

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|库存角度透视稀缺的景气度》投资策略专题

1、总量库存周期运行至什么位置。中国工业企业产品成存货同比增速自 2022 年 4 月见顶，截至今年 4 月，已下行 1 年；美国库存总额同比增速自 2022 年 6 月见顶至今也有近 1 年时长。按库存周期 3 年半左右的历史平均规律来看，目前中美共振去库存可能已过半。2、总结来说，我们认为当前行业配置思路：一是总量经济相关度高的行业，关注自身库存周期位置低的行业。库存相对较低的有：白电、小家电、血制品、调味品、火电、PCB、家居家具、生产线设备、钢结构、汽车零部件、智能汽车、消费电子等。其中，分上中下游来跟踪：上游跟踪价格信号、中游跟踪产能（投资）周期、下游跟踪需求变化。二是总量经济相关度较低的行业，关注需求侧有独立产业周期且库存周期位置不高的行业。可重点关注有景气回升预期的半导体周期以及 AI 产业周期支撑下基本面改善预期较强的方向（算力、应用等）。

风险提示：国内复苏不及预期、海外流动性风险超预期、其他不确定因素。

《宏观|大类资产风险定价周度观察-6 月第 2 周》宏观点评

1、6 月第 1 周各类资产表现：6 月第 1 周，美股三大指数普遍上涨。Wind 全 A 下跌 0.89%，日均成交额下降至 8963 亿元。30 个一级行业中 13 个行业实现上涨，家电、传媒和通信表现相对靠前；电力设备及新能源、国防军工和基础化工表现靠后。信用债指数和国债指数分别小幅上升 0.10% 和 0.23%。2、6 月第 1 周，Wind 全 A 的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上 0.2 倍标准差，55%分位）。沪深 300 的风险溢价上升至 67%分位，上证 50 上升至 63%分位，中盘股（中证 500）上升至 17%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 46%、47%、69%、67%分位。3、6 月第 1 周，除中小盘成长股外，各风格股拥挤度均呈不同程度下降，成长的拥挤度进一步瓦解。大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长的拥挤度分别为 64%、11%、43%、12%、46%、28%历史分位。成长风格的交易拥挤度逐渐企稳，我们认为，进一步下跌的空间逐渐收窄。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

《宏观|当前市场的赔率是否极具吸引力？》宏观点评

1、综合赔率数据来看，我们认为目前 A 股无论是从中期性价比还是短期盈亏比的角度来看都已经开始具有配置价值，但由于主题板块之前的火热交易，所以赔率并没有高到极致。在剔除 AI 和中特估等主题行业后，估值（风险溢价）和情绪（拥挤度）相较去年四月底和十月底还有差距，但差距已经不大。2、这意味着尽管避险情绪仍浓，但我们认为除主题板块外的 A 股部分（流通市值占比 61%），进一步下跌的空间已经逐渐消化；与此同时市场要想走出指数级别的反弹，仅靠便宜是不够的，需要后续政策面、基本面和外部环境中的一到两个因素发生变化，改变市场的悲观情绪和存量资金状况。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

晨会焦点

天风 6 月金股推荐

简称	调入时间
中兴通讯	20221230
亨通光电	20221230
招商蛇口	20230228
工业富联	20230331
申昊科技	20230331
农业银行	20230430
海信视像	20230430
中天科技	20230531
科瑞技术	20230531
立讯精密	20230531
金山办公	20230531
中科江南	20230531
姚记科技	20230531
腾讯控股	20230531
中航沈飞	20230531
三德科技	20230531
济川药业	20230531
海信家电	20230531
科沃斯	20230531
美的集团	20230531
新澳股份	20230531
华旺科技	20230531
嘉益股份	20230531
铂科新材	20230531
中国建筑	20230531
中国交建	20230531
唐山港	20230531
华润电力	20230531
中国海洋石油	20230531

资料来源：天风证券研究所

最新调整日期 2023.05.31

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3231.41	0.55
沪深 300	3836.7	0.43
中证 500	6009.58	0.73
中小盘指	3956.55	0.87
创业板指	2143.01	0.9
国债指数	202.08	0.03

《轻纺|尚品宅配（300616）首次覆盖：数字化赋能+随心选发力，或激活二次成长》首次覆盖报告

公司 2022 年营收 53.1 亿，同减 27.3%；23Q1 营收 8.1 亿，同减 25.5%，环比有所改善。2022 公司归母净利润 0.5 亿元，同减 48.4%；23Q1 归母净利润-1.0 亿元，亏损收窄 4.9%。1、C2B 满足个性化需求，AI 深度赋能激活随心选优势。公司与诸多细分头部品牌达成紧密合作，超 100 家大牌、超 5000 款产品，为“随心选”全屋定制新模式和消费者需求保驾护航。2、公司多年经营累积的海量“房型库”“产品库”“空间解决方案库”三大数据库，可以基于图形图像的房型搜索和云匹配技术，通过与客户的互动沟通，快速从空间解决方案库搜索到匹配的设计方案，经过再设计得出客户满意的个性化空间解决方案。3、线上营销和线下销售的有机结合，增强公司竞争力。公司已建立起“直营店+加盟店”的线下实体店与以“新居网”为互联网营销平台的线上渠道。我们预计公司 23-25 年收入分别为 61、69、78 亿元，归母净利分别为 2.4、3.1、3.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.2、1.6、1.9 元/股，PE 分别为 18、14、12x。

风险提示：住宅房地产政策及市场变化；市场竞争加剧；加盟模式；主要原材料价格波动；产品和服务质量等风险；测算具有主观性。

《建筑建材|永福股份（300712）首次覆盖：电力能源综合服务商，轻资产&数字化赋能成长》首次覆盖报告

看点一：转型电力能源综合服务商，覆盖电力能源项目全生命周期。特高压勘察设计能力居全国第一梯队，电网及清洁能源解决方案经验丰富，专业实力过硬。与“五大四小”等电力投资企业保持长期稳定的合作关系，紧抓“一带一路”发展机遇，加速国际布局。看点二：积极开拓户用光伏业务，首创“产品+服务”的轻资产商业模式。22 年户用光伏产品首次实现营收 0.85 亿，23 年初新签户用光伏产品总合同额为 8.71 亿元，业绩有望持续释放。看点三：数字能源产品多点开花，数字化业务赋能公司成长。永福打造“软件平台+系统集成+数字服务”的模式，为客户提供数字储能、数字光伏、数字电网三大序列产品，发布福瓴(Fullink)系列核心平台，深度培育智慧运维等新兴业务。看好公司“一体两翼”发展战略，预计公司 23-25 年归母净利润 1.6/2.3/3.2 亿，给予公司 23 年 50 倍 PE，目标价 43.29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风光储需求不及预期、业务拓展不及预期、项目投资及并购整合风险、数字化产品开发不及预期等。

《交运|苏美达（600710）首次覆盖：现金流改善，价值有望重估》首次覆盖报告

1、公司激励优厚，业绩持续增长。2016-2022 年营业收入、营业利润、净利润等年化增速 20%左右，其中净利润持续高增长，尚未出现过下滑。我们认为高增长的重要原因是核心业务子公司由骨干员工持股 65%，优厚的激励促使员工不断开拓业务、公司持续高增长。2、造船、光伏等业务有望高增长。2021 年苏美达承接新造船订单数量大幅增长、价格大幅上升，我们预计 2023-2024 年新船交付金额有望增长 45%和 47%，毛利率有望明显上升。3、现金流充足，价值有望重估。2017-2022 年，苏美达的经营性净现金流超过净利润的 2 倍，“经营性净现金流/净利润”好于国内商贸公司和大宗供应链公司，也好于部分日本商社。相同盈利情况下，苏美达的 DCF 贴现价值更高，应该给予更高 PE 估值。我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.78、0.95、1.12 元/股，增速 11%、22%、18%。综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，给予苏美达的目标价为 10.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险，子公司管理风险，股价异常波动风险

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	19389.95	0.47
道琼斯	33876.78	0.13
纳斯达克	13259.14	0.16
标普 500	4298.86	0.11
日经 225	32265.17	1.97
德国 DAX	15949.84	-0.25
法国 CAC	7213.14	-0.12
富时 100	7562.36	-0.49
台湾	16886.40	0.91

申万行业指数预览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1
基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4
有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2
食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9
房地产	245497	95805	23	2.3

《中小市值&电子|奥比中光 (688322): AppleVisionPro 搭载 3D 传感器进入空间计算时代, 公司全栈布局有望迎来收获期!》公司点评

1、公司是行业领先的 3D 视觉感知整体技术方案提供商, 目前正加速下游应用导入, 致力于让所有终端看懂世界。2、公司以研发为核心驱动, 研发投入占比高于多数行业可比公司 (20-21 年数据), 并组建一支 643 人的研发团队 (截至 2021.12.31), 持续高研发投入巩固公司核心竞争优势。3、我们认为公司成长逻辑可类比 10 年前科大讯飞“持续拓展智能语音应用场景, 搭建产业生态圈”的成长路径, 而 3D 视觉的成长空间与应用场景不输智能语音。我们预计公司 23-25 年营收分别为 5.26/8.36/12.54 亿元, 对应 P/S 分别为 32/20/13, 公司为国内 3D 视觉独角兽企业, 看好 AI3D 视觉在 AGI 时代处于黎明前夜, 维持“买入”评级。风险提示: 技术迭代创新风险、客户集中度较高的风险、应用场景商业化不及预期风险、供应链风险。

评级调整

公司/行业	评级调整 日期	盈利预测与价格区间
尚品宅配(300616)	增持(首次) 20230611	23/24/25EPS 1.22/1.58/1.89,TP
苏美达(600710)	买入(首次) 20230611	23/24/25EPS 0.78/0.95/1.12,TP10.68
永福股份(300712)	买入(首次) 20230610	23/24/25EPS 0.87/1.23/1.72,TP43.29
申能股份(600642)	买入(首次) 20230608	23/24/25EPS 0.65/0.78/0.87,TP9.67
中国儒意(00136)	买入(首次) 20230608	23/24EPS ,TP2.33
海天精工(601882)	买入(首次) 20230607	23/24EPS 1.30/1.73,TP39.07
佳电股份(000922)	买入(首次) 20230606	23/24/25EPS 0.73/0.89/1.05,TP18.08
贵州百灵(002424)	买入(首次) 20230605	23/24/25EPS 0.22/0.33/0.49,TP9.92
青松建化(600425)	买入(首次) 20230605	23/24/25EPS 0.38/0.48/0.57,TP6.46
阅文集团(00772)	买入(首次) 20230605	23/24EPS ,TP

商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注:PE、PB 的计算采用 22 年报数据; 市值为最近一个交易日的数据

