

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-03-01

宏观策略

2024 年 03 月 01 日

宏观点评 20240229: 政治局会议透露的两会信号

今天的政治局会议有点不一样，议题非常聚焦——《政府工作报告》。从历史上看，两会前的最后一次政治局会议议题往往会比较多样，例如去年会议优先讨论的是召开二十届二中全会（图 1）。结合此前密集召开的深改委和中央财经委会议，这意味着当前高层确实比较重视经济。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

宏观点评 20240229: 政策抢跑，两会要如何“接棒”？

今年以来各种政策和会议“抢跑”，那么两会及之后的政策还有什么看点？今年两会前各种政策和会议密集发布和召开，已经让不少内容“明牌”了，例如年初以来超预期的降准降息，意味着宽松的货币政策依旧会是稳经济、稳信心的灵活工具；而少见的在两会前召开的中央财经委员会会议则更加直接地点明设备更新改造和消费品以旧换新将成为扩大内需的阶段性抓手。结合中央经济工作会议和开年以来的变化，我们认为今年第一季度的政策基调是总量上保持平稳，而结构上重点会更加突出，最值得关注的是以人工智能、算力为主的科技创新产业政策，和更加注重落实的地产政策。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

固收金工

固收周报 20240225: “反常”转债在增多的启示

上周（2.19-2.23）海外方面风险类资产普涨，美、欧、日股市普涨，联储 1 月议息纪要提示过早降息带来的再通胀风险，我们考虑到美债 10Y 在预期如此大幅反转后，仍“只”攀升到 4.25% 上下，后市虽仍或以高位振荡为主，但下行风险大于上行风险，研判 4-4.25% 区间徘徊。日经指数受英伟达业绩超预期助力，突破历史大顶，此时需要关注一方面日元汇率是否将被干预，另一方面货币政策紧缩信号的边际释放，谨慎看待日股后市上涨空间的同时，看好日元兑美元汇率在这一位置的配置价值。国内受各方面因素催化，部分大宗商品探底磨底的同时，权益资产大幅修复，上证指数收复 3000 点，阶段性提示“踏空”风险。题材方面，建议可以围绕“再通胀”建构配置框架，其中有两方面延展，1、市场化下的“再通胀”，即供需两端竞争充分，生产性企业供给出清或在一定协调机制下边际提速；2、市场化中的“再通胀”，部分生活资料供应还存在着一定的价格机制发挥不充分的环节，在当前改革环境较“宽松”的大背景下，或存在推进窗口期。从国际视角观察，“再通胀”也可以通过本币小幅顺势贬值来做文章，离岸汇率 7.3 人民币/美元或接近各方认可的均衡点，当离岸汇率前 1 个月、3 个月短期隐含波动率均接近两年低点。除此之外，服务性行业的供给格局相对普遍较好，承接前周思考，反而更需要提质供给、分散需求，尤其建议关注流通环节围绕各类“堵点”的顶层建构。转债伴随权益市场显著修复，宽基指数同步修复至 24 年年初水平。值得注意的

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

是，前周“正股跌、转债涨”的“反常”标的数量维持在高位，为 52 只（春节前一周为 56 只）。如果按照单个交易日来统计，则呈现前高后低的态势。具体而言，前周周一 63 只，周二 125 只，周三 61 只，周四 17 只，周五 19 只。而如果从 2 月 6 日统计到 2 月 23 日，仅为 2 只，可以说明即使在普涨的环境中，一方面“反常”标的存在轮动，另一方面说明“反常”的短期性。我们认为这一现象反映出一定的“逼空”情绪的同时，也说明转债在当前的震荡市下所扮演角色的重要性，建议增加转债仓位占比。

固收周报 20240225：股市上涨背景下，会否对债市造成跷跷板影响？

股市上涨背景下，会否对债市造成跷跷板影响？股债“跷跷板”形成的主要原因之一是流动性在两个市场之间的转移。当股市价格上升，投资者为追求高收益率会将更多资金投入股市，导致债市走弱；反之亦然。从 2008 年至 2015 年，共出现过两次股债双牛和股债跷跷板的情况。其中，股债跷跷板出现在 2008 年 12 月-2009 年 7 月，股债双牛则出现在 2014 年 7 月-2015 年 6 月。在第一阶段，沪深 300 指数 1864.21 点上升到 3734.62 点，上涨幅度达到 100.33%；十年期国债收益率由 3.14% 上涨至 3.58%，上行 44BP。在宏观环境方面，我国实行了宽松货币政策促进经济回暖，社融存量同比为 34.8%，表明经济有所回升。在第二阶段，沪深 300 指数由 2164.56 点上升到 4473 点，上涨幅度达到 106.65%；十年期国债收益率由 4.08% 下行至 3.59%，幅度 48BP。在这一阶段，宏观经济受房价影响出现下行，央行于 2014 年开始实行宽松货币政策，金融市场获取多余的流动性造成股价和债券价格提升，但社融同比有所下滑，表明实体经济的持续性好转未出现。综上所述，历史上股债双牛和股债跷跷板效应均由实体经济较弱引起，进而启动经济走弱下的货币宽松与宽信用政策，市场资金比较充足，在实体经济受到宽松政策影响而出现好转的情况下，股市的上涨会更加具备可持续性，会对债市具有抽水效应。风险提示：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。

固收深度报告 20240219：不是短债买不起，而是长债更有性价比

我们认为，在货币政策风向调整期，短期国债具有更多收益机会，而在货币政策风向平稳时，长期国债的收益确定性优于短期债券。目前国内经济即将进入弱复苏阶段，在宏观经济情况稳定的情况下，长期国债的收益率下行或将持续。

固收周报 20240219：春节“挤”出来的思考

春节期间海外方面，风险类资产仍受到青睐。春节期间国内休市，不过放假前市场的暖意也在假期期间也获得一定延续，除了港股先开先涨以外，比较值得深思的是龙年春节国内旅游市场普遍的供不应求。转债方面，跨过春节假期，转债将迎来 3-4 月转债发行高发期。

固收周报 20240218：如何看待跳升的 M1 同比？

2024 年 1 月金融数据公布，M1 出现跳升，是否存在隐含的信号意义？2024 年 1 月 M1 同比增长 5.9%，较上月抬升 4.6%，并且由于 M1 同比增速的上行，M2-M1 的剪刀差收窄至 2.8%，较上月下行 5.6 个百分点。M1 包括流通中的现金和单位活期存款，而 M2=M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款，如果 M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃，经济景气度上升。从单位活期存款的角度，M1 的抬升确实表明在政策加持下，有一定的积极信号。但由于年初有春节效应的影响，将影响流通中现金，因此从这一角度考虑，M1

