

经济持稳运行，地方化债继续推进

——宏观周报（20231127-20231203）

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **核心观点：11月制造业PMI环比略降0.1个百分点，经济运行总体平稳，略低于预期，从结构上看，以高技术制造业为代表的新动能需求表现较好。考虑到2022年年末基数走低，叠加当前经济持稳，预计今年年末经济同比表现可能相对较好。本周高频数据显示，楼市月末冲量特征明显，成交面积环比改善幅度较大；汽车消费表现强劲。风险化解方面，央行对化解地方债务的重视程度较高，全国特殊再融资债已发行1.36万亿元，地方政府化债有序推进。股权市场上，本周上市公司回购量小幅增加，北向资金、融资融券资金小幅流入，BDI指数快速上升，高频数据略有好转迹象。**
- **11月PMI数据稳中略降。**11月，制造业PMI环比下降0.1个百分点至49.4%，主要分项指数环比变化也较小，显示经济运行总体平稳。分项上看，生产仍好于需求；原材料价格继续回落，出厂价格降势放缓；企业信心继续向好，汽车行业预期较强。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能需求端表现亮眼，以民营经济为主的中小企业需求不足问题仍待缓解。非制造业方面，受假期效应消退等因素影响，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度回落带动服务业指数环比回调，但金融业景气度较高，体现了金融对实体经济的支持力度。建筑业表现好于服务业，尽管楼市需求仍显疲弱，但“保交楼”的加快推进带动建筑业活动指数环比升至55%较高景气水平。
- **年末经济数据同比表现估计不悲观。**11月PMI虽环比回落，但从环比降幅来看，今年11月环比降幅明显小于去年，且2022年12月PMI降至当年最低点。考虑到2022年11、12月基数偏低，以及当前经济持稳运行，四季度增发国债支持基建等稳增长措施有望对投资形成一定支撑，估计今年年末经济的同比表现可能相对较好。本周高频数据显示，月末冲量推动楼市销售环比抬升，30城商品房成交面积环比上周增长13%。外需回暖势头延续，BDI指数周均环比大涨37%，为2022年5月以来最高。或受欧洲降温影响，冬季粮食、能源等需求旺盛，推升散货船运价。受“双11”等促销活动带动，可选消费中占比较大的汽车消费表现强劲。11月前26日，乘用车批发、零售同比增速分别为16.4%、15.9%。
- **地方政府化债继续推进。**央行三季度货币政策执行报告中提到，下一步，切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。今年以来，地方财政压力较大。10月全国住宅类用地成交总价累计同比在低基数下仍有2成以上的跌幅。受此拖累，地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%。10月以来，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大。截至11月30日，据Wind数据不完全统计，全国共有27个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，已发行规模13657亿元。累计发行规模超千亿元的地区分别为贵州、天津、云南、湖南、内蒙古及辽宁，其中贵州为2149亿元。本次特殊再融资债券发行加权票面利率为2.9023%，加权发行期限为8.58年。
- **本周利率继续上行，跨月资金面略偏紧，回购量小幅上升，北向资金、融资融券资金小幅流入，BDI指数快速上升，高频数据略有好转迹象。**12月1日当周，DR007平均利率为2.15%，较上周上涨13.5个BP。当周逆回购投放2.14万亿元，到期2.17万亿元，净回笼310亿元。**美元、美债收益率继续回落，人民币升值。**截至11月30日，10年期美债收益率当周均值为4.34%，较上周均值下行8.75个BP。美元指数均值为103.0789，环比回落0.54个百分点，离岸人民币汇率均值升值13个BP至7.145。**回购数量维持高位。**12月1日当周，沪深两市共有16家公司发布回购预案（已剔除股权激励注销），较上周多1家。
- **风险提示：地缘政治风险；政策落地不及预期的风险；海外金融事件风险。**

正文目录

1. 经济景气水平稳中略降，但同比估计不悲观	4
2. 地方政府化债继续推进	5
3. 利率、汇率与市场表现	6
4. 国内经济高频跟踪	7
5. 重要事件	10
6. 行业周观点汇总	12
7. 下周关注	17
8. 风险提示	17

图表目录

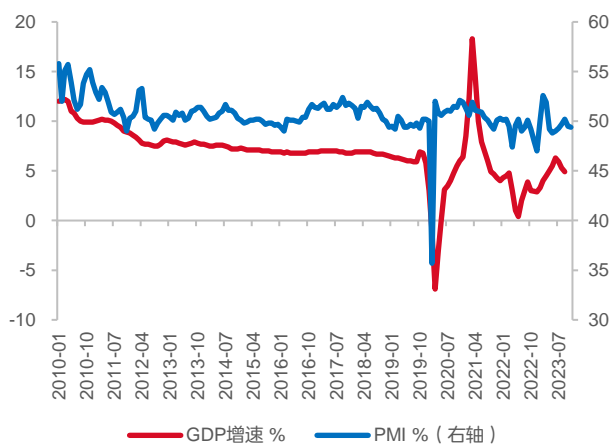
图 1 GDP 增速与 PMI, %	4
图 2 制造业 PMI 各分项, %.....	4
图 3 服务业和建筑业商务活动指数, %	5
图 4 乘用车销量同比, %	5
图 5 本轮地方政府特殊再融资各省发行规模, 亿元.....	6
图 6 地方政府性基金收入及土地出让收入累计同比, %	6
图 7 住宅类用地成交土地总价累计同比, %	6
图 8 申万一级行业周涨跌幅 (2023/11/27-2023/12/01)	7
图 9 北向资金、融资余额与上证指数, 亿元, 点.....	7
图 10 北向资金当日净买入金额, 亿元.....	7
图 11 十大城市周均地铁客运量, 万人次	8
图 12 国内国际航班执飞, 架次	8
图 13 BDI 指数, 点.....	9
图 14 各地水泥价格, 元/吨.....	9
图 15 南华工业品与农产品指数, 点	9
图 16 主要农产品价格, 元/kg.....	9
图 17 PTA 开工率, %.....	9
图 18 纯碱开工率, %	9
图 19 江浙织机开工率, %	10
图 20 半钢胎开工率, %.....	10
表 1 行业周观点	12

