

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-08

宏观策略

2025 年 07 月 08 日

海外周报 20250706: 6 月起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

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

晨会编辑 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

行业

环保行业跟踪周报：瀚蓝环境将新增多地对外供热，固废板块提分红+供热&IDC 拓展提 ROE

公司跟踪：瀚蓝环境下半年将新增多地对外供热，并购挖潜协同增效推进中。24 年瀚蓝、粤丰对外供热 148 万吨、31 万吨，25Q1 瀚蓝对外供热 48 万吨，同增 59%。25 年 6 月 2 日，瀚蓝并购粤丰正式完成，原瀚蓝固废事业部调整为固废事业一部，原粤丰焚烧业务列入固废事业二部，供热开拓是并购整合业务挖潜的一大重点。25H1 新增 4 个项目签订对外供热协议（固废一部 1 个，二部 3 个），截至 25H1 末合计已有 29 个项目签订供热协议（固废一部 18 个，二部 11 个），其中 19 个已实现对外供热。固废一部南海项目、贵阳项目和平和项目，固废二部东莞市区项目和横沥项目预计在 25 年下半年将以管道供热或移动供热的形式，开始对外供热。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

燃气 II 行业跟踪周报：欧洲储库推进、美国高温天气持续，各地气价平稳

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.2%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.5%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm9.1%)【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.0%)【新奥股份】(25 股息率 5.8%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注生产气源的【新天然气】【蓝焰控股】(2025/7/4)。

公用事业行业跟踪周报：全球最大“电力超市”南方电力市场转入结算试运行，关注交易主体资产重估机会

本周核心观点：南方区域电力现货市场进入试运行，22 万市场主体、日交易 38 亿度，关注电力交易多元化主体资产重估可能。投资建议：关注光伏、充电桩等多元主体投资机会。1) 光伏资产、充电桩资产价值重估：光伏、充电桩被 RWA、电力现货交易赋能有望价值重估。推荐【南网能源】、【南网储能】。2) 火电：推荐京津冀火电投资机会。建议关注【建投能源】【京能电力】【大唐发电】。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。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。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。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，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。5) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风

险、流域来水不及预期等

食品饮料行业深度报告：黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围

借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，来探寻黄酒产业升级的逻辑支撑，一方面，当下的黄酒产业供需两端的明显转变与 2018 年前后中国啤酒产业供需两端相似；另一方面，獭祭品牌逆势实现高端化的蜕变，亦为当下黄酒产业升级提供一种实现路径。考虑到黄酒行业当前的边际变化具备中长期产业逻辑，建议加强关注行业龙头会稽山、古越龙山。

汽车周观点：6 月第 4 周乘用车环比+3.9%，继续看好汽车板块

板块观点重申：继续坚定看好汽车！红利/智能化/机器人三条主线！本周市场对汽车核心关注？本周汽车 A-H 表现依然较为一般，各个细分板块中摩托车表现较优。本周关注度较高：1) 小鹏新车 G7 正式上市 9 分钟大定破万；2) 宇通客车 6 月产销数据超预期；3) 小马卢森堡开启 robotaxi 测试；4) 均普与智元开启 G1 大规模量产；5) 兆威机电发布 3 款灵巧手。当前时点汽车板块如何配置？我们认为“只有坚持技术创新才是汽车反内卷且走向健康发展的本质”，坚持看好 2025 年【红利&好格局+AI 智能化+AI 机器人】三条主线。相比上半年，下半年总体我们建议加大红利风格的配置权重。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/中国汽研/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+福达股份+爱柯迪+瑞鹄模具+精锻科技等）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；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。

建筑材料行业跟踪周报：反内卷成功的另一半是稳定的需求

周观点：（1）本周反内卷引发全市场讨论，水泥行业自中国经济起飞之后经历了多次周期洗礼，反内卷工作卓有成效，2016 年之前依靠不断增长的需求，之后依靠稳定的需求和陡峭化的成本曲线。在未来需求自高位大幅下降，成本曲线扁平化的情况下，实现行业景气的必要条件是垄断集中的供给格局和稳定的需求，建议关注华东的华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。（2）在流动性充裕的背景下，市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司，例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于 AIDC 产业 PCB 的技术升级，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级，鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升，萤石网络受益于 AI 端侧模型的进步，转型公司也具备阶段性弹性，例如诚邦股份、凯伦股份、松霖科技、北京利尔等等。（3）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。（4）地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。企业增长预期较低，因此板块具备较高的安全边际。首先，25 年 Q4 或是需求长周期的拐点，低价值的品牌龙头和扩张型公司有望迎来估值修复，例如公牛集团、北新建材、三棵树、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普

科技、欧普照明、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，25年Q3中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、易普力、中国交建等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

电力设备行业跟踪周报：光伏反内卷力度加大，锂电龙头旺季提前【勘误版】

投资策略：机器人：Musk回归后整顿团队，推动方案调整，短期订单变化不改中长期放量趋势；初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25-26年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面看好T链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：6月国内主流车企电动车销量96.2万辆，同环比+29%/-1%，阶段性放缓，但考虑车企价格战持续，且购置税年底退坡，全年销量仍预计30%增长；6月欧洲8国电动车合计销量20.7万辆，同环比增长19%/16%，销量持续强劲，全年销量预期上修至25%；国内储能强装后需求仍平稳，爆款车型上市提前备货，行业7月排产明显向上，旺季提前，板块仍处于估值底部，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线2H25密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长20-30%，国内储能因政策调整将催生高质量增长方式今年预计依然保持20-30%增长超预期；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机25-28年的CAGR为30-40%，看好储能逆变器/PCS龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控25年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25年国内海风10GW+，翻倍增长，Q2是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风100GW+，同增25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：531抢装结束后，国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，主链价格基本跌到现金成本，或为供给侧改革的合适时机，工信部组织会议光伏反内卷力度加大，硅料将成为主要抓手；因1-5月国内装机198GW超预期，修订今明年全球光伏装机增速为15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25年电网投资确定增长，海外AI数据中心旺盛需求持续，国内AI数据中心新一轮基建，继续推荐AI电气、出海、特高压

建筑装饰行业跟踪周报：6月建筑PMI有所回升，继续关注财政政策节奏

周观点：（1）6月建筑业商务活动指数为52.8%，比上月上升1.8个百分点，景气水平回升，其中土木工程建筑业商务活动指数连续三个月位于55.0%以上较高景气区间，反映基建相关工程项目施工加快，同时看到新订单指数和业务活动预期指数均环比有所回升，反映项目预期有所改善。前5月基建投资整体保持平稳，投资结构上来看，水上运输和水利管理业依然保持较高增速，交通大类投资增长有所加快，后续需关注专项债发行节奏及财政政策延续性对实物量的影响；近期重大基建投资项目进展

关注度提升，今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕，财政资金支持落地有望加快重点工程实施进度和实物工作量形成，对区域需求拉动值得关注，建议关注中西部地区的受益标的。展望下半年来看，预计增量的财政政策支持、融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025 年前 5 个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 5.4%，新签合同额同比增长 13%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额 849.3 亿美元，同比增长 20.7%；全球贸易摩擦升级及区域冲突，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，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：部分专业制造工程细分领域、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，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。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。

有色金属行业跟踪周报：联储 7 月降息预期被修正，工业金属价格维持震荡走势

铜：截至 7 月 4 日，伦铜报收 9,852 美元/吨，周环比下跌 0.27%；沪铜报收 79,730 元/吨，周环比下跌 0.24%。供给端，截至 7 月 4 日，本周进口铜矿 TC 维持 -45 美元/吨，矿端持续紧张。秘鲁拉斯邦巴斯和康斯坦西亚铜矿运输中断，进一步加剧供应压力；需求方面，基建、线缆等传统需求不佳，库存高企，根据百川盈孚，铜杆各企业开工负荷环比上月均有 10%-30%不同程度的下滑。宏观层面，随着关税暂停日的临近，市场避险情绪有所升温，部分资金选择获利了解，铜价 Back 结构价差缩小，短期冲高动能所有检索，预计短期铜价面临高位整理，谨防 232 调查提前落地风险。铝：截至 7 月 4 日，本周 LME 铝报收 2,598 美元/吨，较上周上涨 0.10%；沪铝报收 20,635 元/吨，较上周上涨 0.27%。供应端，贵州地区继续释放复产产能，中国电解铝行业理论开工产能达到 4395.00 万吨，较上周增加 1 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 0.11%，铝棒产能利用率环比下降 0.10%，本周电解铝的理论需求环比下降。本周社会库存连续第二周环增 0.93%至 8.37 万吨，消费淡季叠加社库累库开启，现货升水走弱，铝价上方空间料将遇到压制，关注需求下行情况。黄金：截至 7 月 4 日，COMEX 黄金收盘价为 3346.5 美元/盎司，周环比上涨 1.84%；SHFE 黄金收盘价为 777.06 元/克，周环比上涨 1.39%。美国 6 月新增 ADP 就业人数 -3.3 万，大幅低于预期值 9.5 万；美国 6 月新增非农就业 14.7 万，高于预期值 11 万，数据公布后，美元指数与美债利率短期反弹，利率市场显示 7 月降息大门已关闭，黄金价格于当日录得回调。本周随着美国国会两院通过了总统特朗普提出的大规模减税及支出法案，美国联邦财政赤字率水平有望进一步提升，叠加 7 月 9 日的贸易关税暂停最后期限越来越近，不确定性正在重回机构视野，黄金做多美国通胀的时间或已临近。

金融产品深度报告：广发恒生港股通科技主题 ETF (159262.SZ)：估值修复潜力可观，政策助力科技腾飞

产品介绍：港股通科技 ETF (159262.SZ) 基金基本要素：广发恒生港股通科技主题 ETF (基金代码：159262.SZ) 于 2025 年 6 月 26 日成立，并于 2025 年 7 月 7 日正式上市。该基金采用完全复制法投资策略，紧密跟踪恒生港股通科技主题指数 (HSSCITI.HI)，主要投资于该指数的成份股。基金管理费为 0.50%/年，托管费为 0.10%/年。产品贴合不同投资策略需求：该基金主要投资于恒生港股通科技主题指数成份股，涵盖科技行业龙头企业，回报相对稳定，适合长期价值投资；同时，指数聚焦科技领域，对行业变化反应敏锐，也可用于阶段性布局；此外，略低于同类产品的费率水平使得其也可以被纳入定投组合。

竞品比较分析：行业覆盖与成分结构：与恒生科技指数 (HSTECH.HI) 和港股通互联网指数 (931637.CSI) 相比，恒生港股通科技主题指数 (HSSCITI.HI) 专注于科技行业，剔除非医药、汽车等，展现出科技纯度。历史表现：2021 年 1 月 4 日至 2025 年 7 月 3 日，从年化收益率、最大回撤和收益波动比来看，恒生港股通科技主题指数的表现整体优于恒生科技指数 (HSTECH.HI) 和港股通互联网指数 (931637.CSI)。

差异化优势：一是行业纯度优势，作为全市场严格限定科技行业的港股通指数，核心科技行业集中度达 100%。二是成分股配置优势，前十大成分股均为科技细分领域龙头，同时权重分配兼顾资讯科技业与非必需消费行业，规避单一技术路线风险。

风险提示：1) 行业政策或监管环境突变；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

大炼化周报：长丝价格继续下跌，库存增加

【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 2673 元/吨，环比+0 元/吨（环比+0%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1124 元/吨，环比-117 元/吨（环比-9%）。**【聚酯板块】**本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6989/7250/8268 元/吨，环比分别-186/-229/-161 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 64/-29/50 元/吨，环比分别+1/-27/+18 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 21.7/22.4/28.6 天，环比分别+4.5/+3.5/+3.3 天，长丝开工率为 90.9%，环比+0.4pct。下游方面，本周织机开工率为 58.1%，环比-0.9pct，织造企业原料库存为 10.4 天，环比-1.1 天，织造企业成品库存为 28.0 天，环比+0.8 天。**【炼油板块】**国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。美国成品油：本周美国汽油价格下跌，柴油/航煤价格上涨。**【化工板块】**本周 PX 均价为 861.7 美元/吨，环比-13.4 美元/吨，较原油价差为 365.2 美元/吨，环比-4.4 美元/吨，PX 开工率为 84.6%，环比-1.8pct。**【相关上市公司】**民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。**【风险提示】**1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