的抬升存在季节性。综上所述，M1 的抬升目前来看季节效应更为明显，需要进一步观察 2 月的数据，从 1、2 月份整体数据角度去把握宏观经济情况更为妥当。在基本面数据缺位的背景下，债市仍然把握“资产荒”和早配置早收益的逻辑。美国 2024 年 1 月就业数据超预期火热，后市美债收益率如何变化？美国 1 月 ISM 服务业 PMI 指数大超预期，美国服务业韧性十足。美国 1 月核心服务通胀环比加速导致 1 月 CPI 超预期，市场重燃通胀担忧。美联储降息路径不确定性增大，降息起点或推迟至年中。

行业

工程机械行业点评报告：1 月叉车销量环比+11%，行业延续稳健增长趋势

我们认为国产龙头安徽合力、杭叉集团等已进入锂电化、全球化和后市场业务布局的红利兑现期，份额提升带动收入增长，结构优化驱动利润提升。2023 年前三季度两家公司分别实现营收 131/125 亿元，同比分别增长 9%/10%，海外份额稳中有升，收入增速稳健。盈利能力均明显提升，销售毛利率均约 20%，同比均增长 4pct，归母净利润分别为 9.9/13.1 亿元，同比分别增长 43%/75%，利润增速显著强于营收。根据杭叉集团发布的业绩预告，2023 全年公司实现归母净利润 16-18 亿元，同比增长 62%-82%，Q4 业绩仍然亮眼。展望未来，国产双龙头国内品牌认可度、渠道建设、供应链管理水平和规模效应优势显著，海外份额提升空间广阔，收入端有望持续增长，业务结构优化下，利润率稳中有升趋势有望延续，建议关注【安徽合力】、【杭叉集团】。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

客车 2 月月报：1 月国内及出口销量超预期

投资建议：【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2023~2025 年归母净利润为 16.5/24.1/30.4 亿元，同比+117%/+48%/+24%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 0.78/3.05/6.26 亿元，2024~2025 年同比+292%/+105%。维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

推荐个股及其他点评

今世缘（603369）：国缘开系提价，释放发展信心

核心产品停货提价，彰显发展信心

粉笔（02469.HK）：公考培训需求旺盛，线上线下融合打通实现规模化增长

盈利预测与投资评级：粉笔是我国公考行业头部的培训机构，在线上培训方面以及积累了较好的口碑，在过去几年行业竞争格局变化期间稳步经营，恢复迅速，已经逐步在行业中占领了较为领先的位置。公考行业赛道需求行业，未来头部企业之间也是以共同提升行业参培率，做大市场为主，公司我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.3/3.8/5.7 亿元，同比增速分别为 111%/64%/51%，对应 2024-2025 年 PE 分别为 26/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

阿特斯（688472）：2023 年业绩快报点评：23Q4 减值+仲裁损失影响业

绩，24 年光储协同增长稳健

投资评级：考虑光伏价格竞争超预期，我们下调盈利预测，我们预计公司 2023-25 年归母净利润 29.0/35.5/50.5 亿元（前值为 35.0/45.4/55.5 亿元），同增 35%/22%/43%，考虑公司 24 年 N 型组件进一步放量，同时美国大储进入业绩释放期，我们给予 24 年 20xPE，目标价 19.2 元，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

东方财富（300059）：“双提升”利于公司长期价值发现，财富管理龙头优势延续

盈利预测与投资评级：综合考虑公募降费以及尾佣比例下调的预期，结合 2023 年四季度市场行情及交投情况，我们下调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 81.53 /92.49 /105.02 亿元（前值分别为 85.86 /111.35 /132.99 亿元），对应增速分别为-4.19% /+13.44% /+13.55%，当前市值对应 PE 分别为 26.53 /23.39 /20.60 倍。看好公司不断巩固零售券商龙头地位，并通过“妙想”大模型在金融 AI 领域持续突破，维持“买入”评级。 风险提示：1）权益市场大幅波动；2）行业监管趋严抑制创新。

宏观策略

宏观点评 20240229：政治局会议透露的两会信号

今天的政治局会议有点不一样，议题非常聚焦——《政府工作报告》。从历史上看，两会前的最后一次政治局会议议题往往会比较多样，例如去年会议优先讨论的是召开二十届二中全会（图1）。结合此前密集召开的深改委和中央财经委会议，这意味着当前高层确实比较重视经济。值得注意的是，与去年的中央经济工作会议相比，我们觉得政策层次更加看重“预期”和“科技”了。本次政治局会议进一步明确了“增强宏观政策取向一致性”的目的和标注——“营造稳定透明可预期的政策环境”，这可能是在经过外资流出、市场波动，政策可能更加注重时效性和预期引导。而“要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”，无疑凸显出科技创新等产业政策要进一步加速和发力了。结合中央经济工作会议和开年以来的变化，我们认为今年两会的政策基调是总量上保持平稳，而结构上重点会更加突出，最值得关注的是以人工智能、算力为主的科技创新产业政策，和更加注重落实的地产政策。总量上回归平稳，短期内可能不会给市场带来太多“惊喜”。我们认为有以下三个方面的原因：第一，前期政策出台力度大、节奏明显前置（可以追溯到去年年底）、效果仍需观测。2023年Q4的1万亿增发国债、今年年初超预期的降准降息，中央和地方一系列支持地产和“三大工程”的政策陆续落地，而这些都需要时间推进和转化。第二，消费对短期经济表现有一定结构支撑，春节假期我国实现国内旅游收入同比增长34%、服务性消费进一步修复，这可能也是高层对今年内需有所期待的重要原因，中财委在两会前几乎明牌式提出以设备更新和消费品以旧换换新为代表的内需将成为稳经济阶段性的抓手。第三，我们认为一些结构性的领域在政策优先级中可能更高。比如我们上文所说的科技创新、海外AI浪潮的压力，比如地产政策的落实以及地方化债的继续推进。在总量政策的定位里，货币政策是“排头兵”，财政政策可能是“后手棋”。今年货币政策发力早、力度也不小，而且从实际利率和地产表现来看，后续仍有较大空间（尤其是LPR和MLF降息），但是节奏上可能要到第二季度中后段。形成对比的是，今年以来财政所说所做就偏少了。从2月1日的国新办财政收支发布会中，可以看出财政的基本定调“保持适当的支出强度”，同时要“优化财政支出结构”，往科技创新等产业领域的“提效”是确定的（居于七大工作重点之首）。除此之外，今年以来发债慢、复工缓，以及安排地方准备超长期项目都凸显出“后手棋”的味道。我们认为阶段性政策关注的重点依旧在产业政策，尤其是人工智能和算力为代表的科技创新。从中央经济工作会议到各地两会，“科技创新、现代化产业体系建设”均为政府工作任务的首要关注点；对此，多部委积极响应，表态通过融资、财政等多手段对人工智能、新兴产业、未来产业等行业领域予以支持。值得注意的是，当前海外AI加速发展、主要发达经济体加大新兴产业补贴力度等因素催化下，我国产业政策加码及切实落地的紧迫性明显提升。具体领域来看，人工智能及算力领域或尤为值得关注。中央经济工作会议表示“推进”新型工业化、“发展”数字经济、“加快推动”人工智能发展、“打造”新兴产业、“开辟”未来产业，“加快”这一表态或对人工智能领域发展予以节奏指引。2月以来，部委及地方积极响应落实，2月21日，国资委专门就“人工智能”领域召开专题推进会值得关注（过往国资委专题推进会主要围绕国有企业改革等方面展开，较少聚焦单一行业

