 8 亿千瓦；光伏发电项目以交流侧容量在电力许可证中登记，分批投产可分批登记；欧洲能源交易所 (EEX) 推出全球首个绿氢价格指数-Hydrix；关税降幅 50%，印度拟大幅下调光伏组件进口税；国家电网：公布第四批风、光补贴清单，共 232 个；一道新能：电池效率将超 35%，5 大革命性技术路线图发布；大唐 8GW 组件开标：P 型组件最低中标价 1.485 元/W，N 型最低 1.578 元/W；硅片大降价：N、P 同价跌破 4 元/片，最高下调 24%；青海德令哈：20GW 单晶拉棒项目开工，未来将扩 20 万吨多晶硅、40 万吨金属硅；33.7%，钙钛矿/硅叠层光伏电池效率新记录；通威与中国电建、海兴电力等公司重磅签约；据 Solarzoom，本周单晶硅料 118 元/kg，环降 10.61%；单晶硅片 182/210mm 4.00/ 5.70 元/片，环降 4.76%/5.00%；PERC182/210 电池 0.86/0.95 元/W，环降 6.52%/5.00%；单面 PERC182/双面 TOPCon182 组件 1.58/1.70 元/W，环降 3.07%/2.30%；玻璃 3.2mm/2.0mm 26.0/18.5 元/平，环平。本周陆上风电招标 1.5GW，海上暂无；本周陆风开/中标 2.31GW，海上暂无。按美元计价，1-4 月光伏组件出口 158 亿美元，同增 14%，其中 4 月出口 40 亿美元，同增 22%，环减 19%；1-4 月逆变器出口 41 亿美元，同增 122%，其中 4 月出口 10 亿美元，同增 86%，环减 14%。1-4 风电累计装机 14.2GW，同增 48%，其中 4 月装机 3.8GW，同增 126%，环减 17%；1-4 光伏累计装机 48.3GW，同增 186%，其中 4 月装机 14.7GW，同增 299%，环增 10%。电网：2023 年 1-4 月电网累计投资 984 亿元，同比+10.3%。公司层面：容百科技：与亿纬锂能签订《战略合作协议》并达成战略合作伙伴关系。璞泰来：1) 投资约 35 亿元，用于年产 8 万吨石墨负极及电池材料产业研究院项目；2) 投资 22 亿元，用于年产 1.2 万吨硅基负极材料及研发生产基地建设项目。锦浪科技：拟向 232 名激励对象授予 435.35 万股限制性股票，占总股本 1.10%，解锁业绩目标为 23/24/25 年营收分别达到 80/100/120 亿，或 23/24/25 年净利润达到 12/14/16 亿。福斯特：拟用 0.8-1.5 亿资金股票回购，价格不超过 46.37

元/股，回购股份未来全用于员工持股计划或股权激励。天合光能：拟用 3-6 亿元回购公司股票 462-923 万股，回购价格不超过 65 元/股，未来全用于员工持股计划或股权激励。爱旭股份：5%以上股东义乌奇光因资金需求通过大宗、集中竞价方式减持，累计权益减少 6.47%，主动减持股份 4.51%。中国电建：拟筹划分拆控股子公司电建新能源至境内证券交易所上市。普利特：拟投资 1.2 亿元建设年产 30GWh 钠离子及锂离子电池与系统项目。投资策略：储能：22 年美国储能装机 4.8GW/12.18Gwh，同增 34/12%，23 年 3 月底备案量达 29GW，环增 12%，美国大储 23 年重回 150%以上增长；国内储能 22 年 13-15Gwh，同增 150%+，今年 1-4 月招标超 20Gwh，4 月底开始需求明显好转，今年预计 150%以上增长；欧洲户储上半年需求淡季叠加去库存出货疲软，6 月将是重要时间窗口，全年预计保持较高增长；非洲因缺电光储需求旺盛；全球储能三年的 CAGR 为 60-80%，持续高成长，继续看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。电动车：5 月国内已披露的 11 家电动车企销 37.1 万辆，同环比+87%/13%，预估整体销量环比+5%，且 5 月车企新增订单有所恢复，全年销量预计 870-900 万辆，同时国常会明确电动车购置税减免将延续，力度超预期，有望助力未来销量维持平稳增长；5 月欧洲主流 6 国销 9.4 万辆，同环比+31%/+33%，略好于市场预期，预估全年销 300 万辆，增 20%。碳酸锂突破 30 万后企稳，厂商按需采购较为谨慎，预计 6 月锂电行业排产环比 5-15%继续平稳复苏。当前电动车仍为基本面、估值、预期低点，龙头地位稳固且 25 年估值仅 10x，看好 Q2-Q3 月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转，首推盈利确定的电池环节、盈利趋势稳健的结构件、负极&电解液、隔膜龙头等。光伏：SNEC 展会后硅料加速下跌，致密料成交均价 11.8 万元/吨，周环比降幅 10%+，硅片价格相应明显调整，电池价格相应下降，组件招标价格跌至 1.6 元/瓦，Q2 头部组件厂满产预计出货量环增 30%+；Topcon 投产持续加速，SNEC 展会成为各家主推，晶科速度和效率均领先，今年光伏供给瓶颈解决，储备项目释放，美国和中国市场确定高增，欧洲等保持稳健增长，预计 23 年全球光伏装机 375GW+，同增 45%以上，继续全面看好光伏板块成长，看好组件、topcon 新技术和逆变器龙头。工控：Q1 工控公司订单均微增，4 月同比下降后，5 月订单同比大幅增长，国产替代持续加速，工控拐点临近，看好汇川技术及国内龙头。风电：陆风 22 年需求旺盛，海风 22 年招标放量，23 年恢复持续高增长，重点推荐零部件&海风龙头。电网：投资整体稳健，关注特高压、储能、一带一路、中特估等结构性方向。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张）、科达利（结构件全球龙头、结构创新受益）、璞泰来（负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔等打造材料平台）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、晶澳科技（一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon 明显领先）、天合光能（210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、爱旭股份（PERC 电池龙头、ABC 电池组件上量在即）、三花智控（热管理全球龙头、布局机器人业务）、德业股份（并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长）、固德威（组串逆变器高增长，储能电池和集成有望爆发）、汇川技术

(通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破)、禾迈股份(微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长)、宏发股份(继电器全球龙头、高压直流翻倍增长)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、星源材质(隔膜龙二、量利双升)、科士达(UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大)、派能科技(户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩拐点)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、德方纳米(铁锂需求超预期、锰铁锂技术领先)、天顺风能(海工装备开始放量、陆塔/叶片稳定、风电运营稳步释放)、泰胜风能(陆塔稳健增长、海塔开始放量)、天奈科技(碳纳米管导电龙头、进入上量阶段)、中伟股份(前聚体龙头、镍冶炼布局)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,龙头主业纯粹)、大金重工(自有优质码头,双海战略稳步推进)、日月股份(铸件龙头盈利修复弹性大)、金雷股份、当升科技、尚太科技、许继电气、TCL 中环、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、三一重能、雷赛智能、美畅股份、上机数控、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注:盛弘股份、聚和材料、上能电气、亿晶光电、通合科技、华电重工、昇辉科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

