

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-10

宏观策略

2025 年 07 月 10 日

海外周报 20250706：6 月超预期非农令市场降息预期延后至 9 月

核心观点：本周美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；而经济数据的走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行，10 年期美债利率全周升 6.89bps 至 4.346%。本周美国“软数据”PMI 调查超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。而周五公布的“硬数据”美国 6 月非农就业再度超预期，失业率也有所回落，市场对此解读偏乐观，7 月降息预期被彻底打消。此外本周特朗普《大美丽法案》（OBBB）正式签署落地，债务上限进一步提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。由于《大美丽法案》带来的赤字增加预期已被市场关注许久，因此 OBBB 的落地或意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30 年美债利率或 10s30s 期限利差的上行或因此告一段落。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

宏观量化经济指数周报 20250706：政府债融资多增或推升 6 月社融增速 预计随着总量型和结构型工具的政策效应继续显现，市场利率或延续低位震荡

宏观深度报告 20250704：基于 43 个国家的比较：我国服务消费比重是否偏低？

我们利用 43 个国家和地区 2019 年的消费数据，从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为 2019 年，关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下：我国消费率偏低是服务消费影响吗？我国整体消费率偏低，服务和商品消费都有待提高，并不是商品消费高、服务消费低。2019 年我国居民消费率为 39.3%=服务消费率 21.1%+商品消费率 18.2%，而 43 个国家居民消费率为 55.2%=服务消费率 28.4%+商品消费率 26.8%。我国商品消费率比 43 国平均水平低 8.6 个点，服务消费率比 43 国平均水平低 7.3 个点，都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗？不低。跟人均 GDP 在 2.5 万美元以上的国家相比，我国服务消费比重是偏低的；但跟人均 GDP 在 2.5 万美元以下的国家相比，我国服务消费比重不低。把 43 个国家服务消费比重跟人均 GDP 结合来看，43 个国家里，有 20 个国家 2019 年人均 GDP 在 2.5 万美元以下，这些国家服务消费比重平均为 46.4%；有 23 个国家人均 GDP 在 2.5 万美元以上，这些国家服务消费比重平均为 56.3%。我国 2019 年人均 GDP 在 1 万美元左右、服务消费比重 53.8%，高于同等发展水平的大部分国家。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，各国统计制度的差异未能完全反映，如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大，这不影响我们的整体结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大，服务消费数据偏差大，2023 年后数据大多还没有更新，2019 年数据较为齐全和稳定，但时间距离较远，可能产生一定偏差风险。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的数据大多是欧洲国家，对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片

晨会编辑 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

面性。

固收金工

固收点评 20250707：绿色债券周度数据跟踪（20250630-20250704）

一级市场发行情况：本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 349.61 亿元，较上周增加 35.31 亿元。二级市场成交情况：本周（20250630-20250704）绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周减少 173 亿元。

固收周报 20250706：关于 25 年下半年转债策略的三点思考

以下是我们的三点思考：1) 中低评级标的或迎来估值修复。2) 中低价风格标的或迎来业绩修复。3) 博弈准临期标的促转股。结合上述 1)、2)，中低评级标的的市场关注度或边际上升，中低价标的或迎来中观、宏观维度的“东风”，三者相结合，或存在在 25 年下半年获取超额收益的潜在机会。

固收周报 20250706：周观：央行买卖国债公告落地，债市仍震荡（2025 年第 26 期）

我们预计央行仍将买入国债作为政策工具箱中的重要工具，将择机重新启用，以支持银行扩表，但短期内需考虑买入国债对于资金利率和短端债券收益率的影响。目前，我们对于债市的观点保持不变，10 年期国债收益率维持在 1.6%-1.7% 的区间内震荡，在区间偏上沿位置时可积极布局。

固收点评 20250706：二级资本债周度数据跟踪（20250630-20250704）

一级市场发行与存量情况：本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 7 月 4 日，二级资本债存量余额达 46,008.35 亿元，较上周末（20250620）减少 516.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250630-20250704）二级资本债周成交量合计约 1916 亿元，较上周减少 74 亿元。

行业

一电网&工控 2025 中期策略报告：AIDC&机器人趋势不改，继续看好第二增长曲线

人形机器人：全球整机进入量产元年，重视供应链定点及零部件增量变化。1) 整机：年初特斯拉 Musk 给予全年 5000-10000 台机器人量的预期，供应链 Tier1/2 均陆续有小批量订单在下达，25Q2 起贸易战、工程主管人事变动等导致量产节奏扰动，但不改产业大势。我们认为 H2 重点是设计定型，关注 Gen3 产品发布及各零部件环节的增量变化，而后是量产节奏恢复和龙头定点。国内人形宇树、智元、优必选量产走在前面，小鹏、小米、赛力斯等车企人形产品静待正式发布，华为目前或更关注下游垂类领域的落地。2) 零部件：灵巧手期待增量创新、方案变化斜率最陡（自由度提升，及微型丝杠、腱绳、电子皮肤、新型电机的应用）；关节中丝杠重点解决内螺纹加工效率和良率（磨以外迭代车、铣等工艺）；减速器技术路线未收敛（轻量化的摆线针轮有望在大关节渗透）；力传感器新型量产工艺尝试中；轻量化材料 PEEK、镁合金、PA 等在外壳、减速器、丝杠的减重应用。AIDC：海外链持续兑现高盈利，国产链静待算力卡问题解决。海外英伟达持续超预期，海外算力链公司持续兑现高盈利；国内云厂商 CAPEX 投资提升第一年，但 H1 受限于 H20 等禁令短期导致资本开支波动，新算力卡推出（海外 B 卡、国产卡）有望带动投资节奏加快，

同时期待 Q4 DeepseekR2 等新模型以及推理侧应用对算力卡中长期拉动。分环节来看，柜内服务器电源海外订单 Q3 有望下达国内厂商，以及关注下一代 Rubin 架构对电源功率的升级迭代；国内有望配套国产算力、电源功率从 3.3kW 往 5.5kW 推进，交付结构优化有望带动相关公司利润率提升。柜外电源看好 HVDC 渗透率提升，阿里、腾讯先发多年，字节、运营商有望跟进，海外 HVDC 供给已经在酝酿、静待英伟达确定方案，26 年预计是 HVDC 全球加速渗透第一年。变压器、开关柜、电能质量设备、上游元器件（继电器、熔断器等）跟随算力 β 有量增逻辑，而海外变压器短缺也有望享受更高溢价。工控：国内需求 H1 已同比转正，弱复苏进行中，同时人形、出海贡献中长期增量。H1 国内工控市场需求额同比已转正、受损较多的外资龙头厂商中国区自动化业务 Q1 降幅收窄到 -1%。行业端，物流、包装、锂电、工程机械等表现较突出。我们预计全年需求有望 +0-3%，但关税对下游 CAPEX 意愿的影响仍需持续关注、Q3 可能也有短期扰动。

保险 II 行业深度报告：推动普惠保险体系高质量发展，护航社会稳定与经济发展

负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.64% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 8 日保险板块估值 2025E 0.61-0.96 倍 PEV、0.98-2.21 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

金融产品行业深度报告：低利率时代 REITs 的配置价值：制度、市场与展望

REITs 未来展望：低利率时代，在政策支持与结构优化中寻找配置价值
制度展望：扩募机制常态化提升市场扩容效率；税收政策优化将进一步提升产品净回报，吸引长期资金。产品展望：资产类型多元化加速，2025 年数据中心、风电等新兴资产涌现，推动市场扩展与风险分散；分层结构提升了市场吸引力，并缓解了扩容中的结构性风险；运营能力或成为产品新亮点。资金展望：长期资金流入持续，险资和养老金持仓比例上升，资金结构优化增强了市场稳定性；流动性提升和金融工具创新推动了市场活跃度；收益优势和抗周期性增加配置价值。市场展望：低利率环境支持 REITs 作为高息资产；消费基础设施和保障性租赁住房表现突出，仓储物流板块增长潜力强；随着政策支持加强，预计各板块表现将更符合底层资产逻辑，市场成长空间持续扩展。风险提示：(1) 底层资产质量分层明显，运营透明度仍有待提升；(2) 扩募机制运行仍处于制度磨合阶段；(3) 尾部产品流动性劣势抬升市场结构性风险；(4) 治理机制分层与信息披露不对称仍存结构性缺口。

