

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-01-16

宏观策略

2024 年 01 月 16 日

宏观点评 20240115：2024 美国大选指南：这次有何不一样？

2024 年美国大选随着共和党的艾奥瓦州初选拉开帷幕。今年美国大选相比以往在全球更备受关注，主要原因有两点：一是美国两党围绕经济结构和财富分配长达数十年的斗争将达到高潮；二是美国政党更迭的可能性显著加大，也将导致政策不确定性激增。因此，虽然传统观点认为大选即便混乱也不会对市场造成太大影响，但我们认为这次将有所不同，并且最近的两次大选已经给市场留下了新的烙印，比如：美股的 11 月行情：2016 与 2020 年的大选，美股在 11 月分别上涨了 4% 和 11%（图 1），这是自 1980 年大选以来首次出现，而即便经历了 11 月的上涨，美股在随后的三个月仍然能录得 10% 以上的涨幅。黄金的大涨：2016 年和 2020 年的大选，黄金均迎来爆发，当年最大涨幅分别有 30% 和 44%，远超非大选年（图 2）。而即便退一步从全年的角度来看，黄金的涨幅也相当可观：2020 年黄金收益率高达 25%，在主要大类资产中“拔得头筹”，远超同期上涨 18% 的美股。潜在的“宪政危机”：例如 2016 年，希拉里以 50% 的支持率对决 42% 支持率的特朗普，但最终却以 306：232，让特朗普成功翻盘拿下大选；再比如 2020 年，拜登成功当选后，特朗普不认可选举结果，出现的史无前例拒不承认败选结果的局面。风险提示：经济形势变化超预期；美国候选人结果超预期；特朗普或其他候选人资格变化超预期；挑战特朗普竞选资格遭受连锁效应等。

宏观点评 20240115：降息缘何落空？——1 月 MLF 操作点评

开年 MLF“按兵不动”。央行今日开展 9950 亿元 MLF 操作，利率为 2.50% 与上月持平，因 1 月有 7790 亿元 MLF 到期，本次 MLF 实现净投放 2160 亿元。而观察 2023 年 12 月数据：CPI 同比-0.3%、信贷投放总量与结构偏弱，反映货币宽松加码“稳增长”的诉求不小，为何 1 月降息落空？我们理解其原因一是近期利率宽松仍受外部限制，二是货币政策面尚处观察期。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；一季度信贷投放量超预期。

宏观周报 20240114：大选年开年，美欧经济表现如何

本周（1.8-1.14，下同）高频数据显示，假期结束，尽管出行意愿下降，经济及消费活动边际仍旧走强；地产需求边际释放；就业方面，新增非农就业人数仍旧强劲，美国劳动力市场韧性十足；流动性方面，本周美国净流动性边际上行。风险提示：美国经济快速陷入衰退；地缘政治紧张形势扩散，大宗商品价格大涨；金融风险显著暴露；通胀二次抬头。

宏观周报 20240114：“开门红”到底红了谁？——国内宏观经济周报

本周（1.8-1.14，下同）高频数据显示，汽车零售迎来“开门红”，观影热度较上周有所回落；地铁客运量与地面交通人流量展现“节后综合征”，航空出行整体稳定；房地产一手“冷”、二手“热”的行情仍在继续；工业生产节奏逐渐好转，不过建筑业生产在放缓；食品价格由涨转跌，国内工业品价格普遍下跌；流动性方面，资金面边际收敛。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；海外经济体提前显著进入衰退。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064

sunhb@dwzq.com.cn

宏观点评 20240113：三个视角下的社融回顾与展望

2023 年社融发力不小：随着 12 月金融数据的出炉，2023 全年人民币贷款最终增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元，2023 全年社融增加 35.59 万亿元，同比多增 3.41 万亿元；但同时 2023CPI 年增速录得 2009 年以来最低，货币投放与实体经济存在“温差”。缘何如此？效率问题仍是最大掣肘。结构上看，企业部门依旧在逆周期发力，而居民部门似乎仍处疫后“疤痕效应”。节奏上看，有 10 万亿的信贷“开门红”，也有 7 月新增信贷总量创新低。资金传导上看，2016 年以来最高的 M2 月同比以及历史低位的 M1 月同比在 2023 年内同时出现。我们通过以上三个视角，回顾 2023，展望 2024 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；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；一季度信贷投放量超预期。

固收金工

固收周报 20240115：低信用风险、高海外营收低价转债标的筛推

上周（1.8-1.12）海外方面，物价增速正由于基数效应及欧美央行联合的逆周期调节，而出现趋势性放缓，客观地讲，利率水平（尤其短端）滞后于这一变化，因此 24 年的主旨便是对实际利率的下抑，以适应市场内在的实际中性利率。但当前对各国央行 24 年作为的预期则有所不同，按照预期宽松幅度排序：美>欧>英>日，而实际情况则可能欧英日都不得不启动或维持宽松周期，边际上这会导致美元保持坚挺的时长更长，人民币转升的时点递延。国内方面，1）权益市场持续探底，对更多总量型、结构性政策的期待有所增加；2）国债 10Y 则一度逼近 2.5%，国内抢跑的意愿不亚于美国（对未来 1—3 个月预期的变化，可能在短短 3—5 个交易日就跑完了，美债 10Y 前期有类似同构变化），我们认为一方面需要提防“靴子落地”后的反复，另一方面，低收益率环境下负债端的压力或倒逼部分固收类资金流入转债市场，尤其低价债性标的；3）而从权益类资金配置角度来看，虽然需要权衡转债更窄的标的可选择范围，但同一题材下的左侧配置价值或优于正股，回撤更为可控。综上所述，低价标的在流动性方面或有支撑 推荐标的方面，我们上周结合 1）人民币转升节点递延；2）低价标的流动性有支撑这两方面认知，推荐海外营收占比较高，且信用风险较低的低价转债标的：恒逸转债，洁特转债，首华转债，科沃转债，福 22 转债，福莱转债，再 22 转债，宏发转债，鲁泰转债，富淼转债，洋丰转债，荣泰转债。

固收周报 20240114：如何看待期限利差进一步压缩的空间？

□ 如何看待收益率曲线进一步走平，即期限利差压缩的空间？从 2023 年 9 月以来，10 年期和 1 年期国债收益率之间的期限利差便出现了明显的压缩。截至 2024 年 1 月 12 日，期限利差为 42.31bp，处于 2017 年以来的 18%分位数水平，较去年 12 月已经略有修复。在年度策略《力求绵牧，来日方长》中，我们提出 2024 年收益率曲线将走向“牛平”的观点，即期限利差仍有压缩的空间。回顾 2011 年至今，存在两段期限利差极低的时间，一是 2013 年 7 月，二是 2017 年 5-10 月，但这两次与此次不同，期限利差压缩均出现于利率上行的过程中，即 1 年期和 10 年期国债收益率均上行，且 1 年期的上行幅度更大。（1）2013 年 7 月，投资者刚从“钱荒”中走出，随着 DR007 止步不降，并再次回归小幅上行，令恐慌情绪再现，受资金面影响更大的短端利率上行更为明显。（2）2017 年 5-10 月，

投资者对于全年的经济预期不断上修，同时“金融去杠杆”概念持续整年，令短端利率上行。从后续的期限利差反弹情况来看，由于这两段压缩均由短端利率的下行所驱动，而短端利率的波动较大，后续迅速的上行令期限利差走阔。就此次的压缩而言，主要是由经济预期下行和“资产荒”现象导致的长端利率下行引导，而短端利率在央行中性偏宽的操作下维持平稳，也从侧面缓解了汇率的压力。若一季度出现降息和降准，或令收益率曲线短时间出现陡峭化的现象，但只要驱动长端利率下行的因素没有出现扭转，期限利差仍有回调后再次压缩的空间。 □ 美国 12 月 CPI 超预期升温，市场逐渐修复对 2024 年大幅降息的乐观预期，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周，2Y 和 10Y 美债收益率，在 1 月 10 日美国 30Y 美债拍卖结果整体稳健后，分别下至 4.32% 和 3.97%，同日，在公布美国 CPI 超预期升温后，分别上破 4.39% 和 4.07%；本周分别在 4.24-4.40% 和 3.96-4.07% 间震荡。当前美国经济形势复杂，美国经济对高利率的适应程度比预期更好，超预期升温的通胀和紧俏的劳动力市场令投资者对 2024 年的降息预期更加谨慎，美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：美国通胀超预期升温，市场逐渐修复对 2024 年会大幅降息的乐观预期。美国 12 月 CPI 同比增长 3.4%，环比 0.3%，均高于预期 3.2% 和 0.2%。核心 CPI 同比增速 3.9%，超预期 3.8%，环比 0.3%。

行业

汽车周观点：特斯拉降价落地，看好【AI 智能化+出海】主线

优选组合【宇通客车+潍柴动力+小鹏汽车/理想汽车+新泉股份】。n 华为汽车产业链：【赛力斯+文灿股份+沪光股份+保隆科技+瑞鹄模具+星宇股份】等。Ø Ø 智能化优势整车：【小鹏汽车+理想汽车+长安汽车】，【吉利汽车+长城汽车】等。Ø Ø 智能化核心产业链：【德赛西威+伯特利+耐世特】等。Ø Ø 特斯拉产业链：【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+岱美股份+嵘泰股份】等。Ø Ø 商用车国内外共振：【宇通客车+潍柴动力+中国重汽+金龙汽车】等。Ø Ø Ø u 风险提示 Ø 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

公用事业行业跟踪周报：申能股份预告业绩大增，火电资产减值风险减弱

推荐具备核心资产受益需求释放的九丰能源。主业稳健扩张、特气布局航空航天，清洁能源稳定毛差得到持续验证。申能业绩预增强化火电投资信心，推荐受益于电改+煤价中枢下行趋势下的火电板块投资机会。

商贸零售行业跟踪周报：LVMH、资生堂参投的创健医疗启动 IPO 进程，重组胶原投融资火热

重组胶原代表龙头创健医疗启动 IPO 进程。根据证监会 2024 年 1 月 8 日文件披露，创健医疗拟 A 股挂牌上市。创健医疗成立于 2015 年，是一家专注新型生物材料与创新蛋白/核酸药品研发、生产与销售的科技创新型企业。公司在江苏常州（武进、金坛）、青海西宁、湖南长沙都拥有研发基地和生产厂家。公司产品主要布局于生物原料（重组 I 型、重组 III 型、重组 XVII 型）、医疗/化妆品终端（悦白、悦白之几）和 ODM 业务（原料定制、医疗器械和化妆品）。公司重组胶原蛋白已达到 30 吨规模发酵标准化生产，2023 年累计 5 个三类证项目进入临床试验阶段。

建筑材料行业跟踪周报：宏观指标出现回暖，地产链中期寻底

周观点：12月M1增速企稳，社融增速继续攀升，出口止跌回升，经济开始出现回暖。在中美库存周期或共振向上，而中美的阶段性缓和或将推动政策加大刺激力度。地产链经过快速挤压之后逐渐出清，景气缓慢改善，地产链中期底部有望来临。白马龙头更加注重经营质量，长期估值中枢有望抬升。当下建议积极布局龙头，并甄别中期成长的赛道，例如，出口链的一带一路方向，非地产链的新材料或工程公司，地产链的智能家居和绿色建材公司。1、全球需求中长期增量来自于一带一路和RCEP地区的工业化和之后的城镇化。两个维度择股，一带一路和RCEP区域收入占总收入的比例以及本土化的能力，推荐米奥会展、中材国际、中国交建，关注上海港湾。2、美元加息结束之后，美国固定资产投资有望启动。消费降级下小量多批订单的比例增加，加大了供应链“快反”要求，阶段性利好区域内完整供应链企业。建议关注爱丽家居、松霖科技、建霖家居、共创草坪等欧美出口链条。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。推荐赛特新材、圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。4、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。我们预计地产投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言，大部分细分行业的集中度仍有提升空间。推荐北新建材、箭牌家居、坚朗五金、伟星新材、东鹏控股、东方雨虹、蒙娜丽莎，建议关注江山欧派、森鹰窗业。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

环保行业点评报告：美丽中国进入落地阶段，绿色循环&污染防治等领域多维受益

事件：2024年1月11日，《关于全面推进美丽中国建设的意见》发布。美丽中国建设进入落地阶段，支撑经济社会高质量发展。2012年11月“美丽中国”在十八大报告中首次作为执政理念出现，2015年10月被纳入“十三五”规划，2020年3月《美丽中国建设评估指标体系及实施方案》发布，2023年7月，总书记在全国生态环境保护大会上强调全面推进美丽中国建设，本次《意见》发布推动“美丽中国”进入落地阶段。当前，我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，需要以高品质生态环境支撑高质量发展。《意见》提出分3个阶段实施：到2027年美丽中国建设成效显著，到2035年美丽中国目标基本实现，到本世纪中叶全面建成。《意见》明确7个方面的重点任务：加快发展方式绿色转型、推进污染防治攻坚、提升生态系统多样性稳定性和持续性、守牢美丽中国建设安全底线、打造美丽中国建设示范样板、开展美丽中国建设全民行动、健全美丽中国建设保障体系。

建筑装饰行业跟踪周报：政策继续支持“三大工程”建设，关注资金投放进展

周观点：（1）当前基建投资增速基本保持平稳态势，地产投资端的拖累仍在，此前京沪房地产政策同步出台传递积极信号，但投资端改善仍需时间；2023年11-12月建筑商务活动指数环比持续回升，建筑业务活动预期指数继续上行，此前召开的中央金融工作会议明确提出加快保障性住房等“三大工程”建设，央行新增投放PSL3500亿有望推动工程加快落地，12月社融中政府债券融资增加明显，期待后续财政政策发力和实物量加快落地。我们建议关注估值仍处历史低位、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）出海方向：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;此前第三届“一带一路”高峰论坛成功举办,会上宣布了中国支持高质量共建“一带一路”八项行动,“一带一路”将进入高质量发展的新阶段,基建合作是重要形式,会议在基建领域取得丰硕成果,中方将统筹推进标志性工程和“小而美”民生项目,未来预计更多合作和政策支持有望出台,海外工程业务有望受益。多个国际工程公司上半年海外订单高增,后续有望逐渐兑现到业绩层面。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:水利基础设施建设有望加快推进,建议关注粤水电、安徽建工等;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,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。

电力设备行业跟踪周报:光伏减产价格开始企稳,电力设备订单向好

电气设备 6740 上涨 2.77%,表现强于大盘。光伏涨 5.93%,新能源汽车涨 0.49%,锂电池涨 1.56%,发电及电网跌 0.49%,核电跌 0.72%,风电跌 1.4%,发电设备涨 3.18%,电气设备涨 2.77%。涨幅前五为智云股份、麦迪电气、江特电机、双杰电气、中恒电气;跌幅前五为赢合科技、中际旭创、国网信通、科达利、航天机电。

医药生物行业跟踪周报:骨科耗材集采价格向上修正,关注大博医疗等本周、本年初至今医药指数涨幅分别为-2.70%、-5.75%,相对沪指的超额收益分别为-1.09%、-2.63%;本周医疗服务、商业及器械等股价涨幅跌幅较小,中药、生物制品及化药等股价跌幅较大;本周涨幅居前福瑞股份(+12%)、艾迪药业(+6%)、药明康德(+5%),跌幅居前太极集团(-15%)、常山药业(-14%)、浙江震元(-13%)。涨跌表现特点:整体上股价偏弱、小市值医药公司跌幅更大。

非银金融行业跟踪周报:积极信号频现,建议重视证券板块底部机遇

投资建议:1)券商:①中长期资金加快入市,有望平抑市场波动,带动投资者体验及市场活跃度回升。同时基于证监会合理控制 IPO 发行与新股定价的表态,市场流动性有望改善。推荐【东方财富】、【华泰证券】;②券业杠杆限制放松预期叠加行业头部效应,头部券商预计先行受益,推荐【中信证券】。2)保险:估值弹簧压近历史极值,2024 年开门红有望充分受益于定期存款利率下调,待权益市场底部企稳后,保险股或迎来“戴维斯双击”。推荐【中国太保】、【新华保险】和【中国人寿】。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。

石油石化行业跟踪周报:原油周报:中东紧张局势加剧,油价震荡运行

【美国原油板块】1)供给端。截止至 2024 年 01 月 05 日当周,美国原油产量为 1320 万桶/天,与之前一周持平。截止至 2024 年 01 月 12 日当周,美国活跃钻机数量为 499 台,较上周减少 2 台。截止至 2024 年 01 月 12 日当周,美国压裂车队数量为 234 部,较上周减少 2 部。2)需求端。截止至 2024 年 01 月 05 日当周,美国炼厂原油加工量为 1651.8 万桶/天,较之前一周减少 16.1 万桶/天,美国炼厂原油开工率为 92.90%,较之前一周下降 0.6pct。3)原油库存。截止至 2024 年 01 月 05 日当周,美国原油

总库存为 7.87 亿桶，较之前一周增加 194.4 万桶（环比+0.25%）；商业原油库存为 4.32 亿桶，较之前一周增加 133.8 万桶（环比+0.31%）；战略原油库存为 3.55 亿桶，较之前一周增加 60.6 万桶（环比+0.17%）；库欣地区原油库存为 3417.3 万桶，较之前一周减少 50.6 万桶（环比-1.46%）。

4) 成品油库存。截止至 2024 年 01 月 05 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 24498.2、1893.1、13238.3、3931.6 万桶，较之前一周分别+802.8（环比+3.39%）、+367.0（环比+24.05%）、+652.8（环比+5.19%）、-38.2（环比-0.96%）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。

