

首席周观点：2024 年第 33 周

2024 年 8 月 16 日

首席观点

周度观点



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：拥抱新质生产力，掘金“AI+”新蓝筹

后摩尔时代先进工艺技术继续突破的难度激增，对 EDA 公司提出了新的挑战和要求。集成电路制造行业经历了数十年的快速发展，先进光刻与刻蚀技术等集成电路制造所需的专用技术不断突破，半导体器件也朝着 7nm、5nm、3nm 等先进工艺节点不断演进。完成电路设计、版图设计、版图验证、性能分析等工作必须依靠 EDA 工具，工艺节点不断演进对 EDA 工具设计和制造复杂度和风险的要求大幅提升。每一代先进工艺节点的突破，均需由工艺水平最先进的晶圆厂、顶尖 EDA 团队和设计经验丰富的集成电路设计企业三方协力共同推进。

在集成电路设计与制造的主要阶段均需要对应的 EDA 工具作为支撑。一个完整的集成电路设计和制造流程主要包括工艺平台开发、集成电路设计和集成电路制造三个阶段。三个设计与制造的主要阶段均需要对应的 EDA 工具作为支撑，包括用于支撑工艺平台开发和集成电路制造两个阶段的制造类 EDA 工具以及支撑集成电路设计阶段的设计类 EDA 工具。

EDA 行业杠杆效应明显，为数十万亿美元的数字经济提供了重要支撑。根据赛迪智库的数据，从市场价值的角度来看，2020 年全球 EDA 行业的市场规模已经超过了 70 亿美元，但它却为数十万亿美元的数字经济提供了重要支撑。特别是在中国，作为全球规模最大、增长速度最快的集成电路市场，EDA 的杠杆效应可能会更加明显，其影响力和作用或将进一步放大。

人工智能技术赋能 EDA 工具快速发展。根据 Cadence 白皮书中提到，在芯片设计中，生成式 AI 能够自动执行布局布线，优化 PPA，确保符合设计规则；找到传统方法可能忽视的最佳解决方案。同时生成式 AI 还可以精简验证流程，减少错误，形成辅助工程师完成设计闭环。在系统设计中，生成式 AI 能够优化组件和子系统的集成，提升系统效率和性能；管理功耗和散热问题，确保产品的可靠运行。在产品设计中，生成式 AI 可用于支持定制和个性化设计，迎合多样的用户需求；优化可制造性设计，降低成本，提高产品质量。

全球 EDA 市场规模逐步增长，预计 2029 年全球 EDA 市场规模有望达 265.9 亿美元。伴随着紧凑型电子设备的需求不断增长，以及 SoC 技术在各个行业包括汽车、物联网和人工智能的使用不断扩大。Mordor Intelligence 预测 2024 年全球 EDA 市场规模估计为 177.2 亿美元，预计到 2029 年将达到 265.9 亿美元，2024-2029 年的复合年增长率为 8.46%，其中亚太地区有望成为增速最快的市场。

投资建议：我们认为，在集成电路设计领域，EDA 工具已经成为不可或缺的需求；EDA 工具在确保设计各阶段和各层次的准确性方面发挥着重要作用，它不仅有助于降低设计成本，还能缩短设计周期并提高设计效率。尽管目前我国的 EDA 厂商尚未完成全流程工具系统的构建，但值得关注的是，国内已有一些 EDA 工具在覆盖面上相对完善，或者在某些细分领域中达到了国际领先水平，推荐标的：华大九天、概伦电子。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子行业：拥抱新质生产力，掘金“AI+”新蓝筹》，2024-07-19



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：全球铝土矿市场供需结构性优化或推升行业高景气延续（II）--中国铝土矿供给已显现结构性收缩

中国铝土矿资源分布具有矿床集中性特点，部分主产地区的资源品位下滑迹象明显。从资源分布角度观察，广西（30%）、河南（24.4%）、贵州（24.1%）及山西（13.37%）占全国铝土矿总储量的 91%以上，而重庆（4.88%）、山东、海南、广东、福建等其他 15 个省区的合计储量则仅占全国总储量的 8.1%。从国内铝土矿供给状态观察，当前河南、山西等地铝土矿资源出现明显贫化及枯竭，品位下降叠加河南地区进行的退矿还耕治理、矿山停产及环保安全等问题导致国内铝土矿供给出现扰动，这一方面抬高了以河南、山西地区的铝土矿报价，另一方面对该地区氧化铝行业的开工率形成压制。

不同区域的铝土矿资源质量有明显差异，进口矿石较国产矿石具有显著的生产成本优势。境外铝土矿如几内亚、澳大利亚以及印尼与马来西亚等国的矿石类型为三水软铝石，矿石均具有高铝硅比特点，其生产氧化铝所需温度及压力等能耗要求较低，具有明显的成本及产出优势。而中国的铝土矿则为一水硬铝石，矿石表现为低铝硅比，制造氧化铝所需能源消耗高。

