

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-25

宏观策略

2025 年 06 月 25 日

宏观点评 20250624: Risk-off 阶段开启, risk-on 后转向成长

轮动变化的节奏来看,当前资金形态和风格节奏与 2024 年年初、2024 年年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主,随后在量能逐步收窄的过程中,向上游资源、金融轮动,随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹,最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变,后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导,经历过小盘的提升后,随着小盘轮动到极值,逐步向大盘价值、稳定板块切换,短期以防御模式应对。参考今年以来 ETF 净流入的方向,防御模式下 A50、沪深 300 指数作为底仓,优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。在政策力度加强、市场明朗后,下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块,往政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中,大概率风格会向计算机(AI)、机械设备(机器人)、生物医药(创新药)等方向靠拢。风险提示:经济数据改善节奏不及预期,中美关系超预期变化,地缘政治风险

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250622: 周观: “低波动” 现状难掩利率趋势下行力量 (2025 年第 24 期)

债市延续“低波动”状态,利率上行还是下行力量更强? 本周(2025.6.16-2025.6.20), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.642%下行 0.4bp 至 1.638%。周度复盘: 周一(6.16), 5 月经济数据公布, 其中社零当月同比 6.4%, 略超预期, 主要得益于 618 的提前和消费补贴, 债市并未受经济数据公布的影响, 延续窄幅波动。此外, 今日央行 4000 亿元的 6 个月期买断式逆回购落地, 资金面延续宽松, 支撑债市情绪, 全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.2bp。周二(6.17), 早盘资金面延续宽松, 随后市场受两则消息影响, 一是央行即将重启国债买卖, 二是短久期国债将纳入存款准备, 10 年期国债活跃券收益率迅速下行。同时, 陆家嘴金融论坛即将召开, 此前已有预告将公布重大金融政策, 市场对货币政策的进一步宽松仍有期待, 全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.65bp。周三(6.18), 陆家嘴论坛召开, 本次潘行长发言围绕金融开放, 并未涉及货币政策方面的话题, 市场对于增量政策的期待落空, 全天 10Y 国债活跃券收益率上行 0.35bp。周四(6.19), 午后市场传言银行对长债的买入存在限制, 影响债市情绪, 收益率上行, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.35bp。周五(6.20), 早盘资金面延续宽松, 加之国债一级发行热情较高, 活跃券收益率下行, 午后买入国债传言再起, 收益率有所上行, 全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.25bp。周度思考: 短期内利率仍然在窄幅震荡, 但我们认为得益于流动性宽松, 利率下行的逻辑在即将到来的 1 个月中较为顺畅。第一, 债券发行高峰将结束, 流动性“被动式”宽松, 7 月资

金面无虞。回顾二季度，国债和地方专项债接续支持财政发力。截至6月20日，国债4-6月的发行量分别为1.47万亿元、1.52万亿元和1.56万亿元，地方专项债4-6月的发行量分别为2300亿元、4400亿元和3800亿元，5-6月均出现放量情况。根据我们在《财政发行先行下的国债供给测算》中的预测，在一般国债和特别国债的共同推动下，下一轮的国债供给高峰将出现在8-9月。同时，“自审自批”省份倾向于将大部分专项债额度放至6月前，以留下更多余地进行资金的落地使用。美国25年5月零售销售、6月费城联储制造业指数、5月工业产出指数、6月14日当周首次申请失业救济人数及6月7日持续领取失业金数据公布，后市美债收益率如何变化？上

固收点评 20250622：绿色债券周度数据跟踪（20250616-20250620）

本周（20250616-20250620）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券26只，合计发行规模约431.52亿元，较上周增加26.20亿元。绿色债券周成交额合计873亿元，较上周增加251亿元。

固收周报 20250622：转债策略以守为主

上周（0616-0620）海外以伊冲突继续发酵，从市场表现来看，黄金、原油冲高回落，美债收益率全线走低，押注相对谨慎克制。我们整体延续前周观点，特朗普政权或存在支持以伊冲突延续一段时间的合理动机，包括但不限于转移国内焦点，缩小货物贸易逆差，以及增加同欧洲谈判筹码。美债观点方面，我们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。国内权益整体震荡走弱，高位抱团板块波动放大，交投相对寡淡，在整体避险情绪仍较重的氛围下，新消费、创新药、算力/人工智能仍是为数不多的值得深耕的方向。转债整体同步承压，同上周相似，低价大盘高评级标的整体表现相对稳健，显示配置策略上偏保守的特征。我们认为临近转债信评调整季叠加中报披露季，上述保守策略或继续占据主流。

固收点评 20250622：二级资本债周度数据跟踪（20250616-20250620）

本周（20250616-20250620）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本2只，发行规模为40.00亿元。二级资本债周成交量合计约2545亿元，较上周增加110亿元。

固收点评 20250620：锡振转债：汽车车身结构件制造主力军

我们预计锡振转债上市首日价格在123.58~137.42元之间，我们预计中签率为0.0018%。

行业

推荐个股及其他点评

厦钨新能（688778）：核心业务稳步增长，硫化锂打造固态电池核心壁垒
盈利预测：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为8.1/9.3/11.2亿元，同比+63%/+15%/+20%，对应PE分别为29/25/21倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先。我们给与公司2025年35x估值，对应目标市值282亿，对应目标价67元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20250624: Risk-off 阶段开启, risk-on 后转向成长

观点 海外波动加剧 中美关系的缓和与反复: 虽然近期特朗普的关税政策有所缓和, 但未来仍存在继续加码的可能。关税是当初特朗普竞选总统时的重要承诺之一, 为了保证共和党在中期选举的席位, 特朗普对待关税的态度始终摇摆不定, 通过反复的关税政策营造一种正在努力为铁锈区选民争取福利的假象。向前看, 尽管当期关税政策阶段性缓和, 中美双方在技术、产业政策和国家安全等领域的深层次分歧仍未解决, 叠加特朗普反复无常的关税政策, 未来中美关系依旧面临较高的不确定性。 伊以冲突扩散引发全球地缘政治风险加剧: 近期, 以色列与伊朗之间的冲突再度升级, 成为全球关注的焦点。6月13日开始, 以色列对伊朗境内的核设施和军事目标实施了大规模打击, 此次冲突是1979年伊朗伊斯兰革命以来双方最大规模直接军事对抗。以色列意图瘫痪伊朗核潜力, 伊朗则转向打击以经济命脉及领导层目标。至6月21日, 美国空袭伊朗三处核设施, 进一步扩大了战争范围。在持续的打击下, 若伊朗封锁霍尔木兹海峡, 可能引爆中东多国参战的全面战争, 全球地缘政治风险可能加剧, 全球市场可能陷入动荡。 Risk-on 驱动力不足, 全球转向 risk-off 阶段: 我们在6月初的报告《市场进入快速轮动末期, 行业风格向稳定板块切换》中曾提示过, 自4月7日中美报复性互征关税以来, 全球权益资产已经几乎完整演绎了“关税灰犀牛”的冲击和逆转交易。5月28日美国国际贸易法院阻止关税政策生效并裁定特朗普越权标志着短期内由关税引起的利好预期几乎释放完毕, 市场对于关税的定价可能已经进入“免疫模式”, 资产价格修复至关税冲击前, 重演4月初未及时完成的资产交易逻辑。6月12日中美达成协议, 随后英国、欧洲与美国达成协议, 但从市场反馈来看, 边际正向影响也有限。这也意味着, 由4月7日关税反转开启的 risk-on 模式驱动力不足, 全球可能转向进入 risk-off 阶段, 风险资产避险价格下行, 黄金、美元等避险资产价格短期可能向上, 中东地缘政治风险可能推动原油价格继续上行。 国内基本面变化的关注点 截止到6月下旬, 国内来看, 相比一季度, 商品消费在节日效应和财政数据的支持下二季度增速不弱, “口红效应”由“新消费”替代, 呈现明显的龙头企业繁荣。贸易摩擦缓和、“抢出口”期结束后, 出口仍然面临至少10%的关税增幅, 出口未来冲击幅度仍存, 基本面走势维持“弱平稳”, 因而市场更趋向于跟随海外事件冲击变化和资金流动来进行交易。 资金流向与资金行为的指引 两融余额自4月7日后几乎维持在1.8万亿附近, 机构资金整体仓位由73.6%下降至69.9%, 增量资金不足, 市场整体呈现板块结构轮动。消费板块的资金体现为白酒向新消费切换, 成长板块的资金轮动体现为AI、机器人向创新药、CPO、稳定币等方向切换, 市场热点轮换速度加快, 缺乏长期主线。 资金行为来看, 成交额成为市场短期交易的重要指引因素, 换手率和成交额的均值持续下行, 市场指数开始向成交额方向靠拢。5月中旬以来市场开启大幅度轮换的过程中, 下跌时成交额放量、上涨时成交额缩量, 证明市场情绪处于偏弱阶段。从行业来看, 各板块无论是否突破前高, 都出现了明显的成交额收缩, 说明行业上行的动力有待加强, 短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显, 因此, 近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前, 市场大盘相对小盘表现有所提升, 也说明场内资金风格在逐步发生变化, 近期市场风格可能由小微盘结构性上涨进入再均衡

的阶段。短期防御模式应对，反攻优选成长 轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 年年初、2024 年年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，经历过小盘的提升后，随着小盘轮动到极值，逐步向大盘价值、稳定板块切换，短期以防御模式应对。参考今年以来 ETF 净流入的方向，防御模式下 A50、沪深 300 指数作为底仓，优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。在政策力度加强、市场明朗后，下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块，往政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中，大概率风格会向计算机（AI）、机械设备（机器人）、生物医药（创新药）等方向靠拢。风险提示：经济数据改善节奏不及预期，中美关系超预期变化，地缘政治风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收周报 20250622：周观：“低波动”现状难掩利率趋势下行力量(2025 年第 24 期)