机械设备行业点评报告：低估值高股息重点关注—安徽合力+徐工机械+郑煤机

投资建议：重点推荐叉车锂电化+全球化的【安徽合力】、工程机械全球化的【徐工机械】，建议关注【郑煤机】。风险提示：海外地缘政治冲突、行业竞争格局恶化、企业分红不及预期。

机械设备行业跟踪周报：建议关注低估值高股息的机械标的

建议关注低估值高股息的机械标的

钢铁行业跟踪周报：供需双弱，预计钢价短期震荡运行

我们判断钢铁行业目前基本面仍是弱势运行状态，供给端主要受制于盈利下降叠加季节性检修仍有回落，需求端钢贸商虽有冬储，但库存位置仍较去年略低，预计意愿不强，结合下游需求不佳预计短期需求不会有明显改善，供需双弱情况下钢价预计主要受市场情绪以及原材料成本支撑呈现震荡态势。标的建议关注华菱钢铁、宝钢股份。风险提示：若下游需求不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：临近春节需求表现平淡，长丝价格回落但盈利有所修复

大炼化周报

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷裂解盈利回落，PDH 亏损显著收窄

烯烃行业周报

工程机械行业点评报告：2023 年挖机销量同比-25%，2024 年关注内需企稳+出海兑现

投资建议 重点关注受益工程机械出海、周期底部回暖【三一重工】、低估值高股息【徐工机械】【中联重科】；上游核心零部件【恒立液压】。风险提示：基建及地产项目落地不及预期；行业周期波动；国际贸易争端加剧；行业竞争加剧导致利润率下滑。

有色金属行业跟踪周报：美国通胀预期反复扰动，但不改经济降温趋势，黄金及工业金属价格有所回落

回顾本周行情（1月8日-1月12日），有色板块本周上涨0.20%，在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中能源金属板块上涨4.51%，小金属板块上涨0.33%，金属新材料板块下跌0.89%，工业金属板块下跌0.91%，贵金属板块下跌3.19%。工业金属方面，美国通胀预期反复扰动，但不改经济降温趋势，工业金属价格表现有所回落，预计整体维持震荡行情。贵金属方面，美元指数横盘，十年期美债利率处于3.8%至4%区间震荡，预计后续价格维持震荡上行走势。

铜：本周伦铜报收8,375美元/吨，周环比下跌1.26%；沪铜报收68,200元/吨，周环比下跌0.28%。供给端，智利官方数据显示，其2023年11月铜产量同比下降3.1%，矿端的干扰使得市场对铜远期供应产生担忧，对铜价形成支撑；需求方面，本周铜价延续跌势，下游入市接货情绪回暖，消费表现回升。我们认为目前矿端供应在短期略显短缺、长期供应预期收紧，海外利率环境预期有所扰动，但不改长期宽松预期，预计铜价维持震荡走势。

铝：本周LME铝报收2,235美元/吨，较上周下跌2.19%；沪铝报收19,030元/吨，较上周下跌0.86%。供应端，本周内电解铝开工维持在88.87%。需求端，铝棒开工率环比减少0.24%、铝板带箔开工率环比减少2.56%，主要受到环保管控及需求不足影响，电解铝的理论需求有所回落。本周海内外铝价呈现前高后低态势，上半周由于氧化铝期货回落带动铝价回落，下半周由于洛阳发布环境污染预警，导致部分氧化铝企业生产进一步受限，氧化铝焙烧产量有所减少，带动沪铝回升。预计铝价短期维持震荡走势，长期需进一步观察经济的复苏状况。

黄金：本周COMEX黄金收盘价为2033.10美元/盎司，环比下跌0.87%；SHFE黄金收盘价为480.78元/克，环比下跌0.33%。美国12月CPI年率录得3.4%，超出预期的预期3.2%；美国12月核心CPI年率录得3.9%，虽超出预期3.8%，但为2021年5月以来首次跌破4%；美国12月PPI年率录得1%，低于预期的1.3%；美国12月核心PPI年率录得1.8%，低于预期的1.9%。本周主要经济数据表现出通胀预期的反复扰动，PPI通常被视为CPI的前值指标，美国经济的继续降温概率提升，美联储3月降息概率提升至81%，预计短期黄金价格维持震荡。

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存维持去化，煤价震荡运行

行业近况 动力煤方面，港口库存维持去化，煤价震荡运行。本周（1月8日至1月12日）港口动力煤现货价环比下跌18元/吨，报收910元/吨。

供给端，元旦节后，大部分煤矿恢复正常产销，煤炭供应整体较为平稳。但由于临近春节，国家及地方政府对煤矿安全生产的关注度更高，产地安监力度将持续加大。民营煤企也将于1月底、2月初开始放假，我们预计1月份煤炭供应增量有限。本周环渤海四港区日均调入量180.54万吨，环比上周增加1.04万吨，增幅0.60%。

需求端 近期我国气温偏高，本周沿海八省电厂日耗虽较元旦前有所下降，但绝对值仍处于高位。此外，由于今年春节偏晚，节前高日耗维持时间预计偏长，我们判断终端进一步去库将带动采购需求释放。本周日均调出量193.69万吨，环比上周增加8.23万吨，增幅4.44%。

库存端，随着天气好转，港口库存维持去化节奏。本周环渤海四港区日均库存2392.31万吨，环比上周大幅减少140.41万吨，降幅达5.54%，港口库存维持去化。同时，本周日均锚地船舶112艘，环比上周增加57艘，增幅24.64%。

我们分析认为：港口调出恢复导致库存快速去化兑现，目前港口库存已回到中位偏低水平，因此我们保持对2024年上半年煤价乐观预期判断，我们预计2024

年3月前淡季煤价不跌，而进入4月份之后，受益于需求复苏、进口煤偏少，煤价有望大幅上涨。炼焦煤方面，供需双弱下焦煤价格短期震荡偏弱运行，后期需关注下游需求持续性。本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报2610元/吨，环比下跌30元/吨。供给端，本周平顶山天安煤业十二矿发生事故，造成8人死亡，8人失联，产地安全事故频发，安监预期将保持高压态势，焦煤供应收紧。而需求端，近期钢厂盈利震荡走弱，铁水产量进一步下滑，供需双弱下焦煤价格短期震荡偏弱运行，后期仍需持续关注下游需求及钢厂补库情况。估值与建议：我们维持行业“增持”评级，推荐高成长低估值标的广汇能源。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。

非银金融行业点评报告：证监会新闻发布会事件点评：活跃资本市场政策持续发力，坚定看好券商板块

投资建议：截至2024年1月12日，证券板块PB估值1.11x，历史分位数0.31%，下行空间有限。本次新闻发布会释放了畅通信息发布渠道、强化监管层与市场沟通的积极信号，同时进一步验证了活跃资本市场政策的定力，有助于证券板块底部信心积累。建议关注以下方向：1) 中长期资金加快入市，有望平抑市场短期波动，带动投资者体验及市场活跃度回升。同时基于证监会合理控制IPO发行与新股定价的表态，市场流动性有望改善。推荐【东方财富】、【华泰证券】；2) 券业杠杆限制放松预期叠加行业头部效应，头部券商预计先行受益，推荐【中信证券】。风险提示：1) 权益市场短期大幅波动；2) 政策落地效果不及预期。

推荐个股及其他点评

新凤鸣 (603225)：2023年业绩预告点评：长丝扩产落下帷幕，业绩修复有望提速

盈利预测与投资评级：综合考虑长丝景气修复，我们调整公司2023-2025年归母净利润为10.9/21.5/27.0亿元（此前为12.0/21.8/27.9亿元），按照1月12日收盘价计算，对应PE为17.9/9.1/7.2倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期，项目审批不及预期，原材料价格波动

美畅股份 (300861)：2023年业绩预告：价格竞争加剧盈利加剧下滑，成本优势显著市占率有望回升

盈利预测与投资评级：考虑产业链价格下跌，金刚线价格及盈利承压，我们下调2023-2025年盈利预测，我们预计2023-2025年公司归母净利润16.0/8.0/9.7亿元（2023-2025年前值为19.0/23.1/26.6亿元），同比+9%/-50%/+21%，给予公司“增持”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

赛恩斯 (688480)：拟收购紫金药剂，提升资源回收技术、开拓海外市场

盈利预测与投资评级：考虑到公司2023年业绩预告以及收购紫金药剂之后的技术提升、海外市场开拓，我们下调公司2023、上调2024-2025年盈利预测至0.84/1.51/2.11亿元（原值0.95/1.48/2.02亿元），对应2023-2025年PE44/24/17倍（估值日期2024/1/12）。维持“买入”评级。

雷赛智能 (002979)：机器人产品陆续发布，量产销售在即

事件：截至2023年12月27日，雷赛智能基于二十年伺服行业成功经验，历经一年多努力，已研发成功无刷空心杯电机、无框电机及配套的微型伺服系统，推动人形机器人等先进产业发展，助力客户进行国产替代及升级降本。密集推出空心杯&无框力矩电机&伺服控制器产品，大力布

局人形机器人赛道。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业包括 AGV/AMR 以及协作机器人等领域，每年销售数万台伺服电机与驱动器，并且为协作机器人客户开发成功高性能圆环型驱动器。2023 年 11 月公司亮相德国 SPS 大展，推出空心杯电机及微型伺服驱动器，后续又推出 FM1 系列高密度无框电机、CD 系列机器人专用伺服驱动器形成产品矩阵，应用领域从早期的协作机器人拓展至人形机器人、医疗仪器、航空航天领域。技术水平剑指国际一流，量产销售在即。1) 技术水平方面，FM1 系列无框电机采用多槽极配合优化的定转子设计以及日系真空灌封工艺对标全球最优秀无框电机同行，具有转矩密度高、功率密度高、体积小、重量轻、转子内径大、发热小、转矩波动小等众多优点，提供 25/38/50/60/70/85/115mm 等七个标准的框架尺寸，同时也可进行优化定制；空心杯电机采用马鞍型全自动绕线技术、一次成型，对标全球最优空心杯电机技术水平，具有转矩特性好、功率密度高、转速范围大、使用寿命长、产品规格全等众多优点，提供 EC 标准型、ECH 高转速、ECT 高转矩三大系列，并能提供直径 6/8/10/12/13/16/22/30/40mm 等九个标准尺寸或可根据需求进行优化定制，总体达到世界一流技术水平。2) 量产方面，FM1 无框电机和微型驱动器已进入试产试销阶段，24 年 1 月份小批量生产，3 月份大批量生产销售；空心杯电机和微型驱动器正在进行试产试销阶段，预计 24 年一季度送样，二季度批量生产销售。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别是 1.16、1.39、2.04 亿元，同比-47%、+20%、+46%，对应现价 PE 分别为 49 倍、41 倍、28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧，原材料涨价超预期等。

周大福 (01929.HK)：FY2024Q3 经营数据点评：中国内地同店销售额同比+22.7%，同店效益持续提升

盈利预测与投资评级：周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，FY2024Q3 公司同店效益持续提升，我们维持公司 FY2024-FY2026 归母净利润 84.75/99.7/115.95 亿港元，最新收盘价对应 FY2024-FY2026 PE 为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20240115：2024 美国大选指南：这次有何不一样？

2024 美国大选随着共和党的艾奥瓦州初选拉开帷幕。今年美国大选相比以往在全球更备受关注，主要原因有两点：一是美国两党围绕经济结构和财富分配长达数十年的斗争将达到高潮；二是美国政党更选的可能性显著加大，也将导致政策不确定性激增。因此，虽然传统观点认为大选即便混乱也不会对市场造成太大影响，但我们认为这次将有所不同，并且最近的两次大选已经给市场留下了新的烙印，比如：美股的 11 月行情：2016 与 2020 年的大选，美股在 11 月分别上涨了 4% 和 11%（图 1），这是自 1980 年大选以来首次出现，而即便经历了 11 月的上涨，美股在随后的三个月仍然能录得 10% 以上的涨幅。黄金的大涨：2016 年和 2020 年的大选，黄金均迎来爆发，当年最大涨幅分别有 30% 和 44%，远超非大选年（图 2）。而即便退一步从全年的角度来看，黄金的涨幅也相当可观：2020 年黄金收益率高达 25%，在主要大类资产中“拔得头筹”，远超同期上涨 18% 的美股。潜在的“宪政危机”：例如 2016 年，希拉里以 50% 的支持率对决 42% 支持率的特朗普，但最终却以 306:232，让特朗普成功翻盘拿下大选；再比如 2020 年，拜登成功当选后，特朗普不认可选举结果，出现的史无前例拒不承认败选结果的局面。由此可见，大选对资产价格有着重要且独特的影响。而围绕着本次总统选举，我们还需要将目光聚焦于总统候选人上，分三步来推演后续大选将会如何演绎：首先，本次大概率还是拜登和特朗普的“二番战”。拜登和前总统特朗普目前仍是各自阵营的“最爱”：通过图 3-4，不难发现双方在各自党内的支持率遥遥领先，其他候选人的支持率难以望其项背。因此从最后参与“对阵”的可能性来看，除非拜登身体出现问题或支持率创下新低，否则民主党人将继续选择拜登。共和党方面，在其他候选人并未起势的情况下，如果“抛弃”特朗普，导致他以第三党候选人身份参选，这反而会降低共和党胜选的概率，这一“得不偿失”的结果显然是共和党不愿看到的。其次，赢得大选需要什么样的条件？鉴于距离 11 月大选仍有相当长一段时间，现在就给出最终的判断显然是草率且武断的。因为从历史上看，大选前突发新闻和事件的爆出，直接改变选民想法和选举结果的例子“屡见不鲜”。不过以经济及地缘政治为重要抓手，我们仍旧可以推演出双方在何种情形下胜选的概率更大：经济实现软着陆的同时，如果在大选前俄乌及巴以冲突能够快速得到平息或取得重大的成果，则拜登胜选的可能性较大（图 5）。但是倘若经济陷入衰退，且地缘政治深陷泥潭受到全球的指责，那么这将加大特朗普的胜面。最后，当选后会有怎样的结果？从美国对内的角度而言，哪一方胜选都将有利于国内经济。因为通过历史来看，虽然特朗普和拜登对内的侧重点不同，但双方都采取了相对积极的财政政策刺激国内经济（图 6）。从美国对外的角度而言，拜登选择维护“朋友圈”，特朗普主张“退群”。如果拜登连任，则诸边策略将得到沿用：利用现有联盟，动员“志同道合”的国家，将中国和俄罗斯等竞争对手排除在外，以促成更深层次的合作。而若特朗普回任，他将重启“摆脱全球”主义，强化“美国优先”政策，着重民族主义外交政策目标，届时特朗普或将以更加激进的方式降低对华依赖（图 7）。那么回头来看选举流程及时间线，我们建议主要关注 3 月的“超级星期二”、7-8 月两党候选人最终提名以及 11 月的总统大选（图 8）。具体来看：大选“三部曲”：党内初选或党团会议→党代会→终选。艾奥瓦州初选的开始，意

意味着大选“第一枪”正式打响。虽然特朗普在初选中有绝对的优势，支持率远超第二位候选人黑利。但值得关注的是，黑利的理念是支持传统共和党价值观，坚定反对堕胎，这为她吸引共和党建制派获得一定的基础。在第二个初选州（新罕布什尔），特朗普与黑利的支持率差距本就较小（14%）的情况下，倘若黑利能够整合 11% 的里根共和党人选票，这将给特朗普后续选举造成一定的压力。接下来需要重点关注的便是 3 月 5 日的“超级星期二”，加利福尼亚州、德克萨斯州、北卡罗来纳州和弗吉尼亚州在内的十多个州的选民将在这一天进行投票。这一天之所以重要，是因为最终获得党内提名的候选人多数在这一天提前锁定大选候选人的胜局，且市场波动可能进一步加大。例如 2020 年，虽然“超级星期二”前，桑德斯民调支持率始终高于拜登，但受制于桑德斯将支持率转换为得票率的效果有限，最终使得拜登反超桑德斯成为最后党内提名的候选人，美股受此影响日内涨近 5%。终选的“前哨”是 9 月的辩论，投票结果于 11 月“官宣”。总统候选人从 9 月开始根据一定的主题进行陈述、相互辩论以及主持人+选民提问。辩论主题通常涵盖各种政策领域，如经济、外交政策、国家安全、医疗保健、气候变化等。辩论主题由主办方事先确定，通常代表了选民最关心的问题。最后选民将在 11 月 5 日投出选票，选出下一任总统。未来重点关注摇摆州选情。因为摇摆州是美国总统候选人想要赢得大选的“制胜法宝”。因此，若未来关键摇摆州的大票仓仍能够巩固在拜登手中，其战胜特朗普的概率也将加大。反之如果特朗普获得领先优势，其回任的可能性得到提高，市场的波动性也将进一步上升。风险提示：经济形势变化超预期；美国候选人结果超预期；特朗普或其他候选人资格变化超预期；挑战特朗普竞选资格遭受连锁效应等。

