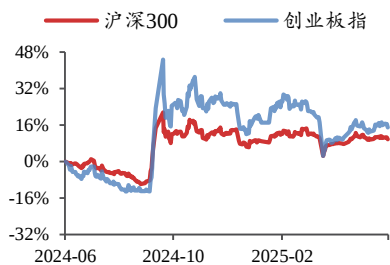


2025 年 06 月 20 日

开源晨会 0620

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	0.859
银行	-0.148
传媒	-0.483
电子	-0.590
食品饮料	-0.704

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	-2.359
美容护理	-2.281
轻工制造	-1.962
有色金属	-1.918
医药生物	-1.856

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】美联储内部的降息分歧有所扩大——6月FOMC会议点评-20250619

美联储于北京时间 6 月 19 日凌晨 2 点发布 6 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。发布会上，鲍威尔表态维持中性，并不急于降息。我们认为，在经历了特朗普对等关税政策的接连冲击后，前期美联储政策的影响被明显削弱。但随着关税政策的不确定性降低，美国经济的对市场的影响将逐渐增强，当前美联储内部对降息的分歧扩大，因此需要关注的是美联储对关税影响的评估。

行业公司

【银行】非银存款高增背后：同业扩表与存款搬家——5 月央行信贷收支表要点解读-20250619

随着降准、降息落地及关税政策调整，看好稳增长政策驱动下信用环境修复，我们判断 2025 年全年贷款增量同比或基本持平。预计 2025 年银行经营业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行、光大银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、杭州银行等。

【化工】地缘冲突加剧，关注盐酸氨丙啉供给端扰动——行业点评报告-20250619

受益标的

大洋生物：公司主营碳酸钾（含碳酸氢钾）、盐酸氨丙啉及含氟化学品业务。产能方面，据 2024 年公司年报，截至 2024 年年底，公司拥有碳酸钾产能 8.5 万吨/年，拥有碳酸氢钾产能 2.5 万吨/年，拥有盐酸氨丙啉产能 600 吨/年（另有 800 吨/年搬迁项目在建中，预计 2026 年年中投产），拥有含氟化学品产能 1500 吨/年（在建产能 3800 吨/年）。其中在盐酸氨丙啉方面，公司产品已通过美国 FDA 认证，已在欧美高端市场站稳脚跟，打破了美国辉宝的垄断格局。随着技术不断进步和产品质量优化提升，公司盐酸氨丙啉产品逐渐获得下游客户的认可，市场占有率得到巩固。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储内部的降息分歧有所扩大——6月FOMC会议点评-20250619

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美联储于北京时间6月19日凌晨2点发布6月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

声明及发布会要点

1. 美联储宣布维持利率水平在4.25%-4.5%区间。缩表方面，将继续按照3月FOMC会议上的原定计划执行。

2. 再次维持利率水平不变，但强调不确定性略有减弱。在声明中，美联储的措辞同5月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下，对应特朗普关税政策波动趋于平缓。总的看，美联储的态度与5月相比并没有发生改变，仍是“边走边看”模式，具体行动还需要等待关税对美国经济的影响显现出来。

3. 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示2025可能有50bp降息。美联储在此次会议下调2025-2027年GDP增速预测，上调2025-2027年PCE、核心PCE、失业率预测，但2026后的预测数据基本稳定，显示美联储仍然认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的。点阵图显示2025年可能有50bp降息，与3月相比没有发生变化，但支持2025年不降息的官员人数有所增加。

4. 发布会上，鲍威尔表态维持中性，并不急于降息。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态维持中性，重点仍是在观察关税对美国经济带来的不确定性，不急于降息。在夏季，美联储将会知晓更多关于关税影响的数据，以前并未经历相似的场景。此外，美联储希望能够促进美国经济保持稳定，目前的货币政策具有温和限制性。

美联储内部对降息的分歧扩大，关注其对关税影响评估

我们认为，在经历了特朗普对等关税政策的接连冲击后，前期美联储政策的影响被明显削弱。但随着关税政策的不确定性降低，美国经济的对市场的的影响将逐渐增强，当前美联储内部对降息的分歧扩大，因此需要关注的是美联储对关税影响的评估。从美国经济表现来看，我们认为2025年或有1-2次降息，首次降息或在4季度。特别是美联储在2025年将会进行货币政策框架的修订，届时其如何评估关税的影响，或是2025年降息决策的关键。

短期内市场风险偏好或相对稳定，关注美国经济基本面

决议及发布会后，市场风险偏好相对稳定。美股方面，在声明及发布会后，美股先下后上，但基本稳定。最终道琼斯指数收跌0.1%，纳斯达克指数收涨0.13%；美债方面，10年期美债收益率先下后上，目前略低于4.4%；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前仍低于99；黄金则录得一定幅度下跌，目前已跌破3400美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，且并未提供更多增量信心，市场风险偏好或相对稳定，我们需持续关注美国经济基本面。CME期货定价美联储将在2025年降息50bp。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【银行】非银存款高增背后：同业扩表与存款搬家——5月央行信贷收支表要点解读-20250619

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002

负债端：大行非银存款延续高增，4-5月累计新增2.6万亿元

5月大行负债端仍然延续4月非银存款大幅增长的态势，推动存贷增速差继续向上修复。我们认为这可能反映两个现象：一是银行阶段性向非银同业扩表，二是存款降息后搬家效应初步显现（分流向理财及其他资管产品、股市等）。从其他存款性公司资产负债表来看，5月“对其他金融机构债权”增加6226亿元，较4月增量明显修复，或反映银行向非银融出恢复，以及部分银行在预期6月负债缺口较大时提前增加短债、货基等短期资产储备。由于有较大比例定存尚未到期，推测脱媒现象或陆续反映。

