

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-05-21

宏观策略

2024 年 05 月 21 日

宏观点评 20240517: 4 月经济: 地产“变调”的线索

4 月经济数据描绘了一幅怎样的经济图景? 生产强、出口稳、消费软, 但核心矛盾还在地产。从量上来看, 4 月工业增加值同比增速为历史同期最快 (剔除较为特殊的 2020 年), 出口也随着全球制造业修复进入回暖通道; 从价上来看, 消费、工业品涨价偏弱, 同时出口也在“以价换量”。而房地产新开工面积同比继续下降, 同时统计局 70 城二手房价同比全数下跌已持续第四个月。风险提示: 政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢; 海外经济体提前显著进入衰退, 国内出口超预期萎缩。

晨会编辑 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20240519: 房地产政策宽松, 对债市有何影响?

2024 年 5 月 17 日, 央行接连公布多项房地产放松政策, 对债市有何影响? 总结来看, 对于房地产的新增宽松政策有如下: (1) 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限; (2) 下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点; (3) 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%; (4) 设立 3000 亿元保障性住房再贷款, 利率 1.75%, 期限 1 年, 人民银行按照贷款本金的 60% 发放再贷款, 预计将带动银行贷款 5000 亿元。如果我们将政策分成两大类, 则一类是需求端的房屋销售刺激政策, 另一类是供给端的存量房库存去化政策。针对需求端的政策, 可以看作是 2022 年和 2023 年政策的延续和进一步宽松。此前的一系列政策包括: (1) 2022 年 9 月 30 日, 央行决定自 2022 年 10 月 1 日起, 下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点。(2) 2023 年 8 月 31 日, 央行决定首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%; 二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。针对供给端的政策, 是满足居民置换需求和消化存量房产的新选择。截至 2024 年 3 月, 狭义库存去化周期 (考虑现房销售) 为 2.9 年, 广义库存去化周期 (还考虑新开工面积) 为 2.2 年, 趋势上广义库存去化, 而狭义库存保持高位, 表明广义库存的去化主要由新开工面积的下行引导。此次再贷款规模的 3000 亿元相较于目前的存量房规模而言还较小, 需要关注此次试点成效显现后的进一步推进情况。美国 24 年 4 月 CPI、核心 CPI 指数、PPI、核心 PPI 指数及 4 月零售销售数据公布, 后市美债收益率如何变化? (1) 美国 4 月能源通胀继续坚挺, 导致 4 月 CPI 居高不下持平预期, 消费等 CPI 回落导致通胀相对走低。(2) 2024 年 4 月 PPI 环比远超预期, 制造业通胀升温。(3) 美联储降息更加谨慎, 降息时点需关注通胀轨迹。

风险提示: 大宗商品价格波动风险; 宏观政策变动风险。

固收点评 20240518: 绿色债券周度数据跟踪 (20240513-20240517)

本周 (20240513-20240517) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券

2 只，合计发行规模约 8.40 亿元，较上周减少 32.24 亿元。绿色债券周成交额合计 489 亿元，较上周减少 41 亿元。

固收点评 20240518：二级资本债周度数据跟踪（20240513-20240517）

本周（20240513-20240517）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 170.00 亿元，较上周增加 145.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 2030 亿元，较上周增加 87 亿元。

固收点评 20240517：生产强于需求格局延续，债市关注供需面

2024 年 5 月 17 日，国家统计局公布 2024 年 4 月经济数据：4 月规模以上工业增加值当月同比 6.7%，比 3 月上行 2.2 个百分点；4 月社零当月同比 2.3%，较 3 月同比下降 0.8 个百分点；1-4 月固定资产投资累计同比达 4.2%，制造业投资、基建投资和房地产开发投资累计同比分别为 9.7%、6.0%和-9.8%。

行业

建筑装饰行业跟踪周报：地产政策密集发布，房建、装修工程板块有望迎估值修复

周观点：（1）本周地产政策密集发布，政策推动商品房市场去库存、加大保障房供给以及“以旧换新”，在释放增量住宅需求的同时，也有望带来存量住宅改造需求的增长，板块内的房建工程、装修工程需求有望受益；4 月社融数据走弱，政府债券发行节奏仍偏慢，近期发改委完成了 2024 年专项债筛选工作，期待后续发行加快和财政政策发力；此前政府工作报告提出积极的财政政策要适度加力，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，预计基建投资端仍有韧性。国资委提出强化投资者回报，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，从建筑央企发布 2023 年报和 24 年一季度来看，业绩表现普遍稳健，份额持续提升，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估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁等。（2）出海方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；2023 年我国对外非金融类直接投资同比增长 16.7%，在“一带一路”共建国家非金融类直接投资同比增长 28.4%，对外投资平稳发展，基建合作是重要形式，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，后续有望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，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：水利基础设施建设有望加快推进，建议关注粤水电、安徽建工等；在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下，装配式建筑、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，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。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。

建筑材料行业跟踪周报：重磅政策齐发，看高一线

周观点：4 月经济数据低迷，整体未低于预期。但周五的重磅地产政策比较超预期，较“三支箭”更为积极，四部委在地产去库存、解决流动性、

保交付和降首付降利率方面做出了重要安排。地产链流动性折价有望缓解，交易量上升带动装修，建议投资者关注防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份），涂料（三棵树、亚士创能），租赁（志特新材），坚朗五金等工程类材料，以及零售装修建材（伟星新材、北新建材、箭牌家居、东鹏控股等）。中期继续布局成长细分赛道，例如，出口链的一带一路方向，非地产链的新材料或工程公司，地产链的智能家居和绿色建材公司。另外，央企市值管理考核要求下，低估值央企也值得重视，例如中国中铁、中国交建等。1、全球需求中长期增量来自于一带一路和 RCEP 地区。两个维度择股，一带一路和 RCEP 区域收入占总收入的比例以及本土化的能力，推荐米奥会展、中材国际，上海港湾，中国交建。2、欧美补库存周期开启。推荐中国巨石、赛特新材，爱丽家居、松霖科技、建霖家居，建议关注山东玻纤、共创草坪等欧美出口链条。3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减碳类投资需求。推荐圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

商贸零售行业跟踪周报：2024 年 618 前瞻：取消预售却更早开卖，“规则简化”≠“不卷”

2024 年 618 年中大促即将开启，京东、淘宝取消预售，各主要电商平台的活动开始时间较往年均有提前。活动规划总结：①虽然没有了预售，但开始时间（5.20）比去年的预售（天猫 5.26、京东 5.23）更早。②天猫、京东的宣传力度比其他平台更大；而拼多多则主张“天天低价”弱化抢购，我们认为并非其非大促的主要平台。③天猫京东的满减折扣力度（满 300-50）和去年基本相当。推荐标的：珀莱雅、巨子生物、乖宝宠物等。建议关注水羊股份等。风险提示：消费需求不及预期，行业竞争加剧，退货超预期等。

公用事业行业跟踪周报：南昌发布天然气上下游价格联动机制，国家发改委发布《电力市场运行基本规则》

投资建议：1）火电：全球范围电荒+进入淡季煤价快速下跌+火电板块预期分红率改善，关注当前时间点火电投资机会。推荐【皖能电力】【华电国际】，建议关注【申能股份】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】等。2）绿电：重点推荐【龙净环保】风光项目指标备案约 2GW，近 1GW 推进建设中，拉果错 1 期源网荷储并网发电，绿电业绩加速；建议关注【三峡能源】【龙源电力】等。3）天然气：国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。一、受益顺价政策，价差提升。建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】【深圳燃气】。二、高股息现金流资产。重点推荐：【蓝天燃气】【新奥股份】。三、拥有海气资源，具备成本优势。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。4）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。24 年来水恢复+蓄能充沛电量反转。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】。5）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，核电进入常态化审批。在手项目已锁定 2030 年成长。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，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】，建议关注【中国广核】。6）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。电网三大趋势：趋势一配电网智能化：推荐【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂产业链；趋势三电网设备国际化：推荐

特高压和电网设备板块。风险提示：电力需求超预期下行风险，电改进程中电价下行的可能等

汽车周观点：5月第二周交强险同比+20.6%，看好汽车板块！

Q5月继续看好汽车板块！本轮商用车板块性周期向上持续性或好于市场预期。不同于历史周期，这轮商用车是【外内需共振】+【国企资产重估】。2023年是龙头开始兑现业绩，2024年龙二龙三等紧跟兑现业绩。客车板块：宇通客车+金龙汽车。重卡板块：潍柴动力/中国重汽+一汽解放/福田汽车。Q乘用车板块：【以旧换新政策+FSD或入华】双重驱动板块向上。1)以旧换新政策视角：综合测算下来我们预计补贴政策落地对2024年国内乘用车销量新增拉动78-137万辆，2024年乘用车交强险同比增速3.7%-6.5%，乘用车批发销量同比增速5.5%-7.8%。拉动乘用车中低端消费，核心受益标的【比亚迪+长安汽车+吉利汽车+长城汽车+上汽集团+广汽集团+零跑汽车等】。2)FSD或入华视角：加速国内L3渗透率提升，加速国内车企淘汰赛进程！优选国内智能化第一梯队标的：华为系（赛力斯+长安汽车+江淮汽车+北汽蓝谷等）+小鹏汽车。Q零部件板块：业绩确定性好于预期有望持续补涨。以旧换新政策有望缓解2024年零部件年降压力增强业绩确定性。FSD或入华有望增强中期（2025-2026年）零部件下游需求确定性（特斯拉销量及L3智能化渗透率提升）。1)特斯拉产业链优选【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+银轮股份+岱美股份等】。2)智能化核心增量零部件【德赛西威+华阳集团+耐世特+伯特利+均胜电子+经纬恒润等】。Q风险提示：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；政策落地不及预期。

环保行业跟踪周报：南昌发布燃气顺价办法洪城环境有望受益，继续推水务燃气固废现金流资产

南昌市发布天然气顺价实施办法，洪城环境燃气板块盈利稳定性有望增强。2024/5/15，南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》，自2024/8/31起执行，销售价格与燃气企业综合采购价格实行联动，具备纠偏机制，居民、非居民调价不再履行价格听证等程序。1)洪城环境有望受益于南昌顺价：天然气顺价机制的建立有望增强资产盈利稳定性，洪城环境拥有南昌市主要行政区域的管道燃气特许经营权。截至2022年底，洪城环境在南昌燃气供应市场占有率达到90%以上，将受益于南昌天然气顺价制度的实施。2)全国燃气价改逐步推进，价差修复提估值：参考ROA7%的标准，合理价差为0.6元/方+，价差存20%提升空间。2023年居民顺价推动加速，2022年1月~2024年4月，全国共有138个（占全国地级及以上城市数量比例48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。

医药生物行业跟踪周报：CGM产业趋势明确，重点推荐鱼跃医疗、三诺生物等

本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.12%、-9.40%，相对沪指的超额收益分别为-2.44%、-16.59%；本周医药商业、中药及医疗服务等股跌幅较小，生物制品、化学制药及原料药等股价跌幅较大；本周涨幅居前景峰医药（+17.61%）、*ST吉药（+8.94%）、国邦医药（+7.11%），跌幅居前南华生物（-28.93%）、济民医疗（-27.44%）、长江健康（-22.27%）。涨跌表现特点：医药板块大小市值个股普跌，但小市值跌幅更加明显。CGM

空间广阔，国产厂家迅速崛起：我国糖尿病患者基数大，根据 IDF 报告，2021 年我国糖尿病患者达 1.41 亿人，但我国人均糖尿病年支出远低于欧美国家，2021 年仅 1174 美元，美国为 11779 美元，且我国支出大都集中在糖尿病并发症治疗，在监测上花费更少。CGM 相比传统血糖仪具有实时监测、无需采血等优点。以往全球及我国 CGM 市场被进口厂家垄断，近年来随着国产厂家三诺、鱼跃、硅基等厂家技术上的突破，国产厂家迅速崛起，灼识咨询显示国内 CGM 市场规模 2020 年约 1 亿美元，雅培市场份额超过 75%，我们预计 2023 年国内 CGM 市场规模已接近 20 亿美元，其中国产厂家份额接近 50%，其中三诺生物上市首年 CGM 销售额超过 1 亿元，鱼跃销售额同样接近 1 亿元。未来随着 CGM 患者教育以及日均费用的下降，国内 CGM 市场仍有十足的发展空间。此外，2023 年以来国内厂家纷纷在海外布局，三诺以成功取得欧盟证，欧美地区 CGM 处于医保报销范围内，国产厂家有望在海外开启新一轮成长。重点推荐三诺生物，鱼跃医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

电力设备行业跟踪周报：电力设备海外需求旺盛、锂电龙头 Q2 拐点确立
电气设备 6603 下跌 1.68%，表现弱于大盘。核电涨 0.27%，发电及电网跌 0.56%，风电跌 1.03%，新能源汽车跌 1.58%，电气设备跌 1.68%，发电设备跌 3.03%，锂电池跌 3.55%。涨幅前五为金利华电、麦格米特、三超新材、泰永长征、中通客车；跌幅前五为坚瑞沃能、湘潭电化、龙源技术、易成新能、中国西电。

计算机行业点评报告：低空经济周总结：区域超预期，低空经济迎来密集政策催化

低空经济：政策和产业推进节奏有望超预期，我们建议关注 1) 设计咨询：华设集团、设计总院、苏交科、设研院、苏州规划、甘咨询、建发合诚等；2) 空管系统：莱斯信息、新晨科技等。3) 监视：四创电子、纳睿雷达、国睿科技等。4) 通信：灿勤科技、通宇通讯、硕贝德等。5) 导航：司南导航、北斗星通、中科星图、航天宏图、超图软件等。6) 调度：中国通号、交控科技、佳讯飞鸿等。7) 防务：声迅股份、天和防务、观典防务等，8) 运营：中信海直、深城交等。计算机行业观点更新：我们对后市充满信心，计算机将会在资本市场充当越来越重要的角色。1. 人工智能方面，我们认为大模型的信创化迫在眉睫，大模型越来越成为大国竞争的核心工具。在统筹发展和安全的前提下，我们认为应当重视大模型国家队的概念。在未来的竞争中，我们更看好有官方背书、在信创化领域有长足进展的大模型厂商的比较优势。建议关注：科大讯飞。2. 信创方面，因为上层建筑的变化，从名录采购转变为国测采购，使得如操作系统等传统环节的竞争格局趋于复杂，同时也增加了包括 GPU 在内的若干新环节。因为竞争的加剧，使得软件环节的价格体系受损严重；CPU 的市场份额也将因为技术路径的分化而产生波澜，我们认为 ARM 系有望为信创事业发展贡献更多力量。金融信创的提速会带来金融 IT 厂商的大洗牌。建议关注：OS：软通动力、九联科技；打印机：纳思达；CPU：神州数码；金融信创：顶点软件。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

非银金融行业跟踪周报：地产政策强心剂对于保险板块催化几何？

投资建议：地产掣肘打开，利率底部明确，保险板块继续首推中国太保。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转

的纯寿险标的，A 股保险板块首推【中国太保】、【中国平安】。A 股券商受益于市场交投活跃度回升，推荐【中金公司】，建议关注【方正证券】、【中国银河】。此外建议积极关注港股行情延续，推荐【香港交易所】，建议关注【友邦保险】。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。

保险Ⅱ行业点评报告：地产掣肘打开，利率底部明确，股市反弹催化，继续首推中国太保

投资建议：地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。风险提示：1) 长端利率持续低迷；2) 宏观经济复苏不及预期

化工行业周报：美国乙烷价格上涨，涤纶长丝市场偏弱运行

化工行业周报

燃气Ⅱ行业点评报告：南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》，顺价持续推进

投资建议：我们认为国内的顺价政策合理，即通过将收益率指标控制在一定范围调节终端定价，从而稳定城燃公司价差，且这一方法在美国 ONE Gas 公司进行了良好实践。国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。1) 受益顺价政策，价差提升。建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】【深圳燃气】。2) 高股息现金流资产。重点推荐：股息率 ttm6.3%【蓝天燃气】，2024 年股息率 5.6%【新奥股份】(估值日期 2024/5/17)。3) 拥有海气资源，具备成本优势。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。

原油周报：美国商业原油去库和成品油消费量提升，国际油价企稳

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)。n n【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

机械设备行业跟踪周报：推荐出口链机械(工程机械、叉车、通用自动化等)

推荐出口链机械(工程机械、叉车、通用自动化等)

煤炭开采行业深度报告：“疆煤外运”筑牢能源安全“压舱石”

铁路运费下调促疆煤开发加速及外运，“疆煤外运”产业链迎来快速发展期。拥有新疆煤炭资源的广汇能源最为受益。2024 年 4 月乌铁局、兰铁局就“疆煤外运”能源保供出台了跨局运价联合下浮 25%的优惠政策，新疆地区铁路运费下调将促使煤炭产量和外运量大幅提升。长期来看，在煤炭供需较为紧张背景下，运输环节降价部分将作为利润向上游倾斜。此

外，运费下调让利上游企业有助于调动煤企投资开发和生产积极性，最终导致新疆地区产量和运量大幅提升。在此背景下，煤炭产能集中分布于新疆哈密地区的广汇能源，以及远期运能增长空间广阔的广汇物流有望率先受益，其次在新疆拥有煤炭资产的兖矿能源、中煤能源、上海能源也有望受益，加速新疆地区煤炭资产的开发。“疆煤外运”大动脉，北部通道“将-淖-红”铁路运量迎来爆发期，广汇物流直接受益，业绩弹性极大。