报告列表

山东路桥 (000498): 拟收购交建集团协同优势显著, 看好公司成长前景-买入-鲍荣富/王雯/王涛
 奥比中光 (688322): Apple Vision Pro 搭载 3D 传感器进入空间计算时代, 公司全栈布局有望迎来收获期! -买入-吴立/潘暕
 尚品宅配 (300616): 数字化赋能+随心选发力, 或激活二次成长-增持-孙海洋/尉鹏洁
 苏美达 (600710): 现金流改善, 价值有望重估-买入-陈金海/吴慧迪
 永福股份 (300712): 电力能源综合服务商, 轻资产&数字化赋能成长-买入-鲍荣富/王雯/朱晓辰/王涛
 建筑材料: 政策预期或继续改善, 继续看好地产链修复机会-强于大市-鲍荣富/王雯/王涛
 农林牧渔: 2023 年第 23 周周报: 仔猪价格下行加强去化逻辑, 重点推荐养猪板块机会! -强于大市-吴立/陈潇/林逸丹/陈炼
 非银金融: 当前时点建议关注保险优质标的-强于大市-周颖婕/吴浩东
 建筑材料: 玻纤周跟踪: 5 月末库存环比小幅增加, 继续关注需求恢复节奏-强于大市-鲍荣富/吴红艳/武慧东/林晓龙
 通信: AI 和数字经济或仍为全年强主线, 主设备、光纤光缆招采持续推进-强于大市-唐海清/陈汇丰/林屹皓/王奕红/余芳沁/康志毅
 新兴产业: 奥驰亚完成收购 Njoy, 美国特拉华州将娱乐用 cannabis 合法化-强于大市-吴立/蒋梦晗
 轻工制造: 家具优于大盘, 保温杯表现突出-强于大市-孙海洋/尉鹏洁
 非银金融: 基金投顾业务管理规定征求意见稿点评: 试点转常规, 看好基金投顾长期发展! -强于大市-周颖婕/吴浩东
 REITs 跌到底了吗?: 信用债市场周报 (2023-6-11) -孙彬彬/孟万林
 港股周报 (2023.06.05-2023.06.09): 政府稳信心, 地缘因素改善, 继续看好港股中概机会-孔蓉/李泽宇/曹睿/杨雨辰/王梦恺
 激光雷达行业报告: 禾赛科技 -首个中国激光雷达 IPO, 看好智能驾驶标准化趋势下的空间-孔蓉/吴立
 电厂日耗大幅改善: 工业生产高频跟踪-孙彬彬/姜艺璇
 金融工程: 净利润断层本周超额基准 1.54%-吴先兴/姚远超
 策略-专题: 库存角度透视稀缺的景气度-刘晨明/许向真/赵阳/吴黎艳/李如娟
 宏观: 大类资产风险定价周度观察-6 月第 2 周-宋雪涛/林彦
 城投债: 各等级利差均上行: 城投债利差动态跟踪 (2023-06-09) -孙彬彬
 每周债市观察 (20230611): 每周债市观察 20230611-孙彬彬/姜艺璇
 金融工程: 基金风格配置监控周报: 权益基金连续两周上调小盘股票仓位-吴先兴/韩乾
 本周资产证券化市场回顾: 资产证券化市场周报 (2023-6-9) -孙彬彬/孟万林
 产业债高等级利差上行, 低等级下行: 产业债行业利差动态跟踪 (2023-06-09) -孙彬彬
 中国有赞 (08083) 公司经营困境反转, 视频号或带来新增量-孔蓉/杨雨辰
 同业存单净融资持续为负: 同业存单周度跟踪 (2023-06-10) -孙彬彬/隋修平/朱宸翰
 金融工程: 因子跟踪周报: 动量、成长因子表现较好-20230610-祗飞跃/姚远超
 怎么看美联储可能跳过 6 月加息?: 海外宏观点评 (2023-06-09) -孙彬彬/廖翊杰
 宏观: 当前市场的赔率是否极具吸引力? -宋雪涛/林彦

报告摘要

宏观: 大类资产风险定价周度观察-6 月第 2 周

宋雪涛 songxuetao@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517090003

6 月第 1 周各类资产表现:

6 月第 1 周, 美股三大指数普遍上涨。Wind 全 A 下跌 0.89%, 日均成交额下降至 8963 亿元。30 个一级行业中 13 个行业实现上涨, 家电、传媒和通信表现相对靠前; 电力设备及新能源、国防军工和基础化工表现靠后。信用债指数和国债指数分别小幅上升 0.10%和 0.23%。

风险提示: 地缘冲突进一步升级; 经济复苏斜率不及预期; 货币政策超预期收紧

宏观: 当前市场的赔率是否极具吸引力?

宋雪涛 songxuetao@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517090003

综合赔率数据来看，我们认为目前 A 股无论是从中期性价比还是短期盈亏比的角度来看都已经开始具有配置价值，但由于主题板块之前的火热交易，所以赔率并没有高到极致。在剔除 AI 和中特估等主题行业后，估值（风险溢价）和情绪（拥挤度）相较去年四月底和十月底还有差距，但差距已经不大。

这意味着尽管避险情绪仍浓，但我们认为除主题板块外的 A 股部分（流通市值占比 61%），进一步下跌的空间已经逐渐消化；与此同时市场要想走出指数级别的反弹，仅靠便宜是不够的，需要后续政策面、基本面和外部环境中的一到两个因素发生变化，改变市场的悲观情绪和存量资金状况。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

策略-专题：库存角度透视稀缺的景气度

刘晨明 liuchenming@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090006

在《库存周期对总量研究和行业研究分别有何指导意义？》（20221204）中，我们从总量层面与行业层面复盘总结了库存周期的一些规律。本文我们更新了当前总量与行业库存周期位置，并结合企业的价格端、投资端、需求端等进一步讨论。

1. 总量库存周期运行至什么位置

中国工业企业产品成存货同比增速自 2022 年 4 月见顶，截至今年 4 月，已下行 1 年；美国库存总额同比增速自 2022 年 6 月见顶至今也有近 1 年时长。按库存周期 3 年半左右的历史平均规律来看，目前中美共振去库存可能已过半。今年大家对库存周期关注度提升，主要在于当前宏观周期异于往常。当前缺乏总量层面的强刺激，对于细分行业来说，可能要依靠行业自身的周期运行规律（产能周期、库存周期、价格周期等的周期变化）来寻找一些细分的结构机会。

2. 细分行业的库存周期消化进程

结合一季报库存周期位置与库销比来看，23Q1 库存相对较低的有：白电、小家电、血制品、调味品、火电、PCB、家居家具、生产线设备、钢结构、汽车零部件、智能汽车、消费电子、面板、安防等。23Q1 库存相对较高的有：整车厂、储能设备、光伏、乳制品、医美、化学制药、原料药、CXO、半导体、油服、石油开采等。

3. 上游库存周期的“价格”属性

对于上游行业来说，库存周期一定程度上体现的是“价格”周期。以宏观工业企业行业分类来分析，比如：石油煤炭与 PPIRM（燃料、动力类）、有色与 PPIRM（有色金属材料类）、黑色与 PPIRM（黑色金属材料类）均表现出较好的同步性。

对于上游的判断，最直观的仍是跟踪资源品的价格数据。若是本身库存在低位，且价格出现明显的上涨信号，则应关注是否有周期反转的可能。

4. 中游库存周期的“投资”属性

中游行业的库存周期变化既会受到销售需求的影响，又会受到产能扩张的影响。以申万一级行业看，投资周期（CAPEX 增速）和库存周期都有略滞后于盈利周期的特点，但库存周期与投资周期的同步性较好。

因此，对中游行业来说：在盈利周期上行到高位时，就谨慎投资周期与产能周期的快速释放；在盈利周期下行到较低水平时，则应关注周期回落程度。

5. 下游库存周期的“需求”属性

对于轻资产运作或产业链上下游环节较短或离 C 端较近的企业，一般库存周期与盈利周期的同步性也会较好。比如家电、商贸零售、食品饮料、医药等。

因此，对于这类行业，核心仍在于关注需求的变化，库存可认为是一个动态调整指标，但对于库存已运行至周期底部的行业，则可能具备了较好的反转潜力。

总结来说，我们认为当前行业配置思路：

一是总量经济相关度高的行业，关注自身库存周期位置低的行业。如上文分析，库存相对较低的有：白电、小家电、血制品、调味品、火电、PCB、家居家具、生产线设备、钢结构、汽车零部件、智能汽车、消费电子等。其中，分上中下游来跟踪：上游跟踪价格信号、中游跟踪产能（投资）周期、下游跟踪需求变化。

二是总量经济相关度较低的行业，关注需求侧有独立产业周期且库存周期位置不高的行业。可重点关注有景气回升预期的半导体周期以及 AI 产业周期支撑下基本面改善预期较强的方向（算力、应用等）。

风险提示：国内复苏不及预期、海外流动性风险超预期、其他不确定因素。

金融固收

金融工程：净利润断层本周超额基准 1.54%

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516120001

戴维斯双击策略 戴维斯双击即指以较低的市盈率买入具有成长潜力的股票，待成长性显现、市盈率相应提高后卖出，获得乘数效应的收益，即 EPS 和 PE 的“双击”。策略在 2010-2017 年回溯期内实现了 26.45% 的年化收益，超额基准 21.08%。今年以来，策略累计绝对收益-2.51%，超额中证 500 指数-4.99%，本周策略超额中证 500 指数-0.52%。本期组合于 2023-04-21 日开盘调仓，截至 2023-06-09 日，本期组合超额基准指数-0.54%。

净利润断层策略 净利润断层策略是基本面与技术面共振双击下的选股模式，其核心有两点：“净利润”，指通常意义上的业绩超预期；“断层”，指盈余公告后的首个交易日股价出现向上跳空，该跳空通常代表市场对盈余报告的认可程度。策略在 2010 年至今取得了年化 31.94% 的收益，年化超额基准 29.72%。今年以来，组合累计绝对收益 9.38%，超额基准指数 6.91%，本周超额收益 1.54%。

沪深 300 增强组合 根据对优秀基金的归因，投资者的偏好可以分为：GARP 型，成长型以及价值型。GARP 型投资者希望以相对低的价格买入盈利能力强、成长潜力稳定的公司。以 PB 与 ROE 的分位数之差构建 PBROE 因子，寻找估值低并且盈利能力强的股票；以 PE 与增速的分位数之差构建 PEG 因子，寻找价值被低估且拥有可靠的成长潜力的公司。基于投资者偏好因子构建增强沪深 300 组合，历史回溯超额收益稳定。今年以来，组合相对沪深 300 指数超额收益为 4.57%；本周超额收益为 0.41%；本月超额收益为 0.20%。

风险提示：模型基于历史数据，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金融工程：基金风格配置监控周报：权益基金连续两周上调小盘股票仓位

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516120001

公募基金风格监控 基金季报中披露有基金前十大重仓股，同时企业季度报告中披露有企业的前十大股东信息（主要使用上市公司 1、3 季度十大股东信息），结合这两部分信息我们可以得到基金持仓更加详细的重仓股信息。因此模拟全部股票持仓只需要估计基金剩余的非重仓持股明细。基金季报（T 期）披露有股票持仓的证监会行业配置信息，基金最近（T-1 期）半年报、年报会披露全部股票持仓，可得基金半年报、年报末非重仓股持仓信息。假设基金非重仓股持仓在两期各行业下持股种类不变，仅持股权重按比例变化，那么根据 T-1 期非重仓股持仓按比例放缩权重可得到 T 期非重仓股模拟持仓。在每年 1、4、8、10 月末我们能得到公募基金模拟持仓（其中 8 月末为基金半年报真实持仓），基于模拟持仓我们首先估计公募基金股票仓位，进而刻画公募基金的风格表现。基于公募基金模拟持仓，本文将基金股票持仓拆分成大、小盘两部分，利用基金日收益率以及基金大、小盘指数日收益率，本文用加权最小二乘法估计公募基金每个时间点在大小盘组合上配置仓位，进而得到对于公募基金仓位的日度监控。以基金股票估计仓位为基础，本文从大小盘配置、市值暴露、行业配置三个维度刻画了公募基金的平均风格变化情况。

公募基金最新配置信息 截止 2023-06-09 日，普通股票型基金仓位中位数为 86.5%，相比上周估计值上升 1.1%，偏股混合型基金仓位中位数为 80.5%，相比上周估计值下降 1.1%。上周普通股票型基金与偏股混合型基金在市场大盘组合估计仓位值分别下降 2.2% 和下降 2.8%，在市场小盘组合估计仓位值分别上升 3.3% 和上升 1.7%。普通股票型基金和偏股混合型基金当前仓位估计值在 2016 年以来仓位估计值序列中的分位点分别为 20.1% 和 11.7%。以中信一级行业分类作为股票行业划分依据，截止 2023-06-09 日公募基金在电子、电力设备、计算机、医药、食品饮料等行业有着较高的配置权重。上周偏股投资型基金在电力设备、煤炭、基础化工、石油石化、家电等行业的仓位下降，在房地产、非银行金融、计算机、电子、传媒等行业的仓位提升。

风险提示：基金仓位数据根据基金仓位估计模型测算得出，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金融工程：因子跟踪周报：动量、成长因子表现较好-20230610

祗飞跃 difeiyue@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110520120001

因子 IC 跟踪 IC 方面，最近一周，一年动量、季度净利润同比增长、90 天内预期调整均值等因子表现较好，bp 三年分位数、1 个月超额收益率波动、Fama-French 三因子 1 月残差波动率等因子表现较差；最近一月，一年动量、市值、季度 roa 等因子表现较好，1 个月日均换手率、1 个月超额收益率波动、Fama-French 三因子 1 月残差波动率等因子表现较差；最近一年，市值、1 个月换手率波动、1 个月反转等因子表现较好，90 天内预期调整均值、Beta、90 天净上调预期占比等因子表现较差。

因子多头组合跟踪 多头组合方面，最近一周，前五大股东持股比例合计、一年动量、90 天内预期调整均值等因子表现较好，bp 三年分位数、Beta、1 个月日均换手率等因子表现较差；最近一月，一年动量、市值、一致预期 EPS 变动等因子表现较好，bp 三年分位数、1 个月换手率与均价的相关性、Fama-French 三因子 1 月残差波动率等因子表现较差；最近一年，市值、1 个月换手率波动、前五大股东持股比例合计等因子表现较好，基于一致预期的标准化预期外盈利、90 天内预期调整均值、Beta 等因子表现较差。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