环保行业点评报告:国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》,构建新型能源体系促双碳目标实现

投资要点 重点推荐:洪城环境,光大环境,瀚蓝环境,美埃科技,盛剑环境,凯美特气,华特气体,国林科技,金科环境,景津装备,三联虹普,赛恩斯,新奥股份,天壕环境,仕净科技,英科再生,高能环境,九丰能源,宇通重工。建议关注:鹏鹞环保,三峰环境,再升科技,卓越新能。《国家水网建设规划纲要》印发,推进水网建设理顺价格机制。《纲要》提出,到 2025 年,建设一批国家水网骨干工程;到 2035 年,基本形成国家水网总体格局。国新办表示在投资政策的具体安排上,1)加大投资支持力度,保持中央预算内投资合理强度,2)深化投融资改革,落实水价标准和收费制度;加快水网供水价格改革。低估值+高股息+现金流发力,一带一路助力,水务固废环保资产价值重估。1)水务:低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长,2022-2023 年承诺分红≥50%,2022 年股息率 5.18%,净现比提至 2.31,自由现金流转正。预计 2023-2025 年复增 10%,对应 2023 年 PE 8.69。建议关注【鹏鹞环保】PB(LF)仅 1.07,出售资产一级市场接近翻倍定价,在手现金 9 亿市值 46 亿,转型潜力大;2)垃圾焚烧:现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】固废龙头恒强,运营占比提升+国补回笼+资本开支下降,现金流改善在即,PB0.41 倍,2017 年以来分红维持 30%左右,2022 年股息率 6.80%,对应 2023 年 PE 3.86;【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款,现金流改善中,整合进行时,预计 2023-2025 年复增 15%,对应 2023 年 PE 11.92。建议关注【三峰环

境】国补加速，2022年净现比提至1.6倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应2023年PE 9.9。（估值日期：2023/5/26）关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。（1）技术驱动设备龙头：①半导体配套：A）耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】【华特气体】。B）设备：国产化，份额显著突破：重点推荐半导体制程废气处理【盛剑环境】；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从0到1。②压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。③光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量5-11倍提升成长加速，水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线；【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。（2）再生资源：①重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。（3）天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：2023M4 环卫新能源销量提速，期待试点城市落地；重点推荐【宇通重工】【福龙马】，建议关注【盈峰环境】。盛剑环境：泛半导体国产替代趋势下成长加速，纵横拓展打造新增长极。锂电回收行业跟踪周报：锂价回升回收盈利能力波动，行业规范化发展逐步推进。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国活跃钻机和压裂车队下降，产量增长存瓶颈

投资要点 【油价回顾】虽美债谈判有所突破，但目前仍在等待国会表决结果，叠加经济数据疲软抑制能源需求，原油价格整体下跌。周前期，东欧某国淡化了 OPEC+ 加大减产的前景，但美国债务上限谈判取得建设性进展，避免了违约风险，也助长了市场乐观情绪，国际油价先跌后涨。周后期，美国国会尚未表决是否通过协议，激发市场担忧情绪，叠加中国经济数据疲软恐抑制能源需求，美国原油产量增加施压油价，国际油价大幅下跌。【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+ 供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。我们认为，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。【原油价格板块】截止至 2023 年 06 月 02 日当周，布伦特原油期货结算价为 76.13 美元/桶，较上周下降 0.82 美元/桶（环比-1.07%）；WTI 原油期货结算价为 71.74 美元/

桶,较上周下降 0.93 美元/桶(环比-1.28%);俄罗斯 Urals 原油现货价为 53.40 美元/桶,与上周持平;俄罗斯 ESPO 原油现货价为 62.29 美元/桶,较上周下降 3.61 美元/桶(环比-5.48%)。【美国原油板块】1)供给端。产量板块:截止至 2023 年 05 月 26 日当周,美国原油产量为 1220 万桶/天,较之前一周减少 10 万桶/天。钻机板块:截止至 2023 年 06 月 02 日当周,美国活跃钻机数量为 555 台,较上周减少 15 台。压裂板块:截止至 2023 年 06 月 02 日当周,美国压裂车队数量为 256 部,较上周减少 4 部。2)需求端。截止至 2023 年 05 月 26 日当周,美国炼厂原油加工量为 1616.5 万桶/天,较之前一周增加 9.6 万桶/天,美国炼厂原油开工率为 93.10%,较之前一周上升 1.4pct。3)原油库存。截止至 2023 年 05 月 26 日当周,美国原油总库存为 8.15 亿桶,较之前一周增加 197.1 万桶(环比+0.24%);商业原油库存为 4.6 亿桶,较之前一周增加 448.9 万桶(环比+0.99%);战略原油库存为 3.55 亿桶,较之前一周减少 251.8 万桶(环比-0.70%);库欣地区原油库存为 3723.0 万桶,与之前一周持平。4)成品油库存。截止至 2023 年 05 月 26 日当周,美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 21607.0、1690.1、10665.7、4144.1 万桶,较之前一周分别-20.7(环比-0.10%)、+69.7(环比+4.30%)、+98.5(环比+0.93%)、-113.6(环比-2.67%)万桶。【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)、石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3)新能源加大替代传统石油需求的风险。4)OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5)美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6)美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7)全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:陈李 证券分析师:郭晶晶)

汽车行业跟踪周报:5月第四周乘用车批发销量环比-23%,优选客车!
投资要点 每周复盘:五月第四周乘用车复苏明显。SW 汽车上涨 0.7%,跑赢大盘 0.2pct。子板块涨跌互现。申万一级 31 个行业中,本周汽车板块排名第 13 名,排名居中。估值上,SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 80%/71%分位,分位数环比上周+0pct/+2pct;SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 71%/27%分位,分位数环比上周+0pct/-2pct;SW 商用载客车的 PE/PB 分别处于历史 81%/52%分位,分位数环比上周-1pct/+0pct;SW 商用载货车的 PE/PB 分别处于历史 95%/66%分位,分位数环比上周+0%/+4%。(本周具体指 2023.5.29~2023.6.3,后文同,文中月份/季度前未注明年份者均默认为 2023 年本年度) 基本面跟踪:1)乘用车景气度跟踪:周度销量:乘联会周度数据口径:5 月第四周批发日均 7.9 万辆,同比-8%,环比-23%。4 月狭义乘用车产量实现 175.9 万辆(同比+77.4%,环比-15.7%),批发销量实现 178.8 万辆(同比+87.6%,环比-10.0%)。库存:4 月乘用车行业企业库存-2.9 万辆,4 月乘用车渠道库存-8.2 万辆。2)重点新车:吉利银河 L7 正式上市。3)重卡景气度跟踪:4 月产批零环比略有下滑,海外出口稳中有进。4 月重卡销量 8 万辆,同环比+83%/-31%。4 月重卡月度整体产量为 8.58 万辆,同环比分别+101%/-28%;批发量为 8.31 万辆,同环