所需能耗的不同与溶出难度有关，国外三水软铝石只需要 140 度-160 度就可溶出，而国内一水硬铝石则需高温 250 度-280 度才能溶出。按生产 1 吨氧化铝所对应的标准煤消耗量观察，中国铝土矿的生产吨氧化铝成本要较境外铝土矿高出至少约 0.5 吨标准煤的能源消耗。

中国铝土矿储量有限但产量巨大，铝土矿自给率不足已成为制约国内铝工业发展的核心问题。中国的铝土矿总储量为 7.1 亿吨，仅占全球铝土矿资源量的 2.39%；但根据美国地质调查局 2023 年的数据，中国铝土矿年产量却达 9300 万吨，占全球铝土矿总产量的 23.3%（2023 年全球铝土矿产量约 4 亿吨）；按此消费速率推算，**中国铝土矿的储量可供消耗时间仅为 7.53 年**，自给率不足的问题已较为显著。

中国铝土矿供给已显现结构性收缩。受环保、安全控制以及矿石品位下降等影响，近三年国内铝土矿供给持续下降，2020-2023 年均复合增长率-11%。根据 SMM 走访调研中国铝行业冶炼端的实际产出数据，2023 年全国铝土矿产量已降至 6552 万吨，较 2020 年高峰 9270 万吨已下跌 29%。而该供给收缩趋势在 2024 年有所延续，2024 年前 5 个月中国铝土矿产量同比下降 20%至 2276 万吨（2023 年同期：2831 万吨）。其中，由于安全生产事故问题，2023 年 10 月中国铝业灵石县杨家山铝矿停产整顿，2023 年 11 月吕梁离石区各类矿山企业停产整顿，至今仍未复产，这导致 2024 年 M1-M5 山西省铝土矿产量同比下降 35%至 591 万吨；此外，2023 年 6 月起，河南省三门峡地区铝土矿因执行复垦大量停产，导致 2024 年 M1-M5 河南省铝土矿产量同比下降 38%至 187 万吨。根据 Morgan Stanley 预测，尽管山西与河南矿山 2024 年有复产可能，但预计 2024 年全年国内铝土矿产量仍将同比缩减 8%至 6000 万吨。

国内铝土矿供给显现极高进口依赖度。2023 年，中国铝土矿进口量突破 1.4 亿吨（1.416 亿吨），相当于自身年产量的 2.16 倍，进口量较 2022 年及 2021 年同期分别增长了 13%及 32%。按过去 5 年平均增速推算，**2025 年的中国铝土矿进口量或会逼近 1.69 亿吨**。若以 2 吨铝土矿生产 1 吨氧化铝的简化模型计算，随着国内铝土矿产量的增速放缓，国内铝土矿的对外依存度（当月进口铝土矿数量/当月国内铝土矿生产需求量）正持续走高，自 2020 年的 78.6%攀升至 2023 年的 86.1%。目前魏桥、信发等铝土矿供应基本依赖进口，河南等地的铝厂也在调高进口矿对国产矿的配比，而广西及内蒙的新建项目已经全部使用进口铝土矿生产。

中国铝土矿进口来源地亦呈高集中度特点。当前国内铝土矿的进口来源集中于几内亚及澳大利亚，2023 年二者占中国铝土矿进口总比例超过 94.7%，其中几内亚占比超过 70%，澳大利亚占比约 24.5%。此外，印度尼西亚也曾为我国重要的铝土矿来源，但当地于 2023 年 6 月开始实施铝土矿出口限制政策，这导致 23 年 4 月起我国自印尼进口的铝土矿数量开始大幅减少并令全年印尼进口矿占比降至仅 1.33%。**铝土矿进口区域的高集中度意味着矿端供给可能遭受的事件性风险攀升。**

国内相关上市公司：中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业。

风险提示：铝土矿资源国政策/政治风险、全球氧化铝新增/复产产能超预期、国内消费不及预期。

参考报告：《铝行业深度报告：全球铝土矿市场供需结构性优化或推升行业高景气延续》，2024-07-12



石伟晶 | 东兴证券传媒行业首席分析师

S1480518080001, 021-25102907, shi_wj@dxzq.net.cn

通信行业：信科移动（688387.SH）：乘势卫星互联网浪潮，全球移动通信冉冉新星

2024-2030 年期间，信科移动将乘势卫星互联网的建设浪潮，实现快速发展，或将成为全球移动通信领域一颗冉冉新星。主要理由：公司在卫星互联网领域具备独特的先发优势。公司在 ITU-R、3GPP、IMT-2020（5G）推进组、CCSA 等国内外标准化组织担任重要职务，全面参与 3GPP 的 5G 系统标准化制定工作，为全球 5G 标准及其演进做出重要贡献，在 ETSI 披露的全球 5G 标准必要专利数量上排名第八，特别重要的是，公司在 5G 非地面网络专利族数量上排名上升至第五位。可以看到，公司在移动通信领域具有较高的自主创新能力。