工程机械行业点评报告：6 月挖机内销韧性凸显，出口高景气延续

国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有 2-3 年景气度，估值&业绩向上弹性较大；海外新兴市场开拓顺利，景气度维持高位。相关个股：【三一重工】【某全品类龙头】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示：宏观经济波动；国内政策不及预期；国际贸易摩擦；行业竞

争加剧。

无人叉车行业深度：AI 驱动无人叉车技术持续发展，智慧物流有望迎来快速发展期

投资建议：受益于智能物流加速落地，推荐深入布局智能叉车，客户资源深厚的行业龙头【杭叉集团】【安徽合力】；建议关注 AI 技术赋能推动无人叉车渗透率提升，核心控制器供应商【仙工智能（拟上市）】；建议关注【中力股份】【昆船智能】【音飞储存】【兰剑智能】。风险提示：行业下游需求不及预期；关键技术突破存在不确定性；海外业务拓展受地缘政治影响。

推荐个股及其他点评

华友钴业（603799）：2025 年中报业绩预告点评：Q2 镍利润稳定，钴业绩弹性释放

盈利预测与投资评级：由于钴价上涨持续性强，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 60/67.5/82.4 亿元（原预期 55/67/82 亿元），同增 44%/12%/22%，对应 PE 为 10.6x/9.4x/7.7x，考虑镍仍处于底部，给予 25 年 15x PE，目标价 53 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

大金重工（002487）：2025 半年度业绩预告点评：业绩同比高增，下半年排产订单持续向上

事件：公司发布 2025 半年度业绩预告：预计 25H1 公司归母净利润 5.1~5.7 亿元，同比增长 193~228%，扣非后归母净利润 5.2~5.8 亿元，同比增长 224~261%。单 Q2 来看，预计 Q2 归母净利润 2.8~3.4 亿元，同比 +131~180%，环比 +21~180%；扣非后归母净利润 2.7~3.3 亿元，同比 +137~189%，环比 +12~189%。Q2 出海环比增长，单吨净利维持高位，汇兑收益贡献增量业绩：公司业绩增长主要得益于全球化战略布局的深入推进，海外业务实现突破性增长，成为驱动公司整体业绩增长的核心引擎。本年度海外项目交付量较上年同期大幅增加，同时，公司出口桩基产品交付模式转变为附加值更高的 DAP 模式，带动公司整体盈利显著提升。其次，公司海外项目以外币结算为主，因汇率波动，对公司汇兑损益产生了一定积极影响。

宏观策略

海外周报 20250706：6 月超预期非农令市场降息预期延后至 9 月

核心观点：本周美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；而经济数据的走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行，10 年期美债利率全周升 6.89bps 至 4.346%。本周美国“软数据”PMI 调查超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。而周五公布的“硬数据”美国 6 月非农就业再度超预期，失业率也有所回落，市场对此解读偏乐观，7 月降息预期被彻底打消。此外本周特朗普《大美丽法案》(OBBB) 正式签署落地，债务上限进一步提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。由于《大美丽法案》带来的赤字增加预期已被市场关注许久，因此 OBBB 的落地或意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30 年美债利率或 10s30s 期限利差的上行或因此告一段落。 大类资产：美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；经济数据走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周特朗普宣布美方已与越南达成贸易协议，叠加对华芯片设计软件出口限制措施解除，美股大涨，标普 500 指数再创历史新高；而本周美国“软数据”PMI 调查和“硬数据”非农就业均超预期，市场降息预期进一步回落，美债利率大幅上行。整体来看，全周（6 月 30 日至 7 月 4 日）10 年期美债利率升 6.89bps 至 4.346%，2 年期美债利率升 13.20bps 至 3.880%，美元指数降 0.23% 至 97.18；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.72%、1.62%；现货黄金价格收涨 1.92% 至 3337 美元/盎司。 海外经济：美国“软数据”超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 49，预期 48.8，前值 48.5。其中新订单指数 46.4，前值 47.6；支付价格指数 69.7，预期 69，前值 69.4；就业指数 45，预期 47，前值 46.8；ISM 服务业 PMI 升至 50.8，预期 50.6，前值 49.9；新订单指数升至 51.3，前值 46.4；支付价格指数 67.5，前值 68.7；就业指数 47.2，前值 50.7。货币政策方面，在本周欧洲央行年度论坛上，多位主要央行领导人发表了利率观点。美联储主席鲍威尔表示稳定的经济活动让美联储有时间研究关税上调对物价和经济增长的影响，然后再恢复降息；欧洲央行行长拉加德指出欧元区 6 月通胀已达 2% 目标，但任务尚未完成，并警告地缘政治和全球分裂带来双向风险。拉加德同时表示降息周期接近尾声，但不会预设利率路径承诺，未来货币政策将依赖相关经济数据；日本央行行长植田和男则表示正在密切关注基础通胀的强度、美国关税政策的潜在影响，以及预计将逐步回落的食品通胀。增长方面，截至 7 月 3 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.6%；截至 7 月 4 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.56%。 6 月非农：新增就业超预期，但数据结构呈现出“强弱互现”的特征。美国 6 月新增非农就业 14.7 万，预期 10.6 万，前值由 13.9 万上修至 14.4 万，前两月累计修正幅度由-9.5 万转为 1.6 万。6 月美国失业率 4.12%，预期 4.3%，前值 4.24%。劳动参与率 62.28%，预期 62.4%，前值 62.37%。6 月时薪环比+0.22%，预期+0.3%，前值+0.39%；同比+3.71%，预期+3.8%，前值+3.81%。从结构来看，14.7 万新增就业有 7.3 万来自政府部门。虽然联邦政府就业延续缩编，本月减少 0.7 万，但州政府、地方政府分别贡献 4.7、3.3 万就业。私人部门方面，教育医保（+5.1 万）与休闲餐旅（+2 万）继续作为非农就业稳定的主要贡献者。如果剔除政府、教育医保、休闲餐旅，其余行业对本次非农基本没有净正贡献。整体

来看，本次非农数据呈现出“强弱互现”的特征。一方面，非农强在：①新增非农超预期，前值上修；②累计2个月修正幅度改善明显，暂时打破“初值强，后下修”的质疑声音；③失业率超预期走低，终结年迄今的连续上行；④失业结构健康，永久失业等指标呈现减少。另一方面，非农弱在：①大小非农再次劈叉，最新6月的ADP新增私营就业录得-3.3万，为2023年3月以来最差。尽管ADP现为独立数据，但持续的劈叉与非农近期持续的下修让市场不得不质疑，大非农是否最终会因下修向小非农收敛；②非农就业一半来自地方政府贡献，私营部门贡献则继续来自医保与休闲餐旅，结构仍然不健康；③劳动参与率、就业率、时薪增速表现偏弱。市场对6月非农的解读则整体乐观，超预期数据令市场降息预期大幅回调，7月降息可能被彻底打消。截至最新市场预期美联储9月降息73.2%，全年降息2.16次/54.1bps。海外政治：特朗普《大美丽法案》正式落地，债务上限得到进一步提升。本周美国众议院以218-214票的微弱优势表决通过了参议院版本的《大美丽法案》(The One Big Beautiful Bill, OB BB)。随后特朗普于7月4日美国“独立日”正式签署该法案，OB BB正式落地生效。根据CRFB测算，OB BB将在未来10年（与2025.1的基准情形相比，不考虑TCJA延长等）带来额外3.4万亿的基础赤字与4.1万亿美元的总赤字。如果政客们故技重施，继续延长部分未来应到期的政策，则将给未来10年额外增加5.5万亿总赤字。但由于这部分预期已在5月初该法案在众议院通过时开始被市场关注，因此当下OB BB的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30年美债利率或10s30s期限利差的上行或告一段落。另外，由于OB BB的落地，美国政府债务上限得以提升5万亿至41万亿美元。这也意味着美国财政部可以在TGA耗尽前重启正常的国债发行活动，不会重演2021、2023年的债务上限危机。根据BPC此前预估，X-date可能最早在8月15日到来。这也一定程度缓解了市场流动性与美债供给压力。当然，后续贝森特更可能采用发行Tbills等短债的方式来缓慢补充TGA，长端美债面临的压力因此相对可控。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁)

