

晨会纪要

数据日期: 2024-05-20	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3171.14	9750.82	3690.96	10213.26	2374.92	753.54
涨跌幅度(%)	0.54	0.42	0.35	0.46	0.44	-0.11
成交额(亿元)	4488.16	5466.26	2799.71	1797.79	2172.40	541.88

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报: 货币政策与流动性观察-资金利率持续下行

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪
(20240513-20240517)

策略专题: 2024年下半年全球资产配置展望

行业与公司

社会服务行业双周报(第81期): 邮轮入境旅游免签, 特海国际赴美上市

银行业快评: 银行业点评-普惠小微迈向量质齐增阶段

食品饮料周报(24年第19周): 地产政策密集出台, 白酒需求有望企稳回升

传媒互联网周报: OpenAI 发布 GPT-4o, 豆包主力模型调用成本大幅下降
医药行业专题: 生命科学上游板块 2023 年报&2024 一季报总结——海外市场需求复苏, 静待行业景气度拐点

非金属建材周报(24年第20周): 地产政策持续加码, 继续看好建材板块机会

互联网行业周报: 人工智能周报(24年第20周)-OpenAI 发布 GPT-4o, Kimi 加入付费选项

纺织服装双周报(2405期): 4月服装社零受高基数影响, 电商渠道增长亮眼

交通运输行业周报: 快递行业需求景气且竞争趋缓, 集运运价维持强劲

公用环保行业周报: 公用环保 202405 第3期-国家发改委发布《电力市场运行基本规则》, 1-4月规上工业发电量 2.9 万亿 kWh (+6.1%)

电子行业周报: 面板供给格局再度优化, 下半年半导体有望迎来全面复苏

华住集团-S(01179.HK) 海外公司财报点评: 一季度经调整净利润翻倍, 强品牌高效率助长期成长

山西汾酒(600809.SH) 公司快评: 经营节奏保持稳健, 青花30复兴版长期化运作

国联证券(601456.SH) 公司快评: 并购方案落地, 业务整合开启

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-百亿私募 2024 年一季度持仓变化透视分析

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 05月21日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	19636.22	0.42

基金指数 05月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3153.41	0.04
股票基金指数	9594.34	0.55
混合基金指数	8722.33	0.83

汇率 05月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.11
美元兑人民币	7.23	0.17
美元兑港币	7.79	-0.05
美元兑日元	156.26	0.37

非流通股解禁 05月21日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
奥精医疗	2807.41	100.00	2024-05-21
依依股份	3492.89	100.00	2024-05-20
南侨食品	35649.97	98.85	2024-05-20
康拓医疗	3182.24	100.00	2024-05-20
电气风电	80000.00	100.00	2024-05-20
创益通	4914.00	100.00	2024-05-20
诺泰生物	6680.98	100.00	2024-05-20
首钢股份	49395.83	68.01	2024-05-20

金融工程周报:ETF 周报-上周红利 ETF 净赎回超 8 亿元,融券余量小幅
攀升

金融工程日报:沪指创年内新高,北向资金连续三日净流入

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:货币政策与流动性观察-资金利率持续下行

资金利率持续下行

海外方面，上周（5月13日-5月19日）全球主要央行货币政策无重大变化。联邦资金利率期货隐含6月FOMC降息25bp的可能性为8.9%，不降息的可能性为91.1%。

国内流动性方面，上周央行OMO、MLF均维持等额续作，但资金利率持续走低，7天利率回落至政策利率附近，非银-银行流动性分层基本消失。除信贷需求偏弱、政府融资偏缓等因素外，非银加杠杆意愿不强可能是重要原因。国内流动性方面，上周狭义流动性环比边际改善。国信货币政策力度指数较前一周（5月6日-5月12日）上升0.02至101.10。其中价格上升指标贡献330%，数量下降指标贡献-230%。价格指数上升（宽松）主要由上周全周标准化后的R001利率、R加权利率偏离度、DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）以及同业存单加权利率总体环比下行支撑。数量上，央行上周公开市场等量续作构成支撑，正投放天数构成拖累。本周需关注以下因素的扰动：税期截至22日，同业存单到期超过6000亿元。

央行公开市场操作：上周（5月13日-5月19日），央行净投放流动性0亿元。其中：7天逆回购净投放0亿元（到期100亿元，投放100亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元），MLF净投放0亿元（到期1250亿元，投放1250亿元）。本周（5月20日-5月26日），央行逆回购将到期100亿元，其中7天逆回购到期100亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（5月13日）央行7天逆回购净投放0亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为100亿元。

银行间交易量：银行间市场质押回购平均日均成交5.95万亿，较前一周（5月6日-5月12日）增加0.47万亿。隔夜回购占比为87.8%，较前一周（77.8%）上升10.0pct。

债券发行：上周政府债净融资2207.9亿元，本周计划发行4885.0亿元，净融资额预计为3001.5亿元；上周同业存单净融资1344.1亿元，本周计划发行2883.8亿元，净融资额预计为-3611.2亿元；上周政策银行债净融资1620.0亿元，本周计划发行190.0亿元，净融资额预计为190.0亿元；上周商业银行次级债券净融资150.0亿元，本周计划发行310.0亿元，净融资额预计为310.0亿元；上周企业债券净融资342.1亿元（其中城投债融资贡献约-11.39%），本周计划发行882.2亿元，净融资额预计为-1636.7亿元。

汇率：上周五（5月17日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（5月10日）下行0.67至99.43，同期美元指数下行0.84，位于104.49。5月17日，美元兑人民币在岸汇率较5月10日汇率维持稳定，位于7.22；离岸汇率维持稳定，位于7.23。

风险提示：需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

联系人：田地

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪（20240513-20240517）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息（部分项目因合规原因未予列示）：

1. 湘财股份有限公司2024年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为12亿元，正股为大智慧（601519.SH），主承销商为红塔证券，交易所更新日期为2024年5月14