观点 债市延续“低波动”状态，利率上行还是下行力量更强？本周（2025.6.16-2025.6.20），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.642% 下行 0.4bp 至 1.638%。周度复盘：周一（6.16），5 月经济数据公布，其中社零当月同比 6.4%，略超预期，主要得益于 618 的提前和消费补贴，债市并未受经济数据公布的影响，延续窄幅波动。此外，今日央行 4000 亿元的 6 个月期买断式逆回购落地，资金面延续宽松，支撑债市情绪，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.2bp。周二（6.17），早盘资金面延续宽松，随后市场受两则消息影响，一是央行即将重启国债买卖，二是短久期国债将纳入存款准备，10 年期国债活跃券收益率迅速下行。同时，陆家嘴金融论坛即将召开，此前已有预告将公布重大金融政策，市场对货币政策的进一步宽松仍有期待，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.65bp。周三（6.18），陆家嘴论坛召开，本次潘行长发言围绕金融开放，并未涉及货币政策方面的话题，市场对于增量政策的期待落空，全天 10Y 国债活跃券收益率上行 0.35bp。周四（6.19），午后市场对于银行对长债的买入存在限制的情绪发酵，影响债市情绪，收益率上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.35bp。周五（6.20），早盘资金面延续宽松，加之国债一级发行热情较高，活跃券收益率下行，午后买入国债的情绪再度发酵，收益率有所上行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.25bp。周度思考：短期内利率仍然在窄幅震荡，但我们认为得益于流动性宽松，利率下行的逻辑在即将到来的 1 个月中较为顺畅。第一，债券发行高峰将结束，流动性“被动式”宽松，7 月资金面无虞。回顾二季度，国债和地方专项债接续支持财政发力。截至 6 月 20 日，国债 4-6 月的发行量分别为 1.47 万亿元、1.52 万亿元和 1.56 万亿元，地方专项债 4-6 月的发行量分别为 2300 亿元、4400 亿元和 3800 亿元，5-6 月均出现放量情况。根据我们在《财政发行先行下的国债供给测算》中的预测，在一般国债和特别国债的共同推动下，下一轮的国债供给高峰将出现在 8-9 月。同

时,“自审自批”省份倾向于将大部分专项债额度放至6月前,以留下更多余地进行资金的落地使用。美国25年5月零售销售、6月费城联储制造业指数、5月工业产出指数、6月14日当周首次申请失业救济人数及6月7日持续领取失业金数据公布,后市美债收益率如何变化?上周(0616-0620)海外以伊冲突继续发酵,从市场表现来看,黄金、原油冲高回落,美债收益率全线走低,押注相对谨慎克制。我们整体延续前周观点,特朗普政权或存在支持以伊冲突延续一段时间的合理动机,包括但不限于转移国内焦点,缩小货物贸易逆差,以及增加同欧洲谈判筹码。美债观点方面,我们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5月零售销售环比增长不及预期,陷入较深的萎缩区间;6月费城联储制造业指数环比增长远低于预期,反映企业用工需求显著减弱。美国5月零售销售月率由前值0.1%大幅降至-0.9%,跌幅远超市场预期的-0.6%,为2023年3月以来最大单月降幅,显示整体消费动能显著减弱。其中,汽车类销售环比下滑3.5%;剔除汽车后,5月核心零售销售降幅为0.3%。分项来看,加油站、商超及餐饮业销售额分别环比下降2.0%、0.7%和0.9%。整体来看,关税前景不确定性与高企物价共同抑制了消费者支出。费城联储6月制造业指数环比录得-4.0,持平于前值,低于市场预期的-1.5,持续位于收缩区间。分项数据显示,就业指数降至-9.8,创2020年5月以来新低,反映制造业用工需求大幅收缩。新订单指数回落至2.3,显示市场需求依然疲弱。(2)美国6月14日当周初次申请失业金人数高位回落,6月7日持续领取失业金人数下降;5月工业产出指数环比下降,消费者需求降温。截至6月14日当周,美国初请失业金人数录得24.5万人,较前一周的25万人小幅回落,符合市场预期。同期,续请失业金人数降至194.5万人,环比减少6000人,但高于市场预期的194.1万人,显示劳动力市场在高位运行下略有放缓。整体来看,尽管失业相关指标出现边际改善,但续请人数高于预期反映就业市场仍存一定压力。美国5月工业产出环比下降0.2%,低于前值和市场预期,表明制造业活动动能减弱。最终产品及非工业物料产出指数亦环比下滑0.2%,且已连续三个月下降,进一步印证工业领域需求疲软。(3)美联储货币政策会议决定维持利率不变,降息时点需关注通胀轨迹。美国当地时间18日,美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%之间不变。美联储决策机构联邦公开市场委员会当天在声明中表示,当前美国经济前景仍存在较大不确定性,将继续监控风险因素。美联储主席鲍威尔当天在新闻发布会上表示,美政府关税政策对消费者的影响已开始显现,预计今后数月将更加明显。他表示,当前在售的部分商品是在关税增加前进口的,需要缴纳更多关税的进口产品将逐渐增加。他认为,现在全面评估关税对经济的影响还为时过早。截至6月20日,Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率降至10.3%,9月降息概率升至71.8%。10月份在7月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达41.7%。总的来看,当前市场近期降息预期持续降温,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 20250622: 绿色债券周度数据跟踪 (20250616-20250620)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250616-20250620)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券26只,合计发行规模约431.52亿元,

较上周增加 26.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业、大型民企、其他企业；主体评级多为 AAA、A1 级；发行人地域为福建省、北京市、广东省、天津市、河北省、湖北省、江苏省、广西壮族自治区、海南省、山东省、上海市、云南省、浙江省；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（20250616-20250620）绿色债券周成交额合计 873 亿元，较上周增加 251 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 427 亿元、310 亿元和 119 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 85.63%，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、房地产，分别为 524 亿元、122 亿元和 34 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、江苏省、福建省，分别为 216 亿元、117 亿元和 109 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250616-20250620）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前四的个券为 24 川能投 GN001 (-1.0724%)、22 万科 GN002 (-0.9111%)、25 水能 G1 (-0.8436%)、22 万科 GN001 (-0.8433%)，其余折价率均在 -0.75% 以内。主体行业以房地产、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、湖北省、福建省、山东省多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 蔚能电池 ABN001 优先 (36.9403%)、25 华能水电 GN005(科创债)(0.2762%)、25 海尔智家 MTN002(科创债)(0.2468%)，其余溢价率均在 0.15% 以内。主体行业以金融、建筑、公用事业、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AAA 评级为主，地域分布以广东省、山东省、江西省居多。 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 20250622：转债策略以守为主

上周（0616—0620）海外以伊冲突继续发酵，从市场表现来看，黄金、原油冲高回落，美债收益率全线走低，押注相对谨慎克制。我们整体延续前周观点，特朗普政权或存在支持以伊冲突延续一段时间的合理动机，包括但不限于转移国内焦点，缩小货物贸易逆差，以及增加同欧洲谈判筹码。美债观点方面，我们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。 国内权益整体震荡走弱，高位抱团板块波动放大，交投相对寡淡，在整体避险情绪仍较重的氛围下，新消费、创新药、算力/人工智能仍是为数不多的值得深耕的方向。转债整体同步承压，同上周相似，低价大盘高评级标的整体表现相对稳健，显示配置策略上偏保守的特征。我们认为临近转债信评调整季叠加中报披露季，上述保守策略或继续占据主流。 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、首华转债、海亮转债、浦发转债、合兴转债、好客转债、鹰 19 转债、利群转债、神马转债、中环转 2。 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)

固收点评 20250622：二级资本债周度数据跟踪 (20250616-20250620)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250616-20250620）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本 2 只，发行规模为 40.00 亿元。

发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业、大型民企；主体评级为 AAA；发行人地域为山东省、陕西省。截至 2025 年 6 月 20 日，二级资本债存量余额达 46,475.35 亿元，较上周末（20250613）减少 160.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250616-20250620）二级资本债周成交量合计约 2545 亿元，较上周增加 110 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 01B(BC) (415.41 亿元)、25 中行二级资本债 01BC(334.75 亿元)和 25 农行二级资本债 01A(BC)(243.84 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 2021 亿元、136 亿元和 95 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 20 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：-0.02BP、-0.04BP、-0.02BP；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：-0.04BP、-0.03BP、-0.03BP；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（20250616-20250620）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，折价率前二的个券为 23 稠州商行二级资本债 01 (-0.9174%)、24 广发银行二级资本债 01B (-0.3160%)，其余折价率均在 -0.30% 以内。中债隐含评级以 AAA-、A+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 21 建设银行二级 06 (0.3995%)、21 长城华西银行二级 02 (0.1303%)、20 长沙银行二级 (0.1114%)、20 南昌农商二级 01 (0.1036%)，其余溢价率均在 0.10% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA- 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、上海市居多。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)

固收点评 20250620：锡振转债：汽车车身结构件制造主力军

事件 锡振转债 (111022.SH) 于 2025 年 6 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 5.20 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于廊坊振华全京申汽车零部件项目。当前债底估值为 95.23 元，YTM 为 2.81%。锡振转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.90%、2.30%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.66% (2025-06-18) 计算，纯债价值为 95.23 元，纯债对应的 YTM 为 2.81%，债底保护较好。当前转换平价为 100.3 元，平价溢价率为 -0.31%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 24 日至 2031 年 06 月 17 日。初始转股价 31.98 元/股，正股无锡振华 6 月 18 日的收盘价为 32.08 元，对应的转换平价为 100.31 元，平价溢价率为 -0.31%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.11%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 31.98 元计算，转债发行 5.20 亿元对总股本稀释率为 6.11%，对流通盘的稀释率为 7.07%，对股本摊薄压力较小。观点我们预计锡振转债上市首日价格在 123.58~137.42 元之间，我们预计中签率为 0.0018%。综合可比标的以及实证结果，考虑到锡振转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 123.58~137.42 元之间。我们预计网上中签率为 0.0018%，建议积极申购。无锡振华主营业务为是冲压零部件业务、分拼总成加工业务、模具和选择性精密电镀加工业