1.经济景气水平稳中略降，但同比估计不悲观

11月PMI数据稳中略降。11月，制造业PMI环比下降0.1个百分点至49.4%，主要分项指数环比变化也较小，显示经济运行总体平稳。制造业供需基本平稳，生产仍好于需求；原材料价格继续回落，出厂价格降势放缓；各规模企业运行保持稳定；企业信心继续向好，汽车行业预期较强。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能需求端表现亮眼，以民营经济为主的中小企业需求不足问题仍待缓解。非制造业方面，受假期效应消退等因素影响，交通出行、住宿餐饮等行业活跃度回落带动服务业指数环比回调，但金融业景气度较高，体现了金融对实体经济的支持力度。建筑业表现好于服务业，尽管楼市需求仍显疲弱，但“保交楼”的加快推进带动建筑业活动指数环比升至55%较高景气水平。

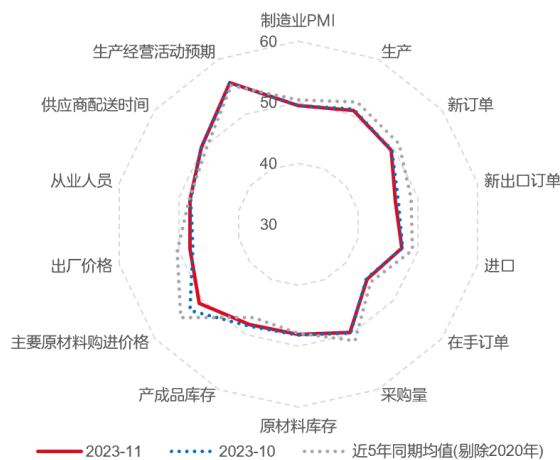
年末经济数据同比表现估计不悲观。虽然11月制造业PMI环比回落，但从环比降幅来看，今年11月环比降幅明显小于去年，2022年11月制造业PMI环比下降1.2个百分点至48%，2022年12月进一步降至当年最低点的47%。考虑到2022年11、12月基数偏低，以及当前经济持稳运行，四季度增发国债支持基建等稳增长措施有望对投资形成一定支撑，万亿特殊再融资债券助力地方债务风险化解，因此今年年末经济的同比表现可能相对较好。本周高频数据显示，月末冲量推动楼市销售环比抬升，30城商品房成交面积环比上周增长13%，其中二线城市表现亮眼（19.6%）；外需回暖势头延续，BDI指数周均环比大涨37%，为2022年5月以来最高。或受欧洲降温影响，冬季粮食、能源等需求旺盛，推升散货船运价。此外，受“双11”等促销活动带动，可选消费中占比较大的汽车消费表现强劲。乘联会数据显示，11月前26日，乘用车批发、零售同比增速分别为16.4%、15.9%。

图1 GDP增速与PMI，%



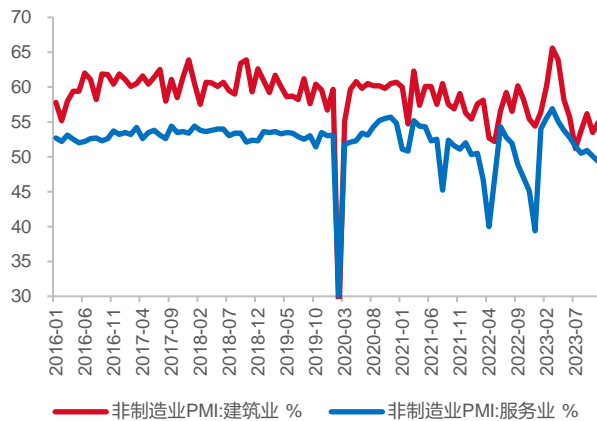
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 制造业PMI各分项，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 服务业和建筑业商务活动指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 乘用车销量同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

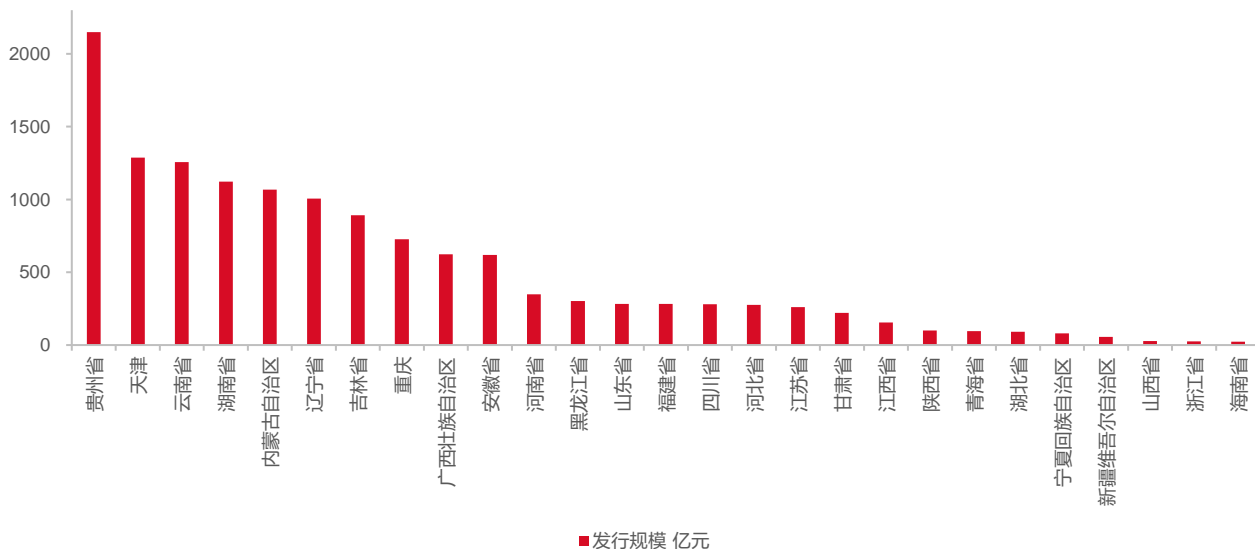
2. 地方政府化债继续推进

货币政策执行报告再提化债。央行三季度货币政策执行报告中提到，下一步，切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，压实地方政府主体责任，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量。

地方财政压力仍然较大。由于房地产市场景气度的下行，房企拿地意愿仍然较低，虽然10月全国住宅类用地成交总价当月同比回正，但从累计同比来看，前10月在低基数下仍有2成以上的跌幅。作为地方财政收入主要来源之一的国有土地使用权出让收入前10月累计同比-20.5%，受此拖累，地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%。