其次，公司在卫星互联网领域的部分产品和技术已经实现上星验证。2023 年 11 月，中国信通院联合中国卫通和信科移动完成基于中星 26 高通量卫星的 5G NTN 透明转发场景端到端在轨试验。在本次试验中，信科移动研制了 5G NTN 全套设备样机，包括终端、地面基站、星地一体化轻量型核心网等产品。试验初步验证了高轨通信场景下 NTN 技术在网络架构、接口协议和业务性能等方面的技术可行性，实现了 NTN 技术在高轨卫星上的全链路贯通。

风险提示：5G 行业竞争加剧；卫星互联网建设进展存在不确定。

参考报告：《信科移动（688387.SH）：乘势卫星互联网浪潮，全球移动通信冉冉新星》，2024-08-08



孟斯硕 | 东兴证券食品饮料首席分析师

S1480520070004, 010-66554035, mengssh@dxzq.net.cn

食品饮料行业：贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心

事件：贵州茅台公布 2024 年中报，24Q2 实现营业总收入 369.66 亿元，同比+16.95%；营业收入 361.55 亿元，同比+17.31%；归母净利润 176.3 亿元，同比+16.1%。公司业绩表现优异。

提价+非标贡献茅台酒增长，系列酒持续放量。24Q2 茅台酒收入 288.6 亿，同比增长 12.92%，主要受益于去年茅台提价和非标酒继续放量的贡献。24Q2 系列酒收入 72.11 亿，同比增长 42.52%，系列酒增速显著加快，我们认为主要有两方面原因：1 是茅台今年 5 月启动 1935 的升级工作，刺激渠道对老品存货；2 是今年上半年茅台 1935 整体的任务完成出色。根据此前媒体报道，今年 7 月茅台推出停货通知，表示“茅台 1935 酒已经超额完成 2024 年度各项任务指标，为保证良性发展，经公司研究决定，即日起暂停投放茅台 1935 酒合同计划”。在 1935 出色表现的带动下，系列酒 Q2 保持快速的增长。

直营增速放缓，经销快速提升。24Q2 直营渠道收入 144.09 亿，同比增长 5.85%，直营占比为 39.85%，同比下降 4.32pct，直营占比的下滑，主要是公司主动调整企业团购比例的结果。其中“i 茅台”实现不含税收入 49.07 亿，同比增长 10.64%。24Q2 经销渠道收入 217 亿元、同比增长 27.4%。24Q2 公司期末合同负债接近 100 亿元，同比+36.25%，经销商回款表现较为亮眼。

高分红提振市场信心。公司同时发布现金分红回报规划，计划 2024-2026 年每年两次现金分红、分红率不低于 75%。如果按照分红率下限 75%计算，按照我们的盈利预算计算，预计 2024 年股息率达到 3.5%。这一高分红政策保证投资回报，给市场很强的信心。

公司盈利预测和评级：展望 24 年，公司上半年收入稳定增长给与市场较强的增长信心。去年 11 月公司对飞天/五星进行调价，预计提价对销售收入贡献 5-6%，加上非标产品投放继续增长，以及系列酒持续高增长，公司保持稳定增长可期。我们预期 2024 年公司实现销售收入同比增长 14.4%，归母净利润增长 14.22%，对应 EPS 67.95 元，当前股价对应估值 21 倍。考虑到茅台历史估值水平以及业绩增长的确定性，我们给予目标估值 30 倍，目标价 2038 元，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观消费恢复不及预期，市场竞争过于激烈，公司产品结构提升不及预期等。

参考报告：《贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心》，2024-08-15



任天辉 | 东兴证券机械行业分析师

S1480523020001, 18810872791, renth@dxzq.net.cn

机械行业：中小市值有望迎估值修复，关注设备更新主线

机械行业涨幅排名靠后，整体估值处于历史低位。年初至今（7 月 18 日）申万机械一级行业指数涨幅-16.30%，涨幅位居第 22 位。跑输同期上证指数、沪深 300、中证 500 指数 18.15、16.38 和 6.15 个百分点。从估值来看，截至 2024 年 7 月 18 日，申万机械设备一级指数 PE-TTM（剔除负值）为 22.33 倍，位于 3.98%历史分位，低于 2014 年以来历史中位数 27.65 倍。从 2024 年中报机械设备公募基金配置比例为 3.02%，排名第 12 位。从 2024 中报相对于 2024 年 Q1 来看，机械设备公募基金配置比例变化-0.15 个百分点，相对于其他行业公募基金配置比例变化，排名倒数第七。

细分板块业绩分化。从年初至今（7 月 18 日）机械设备细分行业来看，仅摩托车、轨交设备、工程机械整机和油田服务板块取得正收益，涨幅分别为 21.77%、12.31%、11.74%、6.70%。从业绩来看，除机器人、印刷包装设备、磨具磨料、仪器仪表扣非归母净利润出现下滑，其余子板块扣非归母净利润均实现正增长。其中，锂电专用设备、光伏加工设备、激光设备、机床工具、工程机械器件净利润增速低于收入增速，盈利能力较弱，体现下游景气度较为低迷。半导体设备、工控设备、轨交设备和纺织服装设备净利润增速大幅领先收入增速，体现了较强的盈利能力。