务。经过多年的团队建设和生产实践，公司已形成从前期工艺流程设计分析、冲压模具研发、到后期冲压及焊接技术工艺的完整技术体系。近年来，公司与包括上汽集团、上汽大众、上汽通用、特斯拉、理想汽车、联合电子、小米汽车等客户建立了稳定的合作关系，已先后获得上汽通用“装备提升奖”、上汽大通“卓越供应商”、“优秀供应商”等客户奖项。2019年以来公司营收稳步增长，2019-2024年复合增速为10.23%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“N型”波动。2022年度、2023年度及2024年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为93.97%、92.58%和94.60%，占比均较高。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2024年复合增速为27.23%。2024年实现归母净利润3.78亿元，同比增加36.30%。无锡振华从事的主要业务主要由冲压零部件业务、分拼总成加工业务、选择性精密电镀加工业务及模具业务组成。2022年度、2023年度及2024年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为93.97%、92.58%和94.60%，占比均较高。报告期内，公司主营业务收入总体呈增长趋势，经营稳定。无锡振华销售净利率和毛利率不断波动，销售费用率维持低位，财务费用率在略高于行业平均值位置波动，管理费用率整体维持低位。2019-2024年，公司销售净利率分别为6.74%、7.44%、5.75%、4.63%、11.97%和14.93%，销售毛利率分别为20.60%、20.88%、15.80%、15.40%、25.07%和25.87%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

房地产行业跟踪周报：新房成交面积同比下滑，多地放松政策持续出台

投资要点 上周(2025.6.16-2025.6.20)：上周房地产板块(中信)涨跌幅-1.9%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-0.5%、-1.1%，超额收益分别为-1.5%、-0.9%。29个中信行业板块中房地产位列第17。

(1)新房市场：上周36城新房成交面积205.9万方，环比+10.0%，同比-18.5%。2025年6月1日至6月20日累计成交527.4万方，同比-11.0%。今年截至6月20日累计成交4753.2万方，同比-2.8%。

(2)二手房市场：上周15城二手房成交面积169.5万方，环比+1.6%，同比+1.4%。2025年6月1日至6月20日累计成交456万方，同比+7.0%。今年截至6月20日累计成交3853.6万方，同比+19.1%。

(3)库存及去化：13城新房累计库存7816.2万方，环比+0.3%，同比-11.6%；13城新房去化周期为20.5个月，环比变动+0.8个月，同比变动-3.2个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为14.5个月、13.6个月、19.3个月、44.0个月，环比分别变动+0.3个月、+1.2个月、+1.2个月、+0.9个月。

(4)土地市场：2025年6月16日-2025年6月22日百城土地成交建筑面积1571.3万方，环比-24.1%，同比-31.8%；成交楼面价1732元/平，环比+32.0%、同比+30.0%；土地溢价率7.1%，环比+5.6%，同比+3.6%。截至6月22日，2025年累计成交土地建筑面积为49461.5万方，同比-5.2%。周观点：6月第4周新房成交环比上升、同比下降，二手房成交环比上升、同比上升。国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖在国新办新闻发布会上表示，下阶段，要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极主动适应房地产市场供求关系发生重大变化的现实，持续推动城市更新和危

旧房改造，加大“好房子”建设供应力度，促进刚性和改善性住房需求释放，积极构建房地产发展新模式。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

(证券分析师：房诚琦)

公用事业行业跟踪周报：2025年5月全社会用电量同比+4.4%

投资要点 本周核心观点：国家能源局全社会用电量5月同比+4.4%，同比增速较4月4.7%微降0.3pct。5月份全社会用电量8096亿千瓦时，同比增长4.4%。分产业用电看，第一产业用电量119亿千瓦时，同比增长8.4%；第二产业用电量5414亿千瓦时，同比增长2.1%；第三产业用电量1550亿千瓦时，同比增长9.4%。城乡居民生活用电量1013亿千瓦时，同比增长9.6%。1至5月，全社会用电量累计39665亿千瓦时，同比增长3.4%，其中规模以上工业发电量为37266亿千瓦时。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2025/6/20，动力煤秦皇岛5500卡平仓价609元/吨，同比-29.8%，周环比0%。水情：截至2025/6/21，三峡水库站水位149米，2021、2022、2023、2024年同期水位分别为149米、145米、152、148米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量17000立方米/秒，同比上升19.72%，三峡水库站出库流量18200立方米/秒，同比上升63.96%。用电量：2025M1-4全社会用电量3.16万亿千瓦时（同比+3.1%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+10.0%、+2.3%、+6.0%、+2.5%。发电量：2025M1-4年累计发电量2.98万亿千瓦时（同比+0.1%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-4.1%、+2.2%、+12.7%、+10.9%、+19.5%。装机容量：2025M1-4新增装机容量，火电新增1298万千瓦（同比+41.7%），水电新增265万千瓦（同比-2.7%），核电新增0万千瓦（同比持平），风电新增1996万千瓦（同比+18.5%），光伏新增10493万千瓦（同比+74.6%）。投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2) 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】。3) 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】。4) 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】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。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)

燃气II行业跟踪周报：中东局势带动欧美气价上涨，国内气价平稳

投资要点 价格跟踪：中东局势带动欧美气价上涨，国内气价平稳。截至2025/06/20，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 +31.5%/+9.3%/+14%/+0%/+5.9% 至 0.9/3.5/3.6/3.6 元/方, 海内外倒挂持续。供需分析: 1) 出现高温天气叠加中东局势影响, 美国天然气市场价格周环比+31.5%。截至 2025/06/11, 天然气的平均总供应量周环比+0.4%至 1129 亿立方英尺/日, 同比+5.5%; 总需求周环比+2.3%至 984 亿立方英尺/日, 同比-1.9%; 发电用天然气周环比+11.6%; 住宅和商业部门的天然气消费量周环比-13.5%; 工业部门的天然气消费量周环比-1.8%。截至 2025/06/13, 储气量周环比+950 至 28020 亿立方英尺, 同比-8%。2) 中东局势引发市场担忧, 欧洲气价周环比+9.3%。2025M1-3, 欧洲天然气消费量为 1600 亿方, 同比+8.9%。2025/6/12~2025/6/18, 欧洲天然气供给周环比-5.2%至 62861GWh; 其中, 来自库存消耗-25376GWh, 周环比-12.2%; 来自 LNG 接收站 31267GWh, 周环比-4.2%; 来自挪威北海管道气 17318GWh, 周环比-5.6%。2025/06/14~2025/06/20, 欧洲燃气发电出力增加, 欧洲日平均燃气发电量周环比+24.9%、同比-1.5%至 736.5 吉瓦时。截至 2025/06/12, 欧洲天然气库存 598TWh (578 亿方), 同比-223.9TWh; 库容率 52.75%, 同比-19.8pct。3) 需求恢复缓慢, 价格弱势运行, 国内气价周环比持平。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 2025/06/20, 国内进口接收站库存 332.45 万吨, 同比-0.01%, 周环比+6.6%; 国内 LNG 厂内库存 61.81 万吨, 同比+65.89%, 周环比+3.09%。顺价进展: 2022~2025M5, 全国 63%(183 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。各国也将有更长的时间来实现 90%的目标, 而不是目前设定的 11 月 1 日的最后期限。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方式消除关税影响。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 5.3%) 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 6.7%) 【蓝天燃气】(股息率 ttm9.1%); 建议关注: 【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.5%) 【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 6.1%); 建议关注: 【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.5%)。3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/6/20) 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)

物联网模组深度报告：深度受益于终端智能化

我们认为物联网芯片模组行业受大厂 AI/机器人/智驾/5G 等浪潮驱动，叠加物联网下游全面复苏，预计基本面边际向好，有望随端侧 AI 实现爆发：1、物联网模组：万物互联的“神经网络”。物联网模组位于网络层，处于产业链中游。传统物联网模组可分为蜂窝物联网模组和非蜂窝类物联网模组。为顺应智能化趋势，出现了针对蜂窝模组新的分类方式：智能模组与 AI 使能模组。当前最新 AI 使能型模组已达到 60 TOPS 算力。2、物联网模组行业规模与竞争格局。1) 全球物联网行业复苏在即，在 LTE Cat 1 bis 和 5G 的推动下，2024 年至 2030 年期间的连接数预计将以 15% 的 CAGR 增长；2) 中国市场连接数与规模持续增长，预计未来 7 年我国物联网模组市场规模将保持高于 6% 的增长，至 2031 年超 900 亿元；3) 国产厂商优势领先：2025Q1，移远通信、中国移动和广和三家公司占据超过全球蜂窝物联网模组市场半壁江山。3、行业发展趋势：车载模组需求放量，端侧 AI 爆发在即。1) “智驾平权”浪潮下，消费者对车联网功能与车载智能模组的需求日益增长。2024 年，我国新能源汽车产销量分别完成 1288.8 和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4% 和 35.5%。新能源新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。5G 车载通信市场持续扩大，5G 和 5G RedCap 或成未来主流；2) 机器人：下游需求和端侧技术发展带动物联网模组需求增长；3) 当前 AI 玩具、眼镜等端侧应用快速发展，在无线物联网模组方案成熟的推动下，催生了对模组业务的旺盛需求。DeepSeek-R1 蒸馏模型与 GPT-4.1 系列（包括满血版 o3、o4 mini 等高性能低成本版本）驱动端侧 AI 商业化落地，为行业提供更高效率的解决方案。4、行业公司深度受益 AIoT 浪潮。移远通信：作为一站式物联网解决方案供应商，公司业务范围广泛，营收增长迅速，正积极将业务拓展至 AI 玩具和高性能智能座舱等新兴领域。广和通：深耕无线通信领域，构建“蜂窝模组+Wi-Fi 模组+AIoT”的全场景产品序列。公司营收和利润增长稳健，盈利能力行业领先，核心优势在于拥有从云端到端侧的全方位 AI 业务布局，覆盖 AIoT 模组、智能机器人、智慧家庭等多个领域。美格智能：公司深耕高算力模组，构建高端产品矩阵，属于研发驱动型公司，研发人员占比超过 80%，深度聚焦于智能汽车行业，并推出了行业首款采用 3nm 工艺的 5G-A 高算力智能座舱模组。投资建议：1) AI 增量：AI 终端应用场景下，物联网等端侧设备需要配置边缘 AI 算力智能模组，模组加装算力芯片，提供通信+AI 算力的双重功能；(2) 下游 beta：AI 渗透带动物联网下游景气上行，整体模组需求上行。相关标的：移远通信、广和通、美格智能。风险提示：下游需求不及预期；公司经营与行业总体情况偏离；竞争加剧；产品进展不及预期；贸易摩擦加剧。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