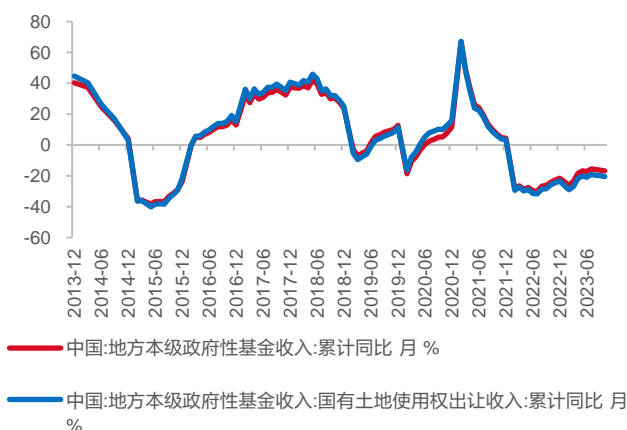
化债力度继续加大。10月以来，地方政府特殊再融资债券发行规模持续扩大。11月28日，浙江省披露拟发行特殊再融资债券文件，合计发行规模为52亿元。截至11月30日，据Wind数据不完全统计，全国共有27个省及直辖市已发行特殊再融资债券用于化债，计划发行规模13709亿元，已发行规模13657亿元。累计发行规模超千亿元的地区分别为贵州、天津、云南、湖南、内蒙古及辽宁，其中贵州省发行规模达2149亿元。本次特殊再融资债券发行加权票面利率为2.9023%，加权发行期限为8.58年。

图5 本轮地方政府特殊再融资各省发行规模，亿元



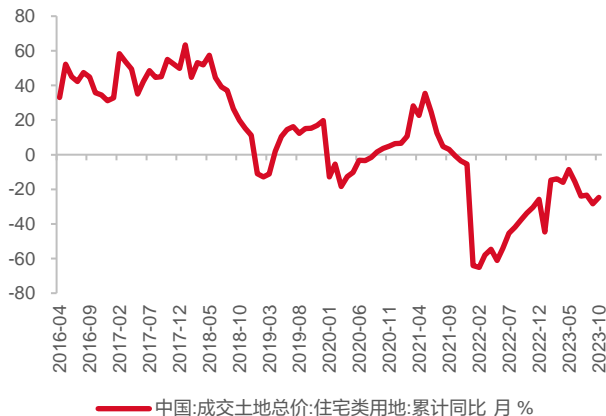
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 地方政府性基金收入及土地出让收入累计同比，%



资料来源：财政部，东海证券研究所

图7 住宅类用地成交土地总价累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.利率、汇率与市场表现

利率继续上行，公开市场操作净回笼，跨月资金面偏紧。12月1日当周，DR007 平均利率为 2.15%，较上周上涨 13.5 个 BP。当周逆回购投放 2.14 万亿元，到期 2.17 万亿元，净回笼 310 亿元。

美元、美债收益率继续回落，人民币升值。本周前四天（截至 11 月 30 日），10 年期美债收益率均值为 4.34%，较上周均值下行 8.75 个 BP。美元指数均值为 103.0789，环比回落 0.54%，离岸人民币汇率均值升值 13 个 BP 至 7.1449。

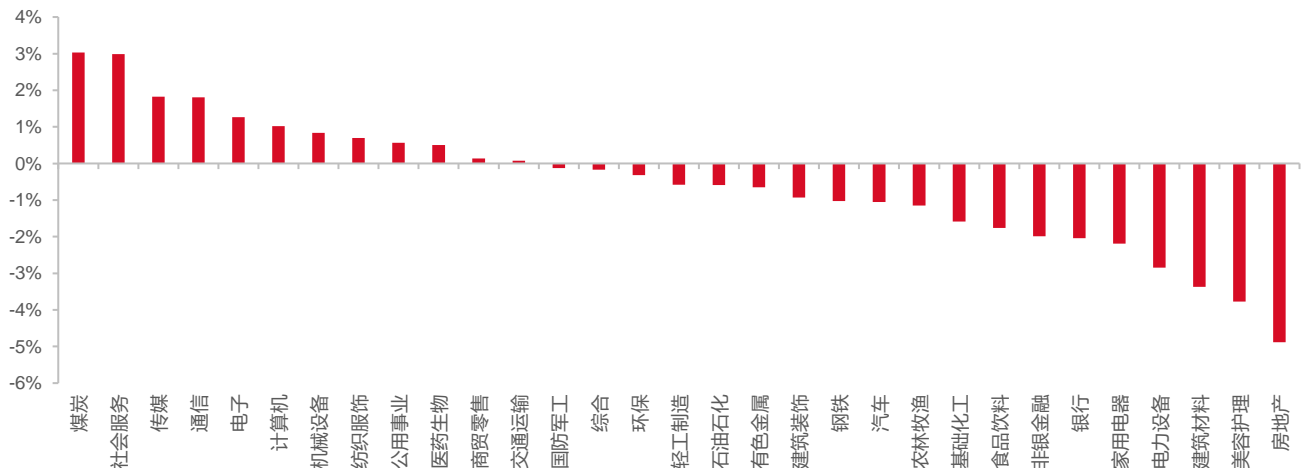
周上涨行业数量减少，焦炭第二轮提涨助力煤炭领涨。12 月 1 日当周，上证指数下跌 0.31%，申万 31 个一级行业中上涨的行业有 12 个，前一周为 13 个。其中煤炭（3.03%）、

社会服务 (2.98%)、传媒 (1.82%)、通信 (1.80%)、电子 (1.27%) 涨幅居前; 房地产 (-4.89%)、美容护理(-3.77%)、建筑材料(-3.37%)、电力设备(-2.85%)、家用电器(-2.19%) 跌幅居前。

本周外资净流入、融资余额增加。12月1日当周,北向资金累计净买入16.1亿元,融资余额累计净买入10.94亿元(截至11月30日)。

回购数量维持高位。12月1日当周,沪深两市共有16家公司发布回购预案(已剔除股权激励注销),较上周多1家。

图8 申万一级行业周涨跌幅 (2023/11/27-2023/12/01)



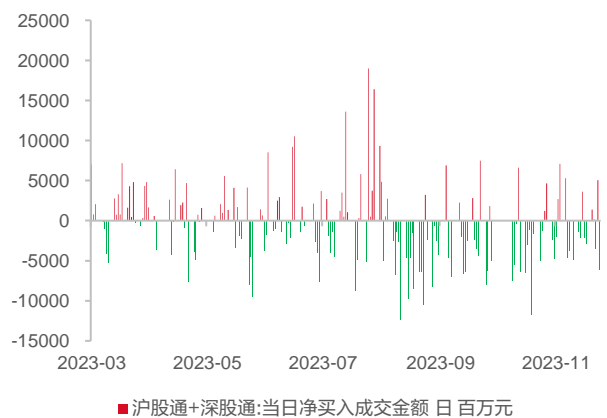
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 北向资金、融资余额与上证指数, 亿元, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 北向资金当日净买入金额, 亿元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4.国内经济高频跟踪