比分别+90%/-28%；终端销量为 5.54 万辆，同环比分别+51.5%/-27.5%；出口 1.26 万辆，同环比分别+52.1%/+4.4%。4) 客车景气度跟踪：产批零同环比增长，出口持续复苏。4 月客车整体产量为 4.07 万辆，同环比+63.54%/-14.44%；批发量为 3.81 万辆，同环比分别+51.85%/-15.54%；4 月终端销量为 2.90 万辆，同环比分别+51.8%/-15.5%；出口 8552 辆，同环比分别+157.44%/-5.85%。5) 上游成本：原材料价格略微上升。本周（5.29-6.4）环比上周（5.22-5.28）乘用车总体原材料价格指数+0.43%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别-1.47%/+1.60%/+1.24%/-0.14%/+0.16%。个股基本面更新：乘用车：理想/小鹏/蔚来/比亚迪/吉利极氪/广汽埃安/问界发布 5 月产销报告；吉利银河 L7 新车上市公告；零部件：继峰股份获得一汽大众乘用车座椅总成项目定点。投资建议：重视国常会“新能源车购置税减免再延期”对乘用车/零部件板块行情的催化！2023 是汽车切换之年，破旧立新，拥抱【出海+AI 智能化】。基于【业绩对国内经济恢复力度的依赖度越低越好+有出海/AI 等全新中期增长逻辑+估值合理】标准，3 月以来汽车的子版块排序：客车>重卡/两轮>乘用车/零部件。【政策刺激下有望需求复苏主线】思路下选股：乘用车/零部件板块：本周末国常会“新能源车购置税减免再延期”，有望稳定市场对新能源需求预期，进一步催化本轮【乘用车/零部件反弹行情】。乘用车优选龙头品牌【比亚迪/理想汽车】，加速新能源转型【长城吉利长安广汽等】，零部件优选客户优质且业绩确定性【T 链/拓普/新泉/旭升/爱柯迪/嵘泰等】，智能化赛道【德赛西威/华阳集团等】，赛道空间大且格局较好【伯特利/继峰股份等】。重卡板块该主线下同出海逻辑选股。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇 研究助理：谭行悦 研究助理：杨惠冰）

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：油价下跌，长丝盈利改善

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 06 月 02 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：新凤鸣（环比+8.82%）、荣盛石化（环比+4.29%）、桐昆股份（环比+4.04%）、恒力石化（环比+3.13%）、恒逸石化（环比+1.47%）、东方盛虹（环比-1.60%）。近一月涨跌幅为新凤鸣（环比+7.87%）、恒力石化（环比+0.00%）、桐昆股份（环比-2.17%）、荣盛石化（环比-5.10%）、东方盛虹（环比-7.01%）、恒逸石化（环比-9.78%）。【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2741.49 元/吨，环比减少 53.45 元/吨（环比-1.91%）；国外重点大炼化项目本周价差为 958.16 元/吨，环比减少 187.57 元/吨（环比-16.37%），本周布伦特原油周均价为 75.40 美元/桶，环比减少 1.22 美元/桶（环比-1.60%）。【聚酯板块】本周聚酯板块涨跌互现，长丝表现较优。MEG 方面，供需基本面表现尚可，但油价下挫，导致价格回落。PX 方面，成本端呈现利空影响，但下游开工回暖，行业维稳运行。PTA 供需格局无较大矛盾，价格小幅回升。涤纶长丝市场涨后维稳，库存压力暂不明显，市场成交重心连续上探。瓶片方面，开工率维持九成，持货商出货压力尚存，价格小幅下调。短纤方面，下游需求未有明显提升，成交重心下移。【炼油板块】本周原油价格整体下跌。美债谈判一波三折，叠加经济数据疲软抑制能源需求，原油价格整体下跌。成品油市场涨跌互现。汽油方面：零售限价上调兑现，但国际油价宽幅走跌，整体需求偏弱运行。柴油方面：虽即将迎来夏收，但国内进入休渔期，整体需求缺乏提升空间。航煤方面：下游需求疲软，市场利空指向，航煤价格有所下跌。【化工板块】

本周化工板块整体下行，丙烯腈产业链表现较差。具体来看，EVA 市场价格先跌后稳，总体重心下行。聚丙烯市场价格回落，聚乙烯价格涨跌互现。纯苯市场走跌，苯乙烯行情上行。PC 价格下跌，丙烯腈、MMA 价格大幅收窄，酚酮产业链表现不佳。风险提示：1) 大炼化装置投产、达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 陈李 证券分析师: 郭晶晶)

建筑装饰行业跟踪周报: 建筑 PMI 有所回落, 政策预期升温

投资要点 本周(2023.5.27-2023.6.2, 下同): 本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅 2.42%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.28%、0.87%, 超额收益分别为 2.14%、1.55%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评: 国家统计局发布 5 月 PMI 数据: 建筑业商务活动指数为 58.2%, 低于上月 5.7 个百分点, 仍位于较高景气区间。业务活动预期指数为 62.1%, 低于上月 2.0 个百分点, 持续位于 60% 以上高位景气区间, 反映企业后续良好的景气预期。周观点: 短期板块有所回调, 国企改革、中特估和一带一路仍是主线, 持续推荐建筑板块的投资机会: (1) 1-4 月基建投资仍维持同比较快增长, 反映狭义财政支出和专项债的前置发力效果, 4-5 月建筑 PMI 有所回落, 但整体仍处于高景气区间, 政策预期有所升温, 我们预计后续稳增长政策有望继续发力, 基建链条景气有望继续维持; 同时, 新一轮国有企业改革正在谋划实施, 2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系, 提升净资产收益率和现金流考核权重, 将指引建筑央企持续提升经营效率, 结合 22 年报情况来看, 经营效果已开始体现, 结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系, 建筑央企有望迎来基本面和估值共振, 我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会, 推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建, 建议关注中国中铁等。(2) “一带一路”方向: 二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展, 将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设, 开展更大范围、更高水平、更深层次的合作, 为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间, 今年以来我国与“一带一路”沿线国家贸易保持较快增长; 近期中国-中亚峰会顺利举办, 取得丰硕成果, 互联互通有望助力基建投资发展。今年是一带一路倡议提出 10 周年, 第三届“一带一路”高峰论坛召开可期, 在丰富成果的基础上, 预计更多政策支持有望出台, 叠加近期多重外事活动事件催化, 海外工程业务有望受益, 建议关注国际工程板块和相关区域热点板块, 个股推荐中材国际, 建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点, 新业务增量开拓下的投资机会: 在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下, 装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高, 有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材; 建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、建筑+AI 方向的华阳国际; 新能源业务转型和增量开拓方面, 推荐中国电建, 建议关注中国能建等。风险提示: 地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊 证券分析师: 石峰源 研究助理: 杨晓曦)

