

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-25

宏观策略

2023年07月25日

宏观点评 20230724: 消失的“它” VS 初见的“它”: 7月政治局会议有何深意?

今年7月政治局会议召开的比往年要早了一些,而可能更重要的是会议的措辞确实出现了明显的变化。有的是首次出现,例如“提振投资者信心”;有的说法是时隔很久再次出现,比如“加强逆周期调节”;有的则是罕见地没有出现,比较突出的是“房住不炒”,我们认为在这“说”与“不说”之间,政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了。

宏观周报 20230723: “研究提出一批政策”陆续落地,有何侧重与线索?

6月16日国常会“研究提出”的“一批政策”终于在7月政治局会议召开前夕开始加速落地,多部门已陆续出台超二十条涵盖各领域的宏观政策,我们认为其中的侧重点——消费、民企,隐含着即将召开政治局会议与下半年总体政策基调线索。风险提示:政策统计不完全;政策定力或刺激程度超预期;欧美经济韧性超预期,资金大幅流向海外;出口超预期萎缩;信贷投放量超预期。

宏观点评 20230723: 美国房地产: 软着陆到底是不是伪命题?

这周美国地产的部分数据似乎有点“熄火”,市场不禁要问地产回暖到底是真还是假?5月美国楼市一系列指标的回暖似乎让美国经济“软着陆”有迹可循。然而本月新屋开工数及营建许可的不及预期(6月新屋开工环比下降8%、营建许可下跌4%),似乎再次给美国地产是否真的企稳、今年美国衰退的警报是否解除画上问号。我们在之前的报告中提出,如果住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正,美国陷入衰退则会变得“不容易”。我们依旧认为这将成为今年年内的基准情形,但是特殊之处在于本轮美国楼市的反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。其实从季度的角度来看,二季度数据并不差。对于单月不及预期的数据不必过于担忧。纵向看经过2022年的大幅调整,2023年第二季度,无论是发放的新屋许可证数量还是开工量(经过季调后的数据)均为去年以来首次转正(图2)。这意味着房地产市场的反弹整体向好。

固收金工

固收点评 20230724: 孩王转债: 母婴零售龙头企业

我们预计孩王转债上市首日价格在114.47~127.53元之间,我们预计中签率为0.0031%。风险提示:申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

固收点评 20230724: 青岛筹建债务纾困平台,市场信心重塑可期

当前市场观望情绪较浓,亟待后续青岛市关于纾困平台的进一步信息,建议持谨慎乐观态度,可适度针对市级及区级的高等级城投平台拉长久期至3年左右,谨慎下沉中低评级主体。

固收周报 20230724: 反脆弱: 2023Q2可转债基金业绩表现及转债持仓分析

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

本周（7月17日-7月21日）权益市场整体下跌，全指数收跌；中证转债指数下跌0.18%。

固收周报 20230723：上调跨境融资宏观审慎调节参数影响几何？

总结来看，跨境融资宏观审慎调节参数的调整更多地是传递央行稳定汇率的信号，并不能改变汇率的长期走势。此次跨境融资宏观审慎调节参数上调至1.5，创历史最高水平，释放了较强的稳汇率信号。7月14日，央行发布会指出将以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，坚决防范汇率大起大落，会根据情况的需要合理使用政策工具。7月19日，商务部表示将推动合理缩减外资准入负面清单，进一步取消或放宽外资准入限制。7月20日央行随即上调跨境融资宏观审慎调节参数，一系列的表态与政策传递了强烈的稳汇率信号，离岸人民币应声大涨。但从中长期视角来看，汇率走势取决于国内外经济基本面的变化，宏观审慎调节参数上调不会改变经济增长前景对汇率的驱动逻辑。综合上述分析，短期来看，虽然上周美国通胀大幅降温但仍远高于目标水平。抗通胀斗争远未结束，美联储加息路径的不确定性进一步加大，降息空间相对较窄。短期美债收益率反弹回升概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，我们认为中期10年期美债国债收益率或将维持筑顶格局，顶部存在被突破风险的同时，中期看向3.5-4.0%区间震荡。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。

固收点评 20230722：绿色债券数据周度跟踪（20230717-20230721）

本周（20230717-20230721）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券15只，合计发行规模约104.21亿元，较上周减少53.59亿元。本周（20230717-20230721）绿色债券周成交额合计617亿元，较上周增加137亿元。

固收点评 20230722：二级资本债周度数据跟踪（20230717-20230721）

本周（20230717-20230721）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为8.00亿元，较上周增加5.00亿元。本周二级资本债周成交量合计约1214亿元，较上周增加26亿元。

行业

双碳环保日报：《支持共享发展税费优惠政策指引》发布，多类环保项目享受“三免三减半”

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

房地产行业跟踪周报：超大特大城市推进城中村改造，百城首套房贷利率跌至3.9%

周观点：7月第3周新房成交数据环比小幅下降，同比降幅逾四成。二手房销售同比降幅缩窄至8%左右，地产基本面仍在下行通道中。我们认为若地产的疤痕效应在下半年持续，销售的恶化将会导致房企投资更加谨慎。政策方面上周国务院积极表态，稳步推进超大特大城市城中村改造，支持鼓励老旧小区改造，扩大居民提取公积金用于自住住房改造政策的支持范围。我们认为三季度可以期待更多供需两端的房地产政策。此时点

对地产股不必太过悲观，推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。1) 开发商：保利发展、招商蛇口、越秀地产、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、保利置业集团；2) 物业公司：华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

环保行业跟踪周报：加大可再生能源等投资力度&参与碳排放权、用能权交易，民营企业助力双碳目标

中共中央、国务院发布关于促进民营经济发展壮大的意见，提出加大可再生能源和储能投资力度，参与碳排放权、用能权交易。其中指出：支持民营企业加大生产工艺、设备、技术的绿色低碳改造力度。支持民营企业参与推进碳达峰碳中和，提供减碳技术和服 务，加大可再生能源发电和储能等领域投资力度，参与碳排放权、用能权交易。生态环境部印发《关于全国碳排放权交易市场 2021、2022 年度碳排放配额清缴相关工作的通知》。重点排放单位将面临差异化的配额分配和履约要求。对于关停或淘汰后仍存续的重点排放单位，不再发放预分配配额，而是在核定阶段统一发放。鼓励使用 CCER 抵销配额清缴。

国防军工行业跟踪周报：中期调整依然在路，中报预期有望成为阶段性主要影响因素

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。四个条线值得关注：(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：北方导航、七一二、航天电子。(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、中国动力、中国重工）；军用雷达。

计算机行业深度报告：AI 监管：铸就创新与安全平衡之道

中国 AI 监管现阶段关注内容合规，生成内容需保证真实准确，体现核心价值观，不得对国家安全、经济发展和社会稳定构成威胁与挑战。有图像、视频鉴真或内容监管能力的企业有望率先受益于 AI 监管政策的出台与落地。建议关注 AI 监管相关公司：人民网、新华网、美亚柏科、博汇科技。风险提示：政策落地不及预期，AI 监管推进不及预期，行业竞争加剧。

食品饮料行业点评报告：23Q2 基金持仓分析：白酒板块持仓环比回落，高端酒和区域酒配置稳定

重仓比例位居第二，环比小幅下降。食品饮料板块重仓比例居行业第二，较 2023Q1 重仓环比下降 2.46 pct。2023Q2 机构重仓市值 3.07 万亿，食品饮料板块重仓市值约 3905.18 亿，占全行业重仓持股总市值 12.71%，环比下降 2.46pct，同比下降 2.89ct，超配比例 4.97%。

汽车周观点：继续看好【AI 智能化+出海】

聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！3 月我们明确提出：2023 是汽车切换之年，破旧立新；6 月我们明确聚焦：AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1 行情提升了出海逻辑的权重，Q2 行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：整车优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选域控制器（德赛西威+经纬恒润）+冗余执行（伯特利+拓普集团）+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。

商贸零售行业跟踪周报：重组胶原蛋白龙头锦波生物在北交所成功上市，医美注射剂剂薇旎美值得关注

重组胶原蛋白龙头锦波生物在北交所成功上市，成为“北交所重组胶原蛋白第一股”。锦波生物致力于重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品的研发、生产和销售，产品涵盖医疗器械和功能性护肤等领域。公司“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”是首个注射级别重组胶原蛋白 III 类医疗器械，销售表现亮眼，在研产品储备丰富。

机械设备行业跟踪周报：推荐需求边际向好的出口型机械；关注光伏设备新技术进展

推荐需求边际向好的出口型机械；关注光伏设备新技术进展

建筑装饰行业跟踪周报：城中村改造、旧改政策稳步推进，继续关注一带一路板块机会

周观点：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）6 月基建投资增速环比有所改善，地产投资端压力仍然较大，政策发力预期和积极性有所升温，此前国务院常务会议研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，我们预计后续稳增长政策有望继续发力，期待更多增量政策工具落地，近期国务院和住建部相继出台了城中村改造和促进家居消费等方面的政策；国企改革深化持续推进，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 2022 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、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，一带一路沿线国家的基建需求也有望提升；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛将在今年举办，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，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：城中村改造政策凸显高质量发展

周观点：本周五国常会出台了城中村改造的相关政策，凸显高质量发展含义。1)提升市区土地利用价值的抓手可信；2)扩大民营资本参与机会的态度可期；3)配套建设好保障性住房，改善民生，稳步推进的意愿可喜。总体而言，该政策更多体现质量的提升而非数量的扩大，利好本地资源属性较强的资产运营和城市规划设计公司。我们预计下半年地产将延续6月以来的缓慢走弱态势，但基数效应下同比增速并无太大压力。对于地产链而言，下半年消费建材将继续出清，资金压力下企业收入难以大幅提高，但出清叠加成本端利好有望继续推升毛利率。而大宗建材较难出清，景气压力将持续。一带一路国家对全球需求增量的持续贡献潜力值得重视，随着海外供应链分散和中国产能转移至东盟、拉美等国家，工业化有望推动城镇化的发展，成为全球需求的新增量。在下半年欧美加息周期结束后，全球需求或将进入新一轮加速发展期。中期角度，国内地产链基本面最差时候已经过去了，业绩预期下修空间明显收窄。长期维度估值已经处于低位，我们预计Q2~3工程端可见利润拐点，可以逐渐布局。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。（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。

电力设备行业跟踪周报：锂电排产弱复苏，光伏产业链价格企稳

电气设备 8574 下跌 3.75%，表现弱于大盘。本周（7月17日-7月21日，下同）发电及电网跌 1.56%，锂电池跌 1.95%，新能源汽车跌 2.11%，风电跌 2.33%，核电跌 2.47%，电气设备跌 3.75%，发电设备跌 4.04%，光伏跌 4.4%。涨幅前五为赢合科技、坚瑞沃能、兆新股份、ST天成、华友钴业；跌幅前五为德方纳米、中际旭创、中光防雷、泰永长征、智云股份。

非银金融行业跟踪周报：财富管理费率改革频繁，行业健康发展可期

投资建议：从估值来看，当前证券板块估值逼近历史底部（截至2023年7月21日，证券板块PB估值为1.17x，处于历史分位数1.87%），下行空间有限，且行业利空政策预期落地，估值有望修复。建议关注以下方向：1)行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司】。2)AI方向，建议关注【华泰证券】。3)财富管理方向，推荐【广发证券】、【东方财富】，建议关注【东方证券】。4)注册制方向，建议关注【国金证券】。5)行业兼并收购加速预期下，推荐【国联证券】。6)中特估方向，建议关注【中国银河】。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。

有色金属行业+公司首次覆盖：黄金个股对比深度：复盘黄金股，资源质优且量增而为王

投资要点 经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。在此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。未来经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐

渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。历史金价上行周期内，黄金股的超额收益和绝对收益均有突出表现。复盘 2005 年以来金价走势与中信黄金指数走势可以发现，历史金价上涨期间，中信黄金指数相对 Wind 全 A 指数的超额收益也快速爬升，同时超额收益曲线斜率较为陡峭，说明金价上涨对于黄金股股价的刺激作用立竿见影。历次金价上行周期，中信黄金指数的超额收益在 5%-16% 区间，高收益率凸显黄金股配置价值。一旦金价上涨，黄金股有望迎来盈利提升和估值修复共振。不同于正常商品，黄金具有强金融属性，受美债实际利率影响较大，而与实体黄金供给需求端变化联系较弱，同时，由于黄金的稀缺性，供给端较为刚性，因此金价上涨对供给端的影响较小，不会阻碍金价的进一步上行。此外，从大类资产配置的角度来看，金价上涨也会吸引更多投资者积极配置，并进一步推动金价上行。由于黄金价格缺少“自我减速机制”，黄金股在金价上行时期容易出现“戴维斯双击”。黄金股选股逻辑：聚集黄金业务、高业绩弹性的公司有望受益于金价上行。在金价上行期间，黄金股的收益表现也会有所分化。业务层面来看，黄金业务占比高的公司更受益于黄金板块的 β 上升。业绩层面来看，高业绩弹性的公司有望更受益于金价上行。因此，一般来说黄金业务占比高且具有高业绩弹性的公司会在金价上行周期中表现更为突出。具体来看，成本是影响公司业绩弹性的重要因素，成本越高的公司对价格的波动越敏感，这也意味着在金价上涨期间会存在更大的业绩弹性。从七大维度全面对比国内黄金公司的基本面和重估潜力。我们从资源禀赋、产量及增长弹性，业务结构，生产成本及变化趋势，公司资本运作，生产成本，矿山生产安全性，业绩弹性与估值等七大维度对黄金公司进行了全面的比较研究。综合来看，紫金矿业、招金矿业具备较大的增储潜力；西部黄金具有较大的产量增长空间；山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；银泰资源具备较好的产储成长性，较低的成本和资产负债率；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金目前黄金业务毛利贡献占比均在 5-6 成，

医药生物行业跟踪周报：历史大底部，多因素支撑医药板块企稳回升

具体配置思路：1) 中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、达仁堂等；2) 血制品领域：天坛生物、卫光生物、博雅生物等；3) 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；4) 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；5) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；6) 消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；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。风险提示：药品或耗材降价超预期；销售下滑风险；医保政策风险等。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成品油及化工品报价上调，炼化价差全面改善

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。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美国原油库存下降，国际原油价格

上涨

原油周报

环保行业点评报告：全国生态环境保护大会召开，延续污染防治生态保护要求，新增强化双碳部署

投资建议：本次全国生态环境保护大会延续污染防治、绿色发展等要求，新增强化双碳目标。减污降碳协同部署下，建议关注 1) 构建清洁能源体系——天然气：现金流改善+价格改革促估值提升，重点推荐【新奥股份】龙头城燃价差修复，直销气快速发展；建议关注【蓝天燃气】省输盈利稳定，2022 年 ROE18%，分红比例 80%，股息率 7.2%（2023/7/20）。2) 污染防治设备需求释放——a. 压滤装备：重点推荐【景津装备】压滤机龙头，设备一体化+出海新成长，2022 年 ROE 23%，现金流优。b. 半导体治理：刚需高壁垒，国产化率提升+进高端制程，重点推荐【美埃科技】洁净室过滤器，高端支撑突破+耗材占比提升；【盛剑环境】废气在线处理，国产化率 10%+；3) 健全碳市场机制——CCER 重启：项目新增节能增效，强化供给端约束，长期碳市场向非电扩容支撑需求，重点推荐【仕净科技】固碳&钢渣资源化，【龙净环保】分布式光伏。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷价格持续回升，CTO 成最佳盈利路线