地产: 多家银行约谈房企召开座谈会, 楼市月末冲量特征明显, 本周环比大幅改善, 二线城市销售表现较好, 三线同比拖累仍较高。

本周 30 城商品房成交面积环比上涨 13.1%，同比 2022 年降近 1 成。从各能级城市来看，一线城市成交面积环比 2.4%，同比-6.0%；二线城市环比 19.6%，同比-2.0%；三线城市环比 9.6%，同比-23.7%。本周 30 城楼市成交环比上行，多家银行与房企开座谈会，房企融资端支持有望加强，提振市场情绪。

消费出行：航班执飞环比略升；快递物流行业或受季节性因素回落。

本周十大城市地铁客运量环比略降（-1.81%），绝对量仍高。国内航班执飞日均架次环比升 0.73%，国际航班执飞日均架次环比略升 0.9%。电影票房收入、观影人次环比分别上升 10.18%、6.30%，去年同期受疫情影响较大，同比涨幅均在 300%以上。全国主要快递企业分拨中心吞吐量指数周均环比降 2.64%，整车货运流量指数环比降 0.53%。

外需：多重因素下 BDI 指数大幅上涨。

本周 BDI 指数环比升 36.96%，触及高位，铁矿石补库或催化 BDI 指数上涨。

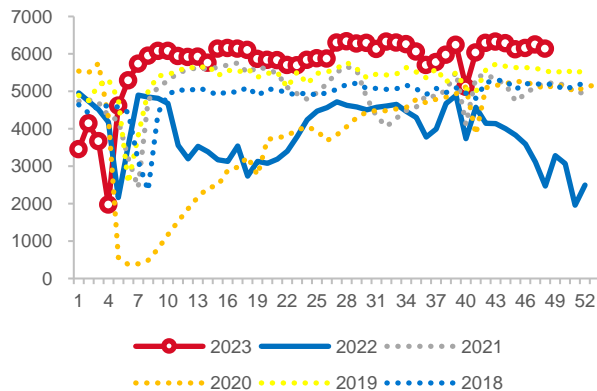
物价：南华工业品、农产品指数周均值环比下跌；螺纹钢价格环比下降；西北、华东水泥价格上涨；蔬菜、水果、猪肉、鸡蛋价格上涨。

工业品方面，南华工业品指数环比降 0.6%，螺纹钢期货结算价格环比降 1.4%。华东、西北水泥价格分别环比上涨 2%、1.2%，华北、西南水泥价格环比持平。农产品方面，南华农产品指数环比降 2.29%；28 种重点蔬菜、7 种重点水果、猪肉、鸡蛋价格环比分别上涨 1.71%、1.53%、0.56%、2.19%。

生产：下游开工率多数环比下降。

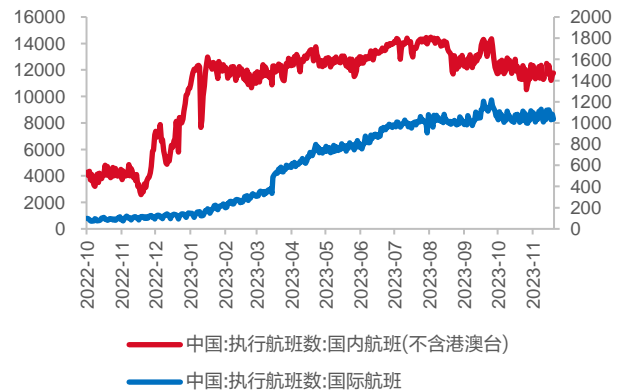
上游 PTA 开工率环比上升 1.84 个百分点；中游纯碱开工率环比下降 4.1 个百分点，浮法玻璃开工率环比上升 0.09 个百分点；下游江浙织机开工率环比持平，半钢胎开工率环比下降 0.04 个百分点，全钢胎开工率环比下降 1.84 个百分点。

图11 十大城市周均地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 国内国际航班执飞，架次



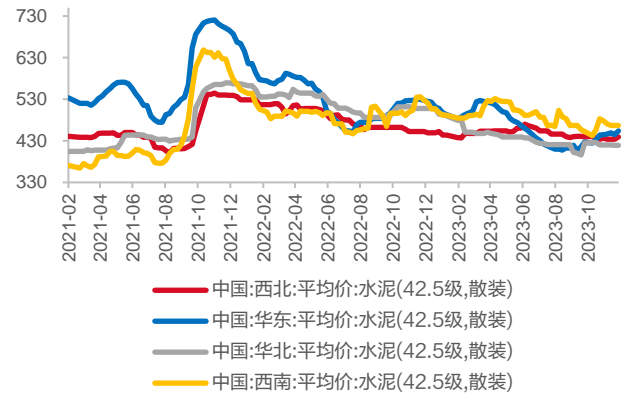
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 BDI 指数, 点



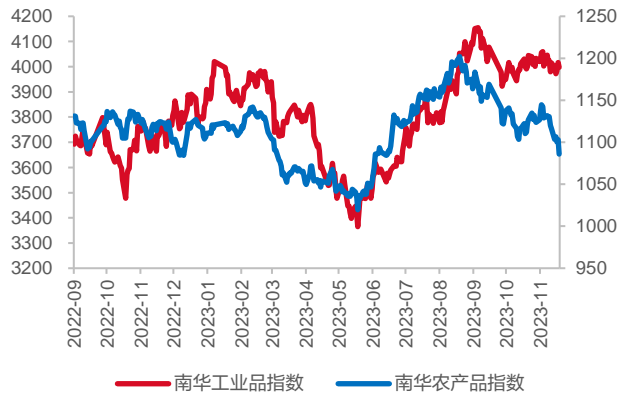
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 各地水泥价格, 元/吨



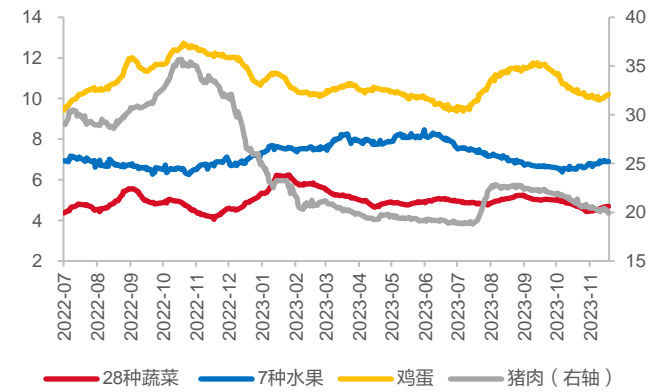
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 南华工业品与农产品指数, 点