领域), 26 日国资委召开扩大会议, 再提“加快人工智能等新技术赋能”。中央定调下, 各地加快出台具体措施, 以“算力券”补贴等为代表的政策提升算力应用普惠力度、加大算力应用覆盖范围。新动能之外, 地产也是今年稳经济的重要一环, 当前政策可能更加注重落实。今年以来地产支持政策也密集出台, 不过在新年 1 月 70 城二手房价格同比全数下跌, 同时节前房企清盘事件与违约风险扰动市场的背景下, 地产的“当务之急”是稳定预期, 加速前期政策的落实, 主要集中在两个方面: 一是更加扎实、快速推进地方地产项目的融资“白名单”制度, 防止风险爆发、蔓延, 二是在 PSL 资金铺垫、央行专项工具以及政策性银行专项借款的支持下, “三大工程”、保障性住房建设会进一步加速。除此之外, “稳外资”也将是 2024 年的一大政策主线。2023 年 FDI 投资明显下滑, 稳定外资、稳定海外投资者的信心对于当前稳定经济和经济转型都有重要意义。以史为鉴, 两会以及两会前后的国常会, 其议题往往都会“一脉相连”, 即使是 2023 年发生了国务院总理的“交接”, 这一规律也并未发生改变。今年两会前的国常会提到了“要把稳外资作为做好今年经济工作的重要发力点”, 这也说明了更大力度吸引和利用外资的政策举措“正在路上”。关注改革, 构建全国统一大市场、支持民营经济发展、财税等重点领域体制改革等或为后续三中全会关注要点。长期改革目标上, 中央经济工作会议强调深化重点领域改革, 主要提及促进民营经济发展、加快建设全国统一大市场、谋划财税体制改革及落实金融体制改革; 同时, 2 月 26 日国务院第六次专题学习聚集“加快完善全国统一大市场基础制度规则”, 这些均为后续三中全会关注要点提供指引线索。风险提示: 政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢; 海外经济体提前显著进入衰退, 国内出口超预期萎缩。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

宏观点评 20240229: 政策抢跑, 两会要如何“接棒”?

今年以来各种政策和会议“抢跑”, 那么两会及之后的政策还有什么看点? 今年两会前各种政策和会议密集发布和召开, 已经让不少内容“明牌”了, 例如年初以来超预期的降准降息, 意味着宽松的货币政策依旧会是稳经济、稳信心的灵活工具; 而少见的在两会前召开的中央财经委员会会议则更加直接地点明设备更新改造和消费品以旧换新将成为扩大内需的阶段性的抓手。结合中央经济工作会议和开年以来的变化, 我们认为今年第一季度的政策基调是总量上保持平稳, 而结构上重点会更加突出, 最值得关注的是以人工智能、算力为主的科技创新产业政策, 和更加注重落实的地产政策。总量上回归平稳, 短期内可能不会给市场带来太多“惊喜”。我们认为有以下三个方面的原因: 第一, 前期政策出台力度大、节奏明显前置(可以追溯到去年年底)、效果仍需观测。2023 年 Q4 的 1 万亿增发国债、今年年初超预期的降准降息, 中央和地方一系列支持地产和“三大工程”的政策陆续落地, 而这些都需要时间推进和转化。第二, 消费对短期经济表现有一定结构支撑, 春节假期我国实现国内旅游收入同比增长 34%、服务性消费进一步修复, 这可能也是高层对今年内需有所期待的重要原因, 中财委在两会前几乎明牌式提出以设备更新和消费品以旧换新为代表的内需将成为稳经济阶段性的抓手。第三, 我们认为一些结构性的领域在政策优先级中可能更高。比如我们上文所说的科技创新、海外 AI 浪潮的压力, 比如地产政策的落实以及地方化债的继续推进。在总量政策的定位里, 货币政策是“排头兵”, 财政政策可能是“后手棋”。今年货币政策发力早、力度也不小, 而且从实际利率和地产表现来看, 后续仍有较大空间(尤其是 LPR 和 MLF 降息), 但是节奏上可