日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

◆ 策略专题：2024 下半年全球资产配置展望

1. 继续看好资源品的投资机会。上游资源品下半年再国内产能周期+海外库存周期的嵌套下仍有较好的投资机会，排序上金属强于能源，黄金的避险属性成为下半年继续看好的最重要依据。
2. 海外权益市场关注欧洲。以偏股混基为参考标准，当前全球化配置的比例建议为：A 股占比 73.6%，国内债券占比 10%，黄金占 10%，美国占比 0.12%，德国、法国、英国、日本和中国香港分别占比 1.06%，印度占比 1%。整体来看欧洲市场受益于降息抢美联储的优势，推荐的优先度强于日本、印度等市场。依据宏观因子进行主动择时提供的两类投资比例为：（1）积极配置策略：股票 10%、债券 30%，原油 30%、黄金 30%；（2）稳健配置策略：股票 10%、债券 85%、原油 2.5%、黄金 2.5%；被动配置思路下的风险平价策略配置比例：股票 3.8%、债券 78%、原油 5.2%、黄金 9.4%。
3. 欧美降息时差预计短期托举美元，但无碍商品行情。汇率视角，一旦欧央行在今年 6 月降息后确认开启降息周期，则降息时差下美元兑欧元短期则体现出韧性，对海外资金流出新兴市场会造成短期压力。按照铜油轮盘的推论，当全球经济复苏、美国经济更强时，商品和美元可以同时上涨。
4. 积极布局 A 股市场投资机会，行业注重空间和时间的“两端”。A 股市场在地产端积极政策推动下，风险情绪预计改善，行业角度除了上游资源品外，重视下游终端产成品，以及可选消费品。1) 长期视角下，借助现金流和资本开支框架，围绕内源造血、营商回暖、开支上行、效率提升，一级行业关注机械设备、计算机等产业链下游机会；2) 预期提高分红与潜在高分红方向：综合年报分红预案测算改善比例与幅度前景、现金流实质改善、未分配利润环比提升，考虑食品饮料、医药、纺服等具备长期分红提升潜力的行业。3) 资本周期视角关注出清到成熟期的教育、广告营销、医药行业、食品、纺服、医药商业、商用车等领域。其次是初创期的互联网电商、互赞也来浓缩、通信服务、元件等领域。

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

联系人： 郭兰滨、李晨光

行业与公司

◆ 社会服务行业双周报（第 81 期）：邮轮入境旅游免签，特海国际赴美上市

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 0.45%，跑输大盘 1.59pct。报告期内（5 月 6 日-5 月 17 日），国信社服板块涨幅居前的股票为中教控股（20%）、宇华教育（18%）、海伦司（18%）、呷哺呷哺（17%）、希望教育（15%）、科锐国际、携程集团-s、BOSS 直聘、人瑞人才、中国东方教育；国信社服板块跌幅居前的股票为米奥会展（-8%）、同庆楼（-5%）、宋城演艺（-4%）、学大教育（-3%）、中青旅（-3%）、全聚德、三特索道、君亭酒店、粉笔、华天酒店，港股个股反弹明显。

行业新闻：古巴对中国公民短期来古免签政策正式生效，同时宣布中国为 2025 年古巴旅游节主宾国，中国和古巴直航将于 5 月 17 日复航；国家移民管理局 5 月 15 日发布公告，决定在中国沿海省份全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策，乘坐邮轮并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团（2 人及以上），可从天津、上海等 13 个城市的邮轮口岸免办签证整团入境，旅游团须随同一邮轮前往下一港，直至本次邮轮出境，在中国境内停留不超过 15 天，活动范围为沿海省份和北京市；北京时间 5 月 18 日，纳斯达克全球市场迎来了特海国际（HDL）美国存托股份的正式上市；5 月 14 日从教育部获悉，教育部将开展基础教育“规范管理年”行动，针对基础教育，从安全底线失守、日常管理失序、师德师风失范三个方面进行重点规范整治，并明确了 12 项基础教育规范管理负面清单。

沪深港通持股：A股核心标的宋城演艺、首旅酒店获增持，港股核心标的呷哺呷哺、海伦司、奈雪的茶获增持。A股核心标的：报告期内（5月6日-5月17日），中国中免持股比例减0.08pct至4.73%，宋城演艺持股比例增0.04pct至2.06%，首旅酒店持股比例增0.02pct至1.41%。锦江酒店持股比例减0.17pct至2.44%。港股核心标的：报告期内（同上），海底捞持股比例减0.24pct至13.20%，九毛九持股比例减0.46pct至25.33%，呷哺呷哺持股比例增2.31pct至37.36%，海伦司持股比例增0.14pct至34.86%，奈雪的茶持股比例增0.39pct至43.01%。

投资建议：维持板块“超配”评级。综合考虑市场风格等因素，建议配置携程集团-S、海底捞、科锐国际、北京人力、学大教育、同程旅行、宋城演艺、行动教育等。中线优选中国中免、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、东方甄选、中公教育、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山A、中教控股、三特索道、黄山旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 银行业快评：银行业点评-普惠小微迈向量质齐增阶段

2018年监管部门针对普惠小微就正式提出“两增两控”目标，2020-2022年又对大行（本文大行指五大行，因邮储银行考核任务不同）普惠小微信贷增速提出明确的量化考核要求，分别要高于30%、40%和30%。过去几年在政策和自身业务发展需求双重推动下，大行成了小微信贷投放的主力军，规模增长迅猛，市场份额提升至约40%的高位。这对中小银行信贷投放形成了一定挤压，中小银行信贷增速明显回落，但部分优质中小银行普惠小微规模仍实现了不错增长。同时，小微信贷利率大幅下行，大行2023年新发放普惠小微贷款利率普遍降至3.8%以下，拉动整个市场的小微信贷利率也大幅下降，小微企业融资难融资贵问题得到明显缓解。资产质量方面，由于大行下沉客户时并没有下沉风险，大行倾向于做抵押类业务，因此普惠小微贷款资产质量整体保持在较好的水平，截止目前未暴发严重问题。

自2023年开始，普惠小微转变增长方式的政策意见不断出台，比如，明确“两增两控”不再做硬性要求；提出要健全多层次普惠金融机构组织体系；对不同类型银行的职能定位予以明确，并在风险方面要求银行金融机构严格按照商业可持续原则开展业务，避免一哄而上和过度授信等。这意味着普惠小微开始从量增转向量质齐增阶段，我们判断大行普惠小微走向市场化经营，中小银行机构则立足当地寻求差异化经营，建立错位竞争的新格局，2023年下半年大普惠小微市场份额已趋于稳定。2024年3月国家金融监督管理总局发布《关于做好2024年普惠信贷工作的通知》，要求实现2024年普惠信贷供给保量、稳价、优结构的目标，更好满足小微企业、涉农经营主体及重点帮扶群体多样化的金融需求；同时，年初对普惠型小微企业贷款的认定标准从单户授信不超过1000万元提高到2000万元，预计2024年普惠小微均衡新格局将形成。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 食品饮料周报（24年第19周）：地产政策密集出台，白酒需求有望企稳回升