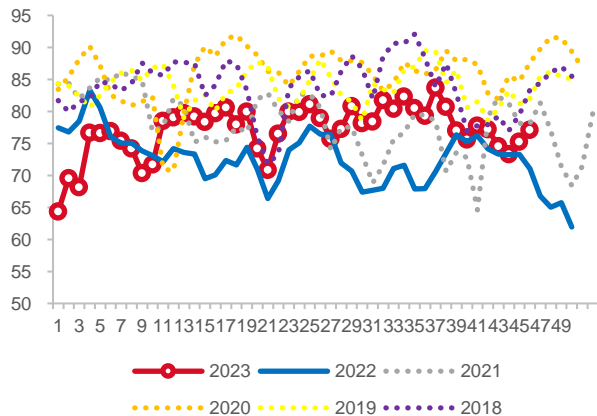
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 主要农产品价格, 元/kg



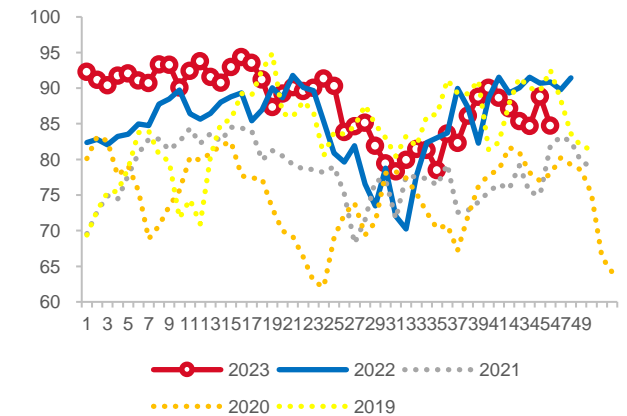
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 PTA 开工率, %



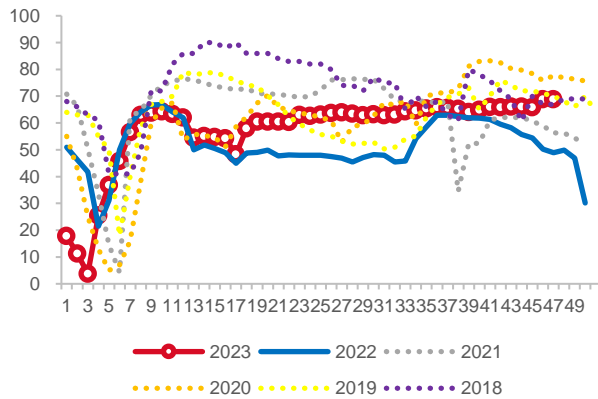
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 纯碱开工率, %



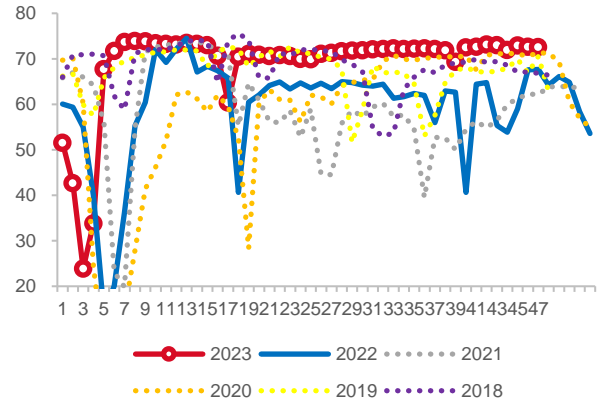
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 江浙织机开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 半钢胎开工率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.重要事件

1. PMI 稳中略降，需求有待加力恢复

11月30日，国家统计局公布11月官方PMI数据。11月，制造业PMI为49.4%，前值49.5%；非制造业PMI为50.2%，前值50.6%。

（信息来源：国家统计局）

2. 当月利润增速放缓，库存增速回落

11月27日，统计局发布2023年10月工业企业利润数据。1-10月，规模以上工业企业利润总额累计同比-7.8%，前值-9.0%。

（信息来源：国家统计局）

3. 央行发布2023年第三季度中国货币政策执行报告

报告指出，稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济的稳定性，促进经济金融良性循环，保持物价水平合理稳定。持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，维护好存贷款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、46“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，立足长远、发轫当前，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

（信息来源：中国人民银行）

4. 习近平主持召开深入推进长三角一体化发展座谈会

国家主席习近平在上海主持召开深入推进长三角一体化发展座谈会并发表重要讲话。他强调，深入推进长三角一体化发展，进一步提升创新能力、产业竞争力、发展能级，率先形成更高层次改革开放新格局，对于我国构建新发展格局、推动高质量发展，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业，意义重大。要完整、准确、全面贯彻新发展理念，紧扣一体化和高质量这两个关键词，树立全球视野和战略思维，坚定不移深化改革、扩大高水平开放，统筹科技创新和产业创新，统筹龙头带动和各扬所长，统筹硬件联通和机制协同，统筹生态环保和经济发展，在推进共同富裕上先行示范，在建设中华民族现代文明上积极探索，推动长三角一体化发展取得新的重大突破，在中国式现代化中走在前列，更好发挥先行探路、引领示范、辐射带动作用。

（信息来源：新华社）

5. 央行等八部门支持民营经济 25 条举措发布

央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的 25 条具体举措。《通知》强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。银行业金融机构要加大首贷、信用贷支持力度，积极开展产业链供应链金融服务，主动做好民营企业资金接续服务，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷，同时抓好促发展和防风险。优化民营企业债务融资工具注册机制，充分发挥民营企业债券融资支持工具作用，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者积极科学配置民营企业债券，加大对民营企业债券投资力度。支持民营企业上市融资和并购重组，发挥区域性股权市场、股权投资基金对民营企业的支持服务作用，扩大优质民营企业股权融资规模。加大外汇便利化政策和服务供给，通过提升经常项目收支便利化水平、完善跨境投融资便利化政策、优化跨境金融外汇特色服务，支持民营企业“走出去”“引进来”。

