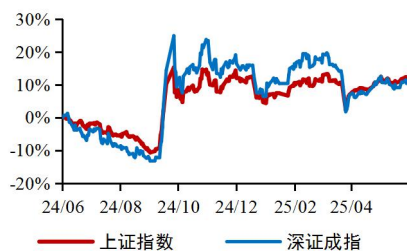


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 6 月 12 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,402.32	0.52
深证成指	10,246.02	0.83
沪深 300	3,894.63	0.75
中小板指	6,414.10	0.87
创业板指	2,061.87	1.21
科创 50	980.93	-0.20

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250602~20250608）

【山证专精特新】eCall 专题报告-国标应用元年即将启动，汽车安全等级提升为自动驾驶保驾护航

【衍生品研究】兴业转债投资价值分析-稀缺性凸显，冲击强赎有望

【行业评论】【山证电新】20250611 光伏产业链价格跟踪

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 5 月营收数据速递 20250611

【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250602~20250608）

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 美国：5月就业数据出现分化
- （1）央行动态
- 本周公布多项就业数据，其中，美联储重点关注的非农就业数据表现出较强韧性，因此，市场对于美联储的政策预期变化不大，截止6月9日，根据CME FedWatch工具，市场预计美联储9月将降息25bp，12月再降25bp，较上周基本保持不变。
- （2）重点数据
- 美国就业数据表现分化。ADP新增就业、家庭调查新增就业、初请失业金人数均显示劳动力市场走弱，但5月非农就业数据呈现出较强韧性。5月ADP新增就业大幅降至3.7万人（4月为6万人，1-4月平均值为11.9万人），家庭调查显示5月就业人数为-69.6万人，不增反降。与此同时，更加高频的每周初请失业金人数显示，5月31日当周初请失业金人数延续上行至24.7万人，均反映出美国就业市场走弱。而5月新增非农就业13.9万人，依旧呈现出韧性，失业率也维持在4.2%不变，平均工时也未出现明显下降。PMI数据方面，5月制造业与服务业景气度均在枯荣线之下，其中，制造业PMI进一步下滑至48.5，服务业PMI自24年7月以来首次跌破50。
- 非美国家：日本上修25Q1GDP增速，欧洲央行再度降息25bp
- 日本将25Q1的名义与实际GDP环比折年率均上调了0.5个百分点，从4月的核心CPI（同比增3.5%，较3月走升0.3个百分点）数据看，日本的通胀数据表现良好，与此同时，失业率维持在较低水平，为日本央行的加息之路奠定了基础。欧洲方面，欧元区5月核心CPI下行至2.3%，反映出降通胀进展顺利，欧洲央行如期降息25bp。
- 周观点：美国就业市场温和降温，维持年内至少再降息3次的判断
- 虽然非农新增就业数据整体表现较好，但我们认为其中的一些细节叠加其他就业数据共同反映出美国就业市场实际已经在温和降温。5月新增就业完全由服务业贡献，商品制造新增就业为负值，制造业的拖累十分明显，伴随着关税政策影响显现，叠加周度初请失业金数据显示出的失业人数上行趋势，我们认为就业数据会进一步走软。基于此，我们倾向于认为美联储将于7月再度开始降息，下半年降息至少3次，美元依然存在下行空间。