本周食品饮料板块下跌0.43%，跑输上证指数0.41pct：本周食品饮料板块涨幅前五分别为ST交昂（15.03%）、老白干酒（8.93%）、顺鑫农业（8.76%）、*ST莫高（7.93%）和ST通葡（7.77%）。

白酒：地产政策密集出台，白酒需求有望企稳回升。日前，多部委成立联合工作组，推出一系列保交房工作配套政策，例如下调个人住房公积金贷款利率、设立3000亿元保障房住房再贷款、下调房贷首付比例等。白酒作为经济的“润滑剂”，消费场景有一定比例分布于地产链中，随着地产“保交房”和居民购房需求企稳，我们认为白酒需求有望底部企稳回升。从基本面看，5月属于白酒板块传统淡季，更多以市场秩序管控、召开股东大会为主，例如：1）泸州老窖聚焦完善五码渠道终端政策，保证渠道终端费用有效性等；2）山西汾酒持续推进渠道“汾享礼遇”的稳步推进，后续或对老白汾进行换代升级；3）五粮液发布新品45度、68度五粮液，有望缓解八代普五放量压力，进而保证价格体系稳定等。从投资策略看，2024年白酒板块定价更多与地产企稳、库存去化、竞争格局强挂钩，随着地产政策加力提速，我们认为白酒板块业绩稳定性、市场风险偏好等均有明显改善，现价板块胜率、赔率兼具，继续强烈推荐。

荐白酒板块。个股推荐方面，持续推荐品牌力深厚、产品体系抗周期的贵州茅台、山西汾酒，管理禀赋突出的泸州老窖，继续受益于区域消费升级的洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘；关注改革性标的的五粮液等。

大众品：建议把握消费需求复苏，推荐具有经营韧性的标的。啤酒：行业逐步迈过第一季度高基数，结构升级及成本下行支撑利润较快增长。速冻食品：龙头经营稳健，2024Q1 需求边际好转。休闲食品：2024Q1 旺季集中备货叠加动销旺盛，收入增速环比回升。卤制品受到消费环境复苏偏温和影响，消费需求偏弱，单店经营短期承压。调味品：2023 年渠道、品类表现分化，2024Q1 行业需求回暖。乳制品：节后需求较为平淡，盈利能力持续修复。软饮料：龙头增长势能强劲，2024Q1 板块收入增速环比提升。

投资建议：本周推荐组合为五粮液、山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台、洋河股份、泸州老窖、迎驾贡酒、今世缘等。

风险提示：需求恢复不及预期，成本大幅上涨，行业竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、李文华（S0980523070002）、杨苑（S0980523090003）、刘显荣（S0980523060005）

联系人： 张未艾

◆ 传媒互联网周报：OpenAI 发布 GPT-4o，豆包主力模型调用成本大幅下降

传媒板块本周表现：行业下跌 1.42%，跑输沪深 300，跑赢创业板指。本周（5.13-5.19）传媒行业下跌 1.42%，跑输沪深 300（+0.37%），跑赢创业板指（-1.85%）。其中涨幅靠前的分别为三六五网、新华都、芒果超媒、星辉娱乐等，跌幅靠前的分别为思美传媒、紫天科技、天娱数科、惠程科技等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 19 位。

重点关注：OpenAI 发布 GPT-4o，苹果官宣将于今年推出 AI 补丁，豆包主力模型价格比行业低 99%。

1) OpenAI 宣布了其最新的人工智能大语言模型 GPT-4o，易用性和智能性进步较大。从用户反馈来看，一批用户已开启对 ChatGPT “隐藏人格的探索”。2) Apple 宣布将于今年晚些时候推出全新的辅助功能，包括眼动追踪。3) 字节跳动旗下的火山引擎正式亮相了豆包大模型家族，共有 9 个成员，其中主力的通用模型价格比行业低 99%。

本周重要数据跟踪：5 月至今电影票房突破 20 亿元。1) 本周（5 月 13 日-5 月 19 日 12 时）电影票房 3.28 亿元。票房前三名分别为《末路狂花钱》（7,006.90 万，票房占比 21.3%）、《维和防暴队》（2,188.34 万，票房占比 6.6%）和《九龙城寨之围城》（6,619.72 万，票房占比 20.2%）；2) 综艺节目方面，《歌手 2024》、《奔跑吧第八季》、《乘风 2024》排名居前；3) 游戏方面，2024 年 4 月中国手游收入前三名分别为 FirstFun《Last War: Survival Game》、点点互动《Without Survival》和 Joy Net Games《菇勇者传说》。

投资建议：持续看好新科技带动下的板块中长期机遇，关注 AI 应用进展。1) 本周 OpenAI 发布 GPT-4o 实时响应能力出众、苹果宣布将推出 AI 补丁、抖音发布豆包系列 9 个模型价格比行业低 99%，海内外 AIGC 持续快速迭代，把握 IP、监管及场景应用（中文在线、上海电影、昆仑万维、掌趣科技、视觉中国、华策影视等标的）；2) 年报季后业绩风险释放，基本面维度看好景气度有望持续改善的影视内容及院线（推荐万达电影、猫眼娱乐、光线传媒、华策影视等）、短剧（中文在线等）及景气度较好且超跌的游戏（推荐恺英网络、巨人网络、三七互娱等标的）、媒体（分众传媒、芒果超媒）、IP 潮玩（泡泡玛特、阅文集团等）、出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 医药行业专题：生命科学上游板块 2023 年报&2024 一季报总结——海外市场需求复苏，静待行业景气度拐点

国内：收入端企稳，利润端承压

生命科学上游板块 2023 年营收、归母净利润、扣非净利润总额分别同比-9.8%/-52.3%/-65.1%，预计主

要由于上年同期新冠相关收入高基数及费用投放同比增加等因素。2024Q1 营收、归母净利润、扣非净利润总额分别同比+3.6%/-39.2%/-49.6%，营收增速同比转正，利润端仍承压。

盈利能力：2023 年板块整体毛利率为 46.6%（同比-6.4pp），预计主要由于高毛利率的新冠产品营收占比下降及常规业务价格波动、收入结构变动等因素，净利率为 9.5%（同比-8.6pp）。2024Q1 毛利率为 45.6%（同比-3.9pp），净利率为 6.8%（同比-4.9pp），毛/净利率下滑同比收窄。