（信息来源：中国人民银行）

6. 中共中央政治局会议审议《关于进一步推动长江经济带高质量发展若干政策措施的意见》《中国共产党领导外事工作条例》

会议强调，推动长江经济带高质量发展，根本上依赖于长江流域高质量的生态环境。要坚持把科技创新作为主动力，积极开辟发展新领域新赛道，加强区域创新链融合，大力推动产业链供应链现代化。要统筹抓好沿江产业布局 and 转移，更好联通国内国际两个市场、用好两种资源，提升国内大循环内生动力和可靠性，增强对国际循环的吸引力、推动力。要坚持省际共商、生态共治、全域共建、发展共享，提升区域交通一体化水平，深化要素市场化改革，促进区域协调发展。

（信息来源：新华社）

7. 住建部召开住房公积金重点工作推进会暨经验交流会

住建部强调，当前住房公积金制度面临新的机遇和挑战。要深刻理解推动高质量发展的基本要求，充分认识人口和就业形势发生的深刻变化，深入领会促进金融与房地产良性循环的工作部署，在推动构建房地产发展新模式中更好发挥住房公积金作用。

（信息来源：住建部）

8. 上交所组织召开了沪市房企座谈会

会议旨在进一步支持和推动沪市房企通过融资和并购重组等方式，提升质量，化解风险，落实关于支持保障性住房规划建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”的相关政策安排。下一步，上交所将与各方加强协同，一视同仁支持不同所有制房地产企业的合理融资和并购需求，同时，服务房企利用好资本市场工具，积极探索“三大工程”等项目落地实施的具体路径，促进房地产行业健康稳定发展。

(信息来源: 上交所)

9. 1-10 月全国新开工改造城镇老旧小区 5.28 万个

11 月 29 日, 住建部发布消息, 根据各地统计上报数据, 1-10 月份, 全国新开工改造城镇老旧小区 5.28 万个、惠及居民 870 万户, 按小区数计开工率 99.6%。分省看, 浙江、上海、湖北、江苏、贵州、福建、河南、安徽、山东、宁夏、兵团、广东、内蒙古、湖南、重庆、河北、吉林、黑龙江、江西、海南、云南、陕西、青海、新疆等 24 个省份全部开工。

(信息来源: 住建部)

10. 交易商协会组织座谈会

交易商协会于近日组织商业银行、证券公司等部分会员单位举行座谈会。参会机构表示, 将坚持“两个毫不动摇”, 树立“一视同仁”理念, 切实加强民营企业金融服务。总体来看, 当前市场机构承销和投资民营企业债券仍然偏少, 需要进一步优化投资决策和风控机制, 用好民营企业注册发行“绿色通道”, 按照市场化、法治化原则, 加大对民营企业债券的承销和投资力度。同时, 要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求, 避免简单的“垒大户”和“一刀切”行为, 继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资, 支持保障性住房等“三大工程”建设。

(信息来源: 交易商协会)

6. 行业周观点汇总

表1 行业周观点

行业	周观点及标的 (2023/11/27-2023/12/03)	联系人	电话
FICC	<p>国内债市偏强运行, 国际金价连续三周回升</p> <p>1.国内利率明显下行, 存单利率仍偏高。本周随着 11 月官方制造业 PMI 录得 49.4, 连续两月低于荣枯线, 略弱于预期, 10Y 国债利率明显下行近 4 个 bp 徘徊于 2.64%附近。上周债市的调整一则源于近期地产政策的进一步放松, 包括深圳二套首付比例调降、广东支持城中村改造、银行允许向银行提供无抵押流动资金贷款及“房企 50 家白名单”舆情因素。二则源于政府债的供给扰动。此外, 存单利率自 9 月以来延续上行且 11 月以来多数交易日均高于 MLF (2.5%) 利率, 当前于 2.64%附近震荡, 主要因素还是来自政府债配置需求下, 流动性需求伴随银行同业存单供给增多的结果。</p> <p>2.美元指数先降后升, USDCNH 最强收至 7.13。本周美国新屋销售数据发布不及预期, 录得 67.9 万户, 低于市场预期值 72.3 万户和前值 71.9 万户。10Y 美债收益率于 11 月 29 日最低收至 4.27%, 后于周四反弹 10bp 至 4.37%。美元指数亦于周三最低收至 102.86, 后两个交易日又重回 103 上方, 美元兑离岸人民币汇率整体延续回升。</p> <p>3.国际金价连续三周上行。本周伦敦金现货价格涨近 2%, 连续三周回升。我们认为其背后驱动因素一方面源于美债利率下行下, 持有黄金的机会成本下降对金价形成的支撑。另一方面, 美国经济下行信号初现, 避险因素推动金价偏强运行。</p>	李沛 S0630520070001	18201989766

风险提示：美国通胀回落速度不及预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期。

技术分析

上证指数连日震荡回落，在 3000 点整数关口获得支撑，上周末指数日线收星 K 线带长下影线，说明承接力道较强。30 日均线拐头向上，短线均线有所向好。日线指标虽尚未明显修复，但分钟线指标修复向好，指数短线技术条件有所改善。截至上周收盘，中证 1000、中证 500、工业指数、创业板指数、房地产开发等指数周线 MACD 已经率先金叉成立。目前上证指数周 MACD 虽尚未金叉，但绿柱缩小，有向好迹象，回落动能并不强。本周上证指数或展开收复 5 周均线战役。若震荡中，周 MACD 能金叉成立，指数或有进一步拉升动能。

王洋
S0630513040002 13616223020

家电

1. **白电龙头坚守高端市场，业绩稳健，估值相对较低，关注海尔智家。**卡萨帝在国内空冰洗高端市场的份额突出，此外，陆续进入欧洲、泰国、巴基斯坦等地。同时，海尔主品牌等也在做品类优化。受益于产品结构提升，叠加多地供应链联动、数字化变革等因素，近年公司毛利率稳中有升。

2. **扫地机国内大促向好，深化海外运营，关注石头科技。**据奥维云网，2023 年双十一促销期，扫地机器人线上监测销额同比增长 17.5%，其中前五大品牌占比为 93.8%。“全能基站”（自清洁+自集尘）产品全面普及。石头科技基于强大的研发能力，实现对产品性价比的把控，新品市占表现突出，且毛利率较为稳健。海外方面，由于产品迭代、自身运营能力的提升，销售有望持续向好。