烯烃产业链周报

钢铁行业跟踪周报：淡季累库平缓，盈利持续中低位波动

行业观点：淡季累库平缓，盈利持续中低位波动。本周需求略有走弱，上海终端线螺走销量 1.4 万吨，周环比减 1.4%。本周供给稳中有增，五大品种供应周环比增 0.7%。本周累库延续，但由于企业加速交付前期锁货订单，五大钢材总库存增幅降至 1.1%。本周钢价小幅上涨，国内钢材指数周环比增 0.45%。五大品种吨钢毛利维持在 550 元左右的水平，仍处历史中低水平。周期标的推荐盈利稳健的优质国企：华菱钢铁、柳钢股份、宝钢股份；景气度较高的特钢及钢管子版块：广大特材、久立特材；建议关注常宝股份。

煤炭开采行业跟踪周报：旺季支撑用电需求，预期煤价偏强震荡

投资要点 行业近况： 动力煤方面，库存环比下降，价格偏强震荡。本周港口动力煤现货价环比上涨 34 元/吨，报收 875 元/吨。供给端，近期产地部分地区复产，本周日均港口调入量 201.80 万吨，环比上周增加 1.36%，高于去年和前年同期水平。需求端，近期高温天气来临，下游用电需求维持高位，本周日均港口调出量 199.36 万吨，环比上周减少 0.29%。库存端，当前电厂存煤仍较为充足，库存处于较高水平；港口方面，本周环渤海四港口日均库存 2576.47 万吨，环比上周减少 0.76%，虽然仍在历史高位，但较前期高点已有明显下降，同比去年仅高出 1.3%。预计用电旺季下动力煤需求有支撑，且随着库存高位回落，预计煤价偏强震荡。 炼焦煤方面，短期价格预计难以大幅上涨。 本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报 2020 元/吨，环比上周上涨 60 元/吨。供给端，产地供应保持稳定，进口量维持高位，整体较为宽松。需求端，下游受地产疲弱影响，钢铁开工率难以大幅提升，预计焦煤需求偏弱，焦煤价格难以大幅上涨。不过考虑到后续稳增长政策环境下，专项债发行进度有望加快，预计基建需求将支撑下游钢铁需求，中期焦煤价格预期企稳。 估值与建议： 我们维持行业“增持”评级。建议关注稳定经营高分红高股息标的

中国神华、陕西煤业，高成长低估值标的的广汇能源，以及国企改革受益标的的山西焦煤。 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。

有色金属行业跟踪周报：加息周期已至尾声，看好黄金配置机会

投资要点 段落提要：回顾本周行情，有色板块本周下跌 1.58%，在全部一级行业中涨幅偏后。二级行业方面，贵金属板块上涨，工业金属、能源金属、小金属、金属新材料板块下跌。工业金属方面，美国就业市场强劲表现推动美元指数上涨，本周工业金属价格普遍下跌，预计后续价格震荡运行。贵金属方面，市场普遍认为美联储加息已至尾声，7月26日将是本轮周期最后一次加息，之后3-4个月内无重大利空。受此影响，黄金价格上涨，预计后续价格波动上升。 周观点： 铜：国内经济数据不佳，市场情绪打压下铜价有所回调。本周伦铜报收 8,458 美元/吨，周环比下跌 2.87%；沪铜报收 68,720 元/吨，周环比下跌 0.82%。供应端，7月虽仍有多家冶炼厂检修减产，但影响较6月有所减少，据 SMM 预计7月电解铜产量为 90.21 万吨，供应保持相对宽松。需求端，下游处于传统消费淡季，叠加本周国内经济数据不佳，市场情绪遇冷，铜价有所回调。往后看，国内消费复苏动能仍偏弱，但消费短期大幅转弱概率也较小，继续等待后续政策刺激，预计铜价维持区间震荡。 铝：电解铝企业继续复产，下游需求未见明显好转。本周 LME 铝报收 2,193 美元/吨，较上周下跌 3.94%；沪铝报收 18,320 元/吨，较上周上涨 0.11%。供应端，云南地区电解铝企业稳步复产，电解铝运行产能向上修正，预计七月下旬将逐步放量。需求端，铝下游消费进入淡季，铝型材、线缆、合金开工率出现一定幅度下滑。往后看，四川、山东等地出现限电，供给端或有扰动，后续需进一步观察企业开工情况，预计铝价维持震荡态势。 贵金属：加息周期已至尾声，预计黄金价格波动上升。本周 COMEX 黄金收盘价为 1,972.10 美元/盎司，较上周上涨 7.10 美元/盎司，周环比上涨 0.36%；SHFE 黄金收盘价为 459.30 元/克，较上周上涨 5.30 元/克，周环比上涨 1.17%。从之前美国公布的6月CPI数据来看，整体通胀压力明显减小，核心通胀压力尚存，23年下半年的重点可能在于降低核心通胀。目前，市场普遍认为美联储7月26日加息已成定局，且这将是本轮加息周期的最后一次加息。因此黄金后续3-4个月内预计无重大利空，市场开始提前博弈加息周期结束，预计后市贵金属价格波动上升。 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

环保行业点评报告：《贵州省生态保护红线生态环境监督办法》(公示稿)发布

2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023年5月，全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米，同增 12.4%。1-5月，全国天然气表观消费量 1627 亿立方米，同增 5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。 能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023年7月11日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间

环保行业点评报告：财政部等四部门发布通知：黄河全流域横向生态补偿机制延长至 2025 年

2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月，全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米，同增 12.4%。1-5 月，全国天然气表观消费量 1627 亿立方米，同增 5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。 能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间。

推荐个股及其他点评

山西汾酒（600809）：23H1 经营情况公告点评：业绩超预期，产品结构持续优化

公司实际经营优异，基础工作扎实，行业压力之下，全年 20%增长目标完成无忧，我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：若宏观经济不及预期，省外开拓不及预期，食品安全问题。

快手-W（01024.HK）：2023Q2 前瞻：预计收入和经调整利润超预期，公司效率持续提升

盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速，以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年经调整净利润由 38/117/174 亿元调整至 46/118/175 亿元，对应 2024 年经调整 PE 为 20x，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争风险，商业化不及预期风险，国际局势风险。

宏观策略

宏观点评 20230724: 消失的“它” VS 初见的“它”: 7月政治局会议有何深意?

今年7月政治局会议召开的比往年要早了一些,而可能更重要的是会议的措辞确实出现了明显的变化。有的是首次出现,例如“提振投资者信心”;有的说法是时隔很久再次出现,比如“加强逆周期调节”;有的则是罕见地没有出现,比较突出的是“房住不炒”,我们认为在这“说”与“不说”之间,政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前是明显加强了。“活跃资本市场,提振投资者信心”的说法在政治局会议通稿中是首次出现。资本市场是经济和信心的重要“晴雨表”,我们认为这背后有两两层含义,一方面通过扭转交易的萎缩、稳定股市等资本市场,提高民间投资的活跃度、改善其融资环境;另一方面则是通过政策“定心丸”,稳住外资投资中国的基本盘。“加强逆周期调节”时隔三年半再次出现。尽管在央行等部委机构的表述中并不少见,但是上一次在政治局会议通稿中出现“逆周期调节”的说法还要追溯到2019年12月。结合“加大宏观政策调控力度,着力扩大内需、提振信心、防范风险”的表述以及通稿中把宏观政策部分再次放到产业政策之前的调整,我们认为这是稳增长诉求和宏观政策优先级上升的重要体现。“房住不炒”少见地在年中政治局会议上没有被提及。自从2018年以来,在年中(4、7月)的政治会议通稿上“房住不炒”几乎从不缺席,即使是2020年疫情冲击下也不例外。我们认为这是地产政策的重要信号:在供需条件发生重大变化、投机需求被压制的情况下,以往在地产过热时期推出的行政性、限制性政策将逐步退出,尤其是部分高能级城市的限购等需求政策。财政政策:政策基调不变背后的重点。本次政治局会议再续积极财政政策的基调,延续优化减税降费政策的取向也未改变。不过地方债方面有两条政策主线予以支撑:一是“加快地方政府专项债券发行和使用”。在专项债发行进度明显不如去年以及无政策性开发性金融工具搭桥的背景下,专项债发行提速是当前积极财政政策发力的不二选择。二是“有效防范化解地方债务风险”。基于近几年土地出让收入大幅下滑的现状,地方债和城投债到期偿还压力却有增不减,地方政府对债务风险的化解是今年的一大重点。货币政策在“逆周期调节”的基调下,市场对下半年降准预期较强,关键在于时间点:从必要性上来看,三季度MLF到期量增多(特别是9-11月),且届时自3月降准以来新累积的准备金也有一定规模,维护流动性与降成本两方面均有降准诉求;从政策表态上来看,历史上通常国常会与总理讲话提及后2-3天内央行即宣布降准,我们认为国常会及央行的表态可作为下一次降准具体时间的锚点。地产表述“一减一增”,定调变化显著。“一减”是2018年7月以来经济主题的政治局中以来首次在房地产政策表述中未提及“房住不炒”(考虑到12月召开的政治局会议定调较为简略,我们不纳入统计);“一增”是首提“优化房地产政策”,如果结合近期央行发布会中“市场过热阶段出台的政策存在优化空间”来看,或表明限购限售等地产调控政策近期有总体上松绑的可能性。城中村改造≠“棚改2.0”?我们认为本轮城中村改造与2016年棚改从规划性质和体量上均有较大的不同,主要体现为:①仅在超大特大型城市开展;②实施周期长(或需5年以上);③部分城以“留、改”为主,不大拆大建;④土地交易或不参与其中,且货币安置比例可能不高。综上特点可能反映城中村改造的推进对现今房地产的刺激程度有限。

产业政策：平台经济重要性凸显。不同于4月政治局会议，此次会议将产业政策的相关表述后置，但“科技”的含量依然很高：“数字经济”、“先进制造业”、“人工智能”等方面均与今年领导人的调研方向不谋而合。而“平台企业”的相关表述又与本次政治局会议活跃资本市场、提振投资者信心的议题相吻合。不过值得注意的是本次会议特别强调了人工智能的“安全”发展，这可能意味着之后对于AI面临的监管会有所加强。外贸政策方面，稳住存量，提高增量。我们在此前的报告强调过这一观点，今年外贸是稳经济不可或缺的支撑力量，而稳住外贸背后的主线有两条：一是稳住对于欧美等发达经济体的出口，二是继续开拓“一带一路”国家的空间，保障中欧班列稳定畅通，办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛均是重要的举措。风险提示：政策统计不完全；政策定力或刺激程度超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230723：“研究提出一批政策”陆续落地，有何侧重与线索？

6月16日国常会“研究提出”的“一批政策”终于在7月政治局会议召开前夕开始加速落地，多部门已陆续出台超二十条涵盖各领域的宏观政策，我们认为其中的侧重点——消费、民企，隐含着即将召开政治局会议与下半年总体政策基调线索。促居民消费、稳民企信心是本轮政策侧重点。我们统计了6月16日国常会至今（7月21日）出台的重要的22条政策，其中近一半落地在消费与民营经济方面，呼应了届时国常会围绕的重点——“着力扩大有效需求、做强做优实体经济”。科技政策的主线逐渐清晰。从年初科技领域机构的顶层设计改革，到近期政策表态多次提及的经济转型，科技企业身上“高质量发展”以及“产业转型”的标签更加突出，预计下半年科技政策将是结合制造业与民企的重要发力点。货币政策偏重精准。近期央行增加定向再贷款额度以及发改委建立投贷联动合作机制明显针对解决上半年信贷发力前置以及潜在的流动性淤积问题，更关注向实体经济的传导效率。地产政策重在预期。考虑到今年以来地产数据的持续回落，相比之下本轮地产政策上刺激谈不上多。其中金融支持地产政策的延期更多的或是体现防风险的诉求；周五国常会进一步落实城中村改造，我们认为从规模和体量上来看难以和2016年棚改相提并论。但市场对地产需求端刺激的预期不断走强，特别是7月14日央行发布会提及“存量房贷利率自主协商”“市场过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”之后，地产方面的表态或是7月政治局会议的关注点。相比去年两次的政策集中出台，本轮一揽子政策重点更关注民营企业，这也是恢复民间生产力和重振青年就业的关键。值得一提的是，民间投资相对增速的底部企稳往往预示着经济的底部可能不久之后就会出现。在此背景下，我们认为7月政治局会议将延续适度宽松基调，扩大内需、民企信心以及科技企业推动的经济转型或是后续一段时间的政策主线。本周高频数据显示，地产销售整体仍疲软，三线城市有回暖迹象；汽车销量月中强劲；工业生产节奏基本保持平稳；建筑业生产节奏稳中有升；食品价格继续走弱，国内工业品价格回升。风险提示：政策统计不完全；政策定力或刺激程度超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20230723：美国房地产：软着陆到底是不是伪命题？

这周美国地产的部分数据似乎有点“熄火”，市场不禁要问地产回暖到

底是真还是假？5月美国楼市一系列指标的回暖似乎让美国经济“软着陆”有迹可循。然而本月新屋开工数及营建许可的不及预期（6月新屋开工环比下降8%、营建许可下跌4%），似乎再次给美国地产是否真的企稳、今年美国衰退的警报是否解除画上问号。我们在之前的报告中提出，如果住宅投资在加息周期尚未结束时提前转正，美国陷入衰退则会变得“不容易”。我们依旧认为这将成为今年年内的基准情形，但是特殊之处在于本轮美国楼市的反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。其实从季度的角度来看，二季度数据并不差。对于单月不及预期的数据不必过于担忧。纵向看经过2022年的大幅调整，2023年第二季度，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量（经过季调后的数据）均为去年以来首次转正（图2）。这意味着房地产市场的反弹整体向好。从供给端看，低库存和供应链改善是开发商乐观的主要源头。根据之前的报告，我们提出“弱供给”是当前房产乐观的主要理由。因为从历史上看，4次房价崩溃的相似之处都是加息周期中累积了过量的库存（图3-4）。而当前处于历史低位的地产库存，让地产商对于未来销售的信心明显反弹：NAHB开发商乐观指数反弹已持续7个月，连续2个月回到50上方（图5-6），此外供应链持续改善、建材大幅价格下降，也让地产商有更多的腾挪空间（图7）。不过从需求端看，房价及利率的“双高”抑制美国居民购房需求。“史诗级”加息后，由图8-9可以看出，居民对“房价高”、“利率高”的抱怨是过去4次衰退前的最高水平。这反映出的结果是负担能力难以与之匹配，申请抵押贷款的人数接近10年以来的最低点（图10-11）。有房者“安于现状”导致现房供给“稀缺”。已经锁定了低抵押贷款利率（3-4%）的美国居民，在当前7%的更高利率水平下，除非迫不得已，不然极不可能出售现房转而购买新房。所以在当前环境下，现房业主并不乐于换房，致使房屋空置率处于历史最低水平。因此市场呈现出，待售二手房库存稀缺、销售低迷的情况（图12-13）。新屋销售向好，但整体房屋销售仅是企稳，尚未出现明显反弹。在二手房库存短缺的情况下，刚需性购房者不得不购买新房。因此4-5月新屋销售同涨12.2%，实则是购房者无奈之举的结果（图14）。综合而言，供给不足是美国地产当前的主要矛盾。集中体现为美国主要城市的房价开始企稳，成屋价格稳步抬升（图15-16），从历史规律来看，这意味着今年底或者明年年初房租可能再次成为CPI持续下行的重要阻碍。政策含义：不影响今年加息，但影响明年转向。一方面，地产相关需求的反弹受高利率的限制依旧明显；另一方面，在6月整体通胀显著下台阶后，倘若楼市供不应求的现状持续，房价的后续上涨无疑会增加通胀压力。在此基础上，美联储或将强化“higher for longer”的必要性——这也许不会改变今年年内的加息节奏，但是会让明年美联储降息的节奏和预期更加纠结。风险提示：地产超预期反弹导致美联储紧缩程度高于市场预期；美联储超预期紧缩导致美国金融体系再次出现危机。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230724：孩王转债：母婴零售龙头企业