费用率：2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.4%/11.5%/12.3%/-1.5%，分别同比+3.2pp/+2.2pp/+2.0pp/+0.1pp，销售、管理、研发费用率同比均有所提升，预计主要由于人员团队规模扩张，及加强客户覆盖及新产品/技术开发导致销售及研发投入增加。2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.6%/12.4%/12.3%/-1.0%，分别同比+1.6pp/+0.6pp/-0.4pp/-0.2pp。

海外：业绩表现分化，对 2024 全年指引积极

从年度/季度营收增速来看，海外生命科学上游供应商业绩波动呈现试剂企业（Charles River、Bio-Techne）<设备企业（Waters、Agilent）<综合平台型企业（Thermo Fisher、Danaher、Sartorius、Merck KGaA）的模式，可能主要由于疫情早期阶段下游 biotech/CDMO 企业增加 CAPEX 及研发投入，并且由于 COVID-19 对全球供应链的负面影响，从而选择提高库存水平（e.g. 由 3~6 个月大幅提升至 12 个月）。2023 年试剂及设备企业相关板块营收同比持平或个位数增长，综合平台型企业呈双位数下滑；从各个企业对 2024 年指引看，基本维持在个位数的内生营收增长，下游客户对资本开支仍较为谨慎，并且去库存（de-stocking）仍在进行中，全年经营情况有望逐季度改善。

投资建议：国内上游企业加大研发投入，丰富现有产品线并切入 CGT 等前沿领域；加大 CAPEX 投入，产能扩张形成规模效应；加速全球化步伐，拓展海外高价值客户；随着全球生物医药投融资回暖，生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力，未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业，如药康生物、百普赛斯、奥浦迈等。

风险提示：新产品研发不及预期的风险、技术升级迭代的风险、市场竞争激烈的风险、汇率风险、地缘政治风险等。

证券分析师： 张佳博（S0980523050001）、陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）

◆ 非金属建材周报（24 年第 20 周）：地产政策持续加码，继续看好建材板块机会

房地产供需两端政策齐发，或提振居民购房信心。5 月 17 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍切实做好保交房工作配套政策的有关情况。住建部提出四项保交房工作重点，包括打好商品住房项目保交房攻坚战，进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，推动消化存量商品住房，政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地。央行推出四项政策措施，包括设立 3000 亿元保障性住房再贷款，降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。

重点板块数据跟踪：水泥价格环比上涨，浮法玻璃略提涨，粗纱价格趋稳

1) 水泥：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，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，本周全国 P.042.5 高标水泥平均价为 359.2 元/吨，环比+0.9%，同比-13.4%，库容比 66.6%，环比-0.4pct，同比-6.3pct；2) 玻璃：浮法玻璃生产企业库存由增转降，中下游存在刚需补货，整体开工稳步上升，支撑企业出货，本周玻璃现货主流市场均价 1706.91 元/吨，环比+0.41%，重点省份库存为 5332 万重量箱，环比-3.20%；光伏玻璃整体交投欠佳，部分价格承压下滑，近期终端电站项目推进缓慢，下游用户仍存压价心理，本周 2.0mm 镀膜面板主流订单价格 17.75 元/平方米，环比-2.74%，3.2mm 镀膜主流订单价格 25.75 元/平方米，环比-1.9%，库存天数约 21.39 天，环比+5.99%；3) 玻纤：无碱粗纱市场行情呈涨后趋稳走势，前期市场提涨氛围较浓，价格提涨节奏相对较快，当前价格水平，中下游尚需时间进行消化，本周国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价 3800-4000 元/吨不等，全国均价 3862.75 元/吨，环比+2.03%，同比-4.99%，电子纱 G75 主流报价 8600-8900 元/吨，环比持平，电子布当前主流报价为 3.6-3.8 元/米，环比持平。

投资建议：去年以来消费建材各细分子行业表现持续分化，龙头整体展现出较强经营韧性，供给出清亦带来格局进一步优化，优质企业凭借渠道变革、产品品类和区域布局的扩张优化，竞争优势进一步凸显，中长期受益集中度持续提升，成长空间依旧较大。短期来看，自4月底政治局会议定调“化解存量与优化增量”政策方向以来，房地产供需两端政策陆续出台，需求端政策优化力度空前，有望扭转地产悲观预期，提振居民购房信心。后续支持政策仍有望进一步加码，目前建材板块估值和持仓均处于低位，持续关注预期修复下消费建材优质龙头及部分超跌个股估值修复机会。继续推荐坚朗五金、三棵树、东方雨虹、科顺股份、北新建材、伟星新材、兔宝宝；同时周期建材关注底部盈利预期有望改善的龙头标的，推荐中国巨石、中材科技、海螺水泥、华新水泥、旗滨集团；其他细分领域关注专业照明领域龙头企业海洋王、钢结构制造商龙头鸿路钢构。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

联系人：卢思宇

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（24年第20周）-OpenAI 发布 GPT-4o, Kimi 加入付费选项

人工智能动态：1）产品应用：OpenAI 宣布推出其最新旗舰生成式 AI 模型 GPT-4o，该模型将在未来几周内分阶段集成至 OpenAI 的各个产品之中，GPT-4o 将免费提供给所有用户使用；Meta 团队发布混合模态 Chameleon，可以在单一神经网络无缝处理文本和图像；腾讯预告将在5月30日发布基于混元大模型的面向C端（消费者端）的助手 App“腾讯元宝”；谷歌推出 Veo 文生视频模型。模型生成视频时长超1分钟、最高1080P，支持电影手法；月之暗面 Kimi 智能助手加入“给 Kimi 加油”付费选项。2）底层技术：研究人员推出 xLSTM 神经网络 AI 架构：并行化处理 Token、有望迎战 Transformer。3）行业政策：中美将举行人工智能政府间对话首次会议。

投资建议：港股互联网板块开启长期基本面修复行情。①估值角度凸显价值洼地属性：月初我们汇总港股互联网公司扣除现金、短期投资的估值，相关标的估值在24年PE 15x 左右水平，相比较美股纳斯达克24年PE 24x，港股互联网板块进入到深度价值区域，投资价值凸显。②资金配置角度：外资长线资金积极加仓带动南向资金流入，持续推动上涨。近4周平均+4.6亿港元/日，近13周平均+1.1亿港元/日。③公司经营与回报方面：年初以来各家如阿里、美团、字节在收缩不必要的投入，利润率压力预计有所缓和。同时也在增加股东回报，比如腾讯、美团等持续大额回购。④国内经济政策方面：近期地产政策持续松绑、货币利率政策进一步宽松，国内整体仍处于经济复苏阶段，政策支持持续推出，有望对需求持续形成支撑。综合以上因素，继续坚定推荐恒生科技配置，尤其是长期竞争格局清晰的腾讯、短期边际变化明显的美团和京东集团、AI 驱动增长的美图公司。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