建筑材料行业跟踪周报: 短期上涨可持续

投资要点 本周(2023.5.29-2023.6.2, 下同): 大宗建材基本面与高

频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 403.0 元/吨，较上周-7.8 元/吨，较 2022 年同期-65.8 元/吨。较上周价格持平的地区：泛京津冀地区、华北地区、西北地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-6.3 元/吨）、长江流域地区（-5.7 元/吨）、两广地区（-10.0 元/吨）、东北地区（-51.7 元/吨）、华东地区（-5.0 元/吨）、中南地区（-5.0 元/吨）、西南地区（-3.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 74.8%，较上周+1.3pct，较 2022 年同期+2.8pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 60.7%，较上周-0.8pct，较 2022 年同期-2.3pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 2117.3 元/吨，较上周-94.8 元/吨，较 2022 年同期+224.1 元/吨；全国 13 省样本企业原片库存为 5213 万重箱，较上周+424 万重箱，较 2022 年同期-1603 万重箱。（3）玻纤：截至 6 月 1 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 3800-4100 元/吨不等，全国均价在 4048.38 元/吨，主流含税送到，较上周均价（4065.69）下跌 0.43%，同比下跌 30.19%。周观点：上周提到博弈窗口临近，周五地产及地产链大涨，我们认为上涨可以持续一段时间。原因有三，一是出口和基建预期转弱，稳增长预期增强。二是地产销售增速回落，景气复苏低于预期导致供给侧加速出清。三是地产链股票连续下跌幅度较大，机构持仓较少。择股角度工程端白马股弹性大，短期博弈价值更高。中期角度，国内地产链基本面最差时候已经过去了，可以逐渐布局。一方面地产销售持续回暖，龙头民营地产加杠杆的能力和意愿回升，开始拿地。另一方面地产链的竞争格局在持续得到优化。长期维度估值已经处于低位，Q2~3 工程端可见利润拐点。景气回暖角度从高到底排列分别是家居家电、消费建材、工程建材、大宗建材。长期角度，国内市场的景气中枢较难回到过去水平，需要重新定位中枢水平。海外市场对于长期增长更为重要，例如东盟、拉美、中东、非洲。（1）零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股，建议关注箭牌家居。（2）工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。（3）基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，长三角水泥价格底部已现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。弱复苏下主题投资更加受重视，国企改革和一带一路相关标的有天山股份、北新建材等。大宗建材方面：玻纤：行业供需平衡持续修复，源于行业产能投放速度显著放缓，叠加风电等细分领域需求回升。短期需求表现一般制约了库存去化速度以及企业提价动力。中期随着风电、热塑等领域需求继续回暖，我们判断库存去化有望延续，若海外经济复苏或者风电需求弹性超预期，有望带来行业库存的超预期去化，涨价空间也有望打开。当前板块估值处于历史低位，需求和盈利回升预期有望推动估值修复，推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。玻璃：短期终端需求释放略弱于季节性规律，而得益于供给同比仍有明显削减，在贸易商和加工厂前期较高库存得到消化好，厂商产销有望转好，价格也有望企稳反弹。我们认为短期供给恢复弹性有限，支撑行业库存去化的趋势。若终端需求转暖，随着下半年纯碱价格下跌+旺季需求释放，若保交付落地，盈利弹性有望超预期。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加新业务拓展的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。水泥：短期水泥出货较弱，主要受到下游资金短缺的影响，在市政、房建需求疲弱的背景下，基建发力仍难以拉动整体需求回暖，因此行业供需平衡

仍需要错峰停窑的配合，价格预计将震荡回落。中期来看，5月建筑业PMI维持高位景气区间，基建实物需求有望继续落地，若市政、房建需求好转或错峰停窑力度到位，景气中枢有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强；另一方面，煤炭价格的回落也有利于企业盈利修复。水泥企业市净率估值处于历史底部，若需求端现积极信号，有望催化估值修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高、市场格局优化的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：Q1部分品类经销渠道反馈出货速度有所加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，进入Q2以来由于去年同期低基数，同比均有改善，市场温和复苏。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计2023年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证

券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

非银金融行业跟踪周报：券商处于底部区域，建议左侧积极配置！

投资要点 经济陷入悲观，政策出台预期进一步提升。5月中国制造业PMI仅为48.8%，继续在收缩期间下探，宏观经济复苏基础似乎仍不牢固。但是从积极的方面解读，4月底以来市场对于经济的信心不断走低，预期持续下行，也无疑提高了政策出台的概率。经济复苏缓慢，反而有“柳暗花明”的机会。证券行业当前基本面情况良好，估值处于低位。1) 2022H1市场疲弱(上证指数/科创50/沪深300分别下跌6.6%/20.9%/9.2%；全市场股基日均成交额10,451亿元，同比+6.90%，环比-19.09%)，证券行业整体承压，各项收入普遍下滑，42家上市券商合计营收同比-18.7%至2,538亿元，合计归母净利润同比-25.6%至758亿元。而从2023H1的情况来看，截至2023年6月2日，全市场日均股基成交额同比+2.03%至10,518亿元，上证指数/科创50/沪深300涨跌幅分别为+4.6%/+9.7%/-0.3%，证券板块基本面情况显著优于2022年同期。2) 截至2023年6月2日，证券板块PB估值为1.17x，历史分位数1.96%，处于历史绝对底部。板块基本面复苏将驱动券商估值将迎来修复，长期投资价值凸显。投资建议：从历史经验来看，证券板块领涨，均为政策利好叠加监管边际宽松(流动性释放)驱动市场景气度提升(股基交易额/新发基金数据回暖)，投资者情绪高涨，进而带动证券板块估值修复，提升券商股业绩。当前行业估值处于低位，市场情绪回暖迹象显现，板块有望迎来快速反弹，建议左侧布局。科技金融主线下，推荐【同花顺】、【指南针】、【财富趋势】；财富管理主线下，推荐【东方财富】、【广发证券】，建议关注【东方财富证券】；“中特估”方向，建议关注【中国银河】；头部券商方向，推荐【中信证券】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周环比	2022 同期比
中国内地日均股基成交额(亿元)	10,577		15.75%

2.03%		中国香港日均股票成交额（亿港元）	
1,023	46.88%	-12.18%	两融余额（亿元）
16,140	0.21%	6.24%	基金申购赎回比
0.87	1.04	1.07	开户平均变化率
	7.81%	5.95%	12.66%

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所 注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较于 2022 年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