能要到第二季度中后段。形成对比的是，今年以来财政所说所做就偏少了。从2月1日的国新办财政收支发布会中，可以看出财政的基本定调“保持适当的支出强度”，同时要“优化财政支出结构”，往科技创新等产业领域的“提效”是确定的（居于七大工作重点之首）。除此之外，今年以来发债慢、复工缓，以及安排地方准备超长期项目都凸显出“后手棋”的味道。我们认为阶段性政策关注的重点依旧在产业政策，尤其是人工智能和算力为代表的科技创新。从中央经济工作会议到各地两会，“科技创新、现代化产业体系建设”均为政府工作任务的首要关注点；对此，多部委积极响应，表态通过融资、财政等多手段对人工智能、新兴产业、未来产业等行业领域予以支持。值得注意的是，当前海外AI加速发展、主要发达经济体加大新兴产业补贴力度等因素催化下，我国产业政策加码及切实落地的紧迫性明显提升。具体领域来看，人工智能及算力领域或尤为值得关注。中央经济工作会议表示“推进”新型工业化、“发展”数字经济、“加快推动”人工智能发展、“打造”新兴产业、“开辟”未来产业，“加快”这一表态或对人工智能领域发展予以节奏指引。2月以来，部委及地方积极响应落实，2月21日，国资委专门就“人工智能”领域召开专题推进会值得关注（过往国资委专题推进会主要围绕国有企业改革等方面展开，较少聚焦单一行业领域），26日国资委召开扩大会议，再提“加快人工智能等新技术赋能”。中央定调下，各地加快出台具体措施，以“算力券”补贴等为代表的政策提升算力应用普惠力度、加大算力应用覆盖范围。新动能之外，地产也是今年稳经济的重要一环，当前政策可能更加注重落实。今年以来地产支持政策也密集出台，不过在新年1月70城二手房价格同比全数下跌，同时节前房企清盘事件与违约风险扰动市场的背景下，地产的“当务之急”是稳定预期，加速前期政策的落实，主要集中在两个方面：一是更加扎实、快速推进地方地产项目的融资“白名单”制度，防止风险爆发、蔓延，二是在PSL资金铺垫、央行专项工具以及政策性银行专项借款的支持下，“三大工程”、保障性住房建设会进一步加速。除此之外，“稳外资”也将是2024年的一大政策主线。2023年FDI投资明显下滑，稳定外资、稳定海外投资者的信心对于当前稳定经济和经济转型都有重要意义。以史为鉴，两会以及两会前后的国常会，其议题往往都会“一脉相连”，即使是2023年发生了国务院总理的“交接”，这一规律也并未发生改变。今年两会前的国常会提到了“要把稳外资作为做好今年经济工作的重要发力点”，这也说明了更大力度吸引和利用外资的政策举措“正在路上”。关注改革，构建全国统一大市场、支持民营经济发展、财税等重点领域体制改革等或为后续三中全会关注要点。长期改革目标上，中央经济工作会议强调深化重点领域改革，主要提及促进民营经济发展、加快建设全国统一大市场、谋划财税体制改革及落实金融体制改革；同时，2月26日国务院第六次专题学习聚集“加快完善全国统一大市场基础制度规则”，这些均为后续三中全会关注要点提供指引线索。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20240225：“反常”转债在增多的启示

后市观点及投资策略：上周(2.19—2.23)海外方面风险类资产普涨，美、欧、日股市普涨，联储1月议息纪要提示过早降息带来的再通胀

风险，我们考虑到美债 10Y 在预期如此大幅反转后，仍“只”攀升到 4.25% 上下，后市虽仍或以高位振荡为主，但下行风险大于上行风险，研判 4—4.25% 区间徘徊。日经指数受英伟达业绩超预期助力，突破历史大顶，此时需要关注一方面日元汇率是否将被干预，另一方面货币政策紧缩信号的边际释放，谨慎看待日股后市上涨空间的同时，看好日元兑美元汇率在这一位置的配置价值。国内受各方面因素催化，部分大宗商品探底磨底的同时，权益资产大幅修复，上证指数收复 3000 点，阶段性提示“踏空”风险。题材方面，建议可以围绕“再通胀”建构配置框架，其中有两方面延展，1、市场化下的“再通胀”，即供需两端竞争充分，生产性企业供给出清或在一定协调机制下边际提速；2、市场化中的“再通胀”，部分生活资料供应还存在着一定的价格机制发挥不充分的环节，在当前改革环境较“宽松”的大背景下，或存在推进窗口期。从国际视角观察，“再通胀”也可以通过本币小幅顺势贬值来做文章，离岸汇率 7.3 人民币/美元或接近各方认可的均衡点，离岸汇率前 1 个月、3 个月短期隐含波动率均接近两年低点。除此之外，服务性行业的供给格局相对普遍较好，承接前周思考，反而更需要提质供给、分散需求，尤其建议关注流通环节围绕各类“堵点”的顶层建构。转债伴随权益市场显著修复，宽基指数同步修复至 24 年年初水平。值得注意的是，前周“正股跌、转债涨”的“反常”标的数量维持在高位，为 52 只（春节前一周为 56 只）。如果按照单个交易日来统计，则呈现前高后低的态势。具体而言，前周周一 63 只，周二 125 只，周三 61 只，周四 17 只，周五 19 只。而如果从 2 月 6 日统计到 2 月 23 日，仅为 2 只，可以说明即使在普涨的环境中，一方面“反常”标的存在轮动，另一方面说明“反常”的短期性。我们认为这一现象反映出一定的“逼空”情绪的同时，也说明转债在当前的震荡市下所扮演角色的重要性，建议增加转债仓位占比。风险提示：1) 正股退市和信用违约风险；2) 流动性环境收紧风险；3) 权益市场超跌风险；4) 地缘政治危机影响；5) 行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20240225：股市上涨背景下，会否对债市造成跷跷板影响？

观点 股市上涨背景下，会否对债市造成跷跷板影响？股债“跷跷板”形成的重要原因之一是流动性在两个市场之间的转移。当股市价格上升，投资者为追求高收益率会将更多资金投入股市，导致债市走弱；反之亦然。从 2008 年至 2015 年，共出现过两次股债双牛和股债跷跷板的情况。其中，股债跷跷板出现在 2008 年 12 月-2009 年 7 月，股债双牛则出现在 2014 年 7 月-2015 年 6 月。在第一阶段，沪深 300 指数从 1864.21 点上升到 3734.62 点，上涨幅度达到 100.33%；十年期国债收益率由 3.14% 上涨至 3.58%，上行 44BP。在宏观环境方面，我国实行了宽松货币政策促进经济回暖，2019 年 12 月社融存量同比为 34.8%，表明经济有所回升。在第二阶段，沪深 300 指数由 2164.56 点上升到 4473 点，上涨幅度达到 106.65%；十年期国债收益率由 4.08% 下行至 3.59%，幅度 48BP。在这一阶段，宏观经济承压，央行于 2014 年开始实行宽松货币政策，金融市场获取多余的流动性造成股价和债券价格提升，但社融同比有所下滑，表明实体经济的持续性好转未出现。综上所述，历史上股债双牛和股价跷跷板效应均由实体经济较弱引起，进而启动经济走弱下的货币宽松与宽信用政策，市场资金比较充足，在实体经济受到宽松政策影响而出现好转的情况下，股市的上涨会更加具备可持续性，会对债市具有抽水效应。美国 FOMC1 月会议纪要及 2 月 PMI 数据公布，后市美债收益率如何变化？我们认为美国经济韧性较强，Fedwatch 所预示的降息路径，后续步伐放缓、步