联系人：王颖婕、刘子谭

◆ 纺织服装双周报（2405期）：4月服装社零受高基数影响，电商渠道增长亮眼

行情回顾：5月至今A股纺服板块表现好于大盘，品牌服饰、纺织制造板块分别上涨2.9%和1.7%。重点关注公司中，特步国际、台华新材涨幅居前。

品牌服饰观点：4月服装社零同比下滑2.0%，主要受五一假期错月及去年同期高基数影响，相比2021/2022年分别增长0.2%和29.8%。4月电商平台销售情况仍维持好于线下的趋势，且增速较前3个月提速，天猫+京东+抖音三平台，运动/户外/男装/女装/家纺行业均双位数增长，其中萨洛蒙、始祖鸟、迪桑特等户外品牌保持80%以上的较快增速，耐克、阿迪达斯、Fila同比增长60%左右；休闲装中，九牧王、歌力思、波司登增长领先，同比增速达70%以上甚至翻倍增长；家纺品牌中罗莱同比增长44%。

纺织制造观点：从宏观数据看，1-4月越南服装出口累计增长6.3%，单4月增长6.3%。受基数影响，中

国 2023 年 3 月/4 月纺织服装出口同比正增长，2024 年 3 月/4 月同比下滑，4 月纺织品/服装出口分别下降 4.3%/9.1%，相比 3 月降幅收窄，1-4 月纺织品出口累计增长 1.2%，服装出口同比持平；国内织机开机率同环比提升至 80%。从微观数据看，国际品牌库存逐步恢复健康、一季度库存进一步同环比下降；一季度代工台企营收好转，4 月有所波动，但产能利用率仍处于较高水平且对全年订单预期乐观。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：制造企业回温趋势明朗，品牌表现稳健

1、纺织制造：4 月越南出口增长提速、PMI 和开机率延续改善；一季度国际品牌库存逐步恢复健康、代工台企月度营收好转。大部分制造企业拐点显现，一季报业绩增长靓丽、好于预期。重点推荐估值处于底部区间、中期订单确定性高的运动代工龙头申洲国际、华利集团。同时推荐业绩持续表现良好、中长期成长空间大的细分赛道优质制造龙头伟星股份、新澳股份、健盛集团。

2、品牌服饰：国内服装消费在高基数上整体稳健，一季度运动、男装及家纺板块表现继续好于行业，4 月受假期错月及高基数影响服装社零和各品牌流水有所波动，但电商渠道表现亮眼，随去年 5 月下半月后消费增速回落，今年后续流水增长有望提速。港股，弱复苏预期调整充分，重点推荐经营指标健康的运动龙头安踏体育、李宁、滔搏，以及低估值羽绒服龙头波司登。A 股，重点推荐经营质量及库存健康度高，低估值且保持一定成长势能的优质男装比音勒芬、报喜鸟、海澜之家。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 交通运输行业周报：快递行业需求景气且竞争趋缓，集运运价维持强劲

航运：航运板块本周继续维持强劲，其中集装箱运价明显提升，SCFI 涨幅达 9.3%，CCFI 涨幅达 6.0%，两大运价指数的涨幅差开始收窄，意味着即期运价的上涨正快速转化为船东的盈利能力提升。当前红海冲突的影响仍在持续，欧美零售补库推动行业需求有所回升，欧洲部分港口出现堵港的状况，类似于 2021 年的供应链紊乱情况，一旦主要干线开始延误，会对其他航线的运力形成虹吸，如拥堵无法解决，集运运价有望再度超预期，继续推荐中远海控。油运方面，本周 VLCC 运价触底回升，本周 TD3C 的 TCE 报 48700 美元/天，较上周提升 100 美元/天。当前运价的波动性体现出行业运力已经偏紧，随着 2024-2025 行业供给进入空档期，供需格局有望持续改善，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。

航空：本周整体和国内客运航班量环比下降，整体/国内客运航班量环比分别为-3.1%/-3.1%，相当于 2019 年同期的 99.7%/106.4%，国际客运航班量环比下降 3.4%，相当于 2019 年同期的 70.5%，油价小幅高于去年同期水平。航空上市公司公布了 4 月经营数据，国航、南航、东航、春秋、吉祥五大航司 4 月整体供给和需求分别恢复至 2019 年同期 110%/108%，客座为 81.6%，环比提升 0.3pct，比 19 同期低 1.4pct。虽然“五一”期间航空票价表现不佳，但是旅游出行人次仍然表现较景气，我们认为今年暑运旺季仍然值得期待。2024 年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续大幅向上突破。继续推荐中国国航和春秋航空。

快递：在消费降级背景下，快递需求增长呈现较强韧性，4 月行业件量增速仍超过 20%。快递上市公司公布了 4 月经营数据，圆通、韵达和申通中，由于韵达去年同期经营正处修复期导致基数偏低，因此今年 4 月韵达件量增速表现最好，约 32%，而申通和圆通分别为 29%和 24%；由于 4 月属于快递传统淡季，圆通、韵达和申通 4 月单价环比分别减少 0.06 元、0.03 元、0.05 元，且单价同比降幅均呈现微幅收窄趋势。我们认为中短期行业竞争有望明显趋缓，主要因为 1) 快递上市公司的资本开支均呈下降态势；2) 各家价格竞争策略趋于温和；3) 各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。我们预计 2024 年快递行业件量增速有望超过 15%，仍然维持较高景气，而快递龙头估值仍处于较低水平，投资价值凸显，中短期推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，中长期继续看好顺丰控股。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上推荐德邦股份，德邦经营稳健且成长逻辑逐步兑现，2024 年一季度单季实现营收 93.0 亿元（+25.3%），实现归母净利润 0.93 亿元（+27.7%）。剔除京东物流影响，在宏观经济增长承压的背景下，2023 年全年以及 2024 年一季度德邦原始物流业务也仍然实现了个位数的稳健增长。2024 年公司将有有序推进与京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合，此举有利于双方分拣、运输环节的资源整合，最终有望实现降本增效、盈利能力提升。2) 另自下