宏观量化经济指数周报 20250706: 政府债融资多增或推升6月社融增速

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年7月6日，本周ECI供给指数为50.10%，较上周回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.93%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.98%，较上周回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.71%，较上周回落0.03个百分点；ECI出口指数为50.22%，较上周回升0.01个百分点。月度ECI指数：从7月第一个周的高频数据来看，ECI供给指数为50.10%，较6月回落0.06个百分点；ECI需求指数为49.93%，较6月环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.98%，较6月回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.71%，较6月回落0.04个百分点；ECI出口指数为50.22%，较6月回升0.02个百分点。从ECI指数来看，7月份受高温天气的影响，工业生产整体景气度环比小幅放缓，全国最大电力负荷也创下历史新高，需求端则仍呈现结构分化，汽车零售和居民出行数据均延续修复态势，主要城市地产销售面积仍录得小幅负增长，出口端量价走势有所分化。消费方面，6月份乘用车零售延续修复态势，零售数量同比增长15%，较5月份的13%进一

步回暖。随着暑期的来临，居民出行数据明显回暖，航班执飞数量和执飞率均优于去年同期，主要旅游平台的相关数据也指向7月出游数据较去年增长明显；出口方面，6月下旬以来出口量价有所分化，主要港口货物吞吐量边际回暖，而包括集装箱运价指数和波罗的海干散货指数在内的海运价格指数则有所回落，一定程度指向出口仍面临一定不确定性，需关注美国关税豁免日到期后期关税政策的边际变化。

ELI指数：截至2025年7月6日，本周ELI指数为-0.90%，较上周回升0.15个百分点。预计6月贷款需求季节回暖、政府债融资继续推升社融增速。6月份为贷款投放“大月”，贷款需求或延续前一个月季节性回暖的态势，并且由于政府债融资继续同比多增，社融增量和增速继续回升，具体来看：（1）6月份新增贷款仍然面临“化债”的扰动，从国股银票转贴现利率看，6月份不同期限票据利率环比下行，且票据报价在月末再度翘尾上行，3个月期票据利率均值环比回落11bps至1.0%，6个月期票据利率均值环比回落6bps至1.0680%，同期同业存单利率窄幅震荡，6月份新增贷款需求季节性回暖，同时季末银行体系仍有“冲规模”的冲动，预计新增人民币贷款1.80万亿-2.0万亿元，相比去年同期小幅同比少增0.28-0.13万亿；（2）6月份政府债券融资继续扩张，根据Wind统计数据显示，6月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到1.41万亿，相比去年同期政府债融资高峰同比多增0.7万亿，受政府债融资同比多增和贷款融资环比回暖的带动，预计6月社会融资规模新增3.6-3.8万亿，预计2025年6月末社融增速或环比回升至8.8%。货币政策维持适度宽松的基调，在“量”上继续“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，在“价”上“推动社会综合融资成本下降”，预计随着总量型和结构型工具的政策效应继续显现，市场利率或延续低位震荡、实体经济流动性同比改善。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

宏观深度报告 20250704：基于43个国家的比较：我国服务消费比重是否偏低？

我们利用43个国家和地区2019年的消费数据，从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为2019年，关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下：

1、我国消费率偏低是服务消费影响吗？我国整体消费率偏低，服务和商品消费都有待提高，并不是商品消费高、服务消费低。2019年我国居民消费率为39.3%=服务消费率21.1%+商品消费率18.2%，而43个国家居民消费率为55.2%=服务消费率28.4%+商品消费率26.8%。我国商品消费率比43国平均水平低8.6个点，服务消费率比43国平均水平低7.3个点，都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗？不低。跟人均GDP在2.5万美元以上的国家相比，我国服务消费比重是偏低的；但跟人均GDP在2.5万美元以下的国家相比，我国服务消费比重不低。把43个国家服务消费比重跟人均GDP结合起来看，43个国家里，有20个国家2019年人均GDP在2.5万美元以下，这些国家服务消费比重平均为46.4%；有23个国家人均GDP在2.5万美元以上，这些国家服务消费比重平均为56.3%。我国2019年人均GDP在1万美元左右、服务消费比重53.8%，高于同等发展水平的大部分国家。

2、接下来，我们对服务消费做一个结构比较，主要结论：（1）我国消费偏好更注重基础服务消费，呈现出“重教育不重娱乐、重买房不重租房”的特点，住房、医疗、教育等基础服务

是我国服务消费比重较高的主要原因。(2)我国服务消费价格偏低,典型如交通费用。服务价格低的好处是避免了“鲍莫尔病”,教育、医疗、交通等大量基础服务消费,对于低收入者也能负担;坏处是制约了服务消费比重的提高,服务消费额的比重受到价格限制,消费量的比重可能更高。3、对于具体的服务消费类别,国际比较结果如下:

(1)按照消费支出的八大类来看,我国与其他国家消费结构差别不大。八大类消费支出里,我国的结构大多跟国际水平比较一致,这说明各国消费者,无论面临怎样的收入水平和消费环境,消费需求大致是相似的。差别最大的是“其他用品与服务”。我国为2.4%,43国平均为10.6%。但这更多来自于统计差别,一是个人护理的支出,二是金融服务消费支出的差别。(2)居住:我国折算租金和住房维修支出比重高、实际租金占比低。一是自有住房折算租金,2019年我国自有住房折算租金占消费比重为15.1%,43国平均为12.5%,其中美国12%、欧盟12.4%、日本16.2%。二是住房维修服务,我国比重为3.2%,43国平均为0.7%,其中欧盟27国为1.0%,美国日本缺少该项数据。主要原因可能是我国毛坯房交付比例较高,硬装支出远高于国际水平,抬高了整体装修支出。第三,尽管自有住房折算租金比重高于国际水平,但是我国实际房租占消费比重仅为1.1%,远低于国际平均3.7%。这是因为我国租房市场规模低于国际水平,2020年七普数据显示我国租房家庭占比只有21.1%,而美国、日本都在三分之一左右。从时间趋势来看,我国实际房租支出受到城镇人口数量影响较大,2023年后,随着新增城镇人口数量的回升,房租支出占比也在回升。(3)教育:家庭教育支出比重远高于国际平均水平。我国教育支出有4个特点:第一,家庭投入远高于其他国家。教育支出占消费比重是8.4%,43国平均仅为1.4%,我国家庭对教育的重视程度超过其他支出,“再穷不能穷教育”。第二,我国教育支出的收入弹性小,属于必选消费。中国教育支出的收入弹性为0.3,基本属于不受收入变动影响的必需品,东亚国家里韩国的教育弹性也较小,仅为0.54,日本较高达到1.72,另外美国1.76、巴西3.9,这些国家教育的支出弹性更大,更接近奢侈品。第三,我国教育支出比重跟家庭收入成反比,收入越低的家庭,教育支出比重越高。根据北京大学《中国教育财政家庭调查报告(2021)》的数据,收入最靠后的10%家庭里,教育支出占总支出比例达到21.2%,收入最靠前的10%家庭这一比重为8.4%。第四,中国家庭的教育支出主要花费在校内,而非校外培训;不同学段来看,小学阶段校外培训花费较多。从幼儿园到高中、中职,不同学段的校外培训支出占教育支出比重的平均值只有12.9%,最高的是小学阶段,占比26.2%。(4)医疗:我国医疗服务支出占比6.4%,43国平均是2.7%。跟43个样本国家比较,我国排在第二位,最高的是美国,医疗服务支出占消费比重达到17.6%。美国医疗支出比重较高的原因是医疗服务价格昂贵,我国则是由于医保和商业保险都起步较晚。从世卫组织(WHO)统计的各国医疗总支出和私人支出两个指标来看,我国医疗总支出并不高,占居民消费的13.7%,低于43国平均16.2%的水平;但我国私人医疗支出占到消费的6.0%,高于43国4.6%的水平。(5)交通通信:邮递服务占消费比重高、其他服务占比低。2019年我国邮递服务消费比重较高,为0.3%,43国平均为0.1%,这与我国发达的电商网络和快递系统有关,但邮递服务在居民消费中的整体比例普遍较小。通信服务支出比重差距不大,中国为1.8%,43国平均为2.1%。交通服务差距较大,我国支出比重明显低于其他国家。一是交通费,我国为1.7%,43国平均为2.6%,这与我国较低的交通价格有关,公交、地铁、铁路等出行费用都不高。按照 Numbeo