幅收窄的可能性仍较大，研判定性为“软着陆”预期下的周期中再调整，而非开启降息周期，后者对应“硬着陆”。因此，美债收益率中期看向4%-4.25%区间，维持高位震荡，易上难下，结合增量数据，思考如下：（1）美国2月申请失业救济人数总体回落，就业数据持续好转。美国劳工部22日公布的数据显示，2月17日当周美国首次申请失业救济人数为20.1万，低于前值21.2万和预期值21.6万，降至一个月来最低水平，接近历史低点；2月10日当周美国全国申请失业救济人数为186.2万，低于前值189.5万和预期值188.4万。根据历史走势，1月份美国失业率虽有所上升，但该数据仍处于相对低位水平，2月就业增长或保持稳健。（2）美国2月制造业PMI创17个月新，服务业PMI创三个月新低。2月22日公布的数据显示，美国2月Markit制造业PMI初值51.5，创17个月新高，高于预期值50.7以及前值50.7，强化“软着陆”预期。美国2月Markit服务业PMI初值51.3，创三个月新低，低于预期值52.3以及前值52.5，单月降幅为去年8月以来最大。受益于新订单增长强劲，美国2月制造业的扩张速度快于服务业，为2023年1月以来首次，制造业连续数月出现改进，凸显生产商们正在摆脱长期以来的低迷态势。美国2月Markit综合PMI初值51.5，低于预期值51.8以及前值52。服务业和综合PMI虽不及预期，环比还有回落，但仍处于枯荣线上方，整体经济均处于温和扩张当中。（3）美联储降息时点仍未明朗，需再关注通胀轨迹。22日公布的FOMC1月会议纪要指出，3月降息概率很低的核心因素依然是美联储需要更长时间观察通胀数据以确保“二次通胀”的趋势难以形成，市场对美联储首次降息的预期已经从3月推迟至6月。受1月美国超预期通胀数据影响，截止2月24日，Fedwatch预期2024年3月降息25bp的概率仅为4%，而上周为10%；5月份降息的可能性为26.2%；6月份降息的可能性为66.9%，而上周为超过80%；7月份降息的可能性为85.3%。风险提示：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
 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20240219：不是短债买不起，而是长债更有性价比

事件 2024年2月5日，10Y国债到期收益率下降至为2.4%，30Y国债到期收益率下降至为2.6%，创2002年以来新低，10年期国债主力合约收盘价103.62元，30年期国债主力合约收盘价105.64元，报价均创上市以来新高。

观点 国债与国开债相比之下的性价比逐渐凸显。从2020年到2023年，10Y、30Y国债与同期限国开债的利差收窄了30BP左右。根据我们构建的风险资产调整模型测算，对于银行和保险自营资产而言，10年期和30年期国债的剔除后调整收益率高于其他债券资产，分别为2.45%和2.66%，而10年国开债仅为1.93%，较同期限国债的利差为47BP，国债在收益率方面的性价比超越国开债，成为市场交易的热门标的，推动中长期国债价格上涨，到期收益率持续下降。分国内和国外机构来看，非银机构和外资大量买入中长期国债。国新办新闻发布会召开当周（1月22日-1月28日），基金、理财、保险、券商等非银机构配置中长期国债意愿明显增加。各机构均卖出1-3年期利率债，非银机构7年期以上利率债净买入总额达661.44亿元。外资方面出于对中美利差收窄的预期加仓中长期国债。随着美联储加息周期结束，降息已提上日程，中美利差有望收窄，人民币汇率反弹的可能性极大，因此外资为获取投资收益提前布局流动性较强的10年期国债，自9月份开始境外机构国债持有规模增加了2207.33亿元，境外机构国债持有规模处于2023年全年高位。长

期国债供给较国开债更充足，市场流动性提高。2023 年 10 年期国债总发行额 11,255 亿元，较上一年度提升 7.23%，国开债 2023 年总发行额为 7,240 亿，同比增速为-23.71%，10 年期以上（不含 10 年）国开债发行总额仅为 820 亿元。国开债发行规模下降而国债供给充足，使得国债的市场流动性相对上升。政策风向稳定，长债收益率下行或将持续。回顾 2013 年以来的债券市场，基于 10 年期国债的收益率走势可划分出两轮牛市。在两轮牛市行情中，10 年期和 30 年期国债收益率走势较 1 年期国债更加稳健，我们认为，在货币政策风向调整期，短期国债具有更多收益机会，而在货币政策风向平稳时，长期国债的收益确定性优于短期债券。目前国内经济即将进入弱复苏阶段，货币政策需定调宽松来维持生产和消费的稳定回升，我们预计 1 年期 MLF 仍会持续下行，在宏观经济情况稳定的情况下，长期国债的收益率下行或将持续。

风险提示：宏观经济增速不及预期；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 20240219：春节“挤”出来的思考

后市观点及投资策略：春节期间海外方面，风险类资产仍受到青睐，美债 10Y 回升至 4.3%上下的水平，美元一度接近 105 关键点位，两者较符合我们前期判断，即过于乐观的降息路径，面临回调的风险，降息起点延后，但全年降息幅度则未必下降，边际上“软着陆”概率下降，“硬着陆”风险上升，美债左侧布局机会大增，胜率下降，赔率上升。同时，我们温和提示美元触顶风险，边际预期的变化或导致离岸人民币在 7.3 人民币/美元上下维持震荡格局，预期贬值幅度较前期有所收窄。春节期间国内休市，不过放假前市场的暖意在假期期间也获得一定延续，除了港股先开先涨以外，比较值得深思的是龙年春节国内旅游市场普遍的供不应求。旅游这一服务业的特征是，生产与消费存在同时性、不可储存性，“堵点”可能意味着机会：1）采取预约制，本质上是一种配额制，替代拥堵税(congestion tax)；2）利用大数据指引，实现智慧出行；3）供不应求的本质是特定时间段的供给无法匹配特定时间段的需求，对应若干方案，可能性较高的是恢复五一长假，前期 2008 年取消五一长假是为了增加传统假期，即“一长”变“三短”，但只有长假才更适合远途旅游，尤其从 2023 年以来愈发明显的“南北互跨”式旅游，恢复五一长假，重新变成春节、五一、国庆三长假模式（同时保留中秋短假），将有利于降低特定时间段的需求扎堆造成供给“瓶颈效应”。转债方面，跨过春节假期，转债将迎来 3—4 月转债发行高发期，一方面新票上市会增加资金的参与欲望，一方面缺乏核心资产的转债市场未必能跑赢权益窄基指数，因此配置策略方面如何定位转债部分所需扮演的在组合中的角色较为关键。结合权益更倾向于抱团核心资产，我们建议转债部分可以选择高 YTM 的低价标的，底层正股可关注偏成长而非价值的方向布局，同时在不确定的大环境中，可优选预期收益确定性较强的临期转债，包括大丰转债、长久转债等，若同低价偏好两相结合，可优选艾华转债、烽火转债、核建转债、好客转债等。