商贸零售行业跟踪周报：618 节奏拉长规则简化，国货美妆高质量增长

投资要点 从整体看，多数平台 2025 年 618 活动相较于 2024 年有所拉长，主推立减折扣简化规则，部分国货美妆品牌表现靓丽。从活动的时间节点看，多数平台 2025 年 618 活动相较于 2024 年有所拉长，阶段划分更趋精细化，促销力度保持稳定。各平台活动开启时间普遍提前至 5.13，结束时间保持一致。阶段上，平台均设置“预热期-官宣期-高潮期-返场”的活动流程。折扣力度上，天猫 618 策略核心转向“规则精简、价值加码”，主推立减折扣，使价格体现更为直观。618 整体天猫高质量增长，美妆天猫预计约双位数增长。据天猫总裁刘博交流，规则精简后，618 全周期天猫剔除退款后 GMV 同比增长 10%，

是三年以来最高质量的成长。参考第三方数据，618 整体大盘增速较为可观，星图数据显示 25 年 618 综合电商销售总额为 8556 亿元，同比增长 15.2%。据青眼数据分析，618 全周期天猫美妆成交额同比增长 11.1%，占大盘的 41.3%。珀莱雅/韩束分别稳居天猫/抖音 TOP1，国际品牌反扑。从 25 年淘天及抖音披露的排行榜看，天猫 618 美妆全周期 TOP10（国货珀莱雅位列前十）：珀莱雅、兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛、海蓝之谜、修丽可、SK-II、赫莲娜、CPB、娇韵诗。抖音 618 美妆全周期 TOP10（国货韩束&珀莱雅&自然堂位列前十）：韩束、珀莱雅、赫莲娜、欧莱雅、雅诗兰黛、海蓝之谜、兰蔻、自然堂、SK-II、后。毛戈平天猫及抖音彩妆排名分别上升 5 位/8 位，表现靓丽，部分国际品牌折扣力度加大，大促参与度增加，排名有所提升，如 SKII。分公司看，上美股份公司发布 618 战报，韩束天猫销售额同增 46%，京东/唯品会/拼多多销售额分别同增 81%/40%/229%，X 肽系列总销售额过亿，Newpage 销售额同增 106%。宠物食品赛道高增延续，弗列加特表现优异。淘天公布 25 年宠物板块 618 战报，战报显示，猫烘焙粮同比超 2500%，狗烘焙粮同比超 1200%，猫全价湿粮/主食罐同比超 900%，猫全价冻干粮超 1409%，猫狗处方粮同比超 700%。从排行榜看，天猫猫狗食品品牌榜 TOP10：鲜朗、麦富迪、蓝氏、皇家、弗列加特、诚实一口、天然百利、渴望、爱肯拿、网易严选，鲜朗、弗列加特排名有所提升。投资建议：投资建议：建议关注 618 势头向上/具备新品及新品牌催化的【若羽臣】、【上美股份】、【乖宝宠物】、【中宠股份】等，以及估值逐渐落于击球区的【毛戈平】、【珀莱雅】、【巨子生物】等。风险提示：消费需求不及预期，宏观经济波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧）

医药生物行业跟踪周报：科研服务拐点已至，关注皓元医药、毕得医药、百奥赛图等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-6.3%、4.6%，相对沪深 300 的超额收益分别为-3.9%、2.3%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为-8.2%、48%，相对于恒生科技指数跑赢-6.2%、33%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为-8.2%、48%，相对于恒生科技指数跑赢-6.2%、33%；本周 A 股中药（-4.59%）、医疗器械（-4.88%）及医药商业（-6.23%）等股价跌幅较小，化药（-7.72%）、医疗服务（-6.33%）及生物制品（-6.49%）等股价跌幅相对较大；本周 A 股涨幅居前悦康药业（+25%）、昂立康（+18%）、永安药业（+17%）、创新医疗（+13%），跌幅居前浩欧博（-26%）、康惠制药（-25%）、华纳药厂（-21%）；本周 H 股涨幅居前思派健康（+31%）、三爱健康（+29%）、亚盛医药（+15%），跌幅居前科笛-B（-22%）、君实生物（-20%）、德琪医药-B（-19%）。本周板块表现特点：本周医药板块出现明显下跌，其中创新药出现领跌、H 股跌幅更加明显，但主要原因为前期涨幅较大。重视创新药早研产业链利好频出+上游企业业绩兑现：近期加速国产创新药研发的政策频出（FDA 的 NDA 审批加速、CDE 的 IND 审批加速、科创板上市政策改革等），利好研发及生产过程中必备的试剂耗材上游企业；25Q1 创新药对外 BD 数量同增 32%，金额同增 250%，带动创新药产业链上游企业出海，迎接海外广阔高质量市场。上游生科行业成长股属性从未改变，当前位置无需担心天花，一方面国内工业端需求已见复苏，国产替代自主可控加速；另一方面并购重组+出海已启动，上游企业目标成长为全球性大企业；同时市场竞争持续缓和，利好已上市龙头企业。我们建议近期关

注有边际变化的生命科学服务行业，相关标的考虑 ①早研需求推动业绩放量 ②收并购及出海平台型发展 ③绑定创新药商业化生产放量，关注皓元医药、毕得医药、百奥赛图、奥浦迈和纳微科技等。度普利尤单抗获 FDA 批准治疗大疱性类天疱疮；信达生物全球首创 Claudin 18.2 ADC 拟纳入突破性疗法：6 月 20 日，赛诺菲和再生元共同宣布 FDA 已批准度普利尤单抗（Dupixent）用于治疗成人天疱疮（BP）的补充生物制品许可申请（sBLA）。这是全球第一个治疗 BP 的靶向药物。6 月 19 日，中国国家药品监督管理局（NMPA）药品评审中心（CDE）官网显示，信达生物的 IBI343 拟纳入突破性疗法，用于至少接受过两种系统性治疗的 Claudin（CLDN）18.2 表达阳性的局部晚期或转移性胰腺癌。具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等具体标的选择思路。关注百济神州、百利天恒、三生制药、联邦制药、科伦博泰、迪哲医药、泽璟制药、恒瑞医药、康方生物、海思科等；科研服务板块：市场竞争持续缓和，利好已上市龙头企业，关注皓元医药、毕得医药、百奥赛图、奥浦迈和纳微科技等；从低估值角度选股，主要集中在中药领域，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；高股息角度选股：主要集中在中药领域，关注济川药业、江中药业、羚锐制药、云南白药、葵花药业等；从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械，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 证券分析师：刘若彤）

环保行业跟踪周报：军信携长沙数字集团共促垃圾焚烧+IDC 落地，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：联泰环保，旺能环境，绿色动力环保，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：军信股份携手长沙数字集团，共促“垃圾焚烧+绿色算力”产业化落地。6 月 20 日，军信股份公告与长沙数字集团有限公司携手签署了为期三年的《战略合作协议》。长沙数字集团作为长沙市委、长沙市人民政府战略决策成立的市管科技类国有企业，具备市级数字资源和一级平台优势，肩负引领和统筹数字长沙建设运营的职能职责。双方拟通过成立合资公司的形式，整合甲方数字资源以及乙方在环保和绿色能源方面的优势，在绿色算力中心的建设运营、固废处理数字化管理、碳资产数字化管理、“一带一路”国家的数字化业务拓展以及产学研等领域深度合作。合作推进有利于提升项目运营智能化水平，打造垃圾焚烧+IDC/AIDC 模式。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 4.3%；【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 4.2%，港股股息率 7.3%；【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 6.0%。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 6.7%，对应 25 年 PE9.7 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 PE 9.9 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 5.1%，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：2025/5/26）行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-4 新能源渗透率同增 6.14pct 至 14.55%。25M1-4 环卫车销量 24542 辆（同比-0.2%），其中新能源 3570 辆（同比+73%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 34%/15%/8%。2）生物柴油：生柴价格周环比+7.1%，单吨净利回正。2025/6/13-2025/6/19 生柴均价 8250 元/吨(周环比+7.1%)，地沟油均价 6266 元/吨(周环比+0.9%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利 341 元/吨（周环比+345.9%）。3）锂电回收：金属价呈下跌趋势&折扣系数下滑，盈利略有改善。截至 2025/6/20，三元电池粉锂系数周环比下滑 7.0pct，锂/钴/镍系数分别为 68.7%/72.5%/72.5%。截至 2025/6/20，碳酸锂 6.04 万（周环比-0.5%），金属钴 23.50 万（周环比持平），金属镍 12.07 万（周环比-1.0%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.56 万（周环比+0.068 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）

有色金属行业跟踪周报：美国滞胀担忧或重回市场主线，工业金属本周表现不佳

投资要点 回顾本周行情(6月16日-6月20日),有色板块本周下跌3.57%,在全部一级行业中排名靠后。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下跌0.73%,工业金属板块下跌3.18%,小金属板块下跌4.08%,贵金属板块下跌5.27%,金属新材料板块下跌7.11%。工业金属方面,美国经济的下行趋势已显现,本周联储调整了对未来经济数据的预测,其中2025年实际GDP增速由3月的1.7%进一步下调至1.4%,PCE通胀水平由3月的2.7%进一步上调至3.0%,滞胀的担忧重回市场主线,工业金属受此影响本周表现不佳。贵金属方面,我们认为当下市场已充分计价黄金的潜在利空(战争带来的避险情绪消散),但并未充分定价经济滞胀带来的中长期利好,预计金价短期震荡后将进一步上行。