医药生物行业跟踪周报：医药板块兼具成长与防御，建议战略性配置

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.07%、-1.48%，相对沪指的超额收益分别为-2.62%、-6.04%；本周医疗服务估价上涨1.47%、商业股价跌幅较小，原料药、化药、中药及生物制品等股价跌幅大；本周涨幅居前创新医疗（+52.79%）、爱朋医疗（+24.76%）、冠昊生物（13.48%），跌幅居前 ST 运盛（-89.18%）、*ST 辅仁（-23.81%）、紫鑫药业（-21.62%）。涨跌表现特点：医药板块出现普跌、大市值公司跌幅更加明显，但医疗服务等较为抗跌、中药出现明显调整。坚定看好医药板块，重点关注方向包括优质仿创药、中药、IVD、高值耗材等；坚定看好医药板块，诸多股票再创新高。重点关注方向包括优质仿创药、中药、IVD、高值耗材等！看好原因：第一，医院端诊疗需求确定性最高。该板块纯内需、不受宏观经济影响、需求增长持续稳定。需求将在疫情后逐步释放，带来板块的业绩持续高增。第二，板块估值处于历史较低，估值修复有望持续。2018 年年底从“4+7”开始，医药各个子板块受到政策尤其是集采的冲击较大，化学制剂、高值耗材、生物制剂、体外诊断、中药等均逐步纳入集采当中。机构对于该板块的配置下降较快。当前板块估值较低，叠加政策边际趋缓、盈利预期修复、机构持仓低位，行业估值修复有望持续。重点推荐方向：1) 优质仿创药：院内复苏、集采出清、新药放量、基层市场扩容四重因素共振，全面看多优质处方药。院内复苏：诊疗恢复趋势明确，处方药、围手术药品刚性需求有望释放。集采出清：板块迎来价值重估，2025 年目标集采品 500 个，1-8 批集采已经纳入 333 个，数量、金额均已过半。新药放量：药审评加速+医保支付增强，创新药占比提高。基层市场扩容：24 年受益于医疗新基建、药店纳入门诊统筹、药店报销放开，激发基层用药需求。2) 中药上涨方向不改：中期看，我们仍然坚定看好中药板块机会。业绩层面，Q2 中药高增长可持续，全年仍能高增长。估值层面，仍未进入泡沫化阶段，处于 PEG 小于 1 状态。此外，随着基药目录等催化剂即将落地、品牌中药如片仔癀大幅提价 30% 带来的量价齐升空间，中药板块有望持续上涨。3) 在院端诊疗量总体恢复过程中，IVD 直接受益：发光仍是 IVD 黄金赛道。我国化学发光 2019 年市场规模约为 300 亿元，2014-2019 年 CAGR 达 25%，2019 年国产厂家市场份额仅有 20% 不到。市场规模大，行业增速高，进口替代空间足，国产化学发光仍是 IVD 领域的黄金赛道。4) 院内诊疗 2、3 月份手术量快速恢复，眼科、内镜、心血管、骨科、口腔手术量及诊疗量均有不同程度恢复：我们认为 23Q2 大概率会延续复苏趋势，叠加 22 年同期低基数，强烈建议关注高值耗材、医疗设备板块。诺和诺德的司美格鲁肽注射液的上市申请正式获药监局受理；贝达药业甲磺酸贝福替尼胶囊获批上市，适应症为既往使用

EGFR-TKI 耐药后产生 T790M 突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌；赛诺菲 NKp46/CD16/CD123 三抗注射用 SAR443579 获批临床，用于治疗 12 岁及以上复发/难治性恶性血液病。：推测司美格鲁肽注射液本次申报上市的适应症：作为低卡路里饮食和增加体力活动的辅助治疗用于初始体重指数（BMI） $\geq 30\text{kg/m}^2$ （肥胖），或 $\geq 27\text{kg/m}^2$ 且 $< 30\text{kg/m}^2$ （超重）并且伴有至少一种与超重相关合并症的成人患者；IBIO-102 研究是一项单臂、多中心 II 期临床试验，共纳入 290 例患者，旨在评估贝福替尼在既往一代/二代 EGFR-TKI 耐药后产生 T790M 突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）患者中疗效和安全性；SAR443579 是赛诺菲与 Innate Pharma 合作开发的，利用 Innate 专有的多特异性抗体平台 ANKET 研发的一款基于 NKp46/CD16 的 NK 细胞接合 具体配置思路：1)创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药-U 等；2)优秀仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；3)耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4)中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；5)消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；6)其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；7)其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；8)低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；9)科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；10)血制品领域：天坛生物、博雅生物等。 风险提示： 药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

（证券分析师：朱国广）

机械设备行业跟踪周报：推荐进口替代加速的半导体设备；关注通用设备技术进步

1.推荐组合：三一重工、晶盛机电、恒立液压、先导智能、拓荆科技、迈为股份、华测检测、长川科技、柏楚电子、奥特维、芯源微、杰瑞股份、绿的谐波、富创精密、奥普特、杭可科技、海天精工、高测股份、金博股份、新莱应材、至纯科技、联赢激光、纽威数控、利元亨、道森股份。 2.投资要点： 半导体设备：日本出口管制落地，拥抱国产替代投资机遇 5月23日日本经济产业省正式公布外汇法法令修正案，将先进芯片制造设备等 23 个品类追加列入出口管理的管制对象，该计划涉及清洗、成膜、热处理、曝光、蚀刻、量测等 23 个设备种类。日本出口管制落地，符合先前预期，不同美国制裁范围宽泛，日本对出口管制设备进行了细致的界定，主要对应 14-10nm 及以下先进制程需求，包括极紫外（EUV）相关产品的制造设备和三维堆叠存储元件的蚀刻设备等，我们认为日本出口管制对国内成熟制程扩产影响不大，对先进制程扩产有一定影响，势必会加速相关领域先进制程设备国产替代，国内企业充分受益。资本开支方面，中芯国际依据扩产计划推进相应的资本开支，后续国内晶圆厂招标大规模启动是大概率事件，国内半导体设备公司订单有望持续兑现。重点推荐精测电子、拓荆科技、赛腾股份、长川科技、芯源微，华海清科、北方华创、至纯科技、中微公司、万业企业、盛美上海、华峰测控，建议关注微导纳米、晶升股份等。 光伏设备：HJT 接近平价临界点，扩产即将加速 新进入者扩产均加速，以华晟为例，2022 年扩产 2.7GW，2023 年底产能扩到 20GW 的原因是：2022 年全年非硅 BOM 成本降低 56%。我们预计 Q2 末-Q3 华晟二期或三期均可能实现生产成本和 PERC 打平。我们认为，光伏技术迭代过程中，成本越接近临界点，越有可能迎来指数型增长（参考单晶替代多晶的发展历史）。同时目前的 HJT 设备稳定性提高明显。华晟三期设备整线调试中，出首片时间从一期

的 72 天到二期的 60 天到三期第一条线的 40 天，这其中包括定位、固定、组装、调试、工艺、单机调试等，但得益于异质结的工艺比 TOPCon 少很多道，最新调试周期数据为 29 天。东方日升 HJT 电池首线首片调试仅用 12 天，平均效率 25.3%。随着硅片减薄&0BB&银包铜&电镀铜等降本路线落地，HJT 接近平价临界点，我们认为 2023 年 HJT 扩产规模预计 50-60GW 目标不变，龙头组件企业均有望年内落地中试线。硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份，电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份，组件环节推荐串焊机龙头奥特维。