统计的本地出行单程票价来看，中国是 0.42 美元，43 国平均是 2.19 美元。二是交通工具使用和维修，我国为 1.1%，43 国平均为 6.7%。这可能与汽车保有量有关，我国每千人汽车保有量为 231 辆，43 国平均为 600 辆，更多的汽车保有量也意味着更多的保养维修支出。（6）文娱消费：我国文娱消费比重大幅低于其他国家，不仅是服务消费占比，商品消费比重也明显偏低。文娱商品消费包括文娱用耐用消费品、其他文娱用品两类，我国文娱耐用品消费占比 0.7%，低于 43 国平均 1.7%；其他文娱用品 0.8%，低于 43 国平均 2.6%。服务消费方面，我国文娱服务比重仅为 0.6%，低于 43 国平均 3.4%。但是我国旅游消费占比并不低，2019 年我国旅游消费比重为 1.2%，43 国平均为 1.1%。

（7）餐饮住宿：我国餐饮服务消费占比不低，但住宿服务比重偏低。2019 年我国餐饮服务占消费比重为 6.4%，43 国平均为 6.6%，大致相当。但我国住宿服务比重明显偏低，在居民消费分类里，住宿服务计入“其他服务”项，而 2019 年其他服务比重只有 1.2%，住宿服务预计低于 1%，相比之下 43 国住宿服务占消费比重达到 2.0%。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，各国统计制度的差异未能完全反映，如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大，这不影响我们的整体结论，但可能带来一定的统计差异风险。

（2）数据相对滞后，由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大，服务消费数据偏差大，2023 年后数据大多还没有更新，2019 年数据较为齐全和稳定，但时间距离较远，可能产生一定偏差风险。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的数据大多是欧洲国家，对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收点评 20250707：绿色债券周度数据跟踪（20250630-20250704）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 349.61 亿元，较上周增加 35.31 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、中央国有企业、民营企业、地方国有企业、中央金融企业；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为北京市、上海市、天津市、河南省、贵州省、陕西省；发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS、超短期融资券、科创债、私募公司债。 **二级市场成交情况：** 本周（20250630-20250704）绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周减少 173 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 278 亿元、218 亿元和 50 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.85%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 265 亿元、118 亿元和 17 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省、广东省，分别为 172 亿元、53 亿元和 52 亿元。 **估值偏离度前三十位个券情况：** 本周（20250630-20250704）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度和比例均大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 天宁债（-1.5595%）、Gc 三峡 k4（-0.9110%）、22 万科 GN003（-0.6334%），其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、江苏省、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率

前四的个券为鲲鹏 17A2 (0.5052%)、25 招商租赁 MTN001 (绿色) (0.3962%)、25 吉电优 (0.3858%)、25 水能 G1 (0.2919%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以福建省、北京市、上海市、安徽省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250706：关于 25 年下半年转债策略的三点思考

上周 (0630—0704) 海外避险情绪整体回落，美债跌美股涨，其中科技股由于盈利预期改善领涨，外围以伊冲突止战、美越贸易协议达成，越南全方面对美国开放市场，存在一定示范效应，市场信心得到提振；同时 6 月非农数据虽然不及预期，但市场增加年内联储降息押注，fedwatch 显示目前 7 月降息概率升至 27.4%，9 月降息概率高达 78%。美债收益率整体仍在寻找趋势，继上上周波段下探后，上周受避险情绪整体回落影响，转而上行，我们仍认为美债仍存在较强配置吸引力，期限上长端或在 4—4.5% 偏震荡格局，短端易降难升，建议适当缩短组合久期。25 年过半，转债整体在上半年表现优异，时至正午，下半年配置有何思路？以下是我们的三点思考：1) 中低评级标的或迎来估值修复。在高估值及银行权重持续拉抬的过程中，资金配置从仓位到结构是存在分歧的，增量资金欠配或者过早从银行权重切换都会导致跑输指数，因此上半年“意料之外”的持续性行情过后，各方资金可谓有喜有忧，我们推测这会带来下半年策略上的一定分化。我们知道，去年年中开始风控趋严，导致评级溢价的出现，中低评级 (AA 一及以下) 标的出库频繁，年初因此就存在评级溢价收敛的声音，但一方面市场仍担忧 25 年会否重蹈 24 年覆辙，一方面内部风控调整或也需要业绩压力督促，因此我们判断 25 年下半年评级溢价收敛或虽迟但到，我们也将因此关注中低评级弹性标的在下半年的结构性机会；2) 中低价风格标的或迎来业绩修复。转债配置上行业需结合风格，目前低价区域分布穿越周期相对乏力的标的，中价区域集中承压行业或细分赛道龙头，身处宏观大周期中或自身行业小周期中，以时间换空间，这一区域标的大多具备穿越周期的必要条件，高价区域集中题材标的，或本身来自于中价区域，但第二增长曲线足够清晰，因此跃升到高价区域。我们整体比较喜欢中价区域标的，110—125 元左右，事前可以配上量，同时胜率较高赔率不低，其中上游有色、化工有其代表性，也包括光伏、锂电，以及更多细分赛道龙头，主业提供稳定现金流、第二增长曲线在发展中的标的；3) 博弈准临期标的促转股。下半年将成为大量准临期标的尝试“借东风”促转股的关键半年，所谓准临期标的，即剩余期限在 1—3 年标的，一方面募投项目大多处在投产放量期，业绩增量可期，促转股能力增强，另一方面距离到期时长过半，促转股意愿增强。结合上述 1)、2)，中低评级标的市场关注度或边际上升，中低价标的或迎来中观、宏观维度的“东风”，三者相结合，或存在在 25 年下半年获取超额收益的潜在机会。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：金丹转债、浦发转债、合兴转债、海亮转债、重银转债、兴业转债、神马转债、长集转债、好客转债、兴森转债。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 20250706：周观：央行买卖国债公告落地，债市仍震荡 (2025 年第 26 期)