大市值风格占优。统计年初至今（7月12日）申万机械设备一级指数成分股，市值越大的标的其现金流情况越好，久期较小，在年初以来宏观经济不确定性较大的市场环境中，受到资金追捧。展望未来，随着稳增长政策持续加大力度和落地，市场信心和风险偏好有望得到提振，未来业绩增速展望较高的成长性中小市值标的估值有望得到修复。结合宏观经济政策，建议围绕设备更新和节能减排重点关注压缩机和机床细分板块。

工商业制冷设备政策推动下的更新替换增量可期。降低能耗一直是压缩机产品发展的方向。从销量看，2021年工商用制冷压缩机2463万台。根据冶金工业规划研究院测算，据《制冷设备更新改造和回收利用实施指南（2023年版）》工作目标，到2025年，在运行工商业制冷设备中，能效达到节能水平及以上的高效节能产品占比分别达到40%，当年新生产高效节能工商业制冷设备占比达到55%。考虑每年新增高效节能制冷设备占比增加，估计完成政策要求需要更新改造的工商业制冷设备约为3500万台（套），仅政策推动下的更新替换带来的增量就超过了2021年高点全年销量2463万台，更新替换带来的增量可期。推荐汉钟精机，有望受益标的：冰轮环境、冰山冷热、雪人股份、鑫磊股份。

2023-2026年有望迎来机床行业更新需求快速增长。机床上一轮销售高峰是在2011-2014年，更新需求有望在2021-2024年快速增长。根据前瞻研究院的数据，2020年我国机床保有量约为800万台，其中使用年限超过10年的超龄机床占比超60%，面临翻新和报废阶段的机床总数不少于480万台，更新需求市场空间规模庞大。五轴联动数控金属切削机床技术门槛最高，是国产机床主要突破的方向。根据我们的测算，到2025年国产五轴联动数控机床市场规模有望达到75.25亿元，其中龙头市场占有率20.50%，对应营收规模约15.43亿元。有望受益标的：科德数控、拓斯达、华中数控、海天精工、纽威数控。

风险提示：行业政策出现重大变化、市场发展不及预期、技术进步不及预期、宏观经济环境不及预期、市场风格及风险偏好发生重大变化等

参考报告：《中小市值有望迎估值修复，关注设备更新主线》，2024-07-24



刘嘉玮 | 东兴证券非银首席分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银行业：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块

证券：继新“国九条”颁布后，房地产政策效果也有望逐步显现。同时我们看到，近期海外主流投行对内地和香港资本市场&房地产市场的观点更趋正面，内外部政策和舆论的共同发力有助于显著提升海内外各类投资者的风险偏好。结合国内更为积极的财政、货币政策支持，和二季度经济的持续复苏，“政策—宏观经济—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司中期业绩预期。

我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，并

购重组仍是行业年内主线，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式和外延式并购趋势下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。

保险：展望全年，我们预计 2024 年险企负债端将延续复苏势头。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。且随着 LPR 的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。全年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩修复。综合来看，考虑到负债端需求回暖，地产、非标等风险暂时无法量化且在房地产利好政策加速落地之下风险逐步有序释放，保险股的投资价值有望持续回归。需要注意的是，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022 年以来政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业跟踪：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块》，2024-06-05



刘蒙 | 东兴证券计算机行业分析师

S1480522090001, 18811366567, liumeng-yjs@dxzq.net.cn

计算机行业：地平线完成境外上市备案，享界 S9 搭载华为端到端

国内智驾龙头地平线完成境外上市备案，公司竞争优势显著。地平线于今年 3 月向港交所递交上市申请，公司成立于 2015 年，具有智能驾驶领域软件、硬件及工程能力，同时具备丰富量产经验，截至今年三月，公司软硬一体的解决方案已获得 24 家 OEM 采用，装备于超过 230 款车型，中国十大 OEM 均已选择地平线的解决方案用于量产乘用车。根据第三方数据，2023 年中国乘用车前装标配 NOA 方案上，英伟达与地平线分别以 49%、35% 的份额领跑，头部厂商优势持续扩大。我们认为地平线有望凭借先发优势、开放生态、软硬件一体化发展战略、中国企业身份持续实现业绩的高速增长与份额的持续提升。

享界 S9 搭载新一代 ADS3.0，“端到端”提升方案表现。华为鸿蒙智行与北汽合作打造的新车享界 S9 已正式上市，起售价 39.98 万元，其搭载了华为 ADS 3.0 高阶智能驾驶系统，上一代 ADS2.0 在感知侧是 BEV（鸟瞰图）和 GOD（通用障碍物检测）两个大模型的结合，BEV 在看的远的同时容易看的稀疏，GOD 提升了 BEV 的识别精度。新一代 ADS3.0 将两个大模型转化为“GOD 大网”，即使得 GOD 兼容一部分 BEV 功能，从而降低算力需求，提升决策速度与安全性。当前“端到端”模型为智驾发展趋势，相较特斯拉 FSD 感知和规控全部端到端的较