通用自动化：绿的谐波新品发布会亮点满满，看好自主可控助力国产数控系统加速突围 5 月 31 日绿的谐波成功举办新品发布会，亮点满满。

1) 高精度数控转台：转台为机床重要部件，绿的借助高刚性 Y 系列谐波，研发出刚性+精度双提升的谐波转台，其产品承载力强，可以实现大行程高刚性加工。

2) 微型电液执行器：传统电液执行器体积大易漏油，而绿的研发出微型电液执行器，具备高功重比、适应高频变工况、耐高压三大优势。

3) 爬壁机器人：即在垂直墙壁上攀爬并完成作业的机器人，通过将其与焊接系统、打磨头等工具相结合，能够在危险环境中实现焊接、检测等复杂应用；

4) 液控磨抛工具：机器人传统磨抛工具以气动为主，而液压磨抛工具具有能耗低、输出力大、体积小重量轻等优势。除机器人谐波减速器外，绿的谐波不断探索非机器人应用，有望打开第二成长曲线。

三大逻辑坚定看好国产数控系统龙头加速突围：1) 逻辑一（国产数控系统性能加速提升）：以华中数控为例，一方面其校企背景能够为其提供大量的研发资源，“04”专项等国家项目也能够帮助其加速技术迭代，近年来其技术水平提升明显。

2) 逻辑二（外资品牌封锁逐步加强）。

3) 逻辑三（自主可控需求下，国产系统渗透率提升）：目前以华中数控为首的国产厂商逐步进入到航天军工领域国企的供应链。投资建议：工业自动化推荐国茂股份、埃斯顿、怡合达、绿的谐波；刀具推荐欧科亿、华锐精密、新锐股份；机床行业推荐华中数控、科德数控、海天精工、纽威数控、国盛智科，建议关注秦川机床；注塑机行业推荐伊之密。

工程机械：“一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会 2022&2023 年 Q1 十七家工程机械企业合计实现营收 3240/804 亿元，同比变动-13%/+4%，归母净利润 161/59 亿元，同比变动-47%/+6%，一季度业绩企稳，增速转正。工程机械为周期性行业，从基本面看，二季度行业仍逐步复苏趋势。2023 年为一带一路倡议十周年，包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、“一带一路”高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办。工程机械为“一带一路”核心板块之一，2023 年 1-2 月，我国对“一带一路”相关的 65 个国家非金融类直接投资 40 亿美元，同比增长 28%，行业分布以基建类项目为主，能源，交通行业占比最大，合计占比 60%以上。我们预计 2023 年工程机械龙头出口收入占比约占一半，仍在持续提升，其中“一带一路”占比达 70%以上，政治关系改善背景下深度受益。此外，行业相关公司回购不断，基本面边际向好、估值处于历史低位，具备吸引力。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，国企改革估值弹性【徐工机械】，挖机及高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦 证券分析师：刘晓旭）

有色金属行业跟踪周报：美国债务谈判取得进展，金属价格反弹

投资要点 行业近况： 回顾本周行情，有色板块本周上涨 3.42%，

在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，能源金属、小金属、工业金属等板块全线上涨。工业金属方面，美国债务上限谈判达成初步协议，市场对于美国债务违约担忧降温，市场情绪略有回暖，本周工业金属价格有所反弹。贵金属方面，周内受美债实际收益率走弱影响，叠加美国多位官员传达暂停加息信号，贵金属价格小幅反弹。周观点：铜：海外利好刺激下，本周铜价上涨。供应端，海外原料矿的生产和运输问题进一步得到解决，部分炼厂原料库存出现累库，精铜产量继续环比微增。需求端，国内建筑和房地产行业处于淡季，精铜消费需求未见明显好转。总体来看，美国债务上限谈判达成原则协议后，市场恐慌情绪得到安抚，短线对价格形成提振，本周铜价小幅上涨。往后看，低库存对铜价形成一定支撑，预计后市铜价维持震荡。铝：短期供给预期升温，需求维持弱势。供应端，本周电解铝企业整体继续复产，主要集中于贵州地区，产量环比小幅上升。需求端，下游铝棒铝板产量增减不一，铝棒产量环比小幅上涨而铝板产量环比小幅下滑，综合来看需求运行较为平稳。整体来看，在海外利好刺激下本周铝价有所反弹。往后看，供应小幅上行而需求保持冷淡，预计后市铝价将维持偏弱震荡。黄金：衰退风险压制加息预期，黄金价格有所反弹。周内受美债实际收益率走弱影响，叠加美国多位官员传达暂停加息信号，黄金价格小幅上涨。6月2日，美国劳工统计局发布的数据显示，美国5月非农就业人数增加33.9万人，远超市场预期，黄金价格受此消息影响迅速下跌。劳动力市场强劲数据显示美国经济仍具韧性，市场对于下半年降息预期有所降温，后市预计金价将承压运行。风险提示：美元持续走强；美债违约风险上升；下游需求不及预期。

（证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈李）

美容护理行业点评报告：美护行业 618 预售数据速递：国产品牌表现亮眼，抖音平台增速突出

投资要点 2023年618第一波开门红预售已于5月31日20:00结束，并迎来3天结尾款+开门红的大促。随着近年来618大促重心的不断前倾，预售对大促的意义愈发重要。美妆行业各平台、各品牌表现如何，展现了怎样的趋势？**行业大盘：**头部主播发力助彩妆高增，抖音平台增速较快。据青眼情报，5月26~30日，天猫美妆GMV约85.87亿元，同比持平。其中，天猫美容护肤GMV为73.71亿元，同比-3.63%；天猫彩妆GMV为12.16亿元，同比+29.98%。彩妆的增长一定程度上受益于头部主播的复播发力，以及放开后旅游出行场景的修复。而天猫护肤的下滑，一定程度上受抖音分流的影响：据青眼情报，抖音美容护肤GMV同比+47.2%。**行业趋势：**抖音渠道高增，品牌运营内功加速兑现。尽管天猫仍是最大的板块，但抖音渠道本次618增速亮眼，未来抖音渠道将变得愈发重要。据青眼情报，抖音618美妆预售额为30~35亿元，同比+60%；其中抖音美容护肤GMV为15~20亿元，同比+47%；抖音彩妆香水GMV为5~10亿元，同比+65.7%。抖音渠道是行业里重要的增量来源，未来或成为各大美护品牌的发力重点。而直播带货的形式，对品牌的综合运营实力考验更为突出，未来营销运营能力更强的品牌，有望加速兑现。**品牌趋势：**品牌之间分化显著，国产品牌表现亮眼，珀莱雅、薇诺娜、可复美、夸迪等优质国牌跻身天猫预售TOP20。据青眼情报，天猫美护行业618预售榜前20品牌中，预售额同比增速从-47%到106%不等。其中，珀莱雅、可复美等国产品牌表现优异。珀莱雅在天猫美护板块中预售额名列第二，同比+71%；薇诺娜跻身前10；可复美在天猫渠道取得亮眼成长，并跻身TOP15；夸迪名列第18名。当然品牌之间的差异可能与营销资