事件 孩王转债（123208.SZ）于2023年7月24日开始网上申购：总发行规模为10.39亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于零售终端建设项目、智能化物流中心建设项目。当前债底估值为91.99元，YTM为2.41%。孩王转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服

务有限公司资信评级为 AA/AA,票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.87% (2023-07-21) 计算, 纯债价值为 91.99 元, 纯债对应的 YTM 为 2.41%, 债底保护较好。当前转换平价为 96.73 元, 平价溢价率为 3.38%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2024 年 01 月 29 日至 2029 年 07 月 23 日。初始转股价 11.63 元/股, 正股孩子王 7 月 21 日的收盘价为 11.25 元, 对应的转换平价为 96.73 元, 平价溢价率为 3.38%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 7.44%。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价 11.63 元计算, 转债发行 10.39 亿元对总股本稀释率为 7.44%, 对流通盘的稀释率为 12.67%, 对股本摊薄压力较小。观点 我们预计孩王转债上市首日价格在 114.47~127.53 元之间, 我们预计中签率为 0.0031%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到孩王转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 114.47~127.53 元之间。我们预计网上中签率为 0.0031%, 建议积极申购。孩子王股份公司是一家数据驱动的、创新型母婴童全渠道服务商, 是中国母婴童商品零售与增值服务的领导品牌。公司致力于为准妈妈及 0-14 岁儿童提供衣、食、住、行、玩、教、学等购物及成长服务的综合解决方案。2018-2022 年公司营收波动下行, 复合增速为 6.31%。2018 年以来公司营收有所起伏, 主要因为 2022 年以来, 接触型消费恢复较慢, 在一定程度上影响公司经营情况。2018-2022 年整体复合增速为 4.75%。2022 年, 公司实现营业收入 85.20 亿元, 同比下降 5.84%。与此同时, 归母净利润近年持续下降, 2018-2022 年复合增速为 -18.44%。2022 年实现归母净利润 1.22 亿元, 同比减少 39.44%。公司的主要营收构成变动较小, 公司核心业务为母婴商品销售与服务, 其他主营业务包括供应商、平台服务与广告收入。2022 年, 公司主营业务收入占比 99.21%, 其中母婴商品销售收入占营业总收入 87.04%, 细分项包括母婴食品、衣物、纸尿裤等易耗品以及玩具等耐用品。公司销售净利率和毛利率、销售费用率和管理费用率均保持下降, 财务费用率增长幅度较大。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 4.14%、4.58%、4.68%、2.22%和 1.41%, 销售毛利率分别为 30.11%、30.34%、30.53%、30.60%和 29.91%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

固收点评 20230724: 青岛筹建债务纾困平台, 市场信心重塑可期

事件 据市场消息称, 青岛市政府办公会议于 2023/6/21 审议通过成立青岛市政府控股的东鼎产业集团, 注册资本 100 亿元, 由国家开发银行提供资金, 支持青岛市李沧区的政府债务解决。该消息目前仍待进一步核实。观点 弱资质城投舆情影响扩散至青岛区域, 其中李沧区负担较重, 债务纾困或成破局关键: 1) 2022 年青岛 GDP 达 1.49 万亿元, 同比增长 3.9%, 增速约省内中游水平; 受疫情反复与留抵退税政策影响, 2022 年一般公共预算收入 1180.75 亿元, 同比下降 13.71%, 但仍为省内财力最雄厚的城市, 财政自给率 70.73%; 2022 年口径债务率 752.80%, 为省内最高, 下辖各区债务压力分化, 其中李沧区债务率达 1,057.47%。2) 2021 年潍坊债务风险事件以来, 市场对山东地区城投债务情况关注增多, 近期青岛部分城投商票逾期、非标违约事件频发, 市场担忧已扩散至青岛区域。尽管青岛城投净融资

在 2023H1 达 2022 年以来月度峰值，融资端未见明显阻碍表明一级市场对青岛仍相对认可，但各评级城投债信用利差自 2023Q1 末止步收窄并呈现等级分化，AA+、AA 级利差逆势快速走扩并突破 200BP，AAA 级维持 110BP 中枢窄幅震荡。截至 2023/7/20，青岛 AAA、AA+、AA 级利差分别处于 82%、97%、89% 历史高位，同期天津对应处于 95%、72%、36%，昆明为 100%、100%、87%，与天津、昆明等网红地区相比，青岛各评级利差走势及点位均较优，且表现差异由低评级向高评级扩大，表明二级市场对青岛城投整体虽以观望为主，但在网红地区中青岛仍更具吸引力，高评级品种尤甚。3) 受国际院士港建设项目进展不顺及原区领导违纪撤职等利空消息影响，李沧区一般预算收入近年来持续下降，地方债务余额高于百亿元，债务率高企，偿债高峰于 2023H2 来临，短期内兑付承压，叠加区域内城投公司融海国投、四维建发频繁出现票据兑付逾期，截至 2023 年 6 月累计逾期额分别达 2.28 亿元、1.56 亿元，李沧区已成为青岛区域债务纾困核心。山东债务问题受中央关注，青岛战略地位凸显，风险化解箭在弦上：1) 2022 年 8 月以来中央多次发文支持山东省经济发展并对债务问题做出相关指导，地方金融监管机构发文表示积极配合化解地方债务风险，反映中央对山东依靠自身资源协调解决债务问题的信心。山东省政府亦积极响应，多次强调“守牢不发生债券违约的底线”，彰显化债决心，此外省财政厅领导于 2023 年一季度先后至青岛、烟台、淄博和潍坊进行调研，多家省属主要企业与地方政府签署战略合作。2) 青岛市战略地位关键，为“胶东经济圈”核心城市，并入选全国十一个特大城市名单。截至 2023H1，青岛市共有企业 81.63 万家，企业数量占全省总数比例常年保持在 17% 左右。3) 2022 年以来青岛市针对城投债务问题，尤其是李沧区的债务问题化解积极采取措施，包括市领导多次带队亲赴李沧区召开恳谈会及推介会，积极对接金融机构，财政转移支付对李沧区更加倾斜等。青岛市的经济头部地位预示其在山东省化债进度方面将首当其冲，城投风险板块化传导特性导致的估值错杀表现或在青岛较为突出。纾困平台建立利好青岛城投，配置热度有望升温：1) 东鼎产业集团若顺利建成，将成为青岛市最大的政府债务平滑纾困平台，首要解决李沧区的政府债务问题，通过增资入股区政府平台公司、为城投平台融资提供增信服务等方式提升青岛市城投信用资质。此外，该传闻亦反映青岛市政府对解决区域内弱资质城投平台债务问题的重视，传达以青岛市的经济财政实力有能力妥善解决下辖个别区县级城投平台信用风险的信号，有利于提振市场信心。2) 当前市场观望情绪较浓，亟待后续青岛市关于纾困平台的进一步信息，建议持谨慎乐观态度，可适度针对市级及区级的高等级城投平台拉长久期至 3 年左右，谨慎下沉中低评级主体。风险提示：化债工作不及预期；债市异常波动；数据口径误差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收周报 20230724：反脆弱：2023Q2 可转债基金业绩表现及转债持仓分析

2023Q2 可转债基金业绩表现及转债持仓分析：1) 风险收益：收益分化，多数产品季度回报为负，波动明显。2023Q2，可转债基金产品收益较一季度明显下行，收益分化；波动明显，最大回撤均值和中值均超过 5%。2) 规模变化：净申购规模大幅增长，基金规模明显提升。3) 配置情况：转债持仓规模上升、仓位略有下滑。银行、汽车、交通运输行业的转债持仓总市值最高，持仓增加最多的为传媒、纺织服饰及建筑材料。从个券角度看，银行类转债出现分化。本周(7月17日-7月21日)权益市场整体下跌，全指数收跌。两市日均成交额较

上周缩量约 1028.09 亿元至 7583.80 亿元，周度环比下降 11.94%，北上资金全周净流出 75.25 亿元。本周（7 月 17 日-7 月 21 日）31 申万一级行业中 10 个行业收涨，其中 3 个行业涨幅超 2%；房地产、建筑材料、农林牧渔、轻工制造、商贸零售涨幅居前，分别上涨 3.56%、2.56%、2.20%、1.56%、1.50%；通信、计算机、传媒、电子、电力设备跌幅居前，跌幅分别达-6.22%、-5.24%、-4.84%、-4.56%、-3.75%。本周（7 月 17 日-7 月 21 日）中证转债指数下跌 0.18%。29 个申万一级行业中 11 个行业收涨。汽车、家用电器、有色金属、轻工制造、基础化工涨幅居前，分别上涨 1.50%、1.32%、0.90%、0.77%、0.73%；通信、计算机、社会服务、美容护理、机械设备跌幅居前，分别下跌-3.81%、-1.88%、-1.62%、-1.08%、-0.96%。本周转债市场日均成交额大幅缩量 124.90 亿元，环比变化-18.55%；成交额前十位转债分别为纽泰转债、海泰转债、力合转债、赫达转债、星帅转 2、明电转 02、溢利转债、金农转债、川恒转债、金盘转债；周度前十转债成交额均值达 27.33 亿元，成交额首位达 45.76 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 39.48% 的个券上涨，约 31.94% 的个券涨幅在 0-1% 区间，7.54% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（7 月 17 日-7 月 21 日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负，且相对于正股，转债周度跌幅更小。从成交额来看，本周转债市场成交额环比下降 18.55%，并位于 2022 年以来 29.80% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比减少 14.68%，位于 2022 年以来 12.90% 的分位数水平。从股债涨跌数量占比来看，本周约 36.39% 的转债收涨，约 37.38% 的正股收涨；约 57.67% 的转债涨跌幅高于正股；相对于正股，转债个券能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪更优。核心观点：6 月以来，可转债市场出现较明显变化：（1）转债供给端发行节奏一改 5 月“熄火”状态，中小盘转债发行逐渐增多，市场对次新债的关注可能由此锚向新债；（2）随着搜特转债退市，转债市场信用风险事件冲击逐渐消弭，低评级转债溢价率向上修复；另一方面，以正邦转债为例的低评级标的以积极下修、释放积极信号“自救”，转债价格实现大幅修复；（3）主题方面，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。新债组合推荐：冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2 近期关注题材转债推荐：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）

固收周报 20230723：上调跨境融资宏观审慎调节参数影响几何？

观点 2023 年 7 月 20 日，中国人民银行、国家外汇局将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，此举对汇率影响几何？为了把握与宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况相适应的跨境融资水平，央行自 2016 年 5 月 3 日起，在全国实施全口径跨境融资宏观审慎管理政策，在全口径跨境融资宏观审慎管理框架下，企业和金融机构开展跨境融资的风险加权余额不得超过上限。此次将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，意味着企业、非银行法人金融机构以及银行类法人金融机构和外国银行境内分行等三类主体能够借用外债的上限分别由其资本或净资产的 2.5 倍、1.25 倍和 1 倍提升至 3

倍、1.5倍和1.2倍，跨境融资余额最高提升20%。提升借用外债空间有助于扩大资本流入，对冲人民币贬值压力，更重要的是释放稳汇率的信号，避免短期内人民币贬值预期过度聚集。2016年至今，央行对跨境融资宏观审慎调节参数进行了3次上调，但上调参数不能改变汇率的长期走势。2020年初，受疫情冲击，人民币汇率快速贬值破7。2020年3月12日，央行、外管局将跨境融资宏观审慎调节参数由1上调至1.25，但由于企业生产尚未恢复，对外债需求不高，上调参数作用有限。2022年8月央行降息叠加疫情扰动，人民币汇率再度贬值，2022年10月25日上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数后，人民币汇率反应迅速，美元兑人民币中间价在三个交易日内由7.1668升值至7.1570(2022.10.25-2022.10.27)，但随后贬值趋势再现，直到2022年11月起在美元指数走弱的影响下，人民币汇率才逐渐回升。总结来看，跨境融资宏观审慎调节参数的调整更多地是传递央行稳定汇率的信号，并不能改变汇率的长期走势。此次跨境融资宏观审慎调节参数上调至1.5，创历史最高水平，释放了较强的稳汇率信号。7月14日，央行发布会指出将以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，坚决防范汇率大起大落，会根据情况的需要合理使用政策工具。7月19日，商务部表示将推动合理缩减外资准入负面清单，进一步取消或放宽外资准入限制。7月20日央行随即上调跨境融资宏观审慎调节参数，一系列的表态与政策传递了强烈的稳汇率信号，离岸人民币应声大涨。但从中长期视角来看，汇率走势取决于国内外经济基本面的变化，宏观审慎调节参数上调不会改变经济增长前景对汇率的驱动逻辑。美国6月零售数据及房屋销售数据均逊于预期，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周，2Y美债收益率和10Y美债收益率在上周回落之后保持在高位震荡，分别维持在3.7-3.9%和3.75-3.84%间震荡，较上周略有下降。当前美国经济形势复杂，短期来看，物价压力仍远高于美联储的目标，市场预期7月加息可能性已超过99%；但考虑到联储过往1-1年半中体现出来的高灵活性，无论加息、降息都无法解读为趋势性。未来美联储加息路径不确定性进一步加大，我们认为其原因在于：(1)美国通胀目前仍远高于目标水平，联储暂停加息脚步主要在于兼顾维稳流动性，避免继续加息导致银行业危机失控蔓延，而非因为通胀控制已达预期。本周美国6月零售销售数据公布，继5月份环比增长0.3%之后，美国6月零售销售环比增长0.2%，远低于预期的0.5%。美国6月份零售销售意外放缓，美国经济出现降温信号，但控制组零售销售在6月环比增速达到0.6%，远高于5月的0.2%，暗示消费需求强劲。(2)房租滞后房价周期拐点时长高于周期均值，核心通胀粘性依然存在。本周公布的美国6月成屋销售数据环比下跌3.3%，为2022年11月以来最大环比跌幅，不及预期的下跌2.1%；6月成屋销售同比下跌18.9%，是2009年6月同期以来的最低迷销售。(3)初领失业金人数意外下滑，反映就业市场强劲，强化市场对美联储7月之后继续加息的预期。综合上述分析，短期来看，虽然上周美国通胀大幅降温但仍远高于目标水平。抗通胀斗争远未结束，美联储加息路径的不确定性进一步加大，降息空间相对较窄。短期美债收益率反弹回升概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，我们认为中期10年期美债国债收益率或将维持筑顶格局，顶部存在被突破风险的同时，中期看向3.5-4.0%区间震荡。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 证券分析师：徐沐阳
研究助理：徐津晶)