为激进方案，ADS3.0 仍拆分了感知层 GOD 与规控层 PDP（预测决策规控），一定程度上提升方案整体安全性。我们认为华为 ADS3.0 的落地及优秀性能一方面能够提升华为汽车生态的品牌力与产品力，同时或将改变部分车企的智驾自研决策，以及加速部分二三线智驾方案商的端到端技术转型或市场出清。

投资建议：由于智驾厂商特别是 L4 级高阶智驾厂商研发投入巨大，同时规模效应未能完全释放，因此难以自我回血。在一级市场融资难度加大的背景下，当前大批智驾方案商选择于海外上市寻求二级市场融资，我们认为行业格局正在加速分化，头部企业实力逐渐增强，从特斯拉 FSD 入华预期提升、华为 ADS3.0 发布、蔚来及 Momenta 选择自研芯片等可以看出，端到端的技术方向与算力芯片的核心地位仍较为确定，在该逻辑下我们认为国产智驾芯片厂商黑芝麻智能、地平线（未上市）以及海外芯片龙头合作紧密的德赛西威、中科创达、经纬恒润等公司有望受益于行业发展，华为产业链公司同样有望受益。

风险提示：智能驾驶行业发展不及预期风险、车企自研投入增加、端到端技术发展不及预期、行业政策支持不及预期、公司上市速度不及预期等。

参考报告：《计算机行业：地平线完成境外上市备案，享界 S9 搭载华为端到端》，2024-08-12



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：汽车行业 2024 年中期投资展望--混动化趋势持续，格局与公司治理能力为王

汽车混动化趋势持续。据乘联会，2024.1-6 月 BEV 销量占比为 59.2%，插电式混合动力乘用车占比 40.8%。但自 2021 年以来，PHEV 占比逐年提升，PHEV 销量增速大幅超过 BEV。2024 年 1-6 月，PHEV 销量同比增速为 83.7%，而 BEV 同比增速仅为 8.7%。我们在报告《汽车行业 2024 年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代》（20231208）中详细论述了插电混动、增程和纯电动特征和更适用的应用场景。我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景，插电混动将是主流紧凑车型电动化的有效解决方案。插电混动在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。在中型及中大型车市场（B 级及以上），插电混动同样具备这些优势，仍然具有占据更多市场份额的机会，同时，近年来，部分车企

通过增程式 PHEV 介入到该细分市场，共同提升混动市场规模。

汽车零部件行业资产规模、营收持续增长与盈利能力的触底回升：我们以中信证券行业分类-汽车零部件板块为总体，汇总板块内所有零部件公司的主要会计科目数据，计算各财务指标以近似反映零部件行业近几年的经营情况。零部件企业的总资产规模不断增加：2021-2023 年维持约 10% 的增长。零部件企业资产负债率有所增加，资本开支增长明显。2017 年以来零部件企业资产负债率逐步攀升，2022-2023 年超过 50%。近年来，零部件企业投资规模加大，2023 年购建固定资产等长期资产现金额度为 724 亿元，增长 10.5%，2015 年为 270 亿元。零部件行业营收端同样维持较好增速。盈利能力触底回升。毛利率 2023 和 2024Q1 开始复苏，

净利率于2019年触底回升。2023-2024Q1 零部件净利率分别为4.9%和6.2%，仍低于2015-2017年8%以上的净利率。ROE自2019年底逐步回升至2023年的7.5%，净利润率下行成为最大拖累项。

格局与治理能力为王。成熟行业进入低增长阶段后，行业竞争格局也将趋于稳定。头部公司经过长期的市场竞争逐渐建立一定的竞争优势，或在研发、成本、市场、效率上具备一定的领先优势，并获取高于行业平均水平的投资回报率。新兴行业处于高增长阶段，广阔的市场前景吸引了更多资本和企业涌入，新的进入者众多，这将导致行业进入混战阶段。虽然有快速增长行业（营收）规模，但是参与者经营质量变差。这种混战格局并非一成不变的，随着行业增速下行，市场前景的吸引力下降，资本实力较弱的玩家逐步退出都将使得行业格局趋于稳定，真正在公司治理能力较强的公司将成为最终的胜利者。本文分别以内燃机、铝压铸行业为例详细说明上述观点。

投资策略：汽车零部件板块2024年跌幅较大，估值接近五年来底部。零部件板块跌幅达到18.2%，这与零部件中小市值企业居多有关。据中信汽车零部件指数，市值中位数为34.7亿元，其中50亿市值以下公司占比66.1%，30亿以下市值占比39.4%。从估值指标看，PE(TTM)中位数为22.8倍，PB中位数为1.8倍，均接近五年来底部。我们认为，汽车零部件行业的大幅下跌更多受资本市场风格影响，汽车行业中零部件板块更适合挖掘投资机会。寻找便宜的好公司始终是第一位的。我们更看重格局相对稳定的细分行业及具备较强公司治理能力的上市公司。