周观点: 铜:基本面供需双弱,铜价变盘驱动不足维持震荡走势。截至6月20日,伦铜报收9,661美元/吨,周环比上涨0.13%;沪铜报收77,990元/吨,周环比下跌0.03%。供给端,截至6月20日,本周进口铜矿TC下跌至-44.5美元/吨,矿端持续紧张,随着6月检修规模扩大,关注下游冶炼产能是否受到影响;需求方面,随着国内需求步入季节性淡季,铜材开工率回落,基建端压力增大,然新能源需求依旧旺盛。宏观层面,Comex-LME铜价差交易仍在延续,美铜库存与lme库存差持续拉大并支撑海外铜价;国内端,在期价Back结构下,产业方优先通过现货市场或近月合约释放库存,随着下游备货阶段性完成,后续需求或阶段性回落,我们认为短期铜价驱动不足,短期维持震荡走势,谨防232调查提前落地风险。

铝:伊朗天然气减产催生海外电解铝减产预期,伦铝录得环比上涨。截至6月20日,本周LME铝报收2,562美元/吨,较上周上涨2.34%;沪铝报收20,465元/吨,较上周上涨0.12%。供应端,本周中国电解铝企业暂无产能变化情况,总开工产能维持在4389万吨;需求端,本周铝板带箔企业产能利用率环比下降0.08%,铝棒产能利用率环比下降0.09%,受订单下滑影响本周电解铝的理论需求环比下降。本周社会库存进一步续降至48.08万吨,环比下降2.53%,社库续降支持铝价;此外,随着伊以冲突的进一步深化,伊朗每日1200万立方米天然气产能被迫暂停,欧洲能源价格的上行催生海外电解铝减产预期,支撑海外铝价上行;随着消费淡季的来临以及下游接货情绪转冷,铝价上方空间料将遇到压制,关注需求下行情况与海外能源价格波动情况。

黄金:地缘政治风险溢价消散致金价本周下跌,看好金价未来震荡上行。截至6月20日,COMEX黄金收盘价为3384.40美元/盎司,周环比下跌0.65%;SHFE黄金收盘价为778.58元/克,周环比下跌1.99%。本周伊朗与以色列持续围绕拥核问题进行相互打击,美国及欧洲对于进一步扩散冲突范围表现出抵触态势,市场对于中东战争进一步恶化的预期正在减弱,地缘政治风险溢价消散致金价于本周下跌。美国5月零售销售月率同比下降0.9%,低于预期的-0.7%,前值+0.1%,创两年来最大降幅;美国5月新屋开工年化月率同比下降9.8%,低于预期的-0.1%;随着美国劳动力数据的逐月放缓,以及原材料价格对终端价格的传导不畅,美国经济的下行趋势已显现。此外本周的FOMC会议上,联储调整了对未来经济数据的预测,其中2025年实际GDP增速由3月的1.7%进一步下调至1.4%,PCE通胀水平由3月的2.7%进一步上调至3.0%,我们认为当下市场已充分计价黄金的潜在利空(战争带来的避险情绪消散),但并未充分定价经济滞胀带来的中长期利好,预计金价短期震荡后将进一步上行。

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)

电力设备行业跟踪周报:固态电池产业化全面提速,特斯拉人形方案

调整不改产业趋势

投资要点 电气设备 6630 下跌 0.79%，表现弱于大盘。本周（6 月 16 日-6 月 20 日）锂电池涨 2.3%，风电涨 1.62%，发电设备涨 0.71%，核电跌 3.92%，新能源汽车跌 1.48%，电气设备跌 0.79%，光伏跌 0.77%。涨幅前五为诺德股份、科恒股份、赢合科技、湘潭电化、经纬辉开；跌幅前五为纳川股份、百利电气、旭光电子、晓程科技、合纵科技。

行业层面：人形机器人：特斯拉或计划调整人形现有模型和硬件方案，减少现行方案订单；宇树科技完成股改，估值超 100 亿；广西首台工业人形机器人 Walker S1 正式下线。储能：美国参议院财政委员会对 BBB 提案修订：大储退坡延期、敏感实体限制放松；金风零碳能源与中电电气开启 1.5GW 储能项目战略合作；天津市发展改革委：关于公开征求《关于优化我市峰谷分时电价机制有关事项的通知》（征求意见稿）的通知发布；国家能源局湖南监管办公室：发布了关于公开征求湖南电力市场系列规则意见的通知。电动车：小米汽车公布固态电池专利；小米 YU7 六月底发布；特斯拉得州工厂 7 月首周再停产；三星固态电池将采用特斯拉推崇的干法电极技术；日产确认 2028 年推出首款固态电池车型；国轩高科携手亿航智能发力低空经济动力；瑞固新材百吨级硫化物固体电解质产线投产；

市场价格及周环比：镍：上海金属网 12.06 万/吨，-1.0%；碳酸锂：SMM 工业级 5.88 万/吨，-0.4%；前驱体：SMM 四氧化三钴 19.04 万/吨，-1.4%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.04 万/吨，-0.4%；负极：百川石油焦 0.25 万/吨，0.8%；DMC 碳酸二甲酯：EC 碳酸乙烯酯 0.42 万/吨，-1.2%；六氟磷酸锂：SMM5.20 万/吨，-1.0%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.321 元/wh，-0.3%；圆柱 18650-2500mAh 4.3 元/支，-0.5%；新能源：财政部：发布《关于下达 2025 年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》；美国储能巨头 Powin 申请破产，多家中国企业成“债主”；无锡尚德被申请破产重整；光伏三季度“减产令”升级，开工率环降 10%、低价销售将审计调查；在美战略调整，多家企业宣布暂缓或重新评估在美电池产业链项目；

本周硅料 36.00 元/kg，环比持平；N 型 210R 硅片 1.05 元/片，环比-4.55%；N 型 210 硅片 1.27 元/片，环比-2.31%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比-4.00%；双面 Topcon182 组件 0.68 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 19.00/11.40 元/平，环比-2.56%/-5.79%。风电：中天科技中标深圳能源红海湾六 500kV 海缆项目，金额 9 亿元。本周招标 1.64 GW：陆上 1.54 GW/海上 0.1GW；本周开/中标暂无。本月招标 2.05 GW，同比-60.74%：陆上 1.95 GW/海上 0.1GW，同比-59.55%/-75%。25 年招标 48.04 GW，同比+4.5%：陆上 42.29 GW/海上 5.75 GW，同比+1.46%/同比+34.35%。本月开标均价：陆风 1499 元/KW，陆风（含塔筒）2092 元/KW，海上风机（含塔筒）2957 元/KW。电网：国电南瑞直接控股股东已变更为国网电科院；2025 年 1-5 月电网累计投资 1703 亿元，同比增长 21.6%。

公司层面：科达利：拟以不超过 5,000 万欧元投资建设匈牙利动力电池精密结构件三期项目；固德威：实施股份回购。将用于股权激励或员工持股计划，或减少注册资本，回购价格不超过 53 元/股，总额不低于 1 亿元且不超过 1.5 亿元；国电南瑞：国网电科院将其全资子公司南瑞集团持有的公司全部股份无偿划转至国网电科院，国网电科院直接持有公司 45.7 亿股，占公司总股本的 56.9%；三花智控：拟以 22.53 港元/股在境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所挂牌上市；爱旭股份：更新定向增发方案，主要涉及发行数量上限的变化，拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过 35 亿元，用于义乌六期 15GW 高效晶硅太阳能电池项目、补充流动资金；东方盛虹：盛虹苏州拟增持，增持金额不低于 5 亿元，不超

过 10 亿元;大金重工:向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.80 元,共计派发现金股利约 5102 万元。 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: 5 月电动车销量 130.7 万辆,同环比+37%/7%,环比提速,车企价格战持续,全年销量预计 30%增长;欧洲 9 国合计销量 22.9 万辆,同环比 36%/7%,增速超预期,全年销量预期上修至 25%;近期美国储能已恢复发货,行业 6 月排产小幅向上,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: 国内 531 抢装尾声产业链价格新低附近企稳,主链条压力明显,或为供给侧改革的合适时机,硅料有望再次成为主要抓手;需求全球来看 25 年预计 10%以上增长,国内依然增长,欧洲分布式和新兴市场需求好,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)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、阳光电源(逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低)、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)、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)、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)、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)、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)、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:厦钨新能、英联股份、峰岬科技、震裕科技、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、帕瓦股份、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)

建筑材料行业跟踪周报:适当关注战略性基建项目主题

投资要点 本周(2025.6.16-2025.6.20,下同):本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-1.42%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.45%、-1.07%,超额收益分别为-0.97%、-0.35%。大宗建材基本面对高频数据:(1)水泥:本周全国高标水泥市场价格为 356.8 元/吨,