评估下阶段的路径，居民存款或主要分流至风险偏好接近的现金管理类、短债理财，而股市涨幅缓慢时分流存款效能较弱。5月“对其他金融性公司负债”和“计入M2的存款”增幅接近，可能说明居民存款暂时转向货基并不多（2018年M2已剔除货基存款）。

下阶段需关注银行在存款搬家过程中，负债期限缩短、稳定性减弱的可能。一方面基于负债降成本的考虑，现阶段银行不愿吸收长期定存，比如对到期的三年大额存单暂停额度转而用一年期定存续接，引导定存短期化；另外一般性存款大量转移向同业存款也可能给银行的流动性管理带来压力。

资产端：票据转向短贷冲量，看好下阶段银行配债需求恢复

(1) 贷款需求仍然偏弱，冲量由票据转向短贷。5月大行票据融资同比少增2018亿元，冲量贴现减少，在需求不佳的情况下部分银行依靠短贷冲量，5月中小行短贷同比多增1614亿元。(2) 中小行债券投资同比大幅多增5900亿元，若下阶段银行负债成本能有效下移，我们看好负carry压力减轻下的银行配债需求恢复。此外，2025年农商行配债力度显著低于上年，反映其负债端放缓，冗余流动性代表的可配债规模减少。

资产比价：关注同业存款降息可能，以及此趋势下向非银偏好债券品种倾斜

按照监管“防空转、降成本”的思路推演，在票据保证金、伪保险协议存款、手工补息、同业活期等高息套利存款陆续被约束后，下一个面临定价监管的品种大概率是同业定存，同业负债定价高，脱媒可能性大（相当于居民自己存银行换成买理财、理财再存银行），影响负债结构，还会对冲一般性存款降息对息差的贡献。所以无论是银行自发降价还是监管收紧，都有必要引导同业负债成本下降。这样的话，从资产比价角度来说，理财新增资产配置有望转向信用债等偏好品种。

投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

随着降准、降息落地及关税政策调整，看好稳增长政策驱动下信用环境修复，我们判断2025年全年贷款增量同比或基本持平。预计2025年银行经营业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行、光大银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、杭州银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【化工】地缘冲突加剧，关注盐酸氨丙啉供给端扰动——行业点评报告-20250619

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

盐酸氨丙啉：高效的抗球虫药物，主要应用于家禽、牛、羊等动物

盐酸氨丙啉是高效的抗球虫药物，是维生素B1的类似物。其作用机理是通过竞争性抑制球虫对维生素B1的摄取，实现疗效，对于艾美尔属球虫的作用尤为明显。由于该药物作用机理特殊，疗效显著，相较于其它抗球虫药物具有毒性小、残留少、性价比高、抗球虫各类广、用药安全等特点，成为公认的动物抗球虫安全用药，目前主要应用于家禽、牛、羊等动物。

供需：供给端呈寡头垄断特征，竞争格局良好，国内产品以出口为主

供给端，由于盐酸氨丙啉产品技术壁垒高、反应链条长、控制要求严格，全球盐酸氨丙啉供应商主要为国内上市公司大洋生物和美国辉宝（其生产基地在以色列）。其中，大洋生物从事盐酸氨丙啉产品生产有近 15 年的历史，相较美国辉宝虽然起步略晚，但已拥有多项发明专利，产品质量、服务都具有竞争优势。

需求端，盐酸氨丙啉属于抗球虫药品种中偏中高档的品种，当前世界发达国家选用该品种作为主要的抗球虫药，预计全球目前的年市场需求量在 1200 吨至 1500 吨。据大洋生物公司公告，2024 年公司盐酸氨丙啉产量约 614 吨、销量约 643 吨，其中内销销量不足百吨，产品以出口为主，出口去向为欧洲、北美等地区。

地缘冲突加剧，盐酸氨丙啉供给端存扰动预期

据微信公众号亚太易和数据，截至 2025 年 6 月 18 日，国内盐酸氨丙啉市场报价 322 元/千克。当前中东地区地缘冲突加剧背景下，美国辉宝以色列基地的生产经营情况及发货等方面或受到一定程度的影响。供给端扰动预期背景下，关注盐酸氨丙啉价格上行的机会。

受益标的

大洋生物：公司主营碳酸钾（含碳酸氢钾）、盐酸氨丙啉及含氟化学品业务。产能方面，据 2024 年公司年报，截至 2024 年年底，公司拥有碳酸钾产能 8.5 万吨/年，拥有碳酸氢钾产能 2.5 万吨/年，拥有盐酸氨丙啉产能 600 吨/年（另有 800 吨/年搬迁项目在建中，预计 2026 年年中投产），拥有含氟化学品产能 1500 吨/年（在建产能 3800 吨/年）。其中在盐酸氨丙啉方面，公司产品已通过美国 FDA 认证，已在欧美高端市场站稳脚跟，打破了美国辉宝的垄断格局。随着技术不断进步和产品质量优化提升，公司盐酸氨丙啉产品逐渐获得下游客户的认可，市场占有率得到巩固。

风险提示：下游需求不及预期、行业扩产进程超出预期、公司投产进程不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn