

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-08

宏观策略

2023年08月08日

宏观点评 20230806：经济“放开 2.0”，这次有何不同？

我们认为“放开 1.0”下的政策和市场变化的路径可以作为未来演绎的重要参考，从我们总结的政策转向的“五阶段”模式看，对于今年年内市场的表现我们持乐观态度，但是可能至少要经历两段波折。结合对国内经济政策，国外环境和外资情绪的分析，我们认为与“放开 1.0”相比，“放开 2.0”下，当前的经济基本面相对更好+经济预期下滑得更快，这意味着权益市场前期（政策转向的阶段 1 和 3）行情的弹性会更大，但后续的行市力度则有赖于政策的力度、效果以及海外市场的配合。不过从货币政策的预期和外资的表现来看，本轮债券收益率的反弹会明显不如“放开 1.0”阶段。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。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济超预期陷入衰退，拖累我国出口；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观点评 20230805：7月非农：美国失业率高升还有戏吗？

7月美国失业率再回落。本月就业报告又一次出现矛盾信号：新增非农就业在超预期的降温，但失业率却再度回落至 3.5% 的历史低位。而当前的低失业率产生与这样的一个背景下：政策利率创纪录的飙升，经济却韧性保持劲道。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

固收金工

固收深度报告 20230807：转债行业图谱系列（十三）：生猪养殖行业可转债梳理（行业及正股分析篇）

生猪产业链中游：生猪养殖。2023 年上半年供强需弱，猪价持续低迷，生猪价格跌破成本线，行业进入亏损区间，产能进入去化阶段。风险提示：畜禽产品价格不及预期风险、疫病大规模爆发风险、原材料价格大幅波动风险。

固收深度报告 20230807：城投挖之掘金江苏系列（五）：走进张家港存续 AAA 及 AA+级城投债发行主体（下篇）

投资建议：针对张家港市有存续 AAA 及 AA+级城投债的发债主体（本篇包含主体评级 AA+）进行深入分析和梳理，结合该市全部城投平台机构持仓情况排序结果来看，重点推荐投资者对张家港城投、金港资产、经开控股予以关注。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

固收深度报告 20230807：转债行业图谱系列（十三）：生猪养殖行业可转债梳理（转债分析篇）

后市展望：牧原转债、温氏转债、巨星转债转债表现或占优。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。

事缓则圆（下）——2023 中期策略（信用债及海外宏观）

建议捕捉 2023Q2 季度末利差走势调整所带来的机会，仍以高等级品种为主仓，维持组合流动性，适度加仓中等久期中等级品种，配合拉长久期、下沉资质以把握尚未回归至扰动前位置的下行空间。建议结合短久期适度下沉+高等级拉长久期，关注 1Y/AA 及 3Y/AAA-钢铁债。建议关注 5Y/AAA 及 3Y/AA+煤炭债品种，适度拉长久期增厚收益，谨慎资质下沉。根据美日资产负债表经验，中国当前并没有产生资产负债表衰退。风险提示：板块政策调整，宏观经济不及预期，数据统计存在偏差，地缘政治风险，货币/财政政策超预期调整。

固收点评 20230807：回顾历史，贬值会否制约降息？—利率走势逻辑分析系列六

人民币汇率压力释放，下半年利率仍有下行空间：回溯历史贬值周期，人民币贬值不会对降息形成强制约，且当前汇率弹性增强将为国内货币政策“以我为主”提供调控空间，我们认为若经济修复不及预期，下半年存在继续宽货币的可能性，从而助推利率下行。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

固收点评 20230807：汇率贬值如何影响我国出口？—利率走势逻辑分析系列七

人民币贬值对出口略有助益。从出口总量分析，四段长贬值周期对出口构成积极影响。选取出口金额较高的品类分析，汇率下降期间出口价格回落，出口数量回升基本抵消价降的影响。人民币贬值确有助益出口作用，“经济靠外需”假设下存在继续“宽货币”的空间：在“经济靠外需”的假设下回溯历史贬值周期，支持人民币贬值对出口有积极影响这一观点，我们认为若经济修复不及预期，下半年存在继续“宽货币”的可能性。

固收周报 20230806：如何看待央行再提存量房贷利率调整？

存量房贷利率调整的落地模式还有待探索和明确。从央行此前表述来看，调整存量房贷利率可能主要采用“新发放贷款置换原来的存量贷款”或“协商变更合同约定”来实现。此前，2008 年 10 月，央行曾发布《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍。由于该优惠政策主要面向新增客户，因此存量客户纷纷通过跨行转按揭的方式重新成为“新增客户”，加剧了银行同业的竞争。考虑到“贷款搬家”的潜在风险，放开贷款置换的可能性较小。目前，99%的房地产按揭贷款利率是由五年期以上 LPR 和加点共同构成，就推进存量房贷利率调整的原则而言，央行强调“依法”、“有序”，因此我们预计可能采取借贷双方自行协商的模式，根据利率高低决定加点下调的幅度。调整存量房贷利率可以降低居民提前还贷的意愿，但同时也会加大商业银行净息差压力。此前 7 月 14 日央行发布会透露，在理财收益率、房贷利率等价格关系发生变化的背景下，居民使用存款或者减少其他投资提前偿还存量贷款的现象显著。RMBS 条件早偿率指数今年以来大幅增加，并于 2023 年 6 月 12 日达到 0.2155 的历史最高水平。调整存量房贷利率有助于降低居民提前还款意愿，从而提高银行经营的稳定性。但另一方面，目前商业银行面临较大的净息差压力，截止 2023 年一季度末，商业银行净息差仅为 1.74%，已跌破 1.8% 的警戒线。存量房贷利率下调将进一步压缩银行利润空间，因此我们预计央行可能通过结构性政策工具对部分影响较大的银行给予支持，在“加大逆周期调节”的政策基调下，降准操作也有望于年内落地。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 20230805：绿色债券周度数据跟踪（20230731-20230804）

本周（20230731-20230804）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券13只，合计发行规模约91.13亿元，较上周减少38.09亿元。绿色债券周成交额合计470亿元，较上周减少19亿元。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

固收点评 20230805：二级资本债周度数据跟踪（20230731-20230804）

本周（20230731-20230804）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2.00亿元，较上周减少5.00亿元。二级资本债周成交量合计约1510亿元，较上周减少201亿元。风险提示：Choice、Wind信息更新延迟；数据披露不全。

行业

房地产行业跟踪周报：新房二手房销售持续下行，南京郑州等地发布楼市新政

周观点：8月第1周新房成交数据环比下降3.3%，同比保持较大降幅。二手房销售同比降幅维持在11%左右。本周国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费措施的通知》，提出支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。南京、郑州等城市积极响应，发布稳楼市新政，预计未来一二线城市将会陆续发布政策刺激购房需求。政策落地和后续基本面恢复将会带动地产股估值持续修复。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；同时由于疫情影响褪去带来利润修复，物业股有望迎来估值+业绩的双击，建议关注物业行业的投资机会。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。

商贸零售行业深度报告：百货行业深度：重估时点或已至，多种国企改革路线持续催化

投资建议：沿国企改革+资产重估寻找百货行业投资标的。①推荐国企改革多举措不断落地、业绩持续改善且估值较低的重庆百货。②建议关注拥有优质自有物业、受益于REITs估值重估的百联股份、天虹股份等。③建议关注具备一定长期价值、受益于消费恢复的中高端百货杭州解百、武商集团等。风险提示：消费者消费偏好变迁，行业竞争加剧，国企改革及REITs落地不及预期，宏观经济波动等

国防军工行业跟踪周报：Q2至今军工行业基本面与走势复盘分析与当前策略观点

相关标的：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。 风险提示：业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

环保行业跟踪周报：可再生能源绿证核发全覆盖，助力 CCER 分流支撑碳价

重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。 建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。 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。

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏旺季在即，新技术带来新机会

电气设备 8887 上涨 2.4%，表现强于大盘。本周（7 月 31 日-8 月 4 日，下同）电气设备涨 2.4%，新能源汽车涨 2.32%，锂电池涨 2.12%，发电设备涨 1.73%，发电及电网涨 1.46%，光伏涨 0.9%，风电涨 0.11%。涨幅前五为百利电气、迈为股份、力帆股份、保利新、中科电气；跌幅前五为三超新材、江苏神通、中核科技、晶澳科技、台海核电。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。

房地产行业深度报告：2023 年商业地产趋势研究报告：拥抱业态变化，聚焦核心消费

投资建议：对于购物中心的持有方和运营方而言，趋势一考验的是购物中心运营方的招商能力，往往连锁化购物中心在品牌资源方面拥有更为显著的优势。趋势二考验的是购物中心持有方的城市研判能力和资金能力。趋势三考验的是运营方的重奢资源，目前内资连锁购物中心中仅华润万象生活管理运营的万象城拥有重奢品牌。基于此我们建议关注购物中心布局聚焦一二线城市的开发商：华润置地、龙湖集团、大悦城；推荐具备重奢资源护城河的商管公司：华润万象生活。 风险提示：消费者信心恢复不及预期；高能级城市常住人口增长不及预期；出境旅游恢复对境内重奢商场冲击超预期

建筑装饰行业跟踪周报：政策信号更加积极，低估值央企和一带一路板块仍是主线机会

周观点：继续推荐关注建筑央企国企改革、中特估和一带一路主线下的投资机会：（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，7 月建筑 PMI 环比回落，政策发力预期和积极性继续升温，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。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。

钢铁行业跟踪周报: 淡季叠加极端天气导致累库, 继续看好减产预期下的板块性机会

行业观点: 淡季叠加极端天气导致累库, 继续看好减产预期下的板块性机会。由于淡季延续和极端天气, 本周钢材终端成交量环比下滑 12%、总库存环比增 2%。由于钢材、铁矿价格一同下滑, 吨钢测算毛利水平维持在 650 元水平。尽管目前仍处钢铁淡季, 但在钢厂限产预期和地产政策修复预期逐步强化、稳增长系列举措有望持续推出的情况下, 钢铁股票有望迎来估值和业绩的双重修复。周期标的首推华菱钢铁(普转特, 估值提升进行时)、宝钢股份(钢铁工业龙头)。风险提示: 房地产下滑, 制造业回暖不及预期。

建筑材料行业跟踪周报: 政策态度积极, 中期风险偏好有望回升

周观点: 本周多部委陆续部署相关经济政策, 央行将下半年货币信贷和融资总量保持合理增长放在首位, 财政部加大减税力度, 发改委着力积极扩大国内需求。我们认为, 后续 M2 和社融增速有望拐头向上, 中国经济有望加快复苏, 1) 投资平稳, 地产下行速度有望明显减缓, 地方政府化债也有望取得积极进展。2) 消费弱复苏, 伴随消费刺激政策落地, 中低端复苏相对速度更快。3) 出口强复苏, 中长期制造业产能“再全球化”态势继续强化, 主要经济体继续保持积极的财政政策, 中短期美元停止加息, 补库存周期有望开启。从 2016 年社融启动之后的指数行情来看, 业绩驱动戴维斯双击为主要, 例如钴锂、水泥、煤炭、白酒、医药等。目前站在新一轮周期面前, 我们认为择股思路也要从存量博弈转向增量价值, 积极布局能上调业绩的方向, 例如, 出口链的一带一路方向, 消费中的部分消费建材和家居家电, 投资链的洁净室工程等。1、中短期在下半年欧美加息周期结束后, 全球需求或将进入新一轮向上期。中长期一带一路和 RCEP 地区的工业化有望推动其城镇化, 成为未来十年全球需求的最大增量来源。结合本土化的情况, 推荐米奥会展、中材国际, 中国交建。2、在强力政策作用下, 国内地产的螺旋下滑态势必将得到遏止。我们预计地产销售端最快将在四季度企稳, 投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言, 需求的压制或将持续一年, 但供给端出清带来的格局改善已经开始反应, 部分超预期的赛道值得关注, 例如瓷砖。工程端经营方式从重收入转向重回款, 短期仍将影响收入和利润率。零售端建材和家居家电的业绩兑现能力更强。推荐伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、坚朗五金、东方雨虹、旗滨集团, 建议关注江山欧派。3、非地产链条中, 长期看好产业升级或节能减碳类投资需求。当前来看, 半导体国产化进程加速推进, 洁净室工程供给持续紧张, 推荐圣晖集成、再升科技, 建议关注柏诚股份。风险提示: 地产信用风险失控、政策定力超预期。

7 月产销好于预期, 继续拥抱【AI 智能化+出海】

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 至今的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】：战略看多 H+A 股整车板块！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/蔚来汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选智能化核心产业链：域控制器（德赛西威+均胜电子+华阳集团+经纬恒润）+冗余执行（耐世特+伯特利+拓普集团）+软件算法/检测（中国汽研等）等。电动化零部件核心看大客户绑定：T 链（拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份等），一体化/车灯/座椅（文灿股份+星宇股份+继峰股份）。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）。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。

医药生物行业跟踪周报：医疗反腐影响情绪，左侧战略布局良机

本周医药板块中大市值个股跌幅更加明显，尤其是受到医疗反腐影响，制药及器械板块跌幅更加明显。药店板块估值水平低，2024 年业绩加速增长可期，当前配置性价比高：政策方面：至 2023 年二季度，河北、湖北、湖南、上海等地的门诊统筹政策相关方案陆续出台，各地药店纳入门诊统筹管理进程明显加速，有望为药店带来显著客流增长；如若同时非处方药品的高毛利产品占比提升，则有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响，助力整体业绩增长。此外，小规模纳税减免延期，对于业绩影响消除。我们认为，短期药店板块估值水平较低，但考虑到基数问题，2024 年业绩将会加速。政策方面有望推动药店行业集中度的进一步提升，加速处方外流，龙头企业或从中受益。建议关注：健之佳、大参林、益丰药房、老百姓、漱玉平民。风险提示：药品或耗材降价超预期；新冠疫情反复；医保政策风险等。

非银金融行业跟踪周报 20230731-20230806：政策氛围趋暖，证券板块行情向纵深演绎

投资建议：券商：1) 投资端改革深化背景下，首推【东方财富】。2) 行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司(H)】。3) 资本市场提振预期及 AI 大趋势下，推荐【财富趋势】、【同花顺】、【指南针】。保险：首推负债端增速领跑的【中国太保】和下半年基数极低的【新华保险】，推荐低估值的【中国平安】和总裁到位后的【中国人寿】低吸机会。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。

商贸零售行业跟踪周报：百货重估往事：复盘 2015，2018 险资/互联网重估百货上市公司历程

推荐标的：①推荐国企改革多举措不断落地、业绩持续改善且估值较低的重庆百货。②建议关注拥有优质自有物业、受益于 REITs 估值重估的百联股份、天虹股份等。③建议关注具备一定长期价值、受益于消费恢复的中高端百货杭州解百、武商集团等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动，居民消费习惯变迁等。

机械设备行业跟踪周报：推荐自主可控加速的机床&半导体设备；关注

HJT 产业趋势加速

转向系统总成，【耐世特】；2) 国内领先的转向系统供应商【华域汽车】；3) 布局转向系统底盘平台型企业【伯特利】【拓普集团】。关注：国内布局线控转向供应商【浙江世宝】；转向 EPS 电机，电机用量增加+自主替代，关注【德尔股份】、【德昌股份】；转向系统传感器，线控转向系统用量持续增加，推荐【保隆科技】【嵘泰股份】；齿轮齿条，转向系统轴等机械件，国内份额领先供应商，关注【北特科技】、【德迈仕】、【中马传动】；滚柱丝杠，线控转向提升需求，关注【五洲新春】、【贝斯特】、【长盛轴承】。风险提示：汽车智能化进程不及预期；线控转向渗透率不及预期；下游乘用车需求复苏不及预期

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成本端支撑价格上涨，炼化价差环比修复

【聚酯板块】下游仍以刚需采购为主，价格多跟随成本上涨。【炼油板块】原油：供给支撑与避险情绪博弈，油价震荡上涨。【化工板块】化工品价格整体上涨，光伏 EVA 下游需求改善。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：沙特及俄罗斯自愿延长减产期限，国际油价上涨

【油价回顾】本周，强劲需求及产量削减支撑油价，原油收盘上涨。【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。【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。

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷价格重回低位，乙烷裂解盈利持续修复

【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。

煤炭开采行业跟踪周报：需求环比回落，煤价承压震荡

投资要点 行业近况： 动力煤方面，库存去化放缓，价格环比下跌。

本周港口动力煤现货价环比下跌 19 元/吨，报收 839 元/吨。供给端，近期部分煤矿停产整顿，产地供给小幅下降，本周日均港口调入量 153.51 万吨，环比上周减少 30.27 万吨，减幅 16.47%，低于去年和前年同期水平。需求端，台风影响多地生产运行情况，下游采购需求疲弱，本周日均调出量 167.69 万吨，环比上周减少 18.94 万吨，减幅 10.15%。库存端，本周环渤海四港口日均库存 2531.91 万吨，环比上周减少 38.09 万吨，减幅 1.48%。进入 8 月后，考虑到煤炭消费即将由旺季转向淡季，下游需求疲弱、库存仍处于高位，预计煤价承压震荡。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 2150 元/吨，环比上周持平。供给端，产地供应较为稳定，进口量高位回落，但整体仍较为宽松。需求端，受城中村改造等稳增长政策推动，市场对下游地产需求预期有所回暖；但同时考虑到全年粗钢产量预期平控的影响，预期后续铁水产量难以持续上升，焦煤价格上行空间有限。估值与建议：我们维持行业评级不变。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：美国非农数据遇冷，衰退预期或支撑金价

投资要点 段落提要：回顾本周行情，有色板块本周上涨 1.12%，在全部一级行业中涨幅偏前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业全部上涨。工业金属方面，美国非农就业人数以及制造业 PMI 数据均低于预期，制造业和就业数据承压下，市场衰退预期抬升打压工业金属价格，本周海外金属价格承压回落，预计后续价格震荡运行。贵金属方面，非农数据遇冷下，加息结束预期继续强化，预计后续价格震荡上行。周观点：