REITs 跌到底了吗？：信用债市场周报（2023-6-11）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516090003

2021 年 6 月，REITs 上市以来，市场走出了 3 个“上行-下行”波段，目前，我们正处于第 3 个波段的下行阶段。年初至今，REITs 价格整体持续走低，REITs 总指数下行幅度达到 9.7%，不同项目属性、不同底层资产类别均持续走低。为何持续下行？首先回顾历史走势，2022 年底之前，REITs 走势受债券市场走势影响较大，债市下行阶段一般 REITs 指数上行，债市上行也一般伴随 REITs 指数下行。2022 年底，疫情防控政策优化后，市场更侧重基本面，

REITs 指数走势与股指走势相关性增强。从 REITs 项目业绩表现来看，多数项目实际经营收入不及预期，部分出现明显下滑，呈现出易减难增的特点。此前，各 REITs 基本均处于较高溢价水平，市场持续下行，也是定价逐步理性化的结果。此外，投资者结构更加单一，机构投资者占据绝对主力，且还有进一步提升的趋势，机构行为及偏好一致性较强，流动性减弱，可能也是各类型 REITs 持续下跌重要原因。怎么看当前 REITs 的估值水平及后续走势？从绝对估值来看，当前产权类和特许经营权类 REITs 价格均来到相对低位，平均估值收益率产权类达到 5.17%，特许经营权类达到 7.83%，在各类资产中，实际上都已经具备较强性价比。再从相对估值来看，产权类 P/FFO 为 23.51，特许经营权类 P/FFO 为 11.84。在市场单边持续下行后，当前 REITs 市场估值已经明显降低。但机构投资者行为偏好一致性强、市场流动性偏弱，市场反弹或仍面临一定压力。

风险提示：REITs 项目经营问题未得到充分考虑，各项目绝对估值参数设置不尽合理，可供分配现金流中存在较多非常规因素影响未能剔除，经济基本面下行超预期

电厂日耗大幅改善：工业生产高频跟踪

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要：本周重点行业开工率指标涨跌不一，除石油沥青、唐山钢厂开工率有所回落外，其它重点行业开工率环比均有改善。此外，本周电厂日耗强势修复，环比大幅改善，读数超季节性水平。

风险提示：报告仅为市场跟踪，不构成投资建议。

城投债：各等级利差均上行：城投债利差动态跟踪（2023-06-09）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

总览：各等级利差均上行 06 月 09 日，城投债整体利差为 171.94bp，与 06 月 02 日比，上行 3.32bp。分评级来看，AAA、AA+、AA 城投债整体利差分别为 93.34bp、141.91bp、393.21bp，与 06 月 02 日比，AAA、AA+、AA 城投债整体利差分别上行 2.27bp、上行 5.69bp、上行 3.3bp。分省份：06 月 09 日，全国城投债信用利差为 171.94bp，各省份城投债信用利差大致可以分为五个梯队：第一梯队（400bp 以上）：贵州（808.02bp）、云南（475.94bp）、天津（461.97bp）；第二梯队（300-400bp）：辽宁（359.62bp）、吉林（321.46bp）、黑龙江（315.62bp）、广西（310.22bp）；第三梯队（200-300bp）：甘肃（241.99bp）、湖南（229.9bp）、山东（218.45bp）；第四梯队（100-200bp）：四川（188.54bp）、江西（165.51bp）、陕西（163.85bp）、新疆（148.95bp）、山西（160.97bp）、重庆（144.46bp）、湖北（139.12bp）、河南（118.46bp）、安徽（117.23bp）、西藏（116.69bp）、江苏（107.7bp）；第五梯队（100bp 以下）：河北（96.3bp）、浙江（82.08bp）、宁夏（81.3bp）、福建（79.75bp）、广东（58.98bp）、上海（55.64bp）、北京（53.2bp）。利差变动情况：分省份来看，利差上行幅度最大的省份为、甘肃（20.61bp）、重庆（7.87bp）、云南（7.73bp）、贵州（6.87bp），利差下行幅度最大的省份为四川（-0.07bp）。

风险提示：样本券代表性不足；本报告为市场情况监控，不构成投资建议；

每周债市观察（20230611）：每周债市观察 20230611

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

每周高频追踪（20230611）：一级发行 二级市场 流动性观察 海外观察

风险提示：本报告仅为市场监控，不构成投资建议

本周资产证券化市场回顾：资产证券化市场周报（2023-6-9）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

银行间市场 本周银行间市场无资产支持票据公开发行；有 2 期资产支持证券公开发行，规模 11.31 亿元。下周有 12 期银行间市场资产支持证券公开发行，无资产支持票据公开发行，公开发行总规模 114.62 亿元。本周银行间资产支持证券成交 127 笔，成交金额 135.69 亿元，基础资产类型包括住房抵押贷款(ABS)、优先有限合伙股份(ABS)、银行/互联网消费贷款(ABS)、微小企业贷款(ABS)、企业应收账款(ABS)、供应链应付账款(ABS)等。交易所市场 本周深交所无资产支持证券挂牌，上交所无资产支持证券挂牌。根据上交所和深交所公告，本周有 2 期资产支持专项计划通过上交所审核，2 期项目通过深交所审核，通过审核的 ABS 拟发行金额为 133.16 亿元。本周深交所企业资产支持证券成交金额 24.88 亿元，基础资产包括知识产权(ABS)、银行/互联网消费贷款(ABS)、一般小额贷款债权(ABS)、信托受益权(ABS)、微小企业贷款(ABS)、融资租赁债权(ABS)、企业应收账款(ABS)等。

风险提示：基础资产现金流风险，信用增级有效性风险。本报告仅为市场情况监控，不构成投资建议。

产业债高中等级利差上行，低等级下行：产业债行业利差动态跟踪（2023-06-09）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

行业整体 产业债高中等级利差上行，低等级下行。06 月 09 日，合计产业债行业利差为 41.83bp，与 06 月 02 日相比，上行 2.36bp。分评级来看，AAA、AA+、AA 级产业债整体利差分别为 31.76bp、104.32bp、184.4bp，与 06 月 02 日相比，AAA、AA+、AA 级分别上行 2.34bp、上行 3.03bp、下行 0.93bp。分行业来看，利差最高的行业为计算机、轻工制造、化工行业利差分别为 411.69bp、198.39bp、129.87bp。上游行业 采掘行业高中等级利差上行。06 月 09 日，采掘产业债行业利差为 23.7bp，与 06 月 02 日相比，上行 3.1bp。分评级来看，AAA、AA+ 级产业债整体利差分别为 23.74bp、20.3bp，与 06 月 02 日相比，AAA、AA+ 级分别上行 3.08bp、上行 5.08bp。中游

行业 钢铁行业高等级利差上行。06月09日，钢铁产业债行业利差为50.85bp，与06月02日相比，上行3.73bp。分评级来看，AAA级产业债整体利差为50.85bp，与06月02日相比，AAA级上行3.73bp。下游行业 房地产行业整体利差上行。06月09日，房地产产业债行业利差为42.69bp，与06月02日相比，上行2.82bp。分评级来看，AAA、AA+、AA级产业债整体利差分别为42.59bp、52.04bp、19.91bp，与06月02日相比，AAA、AA+、AA级分别上行3.03bp、上行0.14bp、上行0.25bp。服务行业 公用事业行业高中等级利差上行。06月09日，公用事业产业债行业利差为13.68bp，与06月02日相比，上行1.64bp。分评级来看，AAA、AA+级产业债整体利差分别为9.73bp、63.43bp与06月02日相比，AAA、AA+级分别上行1.54bp、上行6.31bp。

风险提示：信用风险事件频发，宏观经济失速下滑，本报告仅为市场监控，不构成投资建议。

同业存单净融资持续为负：同业存单周度跟踪（2023-06-10）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 本周同业存单市场跟踪—— 发行规模：同业存单发行规模下降，净融资额-146.8亿元（上周-1345.4亿元）。分主体看，国有行、股份行发行规模占比下降。分评级看，AA+评级的存单占比上升。 发行期限：同业存单发行加权期限下降至6.73个月（上周8.76个月），9M-1Y中长期期限存单发行占比下降。 发行成本：同业存单发行加权成本下降至2.26%（上周2.38%），国有行1Y存单发行利率2.33%左右。 发行成功率：同业存单发行成功率上升至90.25%（上周90.00%），城商行发行成功率上升，国有行、股份行、农商行发行成功率均下降。 二级市场收益率：1YAAA同业存单到期收益率下降至2.31%（周度环比-5.42bp）。

风险提示：货币政策不确定性，机构行为不确定性，市场走势不确定性。报告仅为市场监控，不构成投资建议。

怎么看美联储可能跳过6月加息？：海外宏观点评（2023-06-09）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 我们认为，美联储目前货币政策的重心仍在对抗通胀，但货币政策正逐步关注经济增长、就业与通胀影响的平衡问题。而调整政策利率，使其对经济活动具备足够限制性，是美联储实现其政策目标的关键手段。在评估货币政策对经济活动的限制性时，美联储最终观察的是通胀是否能够回到2%的目标。但从过程管理角度，美联储还会关注金融条件是否收紧，并且其中贷款条件是否收紧是重点内容。但如何调整政策利率，美联储又是受数据驱动的。近期数据表现颇为复杂，一方面，其未能指示明确的前景与宏观方向，但就业市场高景气度与通胀压力未进一步改善的现实又具有紧迫性；另一方面，美联储货币政策开始体现了一定的限制性，但美联储货币政策的限制性可能也存在一些结构性问题，其能否持续限制经济扩张，进而有效压制通胀，仍需进一步评估。在此情况下，美联储跳过6月加息不失为一种折中之举。如何看待后续美联储行为与美债利率？逻辑上，可能主要取决于当前货币政策是否具备足够的限制性。如果后续美国经济与通胀数据可能再度走强，美联储可能在7月重启加息，并存在进一步加息可能。届时美债利率上行空间可能打开，十年美债可能向前期内高点的4.0%左右靠近。如果后续美国经济与通胀数据逐步走弱，美联储将结束加息周期，但也不会马上降息，或选择较长时间维持高利率水平。十年美债短期内或仍是3.3-3.7%区间波动，但可期待后续回落可能。综合评估，站在当前位置，考虑近期美国偏强的经济数据，我们认为，目前还无法排除演变为情形一的可能。即美联储可能在7月重启加息，十年美债或升至4.0%左右。考虑到美国经济仍有较强韧性，且近期全球经济又开始呈现美国经济领先非美经济体的迹象。我们评估，后续美元可能持续走强。如果十年美债上行至4.0%左右，美元指数可能突破105.8的年内新高，升至107左右。届时人民币汇率将接近或升破去年高点的7.3这一关键点位。在人民币汇率贬值压力加大的背景下，对于国内的主要影响在于，内外均衡虽然对内为主，但是利率也不能太低。考虑到当下资金外流压力要显著大于2022年。央行一旦注重内外均衡，可能意味着资金利率难有进一步宽松，可能总体还是量宽价平的取向。考虑到目前债市曲线和空间结构状态，资金利率如果难有进一步下行，则长端进一步下行空间有一定阻滞，在预期仍不明朗的情况下，特别是考虑7月政治局会议之前，市场可能继续呈现拉锯的状态。

风险提示：美欧经济与货币政策调整超预期，中国经济基本面修复超预期，央行货币政策调整超预期。

行业公司

山东路桥（000498）：拟收购交建集团协同优势显著，看好公司成长前景

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

拟收购交建集团有望增厚利润，看好公司中长期发展

公司近日公告《关于收购交建集团股份的关联交易公告》，为避免同业竞争，整合路桥施工板块，公司拟以自有或自筹资金收购交建集团，向高速集团、设计院集团、材料开发集团支付股份转让款，并取得其分别持有的交建集团66.83%、13.27%及6.63%的股份，交易标的转让价格共计25.88亿元，收购完成后山东路桥将持有交建集团100%股份。转让方承诺，2023-2025年交建集团的实际净利润总额应高于11亿元，不足部分由转让方进行补充。