源投放、品牌势能等因素相关；而增速快、销售额排行靠前的品牌，一定程度上也是近期势头比较强劲的品牌。近年来 618 大促重心不断前置，预售&首轮结尾款决定整个大促表现：618 大促的销售额主要在 6 月 1~3 日释放，而前三天销售额主要来自预售。以淘系平台美容护理行业为例，根据魔镜数据，2022 年 618 大促前 3 日销售额占比达 64%，预售占前 3 日比重达 72%，即预售决定了整个大促期间 46% 的销售额。关注品牌势能强劲、Alpha 突出的国产品牌：本次大促期间，国产美护品牌有望迎来 Alpha 与 Beta 的双击：①近年来美护赛道逐渐分化，国产品牌凭借其对产品、用户、渠道的理解，以及营销、运营等方面的优势，展现出强劲的 Alpha，市场份额不断提升。②随着放开后的消费恢复和李佳琦的复播，2023 年 618 有望同比实现较高的增速。推荐标的：品牌力与经营能力突出、预售增速较快的珀莱雅、巨子生物等。风险提示：第三方数据不准，预售不代表实际成交，消费不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖)

煤炭开采行业跟踪周报：需求处于低位，煤价弱势运行

投资要点 行业近况：动力煤方面，库存仍在上行，价格环比下跌。本周港口动力煤现货价环比下跌 105 元/吨，报收 765 元/吨。供给端，产地供应有所回落，本周日均港口调入量约 187.26 万吨，环比下降 10.26%。需求端，本周日均港口调出量约 177.11 万吨，环比下降 9.84%。库存端，电厂库存仍处于较高水平，港口方面，本周环渤海四港口日均库存继续上行，环比增加 2.63%，整体仍处于近年高位。预计随着用电旺季即将到来，预计后续动力煤需求仍有支撑，价格企稳运行。炼焦煤方面，短期价格预计承压。本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报 1800 元/吨，环比上周持平。供给端，产地整体供应稳定，进口量维持较高水平。需求端，下游钢铁企业利润低迷，生产积极性较弱，铁水需求；且随着淡季到来，短期需求预期较为弱势，焦煤价格承压。不过考虑到未来稳增长政策环境下基建投资持续发力、房地产用钢需求边际改善，同时供给偏紧支撑下，中期焦煤价格预期企稳。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

(证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈李)

环保行业点评报告：国家电网公布 2023 年第四批可再生能源发电补贴项目清单，促进行业健康发展

投资要点 重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，盛剑环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。《国家水网建设规划纲要》印发，推进水网建设理顺价格机制。《纲要》提出，到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程；到 2035 年，基本形成国家水网总体格局。国新办表示在投资政策的具体安排上，1) 加大投资支持力度，保持中央预算内投资合理强度，2) 深化投融资改革，落实水价标准和收费制度；加快水网供水价格改革。低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，水务固废环保资产价值重估。1) 水务：低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，2022-2023 年承诺分红 ≥ 50%，2022 年股息率 5.18%，净现比提至 2.31，自由现金流转正。预计 2023-2025 年复增 10%，对应 2023 年 PE 8.69。建议关注【鹏鹞环保】PB (LF) 仅 1.07，出售资产一级市场接近翻倍定价，在手现金

9 亿市值 46 亿，转型潜力大 2) 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.41 倍，2017 年以来分红维持 30% 左右，2022 年股息率 6.80%，对应 2023 年 PE 3.86；【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计 2023-2025 年复增 15%，对应 2023 年 PE 11.92。建议关注【三峰环境】国补加速，2022 年净现比提至 1.6 倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应 2023 年 PE 9.9。（估值日期：2023/5/26） 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。（1）技术驱动设备龙头：① 半导体配套：A）耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】【华特气体】。B）设备：国产化，份额显著突破：重点推荐半导体制程废气处理【盛剑环境】；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。② 压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。③ 光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量 5-11 倍提升成长加速，水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线；【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。（2）再生资源：① 重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。（3）天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：2023M4 环卫新能源销量提速，期待试点城市落地；重点推荐【宇通重工】【福龙马】，建议关注【盈峰环境】。盛剑环境：泛半导体国产替代趋势下成长加速，纵横拓展打造新增长极。锂电回收行业跟踪周报：锂价回升回收盈利能力波动，行业规范化发展逐步推进。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

商贸零售行业跟踪周报：2023Q1 酒店业绩大幅修复，暑期旺季业绩弹性可期

本周行业观点（本周指 2023 年 5 月 29 日至 6 月 4 日，下同） 居民出行意愿恢复助推业绩实现扭亏。2023 年 Q1 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 9.8/7.9/1.3 亿人次，为 2019 年同期的 29%/93%/80%。得益于居民出行意愿修复，酒店行业公司经营情况显著改善。锦江酒店/华住集团/首旅酒店 2023 年 Q1 分别实现营收 29.22/44.80/16.56 亿元，同比增长 25%/67%/37%，归母净利润分别扭亏为 1.30/9.90/0.77 亿元，业绩显著修复。2023 年一季度 RevPAR 恢复或超越疫情前水平，储备店增加支持实现新开目标。2023 年 Q1 锦江酒店/华住集团/首旅酒店 RevPAR 为 121/210/131 元，分别恢复至 2019 年同期的 103%/118%/96%，拆分到量价，OCC 分别恢复到 2019 年同期的 87%/94%/79%，ADR 恢复到 2019 年同期的 109%/125%/120%。公司持续推进门店扩张，2023 年 Q1 锦江/华住/首旅新开酒店数分别为

195/264/210 家，储备店数量上升至 15911/2339/1907 家，支持 2023 年 1200/1400/1500-1600 家的全年开店目标，未来有望助力释放业绩弹性。五一假期后 RevPAR 回落至 2023 年 3 月水平。根据 STR 酒店数据库，中国高端奢华酒店/中高端酒店/经济型酒店 2023 年 5 月第 4 周(5 月 21 日-5 月 27 日): 入住率(OCC)分别同比提升 23.4/13.1/14.5 个百分点，环比-1.8/-2.5/-4.4 个百分点。房价(ADR)分别同比+26.3%/+29.2%/+22.8%，环比-0.8%/-0.5%/-1.4%。RevPar 分别同比提升 98.1%/56.9%/58.2%，环比-3.5%/-3.9%/-7.6%。五一假期后，RevPar 大致回落至 3 月水平，量的角度，奢华和中高端酒店 OCC 呈上升趋势，经济型 OCC 略有下滑；价的角度，房价在回落保持平稳。跨省交通在 7/8 月达到周期性峰值，2023 年暑期旺季长途出行恢复程度有望进一步提升。根据交通部披露数据，2019 年跨省交通客运量存在两个峰值时间段，即 1-2 月春运期间和 7-8 月暑期旺季，其中 7-8 月高铁、民航等出行方式为代表的长途出行特征更为突出。2023 年 4 月铁路/公路/民航持续恢复至 2019 年同期的 108%/36%/94%。2023 年“五一”假期全国铁路/公路/水路/民航预计发送旅客总量 27019 万人次，恢复至 2019 年同期的 81%；另外高速公路小客车流量恢复至 2019 年同期的 125%。全国整体出行意愿较好恢复，其中自驾出行特征突出。我们预计 2023 年 7/8 月将迎来暑期旺季，长途出行恢复程度有望进一步提升。推荐关注与免税销售市场发展紧密相关、受益免税政策红利的中国中免、王府井、上海机场、海南机场，建议关注受益出境游修复的北京首都机场、白云机场。风险提示：消费数据不及预期，宏观经济波动，疫后恢复不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旖瑄 证券分析师: 张家璇 证券分析师: 谭志千 证券分析师: 阳靖)

