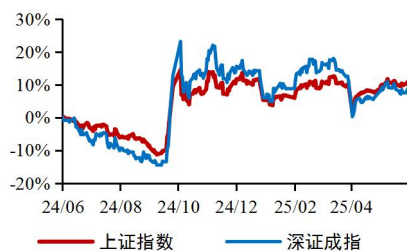


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 6 月 5 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	3,376.20	0.42
深证成指	10,144.58	0.87
沪深 300	3,868.74	0.43
中小板指	6,372.82	0.89
创业板指	2,024.93	1.11
科创 50	986.11	0.45

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（20250526~20250601）

【山证农业】农业行业周报（2025.05.26-2025.06.01）-看好海大集团的投资机会

【衍生品研究】人形机器人产业链相关转债梳理-积极寻找结构性机会系列

【行业评论】【山证电新】20250604 光伏产业链价格跟踪



【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250526~20250601）

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 美国：关税政策不确定性再升
- （1）央行动态
- 本周虽然初请失业金人数再度冲高，但并未突破 40 万人的警戒水平，4 月美国个人消费支出等硬数据显示美国经济依旧在温和放缓，因此，市场对于美联储的政策预期变化不大，截止 6 月 3 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
- 5 月 24 日当周，初请失业金人数冲高至 24 万人，两个月移动平均也显示出上升趋势，暗示美国就业市场出现降温迹象。25Q1 实际 GDP 环比折年率-0.2%（上修 0.1 个百分点），其中，净出口拖累 4.9 个百分点，贸易政策带来的扭曲十分明显，消费者支出从 1.8%下修至 1.2%。亚特兰大联储 5 月 30 日将 25Q2 的 GDP 预测上修至 3.8%（5 月 23 日预测为 2.4%），个人支出预期再度下调，但预计 Q1 净出口的拖累将在 Q2 形成较大幅度的反向对冲。4 月个人支出同比增 3.2%，延续上行，反应美国经济整体依旧平稳运行。核心 PCE 同比增 2.5%，同样延续下行，未明显反映出关税的影响。此外，周内美国贸易法庭裁决特朗普关税令违法，随后又因政府上诉而暂缓实行，美国经济政策不确定指数再度冲高。
- 非美国国家：日本长债收益率回落
- 受拍卖结果不佳影响，5 月 22 日日债收益率突破历史新高，而 5 月 26 日当周市场抛售情绪有所缓和，日本 10 年、20 年、30 年、40 年国债收益率均有所回落，市场对于日本长债的需求疲弱或将使日债收益率维持高位。
- 周观点：美国的通胀问题已不是关键，预计美联储年内降息至少 3 次
- 伴随着关税政策不确定性的上升，市场对于美国通胀的关注度再度提升，而 5 月 FOMC 纪要也显示参会者普遍担忧通胀会更久。我们倾向于认为，关税造成的美国通胀上升风险有限，一方面，就业市场已经开始呈现出放缓倾向，而财政对于居民的转移支付力度也明显下降，消费端承接“成本转移”的空间有限，另一方面，此前物价飙升在很大程度上是受房租价格上涨推动，而这一重要权重指标已经基本恢复至疫情前水平。我们认为，“美国例外论”的消退以及政策不确定性维持高位使得美元资产的整体吸引力下降，美元当前依旧存在高估，美债收益率年内居高难下。

- 风险提示
- 海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

【山证农业】农业行业周报（2025.05.26-2025.06.01）-看好海大集团的投资机会

陈振志 chenzzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（5月26日-6月1日）沪深300指数涨跌幅为-1.08%，农林牧渔板块涨跌幅为1.79%，板块排名第4，子行业中其他种植业、果蔬加工、水产养殖、肉鸡养殖及生猪养殖表现位居前五。
- 本周（5月26日-6月1日）猪价环比上涨。根据跟踪的重点省市猪价来看，截至5月30日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为14.15/15.64/14.40元/公斤，环比上周分别+0.71%/+1.62%/+1.05%；平均猪肉价格为20.66元/公斤，环比上周下跌1.38%；仔猪平均批发价格28.00元/公斤，环比上周持平；二元母猪平均价格为32.53元/公斤，环比上周持平；自繁自养利润为35.65元/头，外购仔猪养殖利润为-84.37元/头。截至5月30日，白羽肉鸡周度价格为7.37元/公斤，环比上涨0.14%；肉鸡苗价格为2.87元/羽，环比上周上涨0.70%；养殖利润为-0.38元/羽。鸡蛋价格为7.10元/公斤，环比下跌1.39%。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- “猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从2024Q2开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和2025年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- 在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。圣农发展当前正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 2025年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不