基础化工周报：乙烷供应链风险彻底解除

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 16940/15220/12000 元/吨，环比分别-100/-430/+775 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3718/3061/897 元/吨，环比分别+162/-116/+1177 元/吨。**【油煤气烯烃板块】**① 本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1198/4071/470/4108 元/吨，环比分别+25/-118/+0/-114 元/吨。② 本周聚乙

烯均价为 7946 元/吨，环比-29 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1365/2091/189 元/吨，环比分别-50/-19/+94 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7120 元/吨，环比-16 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 56/1742/20 元/吨，环比分别+94/-11/+101 元/吨。

【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2242/1797/4020/2349 元/吨，环比分别+28/-5/+60/-32 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 352/144/-186/6 元/吨，环比分别+16/-12/+28/+2 元/吨。

【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

电力设备行业跟踪周报：固态产业化进度加快，锂电龙头旺季提前

投资策略：机器人：Musk 回归后整顿团队，推动方案调整，短期订单变化不改中长期放量趋势；初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25-26 年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：6 月国内主流车企电动车销量 96.2 万辆，同环比+29%/-1%，阶段性放缓，但考虑车企价格战持续，且购置税年底退坡，全年销量仍预计 30%增长；6 月欧洲 8 国电动车合计销量 20.7 万辆，同环比增长 19%/16%，销量持续强劲，全年销量预期上修至 25%；国内储能强装后需求仍平稳，爆款车型上市提前备货，行业 7 月排产明显向上，旺季提前，板块仍处于估值底部，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长 20-30%，国内储能因政策调整将催生高质量增长方式今年预计依然保持 20-30%增长超预期；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-40%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：531 抢装结束后，国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，主链价格基本跌到现金成本，或为供给侧改革的合适时机，硅料有望再次成为主要抓手；因 1-5 月国内装机 198GW 超预期，修订今年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。

机械设备行业跟踪周报：持续推荐固态电池催化的锂电设备；关注人形机器人灵巧手进展

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。

原油周报：OPEC+或将在八月继续增产

【相关上市公司】推荐：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）；建议关注：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。

医药生物行业跟踪周报：PD1/VEGF双抗引领新一代IO，建议关注康方生物、神州细胞等

本周、年初至今A股医药指数涨幅分别为3.9%、10%，相对沪深300的超额收益分别为3.0%、8.9%；本周、年初至今H股生物科技指数涨跌幅分别为5.0%、62%，相对于恒生科技指数跑赢7.3%、44%

非银金融行业跟踪周报：继续看好保险股估值修复；期待非银中报较好表现

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。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）市场竞争加剧风险。

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存持续去化，旺季煤价触底上行

估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，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。

金融产品跟踪周报：权益ETF系列：行情轮动较快，存在结构性机会

A股市场行情展望：（2025.7.7-2025.7.11）观点：行情轮动较快，存在结构性机会。月度宏观模型7月份评分为-5分，代表模型预测7月份风格上可能大盘价值相对占优，同时万得全A指数则可能在7月份出现一定的调整。历史上模型出现-5分时，当月正收益率概率为16.67%，平均收益率为-2.86%。技术择时模型则显示，当前万得全A指数风险度为92.71，综合动量分数为65.30，表明万得全A仍然趋势良好，但相对位置可能有些偏高。此外中证2000指数本周触发局部顶左侧信号，代表中证2000指数发出一定的警示信号（关注量化新规对小微盘的影响）。结构上，我们认为红利风格可能仍然是后续确定性较高的方向，尤其是银行板块在6.30中报节点后，继续表现强势。另外日历效应显示，申万一级行业在7月份钢铁（高温减产）、有色金属（美联储可能降息）、国防军工（阅兵）都表现相对优秀，也是后续值得关注的板块。港股方面，受

到港元弱方兑换保证的影响,和 AH 溢价指数表现的影响(截至 2025 年 7 月 25 日,技术择时模型中 AH 溢价指数的风险度为 10.64,存在进一步反转上涨的可能),近期可能出现 A 股阶段性强于港股的情况。基金配置建议: 根据我们上述行情研判,我们认为后续市场可能会呈现相对震荡的行情,绝对收益方面的大级别行情出现的可能较小,但结构行情仍然会出现涌现。因此从基金配置的角度,我们建议进行均衡型的 ETF 配置。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算,未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

推荐个股及其他点评

亨通光电 (600487): 光通信与能源主业双轮驱动, 海缆成长动能十足

光通信龙头, 海洋通信与能源业务起量促增长。公司成立于 1999 年, 以光纤光缆业务起家。2006 年, 公司定增募集资金研发光纤预制棒, 2010 年研发成功实现量产; 2020 年收购华为海洋 51% 股权, 拓展海洋通信领域。能源业务方面, 2009 年成立子公司亨通高压海缆公司布局电力传输业务, 2013 年加强超高压电缆及海缆产品研发, 同时布局海洋工程等业务。2024 年实现营业收入 600 亿元、同比增长 26%; 净利润 27.7 亿元、同比增长 29%。公司建立长期激励机制。公司长达数十年执行激励方案, 近期的激励方案包括: 1) 2022 年 11 月员工持股计划, 参与对象 246 人, 受让 960 万股。2) 2024 年 9 月发布限制性股票激励计划(草案), 拟授予 2155 万股股份, 激励对象本计划公告时在公司或下属子公司任职的部分核心骨干人员。按照激励触发值计算, 24~26 年度营业收入目标为 533.4、571.5、609.6 亿元, 同比增速为 12.0%、7.1%、6.7%; 24~26 年度归母净利润目标为 25.0、26.7、28.4 亿元, 同比增速为 16.0%、6.9%、6.5%, 对比 22 年员工持股目标进一步上调, 彰显公司长期发展信心。

道通科技 (688208): 2025 半年度业绩预告点评: 业绩超预期, 继续看好“出海+AI”成长曲线

投资要点 事件: 公司发布业绩预告, 预计 2025H1 实现扣非归母净利润 4.55-4.85 亿元, 同比+57.3%至 67.7%, 对应 2025Q2 实现扣非归母净利润 2.58~2.88 亿元, 中值 2.73 亿, 对应同比+66.3%, 环比+38.9%。公司业绩超出市场预期。各产品线齐发力, 助力业绩增长。数字维修业务方面, 得益于“维修大模型”和 AI Agents 等前沿技术的应用, 新一代综合诊断终端 UltraS2 及 ADAS 标定系统等产品竞争力凸显, 实现量价齐升, 同时 TPMS 产品也因广阔的后市场空间而保持高速增长。数字能源业务方面, 公司凭借在产品、技术、品牌及全球供应链等方面的综合优势, 在欧洲、美国等全球主要市场取得能源、交通、停车场运营、酒店公寓等多个行业顶级客户的重要突破。充电桩海外进展不断, 订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破, 与能源巨头壳牌 (Shell) 合作, 充电桩产品正式在荷兰的国家级大型公共充电项目中投入使用, 标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络, 验证了其产品的竞争力与本地化适配能力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影, 公司充电桩业务有望持续增长。AI 赋能核心业务, 依托华为生态加速商业化。在 HDC 大会上, 道和通泰机器人作为华为云生态的重要合作伙伴, 展示了“空地一体具身智能解决方案”。该方案依托公司自研的“AI 大脑”, 能够驱动无人机与地面机器人集群实现自主协同作业, 且已在智慧能源、智慧交通等领域实现落地应用。我们认为公司

AI 赋能核心业务已进入收获期，同时公司深度绑定华为生态，其“空地一体具身智能解决方案”有望加速商业化进程，为公司打开长期成长空间。 盈利预测与投资评级：公司三项业务全面铺开，AI 有望对新、老业务全面赋能。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.8/11.8 亿元的预期，2025 年 7 月 4 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期；国际局势不确定性。

巨人网络 (002558):《超自然行动组》流水超预期，看好新游周期带来戴维斯双击

盈利预测与投资评级：《超自然》流水表现超预期，我们上修 2025-2027 年归母净利润至 19.68/28.45/30.64 亿元 (前值为 16.43/17.90/19.20 亿元)，对应当前股价 PE 分别为 25/17/16X，对比美股日股重点游戏公司 (Konami、SEGA、CAPCOM、BANDAINAMCO、NINTENDO、SQUARE ENIX、KOEI TECMO、NEXON、EA) 2026/2027 财年平均估值 33/28 倍 (截至 2025/7/4)，公司当前估值仍具性价比。我们看好公司赛道品类突破，持续关注《超自然》长线表现，有望带来公司戴维斯双击，维持“买入”评级。 风险提示：新游流水不及预期风险，老游流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险。

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）

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

环保行业跟踪周报：瀚蓝环境将新增多地对外供热，固废板块提分红+供热&IDC 拓展提 ROE

投资要点 重点推荐：海螺创业，瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。 建议关注：绿色动力环保，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技。 公司跟踪：瀚蓝环境下半年将新增多地对外供热，并购挖潜协同增效推进中。24 年瀚蓝、粤丰对外供热 148 万吨、31 万吨，25Q1 瀚蓝对外供热 48 万吨，同增 59%。25 年 6 月 2 日，瀚蓝并购粤丰正式完成，原瀚蓝固废事业部调整为固废事业一部，原粤丰焚烧业务列入固废事业二部，供热开拓是并购整合业务挖潜的一大重点。25H1 新增 4 个项目签订对外供热协议（固废一部 1 个，二部 3 个），截至 25H1 末合计已有 29 个项目签订供热协议（固废一部 18 个，二部 11 个），其中 19 个已实现对外供热。固废一部南海项目、贵阳项目和平和项目，固废二部东莞市区项目和横沥项目预计在 25 年下半年将以管道供热或移动供热的形式，开始对外供热。 行业观点：

【垃圾焚烧】资本开支下降提分红验证，供热&IDC 等提质增效促 ROE 和估值双升！固废重点逻辑在于：一是资本开支下降，自由现金流大幅改善，分红提升！二是，行业成熟期提质增效！1）自由现金流增厚提分红：行业步入成熟期，资本开支下降，板块自由现金流于 23 年转正，24 年持续增厚。政策要求推进垃圾处理计量收费，促商业模式 C 端理顺，改善现金流。提分红兑现：**【军信股份】**24 年现金派息 5.07 亿元（同比+37%），每股派息维持 0.9 元，分红比例 94.59%（同比+22.78pct），股息率 4.1%；**【绿色动力】**24 年现金派息 4.18 亿元（同比+100%），分红比例 71.45%（同比+38.23pct），远超分红承诺底线，24 年 A 股股息率 3.9%，港股股息率 6.5%；**【瀚蓝环境】**24 年分红预案拟派息 6.52 亿元（同比+67%），分红比例 39.20%（同比+11.83pct），股息率 3.3%；**【永兴股份】**24 年现金派息 5.40 亿元（同比+15%），分红比例 65.81%（同比+2.12pct），股息率 3.8%；**【光大环境】**24 年派息 14.13 亿港元（同比+5%），分红比例 41.84%（同比+11.33pct），24 年