（证券分析师：陶川）

宏观点评 20240115：降息缘何落空？—1 月 MLF 操作点评

开年 MLF “按兵不动”。央行今日开展 9950 亿元 MLF 操作，利率为 2.50% 与上月持平，因 1 月有 7790 亿元 MLF 到期，本次 MLF 实现净投放 2160 亿元。而观察 2023 年 12 月数据：CPI 同比-0.3%、信贷投放总量与结构偏弱，反映货币宽松加码“稳增长”的诉求不小，为何 1 月降息落空？我们理解其原因一是近期利率宽松仍受外部限制，二是货币政策面尚处观察期。首先，外部汇率与银行息差压力仍未消除。汇率方面，跨年后美国非农与通胀数据强于预期，市场对美联储提前降息预期减弱，1 月中旬美元指数于 102 点位止跌，对央行内部宽松仍有牵制。银行方面，2023 年 12 月 M2-M1 “剪刀差”仍居高位，显示资金持续淤积在银行负债端，回溯来看，2023 年年末的存款利率调降并未触发开年 MLF 降息，可能意味着当下银行息差压力仍大。其次，年初政策面或处于落实与观察期。跨年前后 PSL 投放推进“三大工程”、京沪楼市松绑、以及住房租赁团体购房贷款等政策走向落实，对于年初经济运行的提振效果有待观察。另外，万亿增发国债落地后货币政策取向可能有所转变，中财办解读中央经济工作会议精神中明确“在化债进度、补充银行资本、政府债券发行等方面，财政政策和货币政策要加强配合”，我们理解近期货币宽松更多发挥的是“补位”而非“前哨”作用。往后看，一季度降息紧迫性仍高，窗口可能落在 3 月。降息必要性方面，低通胀下实际利率仍高，政策利率需进一步调降以改善实体融资环境，今年利率宽松的主线依然确定；选择时点方面，3 月是有利的窗口，届时美联储路径更加明朗，中美货币政策有望回归同步，且国内开年经济数据得以验证，同时货币宽松在两会召开前后落地能够更好释放货币稳增长信号。降准调整至 3-

4月落地的概率更大。首先，考虑到今年信贷“开门红”诉求减弱以及资金“防空转”因素，央行可用PSL投放+MLF增量续作模式替代降准，保持春节前资金面平稳，因此1月来看，降息即便落空，降准的紧迫性也不强。其次，月内双降较为罕见，历史上近三次同月降息降准发生的背景分别为2008年金融危机、新兴市场衰退及疫情冲击，而当下使用双降的信号意义可能过强，降准时点或避开降息当月。预计一季度降息后LPR将跟随下调，但降幅或受银行压力牵制。银行净息差自去年年初以来持续低于1.8%监管合意水平，“稳地产”还是“稳银行”逐渐难以兼顾。去年8月降息时，1年期LPR调降幅度即小于MLF，5年期LPR罕见保持不变为后续存量房贷降息让出空间。近期地方化债、房企防风险对银行压力有增无减，因此我们预计今年首次1年及5年期LPR利率的降幅可能在5-15bp。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；一季度信贷投放量超预期。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

宏观周报 20240114：大选年开年，美欧经济表现如何

本周(1.8-1.14,下同)高频数据显示,假期结束,尽管出行意愿下降,经济及消费活动边际仍旧走强;地产需求边际释放;就业方面,新增非农就业人数仍旧强劲,美国劳动力市场韧性十足;流动性方面,本周美国净流动性边际上行。经济活动:欧美经济边际走强。本周美国WEI指数初值录得2.94,较前值1.91边际走强。欧洲经济近期跌幅收窄,本周德国WAI指数初值-0.06,较前值有所回升。需求:美国消费活动边际走强,地产活动持续改善。截至1月14日当周,美国红皮书商业零售销售同比录得为5.9%,前值5.6%,较前期边际上升。与前期公布的走强的零售销售数据相对应。近六周商业零售销售呈现正增长,但考虑到时间短,可能受季节性因素影响,如节假日期间的销售高峰。未来数据的持续观察将有助于判断趋势是持续还是短期波动。受假期过后影响,人们出行意愿减少,欧美地区的出行活动减缓。国际航班及安检人数均显示出负增长趋势。地产方面,本周抵押贷款固定利率为6.66%,仅较前值小幅上升。15年期的抵押贷款利率小幅下降2个百分点。本周美国MBA市场综合指数上升,突显房地产市场活跃度边际增加。购买指数为-6.7%,相较于前值-12.17%,显示购房略有上升。生产:PPI增长低于预期,通胀压力有望继续缓解。美国12月份生产者物价指数(PPI)同比增长1%,略低于预期的1.3%,相较于11月的0.9%有所反弹。环比来看,PPI为-0.1%,同样低于预期的0.1%,较前一个月的0%略有减缓,这是连续第三个月未出现增长。这一现象可能是由于最终需求商品指数下降了0.4%所驱动。在剔除波动较大的食品和能源影响后,12月份核心PPI同比增长1.8%,未达到市场预期的2%,相较于11月的2%有所减缓,为2020年底以来的最小涨幅。核心PPI环比增长0%,低于预期的0.2%,与前一个月持平,连续第三个月保持不变,核心PPI缓慢上升表明基础价格稳定。从最终需求指数的分项来看,最终商品需求指数下降的一半可归因于柴油价格的下降,降幅达到12.4%,通胀压力有望得到缓解,美国降息预期进一步上升。就业:美国劳动力市场降温偏缓。截至1月7日,美国当周初请失业金人数20.2万人,预期21万人,前值20.3万人,截至12月23日当周续请失业人数183.4万人,预期187.5万人,前值186.8万人。就业市场中持有失业保险人群的失业率为1.20%,保持相对稳定。最近七周内,失业率波动在1.20%到1.30%之间。总体而言,尽管有些波动,但整体上失业率相对较低,劳动力市场相对健康。流动性:美元流动性边际改善。本周美国净流动性(美

联储总资产-TGA-逆回购) 边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际下行, 企业债利差略有下降。截至 1 月 10 日, 美联储资产负债表规模较 1 月 3 日扩张 56.86 亿美元, 其中 BTFP 增加 59.72 亿美元, 国债减少 18.15 亿美元。此外, 欧美主要银行的 CDS 指数在本周边际上行, 债券违约风险边际上涨。各类银行存款指数波动较小。风险提示: 美国经济快速陷入衰退; 地缘政治紧张形势扩散, 大宗商品价格大涨; 金融风险显著暴露; 通胀二次抬头。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

宏观周报 20240114: “开门红”到底红了谁? —国内宏观经济周报

本周(1.8-1.14, 下同)高频数据显示, 汽车零售迎来“开门红”, 观影热度较上周有所回落; 地铁客运量与地面交通人流量展现“节后综合征”, 航空出行整体稳定; 房地产一手“冷”、二手“热”的行情仍在继续; 工业生产节奏逐渐好转, 不过建筑业生产在放缓; 食品价格由涨转跌, 国内工业品价格普遍下跌; 流动性方面, 资金面边际收敛。反腐败继续走深走实, 对外开放不断变宽变广。本周国务院总理李强主持召开国务院党组会议, 学习贯彻习近平总书记在二十届中央纪委三次全会上的重要讲话精神, 将政府党风廉政建设和反腐败斗争推向纵深。对外开放不断变宽变广也是本周一大关键词: 国务院总理李强在北京分别会见来华进行国事访问的马尔代夫总统穆伊兹和比利时首相德克罗, 进一步加强中马、中比两国在各领域上的合作。汽车零售迎来开门红, 观影热度较上周有所回落。1 月 1 日至 1 月 7 日乘用车零售销量同比增长 13%。2024 年乘用车零售市场迎来开门红, 部分车企实现了开门红的一月销量, 尤其是第一周的销量释放较强, 推动第一周较好的走势。观影方面, 电影市场热度较上周假期有一定回落, 尽管本周有三部新片上映, 但体量不强, 对整体票房提升有限。总体而言, 2024 年一月累计已产出票房远超去年同期, 优势也在继续扩大。出行: 客运与货运需求态势反转明显。本周地铁客运量与地面交通人流量展现“节后综合征”。随着假期脚步远去, 居民纷纷回归各自的日常工作生活, 需求刺激因素的消失使 10 市地铁客运量环比下降 4.9%, 不过仍然高于过去五年同期规模。地面交通拥堵情况则较为稳定: 车流量未出现较大波动, 本周城市拥堵延时指数环比下降 0.1%。本周迁徙关键词: 珠三角风景独好, 北上广深蓉不可撼动。珠三角城市群互动占本周公路迁徙指数前十榜单中的七席, 反映出受年初生产货物需求及春节临近商品需求增加影响, 以加工制造业为主的珠三角城市群订单激增, 经济活动愈加活跃。另外, 全国迁入/迁出前五大目的地名单同时上演了北上广深“王者归来”、以及“后起之秀”蓉城岿然不动的戏码。航空出行整体稳定。国内航线燃油附加费下调进一步激发国内航班需求, 本周国内航班执飞班次环比增加 1.5%, 相比于刚执行疫情转段政策的去年同期增加了 37.5%。国际航线市场整体稳定有序运行, 随着便利外籍人员来华 5 项措施正式执行, 高水平对外开放存在的相关堵点将被打通, 国际航班执飞数量或将进一步抬升。地产: 房地产一手“冷”、二手“热”的行情仍在继续。年初买卖双方观望态度叠加季节性因素影响, 本周新房市场筑底行情持续。本周 30 城商品房成交面积环比下降 13.5%, 成交面积与前 5 年同期规模存在较大差距。与此同时, 本周各线城市一手房交易的走向有一定“分歧”——一、三线城市新房成交面积环比分别上涨 14.3%和 3.7%, 二线城市却下降 25.9%, 一线城市更高的增幅反映出一线城市居民对当地新房市场未来走向具有更积极的预期。与此同时, 二手房依旧强势。本周二手房市场延续上周的强势表现, 成交面积维持在高位。本周 13 市二手房成交面积环比上升 27.9%, 较

去年同期增加 19.9%，不仅延续了上周的强势表现，而且与近年同期相比仍在较高位。分城市来看，一、二线城市均有“佳报”传出，本周一、二线城市环比增速分别为 6.4%、33.7%，同比增速分别为 24.8%、18.3%。土地市场泡沫出清调整仍在进行。1 月以来 100 大中城市成交土地占地面积较去年同期水平下降 29.8%，降幅有所扩大，表明市场参与者在土地投资时采取了更为审慎和理性的态度。本周土地溢价率整体保持平稳，100 大中城市土地溢价率周环比小幅上升 1.6pct，总体数据仍处于历年低位。生产：工业生产节奏逐渐好转。前期一些表现欠佳的工业生产指标正在逐步好转：本周煤炭吞吐量周度环比上升 9.4%，且仍处于历史同期较优位置；本周高炉开工率基本保持平稳，环比增速录得 0.5pct；不过本周沿海七省电厂负荷率经历了季节性下降，环比增速录得-9.4pct。整体来看，我们认为受到年初工程“重振旗鼓”、重新开工的影响，本周工业生产节奏正在逐步好转。分行业来看，建筑业仍待回暖。近期诸多建筑业生产指标的表现均延续了放缓趋势：粗钢生产环比增速有所下降，本周粗钢产量环比录得-13.6%；螺纹钢延续了去库存进程，本周螺纹钢库存环比增速录得-1.0%，受完全复苏迟迟未现的影响、暂未进入补库阶段。年初考虑到去年年末建筑业工程收尾的季节性因素的持续影响，水泥和沥青（更偏向交通基建）生产有待回暖：虽然近期水泥产能利用率和沥青开工率均经历了小幅上行，但两大指标仍处于历史同期较低水平，有待政策端助力。汽车业生产逐渐回暖。本周汽车钢胎生产相较于上周有所回暖，其中全钢胎开工率逐步上行，环比上升 10.6pct。纺织业生产表现依旧稳定，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 83.5%、84.3%，整体表现平稳。通胀：食品价格由涨转跌。本周农产品批发价格 200 指数周环比下降 0.4%，由涨转跌。其中猪肉周平均价格为 19.78 元/公斤，周环比下降 2.4%，本周价格呈震荡下滑走势，跌幅较上周走阔，现阶段离春节还有一段时间，猪肉受制于供应端过剩和需求端的相对低迷，价格仍在下探；本周蔬菜价格周环比下降 1.4%，由涨转跌；水果价格本周仍保持小幅增长，周环比上升 0.4%，涨幅略低于上周。国内工业品价格普遍下跌，国际原油价格震荡上行。本周南华工业品指数继续回落，周环比下降 1.8%，跌幅较上周走阔。其中螺纹钢与铁矿石价格迎来下滑，周环比分别下降 2.6%与 2.8%，由涨转跌；焦煤价格本周继续下跌，周环比回落 6.3%，跌幅较上周持续扩大；水泥价格本周持续小幅回落，周环比下降 0.7%，多地市场接近尾声，需求整体偏弱；本周玻璃价格跌幅明显，周环比下降 5.7%，由涨转跌，本周需求端基本持稳，但供应端产量大幅增加；本周有色金属价格均有所回落，LME 铜价格周环比下降 1.2%，跌幅较上周基本持平，LME 铝价格周环比下滑 3.4%，由涨转跌；本周中东冲突对国际原油市场起到明显支撑，国际原油价格偏强运行，布伦特原油价格本周震荡上行，周环比上升 2.3%。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；海外经济体提前显著进入衰退。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20240113：三个视角下的社融回顾与展望

2023 年社融发力不小：随着 12 月金融数据的出炉，2023 全年人民币贷款最终增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元，2023 全年社融增加 35.59 万亿元，同比多增 3.41 万亿元；但同时 2023CPI 年增速录得 2009 年以来最低，货币投放与实体经济存在“温差”。缘何如此？效率问题仍是最大掣肘。结构上看，企业部门依旧在逆周期发力，而居民部门似乎仍处疫后“疤痕效应”。节奏上看，有 10 万亿的信贷“开门红”，也有 7 月新增信贷总量创新低。资金传导上看，2016 年以来

最高的 M2 月同比以及历史低位的 M1 月同比在 2023 年内同时出现。我们通过以上三个视角，回顾 2023，展望 2024：回顾 2023：①35.6 万亿的社融增量，上半年靠企业支撑，下半年靠财政发力。对公长贷在 2023 年初继续扮演逆周期稳增长的角色，这一点与 2008 年及 2015 年类似。但企业逆势加杠杆也存在限度，进入 2023 三季度经济动能放缓且实体融资需求偏弱，财政开始发力引导政府债放量支撑社融总量。防疫放开，但居民贷款维持弱势。2023 年在消费场景放开、地产销售政策松绑等负面因素边际消退下，单月新增居民贷款重演了 2022 年的两度转负，住户贷款余额同比增速在 7% 水平磨底，按揭早偿现象一度升温。其背后地产下行无疑仍是最主要拖累因素，同时收入预期不稳，导致了居民延续“持币观望”。②节奏上，信贷一季度冲量显著，下半年呈现“透支”。2023 年新增人民币信贷投放最终定格在 22.75 万亿，其中一季度“天量”投放 10.6 万亿元，占全年比重高达 46%，后续在逆周期政策下走出“大小月”特征，季末冲量与季初回落幅度加大，7 月新增信贷更是录得历史低值。年中政治局会议后信贷前置透支现象逐步显现，叠加信贷平稳诉求，投放节奏逐步收敛至历史均值。③宽信用渠道不畅，资金空转现象持续。信贷冲量，而居民及企业倾向于观望，结果就是导致 M2-M1 增速“剪刀差”走阔，2023 年 M1 同比呈现连续下行趋势，资金淤积在银行负债端，未投入生产及消费，信贷资金效率下降，对货币政策形成掣肘。展望 2024 年，基于中央经济工作会议的定调，我们认为资金效率可能比总量增长更加重要，内需依然是经济复苏的主导，基建与制造业投资大于地产，财政撬动大于信贷冲量，这意味着怎样的 2024 年社融增量与结构？政策表述来看，信贷“开门红”有所弱化，但社融增长诉求不减。信贷方面，2023 年 11 月央行召开的金融座谈会强调开年信贷稳定，四季度央行例会提出引导信贷均衡投放。而社融方面，2024 年央行工作会议出现新表述“确保社会融资规模全年可持续较快增长”，2023 年 12 月中财办解读中央经济工作会议精神更是明确“把社会融资规模指标排在货币供应量前面，因为这一指标与经济增长的关系更紧密”。同时中央经济工作会议已对货币供应做出新的指引——将增长“锚点”从名义 GDP 增速调整至实际经济增长+价格预期目标。考虑到 2023 及 2024 年通胀水平可能处于 2009 年以来的低点，新指引其实是调高了货币供应增速要求，从近十年的匹配度来看，“实际 GDP 增速目标（预计 5%）+CPI 增速目标（预计 3%）+2%”是社融增速一个较好的指引值。第一，这意味着总量上，2024 年社融存量需要保持 9.5%-10% 水平增速以稳固经济复苏，对应至少 36 万亿水平的新增社融规模。第二，结构上信贷冲量的空间转交至政府债，我们预计 2024 年全年信贷新增 23.7 万亿，信贷余额增速降至 9.6%（较 2023 年减少 1pct）。政府债方面，我们预计地方专项债边际发力，2024 年新增 3.9 万亿；若社融内企业债、表外融资等分项占比符合近三年均值水平，意味着国债与地方一般债净融资需达到 6.0 万亿水平（较 2023 年多出 0.4 万亿），可能正是 2024 年财政加力提效的“题中之义”。第三，资金提升效能的诉求下，“五篇大文章”是重点。十四五期间，绿色贷款与普惠小微贷款余额比例逐年攀升，在提高乘数效应与金融供给侧结构性改革的政策诉求下，预计年初投向工业、地产的贷款增速延续分化走势。同时，PSL 资金已在 2023 年末落地，类财政工具支持“三大工程”也是今年稳增长的一大主线。回到 12 月金融数据方面，信贷投放延续总量与结构偏弱特点。12 月人民币贷款新增 11700 亿元，同比少增 2300 亿元。对公长贷新增 8612 亿元，虽延续 7 月以来的同比少增，但依旧是逆周期投放主力，12 月建筑业