3. 抖音通过多样营销玩法，为商家提供全域流量支持与专属补贴。优先布局、经验丰富的品牌率先受益，关注**倍轻松**。

4. 关注**三花智控**。着眼长期，公司将在汽车热管理领域持续发展集成化组件，推动单车价值量上行；积极布局机器人（机电执行器）等新产业。

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；市场需求波动风险。

王敏君
S0630522040002 18810137073

石油石化

通过复盘本次（2020~2023）油价波动，我们认为在 2020 年至 2023 年上半年间，全球石油市场展现了明显的供需弹性差异，需求弹性在大多数时期超过供给弹性。这一趋势突显出原油价格波动主要受需求弹性的影响，市场对需求变化的敏感性高于供给的调整。OPEC、IEA、EIA、OIES 四大机构最新预计 2023 年石油需求增速在 1.82~2.49 百万桶/天，供给增速在 1.59~2.16 百万桶/天，供给盈余在 -0.20~1.82 百万桶/天，供需紧张的局面有所舒缓；2024 年石油需求增速则为 0.93~2.25 百万桶/天，供给增速在 1.98~1.60 百万桶/天，供给盈余在 0.21~0.95 百万桶/天，对明年供需前景的预期同样更加乐观。目前航运费用呈现季节性上涨，其他航线与巴拿马运河航线运费价差尚未出现收窄，随着全球 LNG 运输费用上行，我国国产天然气及进口管道天然气优势进一步凸显。建议关注国内油气行业龙头：**中国石油、中国海油、中国石化**；全球油服资本开支稳定增长，海上油气增产以弥补美国页岩资本开支的减少，建议关注国内油服龙头：**海油工程、中海油服**等；轻烃一体化及煤制烯烃一体化成本优势凸显，建议关注**卫星化学、宝丰能源**。

风险提示：地缘政治不稳定；政策变化带来的风险；项目建设进度不及预期。

张季恺
S0630521110001 15620941880

三代制冷剂配额生产即将执行，制冷剂行业景气度有望提升

- 1.氟化工：近期三代制冷剂价格上行，三代制冷剂厂家主动减少接单，备货意愿提升，行业景气度有望进一步提升。建议关注：**巨化股份、三美股份、金石资源**。
- 2.农化：近期草铵膦、磷酸一铵、硫酸钾等价格上行，磷矿石价格保持上行趋势；伴随冬储行情，化肥需求有望维持，关注农药行业去库存情况。建议关注**川恒股份、云天化、亚钾国际、兴发集团**等。
- 3.化纤：聚酯长丝和短纤出口增长，带动纺服产业链出口结构优化。原料波动和现金成本双重压制下，行业洗牌或加速。建议关注龙头**桐昆股份、新凤鸣**等。
- 4.国产替代技术突破：高分子材料助剂、特种工程塑料和芳纶等高端产品国产替代进程加速，细分龙头更具有成本和先发优势，建议关注**泰和新材、凯盛新材、呈和科技、沃特股份和阿科力**等。

风险提示：产品价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险；政策变化的风险。

- 1.券商：中央金融委员会会议进一步强调加强金融监管，抓实抓好风险防范化解任务，我们认为在现行的“一委一行一会一总局”的监管体系下，党中央的统一领导将有利于推动不同类型监管机构之间的统筹协调，切实落实完善功能监管、行为监管，避免监管漏洞；同时，提及的五篇大文章可能是未来资金的主要投资方向，需把握一定的投资机遇。现阶段券商板块估值处历史低位，有并购重组预期的大型龙头券商有较大配置机遇，建议关注**中国银河、中信证券**。

- 2.保险：代理人分级制度发布讨论稿，考试的回归短期可能对代理人规模形成一定的脱落压力，拖累新单销售进度，但长期来看分级制度有望从入口处提升代理人准入资质，对投保人的投保体验和服务保障有一定提升，同时也有利于改善险企形象，推动后续更有效的队伍转型。建议关注有改革预期的头部险企**中国人寿、中国太保**。

风险提示：宏观经济下行超预期；权益市场大幅波动；投资者风险偏好与储蓄意愿降低；政策落地力度不及预期。

- 1.白酒：白酒消费进入相对淡季，板块基本稳定。目前市场对于五粮液提价预期较强，我们认为提价将利好公司量价表现，提升行业长期增长空间。我们认为随着宏观经济的持续复苏，白酒消费有望企稳回升。当前板块估值较低，PE 估值处于近 5 年 10%分位左右，建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒**等。

- 2.大众品：关注成本压力改善，产品创新突出，渠道拓展力强的标的，建议关注**盐津铺子、安井食品、干味央厨、新乳业**等。

风险提示：政策影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响；食品安全的影响。

- 1.化妆品：双十一国产品牌排名提升，龙头表现靓丽。我们认为随着国货品牌力、产品力、研发力以及性价比不断提升，消费者对国货产品认知和需求不断加大，国产化妆品空间较大，国产渗透率有望逐步提高，建议关注优质龙头国货公司**珀莱雅**。

- 2.医美：供需双发展、渗透率提升、合规化趋严、国产替代率提升的仍为医美赛道的主旋律，推荐关注合规产品线丰富的龙头企业**爱美客**以及积极布局医美赛道的**江苏吴中**。

- 3.酒店：头部酒店受益于连锁化率的提升以及单体酒店转型，基本面有望持续改善。当前板块估值处于相对底部，建议关注基本面优化带来的估值提升的**锦江酒店**以及**君亭酒店**等。