壮大资产规模发挥协同作用，解决同业竞争问题

交建集团为原齐鲁交通板块下属子公司，以路桥新建改扩建、路桥养护、桥隧加固及预防性养护等工程建设业务为主，22 年实现营收 57.9 亿，净利润 2.8 亿，主要客户为山东省内重要的高速公路和桥梁建设发包方高速集团，客户集中度较高，关联交易较多。此次收购，①将整合交建集团的施工业务板块，扩大上市公司的资产规模和公司实力，提升山东路桥市场综合竞争力。②交建集团在莱芜、烟台莱阳等地均设有养护基地，与山东路桥绿色养护基地可形成区位互补，大幅提升了养护基地的生产效率，降低了养护基地的管控成本。③解决高速集团与山东路桥的同业竞争问题。交易完成后，交建集团将挖掘区域公司潜力，紧盯新疆、内蒙、陕西等省外重点市场；利用区域公司、在建项目部、绿色养护基地等属地优势，拓展地方道路市场，提高客户多样化程度；同时积极开发其他业务板块，重点在桥梁元升、隧道维修、路面养护等细分板块市场谋求突破。

区域基建景气高增助力腾飞，省外市场开拓步伐扎实

23 年山东省交通投资计划完成 3100 亿以上，同比增速达 15%，22 年中标金额 876.2 亿，为 22 年收入的 1.35 倍，我们看好区域基建的景气度以及公司的竞争优势。在巩固山东传统市场的同时，加大对省外、国外市场开拓力度。扎根四川、云南、河南等重点区域，合理布局永临结合的绿色养护基地，推进“滚动式发展”，22 年国内省外中标 339.4 亿元，占比 38.7%。22 年公司加快海外业务布局，海外订单首次突破 60 亿，订单占比达 7.4%，首次开拓尼泊尔、坦桑尼亚、阿联酋、土耳其等多个国家市场。

看好此次收购的协同效应，维持“买入”评级

此次收购将整合路桥施工板块，进一步扩大公司资产规模和养护基地等协同生产效率，提升整体市场竞争力。考虑到订单结转和确认仍受到季节节奏的影响，我们略微下调 23/24/25 年公司归母净利润至 27/33/38 亿（前值为 29/33/38 亿），可比公司 23 年平均 PE 为 6.4 倍，认可给予 23 年公司约 5.5 倍 PE，对应目标价 9.52 元，维持“买入”评级。

风险提示：收购失败风险；收购推进节奏不确定性；拟收购标的业绩承诺及业绩补偿无法实现的相关风险；拟收购标的盈利能力波动的风险。

奥比中光（688322）：Apple Vision Pro 搭载 3D 传感器进入空间计算时代，公司全栈布局有望迎来收获期！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

苹果于 6 月 6 日在 WWDC 大会上正式发布其 MR 设备 Apple Vision Pro，并首次提出空间计算（spatial computing）概念。根据元宇宙与虚实交互联合研究院院长赵星，空间计算包括采集、获取、处理和交互三维化（3D）多模态数据的一系列理论、技术和工具。具体应用上，现阶段大部分空间计算应用场景包括三个步骤：1）用摄影测量、激光雷达等技术捕捉物理世界的物体并抽象为三维化模型；2）在空间维度上解析这些三维化模型及其数据；3）以人机交互技术纳入数字内容或进行人与数字内容的交互。

3D 传感器是 MR 设备获取 3D 内容的核心传感器，亦是进入空间传感时代的眼睛。Vision Pro 搭载 1 颗激光雷达和 2 颗深度传感器（用来处理 SLAM 空间环境感知、手势识别、三维建模等功能），是苹果首款 3D 相机，能以 3D 形式捕捉神奇的空间照片和空间视频，然后通过沉浸式的空间音频让用户再次体验珍贵的时刻，并能够将现有的照片和视频库以惊人的规模呈现出令人难以置信的效果，让用户感觉自己仿佛站在拍摄时的位置上，这意味着 Apple Vision Pro 正式带我们进入空间计算时代。值得一提的是，正是 3D 传感器（激光雷达和深度传感器）共同工作创建融合三维地图并准确呈现用户周围的环境，使得 Vision Pro 能够在空间中精确渲染数字内容。

公司是全球少数几家全面布局六大 3D 传感器（结构光、iToF、双目、dToF、Lidar 及工业三维测量）的公司，拥有全栈自研能力和全技术路线布局。公司坚持自主设计研发关键的一“芯”一“线”：“芯”是 3D 视觉感知深度算法的核心芯片，“线”则是 3D 传感摄像头模组的生产线，啃下难啃的“硬骨头”，从而抢占 3D 视觉感知行业高地。在芯片方面，公司已研发出 MX 系列 3 款深度引擎芯片、高分辨率结构光专用感光芯片、iToF 感光芯片、AloT 数字算力芯片、dToF 感光芯片等。在算法方面，公司制定了算法 IP 化、算法平台化双向技术路线，已量产结构光深度引擎算法、iToF 深度引擎算法、双目深度引擎算法，算法均实现了芯片 IP 化。在应用算法方面，公司已商用骨架跟踪、图像分割、三维重建、机器人 SLAM 等算法。

公司是行业领先的 3D 视觉感知整体技术方案提供商，目前正加速下游应用导入，致力于让所有终端看懂世界。公司以研发为核心驱动，研发投入占比高于多数行业可比公司（20-21 年数据），并组建一支 643 人的研发团队（截至 2021.12.31），持续高研发投入巩固公司核心竞争优势。我们认为公司成长逻辑可类比 10 年前科大讯飞“持续拓展智能语音应用场景，搭建产业生态圈”的成长路径，而 3D 视觉的成长空间与应用场景不输智能语音。我们预计公司 23-25 年营收分别为 5.26/8.36/12.54 亿元，对应 P/S 分别为 32/20/13，公司为国内 3D 视觉独角兽企业，看好 AI3D 视觉在 AGI 时代处于黎明前夜，维持“买入”评级。

风险提示：技术迭代创新风险、客户集中度较高的风险、应用场景商业化不及预期风险、供应链风险。

尚品宅配（300616）：数字化赋能+随心选发力，或激活二次成长

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

深耕定制家居，数字化加速赋能

公司主要从事全屋板式家具的定制生产及销售、配套家居产品的销售，并向家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务。

尚品宅配坚持“整体家居定制化”经营理念，是国内率先提出“全屋定制”概念的家居品牌，为消费者提供一站式家居定制服务。公司依托强大的软件技术、创新能力、先进的柔性化生产工艺、云计算和大数据实践，成为中国工业 4.0 样本。

在 2C 消费者业务领域，公司推出 BIM 整装，即实现软硬一体设计、销售，实现软硬一体数字化、信息化。把每一个客户家庭空间数字化，通过从前端所见即所得的设计，实现家装、家装主辅材、全屋定制家具及配套家居产品、装配式背景墙、软装配饰、电器等家居全品类的一站式配齐。

在 2B 产业互联网领域，HOMKOO 整装云赋能家装行业。公司整合全屋整装全产业链资源，通过数据智能、服务集成、共同的品质保证、资源的集中采购以及 SaaS 化工具等，帮助中小家装企业拓展全屋整装业务能力。

在 2B 海外输出领域，公司将全屋家具定制产业模式整体对海外合作客户输出，将供应链体系延伸到海外。

公司 2022 年营收 53.1 亿，同减 27.3%；23Q1 营收 8.1 亿，同减 25.5%，环比有所改善。公司主营业务包括家具行业、软件行业、O2O 引流服务、整装行业及其他。2022 公司归母净利润 0.5 亿元，同减 48.4%；23Q1 归母净利润-1.0 亿元，亏损收窄 4.9%。

以消费者需求为核心，全方位信息化、数字化

C2B 满足个性化需求，AI 深度赋能激活随心选优势

公司今年推出“随心选”全屋定制，是依托人工智能优势提供专业设计、个性定制及成品搭配，让消费者能随心选品、明白消费的一站式购齐全屋家居的消费新模式。与“随心选”全屋定制新模式共生的，还有“智慧供应链”的能力，基于自身搭建多年的智慧供应链平台，借助机场塔台式中央计划调度系统、SKU 多样化管理、智慧云端仓储管理，公司与诸多细分头部品牌达成紧密合作，超 100 家大牌、超 5000 款产品，为“随心选”全屋定制新模式和消费者需求保驾护航。

公司多年经营累积的海量“房型库”“产品库”“空间解决方案库”三大数据库，可以基于图形图像的房型搜索和云匹配技术，通过与客户的互动沟通，快速从空间解决方案库搜索到匹配的设计方案，经过再设计得出客户满意的个性化空间解决方案。同时，应用虚拟现实技术，通过自主开发的 I-Scan 家居体验系统将传统单调的产品展示方式，转变为以消费者体验为中心的全新 3D 数码展示方式。

最近尚品宅配上线 AI 设计助手；其根据实际户型、生活方式何风格，一键智能生成多个设计方案。设计师在与客户初次见面阶段，不能明确需求，使用 AI 设计助手可以先输出多个不同方案，基于这些方案与客户沟通，较大提升设计师谈单成功率。

线上线下渠道结合，奠定营销网络基础

线上营销和线下销售的有机结合，增强公司竞争力。公司已建立起“直营店+加盟店”的线下实体店与以“新居网”为互联网营销平台的线上渠道。在重点城市繁华区域设立直营店，直营店能够高效制定并执行销售政策，增强实体店销售渠道掌控能力，提升公司的整体盈利能力。一线城市以外的其他地区通过加盟方式进行市场开拓，有效抢占终端零售市场并提升品牌知名度。

随着电商消费习惯形成，消费者花费更多时间在互联网浏览挑选产品，通过互联网展示平台吸引客户为线下实体店吸引客流，而实体店为消费者提供真实产品体验展示，提供良性互动与优质服务最终促成交易。

公司通过新居网引流，促成“尚品宅配”“维意定制”两大品牌定制家具，以及其他家居配套产品的交易，为公司定制家具及配套家居产品的线下销售提供了线上营销平台支持。

首次覆盖，给予“增持”评级。

尚品宅配能从橱柜、衣柜发展至率先提出做全屋定制，靠的是工业 4.0 智造工厂带来的大规模个性化生产方式和数字化应用带来的商业模式创新。而今天，尚品宅配再度凭借 AI 设计工厂所带动的智慧设计平台充分赋能销售端设计师，以智慧及体验型供应链来服务新的流程和新的商业模式，促使全屋定制向定制 5.0 时代跃进，推动行业进入随心选新模式新阶段。

公司依靠子公司圆方软件在家具设计软件及信息系统领域的创新与积累，创新实现了家具产品设计数码化、生产制造流程数字化和全屋家具的大规模定制，能够满足不同客户的个性化定制需求。公司自主开发的智能化自动拆单系统、自动排产系统等系统，对终端销售店面汇集过来的订单进行自动审核和拆分，将订单中的具体家具产品结构分

拆为若干个零部件，并将一定数量同类板材的订单合并为一个批次，按批次而不是按照订单组织生产，最终实现了非标准零部件的个性化柔性化生产，解决了行业内定制产品无法规模化、低成本制造的难题。

我们预计公司 23-25 年收入分别为 61、69、78 亿元，归母净利分别为 2.4、3.1、3.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.2、1.6、1.9 元/股，PE 分别为 18、14、12x。

风险提示：住宅房地产政策及市场变化；市场竞争加剧；加盟模式；主要原材料价格波动；产品和服务质量等风险；测算具有主观性。

苏美达（600710）：现金流改善，价值有望重估

陈金海 chenjinhai@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521060001

公司激励优厚，业绩持续增长

苏美达是央企国机集团控股公司，主要从事大宗商品和机电设备进口供应链，造船、光伏、纺织服装、发电机组、环保工程等产业链业务。2016-2022 年营业收入、营业利润、净利润等年化增速 20%左右，其中净利润持续高增长，尚未出现过下滑。我们认为高增长的重要原因是核心业务子公司由骨干员工持股 65%，公司和员工之间形成“利益共同体”、“事业共同体”、“命运共同体”，优厚的激励促使员工不断开拓业务、公司持续高增长。

造船、光伏等业务有望高增长

2023 年苏美达的造船、光伏等业务有望高增长。2021 年苏美达承接新造船订单数量大幅增长、价格大幅上升，我们预计 2023-2024 年新船交付金额有望增长 45%和 47%，毛利率有望明显上升。光伏和环保行业快速发展，苏美达的业务有望继续保持高增长。纺织服装和户外动力工具业务，苏美达依托竞争优势，有望保持增长韧性。全球经济低迷，大宗商品供应链和机电设备进口业务在低谷期，未来有望随着经济复苏而回升。