观点 央行 6 月买卖国债公告落地，如何看待后续流动性和债市运行空间？ A：本周（2025.6.30-2025.7.4），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.646% 下行 0.5bp 至 1.641%。 周度复盘：周一（6.30），早盘受前一周周五货政委员会一季度例会中，对货币政策的定调边际紧缩的影响，收益率有所上行。随后 6 月 PMI 公布，环比上升 0.2 个百分点至 49.7%，仍位于荣枯线之下，该数据符合市场预期，未对债市造成过多影响。尾盘市场对于月末的央行买债公告有所期待，收益率迅速下行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.3bp。周二（7.1），跨月后资金面重回宽松，早盘收益率下行。临近尾盘，公告周五即将发行的国债缩量，7Y 国债的发行规模由上一期的 1700 亿元下降至 1090 亿元，10Y 国债的发行规模由上一期的 1700 亿元下降至 1310 亿元，对债市构成利好，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.7bp。周三（7.2），早盘及午盘债市均保持震荡，午后股市下跌叠加资金面宽松，推动收益率下行。尾盘央行公告 6 月为进行国债买卖操作，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.2bp。周四（7.3），资金面宽松，早盘债市情绪较好，午后美方宣布放松对部分芯片产品出口限制，收益率小幅上行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.05bp。周五（7.4），资金面维持宽松，债市整体继续震荡，午后情绪受基金买长债受限影响，收益率略有上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.15bp。周度思考：本周顺利跨季，资金面重回宽松，成为债券收益率有所下行的主要原因。本周超出市场预期的事件为央行买卖国债公告的时间点出现变动，此前均为每月最后一天尾盘公布，而 6 月末并未公布，令市场当天对于央行买债的预期再度上升，而随后 7 月 2 日晚间的公告显示央行 6 月也并未恢复公开买卖国债的操作。我们认为这是央行对资金面进行积极管理的信号，通过买断式逆回购和 MLF 已经充分满足了市场的流动性需求。如果持续买入国债，则可能会出现去年末资金利率低于政策利率的情况，不利于抑制“资金空转”。我们预计央行仍将买入国债作为政策工具箱中的重要工具，将择机重新启用，以支持银行扩表，但短期内需考虑买入国债对于资金利率和短端债券收益率的影响。目前，我们对于债市的观点保持不变，10 年期国债收益率维持在 1.6%-1.7% 的区间内震荡，在区间偏上沿位置时可积极布局。美国 2025 年 6 月失业率、6 月新增非农就业人数、6 月平均时薪环比增速、6 月制造业 PMI 数据公布，后市美债收益率如何变化？ A：上周（0630—0704）海外避险情绪整体回落，美债跌美股涨，其中科技股由于盈利预期改善领涨，外围以伊冲突止战、美越贸易协议达成，越南全方面对美国开放市场，存在一定示范效应，市场信心得到提振；同时 6 月非农数据虽然不及预期，但市场增加年内联储降息押注，fedwatch 显示目前 7 月降息概率升至 27.4%，9 月降息概率高达 78%。美债收益率整体仍在寻找趋势，继上上周波段下探后，上周受避险情绪整体回落影响，转而上行，我们仍认为美债仍存在较强配置吸引力，期限上长端或在 4—4.5% 偏震荡格局，短端易降难升，建议适当缩短组合久期。 我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下： （1） 美国 6 月失业率下降，超预期韧性。时薪增速放缓，不及预期。美国 6 月 U3 失业率由前值 4.2% 降至 4.1%，主要受非自愿性失业与再就业人数减少的影响。U6 失业率录得 7.7%，较前值 7.8% 小幅回落，反映出兼职市场的就业状况有所改善。尽管关税不确定性仍对劳动力需求构成一定抑制，但随着驱逐移民政策的收紧，劳动力供给也在同步放缓，从而对失业率上行形成抑制。6 月非农私人部门时薪环比增速放缓至 0.2%，低于市场预期。分行业来看，商品生产行业薪资环比增速回落至 0.1%，其中采矿业和制造业时薪环比增速均有所

下滑，建筑业时薪环比增速则小幅回升。薪资增速整体放缓，有助于缓解美联储在通胀方面的压力，为未来潜在的降息路径提供一定空间。（2）美国6月新增非农就业人数回升，但休闲酒店、专业和商业服务等行业就业表现走弱。6月美国制造业PMI超预期回升，非制造业PMI亦较前值有所改善。6月非农就业人数增加14.7万人，显著高于预期的11.0万人，前值由13.9万人上修至14.4万人。分行业看，6月专业和商业服务就业减少0.7万人，金融活动就业增加0.3万人，休闲酒店行业就业增加2.0万人，分别低于前值的0万人、1.0万人和2.9万人，显示服务业需求有所放缓，反映出关税扰动下美国经济面临的潜在压力。制造业方面，6月ISM制造业PMI回升至49，高于预期的48.8，但仍连续四个月处于收缩区间。新订单连续五个月下降，物价支付指数接近2022年6月以来的高位，显示通胀压力仍存。服务业方面，6月ISM非制造业PMI录得50.8，略低于预期的51.0，但较5月的49.9有所回升，勉强维持在荣枯线以上，显示服务业整体活动趋于停滞。（3）美联储7月降息可能性较小，降息时点需关注通胀轨迹。美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，特朗普政府所施加的关税是美联储未能及时降息的重要原因，这也成为总统要求迅速降息但未获回应的障碍之一。特朗普多次公开敦促美联储下调美国借贷成本，并在近期表示，鲍威尔持续维持高利率，使美国付出了高昂的代价。特朗普发表上述评论前，鲍威尔在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行论坛上指出，美联储当前正在审慎评估总统贸易政策对通胀可能产生的影响。鲍威尔在央行行长小组讨论中表示：“实际上，当我们意识到关税规模时，美联储便选择按兵不动。几乎所有关于美国的通胀预期因关税的实施而出现了显著上升。我们并未过度反应，实际上，我们并未立即采取任何行动，而是选择给予更多时间进行观察和评估。”截至7月4日，Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率降至4.7%，9月降息概率降至69.4%。10月份在7月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达45.6%。总的来看，美联储近期降息概率较小，而下半年有望成为美联储货币政策调整的关键时点。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

（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）

固收点评 20250706：二级资本债周度数据跟踪（20250630-20250704）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年7月4日，二级资本债存量余额达46,008.35亿元，较上周末（20250620）减少516.0亿元。二级市场成交情况：本周（20250630-20250704）二级资本债周成交量合计约1916亿元，较上周减少74亿元，成交量前三个券分别为25农行二级资本债01A（BC）（193.27亿元）、25中行二级资本债BC（119.50亿元）和25工行二级资本债01BC（63.60亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为1357亿元、132亿元和87亿元。从到期收益率角度来看，截至7月4日，5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.06BP、-0.06BP、-0.06BP；7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.06BP、-0.06BP、-0.06BP；10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.05BP、-0.05BP、-0.05BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250630-20250704）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为

21 九台农商二级 (-19.6301%)、22 泰兴农商行二级资本债 01 (-4.7568%)、24 盛京银行二级资本债 01 (-0.8213%)，其余折价率均在 -0.70%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 兰州银行二级资本债 01 (0.5976%)、25 北部湾银行二级资本债 01 (0.4365%)、24 长安银行二级资本债 01 (0.4357%)、22 恒信农商二级资本债 01 (0.4333%)，其余溢价率均在 0.41%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA+评级为主，地域分布以北京市、山东省、浙江省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