“将-淖-红”铁路，是疆煤外运北、中、南三大通道之一。但是就目前而言，具备大规模运量增长潜能的只有北通道！北通道由将淖铁路和红淖铁路构成。其中红淖铁路 2019 年 1 月投入运营，将淖铁路刚刚在 2024 年 1 月投入运营。为新建煤炭运输重载铁路专线，也成为“疆煤外运”最具运力增长潜力的铁路。红淖铁路为上市公司广汇物流控股 99.82% 资产。红淖铁路初期设计年运能为 3950 万吨，当前机组采用内燃机作为动力装置，与电气化机组相比运力较小，我们预期 2024 年 6 月份，红淖铁路电气化复线改造完工后将核增年运能至 6000 万吨左右，远期完成复线建设后运能预计可达 1.2 亿吨。我们测算当红淖铁路运量达到 2500 万吨时，对应净利润预期为 6.65 亿元；远期若运量大幅提升至 1.2 亿吨，则有望实现净利润 63.43 亿元，业绩弹性显著。风险提示：进口煤大幅增加对国内煤炭供给造成冲击；红淖铁路项目建设进度低于预期；煤价大幅下跌；运费下调相关政策实施力度不及预期。

煤炭开采行业跟踪周报：煤价旺季反弹，看好煤炭板块进攻属性

行业近况 本周（5 月 13 日至 5 月 17 日）港口动力煤现货价环比持平，报收 860 元/吨。供给端，近期产地煤矿安全检查力度持续较大，而随着山西有条件的逐步放开煤矿夜班生产，我们预期后续煤炭市场供应趋于稳定。本周环渤海四港区日均调入量 185.95 万吨，环比上周减少 2.33 万吨，降幅 1.24%。需求端，进入 5 月份下旬，电力企业需要为“迎峰度夏”备货，补库需求将逐步释放，叠加非电行业复工复产，下游采购需求预期改善。本周环渤海四港区日均调出量 175.01 万吨，环比上周减少 1.54 万吨，降幅 0.87%；日均锚地船舶 103 艘，环比上周增加 28 艘，增幅 36.86%。库存端，环渤海四港区库存 2464.60 万吨，环比上周增加 86.60 万吨，增幅 3.64%。淡旺季切换，煤炭价格调整结束，静待旺季煤价上涨。我们分析认为：3 月底至 4 月中旬，受地产和基建投资增速低于预期影响，非电力行业煤炭需求表现疲软，环渤海港口锚地船舶数量一度下降至 60 艘左右水平。尽管电力行业煤炭需求超预期，但是煤价受非电需求影响更加显著，因此出现了煤价超预期下跌状态。但是进入 5 月份，电力企业需要为“迎峰度夏”开始囤货，预期电力采购将会有所改善；此外，产地安监影响持续超预期，叠加老旧矿退出，全年原煤产量预计将减产 1 亿吨。而供给收缩在电力行业需求旺季将放大供需矛盾，因此有望促使煤价再次反弹。我们将煤价 5 月份上涨至 1200 元的预期，修正为 6 月份上涨至 1200 元，对煤价预期仍旧保持乐观。估值与建议：板块进攻投资开启在即，优先配置动力煤弹性标的。随着煤价走强，板块投资进攻配置机会来临；考虑到进入传统动力煤旺季，分析认为炼焦煤价格将会跟随动力煤价格上涨，但是动力煤价格弹性更强，首推动力煤高弹性标的：昊华能源、广汇能源、兖矿能源、和陕西煤业，以及高股息标的中国神华。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。

有色金属行业跟踪周报：海外降息预期提升叠加中东地缘政治风险再起，

海内外黄金上涨

回顾本周行情（5月13日-5月17日），有色板块本周下跌0.91%，在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中工业金属板块上涨0.55%，贵金属板块下跌0.64%，能源金属板块下跌2.34%，金属新材料板块下跌2.51%，小金属板块下跌3.56%。工业金属方面，美国4月CPI环比下降叠加国内出台一系列楼市支持政策，工业金属表现良好。贵金属方面，受到海外降息预期上升影响，以及以色列打击拉法东部，停火谈判无果而终，导致中东地缘政治风险再起的影响，海内外黄金价格走势良好，预计黄金价格维持震荡向上走势。铜：本周伦铜报收10,715美元/吨，周环比上涨6.72%；沪铜报收84,250元/吨，周环比上涨4.05%。供给端，本周进口铜矿TC均价2美元/吨，自由港下半年预计从Grasberg铜矿出口多达90万吨铜精矿；需求方面，铜价再创新高，下游对当前价格接受度较低，需求有所缩减。我们认为目前矿端供应存在长期供应收紧预期，而本周积极的欧洲经济前景数据为铜的需求提供进一步利好支撑，多重因素推升铜价高涨，预计铜价维持震荡走势。

铝：本周LME铝报收2,621美元/吨，较上周上涨3.99%；沪铝报收20,995元/吨，较上周上涨1.30%。供应端，本周云南以及内蒙古地区电解铝企业释放复产产能，行业开工产能4285.10万吨，较上周增加6万吨。需求端，本周铝棒开工率环比增长0.03%、铝板带箔开工率环比增长0.09%。5月14日，美方提高铝关税从0-7.5%提至25%，市场担忧海外铝产品产生供应缺口，推动伦铝上涨；国内市场，氧化铝进一步推动沪铝成本端上升，叠加一系列地产积极政策推升用铝预期，沪铝跟涨，预计后续铝价维持震荡走势。黄金：本周COMEX黄金收盘价为2419.80美元/盎司，周环比上涨2.23%；SHFE黄金收盘价为564.86元/克，周环比上涨0.62%。美国4月CPI年率末季调录得同比增长3.4%，低于前值的3.5%，为去年12月以来最低值。本周经济数据表明美国通胀数据环比回落，为美联储降息提供数据支撑，美联储主席鲍威尔声称加息暂且不在联储的选项内，大幅减弱了市场因年初以来CPI连续超预期所致的加息预期；此外，欧洲央行管委诺特认为6月可能是首次降息的好时机。受到海外降息预期上升影响，以及中东地缘政治风险再起的影响，海内外黄金价格走势良好

钢铁行业跟踪周报：需求转暖，宏观预期向好，钢价有所回升

投资建议：本周钢铁行业受下游需求回暖叠加宏观政策影响价格震荡上行，我们判断短期市场情绪好转及成本端煤炭进入旺季仍对价格有一定程度支撑，但具体需求表现仍待观察，短期或维持震荡运行。标的建议关注华菱钢铁、宝钢股份。风险提示：下游需求恢复不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险。

房地产行业点评报告：517地产新政点评：四部委联合发布多项重磅政策，力度空前确认政策拐点

投资建议：四部委联合推出一揽子房地产政策，需求端：减少居民购房成本，推进保交楼工作提振居民信心；供给端：消化存量住宅控制未来潜在供应。两端政策有望形成合力促进房地产市场供需关系逐步恢复健康状态，稳定市场价格预期。随着政策的逐步落地推进，地产销售基本面有望触底企稳。推荐1）财务稳健、土储集中在核心城市的优质标的。推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、华润置地，建议关注：中国海外发展；2）拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企。推荐：新城控股，建议关注：龙湖集团；3）物业公司：华润万象生活、

保利物业、绿城服务、越秀服务;4) 代建及中介公司: 绿城管理控股、贝壳。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。

建筑材料行业点评报告: 地产新政密集发布, 积极布局建材板块

1) 对于地产后周期的消费建材板块, 在经历了估值和业绩双杀后, 板块整体处于筑底修复的阶段, 行业供给侧出清和龙头份额提升仍在进行中, 而多数细分龙头估值处于历史底部。在强力的地产政策作用下, 需求螺旋下滑态势必将得到遏止, 随着地产销售端、投资端和主体信用端的企稳, 板块有望迎来基本面和估值的双重修复弹性, 经营杠杆相对较高的工程类建材公司具备较大的估值修复弹性, 零售渠道为主的品类公司有望更多受益存量房改造需求, 推荐坚朗五金、东方雨虹、科顺股份、北新建材、伟星新材、兔宝宝、东鹏控股、箭牌家居等, 建议关注三棵树、中国联塑、惠达卫浴、奥普家居、凯伦股份等。2) 当前大宗建材板块估值处于历史低位, 需求和盈利回升预期有望推动估值修复, 推荐旗滨集团、中国巨石、华新水泥、海螺水泥等。风险提示: 地产信用风险失控、政策落地不及预期、原材料成本超预期波动的风险。

推荐个股及其他点评

零跑汽车 (09863.HK): 2024 年一季报点评: 业绩整体符合预期, 出海思路明确

盈利预测与投资评级: 公司明确出口业务市场拓展规划及渠道规划, 我们上调公司 2024 年-2026 年归母净利润预期至-33.0/8.8/30.0 亿元 (原为-34.1/7.5/24.9 亿元)。考虑公司卡位主流新能源车市场, 在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显, 协同 Stellantis 集团出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期, 终端需求恢复低于预期等

科大讯飞 (002230): 人工智能“国家队”, “1+N”实现模型赋能

公司是我国大模型领军者, 预计有望充分受益于 AI 产业发展。我们预计科大讯飞 2024-2026 年归母净利润分别为 9.13、11.96、15.28 亿元, 对应 PE 分别为 109、83、65 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

阿里巴巴-SW (09988.HK): FY2024Q4 季报点评: 积极投入推动营收超预期, 多项业务增长亮眼

基于公司加大投入, 我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 8.03/8.85 元调整为 7.88/8.67 元, 我们预计 2027 财年的 EPS 为 9.28 元, 2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 10.1/9.1/8.5 (以 2024/5/17 当天的汇率港币/人民币=0.93 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。

京东集团-SW (09618.HK): 2024Q1 业绩点评: 业绩稳健增长, 商超品类强劲复苏

考虑到 24 年公司收入及利润将保持稳定增长, 我们将 2024-2025 年的 EPS (Non-GAAP) 预测由 12.7/14.4 元调整至 11.5/12.6 元, 预计 2026 年为 13.3 元, 对应 2024-2026 年的 PE 分别为 10.9/9.9/9.4 倍 (港币/人民币=0.93, 2024/5/18 数据)。公司将构筑越来越强的竞争优势, 我们维持公司“买入”评级。

百度集团-SW (09888.HK): 2024Q1 业绩点评: 利润超预期, AI 对云收入贡献继续提升

考虑到短期整体广告业务仍有承压, 但公司运营效率持续优化, 我们将公司 2024-2026 年收入预测由 1396/1500/1585 亿元下调至 1393/1482/1557 亿元, 将 Non-GAAP 净利润由 288/311/345 亿元上调至 309/327/351 亿元, 对应 2024 年 Non-GAAP PE 为 9 倍, 公司持续回购体现注重股东回报, 维持“买入”评级。

中国平安 (601318): 地产估值掣肘打开, 买入金融股的看涨期权

中国平安不仅仅只是保险股龙头, 我们认为公司作为综合金融集团, 有望重分受益于本轮地产松绑对估值和业绩的双击。本轮保险股反弹先由港股超跌反弹搭台, 此后 1Q24 保险季报超预期和长端利率底部上行加速确认反弹演绎, 本次地产反弹有望带动板块和公司估值进一步修复向上。近年来地产行业基本面持续下行对金融股整体估值拖累较大, 中国平安作为综合金融集团, 作为金融股的看涨期权, 有望充分受益于本次地产估值掣肘打开。2024 年 4 月以来, H 股保险板块反弹强劲, 其中中国太保 H (60.9%) 领涨, 中国平安 H 股 (37.5%) 反弹幅度明显好于中国平安 A (9.6%), 主要系市场对地产基本面反弹难以形成一致性预期, 本次地产松绑有望强化市场预期共识的达成。盈利预测与投资评级: 地产估值掣肘打开, 买入金融股的看涨期权。维持盈利预测, 我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元, 同比增速为 40.5%、28.0% 和 5.2%, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率持续下行, 资管业务板块扭亏不及预期

腾讯控股 (00700.HK): 2024Q1 业绩点评: 业绩大超预期, 毛利率持续提升

公司毛利率提升超预期, 我们将此前 2024-2026 年经调整净利润由 1850/2104/2393 亿元调整为 1932/2357/2663 亿元, 对应 2024-2026 年 PE 为 18/15/13 倍 (港币/人民币=0.93, 2024 年 5 月 17 日)。公司仍具有坚实的业务壁垒, 生态强大, 视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长, 所以我们维持公司“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20240517：4 月经济：地产“变调”的线索

4 月经济数据描绘了一幅怎样的经济图景？生产强、出口稳、消费软，但核心矛盾还在地产。从量上来看，4 月工业增加值同比增速为历史同期最快（剔除较为特殊的 2020 年），出口也随着全球制造业修复进入回暖通道；从价上来看，消费、工业品涨价偏弱，同时出口也在“以价换量”。而房地产新开工面积同比继续下降，同时统计局 70 城二手房价同比全数下跌已持续第四个月。虽然解决房地产的下行并非朝夕之功，但就政策应对而言，当前显然已进入到一个更刻不容缓的阶段。正如 4 月政治局会议所预见的，随着拜登政府颁布新一轮对华关税，“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”，越是外部不确定，就越是需要国内防风险和稳经济。央行在中午的快速出手（取消住房商贷利率下限，下调公积金贷款利率、降低首付比）已经印证了“稳地产”的紧迫性，且近期各地住房“以旧换新”、限购放开的种种迹象已经表明中央层面的政府收储“呼之欲出”。不过从各地“试点”的情况来看，政策大多是房企代售和旧房换购，而政府收储从出资的规模、可盈利性以及央地协调的角度来看，其具体细节有不少仍待商榷。4 月经济数据具体来看：工业：科技与出口“勾勒”出工业生产加速的“模样”。若剔除掉情况特殊的 2020 年，今年 4 月环比增速为 0.97% 的工业增加值为历史同期最快。是什么因素促使 4 月工业生产再提速？我们认为科技和出口仍是绕不开的两个话题。科技方面，4 月高技术产业工业增加值同比依旧领先于整体。透过细分行业的工业增加值表现来看，依旧是与科技挂钩的行业生产情况“占上风”，包括汽车、计算机电子、通用设备等行业的工业增加值表现都更好一些。出口方面，4 月工业企业出口交货值同比增速从 3 月的 1.4% 跃升至 4 月的 7.3%，形成了工业生产加速的另一有力支撑。制造业：相较于基建投资的再加速。正如我们之前的报告所说，今年基建投资的重要性正逐渐被制造业投资所取代，4 月的投资同比增速数据再次佐证了这一逻辑。虽然 4 月制造业投资同比增速较 3 月略有降温，但其与基建投资同比增速的差值仍在进一步走阔中，证实了制造业的重要性依旧。同样，在民企信心尚未完全修复的背景下，制造业投资更靠科技政策“充电”。今年以来民间投资相对整体投资同比增速的表现就在持续下滑，因此更靠科技政策为制造业投资“保驾护航”。受 4 月制造业投资边际略有下滑的影响，4 月大部分工业子行业制造业投资表现不如 3 月，但与科技相关的部分行业（如通用设备、专用设备、交通设备等）较去年同期均有提速。基建：重要性继续淡化中。4 月广义基建投资同比增速为 5.9%（3 月为 8.6%），再次延续了之前的放缓态势。其中，4 月基建投资端降温比较明显的包括了公用事业与水利、环境和公共设施两大板块，相比之下交通仓储板块表现略佳。财政刺激下的基建，放缓幅度并不会过大。此轮基建投资增速的逐步放缓，地方政府是主因，这是因为前期两种与基建相关的地方性债券（即专项债和城投债）发行规模都较小。不过，有中央政府“加持”的财政刺激政策将在一定程度上对冲基建放缓的幅度——譬如 2023 年年底的增发国债会在 6 月底前全部用于项目建设，这也解释了为何近期与基建相关的部分高频指标开始出现边际上行态势；再如 2024 年的超长期特别国债也于 5 月开始发行，而超长期特别国债的投向领域也包括基建项目。地产的调整正经历“分水岭”。4 月地产量价弱企稳：一是 4 月商品房销售面积同比-22.8%，绝对值

处于历史底部；二是房价尚未企稳，4月统计局70城口径下一线城市新房价格环比录得2014年以来最低。这些“不寻常”的数据可能是地产政策在4月明显加速的原因，近期“以旧换新”在高线城市加速落地，政策目前以房企代售、旧房换购为主，核心城市的限购也在配合放开。在政治局会议明确住房去库存后，地产政策的“分水岭”已比较清晰，后续的关键在于“钱从哪来”、“多大规模”这些问题的逐一解决。消费离不开“假期叙事”。即便有亮眼的清明假期消费“成绩单”，但4月社零仍低于预期，同比回落至2.3%。虽然受到去年五一假期的跨月错位影响，但不可否认的是消费整体温和下“假期旺，平日淡”的分化。结构上看，出行是4月社零的主要拖累，其中汽车回撤最大，零售额同比降至-5.6%，餐饮收入同比降温至4.4%，文体商品、首饰及化妆品等可选消费同比增速也有不同程度的回落。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20240519：房地产政策宽松，对债市有何影响？

观点 2024年5月17日，央行接连公布多项房地产放松政策，对债市有何影响？总结来看，对于房地产的新增宽松政策有如下：（1）取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；