现金流充足，价值有望重估

苏美达的现金流优于同行，应该给予更高的 PE 估值。2017-2022 年，苏美达的经营性净现金流超过净利润的 2 倍，“经营性净现金流/净利润”好于国内商贸公司和大宗供应链公司，也好于部分日本商社。相同盈利情况下，苏美达的 DCF 贴现价值更高，应该给予更高 PE 估值。现金流好的原因是上下游占款能力强：营收占比高的钢材、石化和煤炭贸易、机电设备进口等业务，很少给客户账期，反而要收取预付款。现金流好的结果是有息负债大幅下降、利息支出减少，未来发展可能不依赖股权或债权融资。

盈利预测与目标价

我们预计 2023 年净利润增速下滑，2024 年增速有望回升。2023 年全球经济低迷，大宗商品价格下跌拖累供应链业务增长。2024 年全球经济有望复苏，大宗商品价格有望回升，供应链业务增速有望加快。我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.78、0.95、1.12 元/股，增速 11%、22%、18%。综合 AE 估值法和可比公司 2023 年 Wind 一致预期平均 PE，给予苏美达的目标价为 10.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大宗商品消费需求减少，大宗商品价格下跌风险，应收款坏账增加风险，汇率和利率波动风险，子公司管理风险，股价异常波动风险

永福股份（300712）：电力能源综合服务商，轻资产&数字化赋能成长

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

订单释放高弹性，转型电力能源综合服务商，给予“买入”评级

永福深耕电力行业多年，致力于成为电力能源综合服务商，22 年推出了户用光伏电站系统集成产品及服务、数字能源产品及服务，股权激励计划提振员工积极性，助力公司高速成长，短期受益于新签订单带动的业绩释放，长期受益于风光储景气度上行及数字化平台对于传统行业的赋能，看好公司“一体两翼”发展战略，预计公司 23-25 年归母净利润 1.6/2.3/3.2 亿，给予公司 23 年 50 倍 PE，目标价 43.29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

看点一：转型电力能源综合服务商，覆盖电力能源项目全生命周期

电力能源综合集成解决方案涵盖电力能源规划、新能源、储能、电网、清洁能源及综合能源板块，可为客户提供项目开发、规划咨询、勘察设计、EPC、智能运维等全生命周期服务并进行数字化方案移交，并拥有电力行业全产业链系列资质，含电力设计最高资质等级——工程设计（电力行业）甲级资质。截至 22 年底新能源方面公司光伏装机容量已突破 2.4GW。23 年 4 月公司中标浙江丽水用户侧 1.2MW/2.8MWh 储能 EPC 项目，拓展用户侧储能赛道。海上风电吸力桩技术引领，2022 年以来公告已披露的海风项目约 7 亿。特高压勘察设计能力居全国第一梯队，电网及清洁能源解决方案经验丰富，专业实力过硬。与“五大四小”等电力投资企业保持长期稳定的合作关系，紧抓“一带一路”发展机遇，加速国际布局。

看点二：积极开拓户用光伏业务，首创“产品+服务”的轻资产商业模式

2022 年永福绿能进军户用光伏市场，推出装配式户用光伏电站系统集成产品，并与国央企合作，全国首创将电力能

源投资商传统的商业开发、建设、运营模式改为批量购买产品（户用光伏电站）+服务的模式，规模化开发户用屋顶光伏。22 年报显示已在福建仙游县、福安市推行全县户用光伏开发及产品交付，同时布局福建全省 9 地市、20 多个县（市、区）开展“整县推进”户用光伏电站开发，已初具规模，未来可在国内其他省份及东南亚等区域推广。22 年户用光伏产品首次实现营收 0.85 亿，23 年初新签户用光伏产品总合同额为 8.71 亿元，业绩有望持续释放。

看点三：数字能源产品多点开花，数字化业务赋能公司成长

永福打造“软件平台+系统集成+数字服务”的模式，为客户提供数字储能、数字光伏、数字电网三大序列产品，发布福瓴(Fullink)系列核心平台，深度培育智慧运维等新兴业务。已完成 170MW 分布式光伏监控系统集成；储能 EMS、新能源集控系统、储能电池智能诊断系统、储能云平台、光伏云平台、SEtools 智能电气二次设计系统产品均实现销售零突破，可提供数字能源的整体解决方案。同时通过运用数字化技术将项目资源转化为后期运维项目资源，提升公司核心竞争力及项目收入，为公司长期发展赋能。

风险提示：风光储需求不及预期、业务拓展不及预期、项目投资及并购整合风险、数字化产品开发不及预期等。

建筑材料：政策预期或继续改善，继续看好地产链修复机会

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

销售景气回落或进一步提升政策预期

据 Wind，0603-0609 一周，30 个大中城市的商品房销售面积绝对值环比明显回落，且出现了同比负增长的情况，销售端景气度较前期进一步走低。与此同时，结合 5 月-6 月初玻璃和水泥的产销及价格情况，我们判断地产施工和建材链条景气度目前也处于偏低水平。在此种环境下，我们认为市场对后续地产进一步出台支持政策的预期有望进一步提升。上周经济日报发文称，房地产市场仍处于调整期，有关部门和各地持续出台支持政策，放松购房限制，减轻资金压力，加大金融支持，而政策的落地见效需要一定时间。华尔街见闻等媒体也报道金融监管机构调研房地产市场和金融风险变化情况。同时上周部分银行调降了部分期限的存款利率。

地产链品种在过去两周表现较好，我们认为短期政策有望继续驱动地产链估值回升，但基本面短期或仍受制于行业销售偏低景气和仍有待回暖的地产融资。我们继续维持此前的观点，认为新开工端中短期已处于偏底部区间的可能性较大。但从基本面角度看，后续若资金环境改善，竣工段建材需求或仍具备短期向上弹性。

消费建材行业景气或已接近底部区间，新能源品种成长性有望持续兑现

1) 消费建材 21FY/22Q1-3 受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23Q1 起基本面已基本企稳，Q2-4 有望持续改善。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道；2) 新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气 and 国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期；3) 当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量；4) 塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似；5) 水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化；6) 玻纤当前价格处于相对低位，后续风电等需求启动有望带动行业去库涨价。

行情回顾

过去五个交易日（0605-0609）沪深 300 跌 0.65%，建材（中信）涨 0.66%，子板块中消费建材、水泥涨幅较好，其余子板块表现较弱，我们判断上周行情仍然体现了市场对地产政策后续偏乐观的预期。个股中，松发股份、兔宝宝、华立股份、雅博股份、伟星新材涨幅居前。

投资建议

东方雨虹，鲁阳节能，旗滨集团，时代新材（与化工/电新联合覆盖），山东药玻（与医药联合覆盖）。

风险提示：基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期；地产产业链坏账减值损失超预期。

农林牧渔：2023 年第 23 周周报：仔猪价格下行加强去化逻辑，重点推荐养猪板块机会！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

1、生猪板块：5 月机构能繁环比为负，仔猪价格回落强化去化逻辑。

1) 本周猪价维持低位。截至 6 月 10 日, 全国生猪均价 14.38 元/kg, 较上周末上涨 0.56% (智农通); 本周 15kg 仔猪价格 565 元/头 (上周为 622 元/头), 环比降幅扩大; 50kg 二元母猪价格环比略降。供应端, 本周出栏均重为 121.38kg, 仍高于正常水平。需求端, 天气转热导致需求较弱, 本周样本企业日度屠宰量继续环比下降 0.62%, 本周毛白价差环比持平略减, 屠宰端被动入库增多, 本周屠宰场冻品库容率为 25.93% (环比增 1.73pct)。行业持续亏损带动去化加速, 根据涌益数据显示, 5 月样本点能繁母猪存栏量环比-0.93% (4 月为+0.04%)。消费低迷或带动近期猪价处于低位, 且不排除进一步下跌可能性, 资金紧张&猪价上涨预期破灭&仔猪价格回落情况下, 或将进一步加速行业产能去化。

2) 估值相对低位, 生猪板块价值凸显! 从头均市值角度, 对应 2023 年预估出栏量, 当前上市公司头均市值来看, 其中巨星农牧 4000-5000 元/头; 新五丰、牧原股份 3000-4000 元/头; 温氏股份、华统股份、金新农 2000-3000 元/头; 京基智农、天康生物、唐人神、傲农生物、新希望、天邦食品 1000-2000 元/头; 大北农低于 1000 元/头, 多头均市值仍有显著上涨空间; 从市净率角度看, 大部分公司也都处于历史相对底部区间 (数据截止 6 月 11 日)。标的上, 当前阶段, 【板块β配置、优选弹性】, 大猪首推温氏股份、其次建议关注牧原股份、新希望; 小猪建议重点关注: 新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物、华统股份, 其次建议关注傲农生物、中粮家佳康、天邦食品、京基智农、金新农等。

2、禽板块: 估值安全边际凸显, 重视周期反转机会!

1) 海外禽流感形势严峻, 引种叠加进口鸡肉双重压力下, 我国鸡肉供给或明显紧缩。航班问题发酵, 引种不确定性加强; 此外, 南美多国禽流感问题估计也影响部分鸡肉进口, 或进一步加大鸡肉供给。

2) 本周鸡价震荡下跌。商品代鸡苗价格上涨, 本周均价 2.41 元/羽, 环比-3.21%, 同比-5.86%; 毛鸡价格震荡回落, 本周均价 9.23 元/公斤, 环比-2.02%, 同比-3.95%; 鸡肉综合品本周均价 10950 元/吨, 环比-2.67%, 同比+0.92%, 经销商走货一般, 后续重点关注端午节前备货情况 (截止 6 月 9 日, 博亚和讯)。

3) 白鸡产业磨底近 3 年, 产能持续去化。祖代引种缺口已成, 且种鸡结构中部分换羽难度较大, 效率不高, 缺口或更大。重视白鸡空间! 首推【圣农发展】(白鸡育种自主可控, 食品板块快速增长, 估值相对位于历史较低区间), 建议关注【益生股份】(父母代鸡苗龙头企业, 909 量增显著)、【民和股份】(商品代鸡苗, 价格弹性高)、【禾丰股份】(白鸡养殖成本优势强, 饲料后周期弹性)、【仙坛股份】(白鸡养殖稳健增长, 深加工比例提升) 等。

3、后周期: 饲料板块, 重点推荐基本面拐点+估值相对底部的海大集团; 动保板块, 重视新大单品打开盈利空间。

1) 饲料板块重点推荐【海大集团】: 重视业绩拐点带来的主升浪! 一方面, 海大核心利润来源水产料赛道, 在较高市占率带来的定价权下, 盈利有望进一步提升, 近期鱼粉受秘鲁配额影响显著上涨, 预计海大原材料采购及配方优势将进一步凸显; 另一方面, 畜禽料, 公司将进一步发挥采购、配方、管理优势, 强化成本管理水平, 有望实现超额增长, 加速市占率提升。

2) 动保板块: 重视新疫苗产品推出, 或将进一步打开行业成长空间! 技术路径方面, 亚单位凭借安全性的优势, 有望率先取得积极进展。重点推荐: 【普莱柯】(研发兑现+产品补齐+营销升级, 业绩有望持续增长)、【中牧股份】(央企背景动保龙头, 产品线布局齐全)、【生物股份】(行业龙头, 研发、工艺、渠道显著领先)、【科前生物】(非强免疫苗龙头, 核心产品市占率持续领先)、【回盛生物】(动保化药领先公司), 建议关注: 【瑞普生物】(禽疫苗为代表的经济动物板块有望延续高增长, 宠物板块打开未来成长空间)。

4、宠物板块: 宠物食品出口同比改善! 国内宠物消费韧性较强, 618 迎开门红, 看好国产品牌崛起机会!

1) 宠物出口估计拐点已现。2022 年下半年开始, 受下游海外客户调整库存周期影响, 宠物食品出口总体承压。2022 年 9 月开始宠物食品出口额出现下滑并一直持续至 2023 年 3 月。根据海关数据, 4 月宠物食品 (零售包装狗食或猫食饲料的罐头) 人民币出口额同比增长 10.7%! 宠物食品出口明显改善!

2) 618 迎开门红, 重视国产品牌发力。天猫宠物发布了 618 期间第一阶段销售战报, 截至 5 月 31 日-6 月 3 日, 天猫宠物类目 660 个店铺成交同比超 100%, 242 个品牌同比超 500%。618 预售首日中宠股份国产品牌“领先”前 1 小时销售同比+265%; “顽皮”前 1 小时超去年首日全天, “真致”前 2 小时超去年首日 (天猫平台); 佩蒂股份品牌“爵宴”首日天猫平台前 1 小时超去年首日全天, 爵宴鸡鸭肉干单品成交 3 万+。国产品牌表现持续强势!