风险提示：1）正股退市和信用违约风险；2）流动性环境收紧风险；3）权益市场超跌风险；4）地缘政治危机影响；5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20240218：如何看待跳升的 M1 同比？

观点 2024 年 1 月金融数据公布，M1 出现跳升，是否存在隐含的信号意义？2024 年 1 月 M1 同比增长 5.9%，较上月抬升 4.6%，并且由于 M1 同比增速的上行，M2-M1 的剪刀差收窄至 2.8%，较上月下行

5.6个百分点。M1包括流通中的现金和单位活期存款，而 $M2=M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款$ ，如果M1增速大于M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃，经济景气度上升。那么本次的M1抬升和M2-M1剪刀差是否意味着经济景气度抬升呢？从单位活期存款的角度，M1的抬升确实表明在政策加持下，有一定的积极信号。首先，为了稳住楼市，1月12日住建部、国家金融监管总局联合下文，要求建立“城市房地产融资协调机制”，由协调小组（地方政府主导）开出需要融资的房地产项目的“白名单”，各银行给予贷款，金融监管总局督办。2月12日，中国银行表示已推进超过110个项目的审批工作，合计金额约550亿元，其中，已审批完成项目共75个，合计金额近400亿元。此外，多家银行也纷纷表示已在积极对接项目，部分资金或已于1月进入开发商账户。其次，央行在四季度通过PSL对保障房、城中村改造发放低息贷款，规模5000亿元，也是引起M1同比增速上升的原因之一。但由于年初有春节效应的影响，将影响流通中现金，因此从这一角度考虑，M1的抬升存在季节性。春节前企业集中发放工资和奖金，由于今年与去年春节所在月份不同，同比基数受春节影响较大，春节错位效应明显。2023年1月基数相对偏低，导致2024年1月份数据抬升。我们回顾了2014年春节以来的情况，2015年、2018年、2021年的情况与今年类似，这几年的1月份M1同比增速均较上一年12月有明显的抬升，从抬升幅度来看，今年M1的抬升情况并不特殊。综上所述，M1的抬升目前来看季节效应更为明显，需要进一步观察2月的数据，从1、2月份整体数据角度去把握宏观经济情况更为妥当。在基本面数据缺位的背景下，债市仍然把握“资产荒”和早配置早收益的逻辑。美国2024年1月就业数据超预期火热，后市美债收益率如何变化？我们认为美国经济韧性较强，Fedwatch所预示的降息路径，后续步伐放缓、步幅收窄的可能性仍较大，研判定性为“软着陆”预期下的周期中再调整，而非开启降息周期，后者对应“硬着陆”。因此，美债收益率中期看向4%-4.5%区间，维持高位震荡，难上难下，结合增量数据，思考如下：美国1月ISM服务业PMI指数大超预期，美国服务业韧性十足。2月5日公布的数据显示，美国1月ISM非制造业PMI为53.4，大幅超过前值50.5和预期值52。同时公布的美国1月ISM非制造业就业指数50.5，前值为43.3；1月ISM非制造业新订单指数为55，前值为52.8；1月ISM非制造业物价指数则飙升至64，前值为56.7，预示着美联储要抑制高通胀的努力需进一步加大。结合前期公布的美国1月ISM制造业指数，二者均超出市场预期反弹，服务业表现强劲，制造业呈现筑底修复特征但持续性有待观测，整体看美国经济保持较强韧性，美国经济软着陆的概率边际有所提升。美国1月核心服务通胀环比加速导致1月CPI超预期，市场重燃通胀担忧。2月13日公布的数据显示，美国1月CPI同比增长3.1%，预期增长2.9%；核心CPI同比增长3.9%，预期增长3.7%；1月CPI环比增长0.3%，预期增长0.2%；核心CPI环比增长0.4%，为去年5月以来最大增幅，预期增长0.2%。核心商品通胀已不再是通胀的主要问题，核心CPI的韧性主要体现在核心服务上，核心服务的主要一些分项，包括居所、运输服务、医护服务环比增长都较上月扩大。而居所的通胀是每月核心服务通胀增长的最大贡献者，仍处于高位，1月同比增长6.1%，上月6.2%。美国1月大超预期的PPI数据和创两年来新高的消费者信心指数同样说明了类似的情况。通胀数据显示美联储降低通胀的任务仍未完成，通胀率降为2%目标仍然较为遥远，降息不宜操之过急。美联储降息路径不确定性增大，降息起点或推迟至年中。2024年FOMC票委、亚特兰

美联储主席博斯蒂克就经济前景和货币政策发表讲话称，鉴于美国劳动力市场和经济依然强劲，不急于降息。而此前2月3日FOMC会议后19位参会人给出2024年美联储降息的占比人数为90%，至少降息100bp的占比人数为84%。受1月美国超预期通胀数据影响，截止2月17日，Fedwatch预期2024年3月降息25bp的概率仅为10%，而上周为将近20%；5月份降息的可能性仅为38.4%，而上周为将近70%；6月份降息的可能性为81.6%。风险提示：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
证券分析师：徐津晶)