而上推荐嘉友国际，公司一季度实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续加强，此外公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

基础设施：1) 近期，铁路 12306 官网发布四则调价公告。公告指出，为进一步提升高铁运营品质、满足旅客不同出行需求，决定自 2024 年 6 月 15 日起，对京广高铁武广段、沪昆高铁沪杭段、沪昆高铁杭长段、杭深铁路杭甬段上运行的时速 300 公里及以上动车组列车公布票价进行优化调整，并根据市场状况，区分季节、日期、时段、席别等因素，建立灵活定价机制，实行有升有降、差异化的折扣浮动策略。2) 4 月 8 日国家发展和改革委员会等多部委联合发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，《管理办法》是 2015 年以来国家发改委对其首次进行修订，修订后的新办法将自 2024 年 5 月 1 日起施行。新办法提出特许经营项目期限由此前最长期限 30 年延长至 40 年，且鼓励民营企业以独资、控股、参股等方式积极参与特许经营新建（含改扩建）项目。

投资建议：我们看好供需关系紧张的周期股以及下游相对景气的物流价值股。推荐中通快递、韵达股份、申通快递、圆通速递、嘉友国际、德邦股份、中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、顺丰控股、春秋航空、中国国航、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202405 第 3 期-国家发改委发布《电力市场运行基本规则》，1-4 月规上工业发电量 2.9 万亿 kWh（+6.1%）

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.32%，公用事业指数下跌 0.94%，环保指数上涨 0.04%，周相对收益率分别为-1.26%和-0.28%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 24 和第 16 名。分板块看，环保板块上涨 0.04%；电力板块子板块中，火电下跌 2.93%；水电上涨 1.00%，新能源发电下跌 1.11%；水务板块上涨 0.86%；燃气板块下跌 1.05%；检测服务板块下跌 1.06%。

重要事件：电力生产增速有所加快。4 月规上工业发电量 6901 亿千瓦时，同比增长 3.1%，增速比 3 月份加快 0.3 个百分点；日均发电 230.0 亿千瓦时。1-4 月份，规上工业发电量 29329 亿千瓦时，同比增长 6.1%。分品种看，4 月规上工业火电同比增长 1.3%；规上工业水电增长 21.0%；规上工业核电增长 5.9%；规上工业风电下降 8.4%；规上工业太阳能发电增长 21.4%。

专题研究：5 月 14 日，国家发展改革委发布了《电力市场运行基本规则》（以下简称《规则》），7 月 1 日起正式施行。本次《规则》调整内容主要包括：调整有关市场范围、运营机构、交易主体表述；完善市场成员、市场交易类型相关表述；完善电能量、辅助服务交易等定义和交易方式；细化风险防控相关要求。

投资策略：公用事业：推荐“核电与新能源”双轮驱动中国核电和全国核电龙头中国广核；推荐稳定性和成长性兼具的水电龙头长江电力；推荐天然气高股息标的新奥股份和天然气贸易商转型能源服务及氢气业务成长属性标的九丰能源；能源问题凸显，推荐工商业能源服务商龙头南网能源；推荐存量风光资产优质且未来成长路径清晰的绿电弹性标的金开新能；电网侧抽水蓄能、电化学储能运营龙头南网储能；推荐业绩及现金流趋于稳定的火电标的华电国际、浙能电力；推荐有资金成本、资源优势的新能源运营龙头三峡能源、龙源电力。环保：1、业绩改善，估值较低；2、商业模式改善，运营指标持续向好；3、稳增运营属性显现，收益率、现金流指标持续改善。推荐草原生态修复、草种和牧草共同发展的蒙草生态。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、李依琳（S0980521070002）

联系人： 崔佳诚

◆ 电子行业周报：面板供给格局再度优化，下半年半导体有望迎来全面复苏

关注 AI 催化下的低估值果链以及景气上行的半导体设计。过去一周上证下跌 0.02%，电子上涨 0.39%，子行业中消费电子上涨 3.08%，半导体下跌 1.31%。同期恒生科技、费城半导体、台湾资讯科技分别上涨 3.79%、3.64%、3.46%。继安卓产业链连续三个季度的高增长趋势之后，伴随业绩基数的走高，市场对于销售数据的周期性复苏关注减弱，对于创新推动换机的成长逻辑期待更高，因此在苹果自身大额回购和 6 月 WWDC 其 AI 创新预期的落地过程中，资金容量较大的苹果产业链仍是重要配置方向。与此同时，尽管落后于销售额数据的改善进度，全球半导体的月销量数据也开始出现明显复苏迹象，反映出去库存进程已至尾声，下半年行业有望呈现全面回暖，在中游制造产能相对充裕的基础上，建议关注上游半导体设计类企业的盈利复苏。

三季度夏普将关闭 SDP 10 代 LCD 产线，TV 面板份额有望进一步集中。夏普宣布位于日本的堺工厂 SDP 将于 3Q24 停产，该工厂是 10 代 LCD 线，100% 用于生产电视面板，关闭后将影响 2025 年电视面板供给，预估明年将减少 500 万片，占整体液晶电视面板的 2%。随着夏普产线的关停，全球大尺寸 LCD 面板的市场份额将进一步集中。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

预计 2024 IC 销售额将增长 21%，下半年出现全面复苏。根据 SEMI 与 TechInsights 合作的报告，随着 HPC 芯片出货量的增加和存储价格的持续改善，1Q24 IC 销售额同比增长 22%，预计 2024 将继续增长 21%。SEMI 首席分析师表示半导体领域需求正在复苏，但复苏步伐不一致；TechInsights 市场分析总监表示，上半年半导体需求喜忧参半，但预计下半年会出现全面复苏，主要得益于在人工智能向边缘扩张的背景下，消费者需求将得到提振。在半导体逐步进入全面复苏的情况下，推荐利润弹性较大的设计企业圣邦股份、晶晨股份、澜起科技、兆易创新、恒玄科技、新洁能、杰华特等。

Google AI 工具全面升级，多模态 AI Agent 落地预期增强。5 月 14 日谷歌发布了 Gemini 1.5 Pro，具有 200 万 token 的上下文长度，超越所有现有大模型。还发布了 Project Astra，在视觉识别和语音交互上对标 OpenAI 的 GPT-4o；文生视频模型 Veo 生成内容时长超过 1 分钟，打破 Sora 记录；内嵌 Gemini 搜索引擎的 AR 原型眼镜，并演示了多模态应用和专家 Gems。近期 Google 和 OpenAI 接连升级，拓展了 AI 能力的边界，展现了多模态 AI Agent 落地的多种可能性，我们继续推荐已进入业绩兑现期的 AI 算力基建相关标的：沪电股份、工业富联、景旺电子、龙芯中科等。