我们认为, 多重利好之下, 宠物食品领先公司业绩有望迎来明显拐点。重点推荐【中宠股份】、【佩蒂股份】等。

5、种植板块: 关注河南小麦收获情况, 农业农村部发布 2023 年农业重大引领性技术, 种业战略地位明确!

1) 农业农村部发布 2023 年农业重大引领性技术、主导品种与主推技术, 目的是发挥科技对提升全国粮油等主要作物大面积单产的支撑作用, 加快优质品种和先进适用技术推广应用, 满足当前生产急需和未来产业发展需要。我们认为在粮食安全大背景下, 我国转基因政策持续出台, 生物育种方向坚定。转基因技术储备丰富的公司有望在转基因种业市场取得先发优势。

2) 本周 (截至 6 月 9 日) CBOT 大豆价格上涨 2.61%, CBOT 玉米价格下降 0.74%。截至 6 月 9 日, 国内玉米现货均价达 2768 元/吨, 较上周上涨 0.44%; 国内大豆现货均价达 4774 元/吨, 较上周持平。近期河南小麦出现因降雨无法收获、在田间的麦粒发芽、发黑等现象, 关注后续收获情况。

3) 重点推荐: ①种子: 【隆平高科】、【大北农】、【登海种业】、【荃银高科】。②农资: 【新洋丰】(与化工组联合覆盖)。建议关注: ③种植: 【苏垦农发】。④农业节水: 【大禹节水】。⑤油脂加工: 【道道全】。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气；进口变动

非银金融：当前时点建议关注保险优质标的

周颖婕 zhouyingjie@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521060002

周观点：

6月8日起多家国有大行将正式调整人民币存款利率。其中，有大行的定期存款整存整取产品中，3个月期、6个月期、1年期挂牌利率保持不变，分别为1.25%、1.45%和1.65%，较6月7日，2年期挂牌利率下调10个基点至2.05%，3年期和5年期挂牌利率均下调15个基点分别至2.45%和2.5%。

我们判断，银行5年期定存后续或将进入2.5%时代，对比定存，保险产品预订利率从3.5%降至3%后仍有相对竞争力。我们认为，当前市场对于23Q3定价利率下调后的负债端走势或存在不确定性，但储蓄险需求端仍然旺盛，新的3.0%定价利率产品上线后对销售端的影响或仅限于Q2提前消耗部分客户需求，预计23Q3负债端表现有望转好，经历3个月左右的调整周期后，储蓄险有望重回高增长。

当前保险板块重回估值低位，或一定程度上释放了市场对于三季度负债端走弱以及后续经济预期偏悲观的担忧。当前时点，建议关注保险优质标的。

个股层面，建议关注：（1）保险方面，关注负债端表现较好，增速较快的中国平安/中国太保。（2）券商方面，关注兼具概念与弹性的标的中国银河/光大证券/中金公司。

核心数据追踪：

- 1) 经纪业务：本周日均股基成交额9997亿，环比-6%；年初至今日均股基成交额10493亿，同比+1%。
 - 2) 融资融券：截至6月8日（9日数据未更新），两市两融余额为1.60万亿，环比持平，较年初-4%。
 - 3) 投行业务：本周8单IPO上市，较上周增加1单；年初至今IPO规模1831亿，同比-36%。本周4单再融资，较上周增加2家；年初至今再融资规模4355亿，同比+7%。
 - 4) 公募基金：本周指数型基金平均预估申赎比为1.35，预计资金净申购；普通股票型、偏股混合型、偏债混合型、平衡混合型平均预估申赎比分别为0.97、0.92、0.59、0.34，预计资金净赎回。
- 新发基金方面，本周新成立权益基金规模24亿元；年初至今新成立权益基金规模1530亿，同比-19%。
- 基金经理行为方面，6月共8只基金暂停大额申购，2只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。
- 5) 场外衍生品：截至23年4月，期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金1.97万亿，环比+2%，同比-7%。
 - 6) 国债收益率：截至6月9日，中债国债10年期到期收益率为2.67%，较上周-3bps，较年初-15bps；十年期国债750移动平均为2.92%，较上周小幅下行，较年初+1bps。
- 截至6月9日，券商板块PB(LF)1.16x，位于2018年以来5.3%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的PEV估值分别为0.79、0.59、0.50、0.43、1.67及0.14，分别处于自2012年来的25.3%、7.7%、10.9%、9.8%、32.3%及3.0%分位数。

风险提示：改革推进不及预期；资本市场大幅波动；居民资产配置迁移不及预期

建筑材料：玻纤周跟踪：5月末库存环比小幅增加，继续关注需求恢复节奏

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

景气继续筑底，关注库存下降持续性节奏，重点关注国内需求恢复节奏。粗纱产销基本平稳，国内需求有所恢复但仍偏疲弱。粗纱价格经历前期较快向下调整后基本处于历史偏底部区域，成本较好支撑价格。5月末库存环比增加，库存绝对值处于历史偏高位置，但已有积极变化。重点应关注需求改善节奏（内需如工程、风电及汽车，同时关注出口情况），需求成长前景较好。近期玻纤纱及制品出口量价大致企稳。我们判断23年新增玻纤产能供给冲击相对有限，同时应重视协会新增产能有序扩张的持续引导。我们认为粗纱价格压力23年或有机会逐步被消化，行业景气度有机会向上，重点关注两方面：1) 国内需求恢复节奏、2) 新产能投放节奏等。

本周电子纱、电子布价格稳定，关注PCB等景气改善节奏。本周电子纱、电子布价格稳定，总体价格处于历史底部区域，关注补库需求及后续CCL、PCB开工回升节奏，电子纱电子布价格或有一定持续向上机会。本周电子布供给无产线变化。中国巨石电子纱及电子厚布产能持续扩张，份额稳步提升；宏和科技高端电子布技术有优势（全球第一梯队），逐步实现高端电子纱自供，关注黄石纱布项目投产节奏及运行效果。

关注景气修复机会，板块配置或有较好性价比。市场交易重心逐步偏向行业景气修复机会。玻纤板块主要上市公司估值在历史底部区间（主要上市传统玻纤企业23年PE低于10x），中长期配置或有较好性价比，后续行业景气若较好向上或驱动板块估值修复。继续建议重视叶片效益或迎拐点、隔膜量利延续双升、玻纤业务筑底或逐步向上，新材料平台羽翼不断充实的中材科技；同时继续推荐全球龙头地位稳固、坚定推进降本/扩规模/产品结构高端化、中

长期有成长的中国巨石；此外亦建议重点关注长海股份（与化工团队联合覆盖、受益出口高景气、新增产能或提速）、山东玻纤（二线优质玻纤企业，有较好成长弹性）、宏和科技（与电子团队联合覆盖、技术优势明显、黄石纱布项目逐步贡献效益）。

风险提示：玻纤新增产能投放超预期，新产能规划超预期，下游需求低于预期（风电、汽车、电子等）。

通信：AI 和数字经济或仍为全年强主线，主设备、光纤光缆招采持续推进

唐海清 tanghaiqing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517030002

本周行业重要趋势：

亨通、烽火等 10 家中标中国移动蝶形光缆产品集采

从中国移动官网获悉，中国移动近日公示了 2023 年至 2024 年蝶形光缆产品的集采结果，亨通、烽火、中天、长飞等十家中标。据此前中国移动发布的集采公告显示，本次采购的蝶形光缆产品预估采购规模约 500 万芯公里，折合 477.58 万皮长公里，项目总预算 11.856 亿元（不含税）。本项目采用份额招标，中标人数量为 8 至 10 家。

中国移动 5G 无线主设备集采：超 77 亿大单落地

备受业界关注的中国移动 2023 年至 2024 年 5G 无线主设备集中采购项目公示了中标候选人。从网络用频角度来看，本轮集采分为 2.6GHz/4.9GHz，以及 700M 两个项目。其中，2.6GHz/4.9GHz 5G 无线主设备采购规模约为 6.38 万站，分为两个标包；5G700MHz 宏基站采购规模约为 23141 站，分为三个标包。从中标情况来看，华为在所有标包中均取得了超过 50%+ 的份额，中兴通讯紧随其后，爱立信、诺基亚贝尔、大唐移动也都有所斩获。从中标金额来看，据 C114 粗略测算，华为中标金额接近 41 亿元，中兴通讯中标金额超过 20.7 亿元，爱立信中标金额超过 6.3 亿元，大唐移动中标金额接近 5.5 亿元，诺基亚贝尔中标金额超过 4 亿元。

本周投资观点：

AI+数字经济共振的算力方向仍为强主线，但逐步进入到去伪存真阶段。我们推荐把握 AI 算力方向核心受益的优质标的以及高景气格局好的细分赛道方向：1）AI 和数字经济仍为强主线，未来需要紧抓核心受益标的：ICT 设备、光模块/光芯片、PCB、IDC/液冷散热、GPT 应用、电信运营商（数字经济+工业互联网）等相关公司都有望迎来新机遇。2）“天地一体化”为 6G 重点方向，建议关注通导遥各细分赛道。3）海风未来几年持续高景气，海缆壁垒高&格局好&估值低，投资机会凸显。

一、人工智能与数字经济：

- 1、网络设备基础设施：重点推荐：中兴通讯、紫光股份（计算机联合覆盖）；重点关注：锐捷网络；建议关注：东土科技、映翰通、三旺通信等；
- 2、光模块&光器件：中际旭创、天孚通信、源杰科技（电子联合覆盖）、新易盛、博创科技、仕佳光子、光库科技、中瓷电子（新材料联合覆盖）、太辰光、剑桥科技、光迅科技；
- 3、低估值、高分红：中国移动、中国电信、中国联通。
- 4、光纤光缆：重点推荐：亨通光电、中天科技，建议关注：长飞光纤（光纤光缆量价齐升）、永鼎股份（光通信复苏，汽车线束增量空间）；
- 5、IDC&散热：重点推荐：科华数据（电新联合覆盖）、润泽科技（机械联合覆盖）、润建股份、紫光股份（计算机联合覆盖）、奥飞数据（计算机联合覆盖）、光环新网。建议关注：英维克、高澜股份、申菱环境、海兰信（UDC）、数据港等；
- 6、云办公&云应用：重点推荐：亿联网络（混合办公，完善产品矩阵）；建议关注：星网锐捷、梦网科技（富媒体短信龙头）、会畅通讯等；
- 7、通信+AI/CG 应用：关注：彩讯股份、梦网科技。
- 8、终端设备和仪器：威胜信息、必创科技（机械联合覆盖）等

二、6G 与卫星互联网：

国防信息化建设加速，军工通信补短板；中国星网成立后，低轨卫星迎来加速发展阶段，建议关注：盛路通信、铖昌科技、上海瀚讯、海格通信、华测导航（计算机联合覆盖）、信科移动。

三、通信+新能源：

- 1、通信+海风：重点推荐—亨通光电、中天科技；
- 2、通信+储能/光伏：重点推荐—润建股份、科华数据（电新联合覆盖）、拓邦股份（电子联合覆盖）；关注：英维克、意华股份等；
- 3、通信+智能汽车：关注：激光雷达（天孚通信、中际旭创、光库科技等）；模组&终端（广和通、美格智能、移远通信、移为通信等）；传感器（汉威科技&四方光电-机械联合覆盖）；连接器（意华股份、鼎通科技等）；结构件&空气悬挂（瑞玛精密）

风险提示：AI 进展低于预期，下游应用推广不及预期，贸易战等风险。

新兴产业：奥驰亚完成收购 Njoy，美国特拉华州将娱乐用 cannabis 合法化

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

本周关注：1、奥驰亚以约 27.5 亿美元资金完成对 Njoy 的收购；2、美国特拉华州将娱乐用 cannabis 合法化，并征收 15% 的消费税。

1、奥驰亚（Altria）发布公告：以约 27.5 亿美元资金完成对 Njoy 的收购

对于收购 Njoy 事项，奥驰亚表示已通过 20 亿美元的定期贷款、商业票据和可用现金的组合为交易现金支付提供了约 27.5 亿美元的资金，并且预计该收购交易将在 2025 年增加现金流，并在 2026 年增加调整后的摊薄每股收益，同时预计到 2027 年，该交易的投资资本回报率将超过目前的加权平均资本成本。并且奥驰亚表示，预计将在 7 月 15 日之前从菲莫国际收到 17 亿美元的最终付款（加上利息），作为总计 27 亿美元的 IQOS Tobacco Heating System 过渡协议的一部分，并将用这些收益来减少未偿还的定期贷款余额。