目前我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：1）内燃机产业链：汽车电动化并非完全取代内燃机，内燃机将以混动形式长期存在，我们更看好国内气缸套龙头公司中原内配（002448）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）。内燃机受益行业还包括涡轮增压系统产业链公司，如科华控股（603161）、华培动力（603121）等。2）智能驾驶试验场：汽车试验场具备法规资质、土地场地、地理区位等较高的进入壁垒。我们看好国内专业第三方汽车试验场运营公司中汽股份（301215）。3）汽车管路行业：尼龙管路更优的轻量化、集成化优势使得其更适合新能源汽车热管理系统。汽车电动化打开了尼龙管路的应用范围，同时也加剧了尼龙管路的市场竞争。我们重点覆盖的尼龙管路公司溯联股份（301397）仍然在核心部件快速接头具备技术领先优势，以及较强市场开拓能力和成本控制能力。另外，在新能源汽车热管理领域中，橡胶管路和尼龙管路并存的解决方案或将长期存在。橡胶管路在原材料配方、产能审批上具备壁垒。橡胶管路受益标的为川环科技（300547）。4）铝压铸行业：如上述分析，该行业经历了激烈的行业竞争，相关公司毛利率仍在下行。我们看好爱柯迪（600933）的发展前景。

关于整车板块：虽然整车与零部件公司都面临较为激烈的市场竞争，我们认为，具备竞争力的零部件公司可以有更多缓解空间，通过开拓新定点、新客户及新市场（海外）来缓解国内的竞争压力。当前国内整车企业仍然需要面临更为激烈的国内竞争。且从估值角度看，乘用车整车也不如零部件板块更具备估值优势。因此，我们短期对整车板块持保守态度。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关公司新产品开拓不及预期。

参考报告：《汽车行业2024年中期投资展望：混动化趋势持续，格局与公司治理能力为王》，

2024-07-29

**洪一 | 东兴证券电新行业分析师**

S1480516110001, 0755-82832082, hongyi@dxzq.net.cn

电新行业：电新行业 2024 年中期投资展望--0BB 技术加速导入，光伏辅材持续迭代，关注出海与固态电池应用进程

光伏行业下半年展望：光伏产业链价格在上半年持续下跌，主产业链已出现主动减产、扩产延期等现象，伴随行业去产能的推进，相关产业链价格已有止跌迹象，下半年产业链价格有望略微回升，或带动主产业链盈利能力少量边际改善，但整体而言，主产业链的产能过剩出清仍待时日。面对光伏行业竞争激烈，过剩产能较多，各环节开启价格战的行业环境，行业龙头企业也正加速新技术的研发和导入，用更快更高频的技术和产能迭代，以期在激烈的市场竞争中获得新技术导入的先发优势。今年 0BB 无主栅技术正快速在各个技术路线中渗透应用，成为电池效率提升及加速降本增效的新方向，0BB 的应用对于部分辅材将带来升级迭代或增量需求，为光伏辅材细分领域带来了新的机遇。同时辅材环节产能格局本身较主产业链更为健康，部分辅材一直有独立于主产业链的业绩表现。下半年我们较为关注辅材行业的投资机会，尤其是 0BB 技术导入后的辅材行业。

投资策略：光伏产业链价格在上半年持续下跌之后，主产业链已出现主动减产、扩产延期等现象，伴随行业去产能的推进，相关产业链价格已有止跌迹象，或带动下半年主产业链盈利能力少量边际改善，但整体而言，主产业链的产能过剩出清仍待时日，而辅材环节独立于主产业链，产能格局也优于主产业链，随着 0BB 技术的发展，也给辅材领域带来了新的投资机遇。我们认为随着 0BB 技术快速渗透下，可关注焊带、胶膜、银浆等领域光伏辅材行业的投资机遇。除此之外，建议关注龙头市占率提升可期的接线盒领域，以及需求高速增长储能 PCS 领域。相关标的：宇邦新材（301266.SZ）、福斯特（603806.SH）、通灵股份（301168.SZ）；阳光电源（300274.SZ）。

光伏行业下半年展望：展望全年，当前板块核心问题仍在于供给过剩，短期内基本面仍处于筑底阶段，经过供不应求-产能扩张-供过于求等阶段的演绎，叠加再融资政策收紧资金端压力进一步提升，目前行业尾部出清阶段持续，我们认为板块供需格局有望迎来边际改善，盈利能力弹性或将有所提升，板块基本面有望迎来拐点，我们看好业绩见底企稳后回归的机遇。