较上周-3.3 元/吨，较 2024 年同期-36.0 元/吨。较上周价格持平的地区：东北地区；较上周价格上涨的地区：中南地区（+1.7 元/吨）；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-15.0 元/吨）、长江流域地区（-5.7 元/吨）、泛京津冀地区（-3.3 元/吨）、两广地区（-5.0 元/吨）、华北地区（-4.0 元/吨）、华东地区（-8.6 元/吨）、西南地区（-4.0 元/吨）、西北地区（-6.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 66.4%，较上周-0.1pct，较 2024 年同期+2.7pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 44.0%，较上周-1.7pct，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 1209.8 元/吨，较上周-20.2 元/吨，较 2024 年同期-478.0 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6052 万重箱，较上周+7 万重箱，较 2024 年同期+747 万重箱。（3）玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价以稳为主，前期个别厂价格小幅调整，至周内均价有所下调。截至 6 月 19 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，较上一周均价下跌 0.30%，同比下跌 4.26%，较上周同比降幅扩大 0.29 个百分点；本周电子纱市场主流产品 G75 各厂报价基本稳定，部分 E 系列及 D 系列玻纤纱价格涨后暂稳，但因货源供应紧俏，后期仍存价格提涨预期。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）5 月地产及产业链数据全面温和降温，叠加弱 M1 和贷款，后续 3~6 个月预计持续退潮。此时中西部基建或成为救急的方向，投资者可适当关注西南水电、中亚建设等一些战略性大项目主题。另外，下半年消费补贴仍将继续，根据下发节奏，家电家居等受益品类可关注。（2）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胜率。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。另外，在流动性充裕的背景下，科技属性强的公司有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等，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。（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）。大宗建材方面：1、水泥：（1）六月中旬，受高温、雨水等淡季因素影响，市场需求环比继续减弱，全国重点地区水泥企业平均出货率为 44%，环比下滑约 2 个百分点。价格方面，由于市场需求支撑严重不足，导致长三角地区前期涨价纷纷回撤，同时部分地区如宁夏、广东，价格持续探底，预计后期价格仍将弱势运行。（2）Q1 水泥行业价格反弹超预期，全国均价整体明显高于去年同期，尽管短期部分区域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）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资，财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升，行业景气低位为进

一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场，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、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。

2、玻纤：（1）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。（2）细纱电子布成本曲线陡峭，景气底部持续时间较长，随着新增供给投放持续受低盈利约束，供需平衡也得到持续修复，支撑盈利改善。（3）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。AI 等应用带动 low Dk 电子布产品持续放量，Low CTE 应用逐步兴起，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）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，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

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，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。

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）

非银金融行业跟踪周报：继续看好保险股估值修复；关注券商股主题性机会

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 16 日-2025 年 06 月 20 日）非银金融板块各子行业中仅保险板块跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 0.24%，证券行业下跌 1.64%，多元金融行业下跌 3.01%，非银金融整体下跌 1.09%，沪深 300 指数下跌 0.45%。 证券交易量同比大幅提升；证监会发布科创板深改“1+6”政策措施。1）6 月交易量同比大幅提升。截至 6 月 20 日，6 月日均股基交易额为 14483 亿元，较上年 6 月上涨 76.10%，较上月增长 5.40%。截至 6 月 19 日，两融余额 18209 亿元，同比提升 20.70%，较年初下降 2.34%。截至 6 月 20 日，6 月 IPO 发行 7 家，募集资金 89.23 亿元。2）证监会允许合格境外投资者参与 ETF 期权交易。证监会近日发布公告，经商中国人民银行、国家外汇局，将从 2025 年 10 月 9 日起允许合格境外投资者参与场内 ETF 期权交易，交易目的限于套期保值。3）科创板深改“1+6”政策措施发布。证监会发布《关于在科创板设置科创成长层增强制度包容性适应性的意见》，设置科创板科创成长层，重点服务技术有较大突破但尚未盈利的科技型企业。《意见》还推出了试点引入资深专业机构投资者制度等 6 项改革举措。4）券商分类评级制度迎修订。证监会就《证券公司分类评价规定》公开征求意见，突出促进证券公司功能发挥的导向，适当整合、优化业务发展指标，引导行业机构聚焦高质量发展。同时突出“打大打恶”导向，优化评价结果下调手段。5）06 月 20 日证券行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.1x。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：寿险保费恢复增长，险资预计持续增配红利股。1）陆家嘴论坛支持更大力度培育壮大耐心资本、长期资本。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资，拓宽资金来源。我们认为，保险资金可以为资本市场提供稳定长期的资金支持，同时也有利好险企分享优质科创企业成长红利，缓解低利率下的利差损压力。2）财政部发布《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》，明确非上市险企自 2026 年 1 月 1 日起执行新会计准则（I17 和 I9），确有困难需暂缓执行的保险公司，应当在 6 月 30 日前向财政部和金管总局提交书面材料说明原因。我们预计新准则执行将进一步推动险资对 OCI 股票的配置。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 06 月 20 日保险板块估值 0.57-0.96 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：央行行长潘功胜和证监会主席吴清在 2025 陆家嘴论坛开幕式上表示，将共同推进人民币外汇期货研究，推动完善外汇市场产品序列。5 月全国期货市场交易成交量为 6.79 亿手，成交额为 54.73 万亿元，同比分别下降 4.51%和 1.55%。4 月全国期货公司净利润 7.82 亿元，同比下滑 5.08%，环比 2025 年 3 月下滑 44.60%。 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，重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、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）

大炼化周报：长丝价格回暖，产销明显下降

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 2295 元/吨，环比-135 元/吨（环比-6%）；国外重点大炼化项目本周价差为 983 元/吨，环比+14 元/吨（环比+1%）。 n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7079/7357/8300 元/吨，环比分别 +193/+168/+161 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 8/-73/-44 元/吨，环比分别 -34/-51/-56 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 16.3/19.8/25.6 天，环比分别 -1.6/-1.9/-2.9 天，长丝开工率为 90.3%，环比+0.6pct。下游方面，本周织机开工率为 60.7%，环比-0.4pct，织造企业原料库存为 11.2 天，环比+0.6 天，织造企业成品库存为 26.2 天，环比+0.8 天。 n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格上涨。美国成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格上涨。 n【化工板块】本周 PX 均价为 880.0 美元/吨，环比+61.1 美元/吨，较原油价差为 328.6 美元/吨，环比+11.8 美元/吨，PX 开工率为 86.3%，环比-0.1pct。 n n【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：陈淑娴 研究助理：周少玟）

电子行业跟踪周报：Marvell 上调数据中心 TAM，关注 ASIC 趋势对铜连接市场的驱动-算力周报

投资要点 Marvell 上调数据中心 TAM，定制芯片附件市场增速强劲。本周算力产业链相关公司股价涨幅显著，全周行情来看，数通 PCB/CCL 板块中沪电股份+11.89%、胜宏科技+8.12%、生益电子+6.89%；铜缆板块中瑞可达+6.64%、华丰科技+4.53%；光芯片板块中源杰科技+12.06%。 Marvell 在本周举行了 Custom AI 投资者日，进一步上修了其 2028 年数据中心潜在市场规模（TAM）的预期，从去年 750 亿美元上修至 940 亿美元。其中定制加速芯片 554 亿美元，2023 至 2028 年复合增速 53%；互连芯片 190 亿美元，2023 至 2028 年复合增速 35%；交换芯片 132 亿美元，2023 至 2028 年复合增速 17%。Marvell 特别强调，当前市场多数人仅关注“XPU 本体”这一加速计算的主芯片，而忽视了“XPU 附件市场”，其包括网络接口控制器（NIC）、电源管理 IC、HBM 控制器、IO 协处理器、安全模块、扩展交换器、池化器、封装子裸片等。在 2028 年 554 亿美元定制加速芯片 TAM 中，XPU TAM 约 400 亿美元，2023 至 2028 年 CAGR 为 47%，而 XPU 附件 TAM 约 150 亿美元，2023 至 2028 年 CAGR 达 90%。我们认为各大 CSP 厂商加速 AI ASIC 芯片的研发以及迭代升级的趋势，有望为定制芯片附件、服务器零部件供应商带来更多增量机遇。 AI ASIC 趋势已明朗，关注数据中心铜连接市场。从目前已获知的 CSP ASIC 服务器方案来看，使用铜缆进行短距互连已成趋势。根据 Fibermall 报告，AWS 今年有望采购 150 万颗自研芯片，大部分使用 AEC 互连，尽管 Trainium2 的计算能力低于英伟达 H100，但可以使用 400G AEC，随着 Trainium3 于年底推出，800G AEC 的需求有望得到增加；虽然微软在使用 AEC 铜缆方面较 AWS 缓慢，但目前已经开始使用 AEC 构建 AI 网络；谷歌 TPU 互连目前主要使用无源铜缆 DAC，随着速度的提升，可能会转向 AEC。尽管目前还没有 Meta 使用 AEC 铜缆的明确信息，但在其 Minerva 机柜系统中，使用了 2 个可拆卸电

缆背板盒来连接计算托盘以及网络托盘。该电缆背板盒使用了 112G PAM4 连接器和电缆,每个盒子包括 4 个电缆组,每个电缆组包含 384 对不同电缆线,在 8 个 MTIA 托盘,6 个网络托盘和 1 个机柜管理系统托盘间形成了 1536 对电缆网络。头部 CSP 厂商之外, X.AI 也对 AEC 表现出了大量需求,主要用于 AI 机柜服务器中芯片与架顶交换机 (TOR) 之间的互连。国内市场上,阿里巴巴和字节跳动等公司也在考虑或已经开始采用 AEC。650 Group 联合创始人预计到 2026 年, AEC 芯片的出货量有望达到近 2500 万颗。我们认为目前 AI ASIC 趋势已经明朗,随着 AI ASIC 芯片逐步放量,配套铜缆品牌商、铜缆代工商、线缆供应商、连接器供应商均将受益。 产业链相关公司: 铜缆/连接器: 博创科技、兆龙互连、沃尔核材、华丰科技、鼎通科技 风险提示: 供应链波动风险,下游需求不及预期,行业竞争加剧。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 解承堯)