PMI 走高反映出年末 PSL 资金投放对 12 月企业中长贷存在支撑。零售贷款投放依旧偏弱，12 月楼市交易温和运行下居民中长贷同比少增 403 亿元；冬季出行消费需求增量有限，居民短贷低于 2019 及 2020 年水平。政府债继续支撑社融同比扩张。12 月社融新增 19400 亿元，同比多增 6342 亿元，其中政府债同比多增 6470 亿元基本覆盖了全部增量；企业债负向净融资同比收窄；表外融资压降幅度减弱，委托及信托总同比多增 1170 亿元。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；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；一季度信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20240115：低信用风险、高海外营收低价转债标的筛推

后市观点及投资策略：上周（1.8-1.12）海外方面，物价增速正由于基数效应及欧美央行联合的逆周期调节，而出现趋势性放缓，客观地讲，利率水平（尤其短端）滞后于这一变化，因此 24 年的主旨便是对实际利率的下抑，以适应市场内在的实际中性利率。但当前对各国央行 24 年政策的预期则有所不同，按照预期宽松幅度排序：美>欧>英>日，而实际情况则可能欧英日都不得不启动或维持宽松周期，边际上这会导致美元保持坚挺的时长更长，人民币转升的时点递延。国内方面，1) 权益市场持续探底，对更多总量型、结构性政策的期待有所增加；2) 国债 10Y 则一度逼近 2.5%，国内抢跑的意愿不亚于美国（对未来 1—3 个月预期的变化，可能在短短 3—5 个交易日就跑完了，美债 10Y 前期有类似同构变化），我们认为一方面需要提防“靴子落地”后的反复，另一方面，低收益率环境下负债端的压力或倒逼部分固收类资金流入转债市场，尤其低价债性标的；3) 而从权益类资金配置角度来看，虽然需要权衡转债更窄的标的可选择范围，但同一题材下的左侧配置价值或优于正股，回撤更为可控。综上所述，低价标的在流动性方面或有支撑 推荐标的方面，我们上周结合 1) 人民币转升节点递延；2) 低价标的流动性有支撑这两方面认知，推荐海外营收占比较高，且信用风险较低的低价转债标的：恒逸转债，洁特转债，首华转债，科沃转债，福 22 转债，福莱转债，再 22 转债，宏发转债，鲁泰转债，富淼转债，洋丰转债，荣泰转债。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 20240114：如何看待期限利差进一步压缩的空间？

观点 如何看待收益率曲线进一步走平，即期限利差压缩的空间？从 2023 年 9 月以来，10 年期和 1 年期国债收益率之间的期限利差便出现了明显的压缩。截至 2024 年 1 月 12 日，期限利差为 42.31bp，处于 2017 年以来的 18%分位数水平，较去年 12 月已经略有修复。在年度策略《力求绵牧，来日方长》中，我们提出 2024 年收益率曲线将走向“牛平”的观点，即期限利差仍有压缩的空间。回顾 2011 年至今，存在两段期限利差极低的时间，一是 2013 年 7 月，二是 2017 年 5-10 月，但这两次与此次不同，期限利差压缩均出现于利率上行的过程中，即 1 年期和 10 年期国债收益率均上行，且 1 年期的上行幅度更大。

(1) 2013 年 7 月，投资者刚从“钱荒”中走出，随着 DR007 止步不降，并再次回归小幅上行，令恐慌情绪再现，受资金面影响更大的短端利率上行更为明显。(2) 2017 年 5-10 月，投资者对于全年的经济

预期不断上修，同时“金融去杠杆”概念持续整年，令短端利率上行。从后续的期限利差反弹情况来看，由于这两段压缩均由短端利率的下行所驱动，而短端利率的波动较大，后续迅速的上行令期限利差走阔。就此次的压缩而言，主要是由经济预期下行和“资产荒”现象导致的长端利率下行引导，而短端利率在央行中性偏宽的操作下维持平稳，也从侧面缓解了汇率的压力。若一季度出现降息和降准，或令收益率曲线短时间出现陡峭化的现象，但只要驱动长端利率下行的因素没有出现扭转，期限利差仍有回调后再次压缩的空间。美国12月CPI超预期升温，市场逐渐修复对2024年大幅降息的乐观预期，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周，2Y和10Y美债收益率，在1月10日美国30Y美债拍卖结果整体稳健后，分别下至4.32%和3.97%，同日，在公布美国CPI超预期升温后，分别上破4.39%和4.07%；本周分别在4.24-4.40%和3.96-4.07%间震荡。当前美国经济形势复杂，美国经济对高利率的适应程度比预期更好，超预期升温的通胀和紧俏的劳动力市场令投资者对2024年的降息预期更加谨慎，美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：美国通胀超预期升温，市场逐渐修复对2024年会大幅降息的乐观预期。美国12月CPI同比增长3.4%，环比0.3%，均高于预期3.2%和0.2%。核心CPI同比增速3.9%，超预期3.8%，环比0.3%。分项来看，其一、在极端天气对于全球粮食供给侧的影响逐渐被市场消化下，食品通胀预计较难大幅度反弹。其二、能源通胀在美国增产石油量和地缘政治对油价的影响减弱下，预计未来能源通胀下行阻碍较弱。其三、近期红海事件导致供应链运输受阻，增加船只运输时间和运输成本，运往美国东部的货物面临价格上涨的压力。美国劳动力市场依旧紧俏，需求持续扩张增加未来通胀的不确定性。美国12月核心服务CPI同比5.3%，表明服务仍具韧性。主要原因在于美国居民强劲消费势头不减，叠加劳动力市场依旧火热。且疫情至今，美国劳动力供给侧已经逐渐修复，但失业率和劳动参与率依旧维持低位，预期未来工资增速较难下行，未来有对通胀下行造成阻碍的风险。目前，美国居民就业和收支良好，可以支撑消费维持强劲势头，推动未来经济保持高于趋势的增长。综合近期数据，我们认为由于当前美国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，12月的FOMC会议表明美联储认为通胀已有降温迹象，政策利率已达限制水平，对高利率抑或导致未来经济下行的风险表示谨慎和担忧。另一方面，虽然美国通胀大方向放缓，但经济依具强劲韧劲。短期仍存在很多不确定性，如果美联储太早转向宽松，可能增加未来通胀反弹风险。截止1月12日，Fedwatch预期2024年3月降息25bp的概率68.1%。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定，美国经济仍有通胀二次反弹的风险，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趋于谨慎与灵活，我们认为中期10Y美债收益率或将被通胀的下行预期所压制，同时实际利率未来潜在下行的空间也正在被打开，结构上中期看向4%-4.5%区间震荡。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：徐沐阳 证券分析师：陈伯铭
证券分析师：徐津晶）

行业

汽车周观点： 特斯拉降价落地，看好【AI 智能化+出海】主线

n 优选组合【宇通客车/潍柴动力+小鹏汽车/理想汽车+新泉股份】。n
 Ø 华为汽车产业链：【赛力斯+文灿股份+沪光股份+保隆科技+瑞鹄模具+星宇股份】等。Ø Ø 智能化优势整车：【小鹏汽车+理想汽车+长安汽车】，【吉利汽车+长城汽车】等。Ø Ø 智能化核心产业链：【德赛西威+伯特利+耐世特】等。Ø Ø 特斯拉产业链：【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+岱美股份+嵘泰股份】等。Ø Ø 商用车国内外共振：【宇通客车+潍柴动力+中国重汽+金龙汽车】等。Ø Ø Ø u 风险提示 Ø 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 证券分析师：杨惠冰
 研究助理：孟璐)

公用事业行业跟踪周报：申能股份预告业绩大增，火电资产减值风险减弱

推荐具备核心资产受益需求释放的九丰能源。主业稳健扩张、特气布局航空航天，清洁能源稳定毛差得到持续验证。23 年中报三季报业绩亮眼，持续验证 LNG 单吨毛利稳定性，上游长协资源、中游接收站+船运、下游终端客户布局完备，盈利稳定贡献主业基本盘。能源服务规模扩张盈利稳定；资源+终端模式拓展航空航天。申能业绩预增强化火电投资信心，推荐受益于电改+煤价中枢下行趋势下的火电板块投资机会：多家公司公布 2023 年业绩预增：1) 申能股份：公司预计 2023 年实现归母净利润 33-35 亿，同比增长 200%-230%；单 Q4 实现 8-10 亿，同比大幅扭亏。主要受益于 2023 年动力煤价格走低+资产减值低于市场预期+售电量同比增加综合影响，2023 年业绩高增。2) 国投电力：公司预计 2023 年实现归母净利润 57.23-68.60 亿元，同比（追溯调整前）增加 40.29%-68.16%；主要受益于煤价走低+售电量同比增长，2023 年业绩高增。- 行业核心数据跟踪：2024 年 1 月电网代购电有涨有跌，无明显价格趋势；煤价动力煤价格旺季不旺环比下降至 910 元/吨。电价：电价端核心关注 2024 年年度长协电价。目前江苏、广东等地已出，其中江苏超预期，广东符合预期煤价：截至 2024/1/12，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价为 910 元/吨，环比上周-18 元/吨。天然气：截至 2024/1/12，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸周环比 +16.1%/-7.6%/-3.2%/-9.6%/-8.3% 至 0.9/2.6/2.9/3.6/2.6 元/方。截至 2024/1/12，欧洲天然气库存 913TWh(882 亿方)，同比-7 亿方，库容率 80.11%，同比-2.0pct。2023M1-11 我国天然气表观消费量达 3532 亿方，同增 7.2% (2022M1-11 同减 1.2%)。2023 年，随我国经济复苏，天然气消费量回归增长。截至 2023 年 12 月底，全国共有 27%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.20 元每方，期待顺价逐步落地。三峡水电站水位：截至 2024/1/13，三峡水电站水位为 166.38 米，同比增长 5.26%。投资建议：新一轮电改市场化价格引导，2023 年火电容量电价落地，期待电能量、辅助服务、绿色、容量市场继续推进。市场化推动电力资产定位与模式转变，价值长期回升。1) 火电：电价落地+资产减值损失可控，关注当前时间点火电投资机会。建议关注【申能股份】【华能国际】【国电电力】，推荐【皖能电力】【华电国际】等。2) 天然气：降费顺价促需求、现金流价值凸显分红提升。重点推荐具备核心资产受益需求释放【九丰能源】，稳增长高股息【新奥股份】【蓝天燃气】。3) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。24 年来水恢复+蓄能充沛电量反转。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电

力】。4) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，核电进入常态化审批。在手项目已锁定 2030 年成长。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】，建议关注【中国广核】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。电网三大趋势：趋势一配电网智能化：重点推荐【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：重点推荐【虚拟电厂】产业链；趋势三电网设备国际化：重点推荐特高压和电网设备板块。6) ccer 方法学落地关注海上风电。风险提示：电力需求超预期下行风险，电改进程中电价下行的可能等（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

商贸零售行业跟踪周报：LVMH、资生堂参投的创健医疗启动 IPO 进程，重组胶原投融资火热

本周行业观点（本周指 2024 年 1 月 8 日至 1 月 14 日，下同） 重组胶原代表龙头创健医疗启动 IPO 进程。根据证监会 2024 年 1 月 8 日文件披露，创健医疗拟 A 股挂牌上市。创健医疗成立于 2015 年，是一家专注新型生物材料与创新蛋白/核酸药品研发、生产与销售的科技创新型企业。公司在江苏常州（武进、金坛）、青海西宁、湖南长沙都拥有研发基地和生产工厂。公司产品主要布局于生物原料（重组 I 型、重组 III 型、重组 XVII 型）、医疗/化妆品终端（悦白、悦白之几）和 ODM 业务（原料定制、医疗器械和化妆品）。公司重组胶原蛋白已达到 30 吨规模发酵标准化生产，2023 年累计 5 个三类证项目进入临床试验阶段。 胶原蛋白前景广阔，多上市公司完善胶原蛋白布局。(1) 巨子生物：重组胶原蛋白产业化领先，大单品“胶原棒”表现突出，线上直营持续高增。(2) 锦波生物：技术实力雄厚，唯一重组胶原注射剂 III 类证高壁垒，薇旖美持续放量。(3) 江苏吴中：外部和浙大、东万生物以及美国企业达成技术合作或引进，内部中凯生物拥有重组蛋白药物产业化经验。(4) 福瑞达：医疗器械智能化生产基地目前已完成胶原蛋白原料的生产线建设，2023 年底推出新医美品牌珂谧 Key C 布局重组胶原蛋白产品。(5) 华熙生物：2022 年 4 月收购动物源胶原蛋白企业益而康生物 51% 股权，2023 年完成了重组 III 型人源胶原蛋白原料产品的上市。(6) 爱美客：2022 年收购动物源胶原蛋白企业沛奇隆 100% 股权。(7) 丸美股份：创新成分“重组双胶原蛋白”，重组胶原蛋白已在丸美产品中广泛运用。 胶原蛋白一级市场投融资活跃，市场看好长期发展空间。其中，创健医疗分别于 2022 年 7 月和 2023 年 9 月获得 A 轮和 B 轮融资，投资方包括资生堂资悦基金、LVMH 旗下基金 LCatterton 及中信里昂资本等。聚源生物于 2023 年完成由千骥资本领投、德国特种化学品公司赢创跟投的 B 轮融资。一级市场投融资活跃，也说明市场对于胶原蛋白产业链前景和空间较为看好。 推荐标的：巨子生物、锦波生物、江苏吴中、福瑞达、华熙生物、爱美客等。 风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇

证券分析师：石旖瑄 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖）

建筑材料行业跟踪周报：宏观指标出现回暖，地产链中期寻底

投资要点 本周（2024.1.8 - 2024.1.12，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 1.10%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.35%、-1.47%，超额收益分别为 2.45%、2.57%。 大宗建材基本面对高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为 373.3 元/吨，较上周-4.0 元/吨，较 2023 年同期-50.3 元/吨。较上周价格持平的地区：泛京津冀地区、两广地区、华北地区、东北地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：无；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 (-8.6 元/吨)、华东地区 (-4.3 元/吨) 中南地区 (-10.0 元/吨)、西南地区 (-6.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 67.4%，较上周持平，较 2023 年同期-4.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 46.5%，较上周-0.1pct，较 2023 年同期+18.4pct (2) 玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 2036.74 元/吨，较上周+18.78 元/吨，较 2023 年同期+348 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 2834 万重箱，较上周-113 万重箱，较 2023 年同期-2174 万重箱。(3) 玻纤：本周无碱池窑粗纱市场价格整体趋稳运行，但成交重心仍有下移趋势，当前多数池窑厂仍持观望态度，国内龙头企业价格动态将影响周边池窑厂价格调整幅度，短期来看，业内稳价心态浓厚，虽下游提货量有限，但成本压力支撑下，多数厂价格继续下探空间有限。本周国内电子纱市场多数池窑厂出货一般，各池窑厂电子纱及电子布价格均有下调。下游加工厂需求偏弱，开工率偏低，多以刚需采购为主，加之下游开工不高且新增订单有限下，周内价格低位继续下探，下游提货或将难有好转预期，但成本较高影响，短期池窑厂调价意向不大，短期预期趋稳运行。 周观点：12 月 M1 增速企稳，社融增速继续攀升，出口止跌回升，经济开始出现回暖。在中美库存周期或共振向上，而中美的阶段性缓和或将推动政策加大刺激力度。地产链经过快速挤压之后逐渐出清，景气缓慢改善，地产链中期底部有望来临。白马龙头更加注重经营质量，长期估值中枢有望抬升。当下建议积极布局龙头，并甄别中期成长的赛道，例如，出口链的一带一路方向，非地产链的新材料或工程公司，地产链的智能家居和绿色建材公司。 1、全球需求中长期增量来自于一带一路和 RCEP 地区的工业化和之后的城镇化。两个维度择股，一带一路和 RCEP 区域收入占总收入的比例以及本土化的能力，推荐米奥会展、中材国际，中国交建，关注上海港湾。 2、美元加息结束之后，美国固定资产投资有望启动。消费降级下小量多批订单的比例增加，加大了供应链“快反”要求，阶段性利好区域内完整供应链企业。建议关注爱丽家居、松霖科技、建霖家居、共创草坪等欧美出口链条。 3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减排类投资需求。推荐赛特新材、圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。4、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。我们预计地产投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言，大部分细分行业的集中度仍有提升空间。推荐北新建材、箭牌家居、坚朗五金、伟星新材、东鹏控股、东方雨虹、蒙娜丽莎，建议关注江山欧派、森鹰窗业。 大宗建材方面：水泥：(1) 随着需求临近淡季逐步季节性走弱，加之部分地区企业急于清库，价格出现小幅回落，预计后期价格将维持小幅震荡下行走势。(2) 当前行业景气处于底部，企业自律控制供给、维护价格意愿增强，随着冬季错峰生产方案陆续出台，考虑到整体力度维持或有所加强，冬季错峰落实有望缓解当前产能过剩、库存高企的状态，为明年旺季景气反弹奠定基础。中期在政治局会议定调后，逆周期调节政策有望陆续落地，财政进一步发力，实物需求有望企稳回升。我们认为需求预期的稳定有望改变行业预期，加速竞合秩序修复，2024 年价格和盈利有望企稳改善。(3) 水泥企业市净率估值处于历史底部，龙头企业综合竞争优势凸显，叠加中期需求预期提振，景气有望底部反弹，估值有望迎来修复。推荐中长期产业链延伸有亮点的龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份、冀东水泥等。 玻纤：(1) 近期终端需求不温不火，除了企业库存压力仍有待消化，下游拿货情绪也持续谨慎，但经历前期明显下调后，粗纱价格在二三线企业成本支撑下进一步下行空间有限。中期新