（2）下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；（3）首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%；（4）设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，预计将带动银行贷款5000亿元。如果我们将政策分成两大类，则一类是需求端的房屋销售刺激政策，另一类是供给端的存量房库存去化政策。针对需求端的政策，可以看作是2022年和2023年政策的延续和进一步宽松。此前的一系列政策包括：（1）2022年9月30日，央行决定自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。（2）2023年8月31日，央行决定首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%；二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。针对供给端的政策，是满足居民置换需求和消化存量房产的新选择。截至2024年3月，狭义库存去化周期（考虑现房销售）为2.9年，广义库存去化周期（还考虑新开工面积）为2.2年，趋势上广义库存去化，而狭义库存保持高位，表明广义库存的去化主要由新开工面积的下行引导。此次再贷款规模的3000亿元相较于目前的存量房规模而言还较小，需要关注此次试点成效显现后的进一步推进情况。对于债市而言，参考2022年和2023年政策出台后的表现，并未成为债市收益率向上的拐点，后续建议关注政策出台后的房屋销售数据以及再贷款配合之下的对公贷款增长情况，短期内债市或出现震荡回调。美国24年4月CPI、核心CPI指数、PPI、核心PPI指数及4月零售销售数据公布，后市美债收益率如何变化？我们认为美国经济韧性较强，Fedwatch所预示的降息路径，后续步伐放缓、步幅收窄甚至不降息的可能性较大。海外整体上仍处在前期交易“再滞胀”的反向延长线上，基本延续了上上周的行情，股、债双涨，美股三大指数均创新高，大宗方面铜创新高，金接近前期高点，

原油横盘为主。短期海外滑向交易“再通胀”概率仍较大，美债表现或弱于美股，美元因此存在一定支撑，或对近期非美货币的反弹存在一定压制。结合增量数据，思考如下：（1）美国4月能源通胀继续坚挺，导致4月CPI居高不下持平预期，消费等CPI回落导致通胀相对走低。5月15日公布的数据显示，美国4月CPI同比增长3.4%，持平预期3.4%低于前值3.5%；核心CPI同比增长3.6%，持平预期3.6%低于前值3.8%；4月CPI环比增长0.3%，低于预期0.4%及前值0.4%；核心CPI环比增长0.3%，持平预期0.3%低于前值0.4%，继续保持自去年5月以来的相对高位。4月能源通胀继续坚挺是造成通胀粘性的主要原因，受全球4月油价上行的影响，美国4月能源CPI环比上涨1.1%；核心服务通胀虽然不是拉高通胀的主要原因，但其粘性同样影响整体通胀的粘性，交通运输服务和医疗保健环比放缓。核心商品及食品4月CPI下降，反应高利率环境影响居民日常消费行为。美国4月通胀相对走弱，美联储降息预期升温，下半年降息可能性增加，但结合美国4月核心PPI数据环比高于预期，仍需警惕未来通胀不确定带来的降息预期拉扯。（2）2024年4月PPI环比远超预期，制造业通胀升温。5月14日公布的数据显示，美国4月PPI同比增长2.2%，持平预期2.2%高于前值1.8%；核心PPI同比增长2.4%，高于预期2.3%及前值2.1%；4月PPI环比增长0.5%，高于预期0.2%及前值-0.1%；核心PPI环比增长0.5%，高于预期0.3%及前值-0.1%。4月PPI达12个月以来最高，其中能源PPI分项贡献最大，同比贡献1%，环比贡献2%。能源波动与服务业强劲表现推动PPI超预期上涨，但CPI增速则表现通胀压力持续，同时美国4月零售销售环比增速持续放缓，4月环比降至0.02%远低于前值0.65%。（3）美联储降息更加谨慎，降息时点需关注通胀轨迹。5月14日美联储主席鲍威尔和欧洲央行管委诺特共同参加一场会议并发表讲话，鲍威尔称美联储需要保持耐心，等待更多证据表明高利率正在抑制通胀、通胀继续降温，因此需要在更长时间内保持利率在高位。鲍威尔认为，目前美联储的政策在很多方面来看，都具有限制性，足以抑制需求。但他同时表示，时间会证明政策是否足够具有限制性、足以使通胀回到美联储2%的目标，美联储的下一步行动不太可能是加息，美联储更有可能将政策利率维持在现有水平。截止5月17日，Fedwatch预期2024年6月降息25bp的概率仅为8.9%，上周为8.4%；7月份降息的可能性为29.6%，上周为34.9%；9月份在7月降息基础上再次降息的可能性为15.8%，上周为18.6%。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 20240518：绿色债券周度数据跟踪（20240513-20240517）

观点 一级市场发行情况： 本周（20240513-20240517）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券2只，合计发行规模约8.40亿元，较上周减少32.24亿元。发行年限均为3年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以AAA级为主；发行人地域为广东省和云南省；发行债券种类为一般公司债和超短期融资债券。 **二级市场成交情况：** 本周（20240513-20240517）绿色债券周成交额合计489亿元，较上周减少41亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为263亿元、160亿元和52亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约79.57%，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、公用事业和建筑，分别为187亿元、104亿元和21亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别

为 140 亿元、51 亿元和 48 亿元。 估值偏离%前三十位个券情况：本周（20240513-20240517）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例及幅度均大于溢价成交。 折价个券方面，折价率第一的个券为 22 万科 GN001（-11.9132%），其余折价率均在-1.00%以内。主体行业以金融和建筑为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市和陕西省居多。 溢价个券方面，溢价率第一的个券为 23 荆开 G2（0.8150%），其余溢价率均在 0.50%以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市和广东省居多。 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）

固收点评 20240518：二级资本债周度数据跟踪（20240513-20240517）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20240513-20240517）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 170.00 亿元，较上周增加 145.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为陕西省、浙江省。 截至 2024 年 5 月 17 日，二级资本债存量余额达 40912.35 亿元，较上周末（20240510）增加 120 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20240513-20240517）二级资本债周成交量合计约 2030 亿元，较上周增加 87 亿元，成交量前三个券分别为 23 工行二级资本债 02A（111.55 亿元）、24 中行二级资本债 01A（93.09 亿元）和 24 宁波银行二级资本债 01（89.79 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、浙江省和上海市，分别约为 1397 亿元、201 亿元和 184 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 5 月 17 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：-0.24BP、-0.05BP、-0.05BP；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：9.43BP、8.30BP、8.30BP；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：2.68BP、1.31BP、1.31BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20240513-20240517）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例小于溢价成交，但幅度略大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前四的个券为 17 朝阳银行二级（-0.76%）、22 湖州银行二级 01（-0.71%），23 海盐农商二级资本债 01（-0.66%）、19 桂林银行二级 02（-0.56%）其余折价率均在-0.50%以内。中债隐含评级以 AA+评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 交行二级资本债 02B（0.61%）、20 浦发银行二级 04（0.51%），其余溢价率均在 0.50%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。 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 20240517：生产强于需求格局延续，债市关注供需面

事件 数据公布：2024 年 5 月 17 日，国家统计局公布 2024 年 4 月经济数据：4 月规模以上工业增加值当月同比 6.7%，比 3 月上行 2.2 个百分点；4 月社零当月同比 2.3%，较 3 月同比下降 0.8 个百分点；1-4 月固定资产投资累计同比达 4.2%，制造业投资、基础设施建设和房地产开发投资累计同比分别为 9.7%、6.0%和-9.8%。 **观点** 需求增幅放缓，生产强于需求格局延续。生产和需求两端分别来看，4 月规模以上工业增加值当月同比较 3 月上行 2.2 个百分点，4 月社零当月同比较 3 月下降 0.8 个百分点。我国仍需积极推进转型升级，加大宏观调控力度，着力扩大内需。分行业来看，1-4 月采矿业增加值累计

同比增长 21.3%，制造业累计同比增长 9.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比增长 26.2%。4 月 PMI 生产分项为 50.4%，较 3 月下降 0.4 个百分点，但连续两个月位于扩张区间，制造业继续保持恢复发展态势。去年的高基数使商品零售增幅有所放缓，同时餐饮增幅较上月相比有所下降，餐饮强于商品零售的格局延续。4 月社零总额 35699 亿元，其中商品零售 31784 亿元，当月同比增长 2.0%；餐饮收入 3915 亿元，当月同比增长 4.4%。从结构上来看，4 月在限额以上商品零售额中，服装、鞋帽、针纺织品类，通讯器材类，体育、娱乐用品类，金银珠宝类商品零售额累计同比分别为 -2.0%、13.3%、12.7%、-0.1%，消费拉动作用保持稳定，但金银珠宝类等可选消费有所回落。从消费能力上看，4 月全国城镇调查失业率分别为 5.0%，较上月下降 0.2 个百分点。就业形势总体保持稳定，支撑市场需求稳定增长。从消费意愿上看，随着社会预期持续改善、风险隐患持续化解，宏观调控力度不断加大，居民消费意愿和消费能力稳步回升。制造业投资增速加快，房地产投资降幅扩大趋势不变。2024 年 1-4 月，固定资产投资累计同比增长 4.2%，相比 1-3 月下降 0.3 个百分点，分领域看，基础设施建设投资累计同比增长 6.0%，制造业投资累计同比增长 9.7%，房地产开发投资累计同比下降 9.8%。（1）制造业方面，投资增速加快，高科技制造业投资增速较好。分行业来看，1-4 月电气机械和器材制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业累计同比分别为 10.1%、19.5% 和 20.0%，为主要拉动项。高技术制造业投资增速较高，引领作用日渐显现。（2）基建方面，4 月新增专项债为 883.24 亿元，支撑基建投资增速小幅上行，但上行幅度较 3 月有所减缓。截至 4 月 24 日石油沥青装置开工率为 23.4%，相较 3 月有所下降，反映当前基建施工减缓。（3）房地产投资方面，4 月房地产投资降幅仍在扩大，各项需求端政策的刺激效果待发力。开发投资方面，1-4 月，房地产开发企业房屋施工面积 687544 万平方米，累计同比下降 10.8%。其中，住宅施工面积 480647 万平方米，累计下降 11.4%。住宅新开工面积 17006 万平方米，累计下降 25.6%。需求端来看，1-4 月，新建商品房销售面积 29252 万平方米，同比下降 20.2%，其中住宅销售面积下降 23.8%。新建商品房销售额 28067 亿元，下降 28.3%，其中住宅销售额下降 31.1%。债市观点：2024 年 4 月债市收益率曲线走陡，受政策和供给预期影响，利率呈现先下后上、波动加大的态势。债市目前对于基本面反应钝化，转而关注供需方面的关系。超长期特别国债的发行能够平衡供需失衡，令长债收益率趋于稳定。但由于发行节奏的平稳，不需要担心供给冲击，且在企业债融资收缩没有解决之前，“资产荒”是长期问题，利率将在短期震荡后继续往下。风险提示：宏观经济恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

建筑装饰行业跟踪周报：地产政策密集发布，房建、装修工程板块有望迎估值修复

投资要点 本周（2024.5.13-2024.5.17，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 3%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.32%、0.06%，超额收益分别为 2.68%、2.94%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）房地产政策密集发布：（a）降低首付比例，取消商贷利率下限，降低公积金贷款利率；（b）央行设立 3000 亿元再贷款

支持政府收购已建未售商品房；(c) 融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷；(d) 支持地方回收存量闲置土地。新一轮支持政策是对前期政策落实响应，进一步提升了金融支持力度。政策力度的持续和扩大，有望进一步释放刚需、促进扩大改善性需求，房地产市场的回暖，有望带动地产后周期的装修、消费建材需求的企稳和回升。 周观点：

(1) 本周地产政策密集发布，政策推动商品房市场去库存、加大保障房供给以及“以旧换新”，在释放增量住宅需求的同时，也有望带来存量住宅改造需求的增长，板块内的房建工程、装修工程需求有望受益；4月社融数据走弱，政府债券发行节奏仍偏慢，近期发改委完成了2024年专项债筛选工作，期待后续发行加快和财政政策发力；此前政府工作报告提出积极的财政政策要适度加力，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，预计基建投资端仍有韧性。国资委提出强化投资者回报，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，从建筑央企发布2023年报和24年一季度来看，业绩表现普遍稳健，份额持续提升，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估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁等。

(2) 出海方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；2023年我国对外非金融类直接投资同比增长16.7%，在“一带一路”共建国家非金融类直接投资同比增长28.4%，对外投资平稳发展，基建合作是重要形式，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，后续有望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，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：水利基础设施建设有望加快推进，建议关注粤水电、安徽建工等；在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下，装配式建筑、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，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。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 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

建筑材料行业跟踪周报：重磅政策齐发，看高一线

投资要点 本周(2024.5.13-2024.5.19, 下同)：本周建筑材料板块(SW)涨跌幅5.03%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为0.32%、0.06%，超额收益分别为4.71%、4.97%。大宗建材基本面与高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为359.2元/吨，较上周+3.2元/吨，较2023年同期-55.3元/吨。较上周价格持平的地区：华北地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区(+8.3元/吨)、东北地区(+30.0元/吨)、中南地区(+5.8元/吨)；较上周价格下跌的地区：长三角地区(-5.0元/吨)、长江流域地区(-2.9元/吨)、两广地区(-7.5元/吨)、华东地区(-2.9元/吨)、西南地区(-2.0元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为66.6%，较上周-0.4pct，较2023年同期-6.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为55.9%，较上周+1.7pct，较2023年同期-5.9pct。(2) 玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1706.9元/吨，较上周+7.0元/

吨，较 2023 年同期-573.5 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5332 万重箱，较上周-176 万重箱，较 2023 年同期 848 万重箱。(3) 玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格主流报价暂稳，但前期提涨明显，整体支撑本周均价继续走高，周内个别产品局部价格小涨，行业盈利水平有所修复。截至 5 月 16 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 3800-4000 元/吨不等，全国均价 3862.75 元/吨，主流含税送到，环比上一周均价（3786.08 元/吨）上涨 2.03%，涨幅收窄 3.31 个百分点，同比下跌 4.99%，较上一周降幅收窄 1.89 个百分点；本周电子纱 G75 主流报价 8600-8900 元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628 电子布当前主流报价为 3.6-3.8 元/米不等，成交按量可谈。周观点：4 月经济数据低迷，整体未低于预期。但周五的重磅地产政策比较超预期，较“三支箭”更为积极，四部委在地产去库存、解决流动性、保交付和降首付降利率方面做出了重要安排。地产链流动性折价有望缓解，交易量上升带动装修，建议投资者关注防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份），涂料（三棵树、亚士创能），租赁（志特新材），坚朗五金等工程类材料，以及零售装修建材（伟星新材、北新建材、箭牌家居、东鹏控股等）。中期继续布局成长细分赛道，例如，出口链的一带一路方向，非地产链的新材料或工程公司，地产链的智能家居和绿色建材公司。另外，央企市值管理考核要求下，低估值央企也值得重视，例如中国中铁、中国交建等。1、全球需求中长期增量来自于一带一路和 RCEP 地区。两个维度择股，一带一路和 RCEP 区域收入占总收入的比例以及本土化的能力，推荐米奥会展、中材国际，上海港湾，中国交建。2、欧美补库存周期开启。推荐中国巨石、赛特新材，爱丽家居、松霖科技、建霖家居，建议关注山东玻纤、共创草坪等欧美出口链条。3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减排类投资需求。推荐圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。大宗建材方面：玻纤：（1）粗纱景气底部确认，市场供需平衡重建，支撑景气向上。近期厂商库存加快去化，除了下游补库加快外，也反映行业供需矛盾基本消化。今年以来行业新增产能投放节奏继续放慢，行业盈利处于历史低位，内需和外贸需求稳中向好，龙头企业思路转向稳价涨价。前期粗纱各品类提价落实顺利，厂库也出现明显去化，随着旺季尾声临近，去库和涨价节奏或将有望放缓。但中期来看，粗纱行业盈利仍处低位，持续限制供给增量的释放，叠加下游国内基建、外贸等方向需求有望进一步改善，但行业库存中枢有望继续下行，支撑盈利中枢继续上移。（2）细纱/电子布当前涨价传导顺利，考虑到下游库存仍处于历史低位，且铜价上涨预期有望促进下游积极备货，随着厂家库存的继续下降，价格有望持续上涨。中期来看，细纱行业盈利长时间处于低位，前期产能有所缩减，产能潜在增量有限，若下游开工率进一步改善，库存有望进一步降至低位，电子布价格和盈利具有弹性。（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构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。（4）当前龙头估值处于历史低位，底部确认、需求回升预期有望推动估值修复。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。水泥：（1）本周全国水泥市场价格环比上涨 0.9%。价格上涨区域主要是黑龙江、吉林、辽宁和河南地区，幅度 30-50 元/吨；价格回落区域有上海、浙江、广东和四川地区，幅度 10-15 元/吨。5 月中旬，天气晴好，下游恢复正常施工，水泥需求环比小幅提升，全国重点地区水泥企业平均出货率约为 56%，环比上涨近 2