—电网&工控 2025 中期策略报告：AIDC&机器人趋势不改，继续看好第二增长曲线

p 人形机器人：全球整机进入量产元年，重视供应链定点及零部件增量变化。1) 整机：年初特斯拉 Musk 给予全年 5000-10000 台机器人量的预期，供应链 Tier1/2 均陆续有小批量订单在下达，25Q2 起贸易战、工程主管人事变动等导致量产节奏扰动，但不改产业大势。我们认为 H2 重点是设计定型，关注 Gen3 产品发布及各零部件环节的增量变化，而后是量产节奏恢复和龙头定点。国内人形宇树、智元、优必选量产走在前面，小鹏、小米、赛力斯等车企人形产品静待正式发布，华为目前或更关注下游垂类领域的落地。2) 零部件：灵巧手期待增量创新、方案变化斜率最陡（自由度提升，及微型丝杠、腱绳、电子皮肤、新型电机的应用）；关节中丝杠重点解决内螺纹加工效率和良率（磨以外迭代车、铣等工艺）；减速器技术路线未收敛（轻量化的摆线针轮有望在大关节渗透）；力传感器新型量产工艺尝试中；轻量化材料 PEEK、镁合金、PA 等在外壳、减速器、丝杠的减重应用。pAIDC：海外链持续兑现高盈利，国产链静待算力卡问题解决。海外英伟达持续超预期，海外算力链公司持续兑现高盈利；国内云厂商 CAPEX 投资提升第一年，但 H1 受限于 H20 等禁令短期导致资本开支波动，新算力卡推出（海外 B 卡、国产卡）有望带动投资节奏加快，同时期待 Q4 DeepseekR2 等新模型以及推理侧应用对算力卡中长期拉动。分环节来看，柜内服务器电源海外订单 Q3 有望下达国内厂商，以及关注下一代 Rubin 架构对电源功率的升级迭代；国内有望配套国产算力、电源功率从 3.3kW 往 5.5kW 推进，交付结构优化有望带动相关公司利润率提升。柜外电源看好 HVDC 渗透率提升，阿里、腾讯先发多年，字节、运营商有望跟进，海外 HVDC 供给已经在酝酿、静待英伟达确定方案，26 年预计是 HVDC 全球加速渗透第一年。变压器、开关柜、电能质量设备、上游元器件（继电器、熔断器等）跟随算力 β 有量增逻辑，而海外变压器短缺也有望享受更高溢价。p 工控：国内需求 H1 已同比转正，弱复苏进行中，同时人形、出海贡献中长期增量。H1 国内工控市场需求额同比已转正、受损较多的外资龙头厂商中国区自动化业务 Q1 降幅收窄到 -1%。行业端，物流、包装、锂电、工程机械等表现较突出。我们预计全年需求有望 +0-3%，但关税对下游 CAPEX 意愿的影响仍需持续关注、Q3 可能也有短期扰动。格局方面，国产替代 & 国产厂商价格竞争仍在延续，同时龙头及二线在人形零部件（主要是电机电控、编码器）均有卡位，海外布局也在加速（光伏扬水、工程机械、电梯等），有望贡献中长期增量。p 电网：国内特高压核准

节奏 H2 加速、电力交易是新增方向；海外供给恢复中、转为量增阶段。1) 国内：电网投资总量今年有望 10% 以上增长。结构性方向仍是特高压，计划开工“6 直 5 交”、且高价值的柔直比例明显提升；受限于上游零部件供给&新能源送受端电价差收窄影响了项目核准的进度、特高压直流实际完工兑现预计只有 3 条，后续十五五规划数量仍值得期待。此外，电改政策密集出台，电力市场化+推动绿电加快入市，虚拟电厂等电力交易商业模式有望闭环，实现 0 到 1 突破。2) 海外：欧美供给开始释放，市场从 24H2 起回归至量增阶段，只有紧缺的高压设备可以涨价，需求侧数据中心和电网仍有明显拉动。截至 25M5 变压器出口金额同比+33%，美国关税问题正通过海外多地建厂去对冲，影响待 H2 观察。p 投资建议：1) 人形机器人推荐三花智控、拓普集团、浙江荣泰、北特科技、震裕科技、斯菱股份、科达利、兆威机电、优必选、祥鑫科技、奥比中光、捷昌驱动等，关注峰昭科技、凌云股份、南山智尚等。2) AIDC 推荐麦格米特、禾望电气、中恒电气、良信股份、金盘科技、科华数据、盛弘股份、中熔电气等，关注科士达、英维克、欧陆通等。3) 工控推荐汇川技术、宏发股份、雷赛智能、儒竞科技、伟创电气、鸣志电器、信捷电气等，关注禾川科技、正弦电气等。4) 电网推荐思源电气、三星医疗、平高电气、许继电气、国电南瑞、中国西电、海兴电力、四方股份、伊戈尔、安科瑞等，关注：华明装备、威胜信息、望变电气、亿嘉和等。p 风险提示：宏观经济景气度下滑，全球电网投资不及预期，原材料及运费涨价超预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧 研究助理：许钧赫)

保险 II 行业深度报告：推动普惠保险体系高质量发展，护航社会稳定与经济发展

投资要点 推进普惠保险体系建设，助力经济发展与社会保障。保险作为一种分散风险、消化损失的经济补偿制度，具有互助共济、扶危济困的特点，与普惠金融的内在属性具有高度一致性。近年来国务院及各级监管部门持续出台政策，引导保险行业加大普惠保险业务发展。2025 年 6 月金管总局联合央行发布《银行业保险业普惠金融高质量发展实施方案》，进一步明确了未来五年普惠保险体系的发展目标与实施路径。 **农业保险**：发挥防灾减损作用，助力三农建设。农业保险是一种重要的农业风险管理工具，一般被视为分散转移农业风险、稳定农民收入的有效手段。1) 我国农业保险规模持续快速增长。农业保险为农户提供风险保障从 2012 年的 0.9 万亿元增长至 2024 年的 5.22 万亿元。2) 在落实国家普惠金融战略方面，农业保险已经取得了显著成果。①三大主粮作物保险稳步扩大，目前已推广至全国所有县区。近年来稻谷、小麦、玉米三大主粮农业保险覆盖率均在 70% 以上。②特色农产品保险驶入“快车道”，目前我国农业保险已覆盖天然橡胶等 17 个大宗农产品及数百个地方优势特色农产品。③“保险+期货”成重要金融创新，目前已覆盖大豆、玉米、生猪、橡胶等 18 种涉农品种，惠及农户近 700 万户次。3) 在提供优质保险产品的同时，保险公司也通过风险减量等服务提升农业生产对严重自然灾害的防控管理能力。 **惠民保**：低门槛+低保费+高保障，提供更普惠的社会健康保障。惠民保是一项由政府支持引导，保险公司承保，并联合多元服务主体共同推出的，集普惠与商业属性于一体的新型健康保险模式。1) 惠民保的突出属性在于普惠性和高性价比，具备低门槛、低保费和高保障的特点。①低门槛：对投保年龄、职业及健康状况基本无要求。②低保费：以均一费率为主，大部分产品定价在百元以内。③

高保障：保额通常在 100-300 万，可保障特药责任。2) 惠民保目前已经成为多层次医疗保障体系重要的组成部分。①惠民保覆盖城市和人群不断扩大。2023 年投保及在保期的惠民保产品共计 215 款，参保人数达 1.7 亿人，2022 年惠民保保费收入达 178 亿元，累计保费 320 亿元。②有效扩展了传统商业医疗险的人群范围。传统商业健康险投保年龄通常限制在 60 岁上下，而惠民保将老年人纳入商业健康险的保障范围能够有效缓解社会的医疗负担。③有效降低医疗费用负担，四大直辖市惠民保产品平均减负率在 6%-14%。大病与长护险：险企积极参与业务经办，助力基层医疗支付。1) 大病医保：大病医保是在基本医保基础上对大病患者高额医疗费用提供保障的制度安排，采用商业保险公司经办模式。目前已有 21 家商业保险公司在全国承办城乡居民大病保险业务，截至 2024 年 6 月我国大病保险覆盖人群达 12 亿人。2) 长护险：长期护理保险业务试点自 2016 年启动，于 2020 年试点区域进一步扩大。①参保人数持续增长：2023 年长护险试点参保人数已经达到 1.83 亿，较 2020 年增长 69.2%。②基金结余趋势向好：2022-2023 年长护险基金结余规模均在 100 亿元以上，实现了制度扩面与成本控制的平衡。③服务能力不断增强：2020-2023 年长护险定点服务机构数量和服务人员数量分别年均增长 18.6%、16.6%。预计普惠保险长期发展空间广阔。1) 目前普惠保险发展尚不成熟，风险保障缺口仍大，有学者测算至 2030 年有望实现保费收入超 9000 亿元。2) 我们认为普惠保险应当以政企合作模式为主要路径，通过积极增量扩面、风险分散和科技赋能等手段提升业务可持续性。风险提示：长端利率趋势性下行；权益市场波动；新单保费承压。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐)