行业

工程机械行业点评报告：1月叉车销量环比+11%，行业延续稳健增长趋势

投资要点 1月叉车销量环比+11%延续增长趋势，同比受春节基数影响 2024年1月叉车行业销量110695台，同比增长90%，环比增长11%，其中国内销量72263台，同比增长110%，环比增长18%，出口销量38432台，同比增长62%，环比持平。1月同比增速较高系去年1月为春节，基数较低。1月销量延续增长趋势，国内环比提升明显，我们判断系（1）两大下游中，仓储物流业下游景气度延续，2024年1月物流业景气指数52.7，仓储指数51.2，均仍位于扩张区间，平滑了制造业PMI49.2表现偏弱的影响。（2）行业电动化趋势延续，一类车替代四五类车、国四替代存量国二设备趋势延续。外销环比持平，国产叉车海外竞争力兑现，份额提升带动销量增长。展望2024年Q1，国内在环保政策收紧趋势下，国四柴油车替代存量国二及以下柴油车、高价值量锂电叉车渗透率提升，内销有望继续增长。海外景气未见明显下行，国产龙头海外业务布局推进，份额提升驱动销量提升，我们判断行业销量有望维持稳健增长。看好锂电化+全球化+后市场下叉车行业的成长性 叉车为核心物料搬运工具，由于应用场景更广，销量波动性显著低于传统工程机械，行业2018-2022年销量复合增速15%。锂电化、全球化为国产叉车两大趋势，由于电动叉车、出口叉车的单车价值量、利润率较高，产业结构优化，行业规模有望持续增长：（1）锂电化：高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升。2022年我国平衡重叉车电动化率仅26%，低于全球37%水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距，大幅提升电动叉车性价比，行业电动化加速带动产业转型。（2）全球化：2022年全球叉车市场规模约1600亿元，其中海外市场约1200亿元，国内市场约400亿元。2022年国产双龙头杭叉集团、安徽合力全球收入份额20%，其中国内52%，海外8%，海外市场空间广阔。（3）后市场：从海外成熟经验看，2022年海外叉车龙头后市场服务与租赁收入占比约40%，并贡献70%以上利润。国内叉车厂以设备销售为主，后市场与租赁业务占比仍较低。随着我国叉车保有量提升，后市场服务拓展有望为叉车厂带来稳定增长。关注海外份额持续提升，业绩增长稳健的国产龙头 我们认为国产龙头安徽合力、杭叉集团等已进入锂电化、全球化和后市场业务布局的红利兑现期，份额提升带动收入增长，结构优化驱动利润提升。2023年前三季度两家公司分别实现营收131/125亿元，同比分别增长9%/10%，海外份额稳中有升，收入增速稳健。盈利能力均明显提升，2023年前三季度销售毛利率均约20%，同比均增长4pct，归母净利润分别为9.9/13.1亿元，同比分别增长43%/75%，利润增速显

著强于营收。根据杭叉集团发布的业绩预告，2023 全年公司实现归母净利润 16-18 亿元，同比增长 62%-82%，Q4 业绩仍然亮眼。展望未来，国产双龙头国内品牌认可度、渠道建设、供应链管理水平和规模效应优势显著，海外份额提升空间广阔，收入端有望持续增长，业务结构优化下，利润率稳中有升趋势有望延续，建议关注【安徽合力】、【杭叉集团】。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

客车 2 月月报：1 月国内及出口销量超预期

n 投资建议：Ø【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2023~2025 年归母净利润为 16.5/24.1/30.4 亿元，同比+117%/+48%/+24%。维持“买入”评级。Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 0.78/3.05/6.26 亿元，2024~2025 年同比+292%/+105%。维持“买入”评级。nn 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

(证券分析师：黄细里)

推荐个股及其他点评

今世缘 (603369)：国缘开系提价，释放发展信心

投资要点 事件：公司计划对国缘开系订单及价格体系进行调整，1) 2024 年 2 月 29 日起将停止接收四代开系产品销售订单；2) 2024 年 3 月 1 日起五代国缘四开、对开、单开在四代版本基础上分别上调出厂价 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价。3) 国缘四开严格执行配额机制，计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调 10 元/瓶执行。五代国缘春节后上市，此次停货提价配合五代产品上市推广。提价前，五代国缘于去年年底正式面世，做好产品的储备，春节期间对四代产品进行有效控货、成交价基本稳定在 430-450 元/瓶，打好基础。此次提价，以一次性幅度提升 20 元，幅度控制得当，产品换新一方面带来产品的活化/保鲜，价格提升有助于公司更好进行渠道价格管理。根据渠道反馈，提价有助于维持后续批价稳定，预计终端价能跟随上提 10 元左右。春节动销表现佳，全年增速目标坚定。通过分阶段回款，公司开门红进展顺利，节前顺利完成 35%，当前回款接近 40%；我们预计春节期间动销双位数增长，其中四开动销稳定，V3、对开、淡雅动销表现较好。公司内外干劲足，铆劲向股权激励增速目标进发。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年收入 101/124/151 亿元（同比+28%/24%/21%）、归母净利润为 32/38/47 亿元（同比+26%/22%/22%）的预测，当前对应 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：江苏经济大盘走弱；竞争加剧和需求持续走弱、食安问题

(证券分析师：孙瑜 证券分析师：王颖洁)

粉笔 (02469.HK)：公考培训需求旺盛，线上线下融合打通实现规模化增长

投资要点 职业考试培训服务龙头,需求上行业绩亮眼: 公司是中国公考行业培训机构龙头，主要业务包括考试培训和图书销售。公司以线上业务起家，凭借着“粉笔 980”等线上核心课程积累了较好的行业口碑，2023 年以来线下恢复经营明显，同时 OMO 模式打通为未