个百分点。价格方面，南方地区由于各企业继续争抢市场份额，水泥价格稳中有落；北方地区通过加大错峰生产力度，供需关系得到改善，水泥价格陆续提升，从而带动全国价格上行。(2) 季节性旺季需求同比仍显偏弱，后续仍需观察实物需求的释放情况，财政工具和准财政工具有望进一步发力，财政前置下基建投资增速有望维持高位，但仍待向实物需求进一步传导。需求不足背景下，行业库存控制依赖错峰停窑，但跨区域流动和企业市场策略的影响下，行业竞争将反复，行业景气将继续低位震荡，但也为进一步的市场整合带来机遇。(3) 水泥企业市净率估值处于历史底部，双碳、环保政策利好中长期供给侧出清，龙头企业综合竞争优势凸显，估值有望迎来修复。推荐中长期产业链延伸有亮点的龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份、冀东水泥等。 玻璃：五一节后在产产能的削减以及季节性旺季需求提振下游采购情绪，全国厂商库存有所消化，当前华北地区厂库已经中低水平，南方地区略高，价格维持震荡态势。短期随着玻璃盈利水平下行，冷修产线有增多预期，对价格有一定支撑，但中长期仍需跟踪保交楼等政策对竣工需求落地的影响，供需关系有待重新平衡。短期光伏玻璃提价落地后，供给边际增加以及下游开工情况下库存阶段性增加，但下游中期光伏装机预期继续向好，龙头企业享有成本优势，盈利有支撑。浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。 装修建材方面：市场需求仍较弱，收入端或承压，部分品类市场价格竞争加剧致毛利率下滑，零售端部分品类具备韧性表现优于工程端销售。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格基本稳定，预计盈利端保持稳健。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份、垒知集团等。 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 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

商贸零售行业跟踪周报：2024 年 618 前瞻：取消预售却更早开卖，“规则简化”≠“不卷”

投资要点（文中“本周”指 2024-05-13 至 05-19） 2024 年 618 年中大促即将开启，京东、淘宝取消预售，各主要电商平台的活动开始时间较往年均有提前。 天猫&淘宝：618 活动分为两波。第一波年中开门红，5 月 19 日预热，5 月 20 日 20:00 开始；第二波 618 年中狂欢节，5 月 29 日开始预热，5 月 31 日 20:00 开始，并持续至 6 月 20 日。天猫平台的跨店满减力度为“满 300 减 50”。 京东：618 活动分为“心动购物节”和“618 年中大促”两波。心动购物节从 5 月 19 日开始预热，5 月 20 日 20:00 正式开始。618 大促从 5 月 31 日开始预热，5 月 31 日 20:00 正式开始，并持续至 6 月 20 日。京东平台的跨店满减力度为“满 300 减 50”。 拼多多：5 月 19 日开启“520 大促”，6.1 日开启“618 年中大促”，这两个大促从活动页面上看促销方式和力度是相同的。活动时间持续至 6 月 20 日。 抖音：618 好物节将于 5 月 24 日开启。 快手：618 购物节分三阶段：5 月 20 日~5 月 31 日为“好物抢先购”，6 月 1 日~18 日为“爆发品类日”；6 月 19~20 日为“返

场”。活动规划总结：①虽然没有了预售，但开始时间（5.20）比去年的预售（天猫 5.26、京东 5.23）更早。②天猫、京东的宣传力度比其他平台更大；而拼多多则主张“天天低价”弱化抢购，我们认为其并非大促的主要平台。③天猫京东的满减折扣力度（满 300-50）和去年基本相当。大促活动本质上是“聚集销售”做营销，头部平台的品宣&营销战场仍然会很卷。电商大促更多是把一段时间的需求聚集到短时间内释放，但较少催生新的消费需求，这能够通过大促 GMV 增速与平台年 GMV 增速的不断趋近而得到验证。因此大促对于商家的意义并非增加销售和利润，而是通过折扣销售来营销品牌、拉取新客；但由于折扣力度大、营销投放高，商家在大促期间的利润额通常是不高的。因此，2024 年京东、天猫等头部平台取消预售，并非意味着大促就不卷了；反而因为大促节时间的延长，让商家的折扣和投放持续更长时间，商家之间的竞争或变得更卷。这意味着：①对于消费者而言，取消预售&规则简化，有助于减少消费者在研究和比价上消耗的时间，或有利于消费需求的释放。②更多的消费需求被聚集到大促期，让商家的高额促销及投放持续更长时间。③618 销售额在 Q2 之中的占比变得更高，品牌商家的 618 表现对于 Q2 的收入比往年更为重要。④关注国牌崛起，在平台规则变化较大的阶段，国内品牌的本土营销&运营优势有望得到更好发挥。推荐标的：珀莱雅、巨子生物、乖宝宠物等。建议关注水羊股份等。风险提示：消费需求不及预期，行业竞争加剧，退货超预期等。

（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：谭志千 证券分析师：阳靖

研究助理：郝越）

公用事业行业跟踪周报：南昌发布天然气上下游价格联动机制，国家发改委发布《电力市场运行基本规则》

本周核心观点：1) 南昌发布天然气上下游价格联动机制，燃气顺价全国持续推进。终端销售价格与综合采购价格实行联动，居民/非居民联动调整周期不超过 12 个月/3 个月，价格联动调整依据已经生效实施的联动机制，不再履行价格听证等程序。重点关注【洪城环境】，截至 2022 年底，洪城环境在南昌市燃气供应市场占有率达到 90%以上。2) 国家发改委发布《电力市场运行基本规则》。基本规则将于 2024 年 7 月 1 日起施行。对于 2005 年版本，新规则重点变化来自 A) 市场成员：除了发电企业、售电企业、电力用户外增加新型经营主体储能企业、虚拟电厂、负荷聚合商等。B) 交易类型：电能量交易、电力辅助服务交易外，新增容量交易。C 引导市场价格运行在合理区间。3) 2024M1-4 全社会用电量同增 9.0%。2024 年 1 至 4 月，全社会用电量累计 30772 亿千瓦时，同增 9.0%，其中，第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民生活分别 384/20214/5505/4669 亿千瓦时，分别同增 10.1%/7.5%/13.5%/10.8%。行业核心数据跟踪：5 月电网代购电出炉，水电进入汛期，多省份电网代购电有所回落；动力煤价格周环比持平 860 元/吨。电价：24 年电价长协落地，广东降幅较大外，其余主要城市同比降幅多在 1-3%（加上煤电容量电价后）。煤价：截至 2024/5/16，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价为 860 元/吨，同比-11.11%，周环比持平。天然气：截至 2024/5/17，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+17.2%/+4.0%/+5.4%/-0.6%/+1.6%至 0.7/2.5/2.8/2.9/2.8 元/方。欧洲库存充足，截至 2024/5/17，欧洲天然气库存 754TWh(728 亿方)，同比+25 亿方，库容率 66.53%，同比+1.8pct。2023 年我国天然气表观消费量达 3900 亿方，同增 7.2% (+9.9pct)。2023 年随我国经济复苏，天然气消费量回归增长。2024M1-3 我国天

然气消费量同比增长 13% 投资建议： 1) 火电：全球范围电荒+进入淡季煤价快速下跌+火电板块预期分红率改善，关注当前时间点火电投资机会。推荐【皖能电力】【华电国际】，建议关注【中能股份】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】等。2) 绿电：重点推荐【龙净环保】风光项目指标备案约 2GW，近 1GW 推进建设中，拉果错 1 期源网荷储并网发电，绿电业绩加速；建议关注【三峡能源】【龙源电力】等。3) 天然气：国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。一、受益顺价政策，价差提升。建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】【深圳燃气】。二、高股息现金流资产。重点推荐：【蓝天燃气】【新奥股份】。三、拥有海气资源，具备成本优势。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。4) 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。24 年来水恢复+蓄能充沛电量反转。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】。5) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，核电进入常态化审批。在手项目已锁定 2030 年成长。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，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】，建议关注【中国广核】。6) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。电网三大趋势：趋势一配电网智能化：推荐【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂产业链；趋势三电网设备国际化：推荐特高压和电网设备板块。风险提示：电力需求超预期下行风险，电改进程中电价下行的可能等（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

汽车周观点： 5 月第二周交强险同比+20.6%，看好汽车板块！

Q5 月继续看好汽车板块！本轮商用车板块性周期向上持续性或好于市场预期。不同于历史周期，这轮商用车是【外内需共振】+【国企资产重估】。2023 年是龙头开始兑现业绩，2024 年龙二龙三等紧跟兑现业绩。客车板块：宇通客车+金龙汽车。重卡板块：潍柴动力/中国重汽+一汽解放/福田汽车。Q 乘用车板块：【以旧换新政策+FSD 或入华】双重驱动板块向上。1) 以旧换新政策视角：综合测算下来我们预计补贴政策落地对 2024 年国内乘用车销量新增拉动 78-137 万辆，2024 年乘用车交强险同比增速 3.7%-6.5%，乘用车批发销量同比增速 5.5%-7.8%。拉动乘用车中低端消费，核心受益标的【比亚迪+长安汽车+吉利汽车+长城汽车+上汽集团+广汽集团+零跑汽车等】。2) FSD 或入华视角：加速国内 L3 渗透率提升，加速国内车企淘汰赛进程！优选国内智能化第一梯队标的：华为系（赛力斯+长安汽车+江淮汽车+北汽蓝谷等）+小鹏汽车。Q 零部件板块：业绩确定性好于预期有望持续补涨。以旧换新政策有望缓解 2024 年零部件年降压力增强业绩确定性。FSD 或入华有望增强中期（2025-2026 年）零部件下游需求确定性（特斯拉销量及 L3 智能化渗透率提升）。1) 特斯拉产业链优选【新泉股份+拓普集团+旭升集团+爱柯迪+银轮股份+岱美股份等】。2) 智能化核心增量零部件【德赛西威+华阳集团+耐世特+伯特利+均胜电子+经纬恒润等】。Q 风险提示：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；政策落地不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇
证券分析师：杨惠冰 研究助理：孟璐）

环保行业跟踪周报：南昌发布燃气顺价办法洪城环境有望受益，继续推水务燃气固废现金流资产

投资要点 重点推荐：光大环境，兴蓉环境，洪城环境，美埃科技，九丰能源，龙净环保，高能环境，景津装备，仕净科技，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，瀚蓝环境，宇通重工，赛恩斯，路德环境，盛剑环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，天壕能源，英科再生。 建议关注：军信股份，永兴股份，三峰环境，旺能环境，新天然气，昆仑能源，重庆水务，鹏鹞环保，再升科技，卓越新能。

南昌市发布天然气顺价实施办法，洪城环境燃气板块盈利稳定性有望增强。2024/5/15，南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》，自2024/8/31起执行，销售价格与燃气企业综合采购价格实行联动，具备纠偏机制，居民、非居民调价不再履行价格听证等程序。1) 洪城环境有望受益于南昌顺价：天然气顺价机制的建立有望增强资产盈利稳定性，洪城环境拥有南昌市主要行政区域的管道燃气特许经营权。截至2022年底，洪城环境在南昌燃气供应市场占有率达到90%以上，将受益于南昌天然气顺价制度的实施。2) 全国燃气价改逐步推进，价差修复提估值：参考ROA7%的标准，合理价差为0.6元/方+，价差存20%提升空间。2023年居民顺价推动加速，2022年1月~2024年4月，全国共有138个（占全国地级及以上城市数量比例48%）地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为0.21元/方。城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。

环保3.0高质量发展时代：1) 细分成长龙头。技术孕育细分龙头，【九丰能源】天然气主业稳定，能服+特气加速扩张。【龙净环保】大股东紫金持续增持，矿山绿电在手2GW开启验证。【仕净科技】光伏配套设备订单充裕+TOPCon电池片投产&硅片一体化布局+固碳加速。重金属污染治理【赛恩斯】、压滤机【景津装备】、环卫电动【宇通重工】。下游新兴行业加速成长，带动细分龙头，半导体过滤设备+耗材【美埃科技】，电子特气【金宏气体】。2) 从账面利润到真实现金流价值。迎接出清后的运营期！步入运营期稳增+出清完毕+地方化债&价格机制改革=经营现金流稳增+资本开支可控，分红潜力提升！电力：重点推荐【长江电力】【中国核电】。水务：重点推荐【洪城环境】【兴蓉环境】【瀚蓝环境】，建议关注在广州地区开展供水业务的【粤海投资】；携手苏伊士设备出海加速【三峰环境】。固废：重点推荐【光大环境】【瀚蓝环境】，建议关注【军信股份】【永兴股份】【三峰环境】。燃气：建议关注【昆仑能源】。3) 双碳驱动环保3.0发展。CCER重启，碳市场扩容在即，欧盟CBAM进入过渡期，长期碳约束扩大，关注监测计量、清洁能源、节能减排、再生资源等机遇。 行业跟踪：1) 环卫装备：24M1-4新能源渗透率同比+1.88pct至8.41%，盈峰市占率第一。2024M1-4环卫车合计销量24583辆（同比-6%）。其中新能源销售2067辆（同比+21%），其中盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为28%/24%/6%。2) 生物柴油：生柴价格小幅下滑，市场需求尚无起色。2024/5/10-2024/5/16生物柴油均价6900元/吨(周环比-1.9%)，地沟油均价5307元/吨(周环比-3.6%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利为-407元/吨（周环比-48.6%）。3) 锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数回落，盈利小幅下滑。2024/5/13-2024/5/17，三元黑粉折扣系数回落，锂/钴/镍系数分别为77%/77%/77%。截至2024/5/17，碳酸锂10.70万（周环比-3.6%），金属钴21.9万（+6.8%），金属镍15.13万（+5.3%）。根据模型测算单吨废三元毛利-1.22万（-0.084万）。4) 电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2024/5/12-5/18氙气周均价4.05万元/m³（周环比+0.0%），氪气周均价400元/m³（周环比+0.0%）；氙气周均价136元/m³（周环比-3.1%），氪气周均价738元/瓶（周环比-1.1%）。 最新研究：燃气行业点评：南昌市发

布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》，顺价持续推进。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)

医药生物行业跟踪周报：CGM 产业趋势明确，重点推荐鱼跃医疗、三诺生物等

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.12%、-9.40%，相对沪指的超额收益分别为-2.44%、-16.59%；本周医药商业、中药及医疗服务等股跌幅较小，生物制品、化学制药及原料药等股价跌幅较大；本周涨幅居前景峰医药(+17.61%)、*ST 吉药(+8.94%)、国邦医药(+7.11%)，跌幅居前南华生物(-28.93%)、济民医疗(-27.44%)、长江健康(-22.27%)。涨跌表现特点：医药板块大小市值个股普跌，但小市值跌幅更加明显。CGM 空间广阔，国产厂家迅速崛起：我国糖尿病患者基数大，根据 IDF 报告，2021 年我国糖尿病患者达 1.41 亿人，但我国人均糖尿病年支出远低于欧美国家，2021 年仅 1174 美元，美国为 11779 美元，且我国支出大都集中在糖尿病并发症治疗，在监测上花费更少。CGM 相比传统血糖仪具有实时监测、无需采血等优点。以往全球及我国 CGM 市场被进口厂家垄断，近年来随着国产厂家三诺、鱼跃、硅基等厂家技术上的突破，国产厂家迅速崛起，灼识咨询显示国内 CGM 市场规模 2020 年约 1 亿美元，2021 年雅培市场份额超过 75%，我们预计 2023 年国内 CGM 市场规模已接近 20 亿美元，其中国产厂家份额接近 50%，其中三诺生物上市首年 CGM 销售额超过 1 亿元，鱼跃销售额同样接近 1 亿元。未来随着 CGM 患者教育以及日均费用的下降，国内 CGM 市场仍有十足的发展空间。此外，2023 年以来国内厂家纷纷在海外布局，三诺以成功取得欧盟证，欧美地区 CGM 处于医保报销范围内，国产厂家有望在海外开启新一轮成长。重点推荐三诺生物、鱼跃医疗等。博安生物的 1 类创新药 BA1302 申报临床；BMS 的瑞普替尼胶囊上市；罗氏宣布双重 GLP-1R/GIPR 激动剂 CT-388 的 I 期临床试验取得了积极结果：5 月 15 日，CDE 网站显示，博安生物的 1 类创新药 BA1302 申报临床。该药物是一款靶向黑色素转铁蛋白(CD228)的抗体偶联药物(ADC)，也是国产首款 CD228 ADC；5 月 11 日，药监局网站显示，BMS 的瑞普替尼胶囊(商品名：奥凯乐/Augtyro)上市，适用于 ROS1 阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者；5 月 16 日，罗氏宣布其用于治疗肥胖和 2 型糖尿病的双重 GLP-1R/GIPR 激动剂 CT-388 的 I 期临床试验取得了积极结果。研究发现，与安慰剂相比，健康肥胖成人受试者每周皮下注射一次 CT-388，持续 24 周，可显著减轻体重。CT-388 的减重效果具有临床意义，经安慰剂调整后的平均减重率为 18.8% (p 值<0.001)。在第 24 周，100%接受 CT-388 治疗的受试者体重减轻>5%，85%体重减轻>10%，70%体重减轻>15%，45%体重减轻>20%。具体配置思路：1)CGM 领域：鱼跃医疗、三诺生物等；2)中药领域：太极集团、东阿阿胶、佐力药业、方盛制药、达仁堂、康缘药业等；3)原料药领域：千红制药、同和药业、华海药业、天宇股份等；4)临床及仿制药 CRO：诺思格、泰格医药、百诚医药、阳光诺和等；5)创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、迈威生物、泽景制药-U、迪哲药业；赛生药业、和黄医药、康诺亚等；6)医药商业：九州通、国药股份、柳药集团等；7)IVD 领域：新产业、安图生物、亚辉龙等；8)医疗耗材领域：惠泰医疗、大博医疗、三友医疗等；9)药店领域：健之佳、老百姓、一心堂、益丰药房等；10)仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；11)医疗服务领域：爱尔眼科、

三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；12)科研服务领域：奥浦迈、百普赛斯、金斯瑞生物、药康生物等；13)血制品领域：上海莱士、天坛生物、博雅生物等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

(证券分析师：朱国广 研究助理：向潇)