断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务盈利向上的中宠股份。

- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【衍生品研究】人形机器人产业链相关转债梳理-积极寻找结构性机会系列

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 转债市场升至高位，我们预期后续将维持高位运行
- 转债市场市价中位数和 YTM 中位数再度升至合理区间上限附近，低风险偏好投资人越来越难以寻得投资标的。然而，需要提示的是受益于股市回暖，正股估值提升，转债市场转股溢价率中位数已低于合理区间下限，接近过去三年最低水平。
- 我们认为，受 2023 年以来新发转债较少而强赎个券突增影响，转债市场供不应求现象短期难以改变。同时，股票市场持续活跃预期下，应提高风险偏好，积极寻找结构性机会，甚至直接使用高价低溢价率策略。
- 看好人形机器人产业链
- 2025 年被誉为“人形机器人量产元年”，这一赛道具有颠覆性，兼具高增长性和政策支持。虽然人形机器人概念已火爆一段时间，相关个股个券也已大幅上涨，然而从中长期角度，我们认为人形机器人产业化才刚刚开始，拥有着广阔前景。
- 重点关注个券
- 转债不同于股票，除分析上市公司外，还需关注期限、强赎、下修等条款。人形机器人产业链，我们梳理出 28 只相关个券，以下十只可重点关注：
- 豪 24 转债：布局高精密行星减速器及关节驱动总成。
- 冠盛转债：布局固态电池，已与人形机器人主机厂开展初步业务洽谈。
- 会通转债：国内少数具备 PEEK 材料量产能力，美的人形机器人采用。
- 领益转债：Figure AI 一代、二代人形机器人核心硬件供应商。
- 升 24 转债：人形机器人零部件供应商。
- 荣 23 转债：宇树机器人指数（8841902.WI）成分股，间接持股 1.3217%。
- 科利转债：布局谐波减速器、关节控制器等核心零部件。

- 艾迪转债：2020 年已前瞻性布局工业机器人业务，技术可延展。
- 台 21 转债：PA66 或应用于人形机器人防护服、机械臂包覆。
- 科沃转债：服务机器人行业龙头，技术、渠道适配人形机器人。
- 风险提示：宏观经济不及预期，货币政策不及预期，正股新业务拓展不及预期，业绩不及预期，行业政策不及预期等。

【行业评论】【山证电新】20250604 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 36.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 34.5 元/kg，较上周持平。本周为节后首周，仅 3-4 家企业新签订单，价格暂时维持稳定。5 月我国多晶硅产量为 10.16 万吨，环比上涨 2.52%。本月多晶硅企业将进行产能置换，预计 6 月多晶硅供应基本维持稳定，三季度开始月度供应量将逐渐下降。短期硅料价格或小幅下行，但下降空间有限。
- **硅片 价格结构性下降：**130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 0.95 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.08 元/片，较上周下降 1.8%。5 月硅片产量约 58GW，6 月部分厂家将继续小幅减产。目前硅片库存在 18GW 左右，短期内预计硅片价格持稳。
- **电池片 价格持平：**182-183.75mm N 型电池片均价为 0.25 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；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。根据 SMM 数据，5 月全球光伏电池产量约 60GW，较 4 月下降 7.20%；预计 6 月排产为 57-58GW，环比下降 4-5%。电池端库存压力较大，预计短期价格仍有下行压力。
- **组件 价格结构性下降：**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，较上周下降 1.2%；182*182-210mm BC 组件价格为 0.80 元/W，较上周持平。5 月组件产量预计下滑至 50GW 左右。近期国内终端电站项目推进缓慢，海外市场自供增加且受到关税影响，预计短期内组件端维持降价去库存的态势。
- **光伏玻璃 价格持平：**3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13 元/m²，较上周持平。

- **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。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。

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