股息率 5.7%。测算分红潜力=(简易自由现金流-财务费用)/归母净利润。24 年板块分红比例 40%、稳态下分红潜力达 97%~120%; 预计 26 年标的的分红潜力达 50%~150%+。2) 降本增效提 ROE: 成熟期资产不扩张, 固废企业通过降本、供热、IDC 合作等方式提质增效, 带来 ROE 提升! 如绿色动力 25Q1 归母净利润同增 33%超预期, 供热量同增 97%, 25Q1 加权 ROE 同增 0.51pct 至 2.27%。垃圾焚烧+IDC 为行业拓展新趋势, 垃圾发电优势在于: 清洁高效、稳定性、经济性、分布近城市中心; 三种模式: 纯供能模式/供能+机柜租赁/供能+算力租赁模式下, 2000 吨/日匹配 20MW 数据中心, 盈利增量弹性为 26%/66%/817%, 综合 ROE 由 12%提至 16%/15%/18%; 合作潜力: 满足区位(京津冀、长三角、粤港澳、长沙)和规模(1000 吨/日及以上)要求占总运营规模的比例: 永兴 97%、军信 85%、旺能 51%、绿动 49%、伟明 46%、瀚蓝 45%(并购粤丰后)。【水务运营】业绩稳健增长+高分红, 水价改革重塑成长与估值。2024 年剔除一次性收益影响后板块业绩稳健增长, 经营性现金流上行, 资本开支下行。广州提价落实、深圳跟进, 有望带动新一轮水价改革。价格改革不仅是弹性、重塑成长+估值! 水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障, 从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长, 如美国水业业绩 10 年复增 10%, 伴随同样确定的红利增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间 2~3 倍。重点推荐: 【粤海投资】稀缺对港供水资产, 能高频调价, 历史年化涨幅 2%且现金流优质, 剥离粤海置地盈利修复, 预计对应 25 年股息率 6.6%, 对应 25 年 PE9.8 倍。【兴蓉环境】掌握成都优质水务资产, 项目投运+污水提价兑现, 长期自由现金流增厚空间大, 对应 25 年 PE10.3 倍。【洪城环境】自来水盈利承压, 具备调价基础有待推进, 高分红兼具稳健增长, 承诺 21-26 年 50%+分红, 对应 25 年股息率 5.2%, PE 9.7 倍。建议关注: 【联泰环保】国内污水处理领域的优秀民营企业之一, 深耕长沙、汕头等区域市场, 具备区域领先优势, 2024 年信用减值损失/归母净利润为-47%, 受益于化债盈利修复弹性大。(估值日期: 2025/7/7) 行业跟踪: 1) 环卫装备: 2025M1-5 新能源渗透率同增 6.26pct 至 14.95%。25M1-5 环卫车销量 31237 辆(同比+0.38%), 其中新能源 4671 辆(同比+72.62%), 盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 32%/14%/8%。2) 生物柴油: 生物柴油均价持平, 废油脂收油紧张。2025/6/27-2025/7/3 生柴均价 8250 元/吨(周环比持平), 地沟油均价 6216 元/吨(周环比-2.8%), 考虑一个月库存周期测算单吨盈利 275 元/吨(周环比-12.3%)。3) 锂电回收: 金属价呈上升趋势&折扣系数涨跌互现, 盈利略有改善。截至 2025/7/4, 三元电池粉锂系数周环比持平, 锂/钴/镍系数分别为 68.0%/72.5%/72.5%。截至 2025/7/4, 碳酸锂 6.23 万(周环比 1.8%), 金属钴 25.40 万(周环比 4.1%), 金属镍 12.4 万(周环比 1.2%)。根据模型测算单吨废料毛利-0.54 万(周环比+0.006 万)。风险提示: 政策推广不及预期, 财政支出低于预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

燃气 II 行业跟踪周报: 欧洲储库推进、美国高温天气持续, 各地气价平稳

投资要点 价格跟踪: 欧洲储库推进、美国高温天气持续, 本周各地气价平稳。截至 2025/07/04, 美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-0.3%/+1.2%/-0.3%/-0.1%/-0.1%至 0.8/2.9/3.4/3.3 元/方, 海内外倒挂持续。 供需分析: 1) 高温天气持续, 美国天然气市场价格周环比-0.3%。截至 2025/06/26, 天然气的平均总供应量周环比+0.2%至 1125 亿立方英尺/日, 同比+4.0%; 总需求周

环比+6.3%至 1047 亿立方英尺/日，同比+1.6%；发电用天然气周环比+14.7%；住宅和商业部门的天然气消费量周环比+6.4%；工业部门的天然气消费量周环比-1.0%。截至 2025/06/27，储气量周环比+550 至 29530 亿立方英尺，同比-5.8%。2) 储库持续进行，欧洲气价周环比+1.2%。2025M1-3，欧洲天然气消费量为 1600 亿方，同比+8.9%。2025/6/26~2025/7/2，欧洲天然气供给周环比+1.8%至 65317GWh；其中，来自库存消耗-25855GWh，周环比-7.4%；来自 LNG 接收站 28374GWh，周环比+0.6%；来自挪威北海管道气 19713GWh，周环比+4%。2025/06/28~2025/07/04，欧洲燃气发电出力增加，欧洲日平均燃气发电量周环比+27.6%、同比+128.5%至 1069.9GWh。截至 2025/06/26，欧洲天然气库存 651TWh（629 亿方），同比-213.6TWh；库容率 57.4%，同比-18.8pct。3) 需求恢复缓慢，价格弱势运行，国内气价周环比-0.1%。2025M1-5，我国天然气表观消费量同比-0.6%至 1786 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-5，产量+6.1%至 1096 亿方，进口量-9.6%至 690 亿方。2025 年 5 月，国内液态天然气进口均价 3698 元/吨，环比+0.9%，同比-4.7%；国内气态天然气进口均价 2544 元/吨，环比-3.8%，同比-7.2%；天然气整体进口均价 3094 元/吨，环比-1.3%，同比-9.1%。截至 2025/07/04，国内进口接收站库存 333.23 万吨，同比+2.96%，周环比+3.19%；国内 LNG 厂内库存 58.01 万吨，同比+56.36%，周环比-5.57%。

顺价进展：2022~2025M6，全国 64%(185 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。重要事件：美气进口关税税率由 140%降至 25%，美气回国经济性提升。2025/5/12 商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明指出修改税委会公告 2025 年第 4 号规定，其中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施、10%关税保留，并取消第 5、6 号对这些商品的加征关税。美气进口关税税率由 140%降至 25%。欧洲议会和欧盟成员国的谈判代表已暂时同意放宽欧盟的天然气储存目标，允许 90%的满储存目标偏离 10 个百分点。

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.2%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.5%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm9.1%)【佛燃能源】(25 股息率 4.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.0%)【新奥股份】(25 股息率 5.8%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注生产气源的【新天然气】【蓝焰控股】(2025/7/4)。

风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

公用事业行业跟踪周报：全球最大“电力超市”南方电力市场转入结算试运行，关注交易主体资产重估机会

投资要点 本周核心观点：南方区域电力现货市场进入试运行，22 万市场主体、日交易 38 亿度，关注电力交易多元化主体资产重估可能。南方区域电力市场正式转入连续结算试运行阶段，从之前只是按周、按月等短期开展交易变成可以每天不间断交易，双方根据需求随时跨省区买卖电力。转为连续结算后，预计日均交易规模将达到 38 亿度，

进一步发挥市场在电力资源配置中的决定性作用，为能源保供和能源优化配置建立新机制。此次启动连续结算试运行后，南方区域电力市场同步实现广东、广西、云南、贵州、海南五省区电力现货市场全覆盖，22万市场主体同台竞价，市场将释放更真实、更稳定的价格信号。标志着中国电力市场化改革迈入“自由交易”的新纪元。行业核心数据跟踪：电价：2025年5月电网代购电价同比下降3%环比+0.4%。煤价：截至2025/7/4，动力煤秦皇岛5500卡平仓价623元/吨，周环比上涨3元/吨。水情：截至2025/7/4，三峡水库站水位153米，2021、2022、2023、2024年同期水位分别为147米、149米、151米、158米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量19500立方米/秒，同比下降30%，三峡水库站出库流量18300立方米/秒，同比上升32%。用电量：2025M1-5全社会用电量3.97万亿千瓦时（同比+3.4%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+9.6%、+2.2%、+6.8%、+3.7%。发电量：2025M1-5年累计发电量3.73万亿千瓦时（同比+0.3%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-3.1%、-2.5%、+11.5%、+11.1%、+18.3%。装机容量：2025M1-5新增装机容量，火电新增1755万千瓦（同比+45%），水电新325万千瓦（同比-5.6%），核电新增0万千瓦，风电新增4628万千瓦（同比+134%），光伏新增19785万千瓦（同比+150%）。投资建议：关注光伏、充电桩等多元主体投资机会。1）光伏资产、充电桩资产价值重估：光伏、充电桩被RWA、电力现货交易赋能有望价值重估。推荐【南网能源】、【南网储能】。2）火电：推荐京津冀火电投资机会。建议关注【建投能源】、【京能电力】、【大唐发电】。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。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。22/23年连续两年核准10台，24年再获11台核准，成长再提速。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，分红同步提升。重点推荐【中国核电】、【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。5）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力H】、【中闽能源】、【三峡能源】。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

食品饮料行业深度报告：黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围

投资要点 黄酒行业经历深度调整，当下发生积极变化。1）黄酒行业利润率迎来边际拐点，龙头量价齐升。2023年规模以上企业收入85.47亿元，同比-15.90%，利润总额15.58亿元，同比+23.06%，虽行业收入仍有下滑、但利润实现恢复性增长，2023年规模以上企业利润率同比大幅提升5.77pct至18.23%。2）黄酒行业CR2市占率持续提升，龙头引导产业变革。在黄酒行业持续调整的过程中，龙头实现逆势增长，带动黄酒行业CR2市占率从2017年的14.9%快速提升至2023年的37.4%，其中古越龙山、会稽山市占率分别为20.9%、16.5%。而古越龙山、会稽山市占率加快提升的背后，核心是产品推新、渠道拓展带来的高端化、年轻化、全国化效果逐步显现。产业借鉴一：供需共振引导中国啤酒产业升级。借鉴啤酒产业兑现升级的逻辑，当前黄酒产业供需两端亦明显转变，有望驱动行业持续升级。1）供给端来看，黄酒行业2017年以来持续调整，近几年龙头会稽山、古越龙山实现逆势增长，2023年行业CR2市占率达到37.4%，当前龙头已具备引导行

业持续升级的能力，并在渠道架构、品牌创新、人员配备等层面均加力推进。2023 年以来会稽山、古越龙山中高档量价提升明显加快，未来结构升级的空间较大。2) 需求端来看，黄酒行业亦需从品类口感突破来适应酒类主流消费者的口感需求。线下调研显示，“后劲太大”等是消费者不喝黄酒的原因，而选择黄酒的消费者更注重“入口柔顺舒适”、“香气富有层次”等。产业借鉴二：高端化下日本清酒产业逆势崛起。日本清酒产业发展经历战后重建期(1945-1951)、高速增长期(1951-1973)、经济低迷期(1973-1990)、转型阵痛期(1990-2000)、全球化与高端化(2000 年至今)。而獭祭品牌作为日本清酒高端化转型的标杆，总销售额从 2014 年的 46 亿日元增加至 2024 年的 195 亿日元，期间 CAGR 为 15.54%，獭祭 (DASSAI) 高端化的成功来自创新引领的极致工艺、专注纯米大吟酿并聚焦高端场景、深耕渠道并坚定全球化、坚持长期主义价值观等。对比而言，中国黄酒、日本清酒同属于发酵酒，但黄酒的特点是丰满和复杂，清酒的特点是清爽和干净，造成差异的原因在于酒曲品种的不同、陈化时间不同、原料的品种及处理不同、酿造温度不同、成品酒后处理不同等。日本清酒产业的高端化蜕变值得学习借鉴，建议从品牌文化、工艺创新、结构升级、区域外拓等维度加大突围。投资建议：黄酒行业当前的边际变化具备产业逻辑，建议加强关注龙头会稽山、古越龙山。我们借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，来探寻黄酒产业升级的逻辑支撑，一方面，当下的黄酒产业供需两端的明显转变与 2018 年前后中国啤酒产业供需两端相似；另一方面，獭祭品牌逆势实现高端化的蜕变，亦为当下黄酒产业升级提供一种实现路径。考虑到黄酒行业当前的边际变化具备中长期产业逻辑，建议加强关注行业龙头会稽山、古越龙山。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；市场竞争加剧。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：郭晓东)

汽车周观点：6 月第 4 周乘用车环比+3.9%，继续看好汽车板块

n 板块观点重申：继续坚定看好汽车！红利/智能化/机器人三条主线！
n 本周市场对汽车核心关注？Ø 本周汽车 A-H 表现依然较为一般，各个细分板块中摩托车表现较优。本周关注度较高：1) 小鹏新车 G7 正式上市 9 分钟大定破万；2) 宇通客车 6 月产销数据超预期；3) 小马卢森堡开启 robotaxi 测试；4) 均普与智元开启 G1 大规模量产；5) 兆威机电发布 3 款灵巧手。n 当前时点汽车板块如何配置？Ø 我们认为“只有坚持技术创新才是汽车反内卷且走向健康发展的本质”，坚持看好 2025 年【红利&好格局+AI 智能化+AI 机器人】三条主线。相比上半年，下半年总体我们建议加大红利风格的配置权重。Ø 【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。Ø 【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/中国汽研/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。Ø 【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+福达股份+爱柯迪+瑞鹄模具+精锻科技等）。n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；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：刘力宇)