电力设备行业跟踪周报：电力设备海外需求旺盛、锂电龙头 Q2 拐点确立

投资要点 电气设备 6603 下跌 1.68%，表现弱于大盘。核电涨 0.27%，发电及电网跌 0.56%，风电跌 1.03%，新能源汽车跌 1.58%，电气设备跌 1.68%，发电设备跌 3.03%，锂电池跌 3.55%。涨幅前五为金利华电、麦格米特、三超新材、泰永长征、中通客车；跌幅前五为坚瑞沃能、湘潭电化、龙源技术、易成新能、中国西电。行业层面：储能：4 月储能市场招中标 6.6/3.3GWh，同比减 3/53%，1-4 月储能招中标 27.1/10.6GWh，同比增 14.9/+12%；全国：新版《电力市场运行基本规则》发布，新增储能和容量交易；广东：独立储能报量报价/报量不报价参与现货市场。电动车：工信部等五部门发布关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知；5 月第二周中国车市终端销量 36 万量，同环比+2.3%/-1.6%；美国：白宫宣布将大幅提高电动汽车等中国进口产品关税；智己 L6 上市，售价 21.99 万；蔚来：蔚来汽车旗下乐道首款中型 SUV 乐道 L60 亮相；国轩发布 5C 快充、46 大圆柱、全固态电池等多种技术；长江有色市场钴 21.90 万/吨，+6.8 %；上海金属网镍 15.10 万/吨，+5.3 %；长江有色市场锰 1.46 万/吨，+1.4 %；SMM 碳酸锂工业级 10.25 万/吨，-5.7 %；碳酸锂 LC2405 10.80 万/吨，-1.2 %；碳酸锂 LC2407 10.60 万/吨，-3.2 %；百川金属锂 91 万/吨，+0 %；氢氧化锂国产 9.8 万/吨，-1.8 %；磷酸铁锂电解液 2.13 万/吨，+0 %；六氟磷酸锂 6.90 万/吨，-1.8 %；前驱体三元 523 型 7.20 万/吨，+1.4 %；百川钴酸锂正极 17.40 万/吨，-2.6 %；三元正极 111 型 11.60 万/吨，-1.7 %；正极磷酸铁锂-动力 4.26 万/吨，-2.0 %；人造石墨高端动力 4.85 万/吨，+0 %；天然石墨高端 5.75 万/吨，+0 %；负极百川石油焦 0.19 万/吨，-0.3 %；百川湿法隔膜 1.225 元/平，+0 %；百川隔膜干法 0.48 元/平，+0 %；SMM 电池方形-三元 523 0.5 元/wh，+0 %；SMM 电池方形-铁锂 0.43 元/wh，+0 %，铜箔 6 μ m 国产加工费 15.5 元/公斤，+6.9 %；PVDF LFP6.00 万元/吨，+0 %；新能源：美国商务部宣布对进口自柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的晶体硅光伏电池发起反倾销和反补贴调查，同时加征中国 301 关税及恢复 201 双面组件关税；福建发改委印发《福建省电力负荷管理实施细则》。根据 Solarzoom，根据 Solarzoom，本周硅料 43 元/kg，环减 4.44 %；P 型 182/210 硅片 1.45 /2 元/片，环减 6.45 %/2.44 %；N 型 182 硅片 1.25 元/片，环减 10.71 %；PERC182/210 电池 0.32/0.35 元 /W，环减 3.03 %/2.78 %；PERC182/TOPCon182 组件 0.83/0.90 元/W，环减 1.19 %/2.17 %；玻璃 3.2mm/2.0mm 26/18 元/平，环减 0.95 %/1.37 %。中广核阳江帆石一海上风电场基础预制施工及风机安装工程 III 标段招标，计划工期为 2024 年 6 月 30 日至 2025 年 8 月 30 日。本周招标 0.5GW，陆上 0.5GW，海上暂无；本周开/中标 0.5GW，陆上 0.5GW，海上暂无。电网：江苏和内蒙古签约布局特高压输电项目；美国能源部敲定国会授权的配电变压器能效标准，最终能效标准将采用晶粒取向电工钢 (GOES) 为主要原材料，辅以小部分非晶合金。人形机器人：波士顿动力推出全电动 Atlas 机器人视频，机器人完成从俯卧状态迅速起身动作。公司层面：福斯特：发布 23 年光伏事业合伙人计划之员工持股计划 (草案)：持股计划筹集资金总额不超过 6,592 万，其中 50 %为公司计提

的 23 年合伙人计划专项资金 3,296 万元，剩余 50% 为员工的自筹资金。爱旭股份：拟向特定对象募资总额 35 亿，用于义乌六期 15GW 高效晶硅太阳能电池项目及补流。平高电气：公司及子公司中标金额合计约为人民币 9.46 亿元，占 23 年营收 8.54%，客户包括国家电网、河北电力。德业股份：因自身资金安排需要，亨丽创投计划通过集中竞价减持公司股份数不超过 2,633,320 股，占总股本的 0.6123%，德派创投计划通过集中竞价减持公司股份数不超过 870,550 股，占总股本的 0.2024%。诺德股份：拟购买湖北诺德锂电 37.5% 股权实现全资控股。

投资策略：储能：国内储能系统报价已到 0.7-0.8 元/Wh，光储平价时代，24 年 1-4 月储能招标 27.7Gwh，同增 49%，全年新增储能装机有望达 70Gwh 以上，同增 45%+；美国是大储高壁垒高盈利市场，预计 24 年可实现 39GWh 以上装机，同增 50%+；欧洲户储持续去库存预计至下半年，新兴市场已率先好转，24 年预计户储 30%+ 增长；全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40-50%，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：4 月国内电动车销 85 万辆，同环比+34%/-4%，渗透率持续提升 3pct 至 36%。“以旧换新”政策落地，预计 5 月起电动车销量环比改善，且排产端维持 3 月以来景气度。盈利端，Q1 触底，Q2 价格稳定且部分低价单价格有所恢复，叠加产能利用率提升，预计 Q2 盈利环比微增，25 年确定性反转。此外，美国加征中国电动车产业链关税落地，总体好于预期，继续推荐电动车板块，首推宁德时代、科达利、湖南裕能、尚太等锂电龙头公司。光伏：逆变器排产 4 月开始环比明显增长，5 月延续，Q2 拐点确立；5 月组件排产略有下降，致使产业链价格继续下跌，硅料快速跌破现金成本，玻璃价格也开始逐步下降，但组件低价带来海外装机需求旺盛，24 年全球装机有望达 525GW+，同增 28% 左右，其中国内 260GW+。新技术上，Topcon 招标渗透率达 80% 以上，部分公司开始 OBB 改造，BC、HJT、钙钛矿有些积极的进展。看好逆变器、格局好的辅材、一体化组件龙头和电池新技术。电网：23 年电力设备龙头公司订单普遍高增，今年电网投资增长 8%，特高压计划开工“五直三交”，国内特高压+新能源基建，海外电网升级+新能源+制造业回流，电力设备国内外需求大周期共振，海外电力设备公司上修营收指引，供给格局稳定，出海渠道壁垒高，继续强烈推荐出海、柔直、特高压等方向龙头公司。工控&机器人：工控今年以来需求弱复苏，3C 需求向好，新能源承压，传统行业复苏好转，Q2 是拐点，看好工控龙头；人形机器人方面，预计 Q2 末特斯拉供应链将结束定点，后续催化剂众多，我们看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杆及传感器环节。风电：24 年国内海风大年，帆石二期项目启动，项目开工总体偏慢，推荐海风零部件龙头。

重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能集成业务进入高增长期）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、汇川技术（通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破）、金盘科技（干变全球龙头、海外订单超预期）、三花智控（热管理全球龙头、机器人总成空间大）、湖南裕能（铁锂正极龙头份额逆势提升）、德业股份（储能逆变器率先恢复，组串和微逆开始好转）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、许继电气（电力设备低估值龙头、柔直弹性可期）、科达利（结构件全球龙头、优势突出盈利相对稳定）、尚太科技（负极龙头盈利触底排产提升显著、估值低）、禾迈股份（微逆去库尾声今年重回高增长、储能产品开始导入）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、储能逆变器去库尾声重拾增长）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳

健)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速)、宏发股份(继电器全球龙头稳健增长、高压直流全球龙头高增长)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及AMI模式高增)、平高电气(特高压交直流龙头、业绩持续超预期)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成今年逐步恢复)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储)、福斯特(EVA和POE胶膜龙头、感光干膜上量)、盛弘股份(工商储龙头增长高、充电桩高增长)、璞泰来(负极龙头业绩拐点临近、隔膜涂覆持续高增长)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、天奈科技(碳纳米管龙头盈利触底、快充受益)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著)、中伟股份(三元前驱体龙头、海外客户占比高)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、威迈斯(国内车载电源龙头, 800V+海外占比提升)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon明显领先)、晶澳科技(一体化组件龙头、2023年利润弹性可期)、天合光能(210组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG等海外客户进展顺利)、钧达股份(Topcon电池龙头、扩产上量)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、儒竞科技(热泵欧洲去库尾声、新能源汽车&工控业务潜力可期)、元力股份(活性炭龙头稳健增长、多孔碳潜力可期)、通威股份(硅料和PERC电池龙头、大举布局组件)、爱旭股份(PERC电池龙头、ABC电池组件上量在即)、泰胜风能(陆塔出口和海工开始上量、盈利改善)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、恩捷股份(湿法隔膜全球龙头、以价换量稳份额)、当升科技(三元正极龙头、海外占比高迎利好)、派能科技(户储电池龙头、静待库存尾声)、昱能科技(微逆恢复增长、储能开始导入)、大金重工、聚和材料、科士达、德方纳米、安科瑞、赣锋锂业、天齐锂业、日月股份、禾川科技、TCL中环、金雷股份、振华新材、三一重能、美畅股份、弘元绿能、欣旺达、诺德股份、金风科技。建议关注:东方电气、中国西电、中熔电气、中信博、良信股份、东威科技、宇邦新材、海力风电、明阳智能、明阳电气、新强联、通灵股份、快可电子、华电重工、中科电气、艾罗能源、链升科技、元琛科技、上能电气、厦钨新能、雷赛智能、信捷电气、亿晶光电、大全能源、通合科技、帕瓦股份、嘉元科技、东方日升、岱勒新材等。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

证券分析师:刘晓恬)

计算机行业点评报告:低空经济周总结:区域超预期,低空经济迎来密集政策催化

投资要点 政策催化密集,促进北京地区以及设计咨询、空管系统等公司本周涨幅领先:2024年2月6日以来,低空经济产业链中,涨幅较高的标的仍然大多是各自细分赛道的龙头。本周(2024/5/13-2024/5/17)北京地区公司涨幅较高,主要由于5月16日,北京市经信局发布《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案(征求意见稿)》,北京作为首都城市,提出详细规划方案鼓励低空经济产业发展,目标通过三年时间,在技术创新、标准政策、应用需求、安防反制等领域形成全国引领示范,政策进度超市场预期。地区低空政策首提安防反制:北京低空经济相关政策中提出,要形成低空安防反制全国

标杆。为地区低空政策中首次重点提及。目前，低空针对黑飞无人机的侦测主要通过无线电、雷达、广电和声波等技术手段。无人机反制主要通过射频干扰、GPS 欺骗无人机定位和导航、激光武器等方式。未来随着低空空域飞行器数量增加，空域管理难度将大幅提升，低空规划中提前布局安防反制尤为重要。除北京外，其他省市本周动作频繁，未来有望持续：5月15日，江苏南京低空经济发展大会举行。会上发布了一系列政策，提出到2026年低空经济发展水平稳居全国第一方阵，全市低空经济产业规模发展超500亿元，建成240个以上低空航空器起降场（点）及配套的信息化基础设施，开通120条以上低空航线。5月16日，浙江省政府召开打造低空经济发展高地等工作会议，5月17日，江西低空经济论坛在江西南昌盛大开幕。我们预计其他各省市也将积极推进，快速落地。投资建议和相关标的：低空经济：政策和产业推进节奏有望超预期，我们建议关注1）设计咨询：华设集团、设计总院、苏文科、设研院、苏州规划、甘咨询、建发合诚等；2）空管系统：莱斯信息、新晨科技等。3）监视：四创电子、纳睿雷达、国睿科技等。4）通信：灿勤科技、通宇通讯、硕贝德等。5）导航：司南导航、北斗星通、中科星图、航天宏图、超图软件等。6）调度：中国通号、交控科技、佳讯飞鸿等。7）防务：声讯股份、天和防务、观典防务等，8）运营：中信海直、深城交等。计算机行业观点更新：我们对后市充满信心，计算机将会在资本市场充当越来越重要的角色。1.人工智能方面，我们认为大模型的信创化迫在眉睫，大模型越来越成为大国竞争的核心工具。在统筹发展和安全的前提下，我们认为应当重视大模型国家队的概念。在未来的竞争中，我们更看好有官方背书、在信创化领域有长足进展的大模型厂商的比较优势。建议关注：科大讯飞。2.信创方面，因为上层建筑的变化，从名录采购转变为国测采购，使得如操作系统等传统环节的竞争格局趋于复杂，同时也增加了包括GPU在内的若干新环节。因为竞争的加剧，使得软件环节的价格体系受损严重；CPU的市场份额也将因为技术路径的分化而产生波澜，我们认为ARM系有望为信创事业发展贡献更多力量。金融信创的提速会带来金融IT厂商的大洗牌。建议关注：OS：软通动力、九联科技；打印机：纳思达；CPU：神州数码；金融信创：顶点软件。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳）

非银金融行业跟踪周报：地产政策强心剂对于保险板块催化几何？

投资要点 从对估值角度出发：长端利率为胜负手，地产估值掣肘打开。我们此前反复强调，利率是本轮保险股反弹的胜负手。本周地产政策利好密集释放，进一步明确债券利率下行空间进入尾声，近期长端利率底部上行趋势有望延续。从中期维度来看，随着特别国债开始发行，债券供给进一步上升，长端利率易上难下，后需关注地产链是否出现企稳信号。同时，伴随地产政策利好加速落地，地产对保险板块估值掣肘有望被打开。复盘来看，2H23以来银行股摆脱地产股拖累走出独立行情，但保险股重心仍在向下，核心掣肘仍来自利差损隐忧。从对业绩角度出发：此次地产政策将有助于地产销售和投资降幅的收窄，但地产链业绩基本面的改善不会一蹴而就。保险公司资产质量有望得到改善预期，股市反弹催化将带动保险股低基数下业绩改善。根据我们的估算，A股上市险企2023年保险资金运用余额中涉房投资余额为4497.31亿元，占比约为2.9%，占比由高至低分别为中国平安（4.5%）、新华保险（4.1%）、中国太保（3.6%）、中国人保（1.9%）和中国人寿（1.3%）。值得注意的是，A股自4月25日起就已开始反映地产政策的变化，市场博弈4月末中央政治局会议可能出台地产放

松政策。此后，地产行业领涨，家居建材、银行保险等地产链股票跟随上涨，沪深 300 指数创下年内反弹新高，在同期权益市场表现相对低迷的背景下，有望改善保险公司二级市场股票投资业绩的改善。本轮保险股反弹先由港股超跌反弹搭台，此后 1Q24 保险季报超预期和长端利率底部上行加速确认反弹演绎，本次地产反弹有望带动板块和公司估值进一步修复向上。截至 2024 年 5 月 17 日，2024 年 4 月以来 H 股保险板块反弹强劲，其中太保 H (60.9%) 领涨，得益于中国太保新准则下更稳健的利润表和更“干净”的资产负债表。从 A 股保险股成交量分布来看，受地产掣肘拖累较重的中国平安平均占比近年来中枢不断下移，4 月以来中国平安 A 股反弹力度较弱系地产预期压制，我们预计中国平安不仅仅只是保险股龙头，我们认为中国平安作为综合金融龙头，有望重分受益于本轮地产松绑对估值和业绩的双击。投资建议：地产掣肘打开，利率底部明确，保险板块继续首推中国太保。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的，A 股保险板块首推【中国太保】、【中国平安】。A 股券商受益于市场交投活跃度回升，推荐【中金公司】，建议关注【方正证券】、【中国银河】。此外建议积极关注港股行情延续，推荐【香港交易所】，建议关注【友邦保险】。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：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康)

保险 II 行业点评报告：地产掣肘打开，利率底部明确，股市反弹催化，继续首推中国太保

投资要点 事件：2024 年 5 月 17 日央行于中午先后发布 4 项地产松绑政策，下午陶玲副行长在国务院政策例行吹风会上答记者问。主要政策包括：下调首套及二套房贷最低首付比例、取消全国层面首套和二套房贷利率下限、下调公积金贷款利率并设立 3,000 亿保障性住房再贷款。我们认为地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。1) 从对估值角度出发：长端利率为胜负手，地产估值掣肘打开。我们此前反复强调，利率是本轮保险股反弹的胜负手。本次地产政策利好密集释放，进一步明确债券利率下行空间进入尾声，近期长端利率底部上行趋势有望延续。从中期维度来看，随着特别国债开始发行，债券供给进一步上升，长端利率易上难下，后需关注地产链是否出现企稳信号。值得注意的是，4 月 23 日晚央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，认为目前长期国债收益率与长期经济增长预期背离。央行于 1Q24 货币政策执行报告中再次关注长债利率过快下行，提出“4 月末，30 年期国债到期收益率已回升至 2.5% 以上，债券市场供需关系边际改善”，以及“债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配”。同时，本次地产政策利好密集释放，地产对保险板块估值掣肘有望被打开。复盘来看，2H23 以来银行股摆脱地产股拖累走出独立行情，但保险股重心仍在向下，核心掣肘仍来自利差损隐忧。2) 从对业绩角度出发：此次地产政策将有助于地产销售和投资降幅的收窄，但地产链业绩基本面的改善不会一蹴而就。保险公司资产质量有望得到改善预期，股市反弹催化将带动保险股低基数下业绩改善。根据我们的估算，A 股上市险企 2023 年保险资金运用余额中涉房投资余额为 4497.31 亿元，占比约为 2.9%，占比由高至低分别为中国平安 (4.5%)、新华保险 (4.1%)、中国太保 (3.6%)、中国人保 (1.9%) 和中国人寿 (1.3%)。值得注意的是，A 股自 4 月 25 日起就已开始反映地产政策的变化，市场博弈 4 月末中