电池环节：

动力电池出海提速：我们认为出海依旧是行业发展主旋律，中国企业相较日韩竞争对手在成本、技术及生产经验等维度具有较强优势，盈利能力表现更稳健，目前政策端业务拓展限制整体可控，基于我国锂电产业链完备发展布局与先发优势，全球市占率长期有望延续提升趋势，从企业盈利角度，海外市场超额收益为破局内卷的关键突破口，海外布局具有先发优势的龙头企业有望重归利润增长通道。建议关注欧美已有产能投产、美国本土电池材料/电芯产能建成在即的国轩高科，同时全球龙头地位稳固、欧美市场布局领先的宁德时代，以及联

合三大商用车巨头切入北美新能源商用车市场的亿纬锂能亦将广泛受益。

固态电池加速落地：上半年固态电池在车端及消费电子领域应用进程提速，产业化有望迎来放量转折点，市场关注度与预期走高可提振板块估值，有技术先发优势且应用端领先落地的企业将主要受益，**建议关注技术储备领先且半固态已具备产业化能力、战略合作亿航智能的国轩高科，凝聚态电池x车规级应用预计24年具备量产能力的宁德时代亦是潜在受益标的。**

材料环节：

正极：三元行业各家市占率差距不大，且因产品同质化程度偏低目前尚能维持一定的利润，同时三元环节向上一体化布局难度较高，向下议价能力弱；且其上游前驱体行业集中度不断提升，未来有望分配更多产业链利润，**三元产业链上游中伟股份为主要受益标的。**磷酸铁锂行业格局持续优化，如持续出海不畅则湖南裕能市占率持续提升的局面将继续。

负极：负极在碳基赛道竞争力来自人造石墨的成本及自供率，低成本是产能出清过程中的有力武器。**尚太科技为受益标的。**

电解液：电解液行业目前降价幅度小，产量节节攀升，未来有望结束产能出清状态。**天赐材料为受益标的。**

隔膜：2024年以来二三线厂商产能到位，隔膜产品售价持续下滑，龙头企业也加入了价格战。**出海方面恩捷股份占据先机，未来有望继续维持行业地位。**

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期。

参考报告：《Obb 技术加速导入，光伏辅材持续迭代——光伏行业 2024 年中期策略》，2024-07-29

《2024 年锂电板块中期策略：基本面有望迎来改善，关注出海与固态电池应用进程》，2024-08-05



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行行业：净息差阶段性企稳，资产质量稳健

近期国家金融监管总局发布 2024 年二季度商业银行主要监管指标。(1) 盈利表现：24H1 商业银行净利润同比增长 0.4%，增速环比 24Q1 下降 0.3pct。其中，规模增速放缓、息差环比持平，净利息收入增长延续承压；Q2 债市波动有所加大，非息收入贡献环比小幅下降。从各类银行表现来看，国有行、股份行、城商行盈利增速环比改善，农商行增速有所放缓。(2) 规模增长：在经济复苏弹性偏弱，有效信贷需求不足，以及监管引导商业银行弱化增量、优化存量、防止资金空转的政策导向下，商业银行二季度以来扩表速度延续放缓趋势。6 月末，

商业银行总资产同比增 7.28%，环比 24Q1 下降 1.86pct；其中，贷款同比增 8.8%，非信贷类资产同比增 4.9%，环比分别下降 1.1pct、2.7pct。其中，国有行贷款增速环比降幅较大，绝对水平仍领先；股份行增速降幅收窄；优质区域中小行增速高于行业均值。（3）净息差：24H1 商业银行净息差 1.54%，环比持平。其中，国有行净息差环比收窄 1BP 至 1.46%，股份行、农商行环比上升 1BP 至 1.63%、1.72%，城商行环比持平于 1.45%。净息差阶段性企稳主要得益于存款成本改善，负债端积极因素持续积累，包括：a.随着定期存款逐步到期重新续作，过去两年存款挂牌利率下调效果加速显现；b.二季度监管整顿银行存款手工补息推动部分大行存款成本改善；c.银行主动管控通知存款、大额存单等高收益率产品。（4）资产质量：6 月末商业银行不良率为 1.56%，环比 24Q1 下降 3BP。关注类贷款占比 2.22%，环比上升 4BP，资产质量指标总体平稳。拨备覆盖率为 209.3%，拨贷比 3.24%，拨备/总资产为 1.89%，环比分别提升 4.8pct、1BP、2BP，拨备进一步夯实。

投资建议：上半年商业银行盈利保持稳健，信贷投放进入高质量发展阶段，规模增速预期内放缓，净息差环比持平，资产质量指标平稳。展望全年，我们认为在有效需求不足的背景下，银行规模扩张整体放缓；资产端利率仍有下行压力，息差仍承压；但考虑存款成本改善进程加快，全年息差降幅预计同比收窄；量缩价减之下，银行业绩增速短期难言改善。但在目前政策呵护银行息差、以及地产政策优化和地方化债推进之下，重点领域不良压力边际改善，行业息差和业绩超预期下滑概率低。预计全年上市银行营收、净利润同比增速在零附近。