收购完成后 NJOY 电子蒸汽产品将由奥驰亚的全资子公司 NJOY, LLC（NJOY）销售，NJOY 的新任总裁兼首席执行官是 Shannon Leistra，其曾担任 Altria Client Services LLC 的高级副总裁兼消费者体验官（CXO），在销售和品牌管理组织中拥有丰富的领导经验。NJOY 的产品将由奥驰亚集团分销公司分销，奥驰亚团队将专注于优化 NJOY ACE 品牌主张，包括 1）增强 ACE 的品牌资产，以提高品牌在成年吸烟者和成年电子烟用户中的知名度和吸引力，2）识别和解决现有的机会商店，例如分销差距和商品销售改进。同时奥驰亚正在努力加强 NJOY 的全球供应链，为与长期 ACE 扩张计划相关的预期销量增长提供可持续支持，公司现已经为最初的 ACE 扩张阶段确定了总共约 70000 家美国零售店（包括现有商店）。全年业绩指引方面，奥驰亚预计 2023 年全年调整后摊薄每股收益将在 4.89 美元至 5.03 美元之间，较 2022 年调整后摊薄每股收益 4.84 美元的增长 1%-4%。

2、美国特拉华州将娱乐用 cannabis 合法化并征收 15% 的消费税

4 月 25 日，美国特拉华州民主党州长宣布将该州娱乐用 cannabis 合法化，意味着特拉华州将成为美国第 22 个实现娱乐用 cannabis 合法并建立规范化管理的州。营业执照最快将在今年夏季发放，并且该州宣布征收 15% 的消费税。投资建议：1）雾化产业链：重点推荐-思摩尔国际（全球雾化设备生产商龙头）；建议关注：雾芯科技、金城医药、润都股份。2）烟草供应链：建议关注：中烟香港、劲嘉股份（与轻工组联合覆盖）、华宝国际、中国波顿、集友股份、顺灏股份、东风股份。

风险提示：新型烟草政策变动风险；销售/企业发展不及预期；市场竞争加剧的风险；工业大麻与中间型大麻、娱乐大麻与毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加。

轻工制造：家具优于大盘，保温杯表现突出

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

2023 年 1-4 月，中国家具及零件累计出口 216.4 亿美元，同比-4.8%，单 4 月出口 60.5 亿美元，同比+0.6%，环比-4.5%。2023 年 1-4 月，越南木材及木制品累计出口 38.6 亿美元，同比-31.3%，单 4 月出口额 10.5 亿美元，同比-30.0%，环比-12.5%。

中国出口集装箱运价指数（CCFI）周度环比-0.8%稳步下降，美东/美西/欧洲航线环比分别-2.9%/-0.5%/+0.2%，目前已基本回落至 20 年初水平。运费稳步回落、出货节奏逐步恢复常态，公司库存及资金周转情况有望持续优化。伴随运费逐步回落，下游客户需求或将逐步释放，ODM 企业与下游客户的议价难度有望缓解。

受通胀及补贴退坡的影响，耐用消费品需求预期将逐步回归均值，需关注结构性分化。家具行业中，办公椅单月增速、累计增速自 23 年 3 月起高于家具行业增速，23 年 1-4 月出口额累计同比+12%；沙发品类出口体量较大，下滑幅度逐步收窄，23 年 1-4 月出口额累计同比-10%。保温杯仍保持较高景气，23 年 1-4 月出口累计同比增速为 17%。长期看好供给端集中度提升、龙头竞争优势进一步加强。从供需格局角度看：（1）供给端：2021 上半年上市出口企业收入显著增长而盈利承压，下半年依旧受限於海运运力紧张、原材料压力及人民币升值压力，出口板块细分行业增速逐步下行，在行业长期高压下，不排除部分中小产能出清的可能，行业集中度或进一步提升；（2）需求端：20 年全球疫情爆发，海外耐用消费品需求持续高增，21 年下半年以来伴随疫情好转等影响，海外产能逐步恢复，需求或趋于平稳增长。长期来看，（1）行业层面：中国在全球供应链中的地位稳固，相关产业配套齐全，越南具备政策及劳动力成本优势；（2）公司层面：家居出口龙头抗风险能力强，率先布局海外产能，生产供应稳定性较强，在海外市场的竞争优势进一步加强。推荐细分赛道龙头、【嘉益股份】（与家电联合覆盖）、【海象新材】，建议关注出口占比高的家居龙头【顾家家居】、【敏华控股】，单品类渗透率提升的【共创草坪】、【匠人家居】、【浙江自然】。

风险提示：疫情反复风险、汇率波动、原材料价格波动、国际贸易政策不确定性等。

非银金融：基金投顾业务管理规定征求意见稿点评：试点转常规，看好基金投顾长期发展！

周颖婕 zhouyingjie@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521060002

事件：6 月 9 日，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》（征求意见稿）。

起草背景：我国基金投顾试点自 19 年 10 月以来稳步推进，但仍存在规则供给不足、部分机构“重投轻顾”和服务存在“产品化”倾向等问题。此规定旨在推动业务试点转常规，发展买方中介队伍，健全资本市场财富管理功能。

核心看点：

- 1) 将配置私募证券投资基金等产品纳入规范。此前“试点通知”（《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，下同）规定组合策略建议标的应为公募产品或经由证监会认可的同类产品，本次规定将私募证券投资基金纳入规范，并明确单一客户配置比例、总配置比例、投资基金范围等限制。纳入私募证券投资基金有望强化对高净值客群的服务能力，加速机构财富管理转型。
- 2) 为个人养老金投顾服务预留空间。规定提出要引导基金投顾服务于满足居民多样化养老需要，拟待将来个人养老金制度相对成熟定型后适时引入基金投资顾问。
- 3) 较“试点通知”，进一步强化对“顾”和“投”的规范。例如要求对交易频繁的基金组合策略以交易佣金抵扣投资顾问服务费等。同时优化对投资分散度的限制要求，如将单个基金投顾机构，所有管理型客户配置单只基金总份额的限制从 20% 提升至 50%。

投资建议：截至 Q1 末，我国基金投顾试点机构达 60 家、服务客户总数达 524 万、管理规模达 1464 亿元，但对公募行业的渗透率仅 0.5%；我们看好试点转常规后，随着参与机构增加、业务范围拓展、客户认知提升，买方投顾生态逐步建立。

建议关注：1) 公募基金投顾特色鲜明的标的：东方证券、华泰证券；2) 买方投顾厚植优势的标的：中金公司（22 年末中国 50 等买方投顾产品保有量近 800 亿）。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；规则落地不及预期；正式版本与征求意见稿存在差异

港股周报（2023.06.05-2023.06.09）：政府稳信心，地缘因素改善，继续看好港股中概机会

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002

本周（2023 年 6 月 5 日至 6 月 9 日）恒生指数收盘 19389.95 点，上涨约 2.32%。

本周，港股主要指数小幅反弹，南向净流入 52.58 亿元。根据彭博截止 2023 年 6 月 7 日当周数据，全球新兴市场股票基金第二周出现资金流入。美元兑人民币中间价 6 月 9 日收于 7.13。我们认为，近期地缘因素或边际改善，易纲行长和方星海副主席表态有望增强市场信心。从 2016 年来人民币汇率历史区间来看，短期汇率下行空间或已相对有限，中期内有望重回升值通道。当前港股估值仍处于历史相对低位，建议关注。

国内方面，1) 五大国有银行下调存款挂牌利率。2) 5 月 CPI 同比增速放缓至 0.2%，PPI 同比下降 4.6%。3) 易纲行长表示将加强逆周期调节，维护币值稳定和金融稳定，预计 CPI 下半年有望逐步回升，到 12 月 CPI 同比将在 1% 以上，有信心、有能力、有条件实现今年“两会”确定的预期增长等目标。4) 证监会副主席方星海表示，现在中国在美国上市公司退市的风险已大幅减少，中国不会脱钩，我们的态度是主动挂钩。5) 商务部公告将于 6 月至 12 月开展汽车促销费活动。

海外方面，1) 美联储将于 6 月 13-14 日召开议息会议。彭博调查的经济学家预测基准利率维持不变，但对于是否已达到峰值利率水平存在争议，部分预计将在 7 月加息 25 基点。截止 6 月 10 日，彭博 WIRP 降息概率显示市场预期 7 月政策利率水平约 5.29%，12 月水平降至 5.06%。2) 根据彭博报道，布林肯计划访华并与高层领导人会晤。

投资建议：

【腾讯】外部因素/资金面短期波动并不影响公司优质基本面，估值处于历史相对低位。截至 6 月 9 日，彭博一致预期腾讯 23 年预测 PE 约为 20 倍，24 年预测 PE 约 17 倍。我们认为公司核心业务格局稳固，商业化提速，游戏/广告/金融兼具复苏 beta 与新产品 alpha，全年收入增速与利润率回升共振，潜在盈利弹性可观，中长期增长可期。

【美团】估值历史相对底部，外卖业务壁垒稳固，到店业务显著受益于线下复苏，外部竞争格局逐步清晰，核心竞争力依然稳固：我们认为近期开展的补贴活动有助于拉齐价格差距、巩固用户心智、稳住市占。截至 6 月 9 日，美团市值对应 2022 年核心商业经营利润为 23x，股价处在历史相对低位，建议积极关注。

【泡泡玛特】国内线下门店修复，抖音新渠道放量，海外门店拓展加速。中期核心 IP 运营能力和 IP 变现方式拓宽（游戏、乐园）。截至 6 月 9 日，彭博一致预期 23 年 21xPE。

【快手】我们认为公司今年各项业务展现韧性，流量稳健增长，市场份额稳定，恢复速度或超此前预期。随宏观经济形势恢复，公司核心业务广告收入恢复或好于预期；截至 6 月 9 日，彭博一致预期 23 年 2xPS。

（注：美团为商社联合覆盖，泡泡玛特为商社覆盖）

风险提示：美国和欧洲市场面临持续加息和高通胀率；国内疫情反复风险；国内经济增长放缓；政策刺激效果不足

激光雷达行业报告：禾赛科技 - 首个中国激光雷达 IPO，看好智能驾驶标准化趋势下的空间

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521020002

禾赛科技是全球领先的激光雷达供应商, 2022 年收入在全球激光雷达企业中排名第一

产品介绍: 研发生产全系列激光雷达, 满足不同距离应用, 下游对应三大应用领域

ADAS 领域, 禾赛是世界上为数不多的实现激光雷达批量交付给 OEM 的公司之一; 自动驾驶领域, 禾赛将激光雷达产品商业化并建立了行业领先的地位; 机器人领域, 禾赛为机器人(无人车)市场开发激光雷达产品, 已经与 Nuro、美团和 Neolix 签订了多年协议。

激光雷达行业: 增长空间广阔, 未来发展趋势向好

行业空间增长空间大: 激光雷达在 ADAS 领域的未来市场空间广阔, 2030E 有望达 649 亿美元; 激光雷达在自动驾驶和机器人领域的市场规模较大且处于快速发展期, 2030E 自动驾驶和机器人的市场规模预计分别有望达到 223 亿美元和 167 亿美元

产业链情况: 中国已形成车载激光雷达生态系统, 产业链成熟度逐渐提高。

竞争格局: 国外厂商暂时领跑, 中国厂商加速崛起。目前, 禾赛已经实现全球领先地位。

行业发展趋势: L2+ 级别及以上自动驾驶渗透率逐步提升, 带动激光雷达需求大幅上涨。

主要竞争对手剖析: 图达通、速腾聚创、AEVA

图达通: 全球图像级激光雷达提供商, 核心业务是图像级、超远距激光雷达的研发和生产, 涵盖自动驾驶、车路协同、智慧高速、轨道交通、工业自动化等应用领域。

速腾聚创: 全球领先的智能激光雷达系统科技企业, 采取 MEMS 与机械式激光雷达硬件, 硬件融合技术, 感知软件等产品技术, 涵盖自动/辅助驾驶乘用车&商用车, 无人物流车, 机器人, RoboTaxi, RoboTruck, RoboBus, 智慧交通新基建等细分领域。

AEVA: 全球领先的芯片化 FMCW 连续波调频激光雷达企业, 采用硅光芯片+FMCW 技术, 拥有全球首个 LiDAR-on-Chip 技术。涵盖自动驾驶、消费类设备、工业自动化、安全应用等应用领域。