固收点评 20230722：绿色债券数据周度跟踪（20230717-20230721）

观点 一级市场发行情况：本周（20230717-20230721）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 15 只，合计发行规模约 104.21 亿元，较上周减少 53.59 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主；发行人性质为中央国有企业、地方国有企业、央企子公司和大型民企；主体评级以 AAA 级和 AA+ 级为主。发行人地域为北京市、重庆市、河南省、四川省和山东省。发行债券种类为资产支持票据、公司债、券商专项资产管理、超短期融资券和中期票据。二级市场成交情况：本周（20230717-20230721）绿色债券周成交额合计 617 亿元，较上周增加 137 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 310 亿元、245 亿元和 47 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.59%，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、公用事业和房地产，分别为 338 亿元、80 亿元和 26 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别为 230 亿元、72 亿元和 60 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230717-20230721）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例及幅度均低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G19 青州(-1.53%)、G17 龙湖 3 (-0.76%) 和 G17 龙湖 2 (-0.40%)，其余折价率均在 -0.40% 以内，主体行业以金融和交通运输为主，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。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 昆明轨道 MTN003(绿色)(4.27%)、G 三峡 EB1(1.45%) 和 18 武汉地铁 GN001 (1.31%)，其余溢价率均在 1.00% 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湖北省居多。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 20230722：二级资本债周度数据跟踪（20230717-20230721）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230717-20230721）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 8.00 亿元，较上周增加 5.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为地方国有企业，主体评级为 AA，发行人地域为浙江省。截至 2023 年 7 月 21 日，二级资本债存量余额达 37,118 亿元，较上周末（20230714）减少 22 亿元。二级市场成交情况：本周（20230717-20230721）二级资本债周成交量合计约 1214 亿元，较上周增加 26 亿元，成交量前三个券分别为 23 进出口行二级资本债 01 (96.4 亿元)、21 交通银行二级 (34.25 亿元) 和 22 建设银行二级 01 (32.10 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 796 亿元、130 亿元和 79 亿元。从到期收益率角度来看，截至 7 月 21 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：-7.91 BP、-7.83 BP、-1.83BP；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：-6.23 BP、-4.00 BP、2.00 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：-1.13BP、1.21 BP、7.21 BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230717-20230721）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例大于溢价成交，但折价成交幅度小于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 17 滨海农商二级 01 (-2.38%) 和 22 沧州银行二级资本债 01 (-1.28%)，其余折价率均在 -1.10% 以内。中债隐含评级以 AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省和广东省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 23 吴兴农

商行二级资本债 01 (6.36%) 和 23 汉口银行二级资本债 01 (0.77%)，其余溢价率均在 0.3% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。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

双碳环保日报：《支持共享发展税费优惠政策指引》发布，多类环保项目享受“三免三减半”

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

2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月，全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米，同增 12.4%。1-5 月，全国天然气表观消费量 1627 亿立方米，同增 5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压滤机投资机会。

1、细分设备龙头：半导体：制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材进入高端制程：【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【华特气体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】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】制程废气处理；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长 9 倍购买晶科新疆拉晶厂，期待深度合作。长期优势：非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备：【景津装备】压滤机龙头，加权平均 ROE 自 2016 年 10% 提至 2022 年 23%，配套设备+出海打开成长空间。【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、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。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】。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、中特估驱动，低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质资产价值重估。a、水务：低估/高分红/价格改革。自由现金流连续 2 年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】2020-2022 年分红水平 50~60%，股息率 (TTM) 5.56% (截至 2023/7/16)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】PB (MRQ) 0.40 倍，2023 年 PE 4 倍 (截至 2023/7/16)，历史分红近 30%。资本开支大幅下降+国补回

笼。【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 年归母净利润复增 15%，2023 年 PE 12 倍（截至 2023/7/16）。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。c、天然气顺价改革+海气资源：【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】。最新研究：高能环境：积极落地绑定核心员工，考核目标稳健打造多品类再生利用龙头。高能环境 2023 年半年度业绩预告点评：归母预增 6%-17%，期待资源化利用板块持续成长。行业点评：CCER 管理办法公开征求意见，明确项目范畴&强化供给侧约束。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理）

房地产行业跟踪周报：超大特大城市推进城中村改造，百城首套房贷利率跌至 3.9%

投资要点 上周（2023.7.15-2023.7.21，下同）：上周房地产板块（中信）涨跌幅+3.4%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别-1.1%、-0.6%，超额收益分别为 4.4%、4.0%。29 个中信行业板块中房地产位列第 8。 房地产基本面与高频数据：（1）新房市场：上周 38 城新房成交面积 210.6 万方，环比-2.0%，同比-40.5%；2023 年 7 月 1 日至 7 月 21 日累计成交 660.1 万方，同比-36.4%。今年截至 7 月 21 日累计成交 9763.3 万方，同比-1.1%。（2）二手房市场：上周 17 城二手房成交面积 141.0 万方，环比+0.5%，同比-5.7%；2023 年 7 月 1 日至 7 月 21 日累计成交 414.5 万方，同比-8.2%。今年截至 7 月 21 日累计成交 4772.0 万方，同比+42.4%。（3）库存及去化：14 城新房累计库存 9348.9 万方，环比+0.4%，同比+0.1%；14 城新房去化周期为 14.3 个月，环比变动+0.1 个月，同比变动-0.2 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 10.9 个月、8.9 个月、15.5 个月、38.2 个月，环比分别变动 0.0 个月、+0.2 个月、+0.1 个月、+0.7 个月。（4）土地市场：2023 年 7 月 17 日-2023 年 7 月 23 日百城供应土地数量为 365 宗，环比-9.2%，同比-28.0%；供应土地建筑面积为 2275.3 万方，环比-5.4%，同比-19.9%。百城土地成交建筑面积 1525.7 万方，环比+1.2%，同比-67.6%；成交楼面价 1842 元/平，环比-50.4%、同比-4.6%；土地溢价率 4.4%，环比-2.3pct，同比+1.1pct。 重点数据与政策：全国层面：国务院审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。住房和城乡建设部鼓励老旧小区改造，贝壳研究院数据表明 7 月百城平均首二套房贷利率均较上月下降 10BP，分别为 3.90%和 4.81%。地方层面：浙江全省除杭州市区外全面取消落户限制，杭州市区逐步取消年度落户名额限制。广州发布城中村改造条例征求意见稿。宁波、湖南湘潭、杭州、清远等多个城市放松公积金贷款政策，提高住房公积金贷款额度；深圳、广州、成都等多地响应城中村政策。 周观点：7 月第 3 周新房成交数据环比小幅下降，同比降幅逾四成。二手房销售同比降幅缩窄至 8%左右，地产基本面仍在下行通道中。我们认为若地产的疤痕效应在下半年持续，销售的恶化将会导致房企投资更加谨慎。政策方面上周国务院积极表态，稳步推进超大特大城市城中村改造，支持鼓励老旧小区改造，扩大居民提取公积金用于自住住房改造政策的支持范围。我们认为三季度可以期待更多供需两端的房地产政策。此时点对地产股不必太过悲观，推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。1) 开发商：保利发展、招商蛇口、越秀地产、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、保利置业集团；2) 物业公司：华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控

股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

环保行业跟踪周报：加大可再生能源等投资力度&参与碳排放权、用能权交易，民营企业助力双碳目标

投资要点 重点推荐：新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，ST龙净，洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，赛恩斯，天壕环境，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：蓝天燃气，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。中共中央、国务院发布关于促进民营经济发展壮大的意见，提出加大可再生能源和储能投资力度，参与碳排放权、用能权交易。其中指出：支持民营企业加大生产工艺、设备、技术的绿色低碳改造力度。支持民营企业参与推进碳达峰碳中和，提供减碳技术和服 务，加大可再生能源发电和储能等领域投资力度，参与碳排放权、用能权交易。生态环境部印发《关于全国碳排放权交易市场 2021、2022 年度碳排放配额清缴相关工作的通知》。重点排放单位将面临差异化的配额分配和履约要求。对于关停或淘汰后仍存续的重点排放单位，不再发放预分配配额，而是在核定阶段统一发放。鼓励使用 CCER 抵销配额清缴。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压滤机投资机会。1、细分设备龙头：半导体：制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材进入高端制程：【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【华特气体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】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】制程废气处理；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长 9 倍购买晶科新疆拉晶厂，期待深度合作。长期优势：非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备：【景津装备】压滤机龙头，加权平均 ROE 自 2016 年 10%提至 2022 年 23%，配套设备+出海打开成长空间。【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、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。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】。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、中特估驱动，低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质资产价值重估。a、水务：低估/高分红/价格改革。自由现金流连续 2 年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】2020-2022 年分红水平 50~60%，股息率 (TTM) 5.47% (截至 2023/7/23)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】PB (MRQ) 0.40 倍，2023 年 PE 4 倍 (截至 2023/7/23)，历史分红近 30%。资本开支大幅下降+国补回笼。【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 年归母净利润复增 15%，2023 年 PE 11 倍 (截至 2023/7/23)。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。c、天然气顺

价改革+海气资源:【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】。最新研究:任净科技:签署7.70亿元设备采购合同,积极推进电池片项目投产达效。龙净环保:矿山绿电、全产业链储能,紫金优势凸显。行业点评:2023M1-6环卫新能源销量同增22%,渗透率同比提升1.49pct至6.10%风险提示:政策推广不及预期,财政支出低于预期,行业竞争加剧。

(证券分析师:袁理 研究助理:朱自尧)

国防军工行业跟踪周报:中期调整依然在路上,中报预期有望成为阶段性主要影响因素

投资要点 上周行业走势情况 上周五个交易日(0717-0721),军工(申万分类)全周涨跌幅为-2.95%,行业涨幅排名位居第25/31位;年初至今涨幅为+1.02%,行业涨幅排名位居第14/31位。近期,军工行业呈现出上涨放量与下跌幅度的趋势,反映了当前市场对于行业底部区间的判断以及运行方向的预期。我们认为军工行业当前位置处于底部拐点配置区域,在行业性的订单预期提振情绪之下,虽然有情绪回落与业绩扰动,但行业基本面持续向上,行情表现也有望在波动中上行,未来可能会分两个阶段进行。一是行业整体性的超跌估值修复,二是进入结构性分化二次上涨需要优选真正有EPS可以支持进一步提估值。同时叠加央企军工改革红利,从而作为军工权重迎来包括指数基金在内的众多增量资金的青睐。上周几个重点事项 金属增材制造成为行业关注热点。金属增材制造是未来最具颠覆性前景的基础性生产方式,不仅可以实现传统常规减材手段难以加工的复杂构型,在全生命周期角度更是具备成本优势。军工领域,目前正在导弹、军机、发动机等各类装备平台中逐步实现渗透率提升,通过轻量化提升技战术指标等作战效能、通过全生命周期的成本优势解决军方持续的控价加量诉求等核心痛点;民用领域,目前正在进入多点开花爆量在即的拐点时期,未来空间极为广阔。其中,铂力特作为全球唯一金属3D打印全产业链(粉体-设备-产品)企业,多环节全能,是国内金属增材制造领域龙头企业。改革带来提振情绪从主机厂扩散到全行业,人事更迭与中期调整扰动出清指日可待。日前,军工行业连续三周放量上涨,第一阶段的推动因素是国资委会议支持央企上市公司并购重组的消息提振,从央企扎堆的主机厂板块开始,并扩散到其他细分板块,改善了行业的情绪面指标进入超跌估值修复;第二阶段的推动因素是聚焦军机产业链的老型号订单预期带来新一轮的成长弹性。装备中期调整方向和节奏:高毁伤、低成本、可消耗一定程度代表了装备列装的需求审美,5-7月是各军工集团与军兵种协调进行中期调整的最大公约时间段,三季度末报批通过后,将在目前既有滚动订单之上进一步增加需求弹性 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。四个条线值得关注:(1)军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点:中航西飞、中航装备、中航沈飞、中航高科。(2)新订单、新概念、新动量:北方导航、七一二、航天电子。(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、中国动力、中国重工);军用雷达。风险提示: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

证券分析师:许牧)

计算机行业深度报告：AI 监管：铸就创新与安全平衡之道

投资要点 AI 发展引发新的安全问题：以 ChatGPT 为代表的生成式人工智能正在重塑数字内容的生产方式和消费模式，显著地影响各行各业变革。今年以来，大模型技术与 AIGC 快速融合发展，大模型生成的内容能够达到“以假乱真”的效果。相应地，应用门槛的不断降低，使得“换脸”、“变声”等手段更容易实现，因 AIGC 滥用带来的虚假信息、偏见歧视乃至意识渗透等问题无法避免，对个人、机构乃至国家安全都存在较大的风险。因此对生成式人工智能服务的新监管需求也随着而来。目前，AI 多带来的新安全问题主要包括 AIGC 内容安全和数据安全问题。

AI 监管：政策与法规先行：考虑到 AI 可能对社会带来的安全问题，安全标准、法律法规和自我监管是对 AI 进行监管较为重要的基石。政府层面，亟需出台监管政策对其加以规范，实现监管覆盖全面化，分阶段、全流程规范 AIGC 相关要素。企业层面，也需要通过被监管以消除社会对 AI 大模型的不信任。中国政府重视 AI 产业，国内网信办等 7 个部委发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》将于 2023 年 8 月 15 日起正式施行，同时《国务院 2023 年度立法工作计划》显示，《人工智能法》已列入立法计划，AI 监管政策正加速推进。

AI 监管：平衡创新与安全、监管手段多样：AI 监管主要是面向 AIGC 技术的违规应用，应对 AIGC 可能给社会、政治、金融、教育带来的危害，这是国家安全、社会安全的关键，因此，对于 AI 监管来说，要从内容安全机制、技术监管手段等层面进行突围。内容安全机制的原理是通过数据安全控制、算法备案和安全评估、内容安全合规等一系列流程确保生成内容符合法规和监管要求。技术监管手段的原理是利用 AI 对抗 AI，通过海量测试数据集，对 AIGC 生成式模型的数据、过程、生成内容进行全过程的测试、监管。

AI 监管有望催生千亿市场：2030 年我国人工智能核心产业规模将超过 1 万亿元人民币。一般信息化投入中安全占比至少在 5%-10% 以上，而由于 AI 大模型特殊性，AI 安全未来将成为所有参与方必须考虑的问题，贯穿从数据标注、模型训练和开发、内容生成、应用开发的事前-事中-事后全过程，投入力度不亚于传统安全投入，因此假设 AI 监管在整个产业链中的占比按照 5%-10% 来测算的话，我们预计到 2030 年国内 AI 大模型的监管市场规模将达到 500-1000 亿元。相关标的：中国 AI 监管现阶段关注内容合规，生成内容需保证真实准确，体现核心价值观，不得对国家安全、经济发展和社会稳定构成威胁与挑战。有图像、视频鉴真或内容监管能力的企业有望率先受益于 AI 监管政策的出台与落地。建议关注 AI 监管相关公司：人民网、新华网、美亚柏科、博汇科技。风险提示：政策落地不及预期，AI 监管推进不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬）

食品饮料行业点评报告：23Q2 基金持仓分析：白酒板块持仓环比回落，高端酒和区域酒配置稳定

投资要点 行业层面：重仓比例位居前三，环比小幅下降。2023Q2 机构重仓市值 3.07 万亿，食品饮料板块重仓市值约 3905.18 亿，占全行业重仓持股总市值 12.71%，环比下降 2.46pct，同比下降 2.89ct，超配比例 4.97%。子板块：白酒板块持续超配，乳品重仓位居第二。重仓市值份额方面，Q2 白酒板块占食品饮料重仓持股市值份额为 84.60%，位居所有子板块第一。基金重仓持股市值第二三名分别是乳品（5.09%）和啤酒（2.93%）。重仓占比变动方面，1）白酒板块：持仓占比 10.76%，环比下降 2.46pct，超配比例 5.22%。白酒板块基金持仓整体环比略有下降，但仍保持超配，当前超配水平基本跟 22Q1 一

致。2) 啤酒板块: 啤酒板块 Q2 基金重仓持股占比 0.37%, 环比下降 0.11pct, 超配比例 0.12%。啤酒板块近年配置比例总体呈现上升趋势。3) 调味品板块: 调味品板块 Q2 基金持仓占比 0.19%, 环比下降 0.01pct, 超配比例-0.40%, 基金对调味品板块重仓持股比例基本稳定。4) 乳品板块: 乳品板块 Q2 基金持仓占比 0.65%, 环比上升 0.12pct, 超配比例 0.25%。乳制品板块基金持仓主要集中在伊利股份。5) 零食板块: 零食板块 Q2 基金重仓持股比例为 0.09%, 环比基本持平, 超配比例-0.03%, 2021 年以来总体呈现波动上升趋势。 价格带层面: 高端白酒最受基金青睐。高端白酒、次高端白酒、区域白酒 2023Q2 基金重仓持股占比分别为 8.20%/0.82%/1.73%, 环比变动-1.21pct/-0.79pct/-0.44pct, 超配比例分别为 3.89%/0.16%/0.79%。 公司层面: 高端白酒茅五泸仍为持仓核心, 企业持仓数量普遍下降。从持有基金数看, 2023Q2 五粮液、泸州老窖持有基金数分别为 827、678 家, 分别环比下降 192、184 家; 贵州茅台持有基金数为 1584 家, 环比下降 130 家; 次高端酒企中, 山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊持有基金数均有所下降, 分别下降 202、125、17、4 家; 区域酒企中, 仅迎驾贡酒、顺鑫农业重仓持有基金数有明显上升, 分别增加 23、13 家, 其中老白干酒、洋河股份下降幅度显著, 从 2023Q1 重仓持有基金数 250、128 家变为 2023Q2 的 158、20 家。从持股市值看, 高端酒企贵州茅台、五粮液和泸州老窖市值占比位居前三, 基金重仓持股市值份额占所有上市酒企的 40.12%/18.65%/17.47%。2023Q2 基金重仓比例分别为 2.14%/0.99%/0.93%, 分别环比-0.21pct/-0.22pct/-0.21pct; 次高端酒企山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊基金重仓比例分别为 0.30%/0.09%/0.02%/0.00%, 分别环比-0.29pct/-0.08pct/-0.03pct/0.00pct; 区域酒中, 洋河股份、古井贡酒、老白干酒基金重仓比例为 0.31%/0.30%/0.04%, 环比-0.09pct/-0.06pct/-0.06pct, 其余酒企变动不大。 风险提示: 信息披露不足、数据统计存在滞后性

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

汽车周观点: 继续看好【AI 智能化+出海】

n 投资建议: 聚焦且坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线! 3 月我们明确提出: 2023 是汽车切换之年, 破旧立新; 6 月我们明确聚焦: AI 智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下, 我们认为今年汽车行情值得重视的点: 电动化逻辑的权重在降低, Q1 行情提升了出海逻辑的权重, Q2 行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱 AI+汽车智能化】: 整车优选智能化先发优势者(特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴(赛力斯+江淮等)), 智能化加速跟进(理想汽车+比亚迪+长安汽车等)。零部件优选域控制器(德赛西威+经纬恒润)+冗余执行(伯特利+拓普集团)+软件算法/检测等。主线二【拥抱汽车出海大时代】: 优选技术输出的客车板块(宇通客车+金龙汽车), 其次高性价比的重卡板块(中集车辆+中国重汽)+两轮车(雅迪控股/爱玛科技/春风动力)。 nnnnnn 风险提示: 全球经济复苏力度低于预期, L3-L4 智能化技术创新低于预期, 全球新能源渗透率低于预期, 地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师: 黄细里)

商贸零售行业跟踪周报: 重组胶原蛋白龙头锦波生物在北交所成功上市, 医美注射剂薇旎美值得关注

投资要点 重组胶原蛋白龙头锦波生物在北交所成功上市, 成为“北交所重组胶原蛋白第一股”。锦波生物于 7 月 20 日在北交所挂牌上市, 首日涨幅为 159.69%, 收盘价为 127.25 元/股。锦波生物成立于 2008 年, 是国内领先的重组人源化胶原蛋白企业。公司以重组胶原蛋

白和抗 HPV 生物蛋白为核心，目前已建立起从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能性护肤品等终端产品的全产业链业务体系。2022 年公司实现营收 3.9 亿元（同增 67.2%），实现归母净利润 1.1 亿元（同增 90.2%），扣非净利润 1.0 亿元（同增 108.3%）。2022 年公司毛利率/净利率分别为 85.4%/27.9%，毛利率在可比公司中表现较好。锦波生物致力于重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品的研发、生产和销售，产品涵盖医疗器械和功能性护肤等领域。按功效类别看，2022 年公司重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品分别实现营收 3.3/0.5 亿元，其中重组胶原蛋白产品收入增长更快，2020~2022 年重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品营收增速 CAGR 分别为 81.6%/0.0%。按审批类别看，2022 年医疗器械/功能性护肤品/原料/卫生用品分别实现营收 3.0/0.7/0.1/0.03 亿元，其中医疗器械品类是收入增长的主要驱动，2020~2022 医疗器械产品营收增速 CAGR 为 83.5%。公司“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”是首个注射级别重组胶原蛋白 III 类医疗器械，销售表现亮眼，在研产品储备丰富。公司自主研发的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”已于 2021 年 6 月获得国家药监局三类医疗器械注册证，是目前唯一的注射级别的重组 III 型人源化胶原蛋白生物医用材料。2021~2022 年，“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”分别实现营收为 0.3/1.2 亿元，占公司营收比例分别为 12.2%/29.9%。公司正在开展以重组 III 型、I 型、XVII 型人源化胶原蛋白为核心成分的产品开发，其中大部分在研产品核心成分为重组 III 型胶原蛋白。相关标的：巨子生物，锦波生物，贝泰妮，华熙生物，福瑞达等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖）

机械设备行业跟踪周报：推荐需求边际向好的出口型机械；关注光伏设备新技术进展

1.推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、迈为股份、拓荆科技、华测检测、柏楚电子、奥特维、杰瑞股份、长川科技、精测电子、绿的谐波、富创精密、芯源微、杭可科技、奥普特、金博股份、高测股份、海天精工、新莱应材、至纯科技、华中数控、联赢激光、纽威数控、道森股份。 2.投资要点： 出口型机械：出口需求边际向好、成本端改善，出口链机械存在双击机会 欧美衰退担忧减弱，“一带一路”出口份额提升，出口链需求有望边际改善。北美新屋开工及销售等数据显示房地产底部复苏迹象。据美国商务部数据，美国 5 月新屋开工年化总数为 163.1 万户，高于市场预期 140 万户。“一带一路”十周年，中国出口份额持续提升，2023 年 1-6 月我国对东盟/俄罗斯的出口额为 2631/523 亿美元，累计同比增速分别为 1.5%/78.1%，同期对美国及欧洲出口累计同比增速为 -17.9%/0.9%，一带一路已成为支撑我国出口的重要力量。汇率变化、海运费下降背景下，出口型企业利润率有望提升。建议关注：消费类机械银都股份、春风动力、巨星科技、浩洋股份；非消费类机械：工程机械三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团、浙江鼎力，锂电设备全球化公司杭可科技、先导智能、安徽合力、诺力股份。 光伏设备：HJT 行业降本进程加速，建议重点关注 Q3 降本新技术导入。 2023Q2 HJT 行业加速降本，目前在（1）浆料端：华晟正背面的银包铜已经全面导入生产，目前银包铜价格 4000 元/KG，未来能到 3000 元/KG，金属化成本有望降低至 4 分/W；日升已导入双面银包铜，金属化成本约 8 分/W，2024 上半年有望 5 分/W。同时 OBB 导入量产进展有望在 2023H2 加速。（2）硅片端：目前 110 微米已经导入生产，2023 年底有望导入 100

微米，2024年中导入90微米。(3)靶材：目前HJT行业靶材成本约4分/W，未来低钢化有望降低至1分/W。从行业扩产规模上看，我们预计2023年HJT扩产50-60gw（按照现有规划大概率能完成），迈为2023年交付预计会超过40GW（接近70条线），主要对应2022年和2023年上半年的订单，2024年行业扩产大概80-100GW，HJT扩产临界点已经到来。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。

半导体设备：台积电2023Q2业绩短期承压，继续看好下半年半导体设备板块投资机会。2023Q2台积电实现营业收入156.8亿美元，符合先前指引（152-160亿美元），同比-13.7%，环比-6.2%，短期承压。2023Q2台积电资本开支为81.7亿美元，环比-18%，受景气承压明显拖累。随着全球半导体库存调整，2023Q3台积电营业收入指引为167-175亿美元，中枢值环比+9%，有望边际好转。对于国产半导体设备板块，下半年存在较强边际向好变化，继续看好板块投资机会。

1)受行业景气下行、海外制裁等影响，上半年一线Fab厂暂未看到大规模招标，随着下半年大厂招标陆续落地，我们预计板块订单将环比持续改善，订单端存在基本面边际向好催化。

2)随着全球半导体景气逐步触底复苏，2024年全球半导体设备行业有望进入新一轮上行周期，Fab厂资本开支有望边际向好，利好设备端需求。

2023H2建议重点关注两条投资主线：1)低国产化率环节，重点推荐精测电子、拓荆科技、芯源微等；2)半导体行业景气复苏受益品种，重点推荐长川科技、华峰测控等后道测试设备企业，前道设备重点推荐北方华创、中微公司等。其他重点推荐华海清科、至纯科技、赛腾股份、盛美上海等，建议关注微导纳米、金海通等。

机器人行业深度：人形机器人产业链纵析，寻找供应链“隐形冠军”。为了实现人形机器人2万美金/台的平价目标，产业化过程中离不开国产硬件供应链的支持，沿着产业链降本主线脉络，投资端我们看好核心部件。我们预计核心零部件价值量占比排序如下：①FSD系统占比39%，自动驾驶系统+D1超算芯片组成核心控制系统，相当于机器人“大脑”，为特斯拉核心能力体现；②电机占比19%，包含28个应用于大关节的无框电机，12个应用于手指的空心杯电机，价值量占比分别为15%、4%，主要厂商包括三花智控、鸣志电器、鼎智科技、拓普集团等。③减速器占比14%，应用于16个旋转关节，其中包括12个谐波减速器+4个行星减速器，主要厂商为绿的谐波、双环传动、中大力德等；④行星滚柱丝杠占比9%，应用于12个线性关节，主要厂商为拓普集团、秦川机床等；⑤传感器占比3%左右，包括视觉传感及力传感器，主要厂商包括奥比中光、舜宇光学及柯力传感等。

投资建议：推荐三花智控、拓普集团、绿的谐波、鸣志电器、秦川机床，建议关注鼎智科技/江苏雷利、步科股份、双环传动、中大力德等。

通用自动化：建议关注同时受益于机床零部件国产化&人形机器人产业链的丝杠导轨行业

1)机床自主可控：18年贸易摩擦后，国家为真正解决高档数控机床“卡脖子”问题，需从全产业链提升技术水平，因此数控系统/导轨丝杠等核心零部件自主可控需求愈发突出。

2)人形机器人产业链机遇：人形机器人的线性关节中会使用反向式行星滚柱丝杠，假设每台人形机器人使用10个线性关节，每套行星滚珠丝杠价格1000元，则单机价值量可达1万元，若远期人形机器人保有量达1000万套，则行星滚柱丝杠市场空间可达1000亿元，市场空间广阔。推荐秦川机床、恒立液压，建议关注贝斯特、鼎智科技、长盛轴承等相关标的。

工程机械：6月挖机销量同比-24%，龙头业绩有望企稳回升。2023年6月挖掘机销量(含出口)共15766台，同比下降24%，其中国内6098

台，同比下降 44.7%；出口 9668 台，同比下降 0.68%。2023 年 1-6 月，国内挖掘机 108818 台，同比下降 24%；其中国内 51031 台，同比下降 44%；出口 57787 台，同比增长 11.2%。6 月挖机出口销量同比负增长，我们判断主要系外资品牌出口份额下滑，国内品牌出口增速高于行业。考虑到今年起重机、混凝土机械等其他机种表现好于挖机，国内龙头中大挖销售结构改善，出口利润率高于国内，钢材等原材料价格明显回落背景下，我们判断工程机械龙头利润增速>收入增速>销量增速，看好二季度起业绩企稳回升。建议关注：徐工机械、柳工、三一重工、中联重科恒立液压。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：罗悦 证券分析师：刘晓旭)

建筑装饰行业跟踪周报：城中村改造、旧改政策稳步推进，继续关注一带一路板块机会

投资要点 本周（2023.7.17-2023.7.21，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-1.13%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.98%、-1.88%，超额收益分别为 0.85%、0.75%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》：会议强调，要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。（2）商务部、住房城乡建设部等 13 部门印发通知，促进家居消费，支持居民家居焕新：通知涵盖大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境等四方面 11 条具体措施，提出推动业态模式创新发展、支持旧房装修、开展促消费活动、促进农村家居消费、加强政策支持等多项措施。（3）住房城乡建设部等部门印发《关于扎实推进 2023 年城镇老旧小区改造工作的通知》：要求有序推进城镇老旧小区改造计划实施，扎实抓好“楼道革命”“环境革命”“管理革命”等 3 个重点。合理安排 2024 年城镇老旧小区改造计划，重点改造 2000 年年底前建成需改造的城镇老旧小区，尽快自下而上研究确定 2024 年改造计划，于 2023 年启动居民意愿征询、项目立项审批、改造资金筹措等前期工作，鼓励具备条件的项目提前至 2023 年开工实施。（4）财政部发布 1-6 月财政数据：1-6 月全国一般公共预算收入、支出分别同比增长 13.3%、3.9%，公共预算支出增速较上月放缓 1.9pct，其中 6 月单月同比下降 2.5%，反映支出节奏放缓，投向传统基建的力度有所减弱。全国政府性基金预算收入、支出分别同比下降 16.0%、21.2%，持续受到土地出让低迷的影响。（5）国家统计局发布上半年经济数据：6 月经济数据整体受去年同期基数升高影响同比继续放缓，但环比相对平稳。基建投资增速维持（广义和狭义基建累计同比分别为+10.7%、+7.2%），主要是电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速维持+27.0%的高增长所带动，而交通大类、水利、环境和公共设施管理业表现分化，分别累计同比+11.0%/+3.0%，反映重点工程实物工作量有所落地，但市政需求持续承压，我们认为基建加速仍有待增量政策工具落地。地产销售持续走弱，新开工环节以及投资表现持续疲软，竣工端强于其他环节但单月增速有所放缓。周观点：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）6 月基建投资增速环

比有所改善，地产投资端压力仍然较大，政策发力预期和积极性有所升温，此前国务院常务会议研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，我们预计后续稳增长政策有望继续发力，期待更多增量政策工具落地，近期国务院和住建部相继出台了城中村改造和促进家居消费等方面的政策；国企改革深化持续推进，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，将指引建筑央企继续提升经营效率，结合2022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、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，一带一路沿线国家的基建需求也有望提升；今年是一带一路倡议提出10周年，第三届“一带一路”高峰论坛将在今年举办，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，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 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦）

建筑材料行业跟踪周报：城中村改造政策凸显高质量发展

投资要点 本周（2023.7.17-2023.7.21，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅2.56%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-1.98%、-1.88%，超额收益分别为4.54%、4.44%。大宗建材基本与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为370.5元/吨，较上周-3.7元/吨，较2022年同期-45.0元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、两广地区、东北地区、中南地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：长江流域地区（-4.3元/吨）、泛京津冀地区（-11.7元/吨）、华北地区（-12.0元/吨）、华东地区（-2.9元/吨）、西南地区（-2.0元/吨）、西北地区（-4.0元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为75.0%，较上周-1.3pct，较2022年同期0.4pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为52.8%，较上周-1.3pct，较2022年同期-10.7pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1930.2元/吨，较上周+27.0元/吨，较2022年同期217.3元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为4642万重箱，较上周-444万重箱，较2022年同期-2709万重箱。（3）玻纤：无碱2400tex直接纱报3650-3950元/吨，无碱2400texSMC纱报3900-4400元/吨，无碱2400tex喷射纱报6000-6600元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报3800-4200元/吨，无碱2400tex板材纱报4000-4200元/吨，无碱2000tex热塑直接纱报4200-5400元/吨，不同区域价格或有差异，个别企业报价较高。电子纱主流报价7600-8300元/吨不等，较

上周价格基本持平；电子布当前主流报价为 3.2-3.3 元/米不等，成交量可谈。周观点：本周五国常会出台了城中村改造的相关政策，凸显高质量发展含义。1) 提升市区土地利用价值的抓手可信；2) 扩大民营资本参与机会的态度可期；3) 配套建设好保障性住房，改善民生，稳步推进的意愿可喜。总体而言，该政策更多体现质量的提升而非数量的扩大，利好本地资源属性较强的资产运营和城市规划设计公司。我们预计下半年地产将延续 6 月以来的缓慢走弱态势，但基数效应下同比增速并无太大压力。对于地产链而言，下半年消费建材将继续出清，资金压力下企业收入难以大幅提速，但出清叠加成本端利好有望继续推升毛利率。而大宗建材较难出清，景气压力将持续。一带一路国家对全球需求增量的持续贡献潜力值得重视，随着海外供应链分散和中国产能转移至东盟、拉美等国家，工业化有望推动城镇化的发展，成为全球需求的新增量。在下半年欧美加息周期结束后，全球需求或将进入新一轮加速发展期。中期角度，国内地产链基本面最差时候已经过去，业绩预期下修空间明显收窄。长期维度估值已经处于低位，我们预计 Q2~3 工程端可见利润拐点，可以逐渐布局。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。（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。大宗建材方面：玻纤：短期需求表现一般叠加季节性淡季影响厂商产销，企业库存压力有所加大，粗纱价格承压，但二三线企业成本支撑下预计价格降幅有限。中期随着风电等领域需求继续回暖，我们判断下半年供需平衡有望改善，库存或开始去化，若海外经济复苏或者内需基建地产领域需求改善，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。其他细分产业链推荐行业景气向上的龙头，推荐再升科技、赛特新材。玻璃：短期终端需求处于淡季，尽管贸易商和加工厂前期较高库存得到消化，厂商库存也处于中位水平，但需求弱势和厂商盈利修复的背景下，下游补库意愿较弱，产销有所反复，涨价动力不足。我们认为短期供给恢复弹性有限，行业库存上升压力不大，中期景气方向关注旺季需求兑现以及地产政策预期。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，除了市政、房建需求疲弱，基建实物需求弹性有限，因此行业供需平衡仍需要错峰停窑的配合，在需求弱势和成本压力缓解的背景下，有待行业协同的修复。中期来看，6 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，但空间受制于资金到位情况，需求的明显回暖仍需市政、房建需求好转的配合，可关注近期稳增长政策的落地情况。水泥企业市净率估值处于历史底部，若需求端预期提升，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：Q2 以来消费建材发货由于去年同期基数低，同比均有改善，但市场复苏情况仍偏弱。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)

电力设备行业跟踪周报：锂电排产弱复苏，光伏产业链价格企稳

投资要点 电气设备 8574 下跌 3.75%，表现弱于大盘。本周（7月17日-7月21日，下同）发电及电网跌 1.56%，锂电池跌 1.95%，新能源汽车跌 2.11%，风电跌 2.33%，核电跌 2.47%，电气设备跌 3.75%，发电设备跌 4.04%，光伏跌 4.4%。涨幅前五为赢合科技、坚瑞沃能、兆新股份、ST 天成、华友钴业；跌幅前五为德方纳米、中际旭创、中光防雷、泰永长征、智云股份。行业层面：储能：全国：能源局发布抽水蓄能新规；江苏：27 年新型储能目标 5GW；江苏：25 年沿海地区新型储能目标 2.5GWh，重点开发 19 个大型项目；贵州：需求侧响应最高补贴 1.5 元/kWh；贵州：首个大型独立共享储能电站并网，100MW/200MWh；河南：储能 2MW+/2h+可参与电力调峰辅助市场，最高补偿 0.3 元/kWh；西班牙：为 26 年并网的 600MW 项目资助 1.6 亿欧元。电动车：特斯拉最新财报：毛利率连续三个季度下跌，马斯克称可能继续降价；广期所：碳酸锂期货合约挂牌基准价为 24.6 万元/吨；美国众议院筹款委员会和美中战略竞争委员会致信福特 CEO，要求回复与 Catl 合作细节；中国车企 Q1 占东南亚电动车销量 75%的份额；松下考虑在印度开设电池制造工厂；印度塔塔将在英国建设新的电动汽车电池工厂，加速捷豹路虎电气化；日产汽车同特斯拉达成协议，2025 年起采用北美充电标准；蔚来汽车秦力洪：150 度电池包研发验证较预计时间长 “还要再稍等”；长江有色市场钴 30.00 万/吨，本周-2.9%；百川工业级碳酸锂 27.50 万/吨，本周-5.2%；百川电池级碳酸锂 28.80 万/吨，本周-4.6%；SMM 国产氢氧化锂 26.95 万/吨，本周-3.5%；SMM 六氟磷酸锂 14.55 万/吨，本周-3.0%；SMM 电池级 DMC 碳酸二甲酯 0.55 万/吨，本周-1.8%；百川磷酸铁 1.25 万/吨，本周-1.6%；SMM 锰酸锂-动力 8.70 万/吨，本周-2.2%；三元 622 型 24.40 万/吨，本周-2.4%；三元 811 型 27.80 万/吨，本周-2.3%；SMM 氯化钴 5.55 万/吨，本周-2.2%；百川针状焦 0.78 万/吨，本周-9.1%。新能源：国务院：加大可再生能源和储能投资力度；截至 6 月底，全国累计发电装机容量约 27.1 亿千瓦，同增 10.8%；晶科能源位列上半年组件出货量榜首；硅料价格反弹，涨幅 2%；硅片库存压力大；EVA 行情倒挂；-73.76 美元/MWh，欧洲再现负电价；国际巨头力捧 IBC，宣布光伏组件“寿命”延至 40 年；内蒙古通威 20 万吨高纯晶硅项目开工；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 70 元/kg，环升 2.94%；硅片 182/210mm 2.88/3.75 元/片，环平；PERC182/210 电池 0.74/0.73 元/W，环升 0.96%/环升 0.69%；单面 PERC182/双面 TOPCon182 组件 1.32/1.38 元/W，环降 1.49%/环降 1.22%；玻璃 3.2mm/2.0mm 25.5/18.0 元/平，环比持平。本周陆风招标 0.17GW，海上招标 0.7GW；本周陆风开/中标 1.07GW，海上开/中标 1.2GW；2023 年 1-6 月光伏累计装机 78.42GW、风电累计新增装机 23.0GW。电网：2023 年 1-6 月电网累计投资 2054 亿元，同比+7.8%。公司层面：赣锋锂业：子公司拟投

资不超 60 亿元，建设年产 10GWh 锂电池一期。德方纳米：预计 23H1 实现归母净利-11.7~-10.4 亿元，同降 181.25-191.4%。珠海冠宇：预计 2023H1 实现营收 53-56 亿元，同减 7.6-2.4%；归母净利 1.2-1.5 亿元，同增 92-140%。震裕科技：拟新设子公司投建结构件欧洲项目，投资总额 5870 万欧元。鼎胜新材：以现金形式收购 Slim 铝业及其全资子公司 Slim Merseburg 及 Slim Alu GmbH 的 100% 股权，收购总价预计 5630 万欧元。天顺风能：拟募资不超过 24.2 亿元投资德国 50 万吨风电海工基地建设项目及补流。特变电工：(1) 子公司新疆天池能源拟投建准东 2×660MW 火电项目，总投资 55.50 亿元。(2) 董事、监事、高级管理人员拟合计减持不超 0.03998% 股份。正泰电器：子公司拟实施限制性股票激励计划，计划定向发行 700 万股，授予价格为 9.65 元/股。南网能源：拟投资 6.59 亿元建设约 14.82 万千瓦分布式光伏业务项目。科士达：控股股东拟减持不超 2% 股份。盛弘股份：控股股东、董事、总经理方兴拟减持不超 2% 股份。安科瑞：拟定增募资不超 8 亿元，用于研发总部及企业微电网系统升级项目等。投资策略：储能：23Q1 美国储能装机 778MW/2145MWh，同减 19/25%，23 年 4 月底备案量达 30GW，环增 4%，美国大储 23 年有望重回 100% 以上增长；国内储能 22 年 13-15Gwh，同增 150%+，今年 1-6 月招标超 30Gwh，4 月底开始需求明显好转，今年预计近 2 倍增长至 40Gwh+，工商业储能市场爆发预计装机超 4Gwh，同比增长 300%+；欧洲户储上半年需求淡季叠加去库存出货疲软，预计 4 季度初将有所恢复；非洲因缺电光储需求尤其旺盛；全球储能三年的 CAGR 为 60-80%，继续看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。电动车：国内 6 月季末冲量销量达 80.6 万辆，同环比+35%/+12%，渗透率 30.7%，1H 销 375 万辆，同比+44%，终端销量略好于预期；欧洲 6 月主流 9 国电动车销量 23.5 万辆，同环比+30%/+23%，恢复力度亮眼，全年预计销量 300 万辆，增 20%；美国 6 月销 13 万辆，同环比+60%/+7%，1H 累计 69 万辆，同比+52%，符合预期，全年预期 160 万辆，同比+60%。排产端，7 月环比增 5~10%，8 月龙头预示排产指引 10-20%，旺季来临；Q3 产业链部分环节价格进一步下行，盈利基本进入底部区间，行业加速产能出清。我们预计 23 年全球电动车销量仍可以维持 30% 增长，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 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、电解液&负极、隔膜龙头等。光伏：本周整体硅料市场继续持稳微涨，主要是因为硅料库存基本消化+下游开工好转。硅料带动产业链价格快速触底，叠加近期中美关系修复，海外天然气价格上涨，光伏板块见底。Topcon 投产持续加速，晶科速度和效率均领先，预计今年 Topcon 的渗透率近 30%，明年有望近 70%，HJT 近期也有些积极的进展；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 370GW+，同增 50% 以上，继续全面看好光伏板块成长，看好逆变器、组件和 topcon 新技术。工控&机器人：Q1 工控公司订单均微增，5&6 月订单同比开始明显增长，国产替代持续加速，工控拐点临近，同时龙头公司纷纷布局机器人，AI 时代潜力大，看好机器人龙头和工控龙头。风电：陆风 23 年需求旺盛，海风 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、电改、一带一路、中特估结构性方向。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）、三

花智控(热管理全球龙头、机器人总成空间大)、晶科能源(一体化组件龙头、topcon 明显领先)、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)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、固德威(组串逆变器高增长, 储能电池和集成有望爆发)、宏发股份(继电器全球龙头稳健增长、高压直流高增长)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健)、金盘科技(干变全球龙头海外超预期)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长)、晶澳科技(一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、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)、科达利(结构件全球龙头、结构创新受益)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩持续超预期)、爱旭股份(PERC 电池龙头、ABC 电池组件上量在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、德业股份(并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、禾迈股份(微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入)、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)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、星源材质(隔膜龙二、量利双升)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能)、派能科技(户储电池龙头、盈利能力强)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大举布局组件)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、科士达(UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户)、德方纳米(铁锂需求向好、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)、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)、思源电气、许继电气、福莱特、国电南瑞、禾川科技、TCL 中环、金雷股份、当升科技、尚太科技、天奈科技、中信博、振华新材、三一重能、雷赛智能、美畅股份、弘元绿能、新强联、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注: 安科瑞、盛弘股份、聚和材料、元琛科技、上能电气、亿晶光电、华电重工、昇辉科技、通合科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、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, 价格竞争超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

非银行业跟踪周报: 财富管理费率改革频繁, 行业健康发展可期
投资要点 公募降费充分让利市场, 长期助力财富管理行业高质量发展: 2023 年 7 月 8 日, 多家大型公募基金发布公告, 旗下存量主动权益类产品管理费率/托管费率分别降至 1.2%、0.2%。1) 短期来看, 财富管理赛道主要参与者业绩预计承压。2022 年, 全市场公募基金管理规模 26 万亿元, 其中主动权益类基金规模 4.9 万亿元, 占比 18.9%; 全市场公募基金实现管理费收入 1459 亿元, 其中主动权益类收入占比 50.6%。以 2022 年为基数进行测算, 基金公司营收及净利润预计分别下滑 10%/16%, 三方渠道尾佣收入预计下滑 10%, 上市券商净利润预计下滑 1.6%(参控股基金公司利润贡献度下滑, 叠加席位租赁收入缩水影响)。2) 长期来看, 优化费率将推动财富管理行业生态进一步

优化。优化费率将促进公募行业与投资者利益共振，带动投顾业务发展，并进一步加剧公募行业头部集中趋势。公募降佣传闻引发热议，分仓降幅或近四成：2023年7月20日，据中国基金报披露，某证监局下达公募费率改革工作相关要求，被动股票型基金佣金率不得高于市场平均佣金率，其他基金佣金率不得高于市场平均佣金率的两倍。以2022年为基数进行测算，预计证券行业公募交易佣金收入由188.74亿元降至120.60亿元，下滑36.10%，带动证券行业营收下滑1.73%。天风/长江由于机构业务营收占比较高，预计营收分别下滑13.73%/6.25%。二季度公募基金保有量排名出炉，行业格局趋于平衡：23Q1-23Q2，行业整体保有量呈上升趋势（23Q2环比+3.78%），权益基金23Q2规模环比下降（-3.12%），非货币基金23Q2环比上升（+3.05%）。分渠道类型来看，百强机构中银行系/券商系/第三方基金代销机构权益基金保有量市占率分别-1.01pct/+0.96pct/+0.27pct至37.86%/17.96%/19.63%，银行渠道主导地位有所动摇，行业格局趋于平衡。投资建议：从估值来看，当前证券板块估值逼近历史底部（截至2023年7月21日，证券板块PB估值为1.17x，处于历史分位数1.87%），下行空间有限，且行业利空政策预期落地，估值有望修复。建议关注以下方向：1)行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司】。2)AI方向，建议关注【华泰证券】。3)财富管理方向，推荐【广发证券】、【东方财富】，建议关注【东方证券】。4)注册制方向，建议关注【国金证券】。5)行业兼并收购加速预期下，推荐【国联证券】。6)中特估方向，建议关注【中国银河】。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：

本周	上周环比	2022 同期比	中国内地
日均股基成交额（亿元）		8,584	-10.48%
中国香港日均股票成交额（亿港元）		615	-6.82%
-18.57%		两融余额（亿元）	15,821
0.44%	-2.94%	基金申购赎回比	1.18
0.83	1.06	开户平均变化率	15.88%
9.04%	11.81%		

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）

有色金属行业+公司首次覆盖：黄金个股对比深度：复盘黄金股，资源质优且量增而为王

投资要点 经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。在此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。未来经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。历史金价上行周期内，黄金股的超额收益和绝对收益均有突出表现。复盘2005年以来金价走势与中信黄金指数走势可以发现，历史金价上涨期间，中信黄金指数相对Wind全A指数的超额收益也快速爬升，同时超额收益曲线斜率较为陡峭，说明金价上涨对于黄金股股价的刺激作用立竿见影。历次金价上行周期，中信黄金指数的超额收益在5%-16%区间，高收益率凸显黄金股配置价值。一旦金价上涨，黄金股