增供给有望随着景气低位持续时间延长进一步放缓，但在建产能释放和消化仍有一个过程，叠加行业竞争态势的变化，供需平衡的充分修复和景气回升时间仍有待观察。电子纱/布供给出清相对更为充分，但产业链较为悲观的预期仍有待扭转，终端需求改善信号以及下游增加库存将是反弹催化剂，有望看到中期价格中枢的回升。(2)但中长期来看，落后产能出清有望加速，玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。(3)当前板块估值处于历史低位，需求上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：下游需求临近淡季，逐步进入传统冬储移库的窗口期，考虑到当前社会库存明显低于同期水平，后续随着贸易商逐步增加库存，短期价格存在反弹基础。虽然产业链预期较为谨慎的背景下，后续下游持续补库的节奏和价格反弹的空间仍有待观察，但行业盈利有一定韧性。中期随着在产产能继续回升，供给由缺口回到平衡，中期行业盈利持续性需要观察年后保交楼需求兑现情况以及地产政策预期。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成长性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻A等。装修建材方面：市场需求恢复仍较弱，部分品类市场竞争加剧，24年新开工预计见底、竣工增速放缓但不必过分悲观，三大工程有望加速建设拉动部分建材需求。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计盈利端继续修复。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)

环保行业点评报告：美丽中国进入落地阶段，绿色循环&污染防治等领域多维受益

投资要点 事件：2024年1月11日，《关于全面推进美丽中国建设的意见》发布。美丽中国建设进入落地阶段，支撑经济社会高质量发展。2012年11月“美丽中国”在十八大报告中首次作为执政理念出现，2015年10月被纳入“十三五”规划，2020年3月《美丽中国建设评估指标体系及实施方案》发布，2023年7月，总书记在全国生态环境保护大会上强调全面推进美丽中国建设，本次《意见》发布推动“美丽中国”进入落地阶段。当前，我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，需要以高品质生态环境支撑高质量发展。《意见》提出分3个阶段实施：到2027年美丽中国建设成效显著，到2035年美丽中国目标基本实现，到本世纪中叶全面建成。《意见》明确7个方面的重点任务：加快发展方式绿色转型、推进污染防治攻坚、提升生态系统多样性稳定性和持续性、守牢美丽中国建设安全底线、打造美丽中国建设示范样板、开展美丽中国建设全民行动、健全美丽中国建设保障体系。绿色转型：积极稳妥推进双碳，推进

绿色低碳发展&资源循环利用。1) 完善碳市场：进一步发展全国碳市场，稳步扩大行业覆盖范围，建设完善全国温室气体自愿减排交易市场；2) 清洁能源：加快规划建设新型能源体系，到 2035 年非化石能源占能源消费总量比重进一步提高；3) 低碳转型：大力推进传统产业工艺、技术、装备升级，到 2027 年新增汽车中新能源占比力争达 45%，重点推荐环卫电动化【宇通重工】【福龙马】，建议关注【盈峰环境】；4) 资源回用：深入实施国家节水行动，强化用水总量和强度双控，提升重点用水行业、产品用水效率，积极推动污水资源化利用，重点推荐再生水【金科环境】；加快构建废弃物循环利用体系，促进废旧风机叶片、光伏组件、动力电池、快递包装等废弃物循环利用，推进原材料节约和资源循环利用，大力发展再制造产业，重点推荐再生塑料【英科再生】【三联虹普】，锂电回收【天奇股份】，危废资源化【高能环境】，酒糟资源化【路德环境】等。 污染防治：持续打好蓝天、碧水、净土保卫战，强化固废和新污染物治理。1) 蓝天：以京津冀及周边、长三角、汾渭平原等重点区域为主战场，以细颗粒物控制为主线，大力推进多污染物协同减排，到 2027 年，全国细颗粒物平均浓度下降到 28 微克/立方米以下，各地级及以上城市力争达标；到 2035 年，全国细颗粒物浓度下降到 25 微克/立方米以下，重点推荐大气治理【龙净环保】，建议关注环境监测【雪迪龙】等。2) 碧水：加快补齐城镇污水收集和处理设施短板，建设城市污水管网全覆盖样板区，加强污泥无害化处理和资源化利用，重点推荐污水处置及厂网一体化【洪城环境】，建议关注【兴蓉环境】【重庆水务】等。3) 净土：到 2027 年受污染耕地安全利用率达 94% 以上；到 2035 年地下水国控点位 I-IV 类水比例达 80% 以上。4) 固废：到 2027 年“无废城市”建设比例达 60%，到 2035 年实现全覆盖，重点推荐固废处置【光大环境】【瀚蓝环境】【伟明环保】【绿色动力】，建立关注【军信股份】等。 激励政策：完善价格机制理顺商业模式，发展绿色金融提供资金支持。健全资源环境要素市场化配置体系，强化税收政策支持，完善高耗能行业阶梯电价制度。落实污水处理收费政策，构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的收费机制。支持符合条件的企业发行绿色债券，引导各类金融机构和社会资本加大投入，稳步推进气候投融资创新。 成效考核：纳入干部考核、奖惩任免的重要参考，加强实施效力。《意见》提出美丽中国建设的考核结果作为各级领导班子和有关领导干部综合考核评价、奖惩任免的重要参考，相较于《美丽中国建设评估指标体系及实施方案》中的“不作为政府政绩考核内容”效力加强。 风险提示：政策执行进展不及预期，利率超预期上行，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

建筑装饰行业跟踪周报：政策继续支持“三大工程”建设，关注资金投放进展

投资要点 本周（2024.1.8 - 2024.1.12，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-0.86%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.35%、-1.47%，超额收益分别为 0.49%、0.61%。 行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）2024 年全国水利工作会议在京召开：会议指出 2023 年全年完成水利建设投资 11996 亿元，再创历史最高纪录。2024 年一要加强完善流域防洪工程体系、雨水情监测预报体系、水旱灾害防御工作体系。二要全面推进国家水网建设。实施国家水网骨干工程，推动各层级水网协同融合发展，建构现代化水库运行管理矩阵，加强水利工程建设与运行管理。三要夯实乡村全面振兴水利基础。推动农村供水高质量发展，推进灌区现代化建设与改造，实施重点区域水利帮扶。四要持续复苏河湖生态环境。要大力推进数字孪生

水利建设、要全面提升水资源节约集约利用水平。(2) 12月金融数据: 12月新增社融1.94万亿元, 同比多增0.63万亿元, 主要受益于政府债券净融资9279亿元, 同比多增6470亿元, 反映特别国债、专项债等财政工具持续发力, 有望支撑一季度实物需求落地。12月人民币贷款增加1.17万亿, 同比少增2401亿元, 企业端中长期贷款整体符合季节性规律, 居民中长贷仍受地产景气影响。周观点: (1) 当前基建投资增速基本保持平稳态势, 地产投资端的拖累仍在, 此前京沪房地产政策同步出台传递积极信号, 但投资端改善仍需时间; 2023年11-12月建筑商务活动指数环比持续回升, 建筑业务活动预期指数继续上行, 此前召开的中央金融工作会议明确提出加快保障性住房等“三大工程”建设, 央行新增投放PSL 3500亿有望推动工程加快落地, 12月社融中政府债券融资增加明显, 期待后续财政政策发力和实物量加快落地。我们建议关注估值仍处历史低位、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) 出海方向: 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; 此前第三届“一带一路”高峰论坛成功举办, 会上宣布了中国支持高质量共建“一带一路”八项行动, “一带一路”将进入高质量发展的新阶段, 基建合作是重要形式, 会议在基建领域取得丰硕成果, 中方将统筹推进标志性工程和“小而美”民生项目, 未来预计更多合作和政策支持有望出台, 海外工程业务有望受益。多个国际工程公司上半年海外订单高增, 后续有望逐渐兑现到业绩层面。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: 水利基础设施建设有望加快推进, 建议关注粤水电、安徽建工等; 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, 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)

电力设备行业跟踪周报: 光伏减产价格开始企稳, 电力设备订单向好
投资要点 电气设备6740上涨2.77%, 表现强于大盘。光伏涨5.93%, 新能源汽车涨0.49%, 锂电池涨1.56%, 发电及电网跌0.49%, 核电跌0.72%, 风电跌1.4%, 发电设备涨3.18%, 电气设备涨2.77%。涨幅前五为智云股份、麦迪电气、江特电机、双杰电气、中恒电气; 跌幅前五为赢合科技、中际旭创、国网信通、科达利、航天机电。行业层面: 储能: 安徽: 芜湖光伏发电储能项目放电量每千瓦时补贴0.3元。湖南: 公布2024年1月代理购电价格。云南: 集中共享新型储能试点示范项目公示。美国: 2030年对电池储能系统需求将增长六倍。欧洲: 欧洲投资银行4亿欧元支持希腊开发商Mytilineos的光伏和储能业务。电动车: 中国12月电动车销119.1万辆, 同环比增46.4%/16%, 全年累计950万辆, 同比增38%; 美国12月电动车销13.7万辆, 同环比+32%/19%, 全年累计145万辆, 增47%; 公安部统计我国新能源汽车保有量超过2000万辆; 12月国内动力和其他电池合计产量为77.7GWh, 同环比+48%/-11%; 工信部将对于具备量产条件的自动驾驶车型给予试点路测的牌照发放; 宁德时代与福特汽车的技术许可合作未被排除在IRA法案补贴外; SNE Research: 宁德时代11月全球

份额 40.9%，1-11 月累计 37.4%；特斯拉国产电动汽车再降价 0.6-1.55 万元；智利盐湖原住民百人抗议，要求纳入谈判体系；CXO 宣布将暂时暂停 Grants 露天矿场的采矿作业，同时继续处理已建立的 28 万吨矿库存；长江有色金属市场钴 22.10 万/吨，本周-1.3%；上海金属网镍 13.15 万/吨，本周+4.4%；长江有色金属市场锰 1.41 万/吨，本周+0.0%；SMM 工业级碳酸锂 8.76 万/吨，本周+0.3%；SMM 电池级碳酸锂 9.62 万/吨，本周+0.2%；百川金属锂 85.00 万/吨，本周+0.0%；碳酸锂 LC2401 9.75 万/吨，本周+3.4%；碳酸锂 LC2407 10.37 万/吨，本周+1.8%；国产氢氧化锂 8.5 万/吨，本周-1.7%；SMM 六氟磷酸锂 6.50 万/吨，本周-2.3%；百川六氟磷酸锂 6.4 万/吨，本周-3.0%；百川石油焦 0.18 万/吨，本周+2.2%；百川湿法隔膜 1.1 元/平，本周-2.2%；百川干法 0.765 元/平，本周-4.4%；电池 SMM 方形-三元 523 0.48 元/wh，本周+0%。

新能源：红海危机致中国运往欧洲供应链重大延迟，未来有中断风险；仁烁光能 150mw 钙钛矿产线竣工出片，预计 24 年量产 20%效率；Wood Mackenzie：2023 年中国光伏组件成本下降 42%；硅料最新价格停止下跌；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 60 元/kg，环平；硅片 182/210mm 2/3 元/片，环平/环平；PERC182/210 电池 0.39/0.38 元/W，环增 8.33%/环平；单面 PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.910/1.02 元/W，环平/环平；玻璃 3.2mm/2.0mm 26.00/17.00 元/平，环平/环平。

河北海上风电省管 1.8GW+国管 5.5GW 获批，预计 25 年前并网 1.6GW；本周招标 8.97GW，陆上 8.97GW，海上暂无；本周开/中标 18.15GW，陆上 18.04GW，海上 0.11GW；2023 年 1-11 月光伏累计装机 163.9GW、风电 1-11 月累计装机 41.4GW。

电网：2023 年 1-11 月电网累计投资 4458 亿元，同比+6%。

人形机器人：森塔机器人完成数百万人民币天使轮融资，国产机器人进度有望加速。

公司层面：美畅股份：预告 23 年归母净利 15.5-16.5 亿，同增 5.23%-12.7%；海优新材：IPO 部分限售股上市流通，涉及股东数量 4 名、涉及 3194.3 万股，占比 38.02%；将于 24 年 1 月 22 日上市流通；孚能科技：全资子公司广州孚能科技近日获得政府补助款项人民币 1 亿元；振华新材：定增募资已完成，募资总额 10.93 亿；五洲新春：拟对五洲墨西哥增资 3,000 万元（折合 420.1328 万美元）；永太科技：与宁德时代签订《物料采购协议》，约定六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂（LIFSI）和碳酸亚乙烯酯（VC）三种产品（该三种产品以下统称为“原材料”）的交易计划、价格等事宜；振江股份：控股子公司上海底特公开发行股票并于北交所上市辅导；盛新锂能：公司及盛威国际将在 2024-2027 年期间向现代汽车供应氢氧化锂产品；德福科技：与德国某头部知名整车厂商旗下动力电池全资子公司签署定点协议。

投资策略：储能：23 年 11 月美国电化学储能装机 431MW，同环比+441%/138%，备案量达 31GW，环减 2.7%，因并网审核慢，部分项目延期至 24 年，预计 24 年可实现高速增长；23 年国内招标约 77Gwh，储能装机 45Gwh 超预期，储能系统报价已到 0.7-0.8 元/Wh，光储平价，24 年新增储能装机将继续高增；欧洲户储库存在 24 年上半年去完库存，部分企业去年 12 月订单已开始改善，1 月进一步好转，24 年预计户储 30%+增长；全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40%左右，看好储能逆变器/PCS 龙头和储能电池龙头。

电动车：国内年末冲量势头良好，12 月销 119 万辆，全年销量达 950 万辆，同比增 38%，预计 24 年同增 25%；欧洲年末需求相对偏弱，12 月主流 9 国销 23.8 万辆，同环比-33%/+12%，预计 23 年销量近 290 万辆，同增 15%，24 年预计增速 8-10%；美国利率较高影响年末需求，23 年销 145.5 万辆，同增 47%，24 年预计同增 25%。全球看 23 年销量 1320 万辆+，增 30%，24 年有望维持 20%增长，叠加储能 40%增

长, 预计锂电需求增长 25%+, 25 年增长有望超过 30%。排产端, 1 月淡季排产下降 0-10%, Q1 环比下降 20%, 预计 24 年 3-4 月排产将恢复, 产业链各环节价格底部小跌, 随 24Q2 需求恢复, 大部分环节盈利将企稳。目前各环节龙头地位稳固且 25 年估值仅约 10x, 首推电池、结构件、一体化电解液&负极龙头, 并推荐新技术及碳酸锂龙头。光伏: 本周单晶致密料成交均价为 6.22 万元/吨, 继续持平, 硅片和电池价格亦企稳, 个别小反弹, 组件价格在 0.9-1 元/W 之间。新技术上, Topcon23 年渗透率近 25%, 预计 24 年 N 型渗透率将提升至 70%。BC、HJT、钙钛矿有些积极的进展, 23 年全球光伏装机 390GW+, 同增 55%以上, 24 年预计 20%左右增长, 看好逆变器、格局好的大辅材、一体化组件龙头和电池新技术。工控&机器人: 工控 23 年下半年小幅复苏, 国产替代持续加速, 展望 24 年预计 Q2 是拐点, 3C 需求向好, 新能源承压, 传统行业复苏好转, 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。电网: 投资整体稳健, 新能源和海外需求向好, 防御性明显, 业绩稳健增长, 重点推荐电力设备龙头, 重点推荐柔直、出海、特高压等方向龙头公司。风电: 陆风 23 年需求较好, 海风 23 年平稳, 下半年海风项目明显启动, 对于 24 年预期向好, 重点看好海风零部件龙头。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)、德业股份(储能逆变器和微逆低点已过, 明年一季度环比增长)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器明年恢复高增长)、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)、许继电气(电力设备低估值龙头、柔直弹性可期)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、思源电气(一次高压设备综合龙头、订单和盈利超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储)、禾迈股份(微逆去库尾声明年重回高增长、储能产品开始导入)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成明年逐步恢复)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩持续超预期)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著)、聚和材料(银浆龙头、受益 N 型替代)、科达利(结构件全球龙头、结构创新受益)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速)、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)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、宏发股份(继电器全球龙头稳健增长、高压直流高增长)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、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)、晶澳科技(一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期)、泰胜风能(陆塔出口和海工开始上量、盈利改善)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、东方电缆(海缆壁垒高格局好, 海风项目开始启动)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、以价换量稳份额)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、当升科技(三元正极龙头、海外占比高迎利好)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大举布局组件)、爱旭股份(PERC 电池龙头、ABC 电池组

件上量在即)、派能科技(户储电池龙头、出货量环比开始改善)、昱能科技(微逆龙头稳健增长、大举布局储能)、大金重工(塔筒出海龙头)、尚太科技(负极一体化龙头、成本优势显著)、盛弘股份、湖南裕能、德方纳米、中伟股份、安科瑞、科士达、日月股份、禾川科技、TCL 中环、金雷股份、天奈科技、中信博、振华新材、三一重能、美畅股份、弘元绿能、新强联、嘉元科技(关注)、诺德股份、大全能源(关注)、九号公司、金风科技。建议关注:帝科股份、明阳电气、元力股份、儒竞科技、东威科技、链升科技、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、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、雷赛智能、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电等。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

证券分析师:刘晓恬)

医药生物行业跟踪周报:骨科耗材集采价格向上修正,关注大博医疗等

投资要点 本周、本年初至今医药指数涨幅分别为-2.70%、-5.75%,相对沪指的超额收益分别为-1.09%、-2.63%;本周医疗服务、商业及器械等股价涨幅跌幅较小,中药、生物制品及化药等股价跌幅较大;本周涨幅居前福瑞股份(+12%)、艾迪药业(+6%)、药明康德(+5%),跌幅居前太极集团(-15%)、常山药业(-14%)、浙江震元(-13%)。涨跌表现特点:整体上股价偏弱、小市值医药公司跌幅更大。骨科集采边际趋缓,老龄化和集采大背景下国产厂家有望迎来业绩反转。2021年以来,骨科四大领域均已经历集采,从规则设计上,集采政策趋于完善,且边际缓和,如脊柱集采设置规则三“复活”机制。从集采结果看,脊柱集采厂家降幅大都在60%左右,创伤续约三大子类价格均有所提升。我们认为,集采政策边际趋缓,国产厂家份额持续提升,且人口老龄化背景下,脊柱、关节等仍有较大需求未被满足,骨科行业有望实现业绩反转。建议关注大博医疗、威高骨科、爱康医疗等。荣昌生物制药(烟台)股份有限公司宣布,已收到美国食品药品监督管理局(FDA)认证函;诺华宣布在新诊断的费城染色体阳性慢性髓性白血病慢性期成年患者的III期ASC4FIRST研究初步分析中取得积极结果。1月8日,由公司自主研发的ADC药物RC88获得FDA授予的快速通道资格(Fast Track Designation,FTD),用于铂耐药复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌和原发性腹膜癌(PROC)患者;1月8日,Scemblix展现出优于标准治疗酪氨酸激酶抑制剂(TKI)的主要分子反应(MMR)。具体配置思路:1)IVD领域,关注安图生物、新产业、科美诊断等;2)血制品领域:上海莱士、天坛生物、派林生物、博雅生物等;3)药店领域:健之佳、老百姓、一心堂、益丰药房等;4)创新药领域:百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U等;5)优秀仿创药领域:吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等;6)耗材领域:大博医疗、威高骨科、惠泰医疗、新产业等;7)消费医疗领域:济民医疗、华厦眼科、爱尔眼科、爱美客等;8)其它医疗服务领域:三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等;9)其它消费医疗:三诺生物,建议关注我武生物等;10)低值耗材及消费医疗领域:康德莱、鱼跃医疗等;11)科研服务领域:金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等;12)中药领域:太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等;风险提示:药品或耗材降价超预期;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：积极信号频现，建议重视证券板块底部机遇

投资要点 活跃资本市场政策持续加码，证券板块边际催化不断显现：1) 证监会重开线下新闻发布会，延续积极定调。2024年1月12日，证监会召开2024年首场新闻发布会，针对IPO节奏、投资端改革等热点问题进行回应。本次发布会是2021年9月24日后证监会首次召开线下新闻发布会，释放了畅通信息发布渠道、强化监管层与市场沟通的积极信号，同时进一步验证了活跃资本市场政策的定力，有助于证券板块底部信心积累。2) 国务院副总理何立峰会见证监会国际顾问委员会一行，强调资本市场双向开放。2024年1月10日，国务院副总理何立峰在会见中国证监会国际顾问委员会委员一行时指出，中国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有变，中国将持续深化资本市场改革和双向开放，提升跨境投融资便利度，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。证监会国际顾问委员会是证监会专家咨询机构，成员均为境外金融监管高级官员、金融机构高管以及知名专家学者，上述发声有助于提振投资者信心，稳定市场预期。3) 监管鼓励基金代销机构加大权益类产品销售力度。监管近期召开头部基金销售机构座谈会，关注机构引导逆周期布局，并要求头部基金代销机构持续发力布局权益类基金，做好投资者陪伴工作。头部基金代销机构销售保有规模及市场影响力较大，合理的销售引导有利于提升投资者的获得感。 中信证券获大股东增持，市场底部特征显现：中信证券1月12日公告称，公司第一大股东中信金控于2023年9月4日至2024年1月11日期间，通过集中竞价交易方式以自筹资金合计增持公司1.5亿股H股股份，累计增持股份数已达到公司已发行股份的1%。此前中信有限作为中信证券第一大股东（中信金控成立于2022年3月，为中信有限全资子公司），分别于2016年2月、2021年3月增持中信证券，增持时点均为市场相对低点。本次中信证券大股东增持不仅展现了股东对公司的信心，也表明其对整个资本市场的预判相对乐观。

投资建议：1) 券商：①中长期资金加快入市，有望平抑市场波动，带动投资者体验及市场活跃度回升。同时基于证监会合理控制IPO发行与新股定价的表态，市场流动性有望改善。推荐【东方财富】、【华泰证券】；②券业杠杆限制放松预期叠加行业头部效应，头部券商预计先行受益，推荐【中信证券】。2) 保险：估值弹簧压近历史极值，2024年开门红有望充分受益于定期存款利率下调，待权益市场底部企稳后，保险股或迎来“戴维斯双击”。推荐【中国太保】、【新华保险】和【中国人寿】。

风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周环比	2023 同期比
中国内地日均股基成交额（亿元）	7,935	-7.51%	-6.99%
中国香港日均股票成交额（亿港元）	561	+2.85%	-53.18%

	本周	上周环比	2023 同期比
A股IPO发行规模（亿元）	32.92	+39.77%	+399.07%
两融余额（亿元）	16,442	-0.84%	+6.44%

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所 注：中国内地股基成交额、中国香港日均股票成交额2023同期比为2024年初至今日均相较于2023年同期日均的同比增速；A股IPO发行规模2023同比为2024年初至今累计发行规模相较于2023年同期累计发行规模的增速。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康)

石油石化行业跟踪周报：原油周报：中东紧张局势加剧，油价震荡运

行

投资要点 【油价回顾】截止至 2024 年 01 月 12 日当周，布伦特原油期货结算价为 78.29 美元/桶，较上周下降 0.47 美元/桶（环比-0.60%）；WTI 原油期货结算价为 72.68 美元/桶，较上周下降 1.13 美元/桶（环比-1.53%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 66.14 美元/桶，较上周下降 0.33 美元/桶（环比-0.50%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 75.34 美元/桶，较上周上升 1.41 美元/桶（环比+1.91%）。**【油价观点】**紧平衡趋势不改，看好油价高位运行。1) 供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司资本开支增速放缓，且将资本开支更多用于分红、还债和并购，倾向于获得即期产量的增加，而非用来进行远期的勘探开发。分国别来看，美国原油钻机与压裂数据下滑，DUC 数量处于低位，长期增产能力不强，同时 SPR 释放进入尾声，逐渐将转向补库；OPEC+减产力度加大，托底油价意愿强烈。2023 年 11 月底会议，各国又进行自愿减产，在完全执行自愿减产的前提下，预计 24Q1 将带来超过 80 万桶/天的供应减量；俄罗斯出口量有所降低，中长期看随着资本开支不足，产能已进入下降期。2) 需求端：增长。短期看，中国经济修复引领全球，海内外出行景气延续，炼厂开工率维持高位。中长期看，原油需求达峰尚需时日，未来 3-5 年仍将维持增长。3) 综合来看，原油供应偏紧而需求维持增长，供需缺口仍存，油价中枢将持续高位。**【原油价格板块】**截止至 2024 年 01 月 12 日当周，布伦特原油期货结算价为 78.29 美元/桶，较上周下降 0.47 美元/桶（环比-0.60%）；WTI 原油期货结算价为 72.68 美元/桶，较上周下降 1.13 美元/桶（环比-1.53%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 66.14 美元/桶，较上周下降 0.33 美元/桶（环比-0.50%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 75.34 美元/桶，较上周上升 1.41 美元/桶（环比+1.91%）。**【美国原油板块】**1) 供给端。截止至 2024 年 01 月 05 日当周，美国原油产量为 1320 万桶/天，与之前一周持平。截止至 2024 年 01 月 12 日当周，美国活跃钻机数量为 499 台，较上周减少 2 台。截止至 2024 年 01 月 12 日当周，美国压裂车队数量为 234 部，较上周减少 2 部。2) 需求端。截止至 2024 年 01 月 05 日当周，美国炼厂原油加工量为 1651.8 万桶/天，较之前一周减少 16.1 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 92.90%，较之前一周下降 0.6pct。3) 原油库存。截止至 2024 年 01 月 05 日当周，美国原油总库存为 7.87 亿桶，较之前一周增加 194.4 万桶（环比+0.25%）；商业原油库存为 4.32 亿桶，较之前一周增加 133.8 万桶（环比+0.31%）；战略原油库存为 3.55 亿桶，较之前一周增加 60.6 万桶（环比+0.17%）；库欣地区原油库存为 3417.3 万桶，较之前一周减少 50.6 万桶（环比-1.46%）。4) 成品油库存。截止至 2024 年 01 月 05 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 24498.2、1893.1、13238.3、3931.6 万桶，较之前一周分别+802.8（环比+3.39%）、+367.0（环比+24.05%）、+652.8（环比+5.19%）、-38.2（环比-0.96%）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 研究助理: 何亦桢)

机械设备行业点评报告: 低估值高股息重点关注—安徽合力+徐工机械+郑煤机

投资要点 安徽合力: 受益于叉车产业锂电化、全球化转型, 国有控股叉车龙头业绩步入稳健增长期。 (1) 叉车为成熟产业, 行业销量年波动仅个位数, 近年高价值量和高毛利率的锂电叉车替代柴油叉车成趋势, 龙头技术储备充分、产能充足。 (2) 在国内份额稳中有升, 在海外凭我国锂电产业链优势弯道超车, 前期渠道建设兑现业绩, 抢占外资市场份额, 迎来成长的窗口期。我们判断在国内外份额提升、高毛利率出口产品、电动化产品占比提升的趋势下, 安徽合力中期业绩有望保持 20% 增长, 造血能力充足。 (3) 2023 年 Q3 末公司账面货币资金与交易性金融资产合计约 70 亿, 现金比率 1.7, 资产健康, 分红储备充裕。同时, 公司产能扩张已于 2022 年末发行可转债后投入完毕, 预计到 2025 年叉车产能达到 50 万台, 相较现有产能近翻倍, 足以支撑 3-5 年增长, 短中期无大规模资本开支投入需求, 具备高分红潜质, 重点推荐。 徐工机械: 国有控股工程机械龙头, 受益出海+国企混改。 (1) 从基本面看: 工程机械行业国内周期逐步企稳, 出口受益海外降息预期, 公司角度出口结构改善+混改推进, 业绩企稳回升。 (2) 从分红角度看, 公司具备高分红潜力: ①实控人为徐州市国资委; ②2020 年 9 月徐工混改方案落地, 引入员工新增持股 8.7 亿元, 激发企业活力; ③截至 2023 年三季报, 公司账上货币资金 220 亿元; ④工程机械处于成熟期, 后续无大额 CAPEX 支出; ⑤历史上分红率高, 2022 年公司股利支付率 (现金红利/当年利润) 为 104%, 同行中联重科为 115%。 (3) 根据公司 2023 年限制性股票激励计划 (草案) 业绩考核要求, 未来三年当年分红比例不低于当年实现可供分配利润的 30%。按 30%/50%/100% 股利支付率计算, 对应当前股价 (2023 年 1 月 10 日收盘价) 股息率约 2.5%/4.3%/8.5%, 重点推荐。 郑煤机: 煤机+汽零业务发展趋于成熟, 规模效应下净利率步入上行通道。 (1) 公司为煤机液压支架龙头, 煤机业务短中期受益规模效应释放, 中长期受益智能化改造浪潮。新业务汽车零部件渐入佳境, 新能源业务驱动成长, 两业务板块均进入业绩兑现期, 盈利能力稳步提升, 利润弹性逐步释放。 (2) 根据公司 2022 年-2024 年股东分红回报规划, 公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%, 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%。2021-2022 年公司将股利支付率从历史平均 30% 提高至约 39%。 (3) 我们判断公司当前处于前期投入的业绩兑现期, 主营业务发展成熟, 短期无大幅增加资本开支需求, 截至 2023 年 Q3 末, 公司账上货币资金 39 亿元, 短期偿债压力小。分红比率有望延续 2022 年水平。我们若按 2022 年股利支付率和 Wind 一致预期假设, 对应当前股价 (2023 年 1 月 10 日收盘价) 股息率约 5.3%, 建议关注。 投资建议: 重点推荐叉车锂电化+全球化的【安徽合力】、工程机械全球化的【徐工机械】, 建议关注【郑煤机】。 风险提示: 海外地缘政治冲突、行业竞争格局恶化、企业分红不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 研究助理: 韦译捷)

机械设备行业跟踪周报: 建议关注低估值高股息的机械标的

1. 推荐组合: 三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、拓荆科技、

柏楚电子、杰瑞股份、迈为股份、华测检测、奥特维、长川科技、精测电子、富创精密、芯源微、绿的谐波、杭可科技、海天精工、高测股份、新莱应材、奥普特、至纯科技、金博股份、华中数控、联赢激光、纽威数控、道森股份。

2.投资要点： 低估值高股息：重点关注安徽合力+徐工机械+郑煤机 安徽合力：受益于叉车产业锂电化、全球化转型，国有控股叉车龙头业绩步入稳健增长期。 1、叉车为成熟产业，行业销量年波动仅个位数，龙头技术储备充分、产能充足。 2、在国内份额稳中有升，在海外凭我国锂电产业链优势弯道超车。我们判断在国内外份额提升、高毛利率出口产品、电动化产品占比提升的趋势下，安徽合力中期业绩有望保持 20%增长，造血能力充足。 3、2023 年 Q3 末公司账面货币资金与交易性金融资产合计约 70 亿，现金比率 1.7，分红储备充裕。 徐工机械：国有控股工程机械龙头，受益出海+国企混改。 1、从基本面看，工程机械行业国内周期逐步企稳，公司出口结构改善+混改推进，业绩企稳回升。 2、公司具备高分红潜力：①截至 2023 年三季报，公司货币资金 220 亿元；②工程机械处于成熟期，后续无大额 CAPEX 支出；③历史上分红率高，2022 年股利支付率（现金红利/当年利润）为 104%。 3、根据公司 2023 年限制性股票激励计划（草案）业绩考核要求，未来三年当年分红比例不低于当年实现可供分配利润的 30%。按 30%/50%/100% 股利支付率计算，对应 2023 年股息率约 2.5%/4.3%/8.5%。 郑煤机：煤机+汽零业务发展趋于成熟，规模效应下净利率步入上行通道。 1、公司为煤机液压支架龙头，煤机业务短中期受益规模效应释放，中长期受益智能化改造浪潮。 2、根据公司未来三年（2022 年-2024 年）股东分红回报规划，公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。2021-2022 年股利支付率从历史平均 30%提高至约 39%。 3、截至 2023 年 Q3 末，公司账上货币资金 39 亿元，短期偿债压力小。分红比率有望延续 2022 年水平。我们若按 2022 年股利支付率和 Wind 一致预期假设，得 2023 年股息率约 5.3%，建议重点关注。 碳化硅设备：外延片龙头瀚天天成招股书披露盈利能力超预期，产业化加速设备环节确定受益 本周碳化硅外延龙头瀚天天成披露招股书，2022 年毛利率 45%，净利率 30%，盈利能力超预期。我们预计，下游产业化预计会加速。大规模产业化早期，设备最先&最确定受益！ 碳化硅外延炉（MOCVD）：快速国产替代中。国外外延设备龙头主要为意大利 LPE、德国 Aixtron、日本 Nuflare，但交期较长，最近一年正在快速实现国产替代，国内相关设备厂商包括晶盛机电（龙一，国内出货量最多）、北方华创、纳设智能（未上市），均以单腔、水平气流为主，月产能约为 300~500 片。芯三代（未上市）以垂直气流为技术方案。【晶盛机电】位列前五大供应商，主要供应设备+衬底片，2022 年采购金额为 0.62 亿元。最大供应商是外延设备 MOCVD 全球龙头 LPE，2022 年采购金额为 3.73 亿元。重点推荐晶盛机电（SiC 衬底片&外延炉、研磨机）、晶升股份（SiC 长晶炉）、迈为股份（SiC 研磨机）、高测股份（SiC 金刚线切片机）、德龙激光（SiC 激光切片&划片机）、北方华创（SiC 长晶炉&外延炉），建议关注：大族激光（SiC 激光切片&划片机）、宇环数控（衬底加工设备）等。 光伏设备：太阳井获头部客户 GW 级电镀铜设备订单，看好 HJT 产业化加速 1 月 8 日据太阳井微信公众号，苏州太阳井新能源有限公司在一家行业头部客户的 GW 级异质结铜互连产线招标中，成功中标铜互连金属化环节中多个工艺段的关键主设备及自动化设备，并与客户签署了设备供应合同。目前 HJT 的非硅成本单瓦约 2 毛 5（非 OBB），新投产产能华晟合肥项