建筑装饰行业跟踪周报: 中西部区域投资景气相对较高, 继续推荐水利、专业工程板块

投资要点 本周 (2025.6.16-2025.6.20, 下同): 本周建筑装饰板块 (SW) 涨跌幅-2.24%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.45%、-1.07%, 超额收益分别为-1.79%、-1.17%。 行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评: (1) 国家发改委: 集中向民间资本新推介 3200 余个项目: 根据国家发改委搭建的全国向民间资本推介项目平台数据显示, 截至今年 6 月 20 日, 全国正在向民间资本推介项目达 11745 个, 总投资额 10.14 万亿元。接下来, 国家发改委将加快完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制, 组织各地持续加力向民间资本推介项目。此外还将通过建立健全“全国重点民间投资项目库”“政府和社会资本合作 (PPP) 新机制”“基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs)”等政策体系, 进一步激发民间投资活力, 有利于促进有效投资落地, 利好工程和相关材料实物需求。 (2) 习近平出席第二届中国-中亚峰会并作主旨发言: 第二届中国-中亚峰会取得一系列成果, 峰会宣布签署共建“一带一路”、人员往来便利化、绿色矿产、贸易畅通、互联互通、工业、海关等领域 12 份合作文件, 标志中国-中亚合作进一步密切, 其中基础设施联通仍是重要合作形式, 有望拉动中亚、我国新疆等地区基建工程需求景气度。 (3) 国家统计局发布 5 月经济数据: 5 月经济数据整体保持平稳增长, 其中投资、出口、工业均有所回落, 地产继续承压, 但消费表现超预期。1-5 月基建投资累计同比+5.6%, 较前值放缓 0.2pct, 或反映财政前置后节奏放缓的影响。基建投资结构上交通大类投资增速有所加快, 同比增长 4.0%, 水利管理业投资增长 26.6%, 增速较前值有所放缓。1-5 月地产投资/销售/新开工/竣工面积累计分别同比-10.7%/-2.9%/-22.8%/-17.3%, 除新开工外, 累计降幅有所扩大。反映在实物需求上, 1-5 月水泥产量同比-4.0%, 其中 5 月单月同比-8.1%, 或反映地产需求的持续拖累和基建支撑的减弱。1-5 月建筑及装潢材料零售额同比+3.0%, 其中 5 月单月+5.8%, 保持正增长, 或反映促消费政策的拉动效果。基建地产链实物需求仍然承压, 有待增量政策工具的出台和进一步发力。 周观点: (1) 前 5 月基建投资累计同比+5.6%, 增速有所放缓, 上半年政府债券发行前置, 后续需关注财政政策延续性对实物量的影响; 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; 近期重大基建投资项目进展关注度提升, 建议关注中西部地区的受益标的。5 月建筑 PMI 环比继续回落, 其中土木工程建筑业商务活动指数比上月上升 1.4 个百分点, 已连续两个月回升, 反映基建相关工程项目施工加快, 同时看到新订单指数环比有所回升, 反

映项目预期有所改善。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 4 个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 6.8%，新签合同额同比增长 22.4%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额 645.4 亿美元，同比增长 17.4%；美国关税摩擦和全球贸易摩擦升级，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，近期第二届中国—中亚峰会取得一系列成果，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）

汽车周观点：6 月第 2 周乘用车环比+27%，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 表现依然总体一般，各个细分板块有不同幅度的回调，其中客车板块相对收益最佳。本周国家相关部门明确表示：国补不会停止，消费品以旧换新政策全年会实施，下一批国补资金会平稳有序下放。本周机器人板块或因“T 砍单”传言继续震荡下行。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【AI 机器人+AI 智能化+红利&好格局】三条主线。6 月优选【红利&好格局主线】。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/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（关注）等）。Ø 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）

煤炭开采行业跟踪周报：台风影响华南及沿海煤耗增加有限，煤价触底震荡运行

行业近况 本周（6 月 16 日至 6 月 20 日）港口动力煤现货价环比持平，报收 609 元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量 187.29 万吨，环比上周增长 4.83 万吨，增幅 0.03%。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 184.36 万吨，环比上周减少 5.06 万吨，降幅 0.03%；日均锚地船舶共 86 艘，环比上周增长 11 艘，增幅 0.15%。库存端，环渤海四港区库存端 2883.8

万吨，环比上周上升 15.0 万吨，增幅 0.52%。港口本周日均调出量环比下降，主要受台风“蝴蝶”影响华南及沿海煤耗增加有限，整体库存绝对值上升，已逐步处于历史正常水平，煤价震荡运行。我们分析认为：煤炭价格目前主要受库存较高且需求较弱影响导致上涨动能有限，但伴随高温天气持续，旺季逐步来临，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）

基础化工周报：焦煤焦炭价格持续下跌

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17210/15770/11380 元/吨，环比分别-360/-20/-178 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3714/3214/-211 元/吨，环比分别-620/-320/-229 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 1245/4373/495/4547 元/吨，环比分别-142/+107/-5/+356 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7945 元/吨，环比+138 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1323/2021/-246 元/吨，环比分别+230/+101/-263 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7160 元/吨，环比+50 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-184/1702/-383 元/吨，环比分别-65/+46/-318 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2272/1813/3940/2364 元/吨，环比分别-75/+10/-25/-13 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 399/166/-236/-57 元/吨，环比分别-62/+29/-117/-89 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）

原油周报：伊以冲突局势尚未明朗，国际油价维持高位

n【美国原油】n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 76.4/74.2 美元/桶，较上周分别+7.0/+6.3 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-1124/-1147/+23/-100 万桶。n3) 原油产量：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 438 台，环比-1 台。美国活跃压裂车队本周 182 部，环比 0 部。n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1686 万桶/天，环比-36 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 93.2%，环比-1.1pct。n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 550/436/114 万桶/天，环比-67/+108/-175 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 95/104/89 美元/桶，环比+5.8/+11.6/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 20/28/13 美元/桶，环比-1.0/+4.8/-11.9 美元/桶。n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.3/1.1/0.4 亿桶，环比+21/+51/+103 万桶。n3) 成品油产量：成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 1010/497/196 万桶/天，环比+39/+8/-6 万桶/天。n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 930/375/181 万桶/天，环比+13/+37/-2 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 8/80/72 万

桶/天, 环比-25/-6/+19 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 15/131/116 万桶/天, 环比+5/-14/-19 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 21/21/0 万桶/天, 环比+20/-3/-23 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: 陈淑娟)

机械设备行业跟踪周报: 推荐基本面困境反转&固态电池催化的锂电设备板块

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、迈为股份、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:

【锂电设备】固态电池 0-1 产业化加速, 设备商优先受益 政策端来看 2025 年 4 月工信部印发建立全固态电池标准体系, 此前投入 60 亿全固态专项研发资金; 应用端来看终端路试&电池龙头中试逐步落地, 宝马、奇瑞等车企接连启动路试, 商业化进展超预期, 同时宁德时代、清陶等电池厂商全固态中试线搭建。工信部项目预计 2025 年底前进行中期审查, 目前固态电池难点主要在于制造环节, 预计 2025-2026 年进入中试线落地关键期, 设备迎来持续迭代优化阶段。与传统液态相比, 全固态设备变化集中在前道&中道, 全固态特别是硫化物的核心工艺设备主要包括前道的干法电极设备、中道的叠片机&等静压设备。近期多家设备公司均积极推进固态电池设备布局。(1) 先导智能: 打通全固态电池制造工艺环节, 形成了覆盖全固态电极制备、全固态电解质膜制备及复合设备、裸电芯组装到致密化设备、高压化成分容等全固态电池制造关键设备的整线解决方案。(2) 赢合科技: 近日向国内某头部电池企业发货的一批核心固态电池设备——固态湿法涂布设备、固态辊压设备及固态电解质转印设备, 已顺利到达客户现场, 用于客户国内工厂中试线建设。(3) 华亚智能: 近期控股子公司冠鸿智能与海希通信签署全固态电池 200MWh 生产线项目协议, 推进干法电极在全固态的产业化应用。投资建议: 重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】, 建议关注干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】等。

【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 业绩增长确定性强。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）】 【工程机械】5 月工程机械非挖&出口景气度持续恢复，看好板块低估值投资机会 2025 年 5 月销售各类挖掘机 18202 台，同比增长 2.12%。其中国内销量 8392 台，同比下降 1.48%；出口量 9810 台，同比增长 5.42%。国内来看，挖机景气度有所下降但非挖景气度已经开始向上，2025 年 5 月，压路机/摊铺机/平地机国内销量分别为 577/107/112 台，分别同比+6%/+34%/+32%，1-5 月累计同比+11%/+32%/+41%。2025 年 1-5，汽车起重机/履带起重机/随车起重机国内累计销量分别为 5181/402/8535 台，分别同比-14%/-1%/-7%，相较于 2024 年及 2025Q1 持续改善。出口来看，2025 年 1-5 月工程机械出口金额同比+9%，1-5 月挖机出口销量同比增长 8.2%，出口是国内主机厂主要利润来源，出口景气度修复对板块业绩具有较强支撑作用。由于近期国内挖机景气度波动，板块股价有所回调，当前板块已经到达估值低位建议重点关注。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：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）

电子行业点评报告：为什么我们认为下半年要重视 HBM 产业链？

投资要点 算力需求爆发，叠加外部对 HBM 在带宽等环节的管制，将刺激国产 HBM 的突破和供应。周五受国产存储大客户的 HBM3 通过验证的消息刺激，精智达、芯源微等核心标的涨幅明显。国产存储大客户已经具备 DDR5 颗粒的制造能力，传输速率等核心指标已经达成，只是目前在散热和能耗等方面还有提升空间。HBM3 的底层存储颗粒具备量产条件。且已经有部分设备公司拿到了 HBM 相关的 TCB 和 CMP 等订单，国产 HBM 扩产的确定性在快速加强。测试机、键合解键合、CMP 环节弹性最大。目前各个关键工序如 TCB、CMP、键合解键合、电镀、测试机均实现国产或较容易买到，颗粒具备量产条件+各关键工序的设备处于 ready 状态，我们认为国产 HBM 的突破将落在今年下半年！预期今年 HBM 的扩产量级有望实现 5000 片的 8 层晶圆。扩产将为 TCB、CMP、键合解键合、电镀、测试机（专指 HBM 专用 CP 测试机—KGSD）环节分别带来 1.6 亿、10 亿、6 亿、4 亿、7 亿的订单增量。国产 HBM 扩产同样利好前道设备，对应 DRAM 扩产产生新增量。HBM 扩产需要底层的 DRAM 颗粒，目前市场预期此次 HBM 扩产量级为 5000 片的 8 层晶圆，则对应 4 万片的底层 DDR5 扩产，对应约 350 亿的设备资本开支增量。对刻蚀、薄膜沉积、清洗、CMP 等环节分别带来 85 亿、70 亿、16 亿、11 亿的市场增量。其余前道设备也将受益 投资建议：设备环节，我们推荐受益较多的精智达，其订单弹性最大。风险提示：产业进展不及预期/需求不及预期