铜：政策利好支撑铜价，新能源、地产有望拉动铜消费。本周伦铜报收 8,549 美元/吨，周环比下跌 1.46%；沪铜报收 69,350 元/吨，周环比上涨 0.36%。供应端，铜矿供给相对仍松，来自印尼的货源目前陆续恢复发运，先前台风对铜精矿运输影响仅 2 天左右，对现货市场及冶炼厂的运营基本无影响。需求端，铜价相对高位抑制下游消费，市场更多为逢低刚需接货。国家政策“组合拳”出台，利好新能源汽车、地产等多个行业，后续有望拉动铜消费，对于铜价有一定支撑，预计铜价高位震荡运行。

铝：库存维持去化，铝价小幅上涨。本周伦铝报收 2,239 美元/吨，周环比上涨 0.54%；沪铝报收 18,530 元/吨，周环比上涨 0.93%。供应端，本周电解铝企业继续复产，主要依旧集中在云南地区，目前复产逐渐接近尾声。截至 8 月 4 日，国内电解铝运行产能已跃升至 4724.9 万吨，电解铝产能持续恢复。整体来看，电解铝供应继续增加。库存方面，受台风影响，多地大雨导致部分地区运输受限，铝锭社会库存维持降库，对现货铝价有所利好。需求端，国家继续发布多方面的宏观提振政策，但终端消费数据表现仍偏弱。本周市场情绪回暖叠加库存持续去化，铝价小幅上涨，后期预计铝价维持震荡态势。黄金：加息结束预期继续强化，继续看好贵金属。

本周 COMEX 黄金报收 1,978.20 美元/盎司，周环比上涨 0.99%；SHFE 黄金报收 454.40 元/克，周环比下跌 0.42%。8 月 1 日 ISM 公布的美国 7 月制造业 PMI 为 46.4，低于预期值 46.8，该数据已连续 9 个月低于荣枯线，创 09 年以来最长萎缩周期。8 月 4 日，美国劳工部公布的 7 月非农就业人数为 18.7 万人，不及市场预期 20 万人，非农就业人数已连续第二个月低于预期。美国制造业数据和就业数据疲弱，强化了市场对于今年不再进行加息的预期。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。

保险 II 行业深度报告：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏——揭开新预定利率产品面纱（储蓄篇）

投资建议：我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。当前市场关注点聚焦在 3.5% 预定利率炒停后负债端数据改善持续性，前资产端预期转变是催化板块核心因素，市场信心在政治局会议召开后明显恢复。作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释。首推资产端弹性标的【新华保险】和【中国人寿】，推荐【中国平安】和【中国太保】。风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，宏观经济复苏低于预期，寿险业转型持续低于预期

环保行业点评报告：做好可再生能源绿色电力证书全覆盖，促进可再生能源电力消费

重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。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。

推荐个股及其他点评

新大正（002968）：2023 年中报点评：收入增长利润率承压，市场拓展富有韧性

盈利预测与投资评级：公司作为非住物管龙头企业，五大业态稳步发展，考虑到公司上半年收并购进展偏慢且利润率承压，导致公司短期业绩增速放缓。我们下调其 2023/2024/2025 年归母净利润的预测至 2.0/2.4/3.2 亿元（前值为 2.7/3.6/4.7 亿元），对应的 EPS 分别为 0.86/1.06/1.40 元，对应 PE 分别为 20.3X/16.4X/12.4X，维持“买入”评级。风险提示：收并购进程、投后管理不及预期；外拓规模不及预期；新拓项目利润率水平不及预期。

长城汽车（601633）：7 月批发同环比提升，电动化不断加速

我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 43/80/112 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 估值 46/25/18 倍。维持长城汽车“买入”评级。风险提示：需求复苏进度低于预期；乘用车市场价格战超出预期。

阿特斯（688472）：深耕光储，再续华章

盈利预测与投资评级：全球能源转型，光储平价到来，公司贯通组件+储能两大业务，渠道布局在组件同业中领先，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 40.49/55.45/71.30 亿元，同比增长 88%/37%/29%，对应 EPS 为 1.10/1.50/1.93 元。考虑公司光伏和储能的龙头地位，我们给予公司 2024 年 15xPE，对应目标价 22.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧、光伏政策超预期变化、原材料价格大幅波动。

盛美上海（688082）：2023 年中报点评：盈利水平大幅提升，新品产业化快速推进

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 9.25、12.11 和 15.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 49、37 和 29 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资

本开支不及预期、新品拓展不及预期等。

东方电缆 (603606): 东方电缆: 23H1 海缆收入增长稳健, 在手订单优质稳定信心

盈利预测与投资评级: 基于 2023 年海风招标加速, 我们维持盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16/25/30 亿元, 同增 89%/58%/21%。基于公司为海缆龙头, 超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破, 我们给予公司 2023 年 25xPE, 对应目标价 58 元, 维持“买入”评级。风险提示: 海风开工进度不及预期, 市场竞争加剧等。

金龙汽车 (600686): 7 月产销同比提升, 产销结构持续优化

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元, 同比+12%/+14%/+14%, 维持归母净利润为 0.72/2.41/5.28 亿元, 2024~2025 年同比+233%/+119%, 2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元, PE 为 76/23/10 倍。维持公司“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

宏观策略

宏观点评 20230806：经济“放开 2.0”，这次有何不同？

从放开疫情到松绑地产，我们进入“放开”主线的 2.0 版本。2022 年 11 月 10 日，政治局常务委员会会议要求优化疫情防控工作，拉开了“放开 1.0”交易的序幕（图 1）。2023 年 7 月 24 日，政治局会议不提“房住不炒”，我们认为这意味着从去年第四季度以来“放开”主线进入 2.0 阶段（图 2）。那么这次有何异同？我们认为“放开 1.0”下的政策和市场变化的路径可以作为未来演绎的重要参考，从我们总结的政策转向的“五阶段”模式看，对于今年年内市场的表现我们持乐观态度，但是可能至少要经历两段波折。结合对国内经济政策，国外环境和外资情绪的分析，我们认为与“放开 1.0”相比，“放开 2.0”下，当前的经济基本面相对更好+经济预期下滑得更快，这意味着权益市场前期（政策转向的阶段 1 和 3）行情的弹性会更大，但后续的行市力度则有赖于政策的力度、效果以及海外市场的配合。不过从货币政策的预期和外资的表现来看，本轮债券收益率的反弹很可能会不如“放开 1.0”阶段。“放开 1.0”，政策和市场节奏可能真的有迹可循。2022 年疫情防控政策的转向节奏以及市场的反映对于本轮地产政策的变化有一定的参考意义，如图 3 所示，我们总结了一个政策转向的“五阶段”模式，典型的可以分为“中央表态”——“央地协调”——“中央再表态、政策加速”——“政策初期效果有限”——“政策效果（可能）超预期”五个阶段，对应的市场的情绪会经历“乐观”——“疑虑”——“谨慎乐观”——“担忧”——“乐观”五个时期。以 2022 年第四季度疫情政策转向为例，11 月 10 日中央政治局常委会会议，部署进一步优化防控工作二十条措施正式拉开转向序幕，不过尽管 11 月 11 日国务院联防联控机制发布防疫优化二十条，部分地区依旧出现疫情防控偏严的情况。11 月 29 日浙江宣传公众号撰文《“人民至上”不是“防疫至上”》再次引发热议，标志着政策转向进入第三阶段，随后 12 月 7 日国务院联防联控机制发布“新十条”，不再强调“动态清零”。此后疫情进入快速扩散阶段，经济活性迅速下降、医疗资源可能面临挤兑的担忧上升。2023 年 1 月则逐步进入第五阶段，阳达峰的速度快于预期，而其对于经济的负面影响却没有市场预期得那么悲观。以“地产松绑”为代表的“放开 2.0”，方向向好，但过程难免波折。我们在之前的报告中已经说明本次房地产政策定调的变化并非权宜之计，而是面临供需关系新形势下方向性的变化。不过政策总是存在惯性，政策的转向也往往会遭遇一定的波折，比如中央和地方（尤其是部分重点城市）在政策推进的节奏和力度上还有协调的空间（“央地协调”），比如政策推出的初期效果可能并不是那么明显，这些都会使得市场出现阶段性的犹豫。因此，“放开 2.0”下的市场行情可能与去年“放开 1.0”下类似，方向是向好的，但是期间至少会面临两段波折。当然除了上述政策主线的线索，我们认为至少还可以从以下四个细节方面去对比两个时期的异同：首先，从经济上看都是预期要明显强于现实，不过与“放开 1.0”相比，本轮的特点在于现实相对更强，但前期预期下滑得相对更快。2022 年 11 月尽管有“放开”的积极预期，但是对于经济更现实的挑战是疫情放开、扩散加速而带来的经济继续触底，相较而言，当前主动去库存即将结束的叙事以及海外衰退风险的下降将带来制造业逐步企稳，PMI 继续刷新年内新低的可能性不大，当然这也意味着未来经济反弹的相对幅度会不如之前。此外，从前期经济预期下滑的速度看，今年要更快。如图 5

所示，对比 2022 年 11 月初和 2023 年 7 月底，在之前约两个月的时间内，前者市场对 2023 年 GDP 增速的预测下调了 0.4 个百分点，而后者则下调了 0.5 个百分点（而且后续短期内还有可能进一步下调）。现实更强+经济预期下滑更快，意味着在政策转向的前期，市场（尤其是权益市场）的弹性会更大。其次，从国内配套政策上，货币政策发力是共同点，今年的力度可能会更大。2022 年 11 月扩大民企债券融资支持工具“第二支箭”和金融支持地产 16 条相继出台，此外央行还在 11 月底宣布降准。无独有偶，今年 7 至 8 月央行等部门部分续作了 16 条，而且积极推进民企融资“第二支箭”扩容增量。除此之外，今年第三季度降准的可能性较大，而第四季度继续降息的空间也仍存在。第三，从海外的背景看，又是“似曾相识”的味道，等待下一个“硅谷银行”。这主要体现在美联储政策和美国利率市场上——关键数据开始不及预期，暗示政策节奏变化；长端美债利率大涨、站上 4%，金融体系压力上升。2022 年 11 月和 12 月公布的 CPI 连续不及预期，这是 2020 年 5 月以来首次出现，随后在 2022 年 12 月将单次加息的幅度由 50bp 下调为 25bp；类似的是，新增非农就业在连续 14 个月超预期之后，在 2023 年 7 月和 8 月（数据公布的时间）均出现不及预期的情况，这虽然不是美联储停止加息的充分理由，但至少意味着美联储紧缩的节奏会继续放缓——可能停止加息，也可能变成“两次会议加一次”。从去年开始 10 年期美债收益率快速上涨破“4%”似乎总会捅出金融市场的“幺蛾子”。如图 8 所示，从去年 11 月的 FTX 破产，到今年 3 月的硅谷银行破产，再到 7 月 Heartland Tri-State 银行破产（规模偏小，影响有限）。我们可以看出在当前的特殊周期中，更有可能导致美联储政策阶段性转向的是金融体系的负反馈机制（金融机构出现“暴雷”），而不是经济的负反馈机制（就业、通胀下降）。2023 年 8 月以来，10 年期美债收益率再次持续站上 4%，谁会是下一个“硅谷银行”，我们拭目以待。而无论美联储放缓紧缩、还是美国金融体系暴雷对于中国股市和债市都是好消息。第四，从外资上看，观望情绪相对更浓：权益市场转向乐观但利率市场则更加谨慎。如图 9 至 11 所示，我们通常认为如果外资在权益和利率市场都看多中国，则预期和情绪是更加乐观的，这就是 2022 年 11 月拉开疫情放开序幕后的情形，集中体现在沪、深股通外资流入由负明显转正，离岸利率互换价格明显上升、且较在岸利率互换的价差转正（一般而言这一价差多数为负值，因为海外机构对于中国经济的观点往往会比境内的机构更悲观一些），而今年 7 月以来股债出现了一定的分化：权益方面，7 月政治局会议之前，外资就出现了一定的“抢跑”，而会议后中国相关股指的表现冠绝全球主要市场。不过利率方面，外资做多中国的动作则比 2022 年 11 月弱不少，而这是上一轮利率反弹的重要导火索。总结而言，我们认为本轮以地产松绑为代表的政策出台标志经济放开 2.0 版本拉开序幕。与疫情管控放松为代表的放开 1.0 相比，“放开 2.0”下，当前的经济基本面相对更好 + 经济预期下滑得更快，这意味着权益市场前期（政策转向的阶段 1 和 3）行情的弹性会更大，后续的市场行情力度则有赖于政策的力度、效果以及海外市场的配合。板块方面，放开交易带来的顺周期行情并不一定会导致 TMT 等成长板块垫底，相较而言防御、避险属性强的板块可能更受损（图 12）。不过，从货币政策的预期和外资的表现来看，本轮债券收益率的反弹会明显不如“放开 1.0”阶段。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。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济超预期陷入衰退，拖累我国出口；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

宏观点评 20230805：7月非农：美国失业率高升还有戏吗？

7月美国失业率再回落。本月就业报告又一次出现矛盾信号：新增非农就业在超预期的降温，但失业率却再度回落至3.5%的历史低位。而当前的低失业率产生于这样的一个背景下：政策利率创纪录的飙升，经济却韧性保持劲道。本次失业率的回落主要是受到亚裔就业的影响。7月份亚裔的失业率大幅下降0.9%至2.3%。除了亚裔，“少数群体”中的只有西班牙裔、拉丁美洲裔的失业率在上涨（图1）。作为最先感知到就业市场降温与否的群体，再次下降的失业率可能预示着就业依旧偏紧。除此之外，我们不妨通过五大指标来看看劳动力市场趋缓或走弱情况：指标一：劳动参与率。倘若劳动参与率往后的改善空间停滞，就业市场或许有走弱迹象。但我们认为劳动参与率的提升尚未见顶：疫后因为健康问题和财富累积，导致55岁+的大龄劳动力不断退出就业市场。但黄金年龄段的劳动参与率在抵消老龄参与率下行的压力。整体以及16-24岁年龄段的劳动参与率距离疫情前仍有差距，随着千禧年代的年轻人涌入就业市场，未来美国劳参或进一步改善（图2-3）。指标二：职位空缺率。供需失衡是劳动力市场偏紧的主要原因，当前每人所对应的岗位比例稳定在1.6左右，这表明即便下岗，找到新的工作也并不困难，因此这足够防止失业率以自我强化的方式不断上升。这一现象在服务业尤为明显，因此倘若供需失衡的问题不缓解，失业率也难以大幅上涨（图4-5）。指标三：工作小时数。工人工作时长下降往往是就业降温、失业率上行的一大重要信号。因为当用工需求下降时，企业倾向于降低工作强度，减少工作时长。本月平均周工时有下降，但是未来能否持续才是判断是否降温的关键（图6）。指标四：裁员率。企业“囤积”劳动力+供需失衡避免了大幅的裁员。一项企业信贷调查显示，“雇佣和留住合格员工”是去年雇主面临的主要挑战之一（图7-8）。因此为了避免未来更高的招聘成本，企业更乐意在当前留下员工，裁员率难以大幅上涨。指标五：自主离职率。当工人有信心可以换到更好、工资待遇更高的工作时，离职率自然会上涨。而6月离职率跌至2.4%，是2021年2月以来最低水平。这反应出的并非难找工作，而是在当前薪资水平走弱的背景下，如果换工作还能否高工资的担忧。除此之外，薪资方面。虽然7月降温的就业值得欢迎，但本月薪资传来“坏消息”。无论是同比还是环比，增速均没有任何缓和：同比增加4.4%，环比增加0.4%，均与6月持平。而且工资增速已经快速赶超通胀，实际工资在上升。虽然一方面这增加了美国经济“软着陆”的可能性，但另一方面将推高物价上行的压力。美联储难言放松。虽然7月非农公布后，市场仍倾向于7月是最后一加。但对于美联储来说，他们有更多的“耐心”看到持续放缓的数据。倘若薪资水平依旧维持在较高增速，即便9月不加，11月也仍有再次加息的可能性。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

固收金工

固收深度报告 20230807：转债行业图谱系列（十三）：生猪养殖行业可转债梳理（行业及正股分析篇）

观点 生猪产业链上游：饲料行业。饲料加工行业是整个饲料行业的主体，在平稳增长的总量之下，不同动物种类饲料会因为长、中、短

周期的不同影响，呈现出不同的增长态势。

生猪产业链中游：生猪养殖。我国生猪养殖业长期以散养为主，生产集中程度较低，但规模化有所进展。我国生猪市场存在明显周期性特征，2006年至今，我国共完整经历了四轮猪周期。2023年上半年供强需弱，猪价持续低迷，生猪价格跌破成本线，行业进入亏损区间，产能进入去化阶段。

生猪产业链下游：屠宰加工。国内生猪屠宰向规模化和标准化方向发展，但行业集中度和产能利用率仍较低，未来生猪屠宰行业仍存在集中度提升、规模化和集约化发展的机会。肉制品加工作为更加靠近下游消费端的环节，具有附加值高、毛利率高的特点，我国低温肉占全部肉制品的比重较低，距英美日韩等成熟市场差距较大，因此未来仍有大幅增长的空间。

天康生物：全产业链架构闭合，生猪出栏扩张、成本下降贡献利润。公司现已形成疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链。展望后市，公司存在两大亮点：（1）养殖成本下降有望持续。（2）持续加大动保业务研发投入，技术储备丰富。

金新农：聚焦养殖主业，生产指标与养殖成本持续优化。公司以生猪养殖及饲料生产销售为核心业务，在生猪养殖产业链上为客户提供优质的产品与服务。展望后市，公司存在两大亮点：（1）剥离电信及动保业务，聚焦养殖主业。（2）生猪养殖指标优化，养殖成本下降。

新希望：四大业务共振，全产业链上下游协同发展。公司主要从事饲料、白羽肉禽、养猪、食品四大业务，四大业务共同构成猪禽赛道相关多元化、农牧食品产业链上下游协同发展的格局。展望后市，公司存在三大亮点：（1）核心饲料业务稳健发展，客户服务加强助力拓客。（2）生猪养殖能力精进优化，养殖成本进一步下降。（3）食品业务规模高增，亿元单品矩阵逐渐成型，有望成为新增长曲线。

温氏股份：猪鸡出栏稳步提升，双核心驱动业绩增长。公司主营业务为肉鸡和肉猪的养殖及其产品销售，兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡等。展望后市，公司存在两大亮点：（1）生产指标持续好转，养殖成本有望进一步下降。（2）黄羽鸡龙头地位稳固，竞争优势显著。公司是国内黄羽肉鸡养殖规模最大的企业，鸡苗健康度显著提高，生产稳定，养殖成本下行。