证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙 研究助理：孙仁昊 研究助理：赖思旭)

建筑材料行业跟踪周报：反内卷成功的另一半是稳定的需求

投资要点 本周(2025.6.30-2025.7.4, 下同): 本周建筑材料板块(SW)

涨跌幅 3.96%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.54%、1.22%，超额收益分别为 2.42%、2.74%。大宗建材基本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 348.5 元/吨，较上周-4.5 元/吨，较 2024 年同期-40.8 元/吨。较上周价格持平的地区：华北地区、东北地区、西北地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-8.8 元/吨）、长江流域地区（-5.0 元/吨）、泛京津冀地区（-8.3 元/吨）、两广地区（-10.0 元/吨）、华东地区（-7.9 元/吨）、中南地区（-8.3 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 65.7%，较上周-0.4pct，较 2024 年同期-2.0pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 43.2%，较上周-0.2pct，较 2024 年同期-4.3pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1201.0 元/吨，较上周+1.5 元/吨，较 2024 年同期-410.3 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5831 万重箱，较上周-69 万重箱，较 2024 年同期+282 万重箱。（3）玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价以稳为主，多数厂成交存小幅灵活空间，局部厂家灵活度较高。截至 7 月 3 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3500-3700 元/吨不等，价格持平，全国企业报价均价 3669.00 元/吨，主流含税送到，较上一周均价（3669.00）无变化，同比下跌 1.03%，较上周同比降幅收窄 3.52 个百分点；本周电子纱市场主流产品 G75 各厂报价基本走稳，而前期部分 E 系列及 D 系列玻纤纱价格提涨后，侧面支撑传统电子纱价格稳定运行，其余产品因货源供应紧俏，月内仍存价格提涨预期。本周电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等，较上一周均价持平；7628 电子布报价亦趋稳，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。周观点：（1）本周反内卷引发全市场讨论，水泥行业自中国经济起飞之后经历了多次周期洗礼，反内卷工作卓有成效，2016 年之前依靠不断增长的需求，之后依靠稳定的需求和陡峭化的成本曲线。在未来需求自高位大幅下降，成本曲线扁平化的情况下，实现行业景气的必要条件是垄断集中的供给格局和稳定的需求，建议关注华东的华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。（2）在流动性充裕的背景下，市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司，例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于 AIDC 产业 PCB 的技术升级，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级，鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升，萤石网络受益于 AI 端侧模型的进步，转型公司也具备阶段性弹性，例如诚邦股份、凯伦股份、松霖科技、北京利尔等等。（3）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。（4）地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。企业增长预期较低，因此板块具备较高的安全边际。首先，25 年 Q4 或是需求长周期的拐点，低估值的品牌龙头和扩张型公司有望迎来估值修复，例如公牛集团、北新建材、三棵树、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，25 年 Q3 中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、易普力、中国交建等。大宗建材方面：1、水泥：（1）七月初，受持续性高温和多雨天气影响，国内水泥市场需求延续疲软态势，全国重点地区水泥企业平均出货率约为 42%。价格方面，由于市场需求持续低迷，加之部分地区企业错峰生产执行情况欠佳，导致价格承压。（2）行业供

给自律共识有望进一步强化,全年盈利中枢有望好于去年。尽管 Q2 因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落,但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强,我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年,全年盈利中枢有望高于去年。(3) 板块市净率估值处于历史底部,产业政策落地有望推动盈利持续修复、估值回升。水泥企业市净率估值处于历史底部,板块分红比例提升。行业景气低位为进一步的整合带来机遇。产能产量管控政策有望逐步落实,有望推动僵尸产能退出,改善产能严重过剩区域的供给矛盾。水泥行业纳入全国碳市场,碳排放对供给的约束趋严有望加速过剩产能出清和行业整合。(4) 龙头企业综合竞争优势凸显,中长期有望受益于行业格局优化,估值有望迎来修复,推荐全国和区域性龙头企业:华新水泥(国内改善+非洲并购提产)、海螺水泥(全国龙头)、上峰水泥(新经济产业投资贡献增量)、冀东水泥(东北区域整合),建议关注天山股份、塔牌集团等。

2、玻纤:(1) AI 新应用下电子玻纤布产品升级趋势明确,以 Low-Dk、Low-CTE 为代表的特种玻纤/电子布高端产品渗透率加速提升且有望持续迭代,价值量有望大幅增长。我们认为特种玻纤较普通玻纤其配方、工艺壁垒更高,国内发展起步晚,进入门槛高,叠加下游应用迭代速度快,供给瓶颈短期难以完全打破。随着国内龙头企业技术进步,以二代 Low-Dk 为代表的高端产品推动量产扩大,在全球供应中份额有望快速提升,我们认为龙头企业卡位优势突出,高端产品率先放量的企业有望充分享受溢价,建议关注中材科技(主业盈利反弹,特种玻纤产品布局积累全面,产品、客户先发优势明显)、宏和科技(深耕电子布领域,持续开拓高端产品)、国际复材等。(2) 普通玻纤市场方面,我们认为中期粗纱盈利有韧性。行业盈利仍处低位,二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态,行业低盈利将持续制约产能投放节奏,需求侧国内风电、热塑等领域继续增长,随着中美贸易摩擦缓和,外需下行风险可控,短期新增产能较多的企业在库存压力下中低端价格回落,但随着行业新增产能逐步消化,中长期行业供需平衡修复趋势有望延续。今年以来风电、热塑等中高端产品内需景气度高,龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。中长期落后产能出清、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提升壁垒,盈利稳定性也将增强。(3) 当前龙头估值处于历史低位,供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石,建议关注山东玻纤、长海股份等。

3、玻璃:终端需求表现疲软,加之 Q1 行业盈利较前期低点有所修复,年初以来供给出清速度有所放缓,因此行业供需阶段性仍处弱平衡状态,库存中高位波动,随着需求季节性将进入淡季,价格下行压力增加。随着行业亏损面继续扩大,我们认为应进一步观察产线冷修释放情况,以及反内卷政策导向下产业政策对供给出清的效果,供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力,但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势,享受超额利润,有望受益于行业产能的出清,叠加光伏玻璃等多元业务的成长性,推荐旗滨集团,建议关注南玻 A 等。

4、装修建材方面:关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加,扩内需预期增强,此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期,对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调,后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显,25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码,家居建材消费需求有望持续释放。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续

增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。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）

电力设备行业跟踪周报：光伏反内卷力度加大，锂电龙头旺季提前【勘误版】

投资要点 电气设备 7107 上涨 1.99%，表现强于大盘。本周（6 月 30 日-7 月 4 日）光伏涨 6.8%，核电涨 2.07%，电气设备涨 1.99%，发电设备涨 1.12%，风电涨 0.69%，锂电池跌 1.87%，新能源汽车跌 0.36%。涨幅前五为亚玛顿、长城电工、吉鑫科技、亿晶光电、中材科技；跌幅前五为*ST 中程、诺德股份、天际股份、沧州明珠、湘潭电化。行业层面：人形机器人：曝特斯拉暂停人形机器人 Optimus 生产，调整技术细节；越疆发布人形机器人“远程存在”技术；港仔机器人获不少于 1000 台具身智能安保机器人订单；6 月起 17 款人形机器人新品推出；蓝思科技领投灵宝 CASBOT，共拓人机协作新模式；兆威机电 ZWHAND 新一代灵巧手震撼发布。储能：全国最大全钒液流储能项目在新疆建成。皖能新疆民丰县 200MW/800MWh 构网型独立储能项目 EPC 中标候选人公示；总投资 86.54 亿元，亿纬锂能在马来西亚投建储能电池基地。宁夏发改委：废止两项储能政策；湖南发改委：发布《关于优化我省分时电价政策有关事项的通知》；青海电力现货第三次结算试运行：储能报量不报价或报量报价参与，实时节点电价结算。电动车：6 月比亚迪销量 38.3 万辆，同环比+12%/0%；吉利电动车销量 12.2 万辆，同环比+86%/-11%；上汽集团销量 12.1 万辆，同环比+30%/-3%；鸿蒙智行销量 5.3 万辆，同环比+14%/19%；小鹏销量 3.5 万辆，同环比+224%/3%；理想销量 3.6 万辆，同环比-24%/-11%；零跑销量 4.8 万辆，同环比+139%/7%；小米销量 2.5 万辆+；小鹏 G7 正式上市，首发标准版售价 19.58 万起；广汽集团在印尼启动电动汽车生产；宁德时代在印尼启动 60 亿美元电池项目；宁德时代电池在问界超级工厂正式投产，采用“厂中厂”合作模式；本田将停止开发电动 SUV；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 25.08 万/吨，0.6%；百川金属钴 25.30 万/吨，-0.6%；镍：上海金属网 12.39 万，1.1%；碳酸锂：SMM 工业级 6.07 万/吨，+1.9%；前驱体：SMM 四氧化三钴 20.40 万/吨，-0.1%；三元 523 型 7.75 万/吨，0.6%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.07 万/吨，1.3%；三元 811 型 14.45 万/吨，-1.0%；三元 622 型 12.65 万/吨，-0.8%；负极：百川石油焦 0.25 万/吨，+0.2%；六氟磷酸锂：SMM 5.16 万/吨，-0.3%；新能源：特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段，风光补贴退坡提前，大储补贴退坡延后，放松外国物料协助限制，放松受外国影响实体定义范围；工信部 7 月 3 日与 14 家光伏企业一把手开会，参会人士：如后续仍低于成本价销售

可能会重罚；7月2日硅料报价上涨N型复投料报价36元/kg；7月1日中央财经委会议指出，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；上能电气助力黑龙江风储项目顺利并网。本周硅料36.00元/kg，环比持平；N型210R硅片1.01元/片，环比-1.94%；N型210硅片1.20元/片，环比-4.00%；双面Topcon182电池片0.29元/W，环比-2.13%；双面Topcon182组件0.68元/W，环比持平；玻璃3.2mm/2.0mm 18.50/10.75元/平，环比-1.33%/-2.27%。风电：运达股份与巴西知名开发商达成合作，正式签署5.4GW风机优先采购协议。本周招标1.69GW：陆上1.69GW/海上暂无；本周开/中标暂无。本月招标1.49GW，同比-56.85%；陆上1.49GW/海上暂无，同比-56.85%。25年招标51.44GW，同比-6.22%；陆上45.69GW/海上5.75GW，同比-10.56%/同比+34.35%。本月开标均价暂无。电网：蒙西-京津冀±800kV直流输电工程取得核准批复。公司层面：科达利：大业盛德拟减持不超过382.5万股，占比约1.4%；比亚迪：6月销38.3万辆，同环比+12%/+0.03%，含海外销9.0万辆，同环比+232%/+1.2%；欣旺达：拟发行H股股票并在香港联交所主板上市；埃斯顿：拟发行H股股票并在香港联交所主板上市；运达股份：公布2024年权益分配实施方案，向全体股东每10股派发现金红利0.6元，共计派发4721.58万元；赣锋锂业：为控股子公司Minera Exar分别向平安银行和澳门国际银行申请开立合计10,500万美元的融资性保函；三星医疗：子公司奥克斯智能科技预中标南方电网公司2025年配网设备第一批框架项目，预计中标金额3.06亿元。投资策略：机器人：Musk回归后整顿团队，推动方案调整，短期订单变化不改中长期放量趋势；初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25-26年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面看好T链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：6月国内主流车企电动车销量96.2万辆，同环比+29%/-1%，阶段性放缓，但考虑车企价格战持续，且购置税年底退坡，全年销量仍预计30%增长；6月欧洲8国电动车合计销量20.7万辆，同环比增长19%/16%，销量持续强劲，全年销量预期上修至25%；国内储能强装后需求仍平稳，爆款车型上市提前备货，行业7月排产明显向上，旺季提前，板块仍处于估值底部，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线2H25密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长20-30%，国内储能因政策调整将催生高质量增长方式今年预计依然保持20-30%增长超预期；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机25-28年的CAGR为30-40%，看好储能逆变器/PCS龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控25年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25年国内海风10GW+，翻倍增长，Q2是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风100GW+，同增25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：531抢装结束后，国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，主链价格基本跌到现金成本，或为供给侧改革的合适时机，工信部组织会议光伏反内卷力度加大，硅料将成为主要抓手；因1-5月国内装机198GW超预期，修订今年全球光伏装机增速为15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好