OpenAI 和 Google 推动多模态 AI 双螺旋进化，端侧 AI 硬件或迎爆发。上周 OpenAI 和 Google 先后发布各自 AI 产品进展，前者的 GPT-4o 多模态处理能力允许用户通过文本、视觉、音频等多种方式与其互动，如通过手机摄像头解决数学问题，后者的 Gemini Live 支持深度双向语音对话，Project Astra 能在视频输入的基础上提供响应。我们认为双方在自然语言处理、多模态交互方面的展现重大飞跃，推动 AI 适应更广泛应用场景，激发 AI 技术在手机、PC、XR、智能家居等端侧设备的集成，推荐关注端侧设备音视频芯片产业链恒玄科技、晶晨股份、乐鑫科技、韦尔股份、北京君正、兆易创新等。

碳化硅车型持续推出，国产车规碳化硅 MOS 进展加速。近期推出的蔚来乐道 L60 搭载 900V SiC 电驱系统，东风纯电 SUV 岚图知音采用全 800V SiC 碳化硅平台。国产碳化硅衬底正加速成长，作为衬底公司代表的天岳先进已进入全球前三；随着上游走向成熟，国产碳化硅 MOS 器件应用加速：士兰微已具备 6000 片 6 吋 SiC MOS 月产能，基于自研芯片的碳化硅主驱模块已通过部分客户测试，1Q24 批量交付；芯联集成 SiC MOS 已实现国内最大规模出货，预计 24 年 SiC 营收将从 23 年的 3.7 增至 10 亿元，已与比亚迪、理想、小鹏及蔚来等达成合作。随着碳化硅加速渗透，继续推荐：天岳先进、晶升股份、士兰微、斯达半导、时代电气、新洁能、扬杰科技、华润微与东微半导。

重点投资组合

消费电子：立讯精密、传音控股、电连技术、康冠科技、鹏鼎控股、蓝思科技、光弘科技、沪电股份、工业富联、京东方 A、四川九洲、福立旺、闻泰科技、永新光学、景旺电子、海康威视、视源股份、歌尔股份

半导体：恒玄科技、新洁能、晶晨股份、长电科技、圣邦股份、龙芯中科、德明利、江波龙、韦尔股份、力芯微、赛微电子、时代电气、兆易创新、扬杰科技、澜起科技、中芯国际、通富微电、杰华特、芯朋

微、思瑞浦、卓胜微、峰岹科技、帝奥微、斯达半导、北京君正、芯原股份、东微半导体、晶丰明源、华虹半导体、士兰微、华润微、天岳先进、艾为电子、纳芯微

设备及材料：中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、北方华创、拓荆科技、万业企业、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋、李书颖、连欣然

◆ 华住集团-S(01179.HK) 海外公司财报点评：一季度经调整净利润翻倍，强品牌高效率助长期成长

2024 年一季度收入增长超此前公司指引，经调整净利润增长翻倍。2024Q1，公司收入 52.78 亿元/+17.80%，超此前指引（+12-16%）；实现归母/经调整净利润 6.59/7.71 亿元，同比约-33%/+101%；归母净利润下滑主要系汇兑损益波动和 2023Q1 处置雅高股权带来投资收益 5.16 亿元影响，主业增长强劲。

国内酒店一季度整体 RevPAR 同增 3%领先行业，开店迅猛加速其收入和经调利润较快增长。2024Q1，国内酒店整体 RevPAR+3.1%（ADR+1%，OCC+1.6pct），同店 RevPAR 同增 0.9%（ADR-0.6%，OCC+1.1pct），领先行业（多数酒店龙头 2024Q1 同店同比略下滑），且公司 2023Q1 基数并不低（2023Q1 华住/亚朵/锦江/首旅 RevPAR 较 2019 年恢复 118%/118%/103/96%），核心系其产品更新迭代及时，运营管理高效，品牌优势再次验证。2024Q1 国内新开/关店净增 569/148/421 家，单季度新开店创 Q1 历史新高，表现超预期，体现加盟商认可。2024Q1，公司国内酒店收入 42 亿元/+18.1%，超指引（+11-15%），其中直营/加盟收入各增 5%/33%；实现经调整 EBITDA 和经调整净利润 14.87/9.45 亿元，同增约 32%/72%；经调整净利率从 2023Q1 约 14%增至 22%+。

海外酒店一季度整体 RevPAR 增长 4.5%，经调整 EBITDA 减亏。2024Q1，海外 DH 酒店整体 RevPAR 同增 4.5%（ADR+0.2%，OCC+2.3pct），实现收入约 10 亿元 RMB/+16.6%，对应归母亏损 1.74 亿元，较 2023Q1 亏损 1.65 亿元微增亏（利息费用等影响）；经调整 EBITDA 亏损 0.66 亿元，同比减亏约 33%。

公司预计二季度收入增长 7-11%，品牌和效率优良有望支撑长期领先成长。因去年补偿需求释放影响，公司近期 RevPAR 在高基数下较去年可能有所波动；但公司仍预计 Q2 收入同增 7-11%（预计全年收入增速为 8-12%），高基数下稳定增长。我们认为：1、尽管酒店业短期趋势待跟踪，但公司过往产品升级、规模扩张等仍构筑成长基础（今年新开店提速至 1800 家，继续助力）；2、若后续周期企稳复苏，公司强品牌强流量高效率有望提升业绩增长弹性，而若行业 RevPAR 平稳，公司作为行业翘楚其表现仍有望领先行业；3、海外业务持续提质增效，聚焦轻资产，经营有望持续优化；4、长期来看，国际酒店龙头成熟期依托品牌流量变现仍录得稳定成长和现金回报，支撑龙头股价表现长期胜出（万豪酒店近股价 10 年上涨接近 6 倍，最新市值 679 亿美金），赛道龙头具长期配置价值，而公司作为中国酒店业的佼佼者，未来长期成长和资本回报均可期。