金融产品行业深度报告：低利率时代 REITs 的配置价值：制度、市场与展望

投资要点 REITs 基础概念：产品架构与中外差异 发展背景：自 2021 年起，中国公募 REITs 通过“公募基金+ABS 专项计划”双层架构推动基础设施资产证券化，提升流动性，助力地方政府债务结构优化。市场特征：当前试点资产涵盖收费公路、产业园区、保障性租赁住房等 13 类，分为产权类和特许经营权类，前者侧重租金和增值收益，后者依赖收费权现金流。中外差异：中国 REITs 偏重政策目标和流动性保障，未来有望借鉴国际经验，逐步放宽资产类型限制，推动市场化发展。REITs 发展回顾：政策筑基下的市场扩容与结构演进 底层资产：底层资产类型持续丰富，2024 年新增水利设施、市政管网等，2025 年数据中心 REITs 项目即将落地。目前，资产筛选逻辑逐渐从政策兜底向现金流质量导向转变。市场规模：发行规模呈波动性变化，2023 年受宏观经济和资金面收紧影响，发行回落；2024 年市场再度反弹，资产质量要求上升。发行机制：REITs 发行采用“战略配售+网下询价+公众发售模式”，战略配售市场均值达 72.2%，增强了项目稳定性但限制了二级市场流动性。风险收益：REITs 具有介于股债之间的风险与收益特征，叠加独特的低相关性优势，使其成为大类资产配置中具有吸引力的选择。分红情况：受政策强制分红机制的推动，公募 REITs 具有较强的分红能力，部分产品通过跨期调配实现了超额分红，但不同产品之间的分红稳定性差异较大。投资者结构：公募已形成多元化的投资者结构，保险公司、公募基金和券商构成主要投资力量，各自依据风险偏好进行差异化配置。在低利率背景和政策支持下，长期资金流入将进一步增长 REITs 未来展望：低利率时代，在政策支持与结构优化中寻找配置价值 制度展望：扩募机制常态化提升市场扩容效率；税收政策优化将进一步提升产品净回

报，吸引长期资金。 产品展望：资产类型多元化加速，2025 年数据中心、风电等新兴资产涌现，推动市场扩展与风险分散；分层结构提升了市场吸引力，并缓解了扩容中的结构性风险；运营能力或成为产品新亮点。 资金展望：长期资金流入持续，险资和养老金持仓比例上升，资金结构优化增强了市场稳定性；流动性提升和金融工具创新推动了市场活跃度；收益优势和抗周期性增加配置价值。 市场展望：低利率环境支持 REITs 作为高息资产；消费基础设施和保障性租赁住房表现突出，仓储物流板块增长潜力强；随着政策支持加强，预计各板块表现将更符合底层资产逻辑，市场成长空间持续扩展。 风险提示：（1）底层资产质量分层明显，运营透明度仍有待提升；（2）扩募机制运行仍处于制度磨合阶段；（3）尾部产品流动性劣势抬升市场结构性风险；（4）治理机制分层与信息披露不对称仍存结构性缺口。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍）

工程机械行业点评报告：6月挖机内销韧性凸显，出口高景气延续

投资要点 国内市场：6月挖掘机内销增速转正，需求韧性凸显 2025 年 6 月挖掘机销量 18804 台，同比+13%，其中国内挖机销量 8136 台，同比+6%，恢复正增长。1-6 月国内挖机累计销量 65637 台，同比+22.9%，整体景气度向上。6 月装载机销量 12014 台，同比+11%，其中国内销量 6015 台，同比+14%。5 月国内挖机销量波动导致市场预期较低，6 月已有所恢复，我们认为全年来看工程机械仍能够实现可观增长，主要由于：①当前短期波动主要由于资金到位节奏：下游并非缺乏项目，而是地方政府资金到位率的短期波动影响开工继而影响销量。展望后续，中央资金对应的水利款项将在 2025 年持续形成支撑，地方政府资金也将随着化债压力逐渐减小而逐步倾斜至工程开工端，农村水利带来的中小挖需求有望成为内需韧性的核心来源。②存量更新替换需求仍在：上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年，按照挖机平均使用寿命 8-10 年计算，近两年为存量需求集中更换新机节点。海外市场：出口持续高景气，贸易关系缓和有望带动全球投资情绪升温 2025 年 6 月挖掘机出口 10668 台，同比+19%；装载机出口 5999 台，同比+9%。2025 年 1-6 月挖掘机累计外销 54883 台，同比+10%，海外需求持续回暖。分地区看，尽管欧美、俄罗斯等地仍有下滑压力，但中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场需求持续向好。2025 年 7 月 7 日，美国总统特朗普宣称，将从 8 月 1 日起对来自 14 个国家的进口产品征收关税。美国新一轮关税协议即将落地，有望消除此前因关税不确定性带来的需求压制，推动市场回暖；同时，全球进入降息周期，宽松背景下全球投资情绪有望升温，而近年来国内主机厂全球化布局趋于成熟，有望持续受益。 海外新兴市场景气度高+国内非挖拖累逐渐减小，主机厂利润确定性强 2025 年 1-6 月，出口景气度回暖，对主机厂利润形成支撑。根据我们测算，工程机械主机厂海外利润占比达到 80%以上，主要大区如印尼、南美、非洲、中东、欧洲的景气度会显著影响利润，2025 年 1-6 月上述大区均有不错表现，海外景气度明显回暖，对主机厂业绩形成支撑。同时，国内非挖底部复苏拐点确定，不再形成利润拖累。24 年国内非挖仍大幅下滑的情况下主机厂非挖盈利较差，头部企业国内起重机/混凝土毛利率也仅有 15%左右，25 年 1-6 月非挖出现拐点，主机厂毛利率也有明显提升，我们预计非挖板块毛利率有望从 15%回暖至 20%，对利润的拖累显著减弱。 投资建议： 国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有 2-3 年景气度，估值&业绩向上弹性较大；海外新兴市场开拓顺利，景气度维持高位。 相关个股：【三一重工】【某全品类龙头】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。 风险提示： 宏观经济波动；国内政策不及预期；