投资建议: 我们认为, ADAS (L2+/L3) 渗透率提升叠加固态补盲激光雷达 23 年下半年开始交付上车, 公司的 ADAS 领域激光雷达产品 AT128 和 FT120 的交付量有望进一步提升。彭博一致预期为 23E-25E 收入为 17.5/40.1/60.0 亿元, 净利润为-3.9/4.1/9.9 亿元, 建议关注。

风险提示: 行业竞争加剧; L2+ 渗透率不及预期; 公司经营风险; 公司产品出现缺陷的风险; 公司新产品销量不及预期

中国有赞 (08083) 公司经营困境反转, 视频号或带来新增量

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521020002

有赞: 背靠腾讯, 国内领先的 SaaS 提供商

主营业务分为社交电商、新零售、美业、教育、国际化业务五大核心板块; 社交电商业务-为商家提供各行业私域运营解决方案, 帮助商家全渠道搭建线上商城; 有赞新零售-以全域营销、导购分销、会员运营作为三大增长引擎, 助力零售数字化升级; 有赞美业-美业连锁一体化经营解决方案; 有赞教育-为教育机构提供经营管理一体化解决方案; 国际化业务-跨境电商 AllValue。

行业: 数字化转型加速, “私域”重要性增加

数字化转型加速, 数字化消费潜力逐年提升, 零售行业线上渠道重要性增加; 四项主要因素驱动商户布局私域, 疫情为催化剂; 私域价值优势: 私域场景提供互动价值-盘活用户资产、促进私域转化、深化用户洞察; 私域发展成效: 品牌商户普遍受益, 各平台构建多元化私域场景

成长逻辑: 公司经营困境反转, 视频号或带来新增量

成长空间之一: 有赞新零售, 助力商家全域运营。2021 年 5 月, 有赞新零售将成为独立业务品牌, 整合有赞零售、有赞连锁、有赞企微助手等产品和解决方案, 发布“ONE 战略”, 选择与零售数字头部服务商上海伯俊软件科技有限公司合作(伯俊深耕线下 ERP、OMS 和 POS 三大产品; 有赞布局线上, 以商城、SCRM、企微和导购为主, 形成融合舱)。ONE 战略助力有赞实现全域营销、私域运营、商场运营和门店经营的系统组合方案。我们认为企业目前的难题在于系统破碎化导致内部效率难以提升, 有赞新零售解决方案或符合企业降本增效的实际需求。

成长空间之二: 有赞 X 视频号, 提供一站式解决方案。疫情影响和 5G 技术的发展与普及, 促进了短视频和直播行业的发展。21 年视频号日活用户已突破 5 亿。根植于微信生态内的视频号迎来互联网红利, 快速布局短视频的内容创业与商业化。2022 年 7 月, 视频号原生信息流广告上线, 支持 7 种推广目标(包括获客、私域沉淀、直购等)。

同月微信小商店上线，带来直播带货功能。我们认为视频号的发展进一步丰富和推动了微信生态发展，完善了微信生态内的商业闭环，将助力品牌沉淀私域流量、提升商业变现能力。

投资建议：我们认为，公司业务自 3Q22 以来持续改善，防疫措施优化有利于公司业务持续恢复，腾讯视频号上线有望带来新增量。彭博一致预期为 23E-25E 收入为 15/17/18 亿元，净利润为-0.05/0.13/0.27 亿元，建议关注。

风险提示：1) ARPU 与签约企业数量下降；2) 宏观经济波动；3) 相关测算基于主观假设，仅供参考。

近期重点报告

2023 年 06 月 11 日

奥比中光 (688322): Apple Vision Pro 搭载 3D 传感器进入空间计算时代，公司全栈布局有望迎来收获期！-买入-吴立/潘暕

尚品宅配 (300616): 数字化赋能+随心选发力，或激活二次成长-增持-孙海洋/尉鹏洁

苏美达 (600710): 现金流改善，价值有望重估-买入-陈金海/吴慧迪

城投债：各等级利差均上行：城投债利差动态跟踪 (2023-06-09) -孙彬彬

激光雷达行业报告：禾赛科技 - 首个中国激光雷达 IPO，看好智能驾驶标准化趋势下的空间-孔蓉/吴立

每周债市观察 (20230611): 每周债市观察 20230611-孙彬彬/姜艺璇

策略-专题：库存角度透视稀缺的景气度-刘晨明/许向真/赵阳/吴黎艳/李如娟

REITs 跌到底了吗?：信用债市场周报 (2023-6-11) -孙彬彬/孟万林

2023 年 06 月 10 日

永福股份 (300712): 电力能源综合服务商，轻资产&数字化赋能成长-买入-鲍荣富/王雯/朱晓辰/王涛

中国有赞 (08083) 公司经营困境反转，视频号或带来新增量-孔蓉/杨雨辰

同业存单净融资持续为负：同业存单周度跟踪 (2023-06-10) -孙彬彬/隋修平/朱宸翰

2023 年 06 月 09 日

怎么看美联储可能跳过 6 月加息?：海外宏观点评 (2023-06-09) -孙彬彬/廖翊杰

2023 年 06 月 08 日

申能股份 (600642): 申能股份 (600642) 一火电盈利持续修复，新能源转型提速-买入-郭丽丽

中国儒意 (00136): 以优质内容为基，制片+流媒体+游戏多业务布局-买入-吴立/蒋梦晗/孔蓉

增量变化怎么看?：天风总量每周论势 2023 年第 20 期-孙彬彬/宋雪涛/吴先兴/周颖婕/郭其伟

金工专题报告：海外文献推荐 第 258 期：PEAD 现象中宏微观新闻的互补关系-吴先兴

2023 年 06 月 07 日

海天精工 (601882): 工业母机领军企业，顺周期扩产有望加速国产替代-买入-李鲁靖/朱晔

多视角看城投之三：安徽：城投系列研究-孙彬彬/孟万林

2023 年 06 月 06 日

海信视像 (600060): 显示龙头技术引领，横纵拓展助力增长-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁

佳电股份 (000922): 特种电机行业领航者，迎高温气冷堆商用时代降临-买入-郭丽丽/孙潇雅/裴振华

数据研究·专题：新能源汽车景气度跟踪：5 月订单回升超预期，交付持续提速-孙谦/于特

2023 年 06 月 05 日

青松建化 (600425): 新疆水泥龙头，有望受益自治区建设提速-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

阅文集团 (00772): 在线阅读龙头，IP 运营打开增长空间-买入-孔蓉/杨雨辰

贵州百灵 (002424): 深耕苗药宝库，营销改革+扩产助力业绩反转-买入-杨松

环保：看好分红较高、盈利能力较强的公用环保类地方国企——天风公用环保五月可转债报告-强于大市-郭丽丽/胡冰清

增量政策看什么? 土储专项债：固定收益专题-孙彬彬/隋修平/朱宸翰

策略·复盘：5 月极简复盘：十张图看关键变化&核心逻辑-刘晨明/许向真/赵阳/吴黎艳/李如娟

区县级城投债怎么样了?：信用债市场周报 (2023-06-04) -孙彬彬/孟万林

天风证券研究所

策略研究研究团队

刘晨明 S1110516090006 liuchenming@tfzq.com
李如娟 S1110518030001 lirujuan@tfzq.com
逸昕 S1110522080002 yixin@tfzq.com
余可骋 S1110522010002 yukecheng@tfzq.com
赵阳 S1110519090002 zyang@tfzq.com
崔杨杨 S1110118050044 cuiyangyang@tfzq.com
许向真 S1110518070006 xuxiangzhen@tfzq.com
吴黎艳 S1110520090003 wuliyang@tfzq.com

传媒互联网研究团队

朱晔楠 S1110523010002 zhuqinnan@tfzq.com
金沐阳 S1110123030007 jinmuyang@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
王彬宇 S1110122060010 wangbinyu@tfzq.com
高鑫 S1110123010007 gaixin@tfzq.com

电子元器件研究团队

潘陈 S1110517070005 panjian@tfzq.com
俞文静 S1110521070003 yuwenjing@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com

房地产研究团队

刘清海 S1110523010003 liuqinghai@tfzq.com
胡孝宇 S1110522070003 huxiaoyu@tfzq.com

非金属材料研究团队

武慧东 S1110521050002 wuhuidong@tfzq.com
林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

胡江 S1110521080007 hujiang@tfzq.com
周颖婕 S1110521060002 zhoutingjie@tfzq.com
吴浩东 S1110122070009 wuhaodong@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com
廖翊杰 S1110121020004 liaoyijie@tfzq.com
张文星 S1110122060015 zhangwenxing@tfzq.com
姜艺璇 S1110122070027 jiangyixuan@tfzq.com
魏予陶 S1110123020003 weiyutao@tfzq.com
孟万林 S1110521060003 mengwanlin@tfzq.com
朱宸翰 S1110122040027 zhuchenhan@tfzq.com
隋修平 S1110121100004 suixiuping@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com

宏观经济研究团队

宋雪涛 S1110517090003 songxuetao@tfzq.com
张伟 S1110522080003 zhangwei@tfzq.com
孙永乐 S1110523010001 sunyongle@tfzq.com
向静姝 S1110520070002 xiangjingshu@tfzq.com
林彦 S1110522100002 linyan@tfzq.com
郭微微 S1110120080069 guoweimei@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
裴振华 S1110122010052 peizhenhua@tfzq.com
胡冰清 S1110122070020 hubingqing@tfzq.com
赵阳 S1110122070034 zhaoyang@tfzq.com

基础化工研究团队

唐捷 S1110519070001 tje@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com
张钰莹 S1110121070049 zhangyuying@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
陈涵泊 S1110522110003 chenhanbo@tfzq.com
刘鉴 S1110123010013 liujianb@tfzq.com
张若凡 S1110521090001 zhangruofan@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
赵嘉宁 S1110122070006 zhaojianing@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
王涛 S1110521010001 wangtao@tfzq.com
朱晓辰 S1110522120001 zhuxiaochen@tfzq.com
王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
熊可为 S1110121040006 xiongkewei@tfzq.com
吴红艳 S1110122070021 wuhongyan@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
徐君 S1110522110001 xujuna@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
祗飞跃 S1110520120001 difeiyue@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
姚远超 S1110121070037 yaoyuanchao@tfzq.com

金属与材料研究团队

孙亮 S1110516110003 sunliang@tfzq.com
曾先毅 S1110122060014 zengxianyi@tfzq.com
刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
项祈瑞 S1110122010056 xiangqirui@tfzq.com

军工研究团队

李鲁靖 S1110519050003 lilujing@tfzq.com
刘明洋 S1110521080001 liuminyang@tfzq.com
张明磊 S1110523020002 zhangminglei@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

张樾樾 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com

农林牧渔研究团队

吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com
林逸丹 S1110520110001 linyidan@tfzq.com

汽车研究团队

于特 S1110521050003 yute@tfzq.com
庞博 S1110121060063 pangboa@tfzq.com

轻工造纸研究团队

尉鹏洁 S1110521070001 weipengjie@tfzq.com

商贸零售 & 社会服务业研究团队

何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com
孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
朱琳 S1110122030050 zhulinb@tfzq.com
吴慧迪 S1110521080005 wuhuidi@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
曹文清 S1110121050077 caowenqing@tfzq.com
李妞妞 S1110121070076 liniuniu@tfzq.com

食品饮料研究团队

吴文德 S1110520070003 wuwende@tfzq.com
赵婕 S1110523020001 zhaojie@tfzq.com
任金星 S1110522090001 renjinxing@tfzq.com
薛涵 S1110523030001 xuehana@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghai@tfzq.com
曹雯瑛 S1110120080071 caowenying@tfzq.com

通信研究团队

唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
林毓皓 S1110520040001 linyuhao@tfzq.com
陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@tfzq.com
康志毅 S1110522120002 kangzhiyi@tfzq.com

银行研究团队

郭其伟 S1110521030001 guoqiwei@tfzq.com
谢文旭 S1110122010004 xiewenxu@tfzq.com

中小市值研究团队

卢雨婷 S1110116100075 luyuting@tfzq.com
蒋梦晗 S1110519110001 jiangmenghan@tfzq.com
林毓鑫 S1110122070077 linyuxin@tfzq.com
戴飞 S1110520060004 daifei@tfzq.com

盖元冀 S1110121040049 gaiyuanqi@tfzq.com
资产配置研究团队
惠政宝 S1110521070004 huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com