央政治局会议可能出台地产放松政策。此后，地产行业领涨，家居建材、银行保险等地产链股票跟随上涨，沪深 300 指数创下年内反弹新高，在同期权益市场表现相对低迷的背景下，有望改善保险公司二级市场股票投资业绩的预期。本轮保险股反弹先由港股超跌反弹搭台，此后 1Q24 保险季报超预期和长端利率底部上行加速确认反弹演绎，本次地产反弹有望带动板块和公司估值进一步修复向上。2024 年 4 月 1 日至 2024 年 5 月 17 日，H 股保险板块反弹强劲，其中太保 H（60.9%）领涨，得益于中国太保新准则下更稳健的利润表和更“干净”的资产负债表。从 A 股保险股成交量分布来看，受地产掣肘拖累较重的中国平安平均占比近年来中枢不断下移，4 月以来中国平安 A 股反弹力度较弱系地产预期压制，我们预计中国平安不仅仅只是保险股龙头，我们认为中国平安作为综合金融龙头，有望重分受益于本轮地产松绑对估值和业绩的双击。投资建议：地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。风险提示：1）长端利率持续低迷；2）宏观经济复苏不及预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康）

化工行业周报：美国乙烷价格上涨，涤纶长丝市场偏弱运行

【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 2661.41 元/吨，环比+2.69 元/吨（环比+0.10%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1065.95 元/吨，环比-68.65 元/吨（环比-6.05%）。【聚酯板块】下游订单承接有限，涤纶长丝市场偏弱运行。周前期，长丝龙头大厂放出联合减产保价消息，一定程度上提振市场信心。但随后国际油价转涨为跌，下游市场订单承接有限，用户日常仅以刚需采购为主，长丝市场库存累积，商谈重心再次松动。目前织企对后市预期普遍较为谨慎，坯布库存有所增加，预计短期内涤纶长丝市场延续弱稳运行走势。本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7443/8050/8968 元/吨，环比分别-38/-36/-29 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为-119/19/31 元/吨，环比分别+0/+2/+6 元/吨，长丝开工率为 89.06%，环比-1.11pct。下游方面，本周织造企业原料库存为 9.70 天，环比-0.07 天，织造企业成品库存为 22.37 天，环比+1.35 天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格均下跌，其中汽油/柴油价差收窄、航煤价差持平。国外成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格均下跌，汽油/柴油/航煤价差均收窄。【化工板块】PX：本周 PX 均价为 1005.50 美元/吨，环比-15.79 美元/吨，较原油价差为 399.02 美元/吨，环比-13.87 美元/吨，PX 开工率为 79.79%，环比-0.55pct。其他化工品：本周聚乙烯较原油价差扩大，其余化工品较原油价差整体收窄。【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18567/17383/14538 元/吨，环比分别-253/+443/-128 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4260/4076/2162 元/吨，环比分别-235/+462/+158 元/吨。【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 1056/4419/731/4746 元/吨，环比分别+52/+49/-4/-53 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8526 元/吨，环比+19 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1865/1782/-127 元/吨，环比分别-40/+18/+69 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7592 元/吨，环比+32 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 6/1368/-355 元/吨，环比分别-

17/+33/+84 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 3004/2286/4658/3217 元/吨, 环比分别+128/+58/-152/+87 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 819/509/-497/294 元/吨, 环比分别+115/+41/-168/+46 元/吨。【相关上市公司】1) 民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣; 2) 化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【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: 何亦桢)

燃气 II 行业点评报告: 南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》, 顺价持续推进

投资要点 事件: 2024 年 5 月 15 日, 南昌市发布《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法(征求意见稿)》, 自 2024 年 8 月 31 日起执行。南昌市主要燃气运营主体为洪城环境, 截至 2022 年底, 其在燃气供应市场占有率达到 90%以上。销售价格与燃气企业综合采购价格实行联动, 具备纠偏机制, 居民、非居民调价不再履行价格听证等程序。(1) 联动范围: 天然气终端销售价格与燃气企业综合采购价格(含运输费用)实行联动, 综合采购价格原则上按照同一市县内燃气企业采购的全部气源含税加权平均价格确定。(2) 联动周期: 居民/非居民用气终端销售价格联动调整周期不超过 12 个月/3 个月。(3) 联动公式: 首次建立联动机制时, 终端销售价格=综合采购价格+配气价格。机制建立后, 调整终端销售价格=上期终端销售价格+价格联动调整额度。价格联动调整额度=(本期预测综合采购价格-上期综合采购价格)/(1-供销差率)±上期累计应调未调金额及偏差金额/本期供气量。供销差率最高不超过 4%, 低于 4%的据实计算。(4) 联动方式: 不设置联动启动条件, 按预测综合采购价格联动; 建立偏差校核机制, 即预测综合采购价格与实际综合采购价格的差额, 纳入后期联动统筹考虑。(5) 联动幅度: 设置居民用气价格单次上调幅度上限, 原则上不超过每立方米 0.5 元; 应调未调金额纳入后期统筹考虑。(6) 联动程序: 天然气价格联动由城镇燃气企业提出启动申请, 也可由市价格主管部门主动实施。居民、非居民用天然气销售价格联动调整, 依据已经生效实施的联动机制, 不再履行价格听证等程序。全国燃气价改逐步推进, 参考 ROA7%的标准, 合理价差为 0.6 元/方+, 价差存 20%提升空间。城市燃气终端销售价格与上游天然气采购价格联动调整逐步推进, 即上游天然气价格发生调整, 城市燃气价格也同步调整。2023 年居民顺价推动加速, 2022 年 1 月~2024 年 4 月, 全国共有 138 个(占全国地级及以上城市数量比例 48%) 地级及以上城市进行了居民用气的顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。1) 参考 ROA7%标准, 价差存在提升空间。配气费受到全投资税后收益率 7%的限制, 2022 年气源成本高涨、行业价差走弱, 龙头公司 ROA 均回落至 7%以下。2) 我们估算城燃配气费合理值在 0.6 元/方以上, 具备气源/运营优势的公司有望获得超额收益; 2023 年龙头公司价差预期在 0.50~0.52 元/方, 价差仍存 20%修复空间。我们参考某上市公司城燃项目收购方案进行估算, 城燃项目的合理配气费超过 0.6 元/方。考虑到政策规定核定采购价格时不区分气源价格形式, 按照同一区域内燃气企业采购的全部气源加权平均价格确定(包括管道天然气、液化天然气、压缩天然气等)。因此, 具备低价气源、漏损率更低的公司将获得超额收益。2023 年龙头公司价差预期在 0.50~0.52 元/方, 价差仍存 20%修复空间。投资建议: 我们认为国内的顺价政策合理, 即通过将收益率指标控制在一定范围调

节终端定价，从而稳定城燃公司价差，且这一方法在美国 ONE Gas 公司进行了良好实践。国外气价回落，国内成本压力缓解促进需求提升；城燃板块价差将继续修复，顺价推进提估值。1) 受益顺价政策，价差提升。建议关注：【昆仑能源】【新奥能源】【中国燃气】【华润燃气】【港华智慧能源】【深圳燃气】。2) 高股息现金流资产。重点推荐：股息率 ttm6.3%【蓝天燃气】，2024 年股息率 5.6%【新奥股份】(估值日期 2024/5/17)。3) 拥有海气资源，具备成本优势。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】。风险提示：极端天气、国际局势变化、经济增速不及预期

(证券分析师：袁理 研究助理：谷玥)

原油周报：美国商业原油去库和成品油消费量提升，国际油价企稳

n 【美国原油】 •1) 原油价格：上周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 83.1/79.0 美元/桶，较上周分别-0.2/+0.3 美元/桶。 •2) 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 8.2/4.6/3.7/0.3 亿桶，环比-192/-251/+59/-34 万桶。 •3) 原油产量：美国原油产量为 1310 万桶/天，环比持平。 •4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1626 万桶/天，环比+31 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 90.4%，环比+1.9pct。 •5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 674/414/261 万桶/天，环比-23/-33/+11 万桶/天。 n n 【美国成品油】 •1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 106/103/99 美元/桶，环比-1.5/-0.9/-2.1 美元/桶；与原油价差分别 23/19/16 美元/桶，环比-1.3/-0.7/-2.0 美元/桶。 •2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 22777/11637/4137 万桶，环比-24/-5/+11 万桶。 •3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 970/480/181 万桶/天，环比+20/+2/+14 万桶/天。 •4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 888/383/164 万桶/天，环比+8/+34/+15 万桶/天。 •5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 7/90/82/万桶/天，环比-12/+9/+21 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 8/107/98 万桶/天，环比-2/-26/-24 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 1/17/16 万桶/天，环比-14/-3/+11 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)。 n n 【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：陈淑娴)

机械设备行业跟踪周报：推荐出口链机械(工程机械、叉车、通用自动化等)

1.推荐组合：三一重工、中微公司、恒立液压、晶盛机电、先导智能、

拓荆科技、柏楚电子、杰瑞股份、迈为股份、华测检测、奥特维、长川科技、精测电子、富创精密、芯源微、绿的谐波、杭可科技、海天精工、高测股份、新莱应材、奥普特、金博股份、华中数控、联赢激光、纽威数控、道森股份。

2.投资要点： 【工程机械】4月挖掘机内销超预期，ROE的修复有望先于行业拐点到来 4月挖掘机内销同比+13%，超市场预期。①下游驱动：小挖同比增速18%，更新换代需求旺盛，拉动整体销量增长；中挖同比下降25%；大挖整体下滑状态相对稳定；②产品结构：4月小挖占比76%，中挖占比14%，大挖占比9%，小挖占比进一步提升，中挖大挖市场持续性下滑。基于国内挖掘机市场已经连续两个月实现正增长，我们预计全年挖掘机内销实现正增长，国内市场继续下行风险小。出口方面，4月挖掘机出口销量同比-13%，同比降幅缩窄。库存方面，2023年下半年头部客户出口去库存周期为6-12个月，5月出口去库存周期为4-5个月，预计2024年Q3回归到1-2月的健康水平，预计到Q4头部企业清库存影响忽略不计。海外市场空间大，头部主机厂具备拓品类逻辑，相较于行业具备较强阿尔法，预计2024年头部企业出口仍将保持高速增长。ROE的修复将会先于行业拐点出现，本轮周期需关注经营质量的改善。相较于上一轮周期，本轮周期受地产下行影响更深，因此行业拐点更晚。但本轮周期头部主机厂经营质量的大幅改善将带动盈利能力的提前修复，2023年头部主机厂ROE迎来向上拐点，我们认为2024年的经营质量和盈利能力将持续修复。

【叉车】4月内外销景气延续，关注后续平衡重叉车复苏优化结构 制造业、物流业需求向好，4月内外销景气延续（加粗）：2024年4月叉车行业合计销量12万台，同比增长24%，其中国内销量8.5万台，同比增长30%，出口销量3.9万台，同比提升12%。1-4月叉车行业内销同比增长11%，外销同比增长21%，累计增速与我们对全年的判断一致。4月行业国内同比增速较强，我们判断系：（1）制造业景气度较好，平衡重叉车销量企稳，4月PMI为50.4%，环比下降0.4pct，仍保持在景气区间。（2）物流业景气度延续，仓储叉车延续增长趋势。4月物流业景气指数52.4，环比提升0.9pct。关注平衡重叉车销量企稳下主机厂的业绩弹性（加粗）：2024年Q1叉车板块营业总收入同比增长5%，而同期叉车行业销量同比增长11%，收入增速低于销量增速，系销量受三类小车影响较大，影响行业规模、主机厂收入和盈利水平的平衡重叉车需求未复苏。平衡重叉车应用领域更加广泛，销量与整体经济活跃度相关性强，且存量更新规模更大。3-4月国内制造业PMI回到枯荣线以上，且行业销量反应大车企企稳，后续随存量更新政策推进，我们认为大车销量有望回升，板块收入端受益，叠加结构优化带动利润率中枢上行，利润弹性将进一步释放。建议关注渠道建设、锂电化等领先的【安徽合力】、【杭叉集团】。

【通用自动化】4月宏观数据持续向好，需求边际改善 宏观层面看：4月制造业PMI为50.4%，连续2个月维持在枯荣线上；1-4月我国制造业固定资产投资增速9.7%，继续保持高增长，其中食品制造业同比+27.8%，铁路船舶等运输设备同比+27.7%，金属制品同比+16.4%，通用设备同比+13.2%。4月工业机器人和金属切削机床产量分别同比+25.9%和+11.1%，制造业需求企稳态势进一步巩固。微观订单来看，4月注塑机和折弯机需求持续向好，减速机和机床刀具订单边际持续改善。业绩端来看，通用自动化板块23年&24Q1业绩逐步筑底，24Q2有望迎来触底回升（主要系基数降低和订单复苏），建议关注宏观数据持续向好，业绩有望触底反弹的通用自动化。投资建议：推荐机床板块【海天精工】【纽威数控】【科德数控】【华中数控】；注塑机板块【伊之密】；刀具板块【欧科亿】【华

锐精密】；工业自动化【国茂股份】。 【光伏设备】银价持续上涨，0BB 和 HJT 的低银优势进一步明显 近期全球白银价格持续暴涨，已快速升至每公斤 8000 元，白银价格快速上涨受黄金涨价刺激有关，银浆作为光伏电池生产中最贵的耗材，在非硅成本中占比最高，本轮银价上涨将刺激降低银耗的新技术加速导入，我们认为 0BB 和 HJT 的低银优势得以充分凸显：（1）0BB 优势：我们测算银价上涨 10%/30%/50%，HJT 纯银节约幅度由 0.026 提升至 0.039 元/W，银包铜节约幅度由 0.01 提升至 0.016 元/W，TOPCon 纯银节约幅度由 0.012 提升至 0.018 元/W；（2）HJT 优势：相较于 TOPCon 的纯银，应用 0BB 后 HJT 的纯银节约幅度由 0.018 提升至 0.026 元/W，银包铜节约幅度由 0.045 提升至 0.067 元/W。重点推荐硅片设备龙头晶盛机电、HJT 电池片设备龙头迈为股份、0BB 串焊机龙头奥特维、切片机设备龙头高测股份。 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 研究助理：李文意 研究助理：韦译捷）

煤炭开采行业深度报告：“疆煤外运”筑牢能源安全“压舱石”

投资要点 能源饭碗必须端在自己手里”，核心依靠煤炭。我国一次能源消费中，煤炭占比居主导地位，2022 年原煤消费占比 56%。尽管新能源消费快速增长，但无法完全覆盖一次能源消费增量，仍需增量消费煤炭。2022 年总体能源一次消费增量为 1.5 亿吨标准煤，其中新能源增量 6850 万吨，而石油及天然气贡献增量为负，仍需煤炭弥补 1 亿吨标准煤主要增长部分，导致我国煤炭消费绝对量稳步增长。 煤炭新旧产能更迭，导致煤炭供给收缩，国内煤炭产量未来将会逐步收缩，最终出现我国煤炭供给对外依存度大幅提升的隐忧。近年来受“碳中和”预期影响，煤炭行业新建产能投资不积极。煤企申报给发改委核准的煤炭产能规模大幅减少。我国目前在建煤炭产能共 2.4 亿吨左右，近三年（2023-2025 年）确定性新增产能仅 7500 万吨，未来难现大规模新建产能增量。此外，我国面临老旧、资源枯竭矿井大规模退出的压力。截至 2022 年底，我国产能 120 万吨/年以下的煤矿总产能规模约 6.75 亿吨。按照 2020-2022 年，我国煤炭产能 120 万吨以下矿井，合计总退出产能 2.28 亿吨，平均年产能退出产能规模 7600 万吨。新建煤炭产能维持每年 3000 万吨左右，叠加老旧矿产能年退出规模达 7600 万吨，综合导致我国煤炭产能最终在现有煤炭产能全部完成核增后，我国煤炭总产能将会出现净减少的收缩状态，也最终将会导致我国煤炭产量出现逐年下降的状态。考虑到上述我国煤炭需求稳定增长的现实状态，最终将会出现我国煤炭供给紧缺，对外依存度提升的隐忧。2023 年，我国煤炭对外依存度，由 2022 年的 6.7%，跃升至 10.1%，能源供应安全问题开始出现。 煤炭“保供”增产唯有新疆！“疆煤外运”刻不容缓。新疆煤炭储量全国第二，且资源禀赋优异，开采成本和开采难度低，是我国煤炭保供的重要接续地。未来新疆煤炭产能有望持续释放，预期“十四五”时期新增产能 1.64 亿吨（占年产量比例大约为 35%），产能增幅达 60%以上。此外，疆煤坑口成本具备显著优势，可为大西南地区煤炭需求缺口提供重要保障；但受制于高运输成本，煤炭外运出疆受到一定阻碍，在全国煤炭供需趋紧背景下，为了保证我国煤炭供应的可靠性和安全性，“疆煤外运”成为大势所趋的必然选择。 铁路运费下调促疆煤开发加速及外运，“疆煤外运”产业链迎来快速发展期。拥有新疆煤炭资源的广汇能源最为受益。2024 年 4 月乌铁局、兰铁局就“疆煤外运”能源保供出台了跨局运价联合下浮 25%的优惠政策，新疆地区铁路运费下调将促使煤炭产量和外运量