目 0BB 满产后非硅成本有望低于 2 毛，成本能够跟 TOPCon 打平，2024 年 HJT 还会有三个新技术助力组件功率达到 740W，比其他技术高 35W。随着 HJT 成本逐步打平、功率优势凸显、投资回收期缩短，预计 2023 年 HJT 全行业扩产 50-60GW，以新玩家为主，我们判断 2024 年 HJT 有望迎来传统主流大厂规模扩产。推荐标的：硅片环节推荐晶盛机电、高测股份、金博股份，电池片环节推荐迈为股份，组件环节推荐奥特维。 工程机械：2023 年挖机销量同比-25%，2024 年关注内需企稳+出海兑现 2023 年 12 月挖掘机行业销量 16698 台，同比-1%，其中国内 7625 台，同比+24%，12 月挖机内销增速转正，主要系同期国四法规切换下低基数，低基数效应有望在 2024 年显现；出口 9073 台，同比-15.3%。2023 年全年共销售挖掘机 195018 台，同比-25%；其中国内 89980 台，同比-41%；出口 105038 台，同比-4%。①从下游投资数据看，2023 年 1-11 月房屋新开工面积同比-21%，基建投资同比增长 8%，2024 年一季度预计万亿国债资金持续下放，基建工作量有望拉动工程机械开工率提升。②从开工率来看，四季度工程机械开工稳中向好，但后续情况需进一步观察。③内销方面，2021-2023 年，内销挖机销量由 29 万台降至 9 万台，累计降幅近 70%，而根据国内挖机八年保有量 170 万台，测算年均更新需求中枢在 15 万台左右，预计 2024 年国内挖机销量同比-10%至+10%。④海外方面，工程机械海外销量与美债利率呈现负相关关系，海外降息预期利好工程机械出海，2024 年预计主要公司出口收入占比达 50%-60%以上，出口利润率高于国内，带动盈利能力持续改善。重点关注受益工程机械出海三一重工，低估值高股息徐工机械、中联重科，上游核心零部件恒立液压。 锂电设备：海外电池厂扩产加速，锂电设备商迎出海机遇 相较于国内动力电池厂大幅扩产带来产能过剩问题，海外扩产较为理性，我们看好未来海外动力电池厂的扩产加速，一是 IRA 法案刺激美国电动车产业链本土化，加速 LG、SK 等日韩电池厂赴美建厂，二是大众、福特等整车厂逐渐向上游电池环节布局扩产，或自建电池厂或成立合资工厂，三是 ACC、Northvolt 等欧洲电池玩家也在增多，利好具备全球竞争力的中国设备商：2022 年先导智能海外订单占比 15%，我们预计 2023 年海外订单占比有望达 20-30%，中长期海外订单占比有望达 50%，杭可科技我们预计 2023 年海外新签订单约 30 亿元，2024 年增速有望达 50%，均处于估值底部，2024-2025 年估值均不到 10X。推荐标的：先导智能、杭可科技。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

钢铁行业跟踪周报：供需双弱，预计钢价短期震荡运行

投资要点 本周（1.8-1.12）跟踪：本周钢材价格小幅下跌，总体产量略有下降，需求端略有回升但仍表现较弱，库存整体持续累库。 本周钢材价格小幅下跌，原材料价格下行：本周钢材价格偏弱下行，具体来看，截至 1 月 12 日螺纹钢 HRB400 上海报价 3930 元/吨，周降 50 元/吨，仍受淡季供需较弱牵制，且金融盘面期货价格下行显著，弱现实持续兑现。原料端本周铁矿、废钢、焦煤价格均有下行趋势，原材料价格走低后续或顺延至下游导致钢价有所回落。 供给总量进一步下降，需求主要靠部分钢贸商冬储支撑：供应方面受盈利不佳及钢厂检修影响略有回落。表观需求端弱势运行，热轧、中厚板下降显著，我们判断部分钢贸商冬储对下游有所支撑，但下游建材成交量仍有回落，预计短期需求端不会有明显起色，基本面弱势运行。 社库由于冬储及下游消化不佳持续累库，盈利走弱供给减量：本周钢材总库存 1393 万吨，较上周+28.7 万吨，整体库存对比去年同期仍处于正常水

平，压力不大，其中社库由于冬储等原因增加 37.2 万吨，钢厂去化较好。从盈利角度来看，滞后一月毛利环比显著下滑，我们预计供给端仍面临较大压力。投资建议：我们判断钢铁行业目前基本面仍是弱势运行状态，供给端主要受制于盈利下降叠加季节性检修仍有回落，需求端钢贸商虽有冬储，但库存位置仍较去年略低，预计意愿不强，结合下游需求不佳预计短期需求不会有明显改善，供需双弱情况下钢价预计主要受市场情绪以及原材料成本支撑呈现震荡态势。标的建议关注华菱钢铁、宝钢股份。风险提示：若下游需求不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险。

（证券分析师：孟祥文 研究助理：米宇）

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：临近春节需求表现平淡，长丝价格回落但盈利有所修复

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2024 年 01 月 12 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：东方盛虹（环比+0.94%）、恒逸石化（环比+0.15%）、荣盛石化（环比-6.12%）、恒力石化（环比-6.15%）、新凤鸣（环比-10.70%）、桐昆股份（环比-10.83%）。近一月涨跌幅为东方盛虹（环比+3.66%）、恒逸石化（环比-0.15%）、新凤鸣（环比-3.77%）、桐昆股份（环比-7.08%）、荣盛石化（环比-7.38%）、恒力石化（环比-8.98%）。【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 2324.55 元/吨，环比减少-36.66 元/吨（环比-1.55%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1312.89 元/吨，环比减少-37.45 元/吨（环比-2.77%），本周布伦特原油周均价为 76.92 美元/桶，环比增加 0.04 美元/桶（环比+0.05%）。【聚酯板块】临近春节需求表现平淡，聚酯链价格整体回落，但长丝盈利有所修复。PX 方面，市场供应有所增加，PX 市场走弱。PTA 方面，成本端支撑不足，叠加业者看空心态，PTA 市场持续下行。MEG 方面，乙二醇价格上涨。长丝方面，本周宁波地区多套装置进行检修，市场整体供应量下降，但需求端新单成交数量仍显不足，下游备货积极性不强，且临近春节下游开工率逐步回落，长丝表现平淡，其中价格跟随 PTA 回落，盈利有所修复。短纤和瓶片方面，价格下跌，单吨盈利上涨。【炼油板块】原油：中东冲突担忧加剧，美国就业数据表现强劲，原油需求疲软担忧有所缓解，国际油价跌后回升。国内成品油：价格方面，本周汽油/柴油价格下跌，航煤价格上涨。价差方面，价差方面，本周汽油/柴油/航煤较原油价差均缩窄。【化工板块】价格方面，本周 LLDPE/光伏 EVA/苯乙烯/均聚聚丙烯/抗冲聚丙烯/丙烯腈价格下跌，HDPE/纯苯/聚碳酸酯/MMA 价格上涨，LDPE/发泡 EVA/无规聚丙烯价格稳定。价差方面，本周 LDPE/LLDPE/EVA/苯乙烯/聚丙烯/丙烯腈较原油价差皆缩窄，HDPE/纯苯/聚碳酸酯/MMA 较原油价差皆升高。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 研究助理：何亦桢）

石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：乙烷裂解盈利回落，PDH 亏损显著收窄

投资要点 【原料价格】本周乙烷、天然气价格上升，丙烷、原油、石脑油、动力煤、甲醇价格下降。乙烷/布伦特原油比价处于近十年 25% 分位；丙烷/布伦特原油比价处于近十年 41% 分位。【油煤气路线盈利对比】①乙烷利润：本周乙烷裂解盈利回落，较石脑油路线超额利润下降，油煤气路线利润排序为 CTO>乙烷裂解>石脑油>MTO。②丙烯利润：本周 PDH 盈利回升，相较于石脑油路线成本优势扩大，油煤

气路线利润排序为 CTO>PDH>石脑油>MTO。【C2 板块】①价格方面：本周乙烯/乙二醇/聚醚大单体报价上调，环氧乙烷/DMC 报价稳定，HDPE/乙醇胺/苯乙烯/聚苯乙烯报价下调。②价差方面：本周乙烷裂解制乙烯/HDPE/环氧乙烷/乙醇胺/苯乙烯价差缩窄，DMC 价差稳定，乙二醇/聚醚大单体/聚苯乙烯价差上升，除乙醇胺和聚苯乙烯外，目前 C2 产业链下游产品整体价差仍处于较低历史分位。【C3 板块】①价格方面：本周丙烯酸丁酯报价上调，丙烯/聚丙烯/丙烯酸/环氧丙烷报价下调。②价差方面：本周丙烯/环氧丙烷价差回升，聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯价差收窄。目前 C3 产业链下游产品整体价差仍处于历史较低位。【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，乙烷裂解、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】宝丰能源（600989.SH）、卫星化学（002648.SZ）、荣盛石化（002493.SZ）、恒力石化（600346.SH）、东方盛虹（000301.SZ）、东华能源（002221.SZ） 风险提示：项目实施进度不及预期，需求复苏弱于预期，地缘风险演化导致原材料价格波动，行业产能发生重大变化，统计口径及计算误差。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：何亦桢）

工程机械行业点评报告：2023 年挖机销量同比-25%，2024 年关注内需企稳+出海兑现

投资要点 2023 年挖机销量同比-25%，2024 年关注内需企稳+出海兑现 2023 年 12 月挖掘机行业销量 16698 台，同比-1%，其中国内 7625 台，同比+24%，12 月挖机内销增速转正，主要系同期国四法规切换下低基数，低基数效应有望在 2024 年显现；出口 9073 台，同比-15.3%。2023 年全年共销售挖掘机 195018 台，同比-25%；其中国内 89980 台，同比-41%；出口 105038 台，同比-4 %。①从下游投资数据看，2023 年 1-11 月房屋新开工面积同比-21%，基建投资同比增长 8%，2024 年一季度预计万亿国债资金持续下放，基建工作量有望拉动工程机械开工率提升。②从开工率来看，四季度工程机械开工稳中向好，但后续情况需进一步观察。③内销方面，2021-2023 年，内销挖机销量由 29 万台降至 9 万台，累计降幅近 70%，而根据国内挖机八年保有量 170 万台，测算年均更新需求中枢在 15 万台左右，预计 2024 年国内挖机销量同比-10%至+10%。④海外方面，工程机械海外销量与美债利率呈现负相关关系，海外降息预期利好工程机械出海，2024 年预计主要公司出口收入占比达 50%-60%以上，出口利润率高于国内，带动盈利能力持续改善。海外份额空间大，出海趋势持续 在行业出口高基数、海外供应链恢复背景下，行业出口数据增速阶段性承压，但整体处于增长趋势。23Q3 海外龙头卡特彼勒实现营收 168 亿美元，同比增长 12%，净利润 28 亿美金，同比增长 37%，海外工程机械市场整体处于上行周期。根据 2022 年全球工程机械制造商 50 强排行榜（《2022 Yellow Table》），卡特彼勒/徐工集团/三一重工/中联重科收入分别 321/181/160/104 亿美金，全球份额分别 13.8%、7.8%、6.9%、4.5%，其中海外份额低于全球份额，工程机械龙头海外份额空间大，出海趋势持续。海外拓展+国内更新周期渐近，基本面企稳回暖 2023 年前三季度，17 家 A 股上市工程机械企业实现营收 2490 亿元，同比增长 2%；归母净利润 187 亿元，同比增长 25%。销售毛利率（等权平均）23.0%，同比增长 3.0pct；销售净利率 7.3%，同比增长 3.0pct。2023 年前三季度，国产主机厂出海逻辑兑现，海外营收增长平滑内销周期波动。原材料/海运费下降，产品/区域收入结构优化，利润率回升明显，利润增速强于营收。此外，按照工程机械更新周期，2024-2025 年

内销市场有望迎新一轮更新周期，行业有望逐步开启业绩启航。投资建议 重点关注受益工程机械出海、周期底部回暖【三一重工】、低估值高股息【徐工机械】【中联重科】；上游核心零部件【恒立液压】。风险提示：基建及地产项目落地不及预期；行业周期波动；国际贸易争端加剧；行业竞争加剧导致利润率下滑。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

有色金属行业跟踪周报：美国通胀预期反复扰动，但不改经济降温趋势，黄金及工业金属价格有所回落

投资要点 回顾本周行情（1月8日-1月12日），有色板块本周上涨0.20%，在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中能源金属板块上涨4.51%，小金属板块上涨0.33%，金属新材料板块下跌0.89%，工业金属板块下跌0.91%，贵金属板块下跌3.19%。工业金属方面，美国通胀预期反复扰动，但不改经济降温趋势，工业金属价格表现有所回落，预计整体维持震荡行情。贵金属方面，美元指数横盘，十年期美债利率处于3.8%至4%区间震荡，预计后续价格维持震荡上行走势。周观点：铜：海外利率环境扰动，铜价环比下跌。本周伦铜报收8,375美元/吨，周环比下跌1.26%；沪铜报收68,200元/吨，周环比下跌0.28%。供给端，本周进口铜精矿TC价格持续走跌至52美元/吨。周内铜精矿现货TC仍保持下行趋势，智利官方数据显示，其2023年11月铜产量同比下降3.1%，矿端的干扰使得市场对铜远期供应产生担忧，对铜价形成支撑；需求方面，本周铜价延续跌势，周内进口铜到货冲击市场现货升水回落，下游入市接货情绪回暖，消费表现回升。我们认为目前矿端供应在短期略显短缺、长期供应预期收紧，海外利率环境预期有所扰动，但不改长期宽松预期，预计铜价维持震荡走势。铝：需求维持弱势，氧化铝供给预期反复扰动，铝价环比下跌。本周LME铝报收2,235美元/吨，较上周下跌2.19%；沪铝报收19,030元/吨，较上周下跌0.86%。供应端，本周内电解铝无新增或减少产能，开工维持在88.87%。需求端，本周铝棒铝板企业减产为主，铝棒开工率环比减少0.24%、铝板带箔开工率环比减少2.56%，主要受到环保管控及需求不足影响，电解铝的理论需求有所回落。本周海内外铝价呈现前高后低态势，上半周由于氧化铝期货回落带动铝价回落，下半周由于洛阳发布环境污染预警，导致部分氧化铝企业生产进一步受限，氧化铝焙烧产量有所减少，带动沪铝回升。预计铝价短期维持震荡走势，长期需进一步观察经济的复苏状况。黄金：美国通胀预期反复扰动，但不改经济降温趋势，海内外黄金价格有所回落。本周COMEX黄金收盘价为2033.10美元/盎司，周环比下跌0.87%；SHFE黄金收盘价为480.78元/克，周环比下跌0.33%。美国12月CPI年率录得同比上涨3.4%，超出预期的预期3.2%，较11月的3.1%有所反弹，为三个月来的最高涨幅；剔除食品和能源成本的美国12月核心CPI年率录得同比增速为3.9%，虽超出预期3.8%，但为2021年5月以来首次跌破4%；美国12月PPI年率录得同比增长1%，低于预期的1.3%，前值为0.9%；美国12月核心PPI年率录得同比增长1.8%，低于预期的1.9%，前值为2%。本周主要经济数据表现出通胀预期的反复扰动，PPI通常被视为CPI的前值指标，美国经济的继续降温概率提升，美联储3月降息概率提升至81%，截至1月12日，本周美元指数横盘，十年期美债利率处于3.8%至4%区间震荡，海内外黄金价格有所回落，预计短期黄金价格受到利率环境的改善与衰退预期的影响将保持震荡走势，长期走势需进一步关注海内外衰退风险。风险提示：美元持续走强；

下游需求不及预期。

(证券分析师: 孟祥文)

煤炭开采行业跟踪周报: 港口库存维持去化, 煤价震荡运行

行业近况 动力煤方面, 港口库存维持去化, 煤价震荡运行。 本周(1月8日至1月12日)港口动力煤现货价环比下跌18元/吨, 报收910元/吨。 供给端, 元旦节后, 大部分煤矿恢复正常产销, 煤炭供应整体较为平稳。但由于临近春节, 国家及地方政府对煤矿安全生产的关注度更高, 产地安监力度将持续加大。民营煤企也将于1月底、2月初开始放假, 我们预计1月份煤炭供应增量有限。本周环渤海四港区日均调入量180.54万吨, 环比上周增加1.04万吨, 增幅0.60%。需求端 近期我国气温偏高, 本周沿海八省电厂日耗虽较元旦前有所下降, 但绝对值仍处于高位。此外, 由于今年春节偏晚, 节前高日耗维持时间预计偏长, 我们判断终端进一步去库将带动采购需求释放。本周日均调出量193.69万吨, 环比上周增加8.23万吨, 增幅4.44%。库存端, 随着天气好转, 港口库存维持去化节奏。本周环渤海四港区日均库存2392.31万吨, 环比上周大幅减少140.41万吨, 降幅达5.54%, 港口库存维持去化。同时, 本周日均锚地船舶112艘, 环比上周增加57艘, 增幅24.64%。 我们分析认为: 港口调出恢复导致库存快速去化兑现, 目前港口库存已回到中位偏低水平, 因此我们保持对2024年上半年煤价乐观预期判断, 我们预计2024年3月前淡季煤价不跌, 而进入4月份之后, 受益于需求复苏、进口煤偏少, 煤价有望大幅上涨。 炼焦煤方面, 供需双弱下焦煤价格短期震荡偏弱运行, 后期需关注下游需求持续性。 本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报2610元/吨, 环比下跌30元/吨。供给端, 本周平顶山天安煤业十二矿发生事故, 造成8人死亡, 8人失联, 产地安全事故频发, 安监预期将保持高压态势, 焦煤供应收紧。而需求端, 近期钢厂盈利震荡走弱, 铁水产量进一步下滑, 供需双弱下焦煤价格短期震荡偏弱运行, 后期仍需持续关注下游需求及钢厂补库情况。 估值与建议: 我们维持行业“增持”评级, 推荐高成长低估值标的广汇能源。 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: 孟祥文 研究助理: 廖岚琪)