受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、海博思创（国内大储龙头优势明显、积极开拓海外储能）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、璞泰来（负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增长、固态电池设备&材料领先）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠大客户订单上量）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利好转）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、祥鑫科技（汽零和结构件稳健、积极布局人形）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量）、固德威（组串逆变器持续增长，储能电池和集成逐步恢复）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值期待）、爱旭股份（ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量）、通威股份（硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善）、晶澳科技（一体化组件龙头、盈利率先恢复）、晶科能源（一体化组件龙头、Topcon 明显领先）、天合光能（210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高）、聚和材料（银浆龙头、铜浆率先布局）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、北特科技（汽零稳步增长、丝杠具备领先优势）、斯菱股份（车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、国电南瑞（二次设备龙头、稳健增长可期）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、帝科股份（银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形）、当升科技（三元正极龙头、布局固态电池技术）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、日月股份（大铸件紧缺提价可期，盈利弹性大）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、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）、盛弘股份（受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展）、平高电气（特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期）、许继电气（一二

次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、金盘科技(干变全球龙头、海外全面布局)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、震裕科技、艾罗能源、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注:英联股份、峰岬科技、凌云股份、宏工科技、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、链升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能、东方日升等。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
研究助理:许钧赫)

建筑装饰行业跟踪周报: 6月建筑 PMI 有所回升, 继续关注财政节奏

投资要点 本周(2025.6.30-2025.7.4,下同):本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅 0.63%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.54%、1.22%, 超额收益分别为-0.91%、-0.59%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评:(1)国家发展改革委安排超 3000 亿元支持 2025 年第三批“两重”建设项目:今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕,2025 年“两重”建设共安排 8000 亿元支持 1459 个项目,包括长江流域生态修复、长江沿线重大交通基础设施、西部陆海新通道、高标准农田、重大水利工程、城市地下管网、“三北”工程、医院病房改造等重点领域。财政资金支持的落地有望加快重点工程实施进度和实物工作量形成,利好相关工程和材料企业。(2)国家统计局发布 6 月 PMI 数据:建筑业商务活动指数为 52.8%,比上月上升 1.8 个百分点,景气水平回升。其中土木工程建筑业商务活动指数为 56.7%,连续三个月位于 55.0%以上较高景气区间,表明近期基础设施项目建设保持较快施工进度。业务活动预期指数为 53.9%,比上月上升 1.5 个百分点,建筑业新订单指数为 44.9%,比上月上升 1.6 个百分点,建筑业企业对行业发展信心有所回升,新订单有所好转,有望支撑实物需求改善。周观点:(1)6 月建筑业商务活动指数为 52.8%,比上月上升 1.8 个百分点,景气水平回升,其中土木工程建筑业商务活动指数连续三个月位于 55.0%以上较高景气区间,反映基建相关工程项目施工加快,同时看到新订单指数和业务活动预期指数均环比有所回升,反映项目预期有所改善。前 5 月基建投资整体保持平稳,投资结构上来看,水上运输和水利管理业依然保持较高增速,交通大类投资增长有所加快,后续需关注专项债发行节奏及财政政策延续性对实物量的影响;近期重大基建投资项目进展关注度提升,今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕,财政资金支持的落地有望加快重点工程实施进度和实物工作量形成,对区域需求拉动值得关注,建议关注中西部地区的受益标的。展望下半年来看预计增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现,同时扩内需预期增强,基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续

修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025年前5个月我国对外承包工程完成营业额同比增长5.4%，新签合同额同比增长13%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额849.3亿美元，同比增长20.7%；全球贸易摩擦升级及区域冲突，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，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：部分专业制造工程细分领域、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，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。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）

有色金属行业跟踪周报：联储7月降息预期被修正，工业金属价格维持震荡走势

投资要点 回顾本周行情（6月30日-7月4日），有色板块本周上涨1.02%，在全部一级行业中排名中等。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1.00%，工业金属板块上涨1.46%，小金属板块下跌0.18%，金属新材料板块上涨0.41%，贵金属板块上涨0.96%。工业金属方面，美联储7月降息预期被修正，美元及美债利率短期上行，此外铜铝等工业金属下游开工率进一步下滑，本周工业金属价格维持震荡走势。贵金属方面，本周随着美国国会两院通过了总统特朗普提出的大规模减税及支出法案，美国联邦财政赤字率水平有望进一步提升，叠加7月9日的贸易关税暂停最后期限越来越近，不确定性正在重回机构视野，黄金做多美国通胀的时间或已临近。

周观点： 铜：需求下行风险加剧，铜价Back结构价差缩小预计短期冲高动能减弱降。截至7月4日，伦铜报收9,852美元/吨，周环比下跌0.27%；沪铜报收79,730元/吨，周环比下跌0.24%。供给端，截至7月4日，本周进口铜矿TC维持-45美元/吨，矿端持续紧张。秘鲁非正规矿工设置路障抗议，导致拉斯邦巴斯和康斯坦西亚铜矿运输中断，可能影响短期精矿供应，进一步加剧供应压力；需求方面，基建、线缆等传统需求不佳，库存高企，根据百川盈孚，铜杆各企业开工负荷环比上月均有10%-30%不同程度的下滑。宏观层面，随着关税暂停日的临近，市场避险情绪有所升温，部分资金选择获利了解，铜价Back结构价差缩小，短期冲高动能所有检索，预计短期铜价面临高位整理，谨防232调查提前落地风险。

铝：社库连续第二周累库，现货升水走弱关注需求下行风险。截至7月4日，本周LME铝报收2,598美元/吨，较上周上涨0.10%；沪铝报收20,635元/吨，较上周上涨0.27%。供应端，贵州地区继续释放复产产能，中国电解铝行业理论开工产能达到4395.00万吨，较上周增加1万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降0.11%，铝棒产能利用率环比下降0.10%，本周电解铝的理论需求环比下降。本周社会库存连续第二周环增0.93%至8.37万吨，消费淡季叠加社库累库开启，现货升水走弱，铝价上方空间料将遇到压制，关注需求下行情况。黄金：美国减税法案落地叠加关税截止日临近，黄金或重启涨势。截至7月4日，COMEX黄金收盘价为3346.5美元/盎司，周环比上涨

1.84%；SHFE 黄金收盘价为 777.06 元/克，周环比上涨 1.39%。美国 6 月新增 ADP 就业人数-3.3 万，大幅低于预期值 9.5 万；美国 6 月新增非农就业 14.7 万，高于预期值 11 万，非农就业增长主要集中在州政府，私营部门就业人数则继续放缓(与 ADP 就业数据负增长相符合)。数据公布后，美元指数与美债利率短期反弹，利率市场显示 7 月降息大门已关闭，黄金价格于当日录得回调。本周随着美国国会两院通过了总统特朗普提出的大规模减税及支出法案，美国联邦财政赤字率水平有望进一步提升，叠加 7 月 9 日的贸易关税暂停最后期限越来越近，不确定性正在重回机构视野，黄金做多美国通胀的时间或已临近。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 证券分析师：徐毅达)

金融产品深度报告：广发恒生港股通科技主题 ETF (159262.SZ)：估值修复潜力可观，政策助力科技腾飞

投资要点 恒生港股通科技主题指数(HSSCITI)投资价值分析：估值水平处于历史较低位：截至 2025 年 6 月 30 日，恒生港股通科技主题指数市盈率 PE-TTM21.92 倍、市净率 PB-LF3.15 倍，普遍低于中证科技指数的市盈率和市净率。当前恒生港股通科技主题指数市盈率 PE-TTM 位于历史成立以来 34.90%分位数，估值水平处于历史较低区间，指数具备更高的安全边际和潜在的增值空间。多方向驱动科技行业发展：资金面，南向资金持续流入港股，带动整个港股市场的活跃度大幅提升。港股通资金持续流入科技板块，资金对科技板块的关注度也在持续升温。政策面，中国香港与中国政府近来不断出台协同政策，多方面为港股科技企业的发展营造了极为有利的外部环境。盈利面，恒生港股通科技主题指数在过去多年的表现中，分红能力逐步上升，显示出其盈利能力的不断攀升和业绩兑现。估值修复空间与潜在风险：截面数据角度，对比美股科技龙头来展望中国科技股估值重估的空间，目前港股科技股仍有较大的修复空间。截至 2025 年 6 月 30 日港股市场市值排名前十的科技相关个股的 PE-TTM 为 27.34 倍、PS-TTM 为 6.24 倍，较美股市场分别存在 54.7%和 100.55%的理论上行空间。时序数据角度，随着 AI 技术的快速发展和格局的改变，港股科技公司迎来了新的发展机遇，重达 2021 年度估值水平。但仍然隐含着一些政策、市场和业绩兑现层面的潜在风险。

恒生港股通科技主题指数(HSSCITI)行业分析： 软件服务行业技术创新驱动、监管逐步完善：2025 年发布的《香港生成式人工智能技术及应用指引》，建立四层风险系统，根据潜在危害程度制定相应监管措施，同时提出遵守法例、安全透明等五项治理原则，旨在促进生成式人工智能技术安全、负责任地发展。资讯科技器材行业市场需求增长与产业融合：2025 年 1 月 1 日-2025 年 6 月 30 日，资讯科技器材行业净流入资金为 320 亿元，区间涨跌幅为 58.9%。资讯科技器材行业与其他产业的融合日益深入，尤其是与制造业的融合。专业零售行业处于消费复苏与政策利好的环境中：2025 年 5 月中国社零总额同比增长 5.0%；对于香港市场，经季节性调整的总销货价值较上个月上升 7%。资金方面，截至 2025 年 6 月 30 日南向资金过去三个月在非必需性消费行业净买入 801.83 亿元，占总体南向资金总额的 28.3%。政策方面，2025 年中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《提振消费专项行动方案》，提出设备更新、以旧换新等政策，直接刺激了消费需求释放。

恒生港股通科技主题指数行业分布较为集中： 为了比较不同市场科技指数(纳斯达克 100 指数、科创 50 指数)的行业分布，选取 Wind 一级行业分类标准，截至 2025 年 6 月 30 日恒生港股通科技主题指数行业集中在信息科技(66.9%)、可选消费(17.9%)和通讯服务(15.2%)。基

于恒生二级行业分类标准,恒生港股通科技主题指数涵盖6类子行业: 软件服务、资讯科技器材、专业零售、媒体及娱乐、半导体和工业工程。 产品介绍: 港股通科技ETF(159262.SZ) 基金基本要素: 广发恒生港股通科技主题ETF(基金代码: 159262.SZ)于2025年6月26日成立,并于2025年7月7日正式上市。该基金采用完全复制法投资策略,紧密跟踪恒生港股通科技主题指数(HSSCITI.HI),主要投资于该指数的成份股。基金管理费为0.50%/年,托管费为0.10%/年。产品贴合不同投资策略需求: 该基金主要投资于恒生港股通科技主题指数成份股,涵盖科技行业龙头企业,回报相对稳定,适合长期价值投资;同时,指数聚焦科技领域,对行业变化反应敏锐,也可用于阶段性布局;此外,略低于同类产品的费率水平使得其也可以被纳入定投组合。 竞品比较分析: 行业覆盖与成分结构: 与恒生科技指数(HSTECH.HI)和港股通互联网指数(931637.CSI)相比,恒生港股通科技主题指数(HSSCITI.HI)专注于科技行业,剔除非医药、汽车等,展现出科技纯度。 历史表现: 2021年1月4日至2025年7月3日,从年化收益率、最大回撤和收益波动比来看,恒生港股通科技主题指数的表现整体优于恒生科技指数(HSTECH.HI)和港股通互联网指数(931637.CSI)。 差异化优势: 一是行业纯度优势,作为全市场严格限定科技行业的港股通指数,核心科技行业集中度达100%。二是成分股配置优势,前十大成分股均为科技细分领域龙头,同时权重分配兼顾资讯科技业与非必需消费行业,规避单一技术路线风险。 风险提示: 1) 行业政策或监管环境突变; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