风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；行业景气度下行。

吴骏燕

S0630517120001 13775119021

张晶磊

陶圣禹

S0630523100002 17721072511

姚星辰

S0630523010001 13661571036

任晓帆

S0630522070001 18896572461

农林牧渔	<p>1.生猪养殖。本周生猪价格继续低位震荡，冻品库存高位，屠宰需求小幅回升，但整体需求拉动偏弱，预计明年 Q1 前产能继续去化。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注牧原股份、温氏股份、华统股份、神农集团。</p> <p>2.种业：转基因品种审定落地，转基因商业化推广在即，龙头种企市场率有望进一步提升，建议关注大北农、隆平高科。</p> <p>风险提示：需求不及预期；疫病风险；政策风险。</p>	姚星辰 S0630523010001	13661571036
医药	<p>本周医药生物板块涨幅 0.51%，跑赢大盘指数。近期呼吸道感染性疾病高发，流感概念持续火热，建议关注相关投资标的。第四批高值耗材拟中选结果公布，企业中选率高，整体降幅温和。预计本次集采有助于人工晶体类产品加速放量，行业集中度有望进一步提高；另外涉及运动医学类耗材，基本实现骨科耗材集采全覆盖，利于骨科行业国产替代带来的发展机会。建议关注：老百姓、博雅生物、康泰生物、特宝生物、微电生理-U等。</p> <p>风险提示：政策风险；业绩风险；事件风险。</p>	杜永宏 S0630522040001	13761458877
汽车	<p>乘用车市场由“金九银十”进入年末冲量阶段，广州车展开启新车型集中上市期，新车型订单普遍乐观。关注：</p> <p>1. 智能驾驶：工信部等发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，L3+法规或逐步落地。车企层面城市 NOA 持续落地，深蓝、小鹏等推进高阶智驾向 20 万内市场下沉，关注核心增量零部件域控制器、线控底盘等，如伯特利、科博达等。</p> <p>2. 新车型增量：继问界 M7 之后，智驾车型智界 S7/阿维塔 12、纯电 MPV 理想 MEGA/小鹏 X9/问界 M9、性价比车型极氪 007 集中推出，小米车型亮相工信部目录，关注新车型定价及配置情况，以及空悬、HUD、车灯等配置升级方向，如保隆科技、华阳集团、星宇股份等。</p> <p>3. 特斯拉产业链：Cybertruck 开始交付，Model Q 发包逐步落地，海外增量有望释放，同时汽车/机器人业务协同打开向上空间，关注布局海外的核心供应商拓普集团、爱柯迪、旭升集团、新泉股份等。</p> <p>风险提示：汽车销量不及预期的风险；行业政策变化的风险。</p>	黄涵虚 S0630522060001	18301888016
机械	<p>1.专用设备：关注快克智能。公司在精密焊接装联设备行业优势突出，结合客户需求开发新技术，应对消费电子需求短期波动；同时，公司面向新能源汽车电子的成套装备业务有望稳步成长，并积极研发推广半导体封装设备，构建新成长曲线。</p> <p>2.机器人零部件：工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，明确人形机器人应用场景及发展潜力。企业端研发动态陆续更新：傅利叶 GR-1 智能机器人已开始逐步交付；首款基于开源鸿蒙的人形机器人发布；马斯克近期接受采访，提及特斯拉 Optimus 新动态，降本&灵巧手方面进展引发关注。关注核心零部件供应链，如绿的谐波（谐波减速器）、鸣志电器（空心杯电机、电机+丝杠模组）、步科股份（无框力矩电机）等。</p> <p>3.工程机械：国产龙头持续深入全球化布局，产品力增强，叠加“一带一路”倡议催化沿线需求，海外收入有望进一步提升，平滑整体周期波动。成本方面，钢材价格、海运费逐渐趋于平稳。关注主机厂中联重科、徐工机械等，零部件龙头恒立液压。</p> <p>风险提示：宏观景气度回暖弱于预期、核心技术突破进度不及预期、原材料价格波动风险。</p>	王敏君 S0630522040002 商俭 梁帅奇	13817183771

银行	<p>11月下旬召开的金融机构座谈会研究了房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。央行三季度货币政策执行报告专栏指出，盘活存量资金提高使用效率。我们认为12月及开门红信贷投放会更注重结构和节奏，房地产行业合理融资将得到支持，平台化债将加快推进。建议关注国有银行及江浙地区银行宁波银行、常熟银行、苏州银行、江苏银行。</p> <p>风险提示：宏观经济下行超预期；净息差大幅收窄；重点领域风险大幅上升。</p>	王鸿行 S0630522050001	18217671854
TMT	<p>存储芯片继续涨价，确定性较强，芯片产业供需逐步改善，周期底部回暖。手机销量持续好转，终端需求大概率或将好转。建议积极关注手机催化下投资机会。建议关注：</p> <p>1. 周期筑底的手机射频芯片卓胜微、唯捷创芯，CIS芯片的韦尔股份、格科微，模拟芯片的圣邦股份、艾为电子，存储芯片的东芯股份、兆易创新。</p> <p>2. 关注长期受益国产化、电动化、智能化的底部优质汽车芯片，推荐MCU的国芯科技、功率器件的宏微科技、斯达半导。</p> <p>3. 关注国产化加速趋势材料、设备，如北方华创、中微公司、拓荆科技、中船特气、安集科技。</p> <p>风险提示：企业订单不及预期风险；行业周期继续下行风险；海外管制升级风险。</p>	方霁 S0630523060001	17521066505
电新	<p>1. 光伏：库存积累叠加贸易政策影响，光伏出口预期继续下行。10月份中国共出口16.5GW的光伏组件，相较9月环比-16.7%，其中主要市场欧洲受库存影响环比下滑18%。贸易政策方面，土耳其本周启动对越南、克罗地亚、约旦等五国的中国光伏组件双向调查。欧洲光伏协会也有制定光伏贸易保护措施的消息。近期中东、非洲出口增速显著，后续关注在海外生产、“一带一路”销售方面有优势的厂商。建议关注：聚和材料、宇邦新材、帝尔激光。</p> <p>锂电：近期多家车企宣布采用超充电池平台，平均充电10-15分钟可以补能400-500公里，能够有效缓解消费者里程焦虑，进一步带动需求端增长。建议关注超充电池布局领先的电池企业：宁德时代、亿纬锂能；建议关注材料迭代布局领先企业：信德新材、天奈科技。</p> <p>2. 储能：临近年底电力及电价等市场化交易政策密集出台，湖北省发改委发布关于征求工商业分时电价机制有关意见的通知，将光伏出力高峰的10:00-15:00从高峰电价调至低谷电价，截止11月底全国已有超10个省市调整峰谷时段划分，午间谷时设置使得该类地区两充两放具备可行性，工商业储能装机必要性及盈利能力进一步提升。建议关注技术布局领先、获客渠道丰富的工商业储能产品供应商，建议关注：盛弘股份、上能电气等。</p> <p>3. 风电：1) 上海、海南海风项目发布电缆设备采购；福建、浙江海风项目风机招标，合计规模750MW；广东省2个海上风电项目发布社会稳定风险评估公示，合计规模800MW，国内海风项目建设持续推进，储备项目增加，支撑国内海风高景气发展。2) 明阳智能成功中标韩国80MW海风项目，国内海风产品出海再下一城，海外市场有望进一步开拓。建议关注：东方电缆、明阳智能。</p> <p>风险提示：全球宏观经济波动；上游原材料价格波动；风光装机量、新能源汽车需求不及预期。</p>	周啸宇 S0630519030001	13651725192

资料来源：东海证券研究所

7.下周关注

- 1) 中国 11 月进出口数据;
- 2) 中国 11 月通胀数据;
- 3) 美国 11 月就业数据;
- 4) 欧元区 10 月 PPI 同比、环比;
- 5) 欧元区第三季度 GDP 终值。

8.风险提示

- 1) 地缘政治风险，巴以冲突扩大影响，导致原油价格大幅上涨的风险。
- 2) 政策落地不及预期的风险，导致国内经济复苏偏慢。
- 3) 海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089