建议继续关注两条主线：（1）在利率中枢下行趋势之下，资产荒压力预计延续，长期看好高股息红利资产配置价值。分红稳定性、可持续性强；且在被动基金扩容、引导中长期资金入市的背景下，资金面有较强支撑。（2）近几年上市银行板块内估值已充分收敛，业绩领先中小银行估值相较板块并没有显著溢价；短期建议关注业绩确定性银行估值修复机会。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度和实施不及预期导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

参考报告：《银行业：净息差阶段性企稳，资产质量稳健——2024 行业监管数据点评》，2024-08-13



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：关注政策发力下龙头和优秀公司的估值修复

房地产无收敛的负向循环影响大，政策不断发力推动回归。我们在 2023 年 11 月 28 日发布的年度报告《2024 年建筑建材行业展望：内需之重下的新平衡》中提到地产行业存在着无收敛的负向循环：1、房产的财富效应下降会抑制购房需求导致地产价格下降形成无收敛的负向循环；2、购地意愿下降导致地方政府基建受到影响，地产配套设施受到影响也会影响购房需求，地产企业自循环经营难以改善，也会进一步影响购地和地方政府收入。地产行业产业链较长，对经济的影响大，不但是地产相关链条的实业行业，还有对地产相关的资产和金

融链条形成影响。对总需求的影响较大，对于内需形成较大的抑制作用，容易继续加强经济量强价弱的状况，也影响到经济的良性循环。所以，地产在成为经济风险因素的情况下，政策会不断地发力，地产风险不得到控制，政策不会停止，保证地产回归长期健康发展轨道。

地产回归长期健康发展和公司自身成长提升带来估值改善。在地产防范风险政策的系统性和次第性推进下，行业回归长期健康发展值得期待。地产行业风险的化解下压制建筑建材行业估值的因素解除，会带来建筑建材行业估值的修复和改善。同时，在行业长期低迷的环境下龙头和优秀公司凭借自身较强的抗风险能力和综合竞争力不但会在市场占有率上得到提升，并且通过外延式并购获得更大的规模成本优势或者新的发展空间。这不但会带来行业格局的进一步优化，也会带来公司未来更好更快地发展，提升公司估值水平。

资产结构优化和质量提升带来估值提升。建筑公司特别是央企国企公司作为国家资产，其资产优化和质量提升是重要方向。这里面不但包括在中央国债发行和央企出海的情况下新订单项目带给公司未来资产结构的优化，也包括对于存量资产使用效率的提升和盘活等，还有新业务发展带来的资产结构的改善等，这些均有利于相关公司估值中枢的提升。

等待供需新平衡。随着行业供给端长期在低迷环境下的不断出清，行业供给端总量将得控制甚至减少。同时，积极财政政策对行业需求的推动，特别是地产行业向长期健康状态的回归，行业需求也会有相应的变化。在供需双向发力的情况下，行业供需新平衡将得到重建。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期、需求促进政策效果低于预期、国际贸易保护超预期发展、能源和原材料成本冲击超预期。

参考报告：《建筑建材行业 2024 年半年度宏观展望：内需之重下静待新平衡》，2024-07-29



莫文娟 | 东兴证券能源开采分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：全球原油价格回调，美国继续去原油库存

全球原油价格环比上月回调。截至 8 月 2 日，Brent 原油期货结算价为 76.81 美元/桶，环比上月下跌 10.93%；WTI、Brent、ESPO 原油现货价格分别为 76.31 美元/桶、80.84 美元/桶、73.23 美元/桶，环比上月跌 8.48%、4.89%、9.88%。8 月，OPEC 原油现货价格为 79.82 美元/桶，环比下跌 5.42 美元/桶，跌幅为 6.36%。中国原油现货月度均价（南海）为 72.67 美元/桶，环比下跌 5.35%，中国原油现货月度均价（胜利）为 78.67 美元/桶，环比下跌 6.39%。

美国，炼油厂可运营产能利用率下跌，石油产品供应量环比下跌。国内，山东地炼厂周平均开工率降低。截至 7 月 26 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 90.1%，环比上月下跌 3.4 个百分点；美国石油产品供应量为 20724 千桶/天，环比上月下跌 359 千桶/天，跌幅为 1.70%。截至 8 月 1 日，山东地炼厂周平均开工率为 48.38%，环比上月下跌 2.14 个百分点。

美国，原油进口数量月环比下跌，出口数量月环比上涨，原油库存总量月环比继续下跌。7月，美国原油进口数量均值为 6798.00 千桶/日，环比上月下跌 422.25 千桶/日，跌幅为 5.85%；出口数量均值为 4267.00 千桶/日，环比上月上涨 287.75 千桶/日，涨幅为 7.23%。截至 7 月 26 日，美国原油库存总量为 808146 千桶，环比上月下跌 12988 千桶，跌幅为 1.58%。

结论：全球原油现货价格回调。美国，炼油厂可运营产能利用率下跌，石油产品供应量环比下跌；原油出口数量月环比上涨，继续去原油库存。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《石油石化行业：全球原油价格回调，美国继续去原油库存》，2024-08-07

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(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)：以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(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)：以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526