- 风险提示
- 海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

【山证专精特新】eCall 专题报告-国标应用元年即将启动，汽车安全等级提升为自动驾驶保驾护航

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **eCall 服务于事故发生时的紧急救援，NG-eCall 或将成为主流方案。**eCall 汽车紧急呼叫系统是继安全带、安全气囊之后的第三代汽车生命安全系统，可在紧急情况发生时为用户提供救援服务，包括 GNSS 车辆定位、数据上传和语音通话等。目前，eCall 系统已经逐步成为了全球范围内的标准，在许多国家和地区得到了广泛的应用，成为提高救援效率和保障驾驶安全的关键工具。伴随移动通信网络技术从 2G/3G 向 4G/5G 发展，eCall 解决方案也逐步由 CS-eCall 向 NG-eCall 演进。相较于 CS-eCall，NG-eCall 的核心优势在于支持 VoLTE 语音和数据的并发，可以大大缩短呼叫建立的时延，并且还可以在远程救援期间获取现场静态和动态的图像和音频信息。
- **eCall 成为多地国标汽车功能安全件，能有效减少交通事故死亡率。**①eCall 标准已逐步在欧亚经济联盟、欧盟（EU）、联合国欧洲经济委员会等落地，政策驱动将为 eCall 系统的推广创造良好的环境。经过近十年的摸索和尝试，我国车载事故紧急呼叫系统强制性国家标准正式发布，并将于 2027 年 7 月 1 日起全面实施。②“零死亡”愿景正影响着全球多个国家和城市的道路交通改造，作为关键的汽车功能安全件，eCall 应用对于欧洲 2030 年实现道路交通死亡减半目标具有重要意义，对于降低中国汽车交通事故死亡和受伤人数而言也具有一定的迫切性和必要性。③伴随我国 eCall 强制性国家标准逐步落地，“车与 X+eCall”将持续为自动驾驶的安全出行保驾护航，eCall 提供紧急救援服务、增强安全信心、提供安全数据支持等优势将发挥更大的作用。
- **eCall 产品市场空间广阔，静待国标实施带来放量预期。**eCall 国家标准的实施与此前车载 ETC 标准的落地有异曲同工之处，因此我们类比 ETC 渗透节奏对 eCall 国标落地后的市场表现进行了预测。根据我们的测算，若 eCall 强制标准顺利实施，2027、2030 年我国 eCall 产品市场空间有望分别达到 17.14、17.29 亿美元。
- **国际巨头占据全球市场主要份额，国标实施利好国产厂商份额提升。**eCall 的功能实现需要依托 T-BOX/TCU 的远程信息处理功能，因而 T-BOX/TCU 的竞争格局一定程度上可以反映 eCall 市场的竞争状态。T-BOX/TCU 的竞争格局表现为 LG、Continental、Harman 等国际巨头在全球市场中占据主要份额，东软集团、华为、比亚迪等国产厂商在中国市场中的竞争力持续提升。基于国内厂商在价格竞争以及本土车厂内部生态构建方面具有显著优势，预期 eCall 国标落地将利好国内厂商市场份额进一步提升。
- **投资建议：**当前，我国车载事故紧急呼叫系统强制性国家标准处于“即将实施”阶段。建议重点关注

拥有 eCall 认证或支持 eCall 功能的 T-Box 供应商（如东软集团、慧翰股份、高新兴、经纬恒润、鸿泉物联、启明信息等），并建议关注以德赛西威为代表的其他 T-Box 供应商在 eCall 领域的业务布局和产品创新。

- 风险提示：eCall 行业政策变化的风险；汽车行业芯片供应波动的风险；市场竞争加剧的风险；国际贸易政策风险。

【衍生品研究】兴业转债投资价值分析-稀缺性凸显，冲击强赎有望

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 兴业转债（113052.SH）：
- AAA，截止 2025/6/9 债券余额 413.53 亿元，剩余期限 2.55 年，收盘价 122.62 元，转股溢价率 14.63%，纯债溢价率 13.73%。
- 正股：兴业银行（601166.SH）：
- 最新总市值 4944 亿元，PE TTM 6.45x，PB LF 0.63x。兴业银行成立于 1988 年，福建省财政厅旗下核心企业，是我国首批股份行之一，拥有信托、金租、基金、资管等金融牌照。
- 兴业转债主要看点：
- 机制灵活，稳健扩张。兴业银行机制灵活，围绕“商行+投行”布局，构建“股债贷”综合金融服务体系，表内外业务均衡，ROE 始终处股份行前列。近年来，公司通过优化存款结构和控制高成本负债，有效降低资金成本；同时贷款规模，尤其对公贷款持续增长，推导总资产持续扩张，从 2020 年末 7.89 万亿元增至 2024 年末 10.51 万亿元，CAGR 7.41%。
- 净息差承压，但资产质量保持稳健。Q125 受净息差收窄和非息收入波动影响，营业收入 557 亿元，同比降 3.58%；归母净利润 238 亿元，同比降 2.22%。Q125 净息差为 1.80%，较 24 年降 7bps，但显著优于行业平均水平（同期商业银行整体净息差 1.43%）。Q125 末不良贷款率 1.08%，拨备覆盖率 233%，资产质量整体保持稳健。
- 正股股价创新高，PB 仍有提升空间。近期，受益于央行流动性投放、专业机构资金重新配置银行以及可转债转股补充资本预期，银行板块迎来重估。以兴业银行为代表，股价屡创新高。我们认为，随着政策支持、资产质量改善及利率持续下行，公司目前 PB 仅 0.63x，仍有提升空间。
- 转债稀缺性越发凸显：考虑利率下行趋势和转债新发强赎金额数量，我们预期转债市场供不应求现象将持续。兴业转债评级高、余额大，正股上涨动力足，剩余时间较长，是低风险偏好资金的优质标的。
- 转债合理估值推导