牧原股份：养殖成本优势显著，领跑行业。公司是国内最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，拥有集饲料加工、种猪育种、商品猪饲养、屠宰肉食等多个环节于一体的完整生猪产业链。展望后市，公司存在两大亮点：（1）生产指标好转，成本控制能力突出，养殖成本领跑行业。（2）持续布局屠宰产能，产业链匹配度逐步提升，努力实现养殖产能密集区域全覆盖。

巨星农牧：养殖管理技术体系完善，养殖成本领先行业。公司2020年资产重组后增加了养殖的主营业务，目前是集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化经营企业。展望后市，公司存在两大亮点：（1）养殖成本领先。（2）养殖管理体系完善，技术优势突出。公司深度合作PIC引进优质种源。

风险提示：畜禽产品价格不及预期风险、疫病大规模爆发风险、原材料价格大幅波动风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

固收深度报告 20230807：城投挖之掘金江苏系列（五）：走进张家港存续AAA及AA+级城投债发行主体（下篇）

观点 张家港AAA及AA+城投债发债主体：1) 金城投资：近年营收规模有所波动，2022年实现营收50.41亿元，销售毛利率15.98%，业务收入以公用事业、安置房及商品房销售为主，地产板块波动较大；2022年末现金短债比降至0.35倍，短期偿债压力明显增加；预计2024-2026年期间或将承受较大的债务到期滚续压力，短期内融资需求尚可，但不排除提前布局再融资的可能性；存续私募债和公司债均位于

历史较高分位，利差下行空间较可观，但考虑私募债特性导致其隐含风险更高，与公募债几乎持平的收益水平提示私募债风险溢价或有不足，故估值偏离较多的公募债个券具备更高性价比。2) 张家港城投：近年来营收表现优于张家港国投及金城投资，2022 年实现营业收入 20.94 亿元，规模有所回升主要得益于安置房集中结算并移交，销售毛利率 18.70%，业务收入以房地产销售为主，业务稳定性和持续性相对不足；2023Q1 现金短债比上升为 0.45 倍，偿债压力仍存但略有改善；兑付节奏均衡偏后置，短期内再融资需求平稳；存续债券利差走势均呈小幅走扩态势，其中公司债和中票利差走扩时点早于其余券种，故处于历史高位，未来利差下行空间充裕，而 PPN 及私募债利差走扩幅度有限，收益挖掘空间有所不及。3) 金港资产：2018 年以来营收规模总体稳定，2022 年实现营收 28.88 亿元，销售毛利率 18.77%，基建业务增长态势稳定，化工品贸易业务受周期影响较大；2023Q1 现金短债比继续下降至 0.46 倍，短期偿债压力持续增加；债券兑付高峰预计从 2024 年开始；存续中票和公司债分别处于历史中高位区间，均具备相对可观的利差压缩空间，其中 2022-2023 年期间发行的个券估值相对偏低，更适宜配置盘投资者关注，若风险偏好较高，可重点关注新发公司债个券，反之则建议关注新发中票个券。4) 经开控股：历史营收规模呈稳健增长态势，2022 年实现营收 13.66 亿元，销售毛利率 7.36%，安置房及工程施工板块业务波动幅度较大；2023Q1 现金短债比下降至 0.49 倍但尚未触底，故仍具备短期偿债承压空间；预计于今明两年开始面临债务到期滚续压力；存续企业债、公司债、私募债利差自 2023 年 5 月明显走扩，而同期内中票、PPN、超短融利差则以窄幅震荡或小幅走扩为主，不同券种利差点位分化为两极梯队，因此除 PPN 利差下行空间显著小于其余各券种而收益挖掘机会有限外，投资者或可针对公司债、企业债及私募债中当前估值偏低或估值溢价不多的个券加以关注，把握估值调整过程中隐含的品种利差机会。总结回顾和建议关注：针对张家港市有存续 AAA 及 AA+ 级城投债的发债主体（本篇包含主体评级 AA+）进行深入分析和梳理，结合该市全部城投平台机构持仓情况排序结果来看，重点推荐投资者对张家港城投、金港资产、经开控股予以关注。该 3 家平台主体评级均为 AA+ 级，持仓机构数量仅次于 AAA 级平台张家港国投，存续债券余额规模及数量亦位居张家港市城投平台前列，券种选择丰富，发行成本适中；业绩表现总体尚可，虽盈利能力较依赖地方政府支持，但自身运营板块的业务持续性及稳定性较好，因此仍具备一定的自身造血能力，经营风险可控；有息债务规模 2023Q1 同比增速均降至个位数，债务管控有所成效，同时 2023 年内到期债务规模不高，资产受限率较低，资产流动性较好，故短期内违约风险有限，财务风险良好。当前 3 家主体的存续债券到期收益率水平平均显示存在不同程度的估值溢价，但鉴于近期宏观经济政策信号向好，利率环境相对利空，下行预期仍存，预计信用债板块利差整体以横盘震荡及小幅走扩为主的走势或将短期维持，因此强资质区域区县平台有望在该轮利差调整中展现配置价值，建议关注该 3 家城投平台存续公开债券中到期收益率回调较多、利差下行空间较大的券种并捕捉其中估值偏离明显、收益风险性价比突出的个券择优配置。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收深度报告 20230807：转债行业图谱系列（十三）：生猪养殖行业可转债梳理（转债分析篇）

天康转债——交易属性凸显的“老年”标的：截至 2023 年 8 月 1 日，

天康转债价格为 240.40 元，转股溢价率为 108.46%，纯债溢价率为 124.62%，为“双高”标的，弹性极低的同时债性较弱，债底保护薄弱。考虑到天康转债存续期较短，我们判断短期内若触发强赎条件，发行人将提前赎回转债。天康转债剩余规模较小且年内即将到期，交易属性凸显，具有一定投资风险，适合配置进行短线交易。金农转债——存续期较短的“双高”标的：截至 2023 年 8 月 1 日，金农转债价格为 185.00 元，转股溢价率为 81.27%，纯债溢价率为 86.24%，为“双高”标的，弹性较低且债底保护较弱。我们判断短期内若触发强赎发行人将实行权利。金农转债作为“双高”标的，无法享受正股升值带来的红利，且债底保护较弱，考虑到转债存续期较短，条款风险较大，且交易属性凸显放大了其波动，适合短期持有交易。希望转债——进攻弹性偏弱，希望转 2——攻守兼备：截至 2023 年 8 月 1 日，希望转债价格为 108.44 元，转股溢价率为 72.59%，纯债溢价率为 6.22%，为“偏债型”标的，具备较优的债底保护；希望转 2 价格为 112.61 元，转股溢价率为 31.32%，纯债溢价率为 14.50%，为“平衡偏债型”标的，其具备较优的债底保护且同样不乏向上弹性空间。我们判断希望转债存在下修倾向，短期内希望转 2 暂无下修风险。希望转债和希望转 2 目前换手率均较低，交投热情偏弱，叠加两者均属于低价债，具有一定配置价值。但两者配置逻辑存在一定分化。温氏转债——向上弹性较好，向下债底保护优良：截至 2023 年 8 月 1 日，温氏转债价格为 126.34 元，转股溢价率为 17.71%，纯债溢价率为 24.55%，为“平衡偏股型”标的，股性较强的同时具备较优的债底保护。我们判断短期内发行人倾向于不强赎和不下修。温氏转债作为“平衡偏股型”可转债标的，攻守兼备。正股业绩支撑扎实，生产指标持续好转，养殖成本控制良好，伴随行业回暖，业绩有望进一步增长，因而转债存在向上弹性，具备较好的投资价值。牧原转债——弹性尚佳的平衡偏债型标的：截至 2023 年 8 月 1 日，牧原转债价格为 120.17 元，转股溢价率为 27.49%，纯债溢价率为 22.64%，为“平衡偏债型”标的，弹性低于温氏转债但高于希望转 2，且具备较优的债底保护。我们判断短期内发行人倾向于不下修。牧原转债作为“平衡偏债型”标的，债底保护较优的同时拥有一定弹性，且弹性高于希望转债及希望转 2。正股侧，牧原股份作为国内生猪养殖规模最大的企业之一，养殖成本领跑行业，盈利能力优于可比标的。伴随行业回暖，公司有望实现超额收益，带动转债上涨，因而具备较好的投资价值。巨星转债——弹性极佳的进攻型标的：截至 2023 年 8 月 1 日，巨星转债价格为 140.14 元，转股溢价率为 12.72%，纯债溢价率为 59.61%，为“偏股型”标的，弹性为本篇盘点各转债中最高。我们判断短期内巨星转债强赎风险有限。巨星转债作为“偏股型”标的，股性较强，转债价格变动主要受正股价格驱动，正股价格上涨时转债可获取弹性收益。后市展望：牧原转债、温氏转债、巨星转债表现或占优。(1)从属性来看，巨星转债弹性较佳，牧原转债、希望转 2 和温氏转债向上弹性较好的同时不乏债底保护，其中温氏转债弹性更高。(2)条款博弈方面，天康转债和金农转债由于存续期仅余半年，且平价接近强赎线，存在一定强赎风险，而希望转债由于回售期临近，存在一定下修倾向，其余标的下修风险均有限。(3)正股景气度方面，牧原转债>温氏转债>巨星转债。(4)从机构持仓占比来看，星转债>希望转 2>牧原转债≈牧原转债>希望转债>金农转债≈天康转债。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 证券分析师：徐沐阳)

事缓则圆（下）——2023 中期策略（信用债及海外宏观）

城投债板块风险及策略：1) 规模风险：当前整体存量债务规模过大，叠加不同地区发行成本均有不同程度的上升因而导致再融资承压，规模风险仍处严峻态势；2) 盈利风险：营收、现金流、总资产收益率三角度呈现盈利能力较弱、对政府补助依赖性进一步增强的态势；3) 偿债风险：城投公司盈利能力弱，叠加财政收入端受疫情、房地产市场转冷等影响以及部分区域融资成本上升等因素影响，偿债压力不断加码，偿债指标长期处于较低水平且逐年弱化；4) 资产风险：城投平台“粉饰”企业资产或债务情况，盈利能力和偿债能力并未得到实质性提升；5) 择时策略：2023H1 城投利差走势总体呈高位回落趋势，短期内预计以横盘震荡态势为主，其中中长久期重现走扩趋势或预示配置时机，建议捕捉 2023Q2 季度末利差走势调整所带来的机会，仍以高等级品种为主仓，维持组合流动性，适度加仓中等久期中等级品种，配合拉长久期、下沉资质以把握尚未回归至扰动前位置的下行空间。

产业债板块风险及策略：1) 钢铁债：近期高等级钢铁债业绩表现与同期利差走势出现错位，而 AA 级不明显，或表明钢铁债主体经营状况与利差错位情况主要出现在 AA 级以上的优质钢铁产业债，市场对资质下沉较为谨慎。钢铁行业面临利润继续下滑风险，信用市场风向转变或将迅速打破当前钢铁债平稳局面，“防风险”在钢铁债板块同为主旨，建议结合短久期适度下沉+高等级拉长久期，关注 1Y/AA 及 3Y/AAA-钢铁债。2) 煤炭债：高等级与低等级煤炭债主体经营状况分化明显，但利差走势趋同，或表明低等级煤炭债价格尚未反映欠佳的基本面表现，低等级主体经营业绩与利差存在错位，AA+以下评级的煤炭债面临较大的隐含风险，建议关注 5Y/AAA 及 3Y/AA+煤炭债品种，适度拉长久期增厚收益，谨慎资质下沉。

海外资产负债表衰退启示：美日资产负债表经验：1) 房价大幅下跌及其后一系列信贷收缩是引起资产负债表衰退的主要原因。2) 资产负债表衰退时货币政策效果差，陷入流动性陷阱；财政政策效果更好。3) 资产负债表衰退时美日即使大规模发债，国债收益率仍不断下行；日本股票市场制造业表现较好，美国股票市场消费表现较好。我们认为中国当前并没有产生资产负债表衰退，主要原因包括但不限于：1) 从 2021 年开始的中国房价下跌幅度，与美、日、意当初房价下跌幅度相比并不多，资产负债表衰退条件里最基本的资产收缩尚未有定论；2) 中国房价下跌持续时间短，且政府近期已出台一系列房地产政策，居民对未来房价形成的预期不会过度悲观，居民增加储蓄的行为或不具有持续性；3) 中国房地产刚进入存量阶段，预计未来居民住宅资产占比将会向发达国家接近，居民消费能力或会逐步打开。

风险提示：板块政策调整，宏观经济不及预期，数据统计存在偏差，地缘政治风险，货币/财政政策超预期调整。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20230807：回顾历史，贬值会否制约降息？——利率走势逻辑分析系列六

事件 2023 年 5 月以来，人民币贬值有所加快，美元兑人民币汇率从 5 月 5 日的 6.91 升至 6 月 30 日的 7.26 的阶段高点。在 2023 年 5 月 25 日的外发报告《利率下行能否突破去年低点？》中，曾提及在“经济靠外需”的假设下，人民币贬值不会造成对降息的制约。本篇我们将着重分析人民币贬值是否对降息形成制约？借此分析下半年货币政策的空間。

观点 历史上的人民币贬值未对降息形成强制约：理论上，当汇率面临贬值压力时，利率下降导致的利差和资本流动会导致本币供应增加和资金外流，进一步增大贬值的可能性，继续降息可能加剧本币贬值的风险。但从历史经验来看，汇率贬值并不制约降息。

从 2015 年 8 月 11 日汇改到 2022 年底，人民币经历过 5 轮时间较长、幅度较大的贬值周期，其中 3 段央行都采取了宽货币政策。(1) 第一段：2015 年 8 月 11 日至 2017 年 1 月 3 日，人民币汇率从 6.3231 贬值至 6.9557，下行 10%。2015 年底，美联储加息正式开启，全球非美货币进入贬值周期。在对外汇率贬值，对内经济压力的困境下，央行选择稳增长，2015 年降低 1 年期存款基准利率 5 次至 1.5%，2016 年 2 月 19 日下调 MLF 利率 0.25 个百分点，宽货币以确保国内需求回暖。直到 2016 年初，国内经济动能明显回暖，央行才结束了这一轮降息，汇改叠加美联储加息促使的人民币贬值并未对降息形成强制约。

(2) 第二段：2020 年 1 月 20 日至 2020 年 5 月 28 日，疫情开始对经济造成冲击，人民币汇率从 6.8613 贬值至 7.16，下跌了 4.35 个百分点。央行在 2 月 17 日和 4 月 15 日分别降低 MLF 利率 10 和 20 个基点，优先刺激国内经济，稳固经济基本面。(3) 第三段：2022 年 3 月 4 日至 11 月 3 日，汇率由 6.3107 贬值至 7.32，下跌幅度为 15.99%。2022 年 8 月 15 日，央行再次坚持将 MLF 下调 10 个基点。和历史上的几次汇率贬值相比，本次人民币在 2023 年 2 月 2 日至 6 月 30 日贬值 8 个百分点，尚在合理区间，且降准降息操作和贬值幅度没有必然联系。当前汇率弹性增强将为国内货币政策“以我为主”提供调控空间：央行多次表明要将汇率稳定在合理均衡水平上的信号为市场预期稳定注入信心，汇率弹性增强能够帮助央行打开降息的空间，当前的货币政策仍将聚焦于国内经济，保持其有效性和自主性。一方面，回望我国降准、降息历程和制造业 PMI 连续三个月以上低于荣枯线的时间高度相关，说明经济下行是触发刺激政策的核心要素。当前中国制造业 PMI 连续三个月低于荣枯线，政策利率调降更多考虑国内经济复苏乏力。特别是居民方面消费倾向降低，6 月社会消费品零售总额当月同比 3.1%，较 5 月回落 9.6 个百分点，企业方面盈利修复较缓，工业企业利润累计同比仍位于负区间，房地产市场低迷，叠加就业压力亟待改善，6 月 16-24 岁青年失业率再度上升至 21.3%。传递振兴经济信号，提振市场信心使得降息的必要性提升。另一方面，可以看到 10 年期国债收益率主要围绕 MLF 利率中枢波动，而汇率波动的影响因素更为复杂，主要由内外经济基本面的对比造成，总体来说会呈现双向波动的格局。因此在当前的经济背景下，容忍汇率适当贬值以削弱外部冲击将为政策利率调整提供空间，长期来看我国经济复苏动能转强也将为人民币汇率下一步企稳回升打下基础。人民币汇率压力释放，下半年利率仍有下行空间：回溯历史贬值周期，人民币贬值不会对降息形成强制约，且当前汇率弹性增强将为国内货币政策“以我为主”提供调控空间，我们认为若经济修复不及预期，下半年存在继续宽货币的可能性，从而助推利率下行。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收点评 20230807: 汇率贬值如何影响我国出口？一利率走势逻辑分析系列七

事件 近期人民币贬值引发市场关注，在 2023 年 5 月 25 日的外发报告《利率下行能否突破去年低点？》中，曾提及在“经济靠外需”的假设下，人民币贬值会形成对出口的助益。本篇我们将着重分析人民币贬值是否对出口有所助益？ 观点 人民币贬值对出口略有助益：从直觉来看，人民币汇率贬值能够促进出口。一般认为，人民币贬值会降低我国产品在国际上的相对价格，提升产品竞争力，从而促进出口。从历史经验来看，人民币汇率贬值具有对出口的改善作用，且汇率下降幅度及全球经济景气程度与出口助益效果呈正相关关系。从