大幅提升。长期来看，在煤炭供需较为紧张背景下，运输环节降价部分将作为利润向上游倾斜。此外，运费下调让利上游企业有助于调动煤企投资开发和生产积极性，最终导致新疆地区产量和运量大幅提升。在此背景下，煤炭产能集中分布于新疆哈密地区的广汇能源，以及远期运能增长空间广阔的广汇物流有望率先受益，其次在新疆拥有煤炭资产的兖矿能源、中煤能源、上海能源也有望受益，加速新疆地区煤炭资产的开发。“疆煤外运”大动脉，北部通道“将-淖-红”铁路运量迎来爆发期，广汇物流直接受益，业绩弹性极大。“将-淖-红”铁路，是疆煤外运北、中、南三大通道之一。但是就目前而言，具备大规模运量增长潜能的只有北通道！北通道由将淖铁路和红淖铁路构成。其中红淖铁路2019年1月投入运营，将淖铁路刚刚在2024年1月投入运营。为新建煤炭运输重载铁路专线，也成为“疆煤外运”最具运力增长潜力的铁路。红淖铁路为上市公司广汇物流控股99.82%资产。红淖铁路初期设计年运能为3950万吨，当前机组采用内燃机作为动力装置，与电气化机组相比运力较小，我们预期2024年6月份，红淖铁路电气化复线改造完工后将核增年运能至6000万吨左右，远期完成复线建设后运能预计可达1.2亿吨。我们测算当红淖铁路运量达到2500万吨时，对应净利润预期为6.65亿元；远期若运量大幅提升至1.2亿吨，则有望实现净利润63.43亿元，业绩弹性显著。风险提示：运费下调相关政策实施力度不及预期；红淖铁路项目建设进度低于预期；煤价大幅下跌。

（证券分析师：孟祥文 研究助理：廖岚琪）

煤炭开采行业跟踪周报：煤价旺季反弹，看好煤炭板块进攻属性

行业近况 本周（5月13日至5月17日）港口动力煤现货价环比持平，报收860元/吨。供给端，近期产地煤矿安全检查力度持续较大，而随着山西有条件的逐步放开煤矿夜班生产，我们预期后续煤炭市场供应趋于稳定。本周环渤海四港区日均调入量185.93万吨，环比上周减少2.33万吨，降幅1.24%。需求端，进入5月份下旬，电力企业需要为“迎峰度夏”备货，补库需求将逐步释放，叠加非电行业复工复产，下游采购需求预期改善。本周环渤海四港区日均调出量175.01万吨，环比上周减少1.54万吨，降幅0.87%；日均锚地船舶103艘，环比上周增加28艘，增幅36.86%。库存端，环渤海四港区库存2464.60万吨，环比上周增加86.60万吨，增幅3.64%。淡旺季切换，煤炭价格调整结束，静待旺季煤价上涨。我们分析认为：3月底至4月中旬，受地产和基建投资增速低于预期影响，非电力行业煤炭需求表现疲软，环渤海港口锚地船舶数量一度下降至60艘左右水平。尽管电力行业煤炭需求超预期，但是煤价受非电需求影响更加显著，因此出现了煤价超预期下跌状态。但是进入5月份，电力企业需要为“迎峰度夏”开始囤货，预期电力采购将会有所改善；此外，产地安监影响持续超预期，叠加老旧矿退出，全年原煤产量预计将减产1亿吨。而供给收缩在电力行业需求旺季将放大供需矛盾，因此有望促使煤价再次反弹。我们将煤价5月份上涨至1200元的预期，修正为6月份上涨至1200元，对煤价预期仍旧保持乐观。估值与建议：板块进攻投资开启在即，优先配置动力煤弹性标的。随着煤价走强，板块投资进攻配置机会来临；考虑到进入传统动力煤旺季，分析认为炼焦煤价格将会跟随动力煤价格上涨，但是动力煤价格弹性更强，首推动力煤高弹性标的：昊华能源、广汇能源、兖矿能源、和陕西煤业，以及高股息标的中国神华。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 研究助理：廖岚琪）

有色金属行业跟踪周报：海外降息预期提升叠加中东地缘政治风险再起，海内外黄金上涨

投资要点 回顾本周行情（5月13日-5月17日），有色板块本周下跌0.91%，在全部一级行业中涨幅靠前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中工业金属板块上涨0.55%，贵金属板块下跌0.64%，能源金属板块下跌2.34%，金属新材料板块下跌2.51%，小金属板块下跌3.56%。工业金属方面，美国4月CPI环比下降叠加国内出台一系列楼市支持政策，工业金属表现良好。贵金属方面，受到海外降息预期上升影响，以及以色列打击拉法东部，停火谈判无果而终，导致中东地缘政治风险再起的影响，海内外黄金价格走势良好，预计黄金价格维持震荡向上走势。

周观点： 铜：欧美央行降息预期提升叠加欧洲经济加速复苏提振需求，海内外铜价环比大涨。截至5月17日，伦铜报收10,715美元/吨，周环比上涨6.72%；沪铜报收84,250元/吨，周环比上涨4.05%。供给端，本周进口铜矿TC均价2美元/吨，现货市场的活跃度有所提升，自由港下半年预计从Grasberg铜矿出口多达90万吨铜精矿；需求方面，铜价再创新高，下游对当前价格接受度较低，叠加订单表现低迷，原料需求有所缩减，下游维持刚需补库策略未改。我们认为目前矿端供应存在长期供应收紧预期，而本周积极的欧洲经济前景数据为铜的需求提供进一步利好支撑，此外，受到美国4月CPI环比下降影响，截至5月17日，本周美元下跌0.79%，多重因素推升铜价高涨，预计铜价维持震荡走势。

铝：美国提高对华铝制品关税推动伦铝上涨，沪铝受成本端氧化铝上涨推动跟涨。截至5月17日，本周LME铝报收2,621美元/吨，较上周上涨3.99%；沪铝报收20,995元/吨，较上周上涨1.30%。供应端，本周云南以及内蒙古地区电解铝企业释放复产产能，行业开工产能4285.10万吨，较上周增加6万吨。需求端，本周铝棒开工率环比增长0.03%，铝板带箔开工率环比增长0.09%，电解铝的理论需求有所提升。5月14日，美方进一步提高对自华进口部分商品关税，其中铝关税从0-7.5%提至25%，市场担忧海外铝产品产生供应缺口，推动伦铝上涨；国内市场，氧化铝进一步推动沪铝成本端上升，叠加一系列地产积极政策推升用铝预期，沪铝跟涨，预计后续铝价维持震荡走势。

黄金：海外降息预期提升叠加中东地缘政治风险再起，海内外黄金上涨。截至5月17日，COMEX黄金收盘价为2419.80美元/盎司，周环比上涨2.23%；SHFE黄金收盘价为564.86元/克，周环比上涨0.62%。美国4月CPI年率末季调录得同比增长3.4%，符合预期，低于前值的3.5%，为去年12月以来最低值；美国4月核心CPI月率末季调录得同比增长0.3%，符合预期，低于前值的0.4%；美国4月零售销售月率录得0%，低于预期的0.4%。本周经济数据表明美国通胀数据环比回落，为美联储降息提供数据支撑，美联储主席鲍威尔声称加息暂且不在联储的选项内，大幅减弱了市场因年初以来CPI连续超预期所致的加息预期；此外，欧洲央行管委诺特认为6月可能是首次降息的好时机。受到海外降息预期上升影响，以及以色列打击拉法东部，停火谈判无果而终，导致中东地缘政治风险再起的影响，海内外黄金价格走势良好，预计后续黄金价格维持震荡向上走势。

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 研究助理：徐毅达）

钢铁行业跟踪周报：需求转暖，宏观预期向好，钢价有所回升

投资要点 本周（5.13-5.17）跟踪：本周钢材价格上行，供给端产量总体略有增长，需求螺纹线材有所恢复，钢厂去库速度增加。本周钢价受需求转暖及宏观政策驱动整体上行：本周需求向好，叠加下半

周地产宏观政策频出，带动钢材价格整体上行。截至 5 月 17 日螺纹钢价格 HRB400 上海报价 3660 元/吨 (yoy-2.1%)，周涨 60 元/吨，期货盘面跟涨，截至 5 月 17 日螺纹期现差为 50 元/吨，表现优于其他品种。成本端角度本周铁矿价格小幅上涨，国产焦煤及废钢价格呈下降态势，总体原材料高位震荡，对钢价形成一定支撑作用。供给端产量略有上涨，螺纹需求有所恢复：供应方面本周五大钢材产量整体略有上涨，分品类来看主要靠长材拉动产量增长，其中螺纹钢、线材周产量涨 1%/4%。需求方面，本周螺纹钢表观消费呈现恢复姿态，周消费量增加 28 万吨至 290 万吨，带动整体钢材需求向好，侧面来看，5 月 17 日建筑钢材成交量 ma5 为 14 万吨，环比上周上升 1962 吨，yoy-16%，需求仍显疲弱但边际有所好转。库存端总体去化速率加快，钢厂盈利依然略有承压：本周钢材总库存 1813.1 万吨，周降 71.6 万吨，去库速率变快，厂库与社库均持续去库，周降幅分别为 4.0%和 3.2%。从盈利角度来看，钢企滞后一月毛利有所下降，主因受到成本上升趋势影响，我们预计伴随短期市场情绪好转，钢价震荡上行下盈利或有一定好转。投资建议：本周钢铁行业受下游需求回暖叠加宏观政策影响价格震荡上行，我们判断短期市场情绪好转及成本端煤炭进入旺季仍对价格有一定程度支撑，但具体需求表现仍待观察，短期或维持震荡运行。标的建议关注华菱钢铁、宝钢股份。风险提示：下游需求恢复不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险。

(证券分析师：孟祥文 研究助理：米宇)

房地产行业点评报告：517 地产新政点评：四部委联合发布多项重磅政策，力度空前确认政策拐点

投资要点 事件：5 月 17 日，国务院举行政策例行吹风会，住建部、自然资源部、央行、金融监管总局有关领导介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。本次一揽子新政涉及多个方面，是对 4 月 30 日政治局会议中房地产的最新定调：“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”的具体落实。3000 亿再贷款支持政府收储商品房，消化库存改善供需关系。央行将设立 3000 亿元保障性住房再贷款（利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次），鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，收购主体不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，预计将带动银行贷款 5000 亿元。此收储模式自 2022 年以来，在济南、苏州、郑州、青岛等多个城市就已开展过。根据统计局数据，2024 年 1-4 月全国商品住宅销售单价为 9978 元/平，假设收购价格为市场价 7-8 折为 6985-7982 元/平，5000 亿元至多能够收购的面积对应为 6264-7159 万方；占 2023 年全国商品住宅销售面积 9.48 亿方的 6.6%-8.3%。截至 2024 年 4 月，我国商品住宅待售面积为 3.91 亿方，静态测算下，本次收储将使商品住宅待售面积下降 16.0%-18.3%。我们认为该政策将带来三方面利好：1) 有效减少市场新房库存，改善供需关系，促进市场对房价预期的稳定；2) 缓解被收储房企现金流压力，从而助力保交楼进程推进；3) 为保障性住房供给提供增量，央行要求严格把握所收购商品房的户型和面积标准。支持地方回收存量闲置土地，进一步控制未来潜在供给。自然资源部表示支持地方按照“以需定购”原则，通过发行地方政府专项债，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。回收土地享受保障性住房税收优惠政策，土地使用权权利性质可以根据批准文件变更登记为划拨土地。我们认为回收闲置土地可以与政府收储政策形成合力，通过控制未来潜在供给进一步消化存量房产。首付比例下降，利率下限取消，地产信贷政策放松力度空前。地产信贷政

策主要包括三方面：1) 全国首套、二套房最低首付比例分别下调 5pct 至 15%、25%；2) 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率下限；3) 自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。回顾历史两大地产放松周期，2008 年周期商品房最低首付款比例调整至 20%；2015 年周期不限购城市首套房首付比例降至 20%（限购城市为 25%），二套房首付比例降至 30%；两轮周期的房贷利率虽有下调但仍需不低于基准利率的 0.7 倍。本轮政策放松力度已超越前两轮周期。后续各城市预计将逐步落实信贷放松政策，居民购房资金门槛和利息成本都将有明显下降，有利于提振刚性和改善型住房需求，促进房地产市场稳步复苏。融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷，地产风险有望得到有效控制。会议指出要进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。截至到 5 月 16 日，全国 297 个地级及以上城市已经建立了房地产融资协调机制，商业银行已按内部审批流程审批通过了“白名单”项目贷款金额 9350 亿元。投资建议：四部委联合推出一揽子房地产政策，需求端：减少居民购房成本，推进保交楼工作提振居民信心；供给端：消化存量住宅控制未来潜在供应。两端政策有望形成合力促进房地产市场供需关系逐步恢复健康状态，稳定市场价格预期。随着政策的逐步落地推进，地产销售基本面有望触底企稳。推荐 1) 财务稳健、土储集中在核心城市的优质标的。推荐：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产、华润置地，建议关注：中国海外发展；2) 拥有充沛优质持有型物业资产、现金流有望边际改善的房企。推荐：新城控股，建议关注：龙湖集团；3) 物业公司：华润万象生活、保利物业、绿城服务、越秀服务；4) 代建及中介公司：绿城管理控股、贝壳。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 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松）

建筑材料行业点评报告：地产新政密集发布，积极布局建材板块

投资要点 事件：继近期多地取消限购后，5 月 17 日房地产政策密集发布：1) 降低首付比例，取消商贷利率下限，降低公积金贷款利率；2) 央行设立 3000 亿元再贷款支持政府收购已建未售商品房；3) 融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷；4) 支持地方回收存量闲置土地。政策频出地产景气回暖，建材板块估值有望随之修复。4 月末中央政治局会议提出“要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。今天央行的新一轮支持政策是对前期政策落实响应，进一步提升了金融支持力度。政策力度的持续和扩大，有望进一步释放刚需、促进扩大改善性需求。房地产市场的回暖，有望带动地产后周期的消费建材需求的企稳和回升，建材板块估值有望迎来修复。景气回暖角度从高到低排列分别是消费建材、工程建材、大宗建材。本轮政策也有望带动存量改造的建材需求。政策推动商品房市场去库存、加大保障房供给以及“以旧换新”，在释放增量住宅需求的同时，也有望带来存量住宅改造需求的增长，装修相关的建材品类有望明显受益。投资建议：1) 对于地产后周期的消费建材板块，在经历了估值和业绩双杀后，板块整体处于筑底修复的阶段，行业供给侧出清和龙头份额提升仍在进行中，而多数细分龙头估值处于历史底部。在强力的地产政策作用下，需求螺旋下滑态势必将得到遏止，随着地产销售端、投资端和主体信用端的企稳，板块有望迎来基本面和估值的双重修复弹性，经营

杠杆相对较高的工程类建材公司具备较大的估值修复弹性，零售渠道为主的品类公司有望更多受益存量房改造需求，推荐坚朗五金、东方雨虹、科顺股份、北新建材、伟星新材、兔宝宝、东鹏控股、箭牌家居等，建议关注三棵树、中国联塑、惠达卫浴、奥普家居、凯伦股份等。2) 当前大宗建材板块估值处于历史低位，需求和盈利回升预期有望推动估值修复，推荐旗滨集团、中国巨石、华新水泥、海螺水泥等。风险提示：地产信用风险失控、政策落地不及预期、原材料成本超预期波动的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

推荐个股及其他点评

零跑汽车 (09863.HK): 2024 年一季报点评: 业绩整体符合预期，出海思路明确

投资要点 公司公告：2024Q1 收入为 34.86 亿元，同环比分别为 +141.7%/-33.9%；单季度亏损 10.13 亿元（2023Q1 为-11.33 亿元，2023Q4 为-9.55 亿元）。2024Q1 单季度业绩整体符合预期。1) 产品结构改善单季度 ASP 环比提升：24Q1 单季度实现销量 3.3 万辆，同环比分别+217.9%/-39.6%。从销量结构来看 T03 单季度销量占比环比下滑，因此单车 ASP 环比提升 9.4%至 10.4 万元。2) 毛利率表现略低于我们预期：公司 Q1 单季度毛利率为-1.4%，同环比分别+6.4/-8.1pct。毛利率转负的主要原因为 Q1 春节假期影响销量表现，同时公司 Q1 处理 23 款老款车型折扣加大影响盈利。3) 费用率同比改善明显：公司 Q1 销售/管理/研发费用率分别为 12.3%/4.0%/14.9%，同比分别-15.0/-8.5/-13.7pct，环比分别+2.2/-0.8/+3.1pct。截至 2024 年 3 月 31 日，公司销售网络持续优化，共有 510 家门店，覆盖 182 个城市。4) 最终公司 24Q1 单季度实现净亏损 10.13 亿元，单车亏损 3 万元/辆，同比实现减亏。Q2 展望：量利均有望修复。24 款车型于 Q2 开始大规模交付，毛利率有望持续提升；C16 或将于 6 月底开始交付，进一步提升公司盈利能力。公司毛利率有望环比改善。明确海外市场/渠道/销量预期。零跑国际将自 9 月起在欧洲 9 个国家开启销售；2024Q4 进一步开拓南美市场（巴西&智利）、亚太（澳大利亚&新西兰&泰国&马来西亚&印度）、中东和非洲市场。渠道层面计划在今年年底前共计拓展包括 Stellantis & You 网络在内的 200 家销售网点，并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家。车型&品牌层面 C10+T03 是首先两款面临全球化的车型，至 27 年预计将有 6 款全新车型陆续上市。我们认为零跑优势产品+Stellantis 集团海外成熟渠道/优良零部件/产能体系，可以有效避免关税等贸易不确定性。长期展望：国内深耕主流市场+海外轻资产运营加速开拓+外供零部件开拓新业务。1) 在中国市场利用全局自研成本优势，坚持极致品价比路线，深耕 10-25 万元主流市场。2) 在海外市场以轻资产模式与 Stellantis 集团开展合作，通过借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛的渠道网络、售后服务体系等商业资源，加速并扩张海外出口。3) 实现三电核心零部件外供，进入其他主机厂供应链体系，拓展新的业务增长点。盈利预测与投资评级：公司明确出口业务市场拓展规划及渠道规划，我们上调公司 2024 年-2026 年归母净利润预期至-33.0/8.8/30.0 亿元(原为-34.1/7.5/24.9 亿元)。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，