(证券分析师: 陈海进)

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 震荡行情可能会持续较长时间。

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.6.16-2025.6.20) 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 (0.24%), 上证 50 (-0.10%), 中证红利 (-0.42%); 排名后三名的宽基指数分别为: 北证 50 (-2.55%), 中证 2000 (-2.22%), 万得微盘股日频等权指数 (-2.18%)。风格指数涨跌幅: 排名前三名的风格指数分别为: 金融(风格.中信) (1.37%), 大盘价值 (1.07%), 国证价值 (0.14%); 排名后三名的风格指数分别为: 消费(风格.中信) (-3.61%), 周期(风格.中信) (-2.07%), 小盘价值 (-1.75%)。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: 银行 (2.63%), 通信 (1.58%), 电子 (0.95%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为: 美容护理 (-5.86%), 纺织服饰 (-5.12%), 医药生物 (-4.35%)。A 股市场行情展望: (2025.6.23-2025.6.27) 观点: 震荡行情可能会持续较长时间。万得全 A 指数, 日度宏观模型仍然持续发出负向信号, 但周五的信号有收敛的迹象, 代表模型预测后续大盘短期仍然有小级别的调整可能, 但下周可能会迎来一个小反弹。月频宏观模型, 6 月份的分数为 0 分, 代表 6 月份全月可能是个偏震荡偏强的走势。因此后续我们维持上周的观点, 大盘指数可能会进入一段时间较长的震荡盘整期。时间进入到 6 月下旬, 日历效应显示本阶段红利风格可能是确定性较高的方向, 而成长风格也可能有一定的表现。鉴于本周风险趋势模型显示, 上证指数持续发出局部顶左侧信号 (即模型显示, 上证指数短期内风险较高, 趋势有部分走弱的迹象), 我们推荐短期内持偏谨慎态度, 以银行等行业为主, 通信、电子等行业为辅。本周恒生沪港通 AH 股溢价指数呈现局部底左侧信号, 即模型显示短期内 AH 股溢价可能存在一定均值回归的可能。虽然中长期我们认为 AH 股溢价指数的中枢会持续下移, 但短期内存在 A 股会相对偏强的可能, 这个偏移的可能后续是否会得到进一步的确认, 我们将持续跟踪。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大盘指数持续震荡盘整的行情, 绝对收益可能表现较为一般, 结构上存在部分相对收益行情。因此从基金配置的角度, 我们建议进行偏谨慎型的 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)

医药生物行业点评报告: 线上 618 大促收官+国补持续, 关注国产家用医疗器械放量机遇

投资要点 事件: 2025 年 6 月 19 日, 天猫、京东等多方电商平台 618 战报出炉, 国产家用医疗器械鱼跃医疗、三诺生物等战报出炉, 表现亮眼。2025 年 6 月 20 日, 新华社报道, 以旧换新“国补”将持续, 1380 亿元中央资金将分批下达。我们认为国产家用医疗器械有望迎来放量机遇。2015 年“618”电商促销季销售额同比持续增长, 健康消费表现亮眼: 根据星图数据 2025 年“618”购物节综合电商销售总额为 8556 亿元, 同比增长 15.2%; 即时零售销售额达 296 亿元, 同比增长 18.7%。根据京东披露, 京东健康 618 期间, 血糖仪、避孕套、制氧机等多个品类销售破亿, 动态血糖仪同比增长 64%, 耳背式、骨传导助听器同比增长超 70%, 智能手环和戒指等智能可穿戴监测器械同比增长 5.5 倍, 助行器同比增长 113%。先试后买服务备受用户欢迎, 近百万用户参加京东试用。另外, 呼吸机、制氧机、助听器等类目累计送出护士到家服务 35 万次。鱼跃医疗“618”电商季继续保持家用医疗器械 TOP1: 根据公司“618”战报披露, 2025 年“618”

期间全网销售超 6 亿，全平台用户资产超 2.3 亿，天猫、阿里、京东、拼多多、抖音等核心电商平台 TOP1，安耐糖动态血糖仪行业 TOP3，健康监测/呼吸健康/轮椅康复全网第一。三诺生物“618”期间线上全渠道销售额破 2.5 亿：根据公司“618”战报披露，2025 年“618”期间，公司稳居血糖用品类目第一，三诺优系列品类销量同比增长 300%，公司爆款尿酸仪（型号 EA-19）稳居尿酸类第一。今年下半年“国补”将持续，看好国产家用医疗器械放量机遇：根据新华社报道，今年以来，按照党中央、国务院部署，国家发展改革委、财政部、商务部等相关部门共同落实加力扩围实施“两新”政策，延续 2024 年好的经验做法，直接向地方安排 3000 亿元国债资金加力扩围实施消费品以旧换新，在今年年度内全年实施。今年 1 月和 4 月已分别下达两批共计 1620 亿元中央资金，支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。后续还将有 1380 亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。建议关注：鱼跃医疗、三诺生物、可孚医疗等。风险提示：政策风险；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

医药生物行业点评报告：国家药监局通过《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》，加速高端器械发展

投资要点 事件：2025 年 6 月 20 日，国家药监局党组书记、局长李利主持召开会议，研究部署支持高端医疗器械创新发展举措，审议通过《关于优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展的举措》（以下简称《举措》）。国家药监局部署支持高端医疗器械创新发展工作：会议指出，党中央、国务院高度重视高端医疗器械创新发展，党的二十届三中全会明确提出要健全支持创新医疗器械发展机制，2024 年，《国务院办公厅关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》印发，提出要深化药品医疗器械监管全过程改革，明确了医疗器械领域支持要点。医用机器人、高端医学影像设备、人工智能医疗器械和新型生物材料医疗器械等技术集成度高，是高端医疗器械的典型产品，也是塑造医疗器械新质生产力的关键。《举措》包括优化特殊审批程序、完善分类和命名原则、持续健全标准体系、进一步明晰注册审查要求、健全沟通指导机制和专家咨询机制、细化上市后监管要求、强化上市后质量安全监测、密切跟进产业发展、推进监管科学研究和推动全球监管协调等十方面具体措施。《举措》的出台对支持高端医疗器械重大创新，促进更多新技术、新材料、新工艺和新方法应用于医疗健康领域，满足人民群众健康需求具有重要意义，是药监部门贯彻落实党中央、国务院决策部署的重要举措。根据国家药监局网站显示，《举措》将于近日发布。后续国家药监局将加强统筹协调，细化相关要求，明确工作时限，积极做好宣贯，解答业界关切，确保《举措》各项任务顺利推进。建议关注：1）医用机器人：微创机器人-B、天智航-U、伟思医疗、翔宇医疗、诚益通等；2）高端医学影像设备：联影医疗、迈瑞医疗、万东医疗、开立医疗、澳华内镜、奕瑞科技等；3）人工智能医疗器械：晶泰控股、润达医疗、华大智造等；4）新型生物材料医疗器械：正海生物、迈普医学、佰仁医疗等；5）创新医疗器械：惠泰医疗、微电生理、微创医疗、赛诺医疗等。风险提示：政策风险；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

推荐个股及其他点评

厦钨新能（688778）：核心业务稳步增长，硫化锂打造固态电池核心壁

垒

投资要点 深耕正极行业，24Q4 起业绩恢复同比正增长。公司作为正极材料头部企业，以钴酸锂和三元材料双轮驱动，并且控股股东厦门钨业为其赋能，新材料如磷酸铁锂、硫化锂等布局加速。24 年公司盈利能力逐步恢复，24Q4 业绩恢复同比正增长，25Q1 归母净利润同增 5%。钴酸锂全球龙头，引领高电压趋势，NL 正极贡献盈利弹性。行业端，AIPC、AI 手机放量带来换机潮及单机带电量提升，且国补拉动国内数码产品消费，推动 3C 行业恢复 10%+ 增长。24 年公司钴酸锂销量蝉联全球第一，市占率超 40%，且为全球少数实现 4.5V+ 钴酸锂产品稳定量产交付的厂商。我们预计公司 25 年出货近 6 万吨，同比增长 25-30%，且受益于钴涨价的库存收益，单吨净利稳中有升，可维持 1 万/吨以上，贡献稳定利润增长。此外公司配合下游头部电池厂开发 NL 新型正极，兼具更高的能量密度、更好的倍率性能和更优的高电压稳定性，有望在 3C 领域快速推广，并拓展至其他领域，利润弹性显著。三元聚焦中镍高电压产品，24 年通过拓展下游新领域实现销量逆势增长，市占率稳居中镍第二。我们预计 2025-2030 年三元正极需求年复合增长率近 10%。其中中镍高电压份额持续提升，25M1-5 中镍三元产量占比提升至 60%，公司在中镍材料中以 12% 份额位列第二。2024 年公司凭借高电压、高功率的技术优势，不断拓展混动增程、无人机等新领域，实现三元销量约 5.14 万吨，同增 37%。我们预计 25 年三元销量有望 20-30% 增长，且加工费见底，单吨净利有望维持 0.2 万元以上。固态电池产业化全面提速，技术聚焦硫化物，公司硫化锂竞争优势凸显。硫化物固态电池即将进入中试关键期，2030 年将大规模量产。目前材料体系基本定型，固态电解质多采用锂磷硫氟，其核心原料为硫化锂。硫化锂当前价格 300 万/吨，且工艺技术壁垒高，为固态量产瓶颈之一。其制备工艺包括固相法、液相法和气相法。公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度 Li_2S ，纯度可达 99.99% 以上，且可粒径可达纳米级别。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内主流企业。盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比 +63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 29/25/21 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先。我们给与公司 2025 年 35x 估值，对应目标市值 282 亿，对应目标价 67 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

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>