出口总量分析，四段长贬值周期对出口构成积极影响。回顾 2015 年以来，我国在四段贬值周期中的出口表现：(1) 2015 年 8 月 11 日至 2017 年 1 月 3 日，人民币汇率经历快速贬值，从 6.3231 贬值至 6.9557，贬值幅度达 10%。2015-2016 年，世界金融市场动荡加剧，大宗商品价格大幅下跌，工业生产低速增长。世界和发达国家 2015 年工业生产当月同比增速分别从 1 月份的最高点 3.2%/1.7% 波动下滑到 11 月份的最低点 1.2%/0.1%，发展中国家则从 1 月份的最高点 4.1% 波动下滑至 9 月份的全年最低点 3.2%。发达国家经济复苏缓慢，新兴经济体增速回落，海外需求低迷，拖累整体出口疲软。2015-2016 年全球商品贸易指数自 2010 年来首次不足 100，分别为 86.8 和 96.73。然而，受到人民币汇率贬值的提振，我国出口交货当月同比虽下降，但出口金额当月同比一度实现 16 年 2 月 -28% 的深度负值到 3 月 7.5% 的正同比增长的转变，且出口顺差依然创下历史新高，呈现出积极的趋势。出口金额当月同比也于 2016 年 5 月结束了持续 13 个月的同比下降态势，展现出逐月回稳向好态势，转负为正开启了新一轮的当月同比增长时期。虽然我国出口受到世界经济形势低迷的拖累，但人民币汇率贬值在一定程度上展现了助益效果。(2) 2018 年 4 月 19 日至 2018 年 10 月 31 日，我国开启了新一轮的汇率贬值周期，人民币汇率从 6.2778 贬值至 6.9734，下跌幅度同样超过 10%。在此时间段内，全球经济体普遍回暖，2018 年全球实际 GDP 增速 3.63%，全球商业贸易指数达到 110.45。期间，我国出口金额和交货值也维持高速正同比增长，当月同比增长分别由 4 月的 11.9%/4.2% 提升至 10 月的 14.3%/14.7%，为市场增添活力。与上一段贬值周期相比，两者贬值幅度仅相差 1.08 个百分点，但相比之下，在全球经济处于平稳发展的态势下，汇率贬值的助益效果明显改善。(3) 2020 年 1 月 20 日至 2020 年 5 月 28 日，人民币汇率从 6.8613 贬值至 7.1600，汇率贬值 4.35%。新冠疫情重挫全球贸易供应链和国际金融市场，导致“大萧条”以来最严重的世界经济衰退，欧美日当月出口金额同比分别于 2020 年 5 月达到最低点 -29.8%/-36.14%/-28.3%。我国疫情防控得当，生产生活恢复迅速，出口交货值保持稳定当月同比增长态势，出口金额当月同比由 2020 年 2 月 -40.6% 的深度负值逆势而行，4 月出口金额当月同比恢复至 3.1%。在低贬值幅度和弱经济形势的双重影响下，该汇率下降周期助益效果不及预期。(4) 2022 年 3 月 2 日至 11 月 3 日的贬值周期中，汇率由 6.3107 贬值至 7.3200，幅度达 15.99%。2022 年，疫情抑制的需求进一步恢复，以及各国推出的大规模财政货币扩张政策造成了较大的需求拉动效应，全球商品贸易指数达到 112.06，欧美日 2022 年 3-11 月的当月出口金额同比也均维持在 10% 以上的高位。我国出口金额和交货值当月同比于 6 月分别达到 17.1% 和 15.1%，高同比增长显示出我国出口竞争力的提升。在全球需求回升与高贬值幅度的正向作用下，贬值对出口助益表现良好。对比可知，汇率下降幅度以及全球经济景气程度与出口表现呈正相关关系。全球经济向好的第二段和第四段人民币贬值时期，贬值幅度越大，对出口的有利影响越明显；而全球经济不振的第一段和第三段人民币贬值时期，汇率下降的部分有利影响被全球经济下降抵消。选取出口金额较高的品类分析，汇率下降期间出口价格回落，出口数量回升基本抵消降价的影响。我国出口金额较高的品类包括化学工业及其相关工业的产品、贱金属及其制品和车辆、航空器、船舶及运输设备，通过观察三者的出口数量、价格和价值指数，可以观察人民币贬值能否支撑出口产品数量，从而抵消价格下降的影响。(1) 2015 年 8 月 11 日至 2017 年 1 月 3 日，与上年同期相比，化学工业、贱金属等三类产品价格指数均基本呈现 100 以下的较低水平。

出口价值指数受数量支撑稳中略升，三者价值指数均一度达到 110 以上的高位。(2) 2019 年 4 月 17 日至 2019 年 9 月 3 日，出口价格指数回落，化学工业产品出口价格指数由 4 月 99.71 的峰值降至 9 月的 95.8，价减量增助益整体出口价值维持在 100 左右的平稳水平。(3) 2022 年 3 月 2 日至 11 月 3 日，以化学工业及其相关工业品为代表的产品出口价格指数均呈现高位下降趋势，出口数量全面回升，5 月贱金属出口数量指数升至 124.1，三者整体价值指数呈现先升后降的高位态势，化学工业及其相关工业品价值指数达到 140.62，为出口提供机会和优势。三段贬值周期的出口表现依然支持汇率下降幅度以及全球经济向好走势会对出口形成积极影响的观点。三段时期的汇率下降幅度分别为 10.00%、7.27%、15.99%。与 2015 年 8 月 11 日至 2017 年 1 月 3 日时期全球经济普遍低迷不同，2019 年 4 月 17 日至 2019 年 9 月 3 日时期经济温和扩张，两者汇率下降幅度仅相差 2.53%，但后者的贬值助益表现却明显优于前者。此外，第二段和第三段贬值时期的全球经济发展进程相似，但后者汇率下降幅度是前者的 2 倍，结果确实表明后者出口表现更为亮眼。综合考虑出口金额高的品类产品在以上三段贬值时期的出口表现，再一次验证了汇率下降幅度越大以及全球经济越良好，出口助益效果越明显。人民币贬值确有助益出口作用，“经济靠外需”假设下存在继续“宽货币”的空间：在“经济靠外需”的假设下回溯历史贬值周期，支持人民币贬值对出口有积极影响这一观点，我们认为若经济修复不及预期，下半年存在继续“宽货币”的可能性。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收周报 20230806：如何看待央行再提存量房贷利率调整？

观点 2023 年 8 月 1 日，央行在 2023 年下半年工作会议中重提“调整存量个人住房贷款利率”，释放了什么信号？2023 年 7 月 14 日，在 2023 年上半年金融统计数据情况新闻发布会上，央行首次表态“支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”。在 2023 年 7 月 20 日的外发报告《存量房贷利率会否下调？——利率走势逻辑分析系列四》中，我们提及企业贷款利率和个人住房贷款利率之间出现了“反转”，导致用于生产经营的经营贷违规流入房地产，这一举动隐含的监管风险是引发央行提出存量房贷利率下调的原因。此次，央行再次强调将“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，表述由“支持鼓励”向“指导”的转变预示着存量房贷利率调整已箭在弦上。从央行此前表述来看，调整存量房贷利率可能主要采用“新发放贷款置换原来的存量贷款”或“协商变更合同约定”来实现。此前，2008 年 10 月，央行曾发布《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍。由于该优惠政策主要面向新增客户，因此存量客户纷纷通过跨行转按揭的方式重新成为“新增客户”，加剧了银行同业的竞争。考虑到“贷款搬家”的潜在风险，放开贷款置换的可能性较小。目前，99%的房地产按揭贷款利率是由五年期以上 LPR 和加点共同构成，就推进存量房贷利率调整的原则而言，央行强调“依法”、“有序”，因此我们预计可能采取借贷双方自行协商的模式，根据利率高低决定加点下调的幅度。调整存量房贷利率可以降低居民提前还贷的意愿，但同时也会加大商业银行净息差压力。此前 7 月 14 日央行发布会透露，在理财收益率、房贷利率等价格关系发生变化的背景下，居民使用存款或者减少其他投资提前偿还存量贷款的现象显著。RMBS 条件早偿率指数今年以来大幅增加，并于 2023 年 6 月 12 日达到 0.2155 的历史最高水平。调整存量

房贷利率有助于降低居民提前还款意愿，从而提高银行经营的稳定性。但另一方面，目前商业银行面临较大的净息差压力，截止 2023 年一季度末，商业银行净息差仅为 1.74%，已跌破 1.8% 的警戒线。存量房贷利率下调将进一步压缩银行利润空间，因此我们预计央行可能通过结构性政策工具对部分影响较大的银行给予支持，在“加大逆周期调节”的政策基调下，降准操作也有望于年内落地。美国 7 月非农持续降温，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周 2Y 和 10Y 美债收益率开门红，10Y 美债收益率持续攀升四日后回落，一度反超 20bp，坚定站稳 4% 关口上方，持续刷新去年十一月以来的近九个月最高，在 4.03%-4.18% 间震荡。对于货币政策更敏感的 2Y 美债收益率最高涨超 4bp，迟迟无法站稳 4.90% 关口，在 4.82-4.90% 间震荡。当前美国经济形势复杂，短期来看，美国经济维持强劲韧性，制造业回落较快，服务业回落较慢。虽然非农持续降温，但就业市场仍旧火热，薪资持续增长可能成为驱动成本通胀的因素。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：(1) 制造业 PMI 略微回升，但仍处在收缩区间，商品通胀大幅反弹风险较低。本周公布的 PMI 数据显示，美国 7 月的制造业 PMI 指数 46.4%，低于市场预期值 46.8%，前值 46.0%，连续九个月处于收缩间。从需求侧细分来看，新订单回升 1.7pct 至 47.3%，库存订单回升 4.1pct 至 42.8%。(2) 7 月新增非农就业人数持续降温，但平均日薪高于预期，就业市场韧性仍强。美国 7 月新增非农就业（季调）为 18.7 万人，低于预期 19 万人，6 月数据从 20.9 万人下调至 18.5 万人。7 月新增非农就业人数连续第二个月低于预期，是 2020 年 12 月以来最低水平。结构上，7 月新增就业人数主要是由服务生产带动，其中教育与保健服务业就业人数拉动最大，由前值 7.1 万人上升至 10 万人；金融活动、零售业、批发业均小幅增长。7 月政府部门就业降温尤为明显，由前值 5.7 万人下降至 1.5 万人。商品生产新增就业 1.5 万人，低于前值 3.1 万人；信息业、专业和商业服务、运输仓储业、和非耐用品、新增就业人数均为负增长。综合近期数据，我们认为由于当前美国经通胀走势的不确定性，美联储的货币政策会更加谨慎与灵活。一方面，二季度 GDP 增长显著超过市场预期导致利率水平在高位维持，且稳步增长的薪资和仍具韧性的核心通胀指标意味着美联储有空间可以继续加息，使通胀率降至 2% 的目标。但另一方面，美联储于 7 月再次加息 25bp 至 5.25-5.5% 区间使市场预测加息周期或已见顶，且非农数据的遇冷可能暗示着通胀有所回落让市场对 9 月暂停加息的预期小幅上升。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定，美国经济能否实现“软着陆”的可能性还有待观望。综合上述分析，短期来看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平。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，顶部存在被继续突破风险的同时，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 20230805：绿色债券周度数据跟踪 (20230731-20230804)

观点 一级市场发行情况：本周 (20230731-20230804) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 91.13 亿元，较上周减少 38.09 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、其他企业、央企子公司、大型民营企业和其他国有企业；主体评级以 AAA 级为主。发行人地域为北京市、广东省、

上海市、江苏省、云南省和广西壮族自治区。发行债券种类为资产支持票据、中期票据、券商专项资产管理、公司债和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230731-20230804）绿色债券周成交额合计470亿元，较上周减少19亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金融公司信用债、金融机构债和利率债，分别为192亿元、189亿元和71亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约83.91%，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、公用事业和建筑，分别为251亿元、87亿元和13亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和江苏省，分别为215亿元、49亿元和27亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230731-20230804）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大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为G19青州（-4.34%）、21潍财G1（-1.45%）和G17龙湖2（-1.00%），其余折价率均在-1.00%以内，主体行业以金融和建筑为主，中债隐含评级以AA+评级为主，地域分布以上海市和山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为22广东环保MTN001（绿色）（0.73%）、GC华租02（0.60%）和20宜春创投绿色债（0.56%），其余溢价率均在0.30%以内。主体行业以交通运输和公用事业为主，中债隐含评级以AA+评级为主，地域分布以北京市和江苏省居多。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 20230805：二级资本债周度数据跟踪（20230731-20230804）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230731-20230804）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2.00亿元，较上周减少5.00亿元，发行年限为10Y，发行人性质为大型民企，主体评级为AA-，发行人地域为浙江省。截至2023年8月4日，二级资本债存量余额达37,125.45亿元，较上周末（20230728）增加2亿元。二级市场成交情况：本周（20230731-20230804）二级资本债周成交量合计约1510亿元，较上周减少201亿元，成交量前三个券分别为21建设银行二级01（83.20亿元）、21工商银行二级02（72.82亿元）和23进出口行二级资本债01（42.64亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为1085亿元、159亿元和72亿元。从到期收益率角度来看，截至8月4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：-1.18BP、-0.76BP、-1.76BP；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：-0.64BP、0.59BP、-0.41BP；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：-6.94BP、-5.95BP、-6.95BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230731-20230804）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晋城银行二级（-1.80%）和19华兴银行二级（-0.89%），其余折价率均在-0.80%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。溢价个券方面，溢价率前二的个券为22龙游农商行二级资本债01（10.55%）和22武义农商行二级资本债01（2.30%），其余溢价率均在1.00%以内。中债隐含评级以AA+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

房地产行业跟踪周报：新房二手房销售持续下行，南京郑州等地发布楼市新政

投资要点 上周(2023.7.29-2023.8.4,下同):上周房地产板块(中信)涨跌幅3.0%,同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别0.7%,0.9%,超额收益分别为2.3%、2.1%。29个中信行业板块中房地产位列第5。

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243.2万方,环比-3.3%,同比-31.4%;2023年8月1日至8月4日累计成交133.7万方,同比-36.4%。今年截至8月4日累计成交10262.6万方,同比-3.3%。(2)二手房市场:上周17城二手房成交面积127.0万方,环比-7.9%,同比-10.5%;2023年8月1日至8月4日累计成交93.1万方,同比-9.6%。今年截至8月4日累计成交5037.0万方,同比+38.0%。(3)库存及去化:14城新房累计库存9337.6万方,环比-0.2%,同比+5.8%;14城新房去化周期为14.4个月,环比变动+0.0个月,同比变动+0.1个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为10.8个月、9.0个月、16.0个月、38.4个月,环比分别变动0.0个月、+0.0个月、+0.1个月、+0.4个月。(4)土地市场:2023年7月31日-2023年8月6日百城供应土地数量为398宗,环比-14.4%,同比-36.6%;供应土地建筑面积为2203.1万方,环比-29.6%,同比-43.6%。百城土地成交建筑面积2115.0万方,环比+16.5%,同比-40.6%;成交楼面价3573元/平,环比+125.9%、同比+52.8%;土地溢价率4.6%,环比-0.2pct,同比-2.5pct。

重点数据与政策:全国层面:国家发改委发布《关于恢复和扩大消费措施的通知》,支持刚性和改善性住房需求。公安部全面放宽大城市落户条件,完善特大城市积分落户政策。央行要求优化服务民营企业激励机制、做好银企融资对接、精准实施差异化住房信贷政策。地方层面:北京、贵州、遂宁、深圳等多地放松公积金贷款政策,提高最高贷款额或降低公积金贷款首付比例。郑州发布促进房地产市场平稳健康发展十五条,南京出台8条新政促房地产市场平稳健康发展。南昌召开房地产形势分析会,将制定措施支持房地产平稳发展;赣州出台促进刚性和改善性需求政策。

周观点:8月第1周新房成交数据环比下降3.3%,同比保持较大降幅。二手房销售同比降幅维持在11%左右。本周国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费措施的通知》,提出支持刚性和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展。南京、郑州等城市积极响应,发布稳楼市新政,预计未来一二线城市将会陆续发布政策刺激购房需求。政策落地和后续基本面恢复将会带动地产股估值持续修复。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;同时由于疫情影响褪去带来利润修复,物业股有望迎来估值+业绩的双击,建议关注物业行业的投资机会。

(证券分析师:房诚琦 证券分析师:肖畅 证券分析师:白学松)

商贸零售行业深度报告:百货行业深度:重估时点或已至,多种国企改革路线持续催化

投资要点 百货行业发展已进入成熟期，未来经营重点在于提质增效：2013-2022年，我国百货行业规模稳定在1万亿元左右，未来行业发展重心在于降本提质，而非追求经营规模的扩张。我们认为未来线下商业发展趋势是中高端零售和服务业态消费，存量百货项目通过提升商品级次和服务类业态占比，仍有较大的改善空间。百货企业商业物业资产存在重估区间，关注国企改革催化：百货企业常常在城市核心地段拥有大量自有物业资产。据我们测算，百联股份、王府井、银座股份、武商集团等企业自有物业重置价值大约为上市公司市值+有息负债的1.5~2倍，存在价值重估区间。而这些企业的P/E估值相比其他消费资产并不低，反映这些资产的运营及盈利仍有提升空间。未来百货价值重估的路径在于：①国企改革改善经营效率提升利润，②通过并购、发行公募REITs等方式盘活资产实现重估。我们认为“国企改革”是实现百货企业价值重估的重要催化，可分为五大路径：1) 混改+引入战投：通过引入战略投资者，混改可借助优秀民企力量优化百货国企的决策机制，同时引入先进的管理经验。重庆百货2016年完成混改之后，2016~2022年公司人均创利增长了218%。未来关注银座股份等企业的混改推进落地情况。2) 实行股权激励，推行市场化考核机制：有助于绑定核心员工利益，调动企业员工能动性。2020年以来，重庆百货、王府井、杭州解百、银座股份等企业均发放股权激励，落地后企业人均创利等指标有所提升。3) 并购重组理顺经营、或实现资产价值重估。包括：①重庆百货等，通过吸收合并集团内资产减少关联交易，理顺决策和治理机制；②互联网、险资收购线下百货资产实现价值重估等。4) 公募REITs政策有利于盘活存量资产，实现价值重估。2023年3月证监会与两部委发文，将消费基础设施纳入公募REITs试点范围，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。目前百联股份、天虹股份等REITs项目正在不断推进。5) 赋予牌照及集团资产。百货企业拥有稀缺的线下消费场景、运营管理经验和物业资源。通过赋予免税、消费金融等牌照，可实现资源协同并打造第二曲线。投资建议：沿国企改革+资产重估寻找百货行业投资标的。①推荐国企改革多举措不断落地、业绩持续改善且估值较低的重庆百货。②建议关注拥有优质自有物业、受益于REITs估值重估的百联股份、天虹股份等。③建议关注长期价值优秀、受益于消费恢复的中高端百货杭州解百、武商集团等。风险提示：消费者消费偏好变迁，行业竞争加剧，国企改革及REITs落地不及预期，宏观经济波动等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

国防军工行业跟踪周报：Q2至今军工行业基本面与走势复盘分析与当前策略观点

投资要点 Q2至今军工行业走势情况：我们复盘了Q2至今军工行业的走势情况，4月初，当时军工行业处于情绪比较低的阶段，彼时市场在纠结两个点，即军工行业的价和量，一是军方不断要求降价，二是新的上量的大订单尚未下达。从中长期的角度，这两个因素都影响有限。(1) 针对价的因素，改革增效与规模效应下利润率的提升，可以很好的抵消降价。(2) 针对量的因素，常规列装和密集战备军演，以及俄乌冲突带来对于战争潜在需求的认知就是，需求有充分的产量保障和产能冗余备份。从4月至今，行业整体性的机会还是没有到来，6月也经历过10%的上涨，但从7月开始，正在经历连续5周的调整与横盘。期间行业波动的核心矛盾复盘分析：六月连续三周的上涨，中间发生了什么？(1) 改革端，主要受国资委会议支持央企上市公司并购重组的消息提振，从主机厂板块开始，对于航天板块以及船舶板

万个。3) 助力 CCER 分流支撑碳价：政策明确“绿证对应电量不得重复申领电力领域其他同属性凭证”，绿证交易与 CCER 错位竞争，有利于控制 CCER 供给量，维持合理碳价。4) 推进碳市场衔接&国际互认：《通知》明确研究推进绿证与全国碳排放权交易、CCER 的衔接协调，为后续推动将绿证纳入碳市场相关核算体系创造条件；积极推动国际组织的绿色消费、碳减排体系与国内绿证衔接，提高绿证的国际认可度和影响力。环保 3.0 时代！模式改善+优质技术，助力国家高质量发展。行业经历粗放 1.0 时代（资金+政策驱动）、2.0 时代（杠杆驱动），进入高质量发展 3.0 时代（真实现金流+优质技术驱动），估值体系重塑！1、优质资产价值重估：环保需求刚性稳定。进入运营期后资产负债表优化，现金流改善+定价&支付模式理顺。a、水：自由现金流改善提分红，价格改革 c 端付费接轨海外成熟市场估值存翻倍空间。【洪城环境】稳健增长，承诺 2021-2023 年分红率 50%+，股息率 ttm 5.3%，2023 年 PE 9X（估值日 2023/8/6）。b、天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省输盈利稳定；2022 年分红超 80%，股息率 ttm 7.2%（估值日 2023/8/6），2022 年加权 ROE 18%。【新奥股份】龙头城燃，2023 年 PE 9X（估值日 2023/8/6），拥有低价海气长协。2、高质量发展中的环保独角兽：各产业高质量发展，配套环保需求进阶，产品壁垒铸就龙头地位和持续增长！a、压滤机：【景津装备】沙漠之花。显著护城河压滤机龙头。设备一体化+出海贡献新增长，2023 年 PE 17X，PEG 0.6（估值日 2023/8/6），2022 年加权 ROE 23%，现金流优。b、半导体治理：刚需高壁垒，国产化率提升+突破高端制程。【美埃科技】洁净室过滤器，高端制程突破+耗材占比提升。【盛剑环境】废气在线处理，2021 年国产化率 10%+。3、双碳加速推进：CCER 重启在即，新政强化供给约束，长期碳市场向非电扩容。【仕净科技】最经济的水泥碳减排；【高能环境】再生资源；【龙净环保】紫金绿电+储能；【瑞晨环保】节能设备。最新研究：路德环境点评：酒糟资源化量利双增，新增金沙项目爬坡可期。东华能源深度：PDH 行业景气回升，副产氢能利用再起航。行业月报：关注半导体行业回升动能正积蓄，电子特气国产替代方兴未艾。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 证券分析师：陈孜文）

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏旺季在即，新技术带来新机会

投资要点 电气设备 8887 上涨 2.4%，表现强于大盘。本周（7 月 31 日-8 月 4 日，下同）电气设备涨 2.4%，新能源汽车涨 2.32%，锂电池涨 2.12%，发电设备涨 1.73%，发电及电网涨 1.46%，光伏涨 0.9%，风电涨 0.11%。涨幅前五为百利电气、迈为股份、力帆股份、保利新、中科电气；跌幅前五为三超新材、江苏神通、中核科技、晶澳科技、台海核电。行业层面：储能：广西：发布 2023 年第二批新能源项目建设方案，容量 16.72GW；山东：支持长时储能，试点项目补偿按 2 倍、容量按 1.2 倍计算；天津：新能源配储不达标对应 2 倍新能源容量规模予以扣除；新疆：独立储能参与电力中长期交易需装设 AGC，充电功率≥5MW/2h；江苏：全球首个电网级重力储能示范项目进入调试阶段；湖南：电力需求响应补偿上调至最高 10 元/kW；美国：能源部计划投资 3000 万美元发展储能。电动车：乘联会：7 月新能源乘用车预计批发销量 75 万辆，同环比+34%/-1%，市场零售 64.7 万辆；比亚迪销 26 万辆，同环比+61%/+4%；广汽埃安销 4.5 万辆，同比+80%，环比持平；7 月蔚来销 2.05 万辆，同环比+104%/91%；小鹏 1.1 万辆，同环比-4%/+28%；理想 3.41 万辆，同环比+228%/+5%；零跑 1.43 万辆，同环比+19%/+9%；极氪 1.2 万辆，同环比+140%/+13%；哪吒 1

万辆,同环比-28%/-17%;问界 0.42 万辆,同环比-46%/-25%;发改委:各地区不得新增汽车限购措施 扩大新能源汽车消费;交通运输部:加快公路沿线新能源汽车充电设施建设;工信部:上半年全国锂电池产量超过 400GWh,同比增长超过 43%;SNE:上半年全球装车量 304.3GWh,宁德时代份额 36.8%,同增 1.4pct,在欧美增长近 2 倍;宁德时代 8 月 16 号新品发布;特斯拉多款车款将于 8 月 4 日在香港再次降价;洪田复合铜箔设备顺利通过客户验证,首批订单落地;鹏辉能源:与加拿大 Discover Energy Systems 签署战略合作协议,聚焦北美储能市场;长江有色市场锰 1.42 万/吨,本周-7.2%;百川工业级碳酸锂 24.90 万/吨,本周-4.6%;百川电池级碳酸锂 26.30 万/吨,本周-4.7%;LC2407 碳酸锂 20.27 万/吨,本周+3.7%;百川氢氧化锂 25.74 万/吨,本周-4.5%;百川磷酸铁锂电解液 3.30 万/吨,本周-10.8%;SMM 三元动力电解液 4.45 万/吨,本周-14.1%;工业级 DMC 碳酸二甲酯 0.45 万/吨,本周-6.2%;SMM 锰酸锂-动力正极 7.90 万/吨,本周-7.1%;三元 111 型正极 21.00 万/吨,本周-7.3%。新能源:三部委:绿证覆盖分布式光伏,可增加约 4 分/度收益;发改委:23 年可再生能源电力消纳责任权重发布;国家能源局:上半年中国可再生能源装机约占总装机 48.8%;中关村储能产业联盟发布《双碳背景下发电侧储能综合价值评估及政策研究》;发改委:支持民营企业牵头承担新型储能等领域的攻关任务;WoodMac:预计 2023 年全球新增光伏装机将达 270GW;硅料:价格再全面上涨,周环比涨幅 2.03%-3.91%不等;光伏级 EVA 价格大涨,光伏胶膜价格反弹;全国多晶硅、硅片、组件、电池产量同比增长均超过 65%;多晶硅:7 月国内总产量 12.53 万吨,环增 3.22%;一道新能公布最新 N 型报价,其中电池为 0.8 元/W,组件为 1.35 元/W;光伏材料:1.168 元/W,一线组件厂报价创新低;净亏损额 3000 万美元, Sunpower 陷入困境;通威股份:40 万吨工业硅项目签约;根据 Solarzoom,本周单晶硅料 72.08 元/kg,环增 1.52%;单晶硅片 182/210mm 2.95/3.95 元/片,环增 2.43/5.33%;单晶 PERC182/210 电池 0.75/0.74 元/W,环增 1.76/1.37%;单面 PERC182/双面 TOPCon182 组件 1.29/1.33 元/W,环降 1.53/3.62%;玻璃 3.2mm/2.0mm 25.5/18 元/平,环平。本周陆风招标 0.87GW,海上招标 16.6GW(含国电投 16GW 框架);本周陆风开/中标 1GW,海上开/中标 0.2GW;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:隆基绿能:23H1 营收 646.6 亿,同增 28%;归母净利 91.8 亿,同增 42%。亿纬锂能:2023H1 预计归母净利 20-22 亿元,同增 50%-65%。爱旭股份:1)23H1 营收 165 亿元,同增 3%;归母净利 13 亿元,同增 120%;2)向珠海迈科斯采购光伏电池片设备 2 亿元,构成关联交易。禾望电气:2023 年 H1 营收 15 亿元,同增 40%;归母净利 2 亿元,同增 80%。孚能科技:控股股东拟变更为广州工业投资控股集团有限公司,实控人拟变更为广州市人民政府,股票 8 月 2 日复牌。尚太科技:拟授予 82 人 138 万股限制性股票,占总股本 0.5%,授予价格为 26.75 元/股(前日均价的 50%),要求 24-26 年负极销量及净利润同比增速不低于 20%。本次授予不包括董事及高级管理人员。龙蟠科技:拟投 5 亿元建“8 万吨磷酸铁项目”,预计 2024H1 投产。南都电源:23H1 净利润同比下降 42.18%。英搏尔:23H1 营收 7.2 亿元,同减 17%;归母净利-0.29 亿元,同减 207%。投资策略:储能:23Q1 美国储能装机 778MW/2145MWh,同减 19/25%,23 年 5 月底备案量超 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，今年我们预计近 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上去库存出货疲软，我们预计 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 7 月淡季不淡，乘联会预估批发量 75 万辆，同环比+34%/-1%，其中新车销量亮眼，全年预估销量增 30%至 900 万辆；欧洲 7 月主流 8 国电动车销量 16.9 万辆，同环比+36%/-26%，季末冲量后回落，但同比恢复力度亮眼，全年我们预计销量 300 万辆，增 20%。排产端，8 月龙头预示排产指引 10-20%，库存消化完毕，旺季来临。Q3 产业链部分环节价格虽进一步下行，但盈利基本进入底部区间，行业加速产能出清。此外新技术方面，即将进入收获期，锰铁锂、快充、复合集流体等 24 年有望量产，宁德 8 月 16 日新品发布，将进一步催化市场情绪。总体看，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，并重点推荐新技术龙头。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。三部委联合推动绿证新政发布，推动绿证交易，提高新能源投资收益率。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，我们预计今年 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，我们预计 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、电池新技术和一体化组件龙头。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，看好工控龙头和人形机器人龙头。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）、三花智控（热管理全球龙头、机器人总成空间大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速）、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）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon 明显领先）、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）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、宏发股份（继电器全球龙头稳健增长、高压直流高增长）、德业股份（并网逆变高增、储能逆变器微逆成倍增长）、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）、金盘科技（干变全球龙头海外超预期）、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）、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)、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)、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)、昱能科技(微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能)、福斯特(EVA和POE胶膜龙头、感光干膜上量)、通威股份(硅料和PERC电池龙头、大举布局组件)、派能科技(户储电池龙头、盈利能力强)、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)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,龙头主业纯粹)、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)、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)、安科瑞、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:阿特斯、元力股份、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,价格竞争超市场预期。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

房地产行业深度报告:2023年商业地产趋势研究报告:拥抱业态变化,聚焦核心消费

投资要点 随着持续3年的新冠疫情得到控制,中国经济发展呈现温和复苏态势。GDP、社零等指标恢复稳步增长;交通出行流量和旅游人次同比大幅提升;失业率较高、消费者支出趋向保守的问题也在逐步得到解决。宏观经济的复苏以及客流量的大幅增长将带动购物中心扭转颓势,重回增长轨道。预计空置率和销售额等指标均较疫情时期将会得到显著改善。在此背景下,我们总结出购物中心赛道的三大趋势: 趋势一:消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化。受疫情的持续影响,大部分消费者对未来收入的增长预期受到损害,整体支出趋向保守。由于对品质仍有追求,消费并未降级。但消费者开始积极寻求更具价格竞争力的购买渠道。电商尤其是近年来崛起的直播电商,凭借着以量换价的低价优势和精准推送的缩短决策路径优势,进一步冲击线下商业份额,2022年网上零售额占比已高达31.3%。购物中心作为线下购物的重要渠道,拥有“吃喝玩乐买”一站式购物体验的优势,不会被线上电商完全取代。但适当降低零售业态占比、提高文体娱业态占比、减少与电商的正面冲突形成优势互补,已成为当下购物中心业态招调的重要方向之一。 趋势二:购物中心在高能级城市具备更高的天花板和稳定性。对比购物中心在不同能级城市的复苏表现,我们从消费者、品牌、购物中心三个角度进行对比分析:(1)从消费者基础看:高能级城市的市区人口仍然维持净流入趋势,且流入速度较低能级城市更快;同时高能级的人均支出远高于低能级城市,表现出较强的消费力。(2)从品牌开店情况看:高能级城市的首店开业占比不断提高,首店吸引力与日俱增;另一方面侧重下沉市场的品牌在疫情期间关店比例更高。(3)从购物中心城市分布看:在客流和品牌均向高能级城市聚集的情况下,购物中心作为链接两者的平台也将越发青睐高能级城市,2023年购物中心拟开业

TOP11 城中均为商业一线和准一线城市。我们认为此趋势在未来仍将延续。趋势三：重奢购物中心赛道发展更具潜力。受益于奢侈品的两大优势：频繁提价和稳定高净值客群，奢侈品行业天生具备极高的成长性和抗风险特征。3 年疫情期间，由于出入境限制，中国境内奢侈品市场逆势增长。中国 2030 年有望超越美洲和欧洲，成为全球最大的奢侈品消费市场，占全球奢侈品市场份额的 25%-27%。尽管当下疫情消退出境旅游恢复，但考虑到出境航班较少、人民币贬值代购吸引力下降、消费者习惯养成等因素，我们认为国内奢侈品市场受到的影响有限，依然拥有巨大潜力。而购物中心作为奢侈品消费的最主要场景，头部重奢购物中心一直保持着亮眼的业绩表现。在中国中产阶级日益壮大的趋势下，我们认为重奢购物中心赛道较大众化购物中心拥有更高的价值。投资建议：对于购物中心的持有方和运营方而言，趋势一考验的是购物中心运营方的招商能力，往往连锁化购物中心在品牌资源方面拥有更为显著的优势。趋势二考验的是购物中心持有方的城市研判能力和资金能力。趋势三考验的是运营方的重奢资源，目前内资连锁购物中心中仅华润万象生活管理运营的万象城拥有重奢品牌。基于此我们建议关注购物中心布局聚焦一二线城市的开发商：华润置地、龙湖集团、大悦城；推荐具备重奢资源护城河的商管公司：华润万象生活。风险提示：消费者信心恢复不及预期；高能级城市常住人口增长不及预期；出境旅游恢复对境内重奢商场冲击超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

建筑装饰行业跟踪周报：政策信号更加积极，低估值央企和一带一路板块仍是主线机会

投资要点 本周（2023.7.31 - 2023.8.4，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 1.49%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.7%、0.93%，超额收益分别为 0.79%、0.56%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1) 国家恢复和扩大消费 20 条措施出台，提出要支持刚性和改善性住房需求：在支持刚性和改善性住房需求方面，《措施》提出做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给。稳步推进老旧小区改造，进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造中的作用，继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。持续推进农房质量安全提升工程，继续实施农村危房改造。(2) 国务院常务会议学习贯彻习近平总书记关于当前经济形势和经济工作的重要讲话精神：会议强调要加强逆周期调节和政策储备研究，相机出台新的政策举措，着力激发民间投资活力，要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。(3) 国家统计局发布 7 月采购经理指数：7 月建筑业商务活动指数为 51.2%，比 6 月下降 4.5 个百分点，仍位于扩张区间，表明受高温多雨等不利因素影响，近期建筑业施工进度有所放缓。从市场预期看，7 月业务活动预期指数为 60.5%，比 6 月上升 0.2 个百分点，反映企业对中期行业需求和景气度预期乐观，实物需求有望继续落地。周观点：继续推荐关注建筑央企国企改革、中特估和一带一路主线下的投资机会：(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，7 月建筑 PMI 环比回落，政策发力预期和积极性继续升温，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，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。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）

钢铁行业跟踪周报：淡季叠加极端天气导致累库，继续看好减产预期下的板块性机会

投资要点 行业观点：淡季叠加极端天气导致累库，继续看好减产预期下的板块性机会。由于淡季延续和极端天气，本周钢材终端成交量环比下滑12%、总库存环比增2%。由于钢材、铁矿价格一同下滑，吨钢测算毛利水平维持在650元水平。尽管目前仍处钢铁淡季，但在钢厂限产预期和地产政策修复预期逐步强化、稳增长系列举措有望持续推出的情况下，钢铁股票有望迎来估值和业绩的双重修复。周期标的首推华菱钢铁（普转特，估值提升进行时）、宝钢股份（钢铁工业龙头）。
行情回顾：本周（7月30日-8月4日）申万钢铁环比增0.8%，领先上证综指0.5%。涨幅居前的个股为法尔胜（16.5%）、上海钢联（9.1%）、三钢闽光（3.9%）。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3736元/吨、3990元/吨、818元/吨、2231元/吨，周环比分别减少3.0%、3.1%、2.0%、2.9%。
行业动态：普钢：本周钢材社会库存1207万吨，环比增2.1%；其中长材库存683.8万吨，环比增2.6%；板材库存523万吨，环比增1.5%。七月下旬钢厂库存均值1568万吨，环比增0.1%。本周全国237家钢贸商出货量12.5万吨，环比增3.9%；本周上海终端线螺走货量1.2万吨，环比减11%。本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为478元/吨、597元/吨、588元/吨、628元/吨。铁矿：本周澳、巴、印铁矿石发运量2665.7万吨，环比增9.1%；北方6港到港量967.8万吨，环比减9.5%。本周铁矿石港口库存12290万吨，环比减1.3%。本周港口进口矿日均疏港量301万吨，环比减4%。焦煤焦炭：本周焦炭、炼焦煤市场强势运行，市场整体运行偏坚挺，后期价格走势仍需重点关注上下游市场运行情况。硅铁硅锰：本周硅锰市场偏强运行，期货方面，本周盘面先扬后抑，硅铁本周期货上下起伏波动大。特钢：本周模具钢市场价格稳中偏强运行，下游采购偏谨慎观望。本周

全国优特钢价格小幅下跌，市场整体表现一般。 不锈钢：市场传闻扰动镍价冲高回落。本周镍价整体宽幅震荡；本周铬系市场偏强运行。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)

建筑材料行业跟踪周报：政策态度积极，中期风险偏好有望回升

投资要点 本周（2023.7.31 - 2023.8.4，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 1.04%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.70%、0.93%，超额收益分别为 0.34%、0.11%。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 363.5 元/吨，较上周-2.7 元/吨，较 2022 年同期-54.0 元/吨。较上周价格持平的地区：泛京津冀地区、东北地区、西南地区、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（-5.0 元/吨）、长江流域地区（-4.3 元/吨）、两广地区（-15.0 元/吨）、华北地区（-4.0 元/吨）、华东地区（-4.3 元/吨）、中南地区（-5.0 元/吨）。全国样本企业平均水泥库位为 73.3%，较上周-0.6pct，较 2022 年同期+1.8pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 54.4%，较上周-1.1pct，较 2022 年同期-10.6pct。（2）玻璃：本周卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1967.9 元/吨，较上周+8.0 元/吨，较 2022 年同期+315.8 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 4422 万重箱，较上周-33 万重箱，较 2022 年同期-2804 万重箱。（3）玻纤：本周无碱 2400tex 直接纱报 3650-3950 元/吨，无碱 2400tex SMC 纱报 3900-4400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5800-6600 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。本周电子纱主流报价 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，成交按量可谈。 周观点：本周多部委陆续部署相关经济政策，央行将下半年货币信贷和融资总量保持合理增长放在首位，财政部加大减税力度，发改委着力积极扩大国内需求。我们认为，后续 M2 和社融增速有望拐头向上，中国经济有望加快复苏，1) 投资平稳，地产下行速度有望明显减缓，地方政府化债也有望取得积极进展。2) 消费弱复苏，伴随消费刺激政策落地，中低端复苏相对速度更快。3) 出口强复苏，中长期制造业产能“再全球化”态势继续强化，主要经济体继续保持积极的财政政策，中短期美元停止加息，补库存周期有望开启。 从 2016 年社融启动之后的指数行情来看，业绩驱动戴维斯双击为主要，例如钴锂、水泥、煤炭、白酒、医药等。目前站在新一轮周期面前，我们认为择股思路也要从存量博弈转向增量价值，积极布局能上调业绩的方向，例如，出口链的一带一路方向，消费中的部分消费建材和家居家电，投资链的洁净室工程等。 1、中短期在下半年欧美加息周期结束后，全球需求或将进入新一轮向上期。中长期一带一路和 RCEP 地区的工业化有望推动其城镇化，成为未来十年全球需求的最大增量来源。结合本土化的情况，推荐米奥会展、中材国际，中国交建。 2、在强力政策作用下，国内地产的螺旋下滑态势必将得到遏止。我们预计地产销售端最快将在四季度企稳，投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言，需求的压制或将持续一年，但供给端出清带来的格局改善已经开始反应，部分超预期的赛道值得关注，例如瓷砖。工程端经营方式从重收入转向重回款，短期仍将影响收入和利润率。零售端建材和家居家电的业绩兑现能力更强。推荐伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、坚朗五金、东方雨虹、旗滨集团，建议关注江山欧派。 3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减碳类投资需求。当前来

看，半导体国产化进程加速推进，洁净室工程供给持续紧张，推荐圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。

大宗建材方面：水泥：当前下游需求支撑较弱叠加季节性淡季，水泥库存处于高位，但价格经历前期连续下调后，部分区域价格已处弱势企业现金成本线附近，竞争优势企业保有一定利润，因此短期行业供给主动收缩的力度在加强，价格也有望确认阶段性底部。中期来看，随着政治局会议强化逆周期调节力度，基建增量政策有望落地，支撑实物需求，地产链景气也有望改善。当前水泥企业市净率估值处于历史底部，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，龙头企业估值有望迎来修复。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、上峰水泥、天山股份等。

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，但在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，若外需回暖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：短期终端需求季节性改善，但需求弱势和厂商盈利已明显修复的背景下，下游补库意愿偏弱，叠加华北以外区域库存不低，或对旺季涨价空间造成一定影响。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，叠加光伏玻璃等多元业务的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：7、8 月传统高温淡季，发货同比均有改善但改善幅度不大，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)

7 月产销好于预期，继续拥抱【AI 智能化+出海】

本周复盘总结：受益于 7 月国内乘用车销量超预期催化，本周板块整体上涨！涨跌幅排序：SW 乘用车>香港汽车>SW 商用载货车>SW 汽车零部件>SW 商用载客车。覆盖个股中涨幅前三：瑞鹄模具、蔚来汽车、理想汽车。

本周重大事件：10 家新能源乘用车重点车企 7 月新能源汽车交付量合计 42.7 万辆（问界 6 月销量尚未公布，暂以赛力斯新能源汽车销量代替），同环比分别+65.44%/+6.75%。其中比亚迪/埃安/理想/蔚来/深蓝/零跑/极氪/深蓝本月交付均创历史新高！

本周团队研究成果：1) 外发点评：7 月新势力销量点评、宇通客车/金龙汽车/小鹏汽车/理想汽车/比亚迪/吉利汽车 7 月销量点评，宇通客车/中集车辆 2023H1 业绩预告点评。2) 完成进门财经系列电话会，聚焦《自主车企基本面更新》。

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至今的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】：战略看多H+A股整车板块！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/蔚来汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选智能化核心产业链：域控制器（德赛西威+均胜电子+华阳集团+经纬恒润）+冗余执行（耐世特+伯特利+拓普集团）+软件算法/检测（中国汽研等）等。电动化零部件核心看大客户绑定：T链（拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份等），一体化/车灯/座椅（文灿股份+星宇股份+继峰股份）。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）。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）

医药生物行业跟踪周报：医疗反腐影响情绪，左侧战略布局良机

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.75%、-7.50%，相对沪指的超额收益分别为-3.13%、-13.93%；本周医疗服务、商业及中药等股价跌幅较小，器械、生物制品及化药等股价跌幅较大；本周涨幅居前赛托生物（+15.69%）、神奇制药（+15.40%）、海欣药业（+14.57%），跌幅居前港通医疗（-22.52%）、吉贝尔（-19.11%）、立方制药（-18.06%）。涨跌表现特点：本周医药板块中大市值个股跌幅更加明显，尤其是受到医疗反腐影响，制药及器械板块跌幅更加明显。药店板块估值水平低，2024年业绩加速增长可期，当前配置性价比高：政策方面：至2023年二季度，河北、湖北、湖南、上海等地的门诊统筹政策相关方案陆续出台，各地药店纳入门诊统筹管理进程明显加速，有望为药店带来显著客流增长；如若同时非处方药品的高毛利产品占比提升，则有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响，助力整体业绩增长。此外，小规模纳税减免延期，对于业绩影响消除。我们认为，短期药店板块估值水平较低，但考虑到基数问题，2024年业绩将会加速。政策方面有望推动药店行业集中度的进一步提升，加速处方外流，龙头企业或从中受益。建议关注：健之佳、大参林、益丰药房、老百姓、漱玉平民。齐鲁制药首款长效微球药物注射用醋酸奥曲肽微球获得国家药品监督管理局批准上市；诺华 Brolucizumab 注射液（布西珠单抗）在国内申报上市；睿健医药递交的人源多巴胺能前体细胞注射液的新药临床试验申请已获得批准：8月3日，齐鲁制药首款长效微球药物注射用醋酸奥曲肽微球获得国家药品监督管理局批准上市，并视同通过一致性评价，这意味着齐鲁制药成为该产品的国内首家上市企业，同时，这也是国内首个按照仿制药一致性评价要求批准上市的长效微球制剂；8月2日，据CDE官网显示，诺华的Brolucizumab注射液（布西珠单抗）在国内申报上市。至此，全球5款眼用抗VEGF-A药物已在国内获批上市/申报上市；8月2日，中国国家药监局药品审评中心（CDE）官网公示，睿健医药递交的人源多巴胺能前体细胞注射液的新药临床试验申请已获得批准，针对的适应症为帕金森病。具体配置思路：1)医疗服务领域：普瑞眼科、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；2)其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；3)中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；4)血制品领域：天坛生物、卫光生物、博雅生物等；5)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；6)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；7)耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；8)其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；9)低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；10)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；新冠疫情反复；医保政策风险等。

(证券分析师：朱国广)

非银金融行业跟踪周报 20230731-20230806：政策氛围趋暖，证券板块行情向纵深演绎

投资要点 资本市场及证券行业政策暖风频吹：1) 结算备付金比例下降，资本市场资金使用效率有望提升。中国结算宣布拟自10月起将股票类业务最低结算备付金缴纳比例由16%调降至平均接近13%。按照2023上半年A股日均成交额9,427亿元计算，此次调降结算备付金比例预计释放资金量为283亿元，可进一步提升市场流动性。2) 投资端改革快马加鞭，已引发各方关注。7月25日，证监会年中工作座谈会明确提及将扎实推进投资端改革和监管转型。7月31日，中证报头版评论指出，加强投资端改革是资本市场建设新重点。伴随后续政策出台，市场信心将得到提振，资本市场活跃度有望提升。市场交易情绪走高，证券板块乐观共识开始形成。1) 证券板块行情喜人，带动市场交易情绪提升。上周(2023.7.31-2023.8.4)证券板块表现强势(证券板块上涨5.71%，周涨幅在申万二级行业中排名首位)，带动市场成交额提升。7月31日，沪深两市A股成交额1.11万亿元，时隔时隔近一个月重返万亿规模。8月4日，沪深两市A股成交额再次突破万亿至1.05万亿元。2) 市场一致预期形成，证券板块强势行情有望延续。上周(2023.7.31-2023.8.4)证券板块周成交额5,020亿元，占A股总成交额比重10.49%，占比创下2016年以来新高，表明市场对于证券板块政策支持力度的认同趋于一致。行业景气度处于向上修复通道，预计2023H1业绩稳增：2023Q1市场行情回暖，自营驱动行业业绩回升，营业收入同比+37%，归母净利润同比+78%。随着利好政策不断落地以及市场交投活跃度升温，我们预计证券行业2023H1将实现归母净利润842亿元(同比+10%)。板块估值依旧处于低位，反弹空间较大：截至2023年8月4日，证券板块PB估值为1.41倍，历史分位数9.18%，依旧具备较高的安全边际和性价比。在当前流动性持续宽松、政策利好频出的背景下，板块估值具备较大的反弹空间，配置价值进一步凸显。投资建议：券商：1) 投资端改革深化背景下，首推【东方财富】。2) 行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司(H)】。3) 资本市场提振预期及AI大趋势下，推荐【财富趋势】、【同花顺】、【指南针】。保险：首推负债端增速领跑的【中国太保】和下半年基数极低的【新华保险】，推荐低估值的【中国平安】和总裁到位后的【中国人寿】低吸机会。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。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

商贸零售行业跟踪周报：百货重估往事：复盘2015，2018险资/互联网重估百货上市公司历程

投资要点 百货企业具备核心地带大规模存量项目，重置成本高，重估空间较大。老牌国企百货公司具备优质物业资产、重置成本高且重置时间长，存在重估价值高于市场估值的特征。据我们测算，2022年年底百联股份、王府井、银座股份、武商集团等企业自有物业重置价

值大约为 2023 年 8 月 1 日上市公司市值+有息负债的 1.5~2 倍，价值重估空间较大。并购重组是百货企业价值重估的重要催化。从行业历史上看，2014~2017 年间行业在多宗并购重组交易，曾有过价值重估。部分百货企业的重估价值或大幅高于市值，在并购重组的过程中有望直接推动行业资产价值重估。

1) 2014~2017 年互联网平台公司寻求在线下零售领域实现突破，收并购百货资产。互联网企业的收并购覆盖了百货和超市两个领域：收购百货主要是为了线下场景、客流、商业物业资产价值；收购超市是为了线下消费场景和数据、以及供应链资源等。阿里巴巴 2017 年私有化银泰商业并退市；阿里巴巴 2017-21 年多次增持成为高鑫零售第一大股东；2018 年腾讯、京东入股步步高，持股比例分别为 6%、5%。

2) 2014~2019 年险资等长期资金收并购推动百货资产价值重估。百货商店、购物中心等商业地产租期长、回报较稳定、商业地产的产权转移、出租等交易主体较少，适合长期资金持有。2020 年 9 月颁布《保险资金投资不动产暂行办法》，允许保险资金在遵循安全性原则下投资不动产。在此之前，2014-2019 年大家人寿保险多次增持大商股份股权至 14.99%，成为第二大股东；2019 年 12 月前海人寿以 68.5% 的高溢价率将所持 14.65% 股权转让给了同属宝能系的南宁富天。

推荐标的：①推荐国企改革多举措不断落地、业绩持续改善且估值较低的重庆百货。②建议关注拥有优质自有物业、受益于 REITs 估值重估的百联股份、天虹股份等。③建议关注长期价值优秀、受益于消费恢复的中高端百货杭州解百、武商集团等。

风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动，居民消费习惯变迁等。

(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：推荐自主可控加速的机床&半导体设备；关注 HJT 产业趋势加速

1.推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、迈为股份、先导智能、拓荆科技、柏楚电子、华测检测、杰瑞股份、奥特维、长川科技、精测电子、绿的谐波、芯源微、富创精密、杭可科技、海天精工、高测股份、奥普特、金博股份、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。

机床行业：政策风起，看好自主可控背景下机床产业链投资机会。近日财政部、税务总局联合发布《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》，自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，对生产销售先进工业母机主机、关键功能部件、数控系统的增值税一般纳税人，允许按当期可抵扣进项税额加计 15% 抵减企业应纳增值税税额。我们认为该优惠政策将有效改善工业母机企业现金流压力、并提升未来研发投入&再投资能力。2018 年中美贸易战后，国内自主可控意识逐步增强；而机床作为制造

业自主可控最紧迫的一环，扶持政策频繁出台。此次出台针对工业母机的专项税收减免政策，再次凸显国家的重视程度。我们认为政策和资金双重加持下，国产机床有望逐步实现进口替代。投资建议：机床整机环节重点推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科；建议关注豪迈科技、浙海德曼等。机床零部件环节重点推荐华中数控、秦川机床、恒立液压、绿的谐波。建议关注贝斯特、昊志机电等。

光伏设备：HJT 降本加速平价临界点将至，主流大厂扩产将加速。HJT 电池片效率&组件功率均有新突破，低衰减率性能优越。(1) 双面微晶提效显著，未来双面微晶量产平均效率稳定在 25.5% 以上，宣城三期 182 首批出片最高效率突破 25%，四期 210 首批出片最高效率达 25.58%，距异质结电池研发效率纪录仅有 1.23% 的差距。(2) 组件功率上 HJT 表现优异，近期通威 210-66HJT 的 0BB 组件功率创新高，达到 743.68W，华晟预期 210 双面微晶喜马拉雅 G12-132 组件平均量产出货功率将达到 725W 以上。成本曲线陡峭下降，规模效应值得重视。我们判断 2023Q3-Q4 HJT 成本打平主要依靠 0BB+50% 银包铜全面导入+110 微米薄硅片导入量产+规模效应，其中规模效应容易被忽视，以日升为例，目前日升 HJT 产能为 5GW(电池+组件)，首条线已经顺利满产，其余几条产线处于产能爬坡或设备未 move-in 的状态，相当于一产线承担了 N 条产线的固定成本开支。以目前首线的数据推算，HJT 非硅成本约 0.26 元/W，比 PERC 贵 0.13 元/W，考虑薄片+边皮料&高氧含量利用，能够节省 0.08 元/W，组件与 PERC 仅差 0.05 元/W，再结合高发电量的增益，HJT 组件具备经济性；同时华晟各项技术进展顺利，8 月有望实现盈利。我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，以新玩家为主，2024 年传统主流大厂规模扩产。随着 2023-2024 年零部件国产化替代、国产零部件扩产加速的规模效应显现，2024 年设备单 GW 投资额有望降低至约 3 亿元，若电池片单 W 利润为 0.14 元，此时回本期约为 2 年，传统大厂加速布局，同时现有的一线龙头如华晟日升等继续扩张、REC 等贡献海外市场增量。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：板块调整底部信号已经出现，看好新一轮行情启动 受海外制裁悲观预期、AI 行情走弱等影响，半导体设备板块经历了长达 2 个月以上的调整，已表现出较强的配置性价比。短期来看，8 月份即将进入中报业绩披露期，我们判断半导体设备板块的中报业绩依旧表现亮眼。在行业缺乏利好催化、股价超跌的背景下，我们判断相关企业业绩高增长，有望成为下一个点燃市场情绪的重要催化剂，半导体设备板块有望迎来新一波行情。从基本面来看，下半年板块依旧存在边际向好催化，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，板块存在基本面边际向好催化。2) 2024 年全球半导体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。

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，国内挖掘机销量 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。推荐徐工机械、三一重工、中联重科、恒立液压。建议关注柳工。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)