非银金融行业点评报告: 证监会新闻发布会事件点评: 活跃资本市场政策持续发力, 坚定看好券商板块

投资要点 事件: 2023年1月12日, 证监会召开2024年首场新闻发布会, 针对IPO节奏、投资端改革等热点问题进行回应。本次发布会亦是2021年9月24日后证监会首次召开线下新闻发布会。 科学合理把握IPO发行节奏, 严控新股高定价风险: 2023年8月底以来, 证监会加强逆周期调节, 阶段性收紧IPO, 新股发行节奏明显放缓。2023年9-12月, 沪深市场核发IPO批文32家, 启动新股发行44家, 分别仅占全年核发量及发行量的13%/19%。下一步, 证监会和交易所将继续把好IPO入口关, 从源头提升上市公司质量, 做好逆周期调节工作, 更好促进一二级市场协调平衡发展。另外, 针对新股发行定价效率情况和超募现象, 证监会表示将坚持从严监管, 监测约束异常报价行为, 督促发行人和承销机构充分提示风险、审慎定价, 严肃查处询价定价环节违规行为。 发挥引导约束作用, 优化回购、增持、分红等制度机制: 在活跃资本市场政策的推动下, 产业资本积极增持, 上市公司开展回购、分红, 对提振市场信心作用显著。回购增持方面, 2023年11月以来, 上市公司回购增持趋于主动, 截至2024年1月12日, 沪深两市共309家公司新增披露回购增持计划, 金额上限428亿元, 披露家数和金额上限同比增长189%和85%。分红方面, 2023年沪深两

市共有 3361 家沪深上市公司进行了现金分红，占 2023 年末上市公司总数的 65.9%；全年现金分红总额 2.13 万亿元，再创历史新高。后续证监会仍将鼓励上市公司依法合规运用回购工具，推动上市公司不断增强分红意识，同时也将加大回购的事中事后监管，对利用回购实施内幕交易、操纵市场等违法行为的，依法严厉查处。加大中长期资金引入力度，优化逆周期布局正向激励：当前阶段监管层推动中长期资金入市取得积极效果。截至 2023 年 12 月 31 日，各类专业机构投资者合计持有 A 股流通市值 15.9 万亿元，较 2019 年初增幅超 1 倍，持股占比从 17% 提升至 23%。其中公募基金为 A 股第一大专业机构投资者，持有 A 股流通市值 5.1 万亿元，持股占比从 2019 年的 3.8% 提升至 7.3%。后续证监会将以培育一流投资机构为抓手，全面推进资本市场投资端改革。同时，着眼于为投资者创造长期投资收益为目标，证监会将研究建立基金公司“逆周期布局”激励约束机制。投资建议：截至 2024 年 1 月 12 日，证券板块 PB 估值 1.11x，历史分位数 0.31%，下行空间有限。本次新闻发布会释放了畅通信息发布渠道、强化监管层与市场沟通的积极信号，同时进一步验证了活跃资本市场政策的定力，有助于证券板块底部信心积累。建议关注以下方向：1) 中长期资金加快入市，有望平抑市场短期波动，带动投资者体验及市场活跃度回升。同时基于证监会合理控制 IPO 发行与新股定价的表态，市场流动性有望改善。推荐【东方财富】、【华泰证券】；2) 券业杠杆限制放松预期叠加行业头部效应，头部券商预计先行受益，推荐【中信证券】。风险提示：1) 权益市场短期大幅波动；2) 政策落地效果不及预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康)

推荐个股及其他点评

新凤鸣 (603225)：2023 年业绩预告点评：长丝扩产落下帷幕，业绩修复有望提速

投资要点 事件 1：公司发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 10.3~11.3 亿元，实现扣非归母净利润 8.5~9.5 亿元，同比均扭亏为盈。其中 23Q4 单季度，预计实现归母净利润 1.43~2.43 亿元，同比扭亏为盈，环比下滑 40%~65%，实现扣非归母净利润 1.12~2.12 亿元，同比扭亏为盈，环比下滑 42%~70%，业绩整体符合预期。事件 2：公司拟 200 亿元建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目（下称“中鸿新材料”项目），项目分两期建设，其中一期投资约 35 亿元，建设 1 套 25 万吨/年阳离子纤维、1 套 40 万吨/年差别化纤维，建设周期为 3 年，投资资金主要以自筹资金为主，同时结合银行贷款，控制资产负债率保持在 68% 以内，二期投资目前尚未规划。长丝价差同比改善，开工率显著抬升：1) 根据 Wind 统计，2023 年期间，POY/FDY/DTY 价差分为 1154/1781/2519 元/吨，较 22 年增加 26/144/50 元/吨，同时涤纶长丝年均开工率达到 79.5%，较 22 年增加 5.7pct，考虑到开工率提升带来的单吨固定成本摊薄，以及煤炭、天然气等能源成本回落，长丝单吨盈利改善明显。2) 具体到 23Q4 期间，受需求季节性转淡以及油价波动影响，长丝盈利呈现 V 型走势，但开工率始终维持高位。截至 12 月底，POY/FDY/DTY 价差分别为 1085/1710/2385 元/吨，长丝开工率为 84.9%。 纺服需求修复良好，产业链库存维持中低位：1) 根据百川盈孚统计，2023 年 1-11 月，国内涤纶长丝表观消费量为 2601 万吨，同比增长 8.2%，涤纶长丝出口

量为 312 万吨，同比增长 29.4%。2) 下游方面，终端需求改善带动纺织行业整体回暖，其中 1-11 月期间，国内纺服零售额累计同比增长 11.5%，2023 年织机行业开工率均值较 22 年增加 6.8pct。其中 23Q4 期间，织机开工率达 66.7%，同比增长 13.5pct。3) 库存方面，截至 12 月末，POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13.8/16.9/23.8 天，坯布库存天数为 34.7 天，处于近五年中等偏低水平。长丝扩产落下帷幕，新项目建设不改供给格局：1) 根据百川盈孚统计，截至 23 年底，我国涤纶长丝产能达 4316 万吨，较 22 年净增长 419 万吨，同比增长 10.8%。但进入 24 年后，行业扩产力度明显放缓，预计全年仅有 115 万吨新产能投放，同时考虑到小产能退出、以及恒逸 75 万吨装置长停，行业产能净增量有望创下近年新低。2) 公司新项目建设不改供给格局。截至 23 年底，新凤鸣拥有涤纶长丝产能 740 万吨，2024 年计划新增产能 40 万吨，而根据中鸿新材料项目公告，目前实际规划的产能仅 65 万吨，且项目建设周期较长，实际产能落地或在 2025 年及以后，对于行业供给格局冲击较小。纺服出口边际改善，海外去库有望进一步催化业绩弹性：1) 纺服出口数据拐点已现。2023 年 12 月，国内服装出口金额同比下降 1.6%（美元计价），降幅环比收窄 2.8pct，其中以人民币计价的出口金额已恢复至去年同期水平。纺织品出口金额同比增长 1.9%，增速自 5 月份以来首次回正，其中以人民币计价的出口金额同比增速为 3.5%。2) 海外服装去库进程良好。截至 2023 年 11 月，美国批发商服装库存金额同比下降 23.3%，库存增速已连续 6 月为负，库销比水平为 2.83，较 5 月份高点回落约 0.43。向后看，随着海外服装去库推进，纺服出口有望持续改善，从而进一步催化长丝弹性。印尼炼化项目有序推进，全产业链布局打开成长空间：根据此前公告披露，公司拟携手桐昆股份在印尼布局 1600 万吨/年炼化一体化项目，该项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。盈利预测与投资评级：综合考虑长丝景气修复，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 10.9/21.5/27.0 亿元（此前为 12.0/21.8/27.9 亿元），按照 1 月 12 日收盘价计算，对应 PE 为 17.9/9.1/7.2 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期，项目审批不及预期，原材料价格波动

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：何亦桢）

美畅股份 (300861)：2023 年业绩预告：价格竞争加剧盈利加剧下滑，成本优势显著市占率有望回升

投资要点 事件：公司发布 2023 年业绩预告，2023 年归母净利 15.5-16.6 亿元，同增 5%-13%，扣非净利 14.94-16.04 亿元，同增 8%-16%。2023Q4 归母净利 1.6-2.7 亿元，同降 39%-70%，环降 46%-68%，扣非净利 1.6-2.7 亿元，同降 36%-63%，环降 45%-68%。23 年出货同增 30%+、产业链竞争加剧盈利大幅下滑。1) 出货端：公司预计 2023 年金刚线总销量约 1.3 亿公里，同增 35%，其中钨丝约 1400 万公里；预计 2023Q4 销量约 3700 万公里，环增 10%；分产品看：高碳钢丝金刚线出货 3100 万公里，环比基本持平；钨丝金刚线出货约 600 万公里，环比约翻倍增长，钨丝出货占比环增约 7pct 至 16%；2) 价格端：受下游硅片盈利承压叠加行业竞争加剧，2023 年 12 月开始金刚线价格快速下滑，至月底已降至 30 元以下，整体 2023Q4 均价环降 2-3 元至约 30 元/公里，2023 全年碳钢/钨丝金刚线均价同降超 10%/26%，碳钢线大幅调价下钨丝经济性有所削弱；3) 盈利端：预计 2023Q4 受调价影响单公里净利环降约 9 元至 5-6 元/公里，考虑 Q4 减值冲回后单公里净利约 8-10 元/公里；展望 2024 年，我们预计 2024Q1 出货约环比持平，全年出货约 1.7 亿公里，同增 30%，钨丝占比预计达 20-25%。

成本优势明显、价格竞争叠加钨丝母线自供率上行龙头市占率有望回升。公司较二三线友商相比金刚线断线率低 4-5%，整体成本较友商低 10-15%，成本优势明显。钨丝母线产能 2023 年 9-10 月投产，随产能爬坡及成材率提升，预计 2024H2 可自供钨丝母线 100 万公里/月，2024 年行业价格竞争下叠加公司钨丝母线产能释放自供率提升，整体市占率有望回升，公司目标将市占率由 2023 年 40%+提升至 50%+。盈利预测与投资评级：考虑产业链价格下跌，金刚线价格及盈利承压，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 16.0/8.0/9.7 亿元（2023-2025 年前值为 19.0/23.1/26.6 亿元），同比+9%/-50%/+21%，给予公司“增持”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：周尔双
 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

赛恩斯（688480）：拟收购紫金药剂，提升资源回收技术、开拓海外市场

投资要点 事件：2024 年 1 月 12 日，公司发布公告拟使用自有资金 1.83 亿元收购参股子公司紫金药剂 61%股权；2019 年 6 月，公司看好紫金药剂所在的选矿药剂、金属萃取药剂行业发展，通过与紫金南方换股取得紫金药剂 39%的股权；本次交易完成后，公司将持有紫金药剂 100%股权。紫金药剂主营选矿药剂、铜萃取剂的研发、生产和销售，收购定价合理。紫金药剂主营铜萃取剂(ZJ988X)、环保型清洗剂(ZJ601)、环保型抑制剂(ZJ201)及各类选矿助剂，主要用于有色行业铜湿法冶炼生产；具备年产 3,400 吨铜萃取剂、2,000 吨选矿药剂、2,000 吨磷酸类萃取剂、1,000 吨选矿铅能力。紫金药剂 2023M1-9 收入 8073 万元，扣非净利润 1024 万元，2023 年全年净利润预计 2052 万元，根据康普化学/紫金矿业 2023 年 9 月 28 日动态市盈率计算得出的估值为 4.49/3.04 亿元，较交易估值 3 亿元高出 49.53%/1.2%，收购定价合理。收购紫金药剂有助于公司提升资源回收技术、开拓海外市场、深化紫金矿业合作。公司 2019 年 6 月入股紫金药剂以来，双方在技术端已产生融合，主要合作研发项目有“冶炼烟气洗涤废酸中铼回收项目”、“铜萃取剂在有色冶炼污酸废水资源化回收中的应用研究”等。此次交易完成后将：1) 实现资源回收技术的快速积累和提升：紫金药剂具有稀缺性，其自主研发的 ZJ988X 系列铜萃取剂，打破了德国巴斯夫(LIX 系列)和比利时索尔维(OPT 系列)垄断的铜萃取剂市场，世界范围内铜萃取剂主要竞争对手仅巴斯夫、索尔维、康普化学。公司将铜萃取剂技术作为研发基础，实现资源回收技术的快速积累、提升，将应用领域拓展到铼、钨、钼、铈等高价值金属，锂、镍、钴等新能源金属。2) 开拓海外市场：紫金药剂近几年国外销售占比超过 70%，海外市场开拓经验丰富，公司可借力实现从生产端铜冶炼到末端冶炼废水处理、稀贵金属回收等全产业链布局，实现国际化发展战略。3) 深化紫金合作：紫金药剂 2022 年与紫金矿业及其控制的公司产生关联交易 2,614.81 万元，占收入比重 27.12%；2023M1-9 关联交易 1,231.19 万元，占收入比重 15.25%，公司收购紫金药剂后与紫金矿业及其控制的公司关联交易将增加。公司 2023 全年预计实现归母净利润 0.80~0.86 亿元，同环比高增。2023 年 12 月 21 日公司发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年实现营收 7.5~8.5 亿元，同增 36.8%~55.1%；归母净利润 0.80~0.86 亿，同增 20.8%~29.9%，环增 44.3%~77.9%。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2023 年业绩预告以及收购紫金药剂之后的技术提升、海外市场开拓，我们下调公司 2023、上调 2024-2025 年盈利预测至 0.84/1.51/2.11 亿元（原值

0.95/1.48/2.02 亿元)，对应 2023-2025 年 PE 44/24/17 倍（估值日期 2024/1/12）。维持“买入”评级。 风险提示：行业政策变化，收购方案进度，下游行业扩产进度不及预期

（证券分析师：袁理 研究助理：谷玥）

雷赛智能（002979）：机器人产品陆续发布，量产销售在即

投资要点 事件：截至 2023 年 12 月 27 日，雷赛智能基于二十年伺服行业成功经验，历经一年多努力，已研发成功无刷空心杯电机、无框电机及配套的微型伺服系统，推动人形机器人等先进产业发展，助力客户进行国产替代及升级降本。 密集推出空心杯&无框力矩电机&伺服控制器产品，大力布局人形机器人赛道。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业包括 AGV/AMR 以及协作机器人等领域，每年销售数万台伺服电机与驱动器，并且为协作机器人客户开发成功高性能圆环型驱动器。2023 年 11 月公司亮相德国 SPS 大展，推出空心杯电机及微型伺服驱动器，后续又推出 FM1 系列高密度无框电机、CD 系列机器人专用伺服驱动器形成产品矩阵，应用领域从早期的协作机器人拓展至人形机器人、医疗仪器、航空航天领域。 技术水平剑指国际一流，量产销售在即。1) 技术水平方面，FM1 系列无框电机采用多槽极配合优化的定转子设计以及日系真空灌封工艺对标全球最优秀无框电机同行，具有转矩密度高、功率密度高、体积小、重量轻、转子内径大、发热小、转矩波动小等众多优点，提供 25/38/50/60/70/85/115mm 等七个标准的框架尺寸，同时也可进行优化定制；空心杯电机采用马鞍型全自动绕线技术、一次成型，对标全球最优空心杯电机技术水平，具有转矩特性好、功率密度高、转速范围大、使用寿命长、产品规格全等众多优点，提供 EC 标准型、ECH 高转速、ECT 高转矩三大系列，并能提供直径 6/8/10/12/13/16/22/30/40mm 等九个标准尺寸或可根据需求进行优化定制，总体达到世界一流技术水平。2) 量产方面，FM1 无框电机和微型驱动器已进入试产试销阶段，24 年 1 月份小批量生产，3 月份大批量生产销售；空心杯电机和微型驱动器正在进行试产试销阶段，预计 24 年一季度送样，二季度批量生产销售。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别是 1.16、1.39、2.04 亿元，同比-47%、+20%、+46%，对应现价 PE 分别为 49 倍、41 倍、28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行，竞争加剧，原材料涨价超预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

周大福（01929.HK）：FY2024Q3 经营数据点评：中国内地同店销售额同比+22.7%，同店效益持续提升

投资要点 FY2024Q3 周大福内地零售额同比增速 42.2%：周大福公布 FY2024Q3 经营数据（即对应自然年 2023 年 Q4，下同），FY2024Q3 集团零售额同比增速 46%，其中中国内地零售额同比增速 42.2%，中国港澳及其他地区零售额同比增速 71%。元旦假期期间，集团内地零售额同比增速约 60%。 FY2024Q3 中国内地同店销售额同比增速 22.7%，FY2024Q3 中国内地同店零售额同比增速 22.7%，同店销量同比增速 17.5%，中国港澳地区同店销售额同比增速 67%，同店销售量同比增速 50%。其中港澳地区销售增长快主要得益于港澳入境旅游的持续恢复。 公司黄金产品需求旺盛，为收入增长的主要贡献因素：分产品来看，黄金需求依旧旺盛，FY2024Q3 中国内地黄金销售额同店同比增速 32.5%，客单价上升到 5600 港币，镶嵌销售额同比下滑 1.9%，中国港澳地区黄金销售额同店增速为 104%，镶嵌销售额同比增速 4.3%。 公司渠道门店小幅增长，新开门店店铺效益持续提升：

渠道方面，截至 2023 年 12 月末，集团总门店 7885 家，其中中国内地周大福品牌门店 7501 家，2023 年 Q4 净增 43 家，2023 年 Q4 集团旗下 1 年内门店经营和店铺效益持续提升，公司持续提升经营效率的战略在逐步落地见效。 产品方面人生四美和铃兰系列等消费者反馈较好：在产品方面，公司一直保持着行业较高的产品设计标准，周大福人生四美系列在 2023 年 Q4 在中国内地的零售额同比增长一倍，公司新推出的周大福铃兰系列也深受消费者欢迎。 盈利预测与投资评级：周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，FY2024Q3 公司同店效益持续提升，我们维持公司 FY2024-FY2026 归母净利润 84.75/99.7/115.95 亿港元，最新收盘价对应 FY2024-FY2026 PE 为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：同店销售恢复不及预期，开店不及预期，门店调整风险，消费力走弱等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

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>