推荐个股及其他点评

鸣志电器 (603728): “灵巧手”一鸣惊人, “拓品类”志在千里

投资要点 鸣志电器是全球微特电机头部企业，工控行业出海标杆。公司主营各类电机及其驱动产品，绑定以海内外龙头企业直销，其中海外收入以欧美为主，占比稳定在 40%+。拳头产品混合步进电机全球领先，公司采取外延收购的战略，丰富产品品类：先后收购美国 AMP、Lin，瑞士 T Motion 等具备全球竞争力的电机及驱动公司，品类从单一步进系统，拓展新品类至无刷/伺服/空心杯电机/精密直线系统，打开规模天花板。2015-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 19%/15%，业绩长期稳健增长。步进为基石，产品横纵向拓展顺利，看好新品类放量带动中长期利润中枢上行——新品类主要应用于高效率、高功率密度的下游场景，增量市场空间大、可达的规模上限高于步进电机，而且因技术壁垒更高，对下游议价权强、利润率水平平均高于步进。2) 步进：鸣志属于全球 TOP5 企业、出货量市占率近 20%，新行业、新市场带动份额持续稳增，预计 22-25 年收入 CAGR 约 10%。3) 无刷：2021 年全球市场规模 1400 亿+，电机早期对标龙头日本东方、技术积淀深厚，19 年收购瑞士 T Motion 获取驱动技术&欧洲渠道。22 年无刷收入 1.7 亿元，同比+53%，后续高端医疗、汽车电子、移动机器人领域有望带动无刷高增。4) 伺服：公司早期与 AMP 共同开发 M2/M3 产品，性能媲美日系企业，产品高举高打销至美/欧/日工控自动化市场，22 年伺服收入 1.9 亿，同比+90%。海外市场份额持续提升，同时国内靠自研编码器、优化结构来降本，进一步提升性价比，国内有望逐步贡献增量。5) 空心杯电机：“电机中的王冠”，电机设计&线

圈工艺等均具备较高 know-how，产品批量稳定性、一致性要求高，产品已小批量应用于医疗、机器人等要求小体积、高功率密度、高转速的高端场合。拓展高附加值景气赛道，成长空间星辰大海。下游结构来看，公司增量来自于几大新兴行业：人形机器人、医疗、新能源、工控自动化等。1) 人形机器人领域，电驱系统价值量之于人形机器人，有如锂电池之于新能源车，公司本身在美国具备 AMP、Lin 两大硅谷子公司，接近特斯拉总部，空心杯电机模组研发制造能力强，同时性价比优于 Maxon、Faulhaber 两大空心杯电机龙头，我们认为今年鸣志有望切入 Tesla Bot 手指关节模组，明年开始订单放量。2) 新兴、高附加值领域，无刷、伺服等新品类主要导入海外市场的高景气下游，收入占比不断提升。22 年工控/医疗/移动服务机器人/光伏锂电半导体/智能汽车电子，收入同比+32%/+27%/+103%/+17%/+20%。盈利预测与投资评级：公司是全球微特电机头部企业，绑定海内外龙头企业直销，公司积极拓展高附加值景气赛道，成长空间广阔。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.78/6.01/8.58 亿元，同比分别 +53%/+59%/+43%，对应 PE 分别为 56/35/25 倍。考虑到公司电机品类扩张+人形机器人等高附加值应用有望放量，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：国际贸易摩擦、原材料价格上涨超预期等。

(证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋)

哔哩哔哩 (BILI): 2023Q1 业绩点评: 坚持降本增效, 致力于提升商业化效率

投资要点 事件：哔哩哔哩发布 2023Q1 财报，收入 51 亿元，YoY+0.31%，略低于市场预期；受益于广告收入大幅增长，毛利率达 21.78%；Non-GAAP 净亏损 10 亿元，同比收窄 72%，大幅超市场预期。重视用户增长质量，关注 DAU 指标表现。2023Q1 公司 DAU 和 MAU 实现持续增长，DAU 达 9370 万，YOY+18%，MAU 达 3.15 亿，YOY+7.36%，用户活跃度指标 DAU/MAU 比率提升至 29.7%，日均使用时长达 96 分钟。公司未来战略以 DAU 的增长为主，在 MAU 保持平稳的基础上，进一步提高用户留存度和活跃度，持续提高 DAU。丰富内容供给，拓宽创作者收入渠道，推动社区正向循环。2023Q1 活跃共同创作者的数量同比增长 42%，150 万共同创作者在 B 站获得收入，数量同比增长 50%，其中，通过创作激励以外的渠道获得收入的创作者数量同比增长超 50%。B 站致力于在内容生态中进一步整合商业渠道，为不同类型的 up 主提供变现渠道，实现内容供给、社区搭建、商业化激励的正向循环。视频生态与直播业务融合，直播收入持续增长。2023Q1 直播及增值服务收入达 22 亿元，YOY+5%，主要是由于直播业务的推动。活跃主播的数量同比增长 34%，直播 MPU 同比增长 15%。视频生态和直播业务不断融合，促进直播收入的稳步提升。受益于供给优化和效率提升，广告收入实现双位数增长。2023Q1 广告收入达 13 亿元，YOY+22%，主要是由于广告基础设施的改进和投资。其中，效果广告同比增长近 50%。公司持续优化广告产品供给，关注广告运营及转化效率的提升，并建立 6 大垂直行业场景，进一步推动商业化进程。游戏业务坚持“精品自研，全球发行”战略。2023Q1 游戏收入为 11.3 亿元，YOY-17%，主要是由于新游戏上线推迟。预计游戏业务表现将于 Q3 开始回暖，2023 年 4-5 月，B 站联运游戏成绩优秀；未来几个季度内将有 13 款游戏上市，其中，代理游戏《闪耀优俊少女》的本地化工作进入最终阶段，自研游戏《摇光录》《斯露德》也将于近期上线。降本增效决心和力度明显，实现有质量的收入增长。2023Q1 公司毛利润同比增长 37%，总运营费用同比下降 11%。公司毛利率为 21.78%，YoY+5.8pct，主要是由于广

告收入的增长。销售费用率减少，YOY-7.45pct，主要是由于相关用户获取的推广支出减少。Non-GAAP 净亏损为 10 亿元，同比收窄 72%。公司将通过现有技术体系的升级，实现相关成本的下降，并控制费用支出，实现 2024 年盈亏平衡的目标。 盈利预测与投资评级：本次财报体现了公司管理效率的提升，仍看好公司的稀缺性和变现潜力。我们将公司 2023-2025 年收入预测由 249/287/317 亿调整至 245/277/296 亿元，对应 Non-GAAP 净利润-36/-5.9/7.3 亿元，对应 2023-2025 年 PS 为 1.8/1.6/1.5X，维持“买入”评级。 风险提示：政策监管风险，用户增长不及预期风险、商业化不及预期风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>