- 基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑强赎和下修，我们认为兴业转债合理估值在127-129元。
- 风险提示：宏观经济失速；净息差收窄；非息收入、资产质量不及预期等

【行业评论】【山证电新】20250611 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格结构性下降：** 根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 35.0 元/kg，较上周下降 2.8%；颗粒硅均价为 34.5 元/kg，较上周持平。本周行业成交均价出现下降，主要原因为需求萎缩。6 月份整体产出基本持稳，根据硅业分会，7 月多晶硅企业新增 2 家企业计划检修，预计硅料产量将有明显下调，后续价格走势需关注下游企业排产和采购节奏。
- **硅片 价格下降：** 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 0.93 元/片，较上周下降 2.1%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.07 元/片，较上周下降 0.9%。根据 SMM，6 月国内硅片预计产量约为 55.9 GW 左右，近期市场成交有限，预计短期内硅片价格底部震荡。
- **电池片 价格结构性下降：** 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.245 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 2.0%；182*210mm N 型电池片价格为 0.265 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。6 月全球排产为 57-58 GW，月环比下降 4-5%，组件厂调整采购需求，订单减少，电池库存周环比增加。预计在下游需求未有明显改善前，电池片价格承压。
- **组件 价格持平 BC 组件溢价明显：** 182mm TOPCon 双玻组件价格 0.68 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.78 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 16.4%；分布式 BC 组件价格为 0.80 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 17.6%。根据 SMM，6 月份组件企业开工率有不同程度下调，环比下降 15%-20%。抢装结束后，国内集中式电站未大规模启动，且海外市场处于淡季，组件库存压力增加。供需失衡趋势下，预计短期内光伏组件价格延续小幅阴跌。
- **光伏玻璃 价格下降：** 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周下降 2.44%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 12 元/m²，较上周下降 7.69%。
- **重点推荐：** BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：横店

东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份； 电力市场化方向：朗新集团； 国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



- 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 5 月营收数据速递 20250611

王冯 wangfeng@sxzq.com

➤ 【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 5 月营收数据速递 20250611

➤ 我国出口

- 2025 年 1-5 月，我国纺织纱线、织物及制品出口金额同比增长 2.5%、服装及衣着附件出口金额同比下降 0.5%。



➤ 越南出口：制鞋出口单月增速回落，纺织品和服装出口保持快速增长

- 2025 年 1-5 月，越南纺织品和服装单月出口同比增长 1.8%/20.7%/14.9%/18.1%/19.0%，1-5 月累计同比增长 14.2%；

- 2025 年 1-5 月，越南制鞋单月出口同比增长-3.7%/33.4%/15.9%/20.5%/7.5%，1-5 月累计同比增长 12.9%。



➤ 制鞋：裕元、来亿增速环比回落，丰泰增速由正转负

- ① 裕元集团：5 月制造业务营收同比增长 0.5%（2025.4 月为增长 10.5%，2024.5 月为增长 8.3%）。1-5 月营收同比增长 5.6%。

- ② 丰泰企业：5 月营收同比下降 23.4%（2025.4 月为增长 2.7%，2024.5 月为增长 16.6%）。1-5 月营收同比下降 4.3%。

- ③ 来亿兴业：5 月营收同比增长 1.3%（2025.4 月为增长 54.9%，2024.5 月为增长 50.3%）。1-5 月营收同比增长 25.2%。



➤ 制衣：聚阳、儒鸿单月增速由正转负、年内首次出现单月下滑

- ① 聚阳实业：5 月营收同比下降 8.3%（2025.4 月为增长 5.8%，2024.5 月为增长 16.6%）。1-5 月营

收同比增长 9.0%。

- ② 儒鸿：5 月营收同比下降 8.6%（2025.4 月为增长 18.2%，2024.5 月为增长 27.8%）。1-5 月营收同比增长 14.3%。
-
- 风险提示：关税风险；国际运动服饰龙头品牌销售不及预期；汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