有望迎来盈利提升和估值修复共振。不同于正常商品，黄金具有强金融属性，受美债实际利率影响较大，而与实体黄金供给需求端变化联系较弱，同时，由于黄金的稀缺性，供给端较为刚性，因此金价上涨对供给端的影响较小，不会阻碍金价的进一步上行。此外，从大类资产配置的角度来看，金价上涨也会吸引更多投资者积极配置，并进一步推动金价上行。由于黄金价格缺少“自我减速机制”，黄金股在金价上行时期容易出现“戴维斯双击”。

黄金股选股逻辑：聚集黄金业务、高业绩弹性的公司有望受益于金价上行。在金价上行期间，黄金股的收益表现也会有所分化。业务层面来看，黄金业务占比高的公司更受益于黄金板块的 β 上升。业绩层面来看，高业绩弹性的公司有望更受益于金价上行。因此，一般来说黄金业务占比高且具有高业绩弹性的公司会在金价上行周期中表现更为突出。具体来看，成本是影响公司业绩弹性的重要因素，成本越高的公司对价格的波动越敏感，这也意味着在金价上涨期间会存在更大的业绩弹性。

从七大维度全面对比国内黄金公司的基本面和重估潜力。我们从资源禀赋情况、产量及增长弹性，业务结构占比，生产成本及变化趋势，公司治理及资本运作，矿山生产安全性，估值与业绩弹性等七大维度对黄金公司进行了全面的比较研究。综合来看，紫金矿业、招金矿业具备较大的增储潜力；西部黄金具有较大的产量增长空间；山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；银泰资源具备较好的产储成长性，较低的成本和资产负债率；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金目前黄金业务毛利贡献占比均在5-6成，业绩弹性和估值水平尚可。黄金板块迎来主题投资机会，重点推荐西部黄金，建议关注紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金。我们认为美联储在7月26日完成最后一次加息后，抑制通胀的目的已基本完成，利空充分释放，因此未来的3-4个月内黄金无重大利空，预计8-9月黄金行业将迎来主题投资机会。结合上述七大维度的全面对比，我们重点推荐西部黄金，建议关注顺序依次是紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、中金黄金和湖南黄金。

风险提示：金价大幅波动的风险、矿山生产经营不确定性的风险、美联储加息力度超预期。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶)

医药生物行业跟踪周报：历史大底部，多因素支撑医药板块企稳回升

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-0.81%、-7.43%，相对沪指的超额收益分别为1.35%、-9.97%；本周生物制造、医药商业及原料药等股价跌幅较小，化药、医疗服务及器械等股价跌幅较大；本周涨幅居前科源制药(+20.01%)、澳洋健康(+9.71%)、哈三联(+8.94%)，跌幅居前凯因科技(-25.55%)、毕得医药(-20.74%)、金迪克(-19.24%)。涨跌表现特点：本周医药板块大小市值均跌，成交量创出新低；底部标的股价相对强势，高位标的股价相对更弱。

23Q2公募基金增配院内处方药及中药，医药持仓整体仍处于低位：2023年2季度，以重仓持股比例计算，在剔除港股后，医药板块2023年Q2持仓比例为11.65%，环比增加0.09pct，仍处于2018年以来的地位水平。申万医药股总市值占比7.48%，环比下降0.56pct，尽管医药股在基金整体配置中仍处于超配状态，但超配比例相比2020年Q2的8.22%已大幅下降至2023年Q2的4.17%。从基金重仓细分行业结构看，2023Q2公募基金增配化学制剂、中药，化学制剂份额在公募基金重仓行业中份额成为第一位，为21%，环比增加6pct，中药成为第三位，为14%，环比增长3pct；2023Q2公募基金进一步减配CXO，CXO板块整体份额占比已下降至13%，环比下滑8pct。我们认为，医药刚

需属性明显，疫后复苏逻辑下业绩有望迎来恢复性增长，当前位置仍具备性价比。先声药业引进的失眠药新药获批临床；豪森引进的 first in class 口服抗真菌药在华申报上市；君实生物「特瑞普利单抗」新适应症申报上市；7月20日，先声药业宣布，其与 Idorsia 合作的失眠症药物盐酸 Daridorexant 片已获得药监局签发的药物临床试验批准通知书，拟用于治疗症状持续存在至少3个月且对日间功能产生影响的成人失眠患者；7月20日，CDE网站显示，豪森药业引进的 Brexafemme (Ibexafungerp, 枸橼酸艾瑞芬净) 在华申报上市适用于霉菌性阴道炎的治疗；7月19日，CDE官网显示，君实生物特瑞普利单抗注射液(商品名：拓益)新适应症上市申请获受理，用于治疗广泛期小细胞肺癌(SCLC)。这是特瑞普利单抗第10项申报上市的适应症。具体配置思路：1) 中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、达仁堂等；2) 血制品领域：天坛生物、卫光生物、博雅生物等；3) 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；4) 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；5) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；6) 消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；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。风险提示：药品或耗材降价超预期；销售下滑风险；医保政策风险等。

(证券分析师：朱国广)

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成品油及化工品报价上调，炼化价差全面改善

投资要点 六大炼化公司涨跌幅】截至2023年07月21日，6家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：桐昆股份(环比+2.13%)、新凤鸣(环比+2.01%)、恒逸石化(环比+1.58%)、荣盛石化(环比+0.33%)、恒力石化(环比-1.33%)、东方盛虹(环比-2.49%)。近一月涨跌幅为新凤鸣(环比+19.96%)、桐昆股份(环比+10.85%)、恒逸石化(环比+5.52%)、荣盛石化(环比+3.45%)、恒力石化(环比+2.14%)、东方盛虹(环比+2.71%)。【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2463.24元/吨，环比增加94.02元/吨(环比+3.97%)；国外重点大炼化项目本周价差为1239.30元/吨，环比增加103.85元/吨(环比+9.15%)，本周布伦特原油周均价为79.33美元/桶，环比增加0.21美元/桶(环比+0.27%)。【聚酯板块】PX景气延续，PTA让利背景下长丝盈利改善。PX本周价格上涨，价差维持高位。MEG方面，行业开工率下降支撑报价上调。PTA方面，市场缺乏利好消息提振，价格价差整体下行。长丝方面，产销略有转暖，PTA让利背景下，价格和盈利水平回升。短纤、瓶片方面，需求仍旧偏淡，用户刚需采购为主，市场偏弱运行。【炼油板块】原油：供给支撑强化，但需求隐忧仍存，油价震荡运行。本周美国加息预期减弱，主要生产国产量削减利好原油价格，但美国东北部强风暴和中国经济疲软利空原油，两者叠加下油价整体震荡运行。成品油：看涨情绪增强，价格继续上涨。汽油方面：国内高温天气持续不断，空调用油需求仍有支撑。柴油方面：周前期受南方雨季和北方高温影响，户外工程开工受到抑制，价格下滑，但周后期山东炼厂出货情况较好，价格回升。航煤方面：零售限价上调，各地价格攀涨，市场看涨情绪浓重。【化工板块】化工品价格、价差整体改善，MMA表现较差。聚乙烯和聚丙烯本周检修增多，供给支撑下市场重心上行。EVA方面，江苏斯尔装置检修结束，但目前运行尚不稳定，供应支撑下发泡EVA价格、价

差双双上行，光伏 EVA 整体维稳。纯苯、苯乙烯需求回暖，价格价差显著提振。PC 和丙烯腈下游需求一般，跟涨动力偏弱，MMA 受需求持续不佳影响，市场重心下移。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 研究助理: 何亦楨)

石油石化行业跟踪周报: 原油周报: 美国原油库存下降, 国际原油价格上涨

投资要点 【油价回顾】本周美国原油库存下降和中国原油进口强劲，原油价格收盘小涨。周前期，美国通胀数据降温令美联储可能很快结束加息周期，但美国东北部遭遇强风暴短期影响需求，国际油价先涨后跌。周后期，受助于美国原油库存下降和中国原油进口强劲，同时主要生产国最近削减产量为油价提供支撑，交易商对能源需求前景保持谨慎，国际原油收盘小涨。【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 07 月 21 日当周，布伦特原油期货结算价为 81.07 美元/桶，较上周上升 1.20 美元/桶（环比+1.50%）；WTI 原油期货结算价为 77.07 美元/桶，较上周上升 1.65 美元/桶（环比+2.19%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 61.87 美元/桶，较上周上升 2.49 美元/桶（环比-3.65%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 73.21 美元/桶，与上周持平。【美国原油板块】1) 供给端。产量板块：截止至 2023 年 07 月 14 日当周，美国原油产量为 1230 万桶/天，与之前一周持平。钻机板块：截止至 2023 年 07 月 21 日当周，美国活跃钻机数量为 530 台，较上周减少 7 台。压裂板块：截止至 2023 年 07 月 14 日当周，美国压裂车队数量为 263 部，较上周增加 6 部。2) 需求端。截止至 2023 年 07 月 14 日当周，美国炼厂原油加工量为 1658.5 万桶/天，较之前一周减少 7.4 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 94.30%，较之前一周上升 0.6pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 07 月 14 日当周，美国原油总库存为 8.04 亿桶，较之前一周减少 70.7 万桶（环比-0.09%）；商业原油库存为 4.57 亿桶，较之前一周减少 70.8 万桶（环比-0.15%）；战略原油库存为 3.47 亿桶，较之前一周增加 0.1 万桶（环比+0.00%）；库欣地区原油库存为 3834.8 万桶，较之前一周减少 289.1 万桶（环比-7.01%）。4) 成品油库存。截止至 2023 年 07 月 14 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 21838.6、1754.0、11819.4、4237.7 万桶，较之前一周分别-106.6（环比-0.49%）、-184.7（环比-9.53%）、+1.3（环比+0.01%）、+58.0（环比+1.39%）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 研究助理:何亦桢)

环保行业点评报告:全国生态环境保护大会召开,延续污染防治生态保护要求,新增强化双碳部署

投资要点 事件:2023年7月17-18日,全国生态环境保护大会在北京召开。生态环境保护大会召开,延续前期对污染防治绿色发展等方面要求,新增强化双碳部署。本次生态环境保护大会总结了新时代生态文明建设实现的4个“重大转变”:由重点整治到系统治理,由被动应对到主动作为,由全球环境治理参与者到引领者,由实践探索到科学理论指导。在重大关系的把握方面,在2018年的全国生态环境保护大会上,阐述了必须坚持的6条重要原则:坚持人与自然和谐共生、绿水青山就是金山银山、良好生态环境是最普惠的民生福祉、山水林田湖草是生命共同体、用最严格制度最严密法治保护生态环境、共谋全球生态文明建设。在本次大会上,明确了需要正确处理的5个重要关系:高质量发展和高水平保护、重点攻坚和协同治理、自然恢复和人工修复、外部约束和内生动力、“双碳”承诺和自主行动。在重点工作部署方面,本次大会要求持续深入打好污染防治攻坚战,加快推动发展方式绿色低碳转型,着力提升生态系统多样性、稳定性、持续性,积极稳妥推进碳达峰碳中和,守牢美丽中国建设安全底线等。总体来看,延续前期污染防治、绿色发展、生态安全等方面的要求,新增强化双碳部署。积极稳妥推进碳达峰碳中和,政策密集出台完善市场机制和立法保障。会议指出,要落实好碳达峰碳中和“1+N”政策体系,构建清洁低碳安全高效的能源体系,加快构建新型电力系统,提升国家油气安全保障能力。近期双碳领域政策密集出台,7月7日,生态环境部就《温室气体自愿减排交易管理办法(试行)》公开征求意见,CCER重启在即;7月11日,中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》,完善能源消耗总量和强度调控,逐步转向碳排放总量和强度双控制度。碳排放双控下释放用能指标,促进清洁能源的发展;7月16日,生态环境部应对气候变化司副司长表示,《碳排放权交易管理暂行条例》即将发布,预计今年能够正式出台实施。推动碳排放、用能、用水等要素市场化改革,加强数字化智能化科技支撑。总书记强调,统筹各方资源,打好法治、市场、科技、政策“组合拳”。1)强化法治保障:全面实行排污许可制;2)完善绿色经济政策:强化财政支持、税收政策支持、金融支持、价格政策支持。3)推动市场建设:将碳排放权、用能权、用水权、排污权等资源环境要素一体纳入要素市场化配置改革总盘子,支持出让、转让、抵押、入股等市场交易行为。4)加强科技支撑:把应对气候变化、新污染物治理等作为国家基础研究和科技创新重点领域,建设绿色智慧的数字生态文明。投资建议:本次全国生态环境保护大会延续污染防治、绿色发展等要求,新增强化双碳目标。减污降碳协同部署下,建议关注1)构建清洁能源体系——天然气:现金流改善+价格改革促估值提升,重点推荐【新奥股份】龙头城燃价差修复,直销气快速发展;建议关注【蓝天燃气】省输盈利稳

定，2022年ROE18%，分红比例80%，股息率7.2%（2023/7/20）。2）污染防治设备需求释放——a.压滤装备：重点推荐【景津装备】压滤机龙头，设备一体化+出海新成长，2022年ROE23%，现金流优。b.半导体治理：刚需高壁垒，国产化率提升+进高端制程，重点推荐【美埃科技】洁净室过滤器，高端支撑突破+耗材占比提升；【盛剑环境】废气在线处理，国产化率10%+；3）健全碳市场机制——CCER重启：项目新增节能增效，强化供给端约束，长期碳市场向非电扩容支撑需求，重点推荐【仕净科技】固碳&钢渣资源化，【龙净环保】分布式光伏。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷价格持续回升，CTO成最佳盈利路线

投资要点 【原料价格】本周乙烷、丙烷价格上涨，原油、天然气、动力煤价格维稳，乙烷/布伦特原油比价处于近十年60%分位，丙烷/布伦特原油比价处于近十年10%分位。【油煤气路线盈利对比】①乙烯利润：本周乙烷裂解制乙烯盈利回落，较石脑油路线超额利润收窄，油煤气路线利润排序为CTO>乙烷裂解>石脑油>MTO。②丙烯利润：本周PDH盈利下降，较石脑油路线超额利润收窄，油煤气路线利润排序为CTO>PDH>石脑油>MTO。【C2板块】①价格方面：本周乙烯/HDPE/乙二醇/聚醚大单体/乙醇胺/苯乙烯/聚苯乙烯报价上涨，环氧乙烷报价稳定，DMC报价下调。②价差方面：本周乙烷裂解制乙烯价差下降，下游HDPE/环氧乙烷/DMC/聚苯乙烯价差缩窄，乙二醇/聚醚大单体/乙醇胺/苯乙烯价差回升，目前除HDPE/DMC价差已回到中高位外，其余C2产业链下游产品价差仍处于历史低位。【C3板块】①价格方面：本周丙烯/聚丙烯报价上涨，丙烯酸/丙烯酸丁酯报价下调。②价差方面：本周PDH价差缩窄，下游聚丙烯价差有所回升，丙烯酸/丙烯酸丁酯价差缩窄。除聚丙烯价差外，C3产业链产品整体价差仍处于历史低位。【投资观点】烯烃产业链价差仍处于历史底部区间，看好需求改善背景下烯烃企业盈利回升。同时高油价背景下，轻烃裂解、煤制烯烃等差异化路线成本优势扩大，看好相关企业价值重估。【相关上市公司】卫星化学（002648.SZ）、东华能源（002221.SZ）、宝丰能源（600989.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、恒力石化（600346.SH）、东方盛虹（000301.SZ）风险提示：项目投产进度推迟，需求复苏弱于预期，原材料价格剧烈波动，地缘风险持续演化。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦楨）