大炼化周报: 长丝价格继续下跌, 库存增加

n【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2673元/吨,环比+0元/吨(环比+0%);国外重点大炼化项目本周价差为1124元/吨,环比-117元/吨(环比-9%)。 n【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6989/7250/8268元/吨,环比分别-186/-229/-161元/吨,POY/FDY/DTY行业周均利润为64/-29/50元/吨,环比分别+1/-27/+18元/吨,POY/FDY/DTY行业库存为21.7/22.4/28.6天,环比分别+4.5/+3.5/+3.3天,长丝开工率为90.9%,环比+0.4pct。下游方面,本周织机开工率为58.1%,环比-0.9pct,织造企业原料库存为10.4天,环比-1.1天,织造企业成品库存为28.0天,环比+0.8天。 n【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油/航煤价格下跌。美国成品油:本周美国汽油价格下跌,柴油/航煤价格上涨。 n【化工板块】本周PX均价为861.7美元/吨,环比-13.4美元/吨,较原油价差为365.2美元/吨,环比-4.4美元/吨,PX开工率为84.6%,环比-1.8pct。 nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。 n【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑嫻 研究助理: 周少玟)

基础化工周报: 乙烷供应链风险彻底解除

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为16940/15220/12000元/吨,环比分别-100/-430/+775元/吨,纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为3718/3061/897元/吨,环比分别+162/-116/+1177元/吨。 n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1198/4071/470/4108元/吨,环比分别+25/-118/+0/-114元/吨。②本周聚乙烯均价为7946元/吨,环比-29元/吨,乙烷裂解/CTO/

石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1365/2091/189 元/吨，环比分别 -50/-19/+94 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7120 元/吨，环比-16 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 56/1742/20 元/吨，环比分别+94/-11/+101 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2242/1797/4020/2349 元/吨，环比分别+28/-5/+60/-32 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 352/144/-186/6 元/吨，环比分别+16/-12/+28/+2 元/吨。nn【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

电力设备行业跟踪周报：固态产业化进度加快，锂电龙头旺季提前

投资要点 电气设备 7107 上涨 1.99%，表现强于大盘。本周（6 月 30 日-7 月 4 日）光伏涨 6.8%，核电涨 2.07%，电气设备涨 1.99%，发电设备涨 1.12%，风电涨 0.69%，锂电池跌 1.87%，新能源汽车跌 0.36%。涨幅前五为亚玛顿、长城电工、吉鑫科技、亿晶光电、中材科技；跌幅前五为*ST 中程、诺德股份、天际股份、沧州明珠、湘潭电化。行业层面：人形机器人：曝特斯拉暂停人形机器人 Optimus 生产，调整技术细节；越疆发布人形机器人“远程存在”技术；港仔机器人获不少于 1000 台具身智能安保机器人订单；6 月起 17 款人形机器人新品推出；蓝思科技领投灵宝 CASBOT，共拓人机协作新模式；兆威机电 ZWHAND 新一代灵巧手震撼发布。储能：全国最大全钒液流储能项目在新疆建成。皖能新疆民丰县 200MW/800MWh 构网型独立储能项目 EPC 中标候选人公示；总投资 86.54 亿元，亿纬锂能在马来西亚投建储能电池基地。宁夏发改委：废止两项储能政策；湖南发改委：发布《关于优化我省分时电价政策有关事项的通知》；青海电力现货第三次结算试运行：储能报量不报价或报量报价参与，实时节点电价结算。电动车：6 月比亚迪销量 38.3 万辆，同环比+12%/0%；吉利电动车销量 12.2 万辆，同环比+86%/-11%；上汽集团销量 12.1 万辆，同环比+30%/-3%；鸿蒙智行销量 5.3 万辆，同环比+14%/19%；小鹏销量 3.5 万辆，同环比+224%/3%；理想销量 3.6 万辆，同环比-24%/-11%；零跑销量 4.8 万辆，同环比+139%/7%；小米销量 2.5 万辆+；小鹏 G7 正式上市，首发标准版售价 19.58 万起；广汽集团在印尼启动电动汽车生产；宁德时代在印尼启动 60 亿美元电池项目；宁德时代电池在问界超级工厂正式投产，采用“厂中厂”合作模式；本田将停止开发电动 SUV；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 25.08 万/吨，0.6%；百川金属钴 25.30 万/吨，-0.6%；镍：上海金属网 12.39 万，1.1%；碳酸锂：SMM 工业级 6.07 万/吨，+1.9%；前驱体：SMM 四氧化三钴 20.40 万/吨，-0.1%；三元 523 型 7.75 万/吨，0.6%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.07 万/吨，1.3%；三元 811 型 14.45 万/吨，-1.0%；三元 622 型 12.65 万/吨，-0.8%；负极：百川石油焦 0.25 万/吨，+0.2%；六氟磷酸锂：SMM 5.16 万/吨，-0.3%；新能源：特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段；工信部 7 月 3 日与 14 家光伏企业一把手开会，参会人士：如后续仍低于成本价销售可能会重罚；7 月 2 日硅料报价上涨 N 型复投料报价 36 元/kg；7 月 1 日中央财经委会议指出，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；上能电气助力黑龙江风储项目顺利并网。本周硅料 36.00 元/kg，环比持平；N 型 210R 硅片 1.01 元/片，环比-1.94%；N 型 210 硅片 1.20 元/片，环比-4.00%；双面 Topcon 182 电池片 0.29 元/W，环比-2.13%；双面

Topcon182 组件 0.68 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 18.50/10.75 元/平，环比-1.33%/-2.27%。风电：运达股份与巴西知名开发商达成合作，正式签署 5.4GW 风机优先采购协议。本周招标 1.69 GW：陆上 1.69 GW/海上暂无；本周开/中标暂无。本月招标 1.49 GW，同比-56.85%：陆上 1.49 GW/海上暂无，同比-56.85%。25 年招标 51.44 GW，同比-6.22%：陆上 45.69 GW/海上 5.75 GW，同比-10.56%/同比+34.35%。本月开标均价暂无。电网：蒙西-京津冀±800kV 直流输电工程取得核准批复。公司层面：科达利：大亚盛德拟减持不超过 382.5 万股，占比约 1.4%；比亚迪：6 月销 38.3 万辆，同环比+12%/+0.03%，含海外销 9.0 万辆，同环比+232%/+1.2%；欣旺达：拟发行 H 股股票并在香港联交所主板上市；埃斯顿：拟发行 H 股股票并在香港联交所主板上市；运达股份：公布 2024 年权益分配实施方案，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元，共计派发 4721.58 万元；赣锋锂业：为控股子公司 Minera Exar 分别向平安银行和澳门国际银行申请开立合计 10,500 万美元的融资性保函；三星医疗：子公司奥克斯智能科技预中标南方电网公司 2025 年配网设备第一批框架项目，预计中标金额 3.06 亿元。投资策略：机器人：Musk 回归后整顿团队，推动方案调整，短期订单变化不改中长期放量趋势；初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25-26 年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：6 月国内主流车企电动车销量 96.2 万辆，同环比+29%/-1%，阶段性放缓，但考虑车企价格战持续，且购置税年底退坡，全年销量仍预计 30% 增长；6 月欧洲 8 国电动车合计销量 20.7 万辆，同环比增长 19%/16%，销量持续强劲，全年销量预期上修至 25%；国内储能强装后需求仍平稳，爆款车型上市提前备货，行业 7 月排产明显向上，旺季提前，板块仍处于估值底部，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长 20-30%，国内储能因政策调整将催生高质量增长方式今年预计依然保持 20-30% 增长超预期；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-40%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：531 抢装结束后，国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，主链价格基本跌到现金成本，或为供给侧改革的合适时机，硅料有望再次成为主要抓手；因 1-5 月国内装机 198GW 超预期，修订今年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、阳光

电源(逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、科达利(结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、璞泰来(负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先)、海博思创(国内大储龙头优势明显、积极开拓海外储能)、宏发股份(继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、微型丝杠大客户订单上量)、北特科技(汽零稳步增长、丝杠具备领先优势)、厦钨新能(钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量 and 价格见底盈利好转)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、斯菱股份(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、麦格米特(多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、祥鑫科技(汽零和结构件稳健、积极布局人形)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、东方电缆(海缆壁垒高格局好、海风项目开始启动)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成逐步恢复)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、日月股份(大铸件紧缺提价可期、盈利弹性大)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、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)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、金盘科技(干变全球龙头、海外全面布局)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管

理改善)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、震裕科技、艾罗能源、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注:英联股份、峰岹科技、凌云股份、宏工科技、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、链升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL中环、弘元绿能、东方日升等。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
研究助理:许钧赫)

机械设备行业跟踪周报:持续推荐固态电池催化的锂电设备;关注人形机器人灵巧手进展

1.推荐组合:北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、HJT 整线设备龙头、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点: 【固态电池设备】固态电池 0-1 快速发展,产业化初期设备商优先受益 固态电池具备高能量密度&高安全性,未来应用场景广阔。固态电池与液态电池的本质区别在于电解质的形态,全固态电池具备高能量密度、高安全性等优势,当前半固态电池开启规模化装车,全固态电池预计 2027 年开始小批量上车,2030 年后规模化应用于储能领域,低空经济&人形机器人也有望打开应用空间。我们预计固态电池 2025 年陆续完成中试,2026-2027 年陆续小批量装车,2028-2029 年形成规模化量产。全固态电池干法工艺为主线,打开设备全新需求空间。前道、中道、后道均有变化:(1)前段变化最大,主要在于电解质膜和极片制作工艺上,全固态电池干法工艺增加了干法混合、干法涂布环节实现固态电解质膜制备,不再需要使用溶剂,也不存在烘干环节。(2)中段电芯装配环节:全固态电池采用“叠片+极片胶框印刷+等静压技术”取代传统的液态电池卷绕工艺,并删减了注液工序;(3)后段化成分容环节:从液态电池化成分容转向全固态电池所需的高压化成分容。投资建议:(1)先导智能:率先打通整线设备,中试线级别整线已量产。(2)赢合科技:深度布局前道设备,已向龙头出货中试设备。(3)曼恩斯特:完成干法+湿法设备双线布局,已在多家客户端验证。(4)纳科诺尔:辊压设备先发优势显著,携手产业共同研发。(5)联赢激光:激光焊接龙头有望受益固态电池装配设备需求量提升;(6)利元亨:完成整线设备布局,硫化物路线整线交付广汽;(7)先惠技术:携手固态电池先发玩家,布局辊压机。 【人形机器人】兆威机电新一代 17 自由度全驱灵巧手发布,灵巧操作能力再上台阶 7 月 5 日兆威机电首次公开发布 DM 系列 17 自由度全驱动灵巧手。(1)驱动方面:DM 系列 17 自由度直驱系列手指根部采用自研空心杯电机(功率密度 $>0.5\text{W/g}$,转动惯量极低),指关节处采用步进电机。(2)传动方面:DM 系列 17 自由度直驱系列手指根部采用一级行星齿轮箱减速,使用滚珠丝杠+推杆将旋转运动转为直线运动。指关节处为特殊设计步进电机,电机转轴替换为滚珠丝杠直接与推杆连接,高度集成体积小适配指关节。(3)编码器:DM 系列控制系统高度集成,17 个电机的驱动控制集成在一张控制板上,置于手背处。电