终端需求恢复低于预期等

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孟璐)

科大讯飞 (002230): 人工智能“国家队”, “1+N”实现模型赋能

投资要点 中国人工智能“国家队”。公司成立于1999年,是中国最大的智能语音技术提供商。公司自成立以来,一直从事智能语音、计算机视觉、自然语言处理、认知智能等人工智能核心技术研究并保持国际前沿水平。作为中国人工智能“国家队”,公司承建了中国唯一的认知智能全国重点实验室和语音及语言信息处理国家工程研究中心,是中国语音产业联盟和中科院人工智能产学研创新理事长联盟理事长单位。 “平台+赛道”的AI战略。公司作为“人工智能产业国家队”,依托首批“国家新一代人工智能开放创新平台”——讯飞开放平台,为开发者提供647项AI能力及一站式人工智能解决方案,人工智能产业生态持续构建;同时,公司在教育、医疗、智慧城市、运营商、汽车、金融等重点赛道,为AI技术应用落地的标准,构建起可持续发展的“战略根据地”,并在AI学习机、智能办公本、智能录音笔、翻译机、讯飞听见等C端消费者产品上形成领先的品牌优势和可持续流水型收入。 星火大模型优势领先,与华为合作打造国产化算力底座。2023年5月6日,公司正式发布讯飞星火认知大模型,具备文本生成、语言理解、知识问答、逻辑推理、数学能力、代码能力、多模态能力等七大核心能力。2024年1月30日,公司发布开放大模型讯飞星火V3.5,该版本语言理解、数学能力、语音交互能力超过GPT-4 Turbo,代码达到GPT-4 Turbo 96%,多模态理解达到GPT-4V 91%。目前对标GPT-4 Turbo当前能力的讯飞星火V4.0正在训练中,预计在2024年6月发布。2023年10月24日,科大讯飞携手华为,宣布首个支撑万亿参数大模型训练的万卡国产算力平台“飞星一号”正式启用。 围绕“1+N”整体布局,赋能业务应用。2022年12月,公司启动“1+N 认知智能大模型技术及应用”专项攻关,其中“1”代表通用认知智能大模型底座,“N”代表将认知智能大模型技术应用在教育、医疗、汽车、办公、智能硬件等多个行业领域,并形成独具优势的行业专用模型。讯飞星火拥有跨领域知识和语言理解能力,能够基于自然对话方式理解与执行任务,从海量数据和大规模知识中持续进化,实现从提出、规划到解决问题的全流程闭环,并率先实现在教育、医疗、汽车、办公、工业、智能硬件等多个行业的深度应用,同时推动开发者生态的蓬勃发展。 盈利预测与投资评级: 公司是我国大模型领军者,预计有望充分受益于AI产业发展。我们预计科大讯飞2024-2026年归母净利润分别为9.13、11.96、15.28亿元,对应PE分别为109、83、65倍。首次覆盖,给予“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期; 技术推进不及预期; 竞争加剧影响。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 戴晨)

阿里巴巴-SW (09988.HK): FY2024Q4 季报点评: 积极投入推动营收超预期, 多项业务增长亮眼

投资要点 营收增长略超预期, 整体盈利情况有所下降: 阿里巴巴FY2024Q4实现收入2218.7亿元,同比增长7%,高于彭博一致预期2197.9亿元。公司非公认会计准则净利润244.2亿,同比下降11%,略低于彭博一致预期252.5亿元。 贯彻用户为先战略, 淘天GMV增长稳健: 淘宝继续贯彻用户为先的战略,发布多项AI经营工具,进一步提升用户体验,从而提高消费者留存率和购买频次。FY2024Q4,公司在线GMV及订单量实现同比双位数增长,由购买人数及购买频次的强劲增长所带动; 88VIP会员数量同比双位数增长,超过3500万,推动客户管理收入同比增加5%。 加大战略投入, 多项业务收入增

长：本季度国际商业、本地生活、菜鸟、智能云业务大幅增长，大文娱集团及其他分部收入保持稳定。1) 国际数字商业业务：实现收入 274.48 亿元，同比增长 45%，主因加大 Choice 和 Trendyol 跨境业务投入；2) 阿里云智能业务：收入 255.95 亿元，同比增长 3.4%，主因公有云及外部业务均实现双位数增长；3) 本地生活集团：收入 146.28 亿元，同比增长 19%，主因饿了么和高德业务带动。我们预计短期内公司支出仍然持续，短期利润率下降，长期看公司盈利质量增加，新业务扭亏和利润释放将收获成效。公司经营信心充足，坚持长期回报股东：FY2023，公司累计股东回报支出超过 130 亿美元，FY2024 则超过 165 亿美元，包括股票回购 125 亿美元及派息 40 亿美元。FY24Q4，公司回购股票 48 亿美元。目前，公司账户仍有约 290 亿美元的资金可以用于股票回购。股东回报规模逐年增长彰显公司将其作为长期策略的决心，反映公司良好的经营信心。盈利预测与投资评级：基于公司加大投入，我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 8.03/8.85 元调整为 7.88/8.67 元，我们预计 2027 财年的 EPS 为 9.28 元，2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 10.1/9.1/8.5 (以 2024/5/17 当天的汇率港币/人民币=0.93 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。风险提示：电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

京东集团-SW (09618.HK)：2024Q1 业绩点评：业绩稳健增长，商超品类强劲复苏

投资要点 营收、利润均超预期，24 年将保持稳定增长：京东集团发布 2024 年第一季度业绩，收入 2600.5 亿元，同比增长 7.0%，彭博一致预期为 2583.5 亿元，高于市场预期；实现 Non-GAAP 归母净利润 89.0 亿元，同比增长 17.2%，高于彭博一致预期 74.1 亿元。公司以用户体验改善和市场份额提升为基调，预计 24 年收入和利润绝对值将保持稳定增长。超市类别强劲复苏，服务及 3P 业务同比增长：2024Q1 商品销售收入 2085.1 亿元，同比上升 6.6%，得益于超市类别的强劲复苏，彭博一致预期为 2062.6 亿元，高于市场预期；服务及其他收入 515.4 亿元，同比增长 8.8%，高于市场预期 513.0 亿元。履约费用有所增加，降本增效继续推进：2024Q1 降本增效持续推进，毛利率同比提升 0.5pct，履约费用率同比提升 0.1pct，管理费用率同比下降 0.3pct，研发费用率同比下降 0.2pct，销售费用率同比上升 0.3pct，主要在于推广活动支出增加，但整体降本增效仍成效显著。履约毛利率（按履约毛利除以收入计算：履约毛利=收入-营业成本-履约开支）为 8.8%，同比提升 0.3pct。股份回购：2024 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 15 日期间，公司回购了总计 9830 万股 A 类普通股（相当于 4920 万份美国存托股份 ADS），总金额为 13 亿美元。公司新的股份回购计划有效期至 2027 年 3 月 18 日，截至 2024 年 5 月 15 日，公司已回购了总计约 7 亿美元；截至 2024 年 5 月 15 日，公司新股份回购计划下剩余的金额为 23 亿美元。盈利预测与投资评级：考虑到 24 年公司收入及利润将保持稳定增长，我们将 2024-2025 年的 EPS (Non-GAAP) 预测由 12.7/14.4 元调整至 11.5/12.6 元，预计 2026 年为 13.3 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 10.9/9.9/9.4 倍（港币/人民币=0.93，2024/5/18 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。风险提示：供应链拓展风险，宏观经济风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦)

百度集团-SW (09888.HK): 2024Q1 业绩点评: 利润超预期, AI 对云收入贡献继续提升

投资要点 业绩概览: 2024Q1 公司收入符合市场预期, 经调整净利润超市场预期。2024Q1 公司营业收入 315 亿元, 同比增长 1.2%; Non-GAAP 经营利润 67 亿元, 同比增长 3.8%, 市场预期 57 亿元; Non-GAAP 净利润 70 亿元, 同比增长 22.4%, 市场预期 55 亿元。自 24Q1 起, 百度股份回购 2.29 亿美元, 23 年股份回购计划下累计回购金额达 8.98 亿美元。运营优化推动百度核心业绩超预期, 投入 AI 对利润率影响有限。1Q24 百度核心 Non-GAAP 毛利率/经营利润率/净利率分别为 59.0%/23.5%/27.8%, 好于彭博一致预期, 公司运营效率持续优化。24Q1 公司 Non-GAAP 研发费用率同比提升 0.3pct 至 15.1%, 主要受支持生成式 AI 研究投入的服务器的折旧费和服务器机架费增加影响。公司 24Q1 业绩会上表示芯片足以支持文心大模型未来一两年训练, 且由于 24 年国内高性能芯片供应有限, 公司预计资本支出同比减少, 对短期利润率影响可控, 后续有望产生更多利润。广告业务: 短期承压, AI 技术持续改善用户体验。24Q1 百度核心收入 238 亿元, 同比增长 4%; 其中在线营销收入 170 亿元, 同比增长 3%, 主要受房地产及上下游相关行业广告主投放意愿较弱影响。2024 年 3 月, 百度 APP 月活用户达 6.76 亿, 同比增加 3%; 托管页收入占百度核心在线营销收入达 50%。公司正努力利用 GenAI 改善用户体验, 搜索结果页面中已有 11% 是生成的结果, 为用户问题提供更准确、更有条理和更直接的答案。非广告业务: 云计算收入加速增长, AI 贡献提升。1) 云计算业务: 2024Q1 云收入继续加速, 同比增长 12% (23Q4 为 11%), 模型训练及推理需求增加驱动收入加速增长, 并继续产生正的 Non Gaap 运营利润。Q1 公司推出多款轻量级大语言模型, 使文心日趋实惠; 推出并改进企业客户的 MaaS 平台工具, 促进 AI 原生应用程序、智能体的开发, 以及在百度 MaaS 平台创建客制化模型。受益于需求增长及公司对 AI 技术栈的端到端优化, GenAI 和基础模型收入占比从 23Q4 的 4.8% 提升至 24Q1 的 26.9%。2) 智能驾驶业务: 24Q1 萝卜快跑单量同增 25% 至 82.6 万单, 截至 24 年 4 月 19 日累计单量超过 6 百万单。4 月武汉地区完全无人驾驶订单比例 70%, 高于 23Q4 的 45%, 公司预计将在未来几个季度达 100%。公司重点仍是改善区域 UE 并缩小业务损失, 随着运营效率提高和成本降低, 盈利有望逐步改善。盈利预测与投资评级: 考虑到短期整体广告业务仍有承压, 但公司运营效率持续优化, 我们将公司 2024-2026 年收入预测由 1396/1500/1585 亿元下调至 1393/1482/1557 亿元, 将 Non-GAAP 净利润由 288/311/345 亿元上调至 309/327/351 亿元, 对应 2024 年 Non-GAAP PE 为 9 倍, 公司持续回购体现注重股东回报, 维持“买入”评级。风险提示: 技术发展不及预期风险, AI 伦理风险, 技术风险, 竞争风险。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 郭若娜)

中国平安 (601318): 地产估值掣肘打开, 买入金融股的看涨期权

投资要点 事件: 2024 年 5 月 17 日央行于中午先后发布 4 项地产松绑政策, 下午陶玲副行长在国务院政策例行吹风会上答记者问。主要政策包括: 下调首套及二套房贷最低首付比例、取消全国层面首套和二套房贷利率下限、下调公积金贷款利率并设立 3,000 亿保障性住房再贷款。中国平安地产敞口全扫描。截止 2023 年末, 根据公司和各子公司年报, 我们梳理了公司地产敞口表现。根据分部报告划分, 中国平安各分布涉房集中在保险业务分部 (2023 年末保险资金不动产投

资规模占总投资资产 4.3%，期末余额为 2,040 亿元，主要以物权投资为主，采用成本法计量，在不动产投资中占比 78.4%）、银行业务分部（2023 年末，平安银行房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 2,841.96 亿元，较上年末减少 394.39 亿元）、平安信托分布（自营资产和信托资产房地产业务占比近年来大幅下降，2023 年平安信托房地产业务分布金额降至 18.36 亿元，自营资产占比 5.78%；截至 2024 年 3 月，平安信托房地产信托资产占比仅约 1%）和其他资产管理业务分部（主要系 2023 年，受宏观经济环境影响，信用风险上扬、资本市场波动，使得部分资产承压。公司积极管理风险，主动、审慎地计提拨备，并对部分项目进行重估值，使得资产管理业务盈利下降。根据我们估算，其他资管业务 2022 年和 2023 年的亏损金额至少为 -48 亿元和 -256.44 亿元）。中国平安不直接经营地产业务，但本次地产松绑将有助于地产销售和投资降幅的收窄，虽然地产链业绩基本面的改善不会一蹴而就，但是保险公司资产质量有望得到改善预期。中国平安不仅仅只是保险股龙头，我们认为公司作为综合金融集团，有望重分受益于本轮地产松绑对估值和业绩的双击。本轮保险股反弹先由港股超跌反弹搭台，此后 1Q24 保险季报超预期和长端利率底部上行加速确认反弹演绎，本次地产反弹有望带动板块和公司估值进一步修复向上。近年来地产行业基本面持续下行对金融股整体估值拖累较大，中国平安作为综合金融集团，作为金融股的看涨期权，有望充分受益于本次地产估值掣肘打开。2024 年 4 月以来，H 股保险板块反弹强劲，其中中国太保 H（60.9%）领涨，中国平安 H 股（37.5%）反弹幅度明显好于中国平安 A（9.6%），主要系市场对地产基本面反弹难以形成一致性预期，本次地产松绑有望强化市场预期共识的达成。盈利预测与投资评级：地产估值掣肘打开，买入金融股的看涨期权。维持盈利预测，我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元，同比增速为 40.5%、28.0% 和 5.2%，维持“买入”评级。风险提示：长端利率持续下行，资管业务板块扭亏不及预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康）

腾讯控股（00700.HK）：2024Q1 业绩点评：业绩大超预期，毛利率持续提升

投资要点 营收稳健增长，利润超预期：1Q24 公司实现营业收入 1595 亿元（yoy+6.3%），高于彭博一致预期 1588 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 503 亿元（yoy+55%），高于彭博一致预期的 430 亿元。国内游戏受收入递延影响，国际游戏呈复苏趋势：1Q24 网络游戏收入 481 亿元，同比下降 0.4%，高于彭博一致预期的 473 亿元。其中本土市场收入为 345 亿元（yoy-2%，qoq+28%），高于彭博一致预期的 336 亿元，国际市场收入 136 亿元（yoy+3%，qoq-2%），基本符合彭博一致预期为 136 亿元。广告收入高于市场预期，视频号需求持续增长：1Q24 广告营收 265 亿元（yoy+26%），高于彭博一致预期为 248 亿元，收入增长受微信视频号、小程序、公众号及搜一搜的增长拉动，主要是由于用户参与度的提升以及不断升级的 AI 驱动的广告技术平台所推动。除汽车行业外所有主要行业的广告开支均有所增长，其中游戏、互联网服务及消费品行业的广告开支显著增长。金融科技业务持续增长，理财及云服务增长强劲：1Q24 金融科技及企业服务收入 523 亿元（yoy+7%，qoq-4%），低于彭博一致预期为 551 亿元。金融科技服务收入以个位数百分比同比增长，主要由于线下消费支出增长放缓以及提现收入减少，而理财服务收入增长强劲。企业服务业务收

入实现十几点的同比增长率，乃由于云服务收入以及视频号商家技术服务费增加。广告业务及增值服务拉动整体毛利率提升：1Q24 总体毛利率为 52.58% (YoY+7pct, qoq+3pct)，毛利率正增长是由于高毛利率收入来源的快速增长。本季度销售费用 75 亿，同比上升 7%，管理费用为 248 亿，同比上升 1%，环比下降 9%，管理费用率同比下降 0.9pct。盈利预测与投资评级：公司毛利率提升超预期，我们将此前 2024-2026 年经调整净利润由 1850/2104/2393 亿元调整为 1932/2357/2663 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 18/15/13 倍（港币/人民币=0.93，2024 年 5 月 17 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

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>