钢铁行业跟踪周报：淡季累库平缓，盈利持续中低位波动

投资要点 行业观点：淡季累库平缓，盈利持续中低位波动。本周需求略有走弱，上海终端线螺走货量1.4万吨，周环比减1.4%。本周供给稳中有增，五大品种供应周环比增0.7%。本周累库延续，但由于企业加速交付前期锁货订单，五大钢材总库存增幅降至1.1%。本周钢价小幅上涨，国内钢材指数周环比增0.45%。五大品种吨钢毛利维持在550元左右的水平，仍处历史中低水平。周期标的推荐盈利稳健的优质国企：华菱钢铁、柳钢股份、宝钢股份；景气度较高的特钢及钢管子版块：广大特材、久立特材；建议关注常宝股份。行情回顾：本周（7月16日-7月21日）申万钢铁环比减0.8%，领先上证综指1.4%。涨幅居前的个股为宝钢股份（2.8%）、西宁特钢（2.3%）、重庆钢铁（1.8%）。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 3823 元/吨、3933 元/吨、847 元/吨、2286 元/吨，较上周（7 月 9 日-7 月 14 日）分别变动 1.3%、1.5%、-0.3%、3.0%。行业动态：普钢：本周钢材社会库存 1168 万吨，环比增 0.9%；其中长材库存 655 万吨，环比增 1.4%；板材库存 513 万吨，环比增 0.2%。七月上旬钢厂库存均值 1590 万吨，环比增 7.6%。本周全国 237 家钢贸商出货量 16.5 万吨，环比减 6.3%；本周上海终端线螺走货量 1.4 万吨，环比减 1.4%。本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为 479 元/吨、488 元/吨、484 元/吨、594 元/吨。铁矿：本周澳、巴、印铁矿石发货量 2449 万吨，环比增 0.7%；北方 6 港到港量 1222.5 万吨，环比减 10.2%。本周铁矿石港口库存 12541 万吨，环比增 0.4%。本周港口进口矿日均疏港量 314 万吨，环比增 0.1%。焦煤焦炭：本周焦炭市场稳中偏强，近期唐山地区有高炉限产消息，后期焦炭需进一步了解钢厂实际执行情况；本周国内炼焦煤市场偏强运行，由于煤矿安全检查，整体焦煤供应趋紧。硅铁硅锰：本周硅锰市场盘整观望运行，随着新一轮钢招逐渐开启，市场询盘氛围逐渐好转，底部成本价格暂有所企稳；硅锰盘面修复，现货底部价格稳定。特钢：本周模具钢市场价格基本持稳，市场交投氛围偏弱；本周全国优特钢价格小幅下跌；本周工业材市场价格盘整趋稳，终端需求表现稳定。不锈钢：镍铁止跌反弹，镍矿市场坚挺运行；本周铬矿现货价格平稳运行为主，现货市场粉矿成交表现亦尚可；不锈钢期货现货齐齐拉涨，市场热闹氛围渐起。风险提示：房地产下滑，制造业回暖不及预期。

（证券分析师：王钦扬）

煤炭开采行业跟踪周报：旺季支撑用电需求，预期煤价偏强震荡

投资要点 行业近况：动力煤方面，库存环比下降，价格偏强震荡。本周港口动力煤现货价环比上涨 34 元/吨，报收 875 元/吨。供给端，近期产地部分地区复产，本周日均港口调入量 201.80 万吨，环比上周增加 1.36%，高于去年和前年同期水平。需求端，近期高温天气来临，下游用电需求维持高位，本周日均港口调出量 199.36 万吨，环比上周减少 0.29%。库存端，当前电厂存煤仍较为充足，库存处于较高水平；港口方面，本周环渤海四港口日均库存 2576.47 万吨，环比上周减少 0.76%，虽然仍在历史高位，但较前期高点已有明显下降，同比去年仅高出 1.3%。预计用电旺季下动力煤需求有支撑，且随着库存高位回落，预计煤价偏强震荡。炼焦煤方面，短期价格预计难以大幅上涨。本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报 2020 元/吨，环比上周上涨 60 元/吨。供给端，产地供应保持稳定，进口量维持高位，整体较为宽松。需求端，下游受地产疲弱影响，钢铁开工率难以大幅提升，预计焦煤需求偏弱，焦煤价格难以大幅上涨。不过考虑到后续稳增长政策环境下，专项债发行进度有望加快，预计基建需求将支撑下游钢铁需求，中期焦煤价格预期企稳。估值与建议：我们维持行业“增持”评级。建议关注稳定经营高分红高股息标的中国神华、陕西煤业，高成长低估值标的广汇能源，以及国企改革受益标的山西焦煤。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：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶）

有色金属行业跟踪周报：加息周期已至尾声，看好黄金配置机会

投资要点 回顾本周(7.17~7.21)行情，有色板块本周下跌 1.58%，在全部一级行业中涨幅偏后。二级行业方面，贵金属板块上涨，工业金属、能源金属、小金属、金属新材料板块下跌。工业金属方面，美国就业市场强劲表现推动美元指数上涨，本周工业金属价格普遍下跌，预计后续价格震荡运行。贵金属方面，市场普遍认为美联储加息已至尾声，

7月26日将是本轮周期最后一次加息，之后3-4个月内无重大利空。受此影响，黄金价格上涨，预计后续价格波动上升。周观点：铜：国内经济数据不佳，市场情绪打压下铜价有所回调。本周伦铜报收8,458美元/吨，周环比下跌2.87%；沪铜报收68,720元/吨，周环比下跌0.82%。供应端，7月虽仍有多家冶炼厂检修减产，但影响较6月有所减少，据SMM预计7月电解铜产量为90.21万吨，供应保持相对宽松。需求端，下游处于传统消费淡季，叠加本周国内经济数据不佳，市场情绪遇冷，铜价有所回调。往后看，国内消费复苏动能仍偏弱，但消费短期大幅转弱概率也较小，继续等待后续政策刺激，预计铜价维持区间震荡。铝：电解铝企业继续复产，下游需求未见明显好转。本周LME铝报收2,193美元/吨，较上周下跌3.94%；沪铝报收18,320元/吨，较上周上涨0.11%。供应端，云南地区电解铝企业稳步复产，电解铝运行产能向上修正，预计七月下旬将逐步放量。需求端，铝下游消费进入淡季，铝型材、线缆、合金开工率出现一定幅度下滑。往后看，四川、山东等地出现限电，供给端或有扰动，后续需进一步观察企业开工情况，预计铝价维持震荡态势。贵金属：加息周期已至尾声，预计黄金价格波动上升。本周COMEX黄金收盘价为1,972.10美元/盎司，较上周上涨7.10美元/盎司，周环比上涨0.36%；SHFE黄金收盘价为459.30元/克，较上周上涨5.30元/克，周环比上涨1.17%。从之前美国公布的6月CPI数据来看，整体通胀压力明显减小，核心通胀压力尚存，23年下半年的重点可能在于降低核心通胀。目前，市场普遍认为美联储7月26日加息已成定局，且这将是本轮加息周期的最后一次加息。因此黄金后续3-4个月内预计无重大利空，市场开始提前博弈加息周期结束，预计后市贵金属价格波动上升。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：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶
证券分析师：陈李)

环保行业点评报告：《贵州省生态保护红线生态环境监督办法》(公示稿)发布

投资要点 重点推荐：新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，ST龙净，洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，赛恩斯，天壕环境，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：蓝天燃气，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。2023M5天然气表观消费量同增12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023年5月，全国天然气表观消费量334.4亿立方米，同增12.4%。1-5月，全国天然气表观消费量1627亿立方米，同增5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023年7月11日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压滤机投资机会。1、细分设备龙头：半导体：制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材进入高端制程：【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【华特气体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】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】制程废气

处理;【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗,国产化从0到1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长9倍购买晶科新疆拉晶厂,期待深度合作。长期优势:非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备:【景津装备】压滤机龙头,加权平均ROE自2016年10%提至2022年23%,配套设备+出海打开成长空间。【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、污废水治理新技术,政策驱动下游应用打开+紫金持股。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】。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、中特估驱动,低估值+高股息+现金流发力,一带一路助力,优质资产价值重估。a、水务:低估/高分红/价格改革。自由现金流连续2年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】2020-2022年分红水平50~60%,股息率(TTM)5.56%(截至2023/7/16)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧:现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】PB(MRQ)0.40倍,2023年PE4倍(截至2023/7/16),历史分红近30%。资本开支大幅下降+国补回笼。【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年归母净利润复增15%,2023年PE12倍(截至2023/7/16)。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。c、天然气顺价改革+海气资源:【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】。最新研究:高能环境:积极落地绑定核心员工,考核目标稳健打造多品类再生利用龙头。高能环境2023年半年度业绩预告点评:归母预增6%-17%,期待资源化利用板块持续成长。行业点评:CCER管理办法公开征求意见,明确项目范畴&强化供给侧约束。风险提示:政策推广不及预期,财政支出低于预期,行业竞争加剧。

(证券分析师:袁理 研究助理:朱自尧)

环保行业点评报告:财政部等四部门发布通知:黄河全流域横向生态补偿机制延长至2025年

投资要点 重点推荐:新奥股份,景津装备,美埃科技,盛剑环境,仕净科技,ST龙净,洪城环境,光大环境,瀚蓝环境,凯美特气,华特气体,国林科技,金科环境,三联虹普,赛恩斯,天壕环境,英科再生,高能环境,九丰能源,宇通重工。建议关注:蓝天燃气,重庆水务,兴蓉环境,鹏鹞环保,三峰环境,再升科技,卓越新能。2023M5天然气表观消费量同增12.4%,消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023年5月,全国天然气表观消费量334.4亿立方米,同增12.4%。1-5月,全国天然气表观消费量1627亿立方米,同增5.7%。天然气消费回暖,叠加顺价机制完善利润修复,有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控,促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023年7月11日,中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性,限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向,可以打破对可再生能源的约束,促进清洁能源发展,提高绿电比例,释放用能空间。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压滤机投资机会。1、细分设备龙头:半导体:制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材进入高端制程:【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芯和过滤器设备【再升科技】;电子特气新品类突破、制程升级,重点推荐【华特气

体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】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】制程废气处理；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从0到1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长9倍购买晶科新疆拉晶厂，期待深度合作。长期优势：非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备：【景津装备】压滤机龙头，加权平均ROE自2016年10%提至2022年23%，配套设备+出海打开成长空间。【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、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。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】。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、中特估驱动，低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质资产价值重估。a、水务：低估/高分红/价格改革。自由现金流连续2年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】2020-2022年分红水平50~60%，股息率(TTM)5.56%(截至2023/7/16)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】PB(MRQ)0.40倍，2023年PE4倍(截至2023/7/16)，历史分红近30%。资本开支大幅下降+国补回笼。【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年归母净利润复增15%，2023年PE12倍(截至2023/7/16)。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。c、天然气顺价改革+海气资源：【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】。最新研究：高能环境：积极落地绑定核心员工，考核目标稳健打造多品类再生利用龙头。高能环境2023年半年度业绩预告点评：归母预增6%-17%，期待资源化利用板块持续成长。行业点评：CCER管理办法公开征求意见，明确项目范畴&强化供给侧约束。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧)

推荐个股及其他点评

山西汾酒(600809)：23H1经营情况公告点评：业绩超预期，产品结构持续优化

投资要点 事件：23H1公司预计总营收190.11亿元左右，同比+23.98%左右；归母净利润67.75亿元左右，同比+35.15%左右，23Q2预计总营收63.29亿元，同比+31.77%，归母净利润19.56亿元，同比+50.12%，超过我们此前预期。产品结构提升，业绩超预期。分产品看，结构升级趋势延续，多产品实现稳定增长：1)我们预计23Q2玻汾同比量增，全年持续推动献礼版玻汾铺货，进一步占位高线光瓶酒赛道；2)青花上半年高增势头不减，其中受益于省内消费需求推动，青25实现较为高速增长；3)二季度复兴版控货提价，850ml53度青花30/500ml53度青花复兴版30/500ml42度青花复兴版30每瓶分别上调200元、80元、60元，整体表现稳定。费用端，公司提升清香消费群体培育深度，做实营销工作，持续投放增强品牌认知度。23Q2业绩超预期，22年同期低基数，同时我们预计q2或有部分费用节奏调整。品牌持续提升，高质量发展路径清晰。公司管理层干劲十足，持续深化改革，今年股东大会袁董事长强调23年将大力践行复兴纲领，产品

方面，聚焦打造青 20、30，延续高渠道利润思路，青 30 费用端倾斜于品牌建设及文化赋能，如通过博物馆专卖店、体验店等扩大圈层影响，拉高品牌；竹叶青做好市场定位和市场细分，通过渠道深耕、终端有效推广/推荐提高品牌知名度和美誉度；杏花村中高端确定好重点市场，加大市场投入和队伍建设，释放发展动能。渠道方面，公司通过构建扫码体系、资源配置体系、总部大后台支撑的营销体系、过程+结果双重考核激励体系系统性进行管控。中长期来看，公司将坚持以践行高质量发展为中心，推动汾酒从高速度向高质量转型。盈利预测与投资评级：公司实际经营优异，基础工作扎实，行业压力之下，全年 20% 增长目标完成无忧，我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 24/19/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：若宏观经济不及预期，省外开拓不及预期，食品安全问题。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

快手-W (01024.HK)：2023Q2 前瞻：预计收入和经调整利润超预期，公司效率持续提升

投资要点 预计 2023Q2 公司收入和净调整净利润超预期。我们预计 2023Q3 公司收入 271 亿元，同比增长 25.1%，略超此前预期；直播/线上营销/其他收入为 99/139/33 亿元，同比增长 16%/26.5%/55%，其中线上营销和其他收入略超此前预期。预计 2023Q3 毛利率 46.9%，经调整净利润 15 亿元，均超出此前预期。后疫情时代，用户数和时长稳健。预计 2023Q2 公司 DAU 达 3.72 亿，同比增长 7%；MAU 达 6.25 亿，同比增长 6.5%；单用户时长 119 分钟，同比下降 6 分钟。疫情宅家红利已消退，我们预计平台未来单用户时长将保持在约 120 分钟。受平台直播生态治理影响，预计直播业务收入略低于预期，长期维持在高个位数增速。预计 2023Q2 公司直播业务收入 99 亿元，同比增长 16%，略低于此前预期，主要由于 6 月公司加强了直播生态治理，导致直播公会和 MCN 机构表现低于预期。鉴于头部公会和主播引入的红利已过，我们预计公司 2023H2 及以后直播业务将回到高个位数的稳健增长。内循环广告强劲、外循环广告回正，共同推动线上营销业务超预期。我们预计 2023Q2 公司线上营销业务收入 139 亿，同比增长 26.5%，超过此前预期。直播电商尚存红利，高于电商行业的 GMV 增速带动公司内循环广告强劲增长；随国内消费和广告主信心恢复，外循环广告 2 季度同比恢复正增长。公司下半年商业化还将有更多举措，预计变现效率将持续提升。随电商变现效率提升，包括电商在内的其他业务收入保持高速增长。我们预计 2023Q2 公司其他业务收入 33 亿元，同比增长 55%；电商 GMV 达 2562 亿元，同比增长 34%，超出此前预期。得益于达人抽佣带来的变现效率提升，预计公司未来佣金收入增速将快于 GMV 增速。高利润率业务的超预期增长带来利润率提升：得益于线上营销和其他业务的超预期，我们预计公司 2023Q2 毛利率达 46.9%，环比提升 0.46pct，同比提升 1.87pct；预计公司销售/管理/研发费用率为 32%/3.6%/11.4%，符合此前预期；经调整净利润为 15.1 亿元，经调整净利率 5.6%，略超此前预期。盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速，以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年经调整净利润由 38/117/174 亿元调整至 46/118/175 亿元，对应 2024 年经调整 PE 为 20x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，商业化不及预期风险，国际局势风险。

(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>