来业务扩张提供更多基础。2023 全年公司预计实现收入/经调整净利润分别不少于 30 亿元/4.2 亿元，增幅不少于 6.8%/119%。 公考培训需求旺盛，头部公司共同做大市场：2024 年国考报名人数突破 300 万人创新高，省考各地仍在报名中，就业压力大使得公务员和事业单位等工作受到更多应届生青睐，选拔类考试行业竞争加剧也使得参培意愿得以提升，公考培训行业需求旺盛，发展前景广阔。弗若斯特沙利文数据显示 2024 年，招录类考试培训市场规模预计达到 430 亿元。从竞争格局看，2021 年职业考试培训行业 CR5 仅为 22.1%，集中度较低，粉笔有望通过凭借在线业务优势和差异化竞争策略提高市占率。线上业务为核心，线下业务协同发展。在线培训为公司业务的传统优势，其中系统班贡献主要付费人次，高品质精品班有望成为新增长点。2022H1 在线培训每付费用户平均收入 351 元，同比增长 23.6%。线下主要提供答疑、面试培训及考前冲刺辅导等业务，截至 2023 年 6 月末公司共有营运中心 186 家，通过 OMO 模式实现共享生源及资源分配最优解。 内容研发营销口碑，智能技术驱动发展。公司注重对于技术的研发投入，先后推出综合在线题库，智能分数预测、申论题自动批改等多项先进技术产品，受到广泛考生青睐，实现口碑营销。截至 2023 年 6 月末，粉笔线上注册用户累计超过 5620 万，月平均活跃用户数达 920 万，同比增长 22%。 盈利预测与投资评级：粉笔是我国公考行业头部的培训机构，在线上培训方面以及积累了较好的口碑，在过去几年行业竞争格局变化期间稳步经营，恢复迅速，已经逐步在行业中占领了较为领先的位置。公考行业赛道需求行业，未来头部企业之间也是以共同提升行业参培率，做大市场为主，公司我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.3/3.8/5.7 亿元，同比增速分别为 111%/64%/51%，对应 2024-2025 年 PE 分别为 26/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：政策风险，竞争加剧风险，招生不及预期风险，新课程开发风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

阿特斯（688472）：2023 年业绩快报点评：23Q4 减值+仲裁损失影响业绩，24 年光储协同增长稳健

投资要点 事件：公司发布 2023 年业绩快报，2023 年营收 513.1 亿元，同增 7.9%；归母净利 29.0 亿元，同增 34.6%。其中 Q4 营收 121.9 亿元，同环降 13.6%/6.3%；归母净利 0.63 亿元，同环降 93.0%/93.1%，主要系：1）年底减值计提约 3 亿元(23 年约 9 亿)；2）与 METKA 的框架合同争议和解，产生 3271 万美元(≈2.35 亿元)损失。考虑以上冲回 23Q4 归母净利约 6 亿元，业绩符合预期。 2024 年组件出货预计 42-47GW、美国出货占 15%+。公司预计 2023 全年出货 30.15-30.65GW，同增约 59-62%，23Q4 组件出货 7.6-8.1GW，环降 2~8%，我们测算单瓦净利约 6 分（不考虑减值和诉讼），环降约 5 分。经营上持续加码 TOPCon 电池和对美出货，24 年 TOPCon 出货占比 60%+，美国出货占比预计 15-20%，24 年公司预计组件出货 42-47GW，同增 40-57%，N 型放量+美国出货将给予公司组件利润有力支撑！ 储能出货高速增长、24 年预计出货 6-7GWh。公司预计 23Q4 出货 1.4-1.5GWh，确收 0.86gwh（剩余约 0.7gwh24 年初确认）全年出货 1.8-2GWh，同比略增。截至 23/9/30 拥有储能订单（含长期服务）超 26 亿美元，环比中报增长 24%，订单储备约 43GWh，环比中报增长 65%，公司是市场上少有的集制造+EPC+运维一体的供应商，项目落地能力强，高盈利的美国出货占比高。我们预计 24 年大储出货 6-7GWh，同增 300%+。 投资评级：考虑光伏价格竞争超预期，我们下调盈利预测，我们预计公司 2023-25 年归母净利润 29.0/35.5/50.5 亿元（前值为 35.0/45.4/55.5

亿元), 同增 35%/22%/43%, 考虑公司 24 年 N 型组件进一步放量, 同时美国大储进入业绩释放期, 我们给予 24 年 20xPE, 目标价 19.2 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期, 汇率变动等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

东方财富 (300059): “双提升” 利于公司长期价值发现, 财富管理龙头优势延续

投资要点 事件: 2024 年 2 月 28 日, 东方财富为切实维护广大投资者利益, 基于对公司未来发展前景的信心和对公司股票价值的认可, 制定了“质量回报双提升”行动方案。 双提升方案明确长期发展方向, 坚定看好公司竞争实力: 2024 年 2 月 28 日, 东方财富发布“质量回报双提升”行动方案, 具体内容包括: 1) 坚定聚焦主业, 践行核心价值。公司坚持以用户需求为中心, 致力于构建人与财富的金融生态圈。后续公司将进一步提高综合服务能力、质量和水平, 持续提升用户体验, 巩固和增强用户规模优势和用户黏性优势。2) 坚持研发引领, 深化科技赋能。公司于 2023 年组建人工智能事业部, 并于 2024 年 1 月开启自研金融大模型“妙想”内测。目前“妙想”大模型正有序融入公司的产品生态, 公司后续将进一步深化科技赋能, 积极布局金融科技前沿。3) 探索有效机制, 切实回报股东。据公告披露, 截至 2024 年 2 月, 公司上市至今累计派发现金红利超过 32 亿元, 累计送转股份超过 136 亿股。公司将进一步加强与投资者的沟通, 积极探索并优化股东回报长效机制。4) 完善公司治理, 优化信息披露。截至 2024 年 2 月, 公司深圳证券交易所信息披露考评连续 7 年为 A。公司将不断完善公司法人治理结构和内部控制制度, 并不断提升信息披露质量。5) 强化责任担当, 实现协调发展。公司自 2015 年以来连续 8 年披露社会责任报告, 并于 2023 年为董事会战略委员会新增统筹公司可持续发展相关职能。公司将切实履行社会责任, 持续将 ESG 理念融入企业发展目标。 顶格完成注销式回购, 增强市场信心: 2024 年 2 月 26 日, 公司公告称已实施完成 10 亿元回购方案, 同时将回购用途由股权激励或员工持股计划调整为全部注销, 并相应减少公司注册资本。本次公司注销回购股份彰显了发展信心以及对自身股票价值的认可, 同时将直接增厚每股收益及单位股本分红水平, 有助于提高投资者回报、改善投资者预期。 盈利预测与投资评级: 综合考虑公募降费以及尾佣比例下调的预期, 结合 2023 年四季度市场行情及交投情况, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 81.53 /92.49 /105.02 亿元 (前值分别为 85.86 /111.35 /132.99 亿元), 对应增速分别为 -4.19% /+13.44% /+13.55%, 当前市值对应 PE 分别为 26.53 /23.39 /20.60 倍。看好公司不断巩固零售券商龙头地位, 并通过“妙想”大模型在金融 AI 领域持续突破, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 权益市场大幅波动; 2) 行业监管趋严抑制创新。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 研究助理: 罗宇康)

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>