机编码器采用磁编板，拥有 14 位绝对角度。(4) 传感器：采用压阻式技术路线（福莱新材、途见科技等合作），集成了压/温敏晶体管，可感知垂直力/温度/湿度。感知灵敏度高达 0.02N/c m²，采样频率大于 100Hz，寿命在 100 万次以上。灵巧手系人形机器人最核心的末端执行器，承担了触摸感知和与现实世界交互的重要任务，灵巧手的智能与否很大程度上决定了人形机器人能否真正实现商业化的价值。当前灵巧手技术路线持续迭代，一方面灵巧手自由度不断提升并融合触觉感知能力，另一方面技术路线逐步收敛，电机+减速器+丝杠的技术路线成为主流，灵巧手行业正快速升级迭代走向成熟。我们判断灵巧手的不断成熟将成为人形机器人智能化程度提升的关键驱动力。投资建议：灵巧手&微型传动系统领域推荐【兆威机电】，传感器&电子皮肤领域推荐【福莱新材】。

【叉车】5 月大车内外销同比增速亮眼，关注 Q2 业绩增长确定性强的龙头企业 5 月叉车行业销量 12.3 万台，同比增长 12%，其中内销 7.9 万台，同比增长 9%，外销 4.4 万台，同比增长 17%。5 月叉车大车销量 5.2 万台，同比增长 10%，内销 3.6 万台，同比增长 10%，出口 1.6 万台，同比增长 11%，受益于国内出口类企业需求增加、大车基数下降，国产叉车海外渠道继续拓展，大车内外销表现均亮眼，龙头 Q2 业绩增长确定性高。中期看，大型语言模型时代下，人工智能模型快速发展，为“AI+物流”的发展模式提供现实背景和技术支持，叉车为仓储物流业核心搬运设备，无人化和智能化持续推进。产业链角度建议关注（1）叉车龙头：【安徽合力】与华为、顺丰、京东集团均有战略合作协议，以智慧物流为核心开展全方位合作，【杭叉集团】组建了杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群，形成涵盖了 AGV、立式存储和软件集成系统在内的智能物流整体解决方案，【中力股份】先后投资成都睿芯行（智能视觉安全和定位）、浙江科钛（叉车无人驾驶及物流自动化解决方案）、深圳有光图像（VSLAM 定位导航技术）等，技术储备领先。（2）领先集成商【昆船智能】【音飞储存】【兰剑智能】，（3）核心控制器供应商【仙工智能（拟上市）】，（4）AGV/AMR 等智能仓储物流机器人领先供应商【极智嘉科技（拟上市）】【斯坦德机器人（拟上市）】。

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：李文意
证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天）

原油周报：OPEC+或将在八月继续增产

n【美国原油】 n1) 原油价格：原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 68.2/66.3 美元/桶，较上周分别-0.2/+0.6 美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.2/4.2/4.0/0.2 亿桶，环比+408/+385/+24/-149 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1343 万桶/天，环比 0 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 425 台，环比-7 台。美国活跃压裂车队本周 179 部，环比-3 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1711 万桶/天，环比+12 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 94.9%，环比+0.2pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 692/231/461 万桶/天，环比+98/-197/+294 万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 88/99/89 美元/桶，环比-1.2/+1.9/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 20/31/21 美元/桶，环比 0.0/+3.1/-3.9 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.3/1.0/0.5 亿桶，环比+419/-171/+63 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 962/4503/192 万桶/天，环比-49/+25/-5 万桶/天。

n4) 成品油需求: 美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 864/404/173 万桶/天, 环比-105/+25/+3 万桶/天。 n5) 成品油进出口: ①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 17/78/61 万桶/天, 环比-8/+2/+10 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 12/135/124 万桶/天, 环比+5/-30/-34 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 7/17/9 万桶/天, 环比+6/-9/-15 万桶/天。 n【相关上市公司】推荐: 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); 建议关注: 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)。 nn【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: 周少玟)

医药生物行业跟踪周报: PD1/VEGF 双抗引领新一代 IO, 建议关注康方生物、神州细胞等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 3.9%、10%, 相对沪深 300 的超额收益分别为 3.0%、8.9%; 本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 5.0%、62%, 相对于恒生科技指数跑赢 7.3%、44%; 本周 A 股化药 (+5.2%)、生物制品 (+4.6%)、原料药 (+5.8%) 及医疗服务 (+5.4%) 等股价涨幅较大, 中药 (+1.34%)、医药商业 (+3.2%) 及医疗器械 (+2.2%) 等股价涨幅相对较小; 本周 A 股涨幅居前塞力医疗 (+55%)、广生堂 (+53%)、神州细胞 (+47%), 跌幅居前百济神州-U (-9.9%)、易明医药 (-8.8%)、ST 中珠 (-5.9%); 本周 H 股涨幅居前华昊中天医药-B (+95%)、正大企业国际 (+41%)、圣诺医药 (+36%), 跌幅居前阿里健康 (-13%)、科济药业-B (-9%)、乐普生物-B (-6%)。医药板块表现特点: 本周医药板块持续反弹, 其中创新药大涨, 恒生生物科技近创新高。 PD1/VEGF 双抗是二代 IO 治疗中最受人关注的组合: PD-(L)1 抑制剂帕博利珠单抗 (K 药) 凭借优秀的疗效占据大部分份额。但随着 PD1/VEGF 双抗的出现, 更多临床试验已证明其是足以与 K 药相抗衡的品类。康方生物的依沃西在 III 期临床 PD-L1+晚期 NSCLC 适应症中头对头击败 K 药, PFS 接近翻倍 (5.8m vs 11.1m)。其合作伙伴 Summit 也在同步开展全球注册临床。三生的 SSGJ-707 紧随其后, 在 25 年 5 月完成对辉瑞的授权合作, 凭借 12.5 亿美元的首付款刷新中国对外 BD 金额纪录。目前国内的 PD-L1/VEGF 双抗出海后劲十足, 华海制药、君实生物、神州细胞和荣昌生物等企业的成熟产品仍然尚未 BD, 且还有大量在研管线推进中。而康方生物和三生制药则进入商业化兑现期, PD1/VEGF 双抗未来有望复刻 PD-(L)1 抑制剂的商业成功。 国产首个! 正大天晴「重组人凝血因子 VIIa」获批上市; 正大天晴 HER2 双抗首次开启 III 期临床: 7 月 3 日, 国家药品监督管理局 (NMPA) 官网显示, 正大天晴的注射用重组人凝血因子 VIIa (TQG203) 已获批上市, 适应症为抑制物阳性先天性血友病 A 或 B 患者以及某些特定类型罕见出血性疾病患者群体出血的治疗和外科手术或有创操作出血的防治。7 月 4 日, 药物临床试验登记与信息公示平台显示, 正大天晴启动了一项评估 TQB2930 联合研究者选择的化疗对比曲妥珠单抗联合研究者选择的化疗治疗

HER2 阳性晚期乳腺癌的随机、开放、平行对照、多中心 III 期临床研究。这是该药开启的第一个 III 期临床研究。具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等。具体标的选择思路：从 PD1/VEGF 双抗角度，建议关注：神州细胞、华海药业、荣昌生物、君实生物等。从成长性角度，建议关注博瑞医药、信达生物、联邦制药、百济神州、恒瑞医药、泽璟制药、三生制药、百利天恒、康方生物、科伦博泰、迪哲医药、海思科等。从上游科研服务角度，建议关注百普赛斯、皓元医药、金斯瑞生物、奥浦迈等。从低估值角度，重点推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度：关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度，关注诺泰生物、普洛药业、奥锐特、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

非银金融行业跟踪周报：继续看好保险股估值修复；期待非银中报较好表现

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2025 年 06 月 30 日-2025 年 07 月 04 日）非银金融板块各子行业中仅保险行业跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 1.73%，证券行业下跌 0.65%，多元金融行业下跌 1.32%，非银金融整体上涨 0.03%，沪深 300 指数上涨 1.54%。 证券：交易量同比大幅提升；IPO 市场温和复苏。1）7 月交易量同比大幅提升。截至 7 月 4 日，7 月日均股基交易额 16283 亿元，较上年 7 月上涨 114.75%，较上月增长 6.26%。截至 7 月 3 日，两融余额 18591 亿元，同比提升 26.12%，较年初下降 0.29%。截至 7 月 04 日，7 月 IPO 发行 1 家，募集资金 8.40 亿元。2）2025 上半年新股发行节奏温和回升，共计 24 家券商发行 IPO 项目。2025 年上半年证券行业共发行 48 家 IPO，募资总额为 357.90 亿元，同比增长 20.49%。从 IPO 受理量的变化情况来看，2025H1 共有 175 家企业 A 股 IPO 获受理，同比增幅达 447%。3）创业板明确“轻资产、高研发投入”认定标准。6 月 30 日，深交所发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指引第 8 号——轻资产、高研发投入认定标准》，进一步鼓励企业加大研发投入，提升科技创新能力。具体内容包括①明确“轻资产”认定标准；②明确“高研发投入”认定标准；③明确负面情形。4）7 月 4 日证券行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。 保险：寿险保费持续高增长；监管关注普惠金融发展。1）金监总局披露 5 月保费，寿险保费增速持续向好，财险业务表现稳健。2025 年 1-5 月人身险原保费 24473 亿元，同比+3.7%；5 月单月人身险公司保费同比+16.6%，较 4 月增速继续提升。1-5 月产险公司保费达 7805 亿元，同比+5.2%；5 月单月产险公司保费达 1320 亿元，同比+5.4%，增速基本稳定。2）金监总局、人民银行联合发布《银行业保险业普惠金融高质量发展实施方案》。推进保险公司专业化体制机制建设，要求保险公司建立健全普惠保险管理体制；丰富普惠保险产品供给，推动农业保险持续“扩面、增品、提标”，开发推广适应小微企业需求的财产保险、责任保险、出口信用保险等产品，推动保险公司加大对农民健康保险、养老保险、意外伤害保险、人寿保险等人身保险产品供给。探索对普惠保险产品的精算回溯，为“三农”、小微企业、特定群体等提供质优价廉的保险产品。3）保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 07 月 04 日保险板块估值 0.66-0.97 倍 2025E P/EV，处于历史低位，

行业维持“增持”评级。多元金融：1) 信托：截至 2024 年末，全行业信托资产规模 29.56 万亿元，同比增长 23.58%。2024 年信托行业利润总额为 231 亿元，同比降幅为 45.5%。2) 期货：6 月全国期货交易市场规模成交量为 7.40 亿手，成交额为 52.79 万亿元，同比分别增长 28.91% 和 17.40%。5 月全国期货公司实现净利润 8.20 亿元，同比增长 19.88%，环比增长 4.46%。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。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) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存持续去化，旺季煤价触底上行

行业近况 本周(6月30日至7月4日)港口动力煤现货价环比上涨 3 元/吨，报收 623 元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量 180.13 万吨，环比上周增长 9.23 万吨，增幅 4.87%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有增长。需求端，本周环渤海四港区日均调出量 192.64 万吨，环比上周下降 5.31 万吨，降幅 2.68%；日均锚地船舶共 98 艘，环比上周减少 1 艘，降幅 1.01%。库存端，环渤海四港区库存 2733 万吨，环比上周下降 91 万吨，降幅 3.21%。港口本周日均调出量环比下降，主要受工业用电需求较弱影响，整体库存绝对值下行，已逐步接近历史正常水平。我们分析认为：煤炭价格目前主要受库存较高且工业用电需求较弱影响导致上涨动能有限，我们预计伴随高温天气持续，旺季来临，煤价或有进一步触底上行可能。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，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 证券分析师：米宇)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：行情轮动较快，存在结构性机会

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.6.30-2025.7.4) 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：红利指数(2.08%)，中证红利(1.93%)，万得微盘股日频等权指数(1.89%)；排名后三名的宽基指数分别为：北证 50(-1.71%)，科创 50(-0.35%)，科创综指(0.50%)。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：大盘价值(1.94%)，中盘价值(1.87%)，金融(风格.中信)(1.86%)；排名后三名的风格指数分别为：成长(风格.中信)(0.91%)，稳定(风格.中信)(0.92%)，巨潮小盘(0.94%)。申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：钢铁(5.06%)，建筑材料(3.96%)，银行(3.77%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为：计算机(-1.28%)，非银金融(-0.72%)，美容护理(-0.55%)。A 股市场行情展望：(2025.7.7-2025.7.11) 观点：行情轮动较快，存在结构性机会。月度宏观模型 7 月份评分为-5 分，代表模型预测 7 月份风格上可能大盘价值相对占优，同时万得全 A 指数则可能在 7 月份出现一定的调整。历史上模型出现-5 分时，当月正收益率概率为 16.67%，平均收益率为-2.86%。技术择时模型则显示，当前万得全 A 指数风险度为 92.71，综合动量