产业趋势加速，线控转向有望实现 0->1 的突破

智能化+硬件标准化趋势推动线控转向 0->1 突破。智能化驱动线控转向升级，头部智能化车企有望实现产品落地。从机械助力->线控转向，转向系统智能化程度不断提升。线控转向能够实现静默方向盘、随需转向、方向盘折叠等智能化功能，提供更好的自动驾驶体验。特斯拉公布线控转向专利，CyberTruck 上有望率先搭载。对标一体化压铸，线控转向或成为全新技术趋势。我们认为线控转向与一体化压铸相似，是对整车制造过程中全新的工艺升级，通过线控转向技术（线控制动+线控油门已经实现），使得底盘与车身实现完全解耦，个性化驾驶体验通过软件进行调教，而底盘的硬件制造趋于标准化，从而通过大批量的规模效应，降低差异化成本，同时带来车辆生产装配并行性的可能，促进生产效率的提升，有望获得大规模普及应用。线控转向产业链有望重构，国产替代空间巨大。线控转向对转向产业链的改变：1) 安全冗余需求下线控转向价值向电子件集中；2) 新增的路感反馈总成带来对转矩反馈电机以及传感器更多的需求；3) 线控转向只能在 DP-EPS/R-EPS 的基础上实现，R-EPS 使用滚珠丝杠作为减速传动机构性能更佳，线控转向渗透率提升有望带动滚珠丝杠在汽车上的应用。线控转向国产供应链有望崛起。国外供应商在 EPS 领域具有先发垄断优势。目前国内厂商在 ECU/MCU、电机、传感器等领域已有成熟产品，线控转向导入期为自主供应商带来国产化替代的良机。核心受益标的转向系统总成，推荐：1) 有望最早实现线控转向落地量产的自主供应商【耐世特】；2) 国内领先的转向系统供应商【华域汽车】；3) 布局转向系统底盘平台型企业【伯特利】【拓普集团】。关注：国内布局线控转向供应商【浙江世宝】；转向 EPS 电机，电机用量增加+自主替代，关注【德尔股份】、【德昌股份】；转向系统传感器，线控转向系统用量持续增加，推荐【保隆科技】【嵘泰股份】；齿轮齿条，转向系统轴等机械件，国内份额领先供应商，关注【北特科技】、【德迈仕】、【中马传动】；ü 滚柱丝杠，线控转向提升需求，关注【五洲新春】、【贝斯特】、【长盛轴承】。风险提示：汽车智能化进程不及预期；线控转向渗透率不及预期；下游乘用车需求复苏不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦)

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成本端支撑价格上涨，炼化价差环比修复

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 08 月 04 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：东方盛虹（环比+7.05%）、荣盛石化（环比+3.48%）、恒逸石化（环比+2.11%）、恒力石化（环比+0.66%）、新凤鸣（环比-0.81%）、桐昆股份（环比-1.68%）。近一月涨跌幅为新凤鸣（环比+10.21%）、桐昆股份（环比+8.88%）、荣盛石化（环比+8.20%）、东方盛虹（环比+7.95%）、恒逸石化（环比+6.29%）、恒力

石化(环比+5.87%)。【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 2425.67 元/吨, 环比增加 20.44 元/吨(环比+0.85%); 国外重点大炼化项目本周价差为 1491.54 元/吨, 环比增加 141.99 元/吨(环比+10.52%), 本周布伦特原油周均价为 85.17 美元/桶, 环比增加 1.74 美元/桶(环比+2.08%)。【聚酯板块】下游仍以刚需采购为主, 价格多跟随成本上涨。PX 方面, 在成本支撑下, PX 本周涨势延续。PTA 方面, 成本端支撑较强, 但下游观望心态维持, 整体价格小幅上涨。MEG 方面, 虽成本端有一定支撑, 但港口库存压力较大叠加装置重启, 供给端表现不佳, 同时下游多持观望态度, 价格上涨有限。长丝方面, 市场报价跟随成本上调, 下游需求无明显改善。短纤、瓶片方面, 成本面支撑尚可, 但需求端仍维持刚需采购, 价格窄幅上涨。【炼油板块】原油: 供给支撑与避险情绪博弈, 油价震荡上涨。本周 EIA 原油库存创历史最大单周降幅, 叠加沙特及俄罗斯再度削减产量, 利好原油市场。但同时美国主权信用评级下调引爆市场避险情绪, 多空因素博弈下, 油价震荡小涨。成品油: 价格延续上涨, 汽柴油表现较优, 航煤受台风天气拖累。汽油方面: 暑假出行以及高温空调用油对汽油有一定支撑。柴油方面: 在限价上调预期和集采价格上涨等因素利好下, 柴油价格上行。航煤方面: 南方台风叠加北方降雨, 航煤需求减少, 价格上涨有限、价差下跌。【化工板块】化工品价格整体上涨, 光伏 EVA 下游需求改善。PE 方面, 成本端支撑尚可且库存压力缓解, 但市场需求依旧较弱, 价格窄幅上行。PP 方面, 供需端利空因素较多, 整体表现差。EVA 方面, 光伏 EVA 需求好转, 价格上涨, 但发泡 EVA 需求恢复缓慢, 价格环比持平。纯苯与苯乙烯方面, 成本支撑叠加供需格局改善, 价格、价差双双上行。丙烯腈方面, 整体价格维稳运行。PC 方面, 供需面暂无利好消息出现, PC 价格受原料端支撑上行。MMA 方面, 成本、供需三方博弈, 市场价格僵持。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: 沙特及俄罗斯自愿延长减产期限, 国际油价上涨

投资要点 【油价回顾】本周, 强劲需求及产量削减支撑油价, 原油收盘上涨。周前期, 因沙特自愿额外延长一个月的减产期限, 同时亚洲经济和需求前景向好, 投资者情绪乐观, 国际原油期货持续上涨。周后期, 美元汇率增强, 评级机构惠誉意外剥夺美国 3A 顶级主权信用评级引爆市场避险情绪, 但强劲需求前景支撑油价, 原油收盘上涨。

【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 08 月 04 日当周, 布伦特原油期货结算价为 86.24 美元/桶, 较上周上升 1.25 美元/桶(环比+1.47%);

WTI 原油期货结算价为 82.82 美元/桶，较上周上升 2.24 美元/桶（环比+2.78%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 70.17 美元/桶，较上周上升 8.00 美元/桶（环比-3.65%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 79.02 美元/桶，较上周上升 1.73 美元/桶（环比+2.24%）。【美国原油板块】1) 供给端。截止至 2023 年 07 月 28 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/天，与之前一周持平。截止至 2023 年 08 月 04 日当周，美国活跃钻机数量为 525 台，较上周减少 4 台。截止至 2023 年 07 月 28 日当周，美国压裂车队数量为 268 部，较上周增加 6 部。2) 需求端。截止至 2023 年 07 月 28 日当周，美国炼厂原油加工量为 1651.7 万桶/天，较之前一周增加 3.9 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 92.70%，较之前一周下降 0.7pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 07 月 28 日当周，美国原油总库存为 7.87 亿桶，较之前一周减少 1704.9 万桶（环比-2.12%）；商业原油库存为 4.4 亿桶，较之前一周减少 1704.9 万桶（环比-3.73%）；战略原油库存为 3.47 亿桶，与之前一周持平；库欣地区原油库存为 3448.0 万桶，较之前一周减少 125.9 万桶（环比-3.52%）。4) 成品油库存。截止至 2023 年 07 月 28 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 21908.1、1729.7、11715.3、4108.1 万桶，较之前一周分别+148.1（环比+0.68%）、+185.4（环比+12.01%）、-79.6（环比-0.67%）、-17.7（环比-0.43%）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：何亦楨）

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷价格重回低位，乙烷裂解盈利持续修复

投资要点 【原料价格】本周乙烷、天然气、动力煤价格回落，丙烷、原油价格上涨，乙烷/布伦特原油比价处于近十年 34%分位，丙烷/布伦特原油比价处于近十年 18%分位。【油煤气路线盈利对比】①乙烷利润：本周乙烷裂解制乙烯盈利回升，较石脑油路线超额利润增加，油煤气路线利润排序为乙烷裂解>CTO>MTO>石脑油。②丙烯利润：本周 PDH 盈利下降，较石脑油路线超额利润减少，油煤气路线利润排序为 CTO>PDH>MTO>石脑油。【C2 板块】①价格方面：本周乙烯/HDPE/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，乙二醇/DMC 报价下调。②价差方面：本周乙烷裂解制乙烯价差回升，下游聚醚大单体/乙醇胺价差回升，HDPE/乙二醇/环氧乙烷/DMC/苯乙烯/聚苯乙烯价差缩窄，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/丙烯酸/丙烯酸丁酯报价上涨。②价差方面：本周 PDH 价差缩窄，下游丙烯酸丁酯价差有所回升，聚丙烯/丙烯酸价差缩窄。目前 C3 产业链下游产品整体价差仍处于历史中低位。【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）

煤炭开采行业跟踪周报：需求环比回落，煤价承压震荡

投资要点 行业近况： 动力煤方面，库存去化放缓，价格环比下跌。本周港口动力煤现货价环比下跌 19 元/吨，报收 839 元/吨。供给端，近期部分煤矿停产整顿，产地供给小幅下降，本周日均港口调入量 153.51 万吨，环比上周减少 30.27 万吨，减幅 16.47%，低于去年和前年同期水平。需求端，台风影响多地生产运行情况，下游采购需求疲弱，本周日均调出量 167.69 万吨，环比上周减少 18.94 万吨，减幅 10.15%。库存端，本周环渤海四港口日均库存 2531.91 万吨，环比上周减少 38.09 万吨，减幅 1.48%。进入 8 月后，考虑到煤炭消费即将由旺季转向淡季，下游需求疲弱、库存仍处于高位，预计煤价承压震荡。 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 2150 元/吨，环比上周持平。供给端，产地供应较为稳定，进口量高位回落，但整体仍较为宽松。需求端，受城中村改造等稳增长政策推动，市场对下游地产需求预期有所回暖；但同时考虑到全年粗钢产量预期平控的影响，预期后续铁水产量难以持续上升，焦煤价格上行空间有限。 估值与建议： 我们维持行业评级不变。 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：美国非农数据遇冷，衰退预期或支撑金价

投资要点 段落提要： 回顾本周行情，有色板块本周上涨 1.12%，在全部一级行业中涨幅偏前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业全部上涨。工业金属方面，美国非农就业人数以及制造业 PMI 数据均低于预期，制造业和就业数据承压下，市场衰退预期抬升打压工业金属价格，本周海外金属价格承压回落，预计后续价格震荡运行。贵金属方面，非农数据遇冷下，加息结束预期继续强化，预计后续价格震荡上行。 周观点： 铜：政策利好支撑铜价，新能源、地产有望拉动铜消费。本周伦铜报收 8,549 美元/吨，周环比下跌 1.46%；沪铜报收 69,350 元/吨，周环比上涨 0.36%。供应端，铜矿供给相对仍松，来自印尼的货源目前陆续恢复发运，先前的台风对铜精矿运输影响仅 2 天左右，对现货市场及冶炼厂的运营基本无影响。需求端，铜价相对高位抑制下游消费，市场更多为逢低刚需接货。国家政策“组合拳”出台，利好新能源汽车、地产等多个行业，后续有望拉动铜消费，对于铜价有一定支撑，预计铜价高位震荡运行。 铝：库存维持去化，铝价小幅上涨。本周伦铝报收 2,239 美元/吨，周环比上涨 0.54%；沪铝报收 18,530 元/吨，周环比上涨 0.93%。供应端，本周电解铝企业继续复产，主要依旧集中在云南地区，目前复产逐渐接近尾声。截至 8 月 4 日，国内电解铝运行产能已跃升至 4724.9 万吨，电解铝产能持续恢复。整体来看，电解铝供应继续增加。库存方面，受台风影响，多地大雨导致部分地区运输受限，铝锭社会库存维持降库，对现货铝价有所利好。需求端，国家继续发布多方面的宏观提振政策，但终端

消费数据表现仍偏弱。本周市场情绪回暖叠加库存持续去化，铝价小幅上涨，后期预计铝价维持震荡态势。黄金：加息结束预期继续强化，继续看好贵金属。本周 COMEX 黄金报收 1,978.20 美元/盎司，周环比上涨 0.99%；SHFE 黄金报收 454.40 元/克，周环比下跌 0.42%。8 月 1 日 ISM 公布的美国 7 月制造业 PMI 为 46.4，低于预期值 46.8，该数据已连续 9 个月低于荣枯线，创 09 年以来最长萎缩周期。8 月 4 日，美国劳工部公布的 7 月非农就业人数为 18.7 万人，不及市场预期 20 万人，非农就业人数已连续第二个月低于预期。美国制造业数据和就业数据疲弱，强化了市场对于今年不再进行加息的预期。此外，国际评级机构惠誉调低美国长期外币发行人违约评级，美债违约预期升温，避险情绪上升将进一步支撑金价，后市金价预计震荡上行。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：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶
证券分析师：陈李)

保险 II 行业深度报告：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏——揭开新预定利率产品面纱（储蓄篇）

投资要点 预定利率如期下调，产品信息披露要求正式实施，行业迎来变革。2023 年 7 月底前，人身险新产品预定利率已基本完成调整，传统险、分红型人身险产品的预定利率上限分别调整为 3%、2.5%，万能险最低保证利率不能高于 2%（预定利率是保险公司在保险产品设计的过程中，对投资端资产回报率的预测）。7 月中下旬以来，头部险企陆续完成新产品的报备和上线，并根据《一年期以上人身保险产品信息披露规则》要求在官网披露产品名称及条款、费率表、产品现金价值表和产品说明书的披露情况。低利率环境下，新型产品有望扛起销售大旗。2022 年 9 月以来，存款利率出现两次普调，银行理财净值大幅波动，新发基金持续遇冷，叠加居民风险偏好持续下行，保险产品“刚兑保本+长期稳定收益+潜在分红收益增强”的相对优势显现。2Q23 以来寿险产品预定利率下调的预期，使得居民保险配置意愿提前释放。我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。低利率环境下，以分红和万能为代表新型产品有望扛起销售大旗，新型对渠道、客户和公司提出了更高的要求。新预定利率产品分析：新瓶装旧酒，分红万能齐领奏。我们以市场更为关注的储蓄型业务切入点，观察主要长期储蓄型产品（增额终身寿险和年金险）在新旧预定利率下客户实际收益（IRR）的表现情况，以此来判断新产品的吸引力以及公司产品形态和定价策略的变化。从增额终身寿险来看，目前新产品有三种形态，分别为以 3.0% 固定增额比例的传统险、以 2.5% 为预定利率的分红险、分红险万能险组合的双主险计划。1) 从传统险来看，太保长相伴、新华荣耀鑫享、平安盛世金越和国寿臻爱传家第 50 保单年度新/旧产品 IRR 分别为 2.88%/3.19%，2.76%/3.23%，2.87%/3.26% 和 2.66%/2.79% 新产品均不同程度低于老产品。2) 分红型增额终身寿险产品，红利利益演示 IRR 相比传统险和保证利益 IRR 更高，体现了投保人对产品经营看涨期权的金融属性。我们计算了友邦传世盈佳第 15/25/35/45/55 保单年度产品 IRR 分别为 2.45%，3.16%，3.40%，3.52% 和 3.59%。3) 平安盛世金越尊享分红保险产品组合计划来看，分红利益+结算利率演示（4.0%）具有比传统险更高的收益率水平。分红利益+结算利率演示 4.0% IRR 于第 20/30/40/50 个保单年度分别为 2.90%/3.31%/3.48%/3.58%。寿险公司产品策略的多方利益平衡。需要满足管理层、投保人、代理人 and 股东多方利益平衡。我们对比了增额终身寿险与长期年金产品后发现，新产品不同期限的 IRR/定价利率对比表现略差于旧产品，表明新产品

在平衡队伍与客户利益上仍有进一步优化的空间，这也侧面反映出队伍利益的相对刚性。传统型增额终身寿险第 50 个保单年度 IRR/预定利率老产品和新产品分别为 97.8%/95.7%。太保鑫享康老年养老金新款产品 IRR 较旧款也有所下降，IRR 数值下降 0.2pct.，新产品 IRR/定价利率比率较旧产品低 6.7pct.。10 年款满期较旧款有所下降。投资建议：我们预计，当前居民风险偏好下行可能是结构性的而非周期性的。当前市场关注点聚焦在 3.5% 预定利率炒停后负债端数据改善持续性，前资产端预期转变是催化板块核心因素，市场信心在政治局会议召开后明显恢复。作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释。首推资产端弹性标的【新华保险】和【中国人寿】，推荐【中国平安】和【中国太保】。风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，宏观经济复苏低于预期，寿险业转型持续低于预期

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽)

环保行业点评报告：做好可再生能源绿色电力证书全覆盖，促进可再生能源电力消费

投资要点 重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。国家发展改革委发布 2023 年度碳达峰碳中和课题委托研究征集公告，聚焦七大方向。7 月 27 日，国家发展改革委发布了 2023 年度碳达峰碳中和课题委托研究征集公告，申报截止时间为 2023 年 8 月 11 日。研究题目及要点：1) 落实“双碳”目标任务中锻造新的产业竞争优势路径研究，2) 碳预算管理制度研究，3) 绿色低碳先进技术分类识别及支持政策研究，4) 产品能耗标准与碳排放标准协同模式研究，5) 重点产品碳足迹管理体系研究，6) 工业生产过程碳排放统计核算制度研究，7) 碳减排市场化机制研究。2023 年“无废城市”建设工作推进会在杭州召开，加快推动城市绿色低碳转型、实现高质量发展。会议强调 1) 提高政治站位，加快构建党委领导、政府主导、企业主体、社会组织和公众共同参与的工作格局。2) 坚持问题导向，聚焦解决难点堵点痛点问题，扎实推动各领域重点任务取得实效。3) 发挥有效市场和有为政府作用，拓宽投融资渠道，加快工程项目落地。4) 加大宣传教育力度，营造浓厚“无废”文化氛围。环保 3.0 时代！模式改善+优质技术，助力国家高质量发展。行业经历粗放 1.0 时代（资金+政策驱动）、2.0 时代（杠杆驱动），进入高质量发展 3.0 时代（真实现金流+优质技术驱动），估值体系重塑！1、优质资产价值重估：环保需求刚性稳定。进入运营期后资产负债表优化，现金流改善+定价&支付模式理顺。a、水：自由现金流改善提分红，价格改革 c 端付费接轨海外成熟市场估值存翻倍空间。【洪城环境】稳健增长，承诺 2021-2023 年分红率 50%+，股息率 ttm 5.3%，2023 年 PE 9X（估值日 2023/7/28）。b、天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省输盈利稳定；2022 年分红超 80%，股息率 ttm 7.1%（估值日 2023/7/28），2022 年加权 ROE 18%。【新奥股份】龙头城燃，2023 年 PE 9X（估值日 2023/7/28），拥有低价海气长协。2、高质量发展中的环保独角兽：各产业高质量发展，配套环保需求进阶，产品壁垒铸就龙头地位和持续增长！a、压滤机：【景津装备】沙漠之花。显著护城河压滤机龙头。设备一体化+出海贡献新增长，2023 年 PE 17X，