国际贸易摩擦；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

无人叉车行业深度：AI 驱动无人叉车技术持续发展，智慧物流有望迎来快速发展期

uAI 驱动无人叉车技术持续发展，智慧物流前景广阔：无人叉车的发展可追溯至自动导引车（AGV）。AGV 技术发展至今已有逾 60 年的历史，技术路径已经从磁导式、二维码导航、激光 SLAM 发展至自主移动（AMR），具备自主路径规划与动态避障能力，能够实现高阶协同。展望未来，无人叉车将不再是单一设备，而是深度融入智能物流系统，与自动分拣、机械臂等设备协同作业，实现全链路智能化。2023 年中国无人叉车渗透率仅 1.66%，但随着部署成本下降与 AI 赋能，市场有望快速增长，未来成长空间广阔。u 无人叉车行业由控制器、车体供应商以及集成商组成：控制器是智能机器人的“大脑”，由嵌入式控制器与云端软件组成，以仙工智能、NDC 等为代表厂商，具备高技术壁垒与盈利能力，产品毛利率超 80%。车体供应商竞争激烈，包括传统企业如合力、杭叉、林德，以及专业无人叉车厂商搬易通、Balyo、极智嘉等，海外龙头丰田、凯傲等虽在 AGV、自动化物流领域布局较早，但在智能化方面受限于软硬件仍转型较慢。系统集成商如昆船智能、兰剑智能，通过对行业流程的深入理解，提供规划、制造、集成一体的智慧物流方案。但由于集成业务更多依赖项目经验以及客户关系，技术护城河有限，且随着主机厂加快自建系统能力、软件厂商下沉硬件环节，集成商在项目中的利润空间受到明显挤压。目前，“AI+物流”加速渗透，市场向技术主导、多元协作演进，智能物流赛道具备长期增长潜力。u 产业合作为大趋势，龙头企业竞争优势持续增强：行业正从单一设备供给，走向“整机+软件+系统集成”融合发展，头部企业通过产业合作、技术并购，持续巩固竞争优势：①【安徽合力】通过收购宇锋智能、与德马科技、华为、顺丰、京东等多方战略合作，快速完善智能物流生态，推动从设备制造商向全链路智能解决方案提供商转型。②【杭叉集团】持续发力智能物流，布局 AGV、立式存储和软件集成系统，与京东工业携手打造数智供应链，2024 年智能物流营收增速近 80%。③【中力股份】则依托成都睿芯行、浙江科钛、深圳有光等技术储备，深耕机器人专用 AI 芯片、VSLAM 等核心技术，强化智能搬运布局。u 投资建议：受益于智能物流加速落地，推荐深入布局智能叉车，客户资源深厚的行业龙头【杭叉集团】【安徽合力】；建议关注 AI 技术赋能推动无人叉车渗透率提升，核心控制器供应商【仙工智能（拟上市）】；建议关注【中力股份】【昆船智能】【音飞储存】【兰剑智能】。风险提示：行业下游需求不及预期；关键技术突破存在不确定性；海外业务拓展受地缘政治影响

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

推荐个股及其他点评

华友钴业（603799）：2025 年中报业绩预告点评：Q2 镍利润稳定，钴业绩弹性释放

投资要点 公司发布 25H1 业绩预告，Q2 业绩亮眼，环比进一步向上。25H1 归母净利 26-28 亿元，同增 56%-68%，扣非净利 24.5-26.5 亿元，同增 40%-51%。其中 25Q2 归母净利 13.5-15.5 亿元，同比 +17%~35%，环比 +8%~24%；25Q2 扣非净利 12.2-14.2 亿元，同比 +3%~20%，环比 -0.3%~+16%，业绩符合市场预期。镍湿法项目持续超产，单吨利润维持稳定。我们预计 25Q2 镍中间品出货 7 万吨+，环

比持平；湿法项目华越 6 万吨和华飞 12 万吨持续超产，火法项目华科 4.5 万吨和擎天 2 万吨稳定运营。我们预计 25 年镍中间品出货 28 万吨以上，同增 25% 左右，其中 MHP 镍出货 22-23 万吨（权益量 12 万吨）。盈利端，MHP 镍成本 1.2 万美金，按 Q2 镍均价 1.55 万美金，预计单吨利润 0.35 万美金，火法基本盈亏平衡，我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。考虑目前镍价触底，未来价格弹性大。钴价上行 Q2 起释放业绩弹性，下半年可能迎来第二波涨势。25 年公司印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品，对应权益 1.2 万吨。25Q2 钴均价上涨至 24 万，我们预计 Q2 贡献 2 亿左右利润增量。6 月 21 日，刚果金宣布将钴出口临时禁令再延长三个月，我们预计 8-9 月份行业库存基本消化完，钴价将迎来第二波涨势。若钴价上涨至 30 万+，对应公司业绩具备 15-20 亿弹性。此外，部分销售的钴产品是买钴中间品精加工，计价方式为钴价*计价系数，价格上涨情况下加工利润增厚。铜贡献稳定利润，锂盈亏平衡。我们预计铜产品 25Q2 出货近 2 万吨，环增 20%+，全年铜出货量预计 9 万吨（2 万吨自有矿+7 万吨加工），贡献 7-8 亿利润。碳酸锂 Q2 全成本 8 万（含税），我们预计公司通过套保实现盈亏平衡，25 全年出货维持 3 万吨以上的预期；5 万吨硫酸锂项目计划 25 年内落地，全成本将降至 6 万（含税）。正极材料 Q2 销量恢复明显，全年有望 50% 增长。我们预计 25Q2 三元前驱体出货 2.5 万吨左右，25 全年目标销量 13 万吨，同比 30% 增长。我们预计 25Q2 三元正极+钴酸锂出货 2.7 万吨左右，环增 40%+，下半年销量可能进一步恢复，25 全年有望出货 10 万吨+，同比增 50%，单吨维持微利水平。盈利预测与投资评级：由于钴价上涨持续性强，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 60/67.5/82.4 亿元（原预期 55/67/82 亿元），同增 44%/12%/22%，对应 PE 为 10.6x/9.4x/7.7x，考虑镍仍处于底部，给予 25 年 15x PE，目标价 53 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

大金重工（002487）：2025 半年度业绩预告点评：业绩同比高增，下半年排产订单持续向上

投资要点 事件：公司发布 2025 半年度业绩预告：预计 25H1 公司归母净利润 5.1~5.7 亿元，同比增长 193~228%，扣非后归母净利润 5.2~5.8 亿元，同比增长 224~261%。单 Q2 来看，预计 Q2 归母净利润 2.8~3.4 亿元，同比+131~180%，环比+21~180%；扣非后归母净利润 2.7~3.3 亿元，同比+137~189%，环比+12~189%。Q2 出海环比增长，单吨净利维持高位，汇兑收益贡献增量业绩：公司业绩增长主要得益于全球化战略布局的深入推进，海外业务实现突破性增长，成为驱动公司整体业绩增长的核心引擎。本年度海外项目交付量较上年同期大幅增加，同时，公司出口桩基产品交付模式转变为附加值更高的 DAP 模式，带动公司整体盈利显著提升。其次，公司海外项目以外币结算为主，因汇率波动，对公司汇兑损益产生了一定积极影响。波罗的海地区某海风项目单桩产品全部交付完毕。公司于 2024 年 9 月与欧洲某海工企业签署了《单桩基础制造和供应合同》，蓬莱大金将为波罗的海地区某海上风电项目提供 10 根超大型单桩产品。近日，本项目最后一个批次单桩产品已经顺利抵达欧洲某目的港，至此本项目 10 根单桩产品全部交付完毕。本项目从签署订单到保质交付历时不到 10 个月，是公司目前交付周期最短的海工出口项目，并在执行过程中突破了多个应对该项目海况条件需要改造升级的工艺技术难点，是对公司

技术创新和建造工艺水平的更高考验。本项目是大金重工在波罗的海区域交付的首个超大型单桩项目，采用 DAP 模式（目的地交货）交付。目前，公司已实现出口海工重大件全球 DAP 交付常态化，通过为客户提供定制化、一体化端到端综合解决方案，打造“建造+海运+交付”闭环，成功构建了全球独有的大金模式。欧洲海风核心国持续加码补贴政策：①英国：5月12日，英国政府为第七轮差价合约分配设置超 5.44 亿英镑预算，单 GW 装机最高获得 2010 万英镑奖励，同时设立浮式风电专项子预算，支持新兴技术产业链发展。②丹麦：负补贴规则下，24 年 3GW 海风拍卖全部流标，丹麦政府拟于 25Q3 启动海风拍卖工作，并提供 620 亿克朗财政支持。盈利预测与投资评级：考虑公司出货同比高增，具备超预期可能性，以及汇兑收益表现较好，我们上调盈利预测，预计 25~27 年归母净利润为 11.0/15.1/20.0 亿元（原预期为 9.3/12.6/16.4 亿元），同增 133%/37%/32%，对应 PE 为 19.6/14.3/10.8x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

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>