分数为 65.30，表明万得全 A 仍然趋势良好，但相对位置可能有些偏高。此外中证 2000 指数本周触发局部顶左侧信号，代表中证 2000 指数发出一定的警示信号（关注量化新规对小微盘的影响）。结构上，我们认为红利风格可能仍然是后续确定性较高的方向，尤其是银行板块在 6.30 中报节点后，继续表现强势。另外日历效应显示，申万一级行业在 7 月份钢铁（高温减产）、有色金属（美联储可能降息）、国防军工（阅兵）都表现相对优秀，也是后续值得关注的板块。港股方面，受到港元弱方兑换保证的影响，和 AH 溢价指数表现的影响（截至 2025 年 7 月 25 日，技术择时模型中 AH 溢价指数的风险度为 10.64，存在进一步反转上涨的可能），近期可能出现 A 股阶段性强于港股的情况。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现相对震荡的行情，绝对收益方面的大级别行情出现的可能较小，但结构行情仍然会出现涌现。因此从基金配置的角度，我们建议进行均衡型的 ETF 配置。风险提示：1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍）

推荐个股及其他点评

亨通光电 (600487): 光通信与能源主业双轮驱动，海缆成长动能十足
投资要点 光通信龙头，海洋通信与能源业务起量促增长。公司成立于 1999 年，以光纤光缆业务起家。2006 年，公司定增募集资金研发光纤预制棒，2010 年研发成功实现量产；2020 年收购华为海洋 51% 股权，拓展海洋通信领域。能源业务方面，2009 年成立子公司亨通高压海缆公司布局电力传输业务，2013 年加强超高压电缆及海缆产品研发，同时布局海洋工程等业务。2024 年实现营业收入 600 亿元、同比增长 26%；净利润 27.7 亿元、同比增长 29%。公司建立长期激励机制。公司长达数十年执行激励方案，近期的激励方案包括：1）2022 年 11 月员工持股计划，参与对象 246 人，受让 960 万股。2）2024 年 9 月发布限制性股票激励计划（草案），拟授予 2155 万股股份，激励对象本计划公告时在公司或下属子公司任职的部分核心骨干人员。按照激励触发值计算，24~26 年度营业收入目标为 533.4、571.5、609.6 亿元，同比增速为 12.0%、7.1%、6.7%；24~26 年度归母净利润目标为 25.0、26.7、28.4 亿元，同比增速为 16.0%、6.9%、6.5%，对比 22 年员工持股目标进一步上调，彰显公司长期发展信心。海风：深远海风开发潜力大，欧洲海风打开空间。世界银行集团报告显示我国海风发展潜力达到 2982GW，其中固定式 1400GW、漂浮式 1582GW。近 2~3 年受江苏、广东标志性项目影响，海风装机有所放缓；24 年装机仅 4GW 同比下滑，预计 25 年相关标志性项目进入实质性拐点，海风装机有望起量至装机 10~12GW，同比翻倍以上。随着深远海规划落地、国管海域相关管理办法出台，深远海项目的开发有望加速，深远海空间较大。欧洲方面，2022 年碳中和背景下，俄乌冲突引发能源危机，海外各国纷纷加码海上风电。历年欧洲海风装机单年新增规模约 3~4GW；根据 GWEC 预测，25 年底欧洲海风装机将有所起量，26~28 年新增装机分别达到 8.4、6.5、6.7GW，2029 年 9.7GW，2030 年 11.8GW。海缆：深远海趋势带动海缆价值量提升，高壁垒铸就稳定竞争格局。深远海发展之下，离岸距离提升将带来海缆用量提升。此外，超高电压等级产品 500kV 交流、±500kV 柔性直流将成为深远海项目的趋势，即使考虑柔直海缆价值量下降的问题，我们测算 2024、

2025 年海缆市场规模 71、141 亿元，同比增长 7%、99%；2030 年海缆市场规模达到 323 亿元，2025~2030 年年均复合增速 18%，与海风装机复合增速基本一致。海缆对码头资源、敷设和运输专业设备有较高要求，具有较高的准入壁垒；而目前仅一线企业具备高电压等级产品生产经验，以及软接头经验，一线企业格局稳定向上。 光通信：国内需求稳定，海外市场带来增量。国内方面，我国三大电信运营商资本开支稳定。近几年三大运营商资本开支保持稳步增长的趋势。5G 网络建设稳步推进，千兆光纤网络加快发展，渗透率快速提升，促进光通信业务稳步发展。海外方面，全球数字化进程加速，各国不断强化对通信网络基础设施建设投资。Reports and Data 报告显示，预计到 2030 年，全球光纤市场规模将达到 111.8 亿美元，年均复合增速 9.3%。智能电网：用电需求稳中有升，智能电网占比提升。我国电力消费规模逐年增长，全社会用电量由 2011 年的 4.69 万亿千瓦时增长至 2023 年的 9.22 万亿千瓦时，预计 2024 年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时，同比增长 6%，用电需求稳步增长。预计智能电网传输在电网建设中份额不断提升；新能源装机不断增加，同样催生特高压电网的电缆需求。公司竞争优势：跻身海缆龙头地位，横向拓展海工业务。24 年期间，公司加快推进江苏射阳海底电缆生产基地一期产能提升；同时，积极推动射阳基地二期和揭阳海洋能源生产基地的项目建设。施工能力方面，公司拥有多艘海上施工船，拥有海上风电系统解决方案及服务能力，是国内能够提供完整生命周期服务的海底电缆厂商之一。截至 24 年底，公司拥有海底电缆、海洋工程及陆缆产品等能源互联领域在手订单金额约 180 亿元。海洋通信方面，公司是全球前三具备海底光缆、海底接驳盒、中继器、分支器研发生产制造能力、跨洋通信网络系统解决方案提供能力以及跨洋通信网络系统建设能力的全产业链公司。截至 24 年底，公司拥有海洋通信业务相关在手订单金额约 55 亿元。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.8/38.5/43.0 亿元（2025~2026 年预测前值为 34.5/39.5 亿元），同比 +22%/+14%/+12%，对应 PE 为 11.5/10.19.1x。考虑到公司海缆/光缆业务均处于龙头位置，客户积累深厚，具备成长空间，给予公司 25 年 16xPE，对应目标价 21.92 元/股，维持“买入”评级。 风险提示：上游原材料价格波动风险、光纤光缆需求不及预期风险、国际贸易格局变化风险、市场竞争加剧风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：张良卫
证券分析师：陈海进 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

道通科技（688208）：2025 半年度业绩预告点评：业绩超预期，继续看好“出海+AI”成长曲线

投资要点 事件：公司发布业绩预告，预计 2025H1 实现扣非归母净利润 4.55-4.85 亿元，同比+57.3%至 67.7%，对应 2025Q2 实现扣非归母净利润 2.58~2.88 亿元，中值 2.73 亿，对应同比+66.3%，环比+38.9%。公司业绩超出市场预期。 各产品线齐发力，助力业绩增长。数字维修业务方面，得益于“维修大模型”和 AI Agents 等前沿技术的应用，新一代综合诊断终端 UltraS2 及 ADAS 标定系统等产品竞争力凸显，实现量价齐升，同时 TPMS 产品也因广阔的后市场空间而保持高速增长。数字能源业务方面，公司凭借在产品、技术、品牌及全球供应链等方面的综合优势，在欧洲、美国等全球主要市场取得能源、交通、停车场运营、酒店公寓等多个行业顶级客户的重要突破。充电桩海外进展不断，订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破，与能源巨头壳牌（Shell）合作，充电桩产品正式在荷兰的国家级大型

公共充电项目中投入使用，标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络，验证了其产品的竞争力与本地化适配能力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影，公司充电桩业务有望持续增长。 AI 赋能核心业务，依托华为生态加速商业化。在 HDC 大会上，道和通泰机器人作为华为云生态的重要合作伙伴，展示了“空地一体具身智能解决方案”。该方案依托公司自研的“AI 大脑”，能够驱动无人机与地面机器人集群实现自主协同作业，且已在智慧能源、智慧交通等领域实现落地应用。我们认为公司 AI 赋能核心业务已进入收获期，同时公司深度绑定华为生态，其“空地一体具身智能解决方案”有望加速商业化进程，为公司打开长期成长空间。 盈利预测与投资评级：公司三项业务全面铺开，AI 有望对新、老业务全面赋能。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.8/11.8 亿元的预期，2025 年 7 月 4 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期；国际局势不确定性。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

巨人网络（002558）：《超自然行动组》流水超预期，看好新游周期带来戴维斯双击

投资要点 事件：2025 年 7 月 4 日，公司多人组队休闲摸金游戏《超自然行动组》iOS 游戏畅销榜排名跃升至第 10 名，创新高，产品表现超预期。 老游流水稳健，构筑业绩基本盘。公司重点游戏流水总体稳定，对应 2025Q1 公司营收 7.24 亿元，同比增长 3.94%，同时合同负债同环比增加 2.90、1.28 亿元至 2.90 亿元。分产品来看：1）《原始征途》于 2025 年 1 月正式开启小程序买量投放，带来流水增量；2）2024 年 2 月上线的小程序游戏《王者征途》微信小程序游戏畅销榜排名较为稳定；3）长线老游《球球大作战》较 2024 年高基数有所自然回落，2025/1/1-2025/7/4 iOS 游戏畅销榜平均排名 81 名，较去年同期的 68 名有所自然回落。 《超自然行动组》用户规模、流水持续创新高，有望贡献显著业绩增量。《超自然》是公司自研的微恐题材多人组队欢乐摸金游戏，玩家可 1-4 人组队进入局内“搜打撤”，躲避应对怪物、团队协作、完成寻宝并撤离。《超自然》于 2025 年初开启不删档付费测试，后凭借题材、玩法出圈、社交裂变，用户规模、流水不断增长，2025/7/4 新皮肤上线及版本更新，其 iOS 游戏畅销榜跃升至第 10 名，创新高，同时登顶 TapTap 热门下载榜第 1 名。我们认为《超自然》作为一款大 DAU 社交休闲游戏，暑期是用户进一步破圈的重要档期，项目组已于 2025/6/29 首曝新地图“昆仑秘境”，包括新地图、新大金、新机制、新怪物，看好海量内容更新驱动其下载量、流水持续创新高。利润率方面，当前《超自然》并未上线安卓渠道服，同时通过主播直播等内容营销进行获客，我们预计产品渠道成本、销售费用率均处低位，预计产品利润率显著高于存量老游，因此看好《超自然》自 2025 年起带来显著业绩弹性。 关注新游驱动估值中枢提升。

《超自然》长线表现可期：1）公司存量游戏长线表现出色，其中休闲赛道的《球球大作战》《太空杀》已为公司积累大 DAU 产品运营经验；2）产品层面，《超自然》已推出 PVPVE 多队模式玩法，“与人斗其乐无穷”，看好 PVP 等玩法持续迭代，提升产品社交、竞技属性，进而拉长产品生命周期。我们认为若《超自然》成为公司又一长青游戏，一方面将显著增厚业绩基本盘、增强业绩稳定性，另一方面将验证公司产品类扩张及研发能力，将为公司估值带来一定溢价。 盈利预测与投资评级：《超自然》流水表现超预期，我们上修 2025-2027 年归母净利润至 19.68/28.45/30.64 亿元（前值为 16.43/17.90/19.20 亿元），对应

当前股价 PE 分别为 25/17/16X, 对比美股日股重点游戏公司 (Konami、SEGA、CAPCOM、BANDAI NAMCO、NINTENDO、SQUARE ENIX、KOEI TECMO、NEXON、EA) 2026/2027 财年平均估值 33/28 倍 (截至 2025/7/4, 彭博一致预期), 公司当前估值仍具性价比。我们看好公司赛道品类突破, 持续关注《超自然》长线表现, 有望带来公司戴维斯双击, 维持“买入”评级。风险提示: 新游流水不及预期风险, 老游流水超预期下滑风险, 行业竞争加剧风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 陈欣)

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>