PEG0.6 (估值日 2023/7/28), 2022 年加权 ROE23%, 现金流优。 b、半导体治理: 刚需高壁垒, 国产化率提升+突破高端制程。【美埃科技】洁净室过滤器, 高端制程突破+耗材占比提升。【盛剑环境】废气在线处理, 2021 年国产化率 10%+。3、双碳加速推进: CCER 重启在即, 新政强化供给约束, 长期碳市场向非电扩容。【仕净科技】最经济的水泥碳减排; 【高能环境】再生资源; 【龙净环保】紫金绿电+储能; 【瑞晨环保】节能设备。最新研究: 蓝天燃气深度: 河南“管道+城燃”龙头, 高分红具安全边际。龙净环保深度: 矿山绿电、全产业链储能, 紫金优势凸显。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。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 证券分析师: 陈孜文)

推荐个股及其他点评

新大正 (002968): 2023 年中报点评: 收入增长利润率承压, 市场拓展富有韧性

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年公司实现营收 14.8 亿元, 同比增长 18.0%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比下降 7.4%, 业绩低于市场预期。收入稳步增长, 毛利率持续承压, 销管费率改善。2023 年上半年公司营收同比增长 18.0%但归母净利润同比下降 7.4%的主要原因: (1) 2023 年上半年公司整体毛利率同比下降 2.5pct 至 14.8%; 其中成熟项目和新进项目的毛利率分别为 15.6%和 9.6%, 重庆项目和重庆以外项目的毛利率分别为 16.8%和 13.6%, 较 2022 年同期均有不同程度下滑。(2) 由于 2022 年上半年存在信用减值转回, 2023 年上半年信用减值损失同比增加 1355 万元。但公司销管费率同比下降 1.8pct 至 7.6%, 有所改善。收并购补强市政环卫业务, 市场拓展彰显韧性。公司于 6 月 5 日发布公告拟以 7229 万元交易对价收购香市和翔及瑞丽滨南两家环卫公司, 补强市政环卫业务经营能力。2023 年上半年公司新拓项目中标总金额 9.3 亿元, 饱和年化合同收入 5.0 亿元, 同比分别下降 20.8%和 6.7%, 但较 2022 年下半年环比分别增长 32.6%和 14.3%。在日趋激烈的市场竞争环境下展现出较强的发展韧性。截至 6 月 30 日, 公司在管项目数量 526 个, 在管面积 1.4 亿方。办公和公共物业稳步发展, 学校航空业态前景广阔。2023 年上半年公司办公物业和公共物业收入同比分别增长 22.7%和 39.7%, 两者占收入比重合计 65.3%。而学校和航空业态占收入比重合计仅 23.7%, 发展前景广阔, 但由于这两种业态受疫情影响较为严重, 管控较为严格, 开发及进场进度较其他业态恢复晚, 因此上半年收入不及预期。设立 2023 年股票激励计划, 2023 年营收及净利润同比增速不低于 20%和 0%。受外部环境影响公司设立了新的股票激励计划, 下调了业绩考核目标。公司 2023-2026 年的业绩考核目标为: 营收和净利润同比 2022 年增长不低于 20%/50%/90%/130%及 0%/30%/75%/140%。盈利预测与投资评级: 公司作为非住物管龙头企业, 五大业态稳步发展, 考虑到公司上半年收并购进展偏慢且利润率承压, 导致公司短期业绩增速放缓。我们下调其 2023/2024/2025 年归母净利润的预测至 2.0/2.4/3.2 亿元 (前值为 2.7/3.6/4.7 亿元), 对应的 EPS 分别为 0.86/1.06/1.40 元, 对应 PE 分别为 20.3X/16.4X/12.4X, 维持“买入”评级。风险提示: 收并购进程、投后管理不及预期; 外拓规模不及预期; 新拓项目利润率水平不及预期。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 肖畅 证

券分析师：白学松)

长城汽车 (601633): 7月批发同环比提升, 电动化不断加速

投资要点 公告要点: 2023年7月长城汽车实现合计产批量为110311/109091辆, 分别同比+7.91%/+7.04%, 分别环比-2.06%/+3.94%; 7月哈弗品牌产批量分别为61277/62967辆, 分别同比+3.09%/+2.75%, 分别环比+5.44%/+6.71%; WEY品牌产批量分别为6747/6652辆, 分别同比+137.82%/+119.25%, 分别环比+0.58%/+0.76%; 长城皮卡产批量分别为16119/15841辆, 分别同比-13.11%/-2.85%, 分别环比-10.18%/-4.13%; 欧拉品牌产批量分别为11992/10116辆, 分别同比+34%/+14.58%, 分别环比+19.67%/+1.01%; 坦克品牌产批量分别为14139/13490辆, 分别同比+13.55%/+8.15%, 分别环比+7.92%/+5.61%。7月批发销量10.9万辆, 海外出口2.7万辆, 新能源渗透率提升至26.5%。7月长城汽车批发销量10.9万辆, 同环比+7.04%/+3.94%。1) 分品牌: 哈弗枭龙7月订单13056辆, 交付5703辆, 订单环比+15.46%, 热度持续提升; WEY品牌7月销量同比增长, 销售6652台, 环比增长0.76%; 其中蓝山DHT-PHEV持续火爆, 7月销量5566台, 环比增长1.09%, 连续3个月保持环比增长, 成为30万元级大六座SUV新首选; 欧拉品牌7月热销10116辆, 连续三个月销量破万; 长城皮卡&坦克品牌表现好于去年同期, 其中坦克500Hi4-T销量2023台, 总订单已累计超8000台, 在中国越野SUV市场占有率达到60%。2) 出口, 公司海外出口势头稳健, 7月出口27007辆, 同环比+83.6%/+7.98%, 占集团销量24.8%, 连续5个月出口量突破2万辆, 新产品持续出海, 不断夯实海外市场基础, 7月欧拉好猫在巴西上市, 带动巴西汽车市场电动化转型, 坦克500在巴林、哈萨克斯坦上市, 助力长城汽车持续开拓欧亚区域市场。3) 新能源: 7月公司新能源汽车批发量28920辆, 同环比+163.05%/+8.44%, 新能源产品渗透率继续提升至26.5%, 同环比+15.72pct/+1.1pct。哈弗B26正式命名哈弗猛龙, 将以“1.5T+Hi4+后桥差速锁”打造新能源越野SUV普及者, 让越野不再小众; 新哈弗H5强势回归, 首批量产车已下线; 2024款哈弗大狗上市, 安全守护与智慧科技同步进化; 魏牌高山作为魏牌新能源MPV品类的最新成果, 将于下半年正式推出; “生态出海”模式在中亚持续落地, 长城汽车与乌兹别克斯坦汽车集团ADM汽车工厂就乌兹别克斯坦市场开发合作正式签署战略合作协议; 随着多品牌持续发力新能源, 公司新能源渗透率快速提升。 盈利预测与投资评级: 我们维持长城汽车2023~2025年归母净利润为43/80/112亿元的预测, 对应EPS分别为0.50/0.94/1.32元, 对应PE估值46/25/18倍。维持长城汽车“买入”评级。 风险提示: 需求复苏进度低于预期; 乘用车市场价格战超出预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰)

阿特斯 (688472): 深耕光储, 再续华章

投资要点 光储双龙头, 回A再出发: 本次上市主体阿特斯(CSI Solar) 2009年由其母公司阿特斯太阳能(CSIQ, 2001年成立, 2006年纳斯达克上市) 分拆旗下“组件与系统解决方案”设立。公司创始人瞿晓铨半导体材料博士出身, 技术与管理兼修, 带领阿特斯连续12年组件出货全球排名前5, 并前瞻性的于2018年切入储能, 2021年实现规模化出货。公司是市场少有光储双龙头企业, 2022年公司光伏组件/储能系统出货18.9GW/1.79GWh, 全球市占率约6.6%/4.3%。2022年营收/归母净利475.4/21.6亿元, 同增70%/6065%, 业绩重回正轨。未来N型技术渗透+自有储能产品放量, 公司依托品牌渠道积淀稳步紧随行业变革, 光储协同行至万里。 光储平价将近空间广阔, N型东风

释放迭代红利。2023年硅料、碳酸锂价格均大幅下降，叠加N型起量提升效率，光储平价将近提振需求，我们预计2023年全球光伏装机370GW+，同增50%+，2025年达570GW+，22-25年CAGR达34%，长期空间广阔，下游将迎持续增长：1)海外+分布式利润留存更厚。硅料组件降价打开全球地面空间，海外交期更长/分布式价格承受度更高，价格韧性更强，利润留存更厚！2)N型迭代+增效双红利。我们预计2023/2024年行业N型占比将超30%/70%，TOPCon电池2023年底效率将达26%，效率+渗透率双增带来极强降本红利，N型可享5分/W以上的溢价，带来盈利结构性改善。龙头公司具备资金与技术优势，能在周期轮动+技术变革期快速转换并铸造优势，囊括更多红利。老牌龙头优势显著，驭浪扬帆量利同升：1)品牌渠道积淀深厚，深耕海外高价市场。公司连续8年被BNEF评为最具可融资性品牌前四，全球覆盖国家/合作经销商达68/549个，在分布式和海外市场出货持续超70%，高端市场出货构筑显著价格优势；2)加速一体化扩产，TOPCon放量推动盈利增长。公司预计23年拉棒/切片/电池/组件产能将提至20.4/35/50/50GW，24年底达50/60/70/80GW，一体化率提至63%，成本端规模优势将进一步显现。公司大力推动TOPCon量产，23/24年底将形成30/50GW TOPCon产能，我们预计23/24年公司组件出货30-35/45-50GW（市占率7.2%/8.4%），其中N型占比达22%/63%，提振盈利能力！储能长坡厚雪景气高，大储主营高端市场，增速及业绩亮眼，布局户储协同发展。1)大储制造+EPC+运维一体，量增稳健盈利领先。公司大储业务依托集团优势，是市场上少有的兼具制造+EPC+运维一体的供应商，项目落地+全生命周期服务能力领先，2023年3月底储备近23GWh，其中高盈利的欧美项目约占70%，我们预计公司大储2023年出货1.92GWh，量增稳健盈利领先。2)户储投放高端市场，光储协同有望快速破局。公司户储产品已于2022年9月投放美国市场，并将于2023H1/H2分别取得欧洲日本市场认证。公司在海外户用市场品牌渠道强劲，我们预计公司2023年出货80-90MWh，毛利率约为30%，光储协同有望快速打开市场，贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：全球能源转型，光储平价到来，公司贯通组件+储能两大业务，渠道布局在组件同业中领先，我们预计公司2023-2025年归母净利润为40.49/55.45/71.30亿元，同比增长88%/37%/29%，对应EPS为1.10/1.50/1.93元。考虑公司光伏和储能的龙头地位，我们给予公司2024年15xPE，对应目标价22.55元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧、光伏政策超预期变化、原材料价格大幅波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶）

盛美上海（688082）：2023年中报点评：盈利水平大幅提升，新品产业化快速推进

事件：公司发布2023年中报。新老产品齐放量，2023H1收入端实现快速增长 2023H1公司实现营业收入16.10亿元，同比+46.94%，延续高速增长态势；其中Q2实现营收9.94亿元，同比+34.00%。分产品来看，清洗设备仍为公司收入增长的主要推动力。据ACMR演示材料：1)清洗设备：2023H1实现收入约1.49亿美元，同比+51%；收入占比为68%，同比约+1pct。2)ECP&炉管及其他设备：2023H1实现收入约0.46亿美元，同比+42%；收入占比为21%，同比-1pct。3)先进封装及其他设备：2023H1实现收入约0.24亿美元，同比+64%，收入占比为11%，同比+1pct。截至2023H1末，公司合同负债和存货分别达到10.16亿元和33.15亿元，分别较2023Q1末+8%和+5%，验证在手订单充足，下半年收入端有望保持高速增长。根据公司此前披

露的 2023 年度经营业绩预测, 2023 年公司营业收入为 36.5 至 42.5 亿元, 同比+27%-48%, 延续高速增长态势。毛利率明显提升&投资收益等大幅增长, 销售净利率创历史新高 2023H1 公司实现归母净利润 4.39 亿元, 同比+85.74%; 实现扣非归母净利润 4.06 亿元, 同比+57.88%。2023H1 公司销售净利率为 27.30%, 同比+5.70pct; 扣非销售净利率为 25.25%, 同比+1.75pct, 明显提升。1) 毛利端: 2023H1 销售毛利率为 51.60%, 同比+4.62pct, 是净利率增长主要驱动力, 我们推测主要受益于产品结构优化和规模化降本效应。2) 费用端: 2023H1 公司期间费用率为 23.31%, 同比+0.20pct, 其中销售、管理、财务和研发费用率分别同比+0.45、-0.95、+0.70、-0.78pct。3) 此外, 2023H1 公司投资净收益达到 5527 万元, 同比+517%; 2023H1 公允价值变动净收益为 1488 万元, 2022H1 为-2776 万元, 均进一步增厚公司利润端表现。海外市场快速拓展, PECVD、涂胶显影设备打开成长空间公司在稳固清洗设备全球龙头地位的同时, 积极布局涂胶显影、PECVD 设备, 完善产业布局。1) 清洗设备: 2021 年 10 月获全球主要半导体制造商的 Ultra C SAPS 前道清洗设备 DEMO 订单, 2021 年 12 月获美国一家主要国际半导体制造商的两份 Ultra C SAPS V 的 12 腔单片清洗设备订单, 2023 年 2 月再获欧洲一家全球半导体制造商的单片 SAPS 兆声波清洗设备订单。2) PECVD 设备: 2022 年 12 月公司正式推出拥有自主知识产权 Ultra Pmax PECVD 设备, 进入生产线验证。2) 涂胶显影设备: 首台 ArF 涂胶显影设备 Ultra LITH 已经正式出机, 同时将于 2023 年推出 I-line 型号设备, 并且开始着手研发 KrF 型号设备, 进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 9.25、12.11 和 15.51 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 49、37 和 29 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游资本开支不及预期、新品拓展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦)

东方电缆 (603606): 东方电缆: 23H1 海缆收入增长稳健, 在手订单优质稳定信心

投资要点 事件: 公司发布 2023 年中报, 2023H1 实现营业收入 36.9 亿元, 同降 4.4%, 其中 2023Q2 营业收入 22.5 亿元, 同增 10%, 环增 56%。2023H1 归母净利润 6.17 亿, 同增 18%; 扣非归母净利润 6.06 亿, 同增 15%, 其中 2023Q2 归母净利润 3.6 亿, 同增 48%, 环增 41%, 扣非归母净利润 3.6 亿, 同增 42%, 环增 44%; 公司 2023Q2 期间费用率表现亮眼, 约 6.4%, 同降 0.5pct, 环降 1.7pct, 其中财务费用率受汇兑收益影响同降 0.1pct, 销售费用率系公司加强预算管理同降 0.4pct。业绩符合市场预期。2023H1 海缆收入平稳增长、盈利能力维持高位。2023H1 海缆、陆缆、海工业务营业收入分别为 16.6/18.2/2.1 亿元, 分别同比+14/-10/-46%, 毛利率分别为 51.1/8.8/23.0%, 同比+11/-2/+4pct。2023Q2 海缆、陆缆、海工业务营业收入分别为 11/10/1 亿元, 同比+53/-15/+2%, 环比+96/+33/+19%, 毛利率分别为 45-50/7-8/18-20%, 海缆收入高增主要系 2023Q2 海风装机加速所致, 毛利率维持较高水平预计主要系青洲一二等高盈利项目逐渐交付所致。在手订单充足且优质、2023 年业绩高增无虞。2023H1 公司斩获多个优质订单, 海缆包括三峡岱山 1 号 (220kv)、广西防城港海风示范项目 (220kv)、沃旭-Baltica 2 (66kv) 项目等, 合计约 14 亿元; 陆缆包括国网 23 年第一批采购、成都轨交项目等, 合计近 18 亿元。截至 2023 年 7 月底, 公司在手订单 80.01 亿元, 其中海缆 39.16 亿元、陆缆 27.14 亿元, 海工 13.71 亿元, 海缆中盈利较强的 220kV 及以上海缆占 42%,

脐带缆占 28%。优质的订单储备充分保障 2023 年业绩高增，我们预计 2023 年公司海缆交付 40 亿左右，同增 70%+。海风招标加速、长期动能强劲。2023 年 8 月 4 日国电投发布 2023 年海风风机集采框架共 16GW，海风招标持续加速，6 月以来我国新增海风招标（不含框架）4.1gw，年初至今共 7.3gw，2023H2 海风进入密集招标阶段，我们预计 2023 年国内海风招标 18-20GW，持续高增。公司作为行业龙头，订单规模有望再创新高，持续受益于海风高速发展。盈利预测与投资评级：基于 2023 年海风招标加速，我们维持盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16/25/30 亿元，同增 89%/58%/21%。基于公司为海缆龙头，超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破，我们给予公司 2023 年 25xPE，对应目标价 58 元，维持“买入”评级。风险提示：海风开工进度不及预期，市场竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

金龙汽车（600686）：7 月产销同比提升，产销结构持续优化

投资要点 公司公告：金龙汽车 2023 年 7 月销量为 3061 辆，同环比分别+12%/-27%；产量为 3208 辆，同环比分别+9%/-26%。大中客销量同比高增，销量结构持续优化。分车辆长度看，2023 年 7 月中轻客销量为 1266/666/1129 辆，同比分别+47%/+119%/-27%，环比分别-19%/-30%/-33%；产量为 1285/642/1281 辆，同比分别+1%/+102%/-5%，环比分别-16%/-32%/-31%。大中客销量占比 63%，同环比+20pct/+3pct。公司整体补库。2023 年 7 月公司整体补库 147 辆，大中轻客库存变化为+19/-24/+152 辆，2023 年累计加库 2234 辆。国内国外共振，驱动销量高增。出口方面，“一带一路”带动下公司又获海外公交车大单，128 辆天然气公交车将交付吉尔吉斯斯坦，七月首批交付 28 辆；国内方面，受益于国内旅游市场持续景气，多辆大巴交付桂林、湖南、云南等景区，助力当地旅游高质量发展。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元，同比+12%/+14%/+14%，维持归母净利润为 1.44/3.05/6.28 亿元，2024~2025 年同比+112%/+106%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.20/0.43/0.88 元，PE 为 38/18/9 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里）

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>