风险提示：经济恢复渐进，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展不及预期等。

投资建议：维持“买入”评级。综合一季报表现和酒店行业跟踪，谨慎假设公司 2024-2026 年整体 RevPAR 增长 2.0-3.5%之间，兼顾规模扩张提速和经营效率提升，略上调公司 2024-2026 年归母净利润至 43.39/50.46/58.35 亿元（此前为 42.72/48.62/54.76 亿元）；上修经调整净利润至 45.28/52.55/60.65 亿元（此前为 44.21/50.07/56.23 亿元），对应经调整 EPS 为 1.41/1.64/1.89 元，动态 PE 为 21/19/16x，估值处于历史低位。公司系国内酒店业翘楚，一季度靓丽表现再次验证公司实力，规模扩张和经营优化支撑成长中枢。未来若周期企稳复苏，公司卓越的经营能力有望继续支持其业绩进一步向上弹性。长期来看，公司强品牌强流量高效率仍支撑中线成长，对标国际酒店龙头中线成长和资金回报均可期，维持“买入”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人：杨玉莹

◆ 山西汾酒(600809.SH) 公司快评:经营节奏保持稳健,青花 30 复兴版长期化运作

公司公告：山西汾酒于 2024 年 5 月 17 日召开 2023 年年度股东大会。

国信食饮观点：1) 青花 30·复兴版长期化运作，腰部产品持续发力。2) 山西省内聚焦调节奏，省外市场采取差异化考核。3) “汾享礼遇”持续推进，价格体系稳定性持续提升。4) 投资建议：维持此前盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 384.7/451.7/519.3 亿元，同比增长 20.5%/17.4%/15.0%；预计实现归母净利润 131.2/160.6/189.6 亿元，同比增长 25.7%/22.4%/18.0%；对应 PE 24.5/20.0/17.0X。考虑到公司经营势能延续，青花 30·复兴版培育有序推进，维持“买入”评级。

证券分析师：张向伟(S0980523090001)、李文华(S0980523070002)

联系人：张未艾

◆ 国联证券(601456.SH) 公司快评:并购方案落地,业务整合开启

国联证券发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案。2024 年 5 月 12 日，国联证券发布公告称公司拟以 11.31 元/股向国联集团、沅泉峪等 46 名交易对方购买其合计持有的民生证券 100%股份，并拟向不超过 35 名特定投资者发行股份，募集配套资金不超 20 亿元，发行 A 股股份数量不超过 2.5 亿股，拟用于民生证券业务发展。

国信非银观点：1) 此次交易以发行 A 股股份的方式支付交易对价，发行价格为 11.31 元/股。发行价相较停牌前一交易日(4 月 25 日)的收盘价格 10.46 元/股，高出 8.13%，定价体现长期整合良好预期。2) 国联与民生证券合并后有望跻身行业前 20。以 2023 年末数据进行测算，国联证券净资产为 181 亿元；民生证券净资产为 158 亿元，加上配套募资，合并后的机构净资产规模将跻身行业前 20 名。3) 经纪与投行业务有整合机会。投行业务一直是民生证券优势业务，从 2021 年至 2023 年，投行业务在营收中的占比分别为 43%/63%/56%。据 Wind 数据显示，2023 年，民生证券 IPO 发行上市 20 家，行业排名第 5，市场份额 5.65%；共计募集资金 200.67 亿元，市场份额 5.59%。同期，国联证券 IPO 发行上市 4 家，行业排名第 22 位，市场份额 1.13%；共计募集资金 23.68 亿元，市场份额 0.66%。从区域来看，民生证券分支机构网点重点覆盖河南地区，国联证券则主要在无锡及苏南地区有相对较高市场占有率。国联证券对民生证券的兼并将形成一定优势互补。4) 我们对公司的盈利预测维持不变，预计 2024-2026 年归母净利润的为 8.8/10.1/10.9 亿元，同比增长 30.3%/15.5%/7.9%，当前股价对应的 PE 为 39.5/34.2/31.7x，PB 为 2.0/2.0/1.9x。资本市场改革持续，券商持续发力公募管理业务，积极加大战略布局，持续提升公司综合实力和 ROE，我们对公司维持“买入”评级。

证券分析师：孔祥(S0980523060004)、陈莉(S0980522080004)

金融工程

◆ 金融工程专题报告:金融工程专题研究-百亿私募 2024 年一季度持仓变化透视分析

私募持仓变动

市场上不乏表现亮眼的私募基金产品，但由于私募基金不像公募基金需要定期披露持仓，私募产品的持仓及调仓数据难以直接获取。通过对上市公司季报披露的前十大股东和前十大流通股股东数据进行统计，我们可以间接观测私募管理人的股票持仓变动情况。

私募基金持仓行业变动

按中信一级行业划分，2024Q1 基础化工、医药、电子行业中，纳入统计的私募管理人进入前十大名单的股票数量最多，具体数量分别为 20、19、14。

相比于 2023Q4，2024Q1 私募管理人进入纺织服装、非银行金融、轻工制造前十大名单的股票数量最多，从医药、机械、国防军工前十大名单撤离的私募管理人最多。

私募管理人加仓/减仓个股排行

以私募管理人持仓股票数量变动占总股本的比例作为衡量依据，得到纳入统计的百亿规模私募基金持股比例增长最多的 20 只股票。其中，按中信一级行业划分，医药、基础化工、电子行业个股的出现频率较高。个股层面而言，瑞丰新材、乐鑫科技、开润股份、恒铭达、大参林的私募基金持股比例增长最多。

纳入统计的私募管理人持股比例降低最多的 20 只股票中，按中信一级行业划分，电子、医药、电力设备及新能源行业个股的出现频率较高。个股层面而言，中炬高新、皇马科技、方邦股份、兴齐眼药、长阳科技私募持股比例降低最多。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于客观数据统计，不构成投资建议；产品过往业绩不代表未来收益。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 胡志超

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周红利 ETF 净赎回超 8 亿元，融券余量小幅攀升

ETF 业绩表现

上周（2024 年 05 月 13 日至 2024 年 05 月 17 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-0.48%。宽基 ETF 中，上证 50ETF 涨跌幅中位数为 0.60%，收益最高。按板块划分，大金融 ETF 涨跌幅中位数为 2.28%，收益最高。按主题进行分类，银行 ETF 涨跌幅中位数为 2.88%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 102.32 亿元，总体规模减少 129.11 亿元。在宽基 ETF 中，上周科创板 ETF 净申购最多，为 2.56 亿元；按板块来看，科技 ETF 净申购最多，为 5.70 亿元；按热点主题来看，芯片 ETF 净申购最多，为 7.76 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类、科创板 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，科技、消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，ETF 的估值分位数相对较低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 379.18 亿元下降至 376.93 亿元，融券余量由前周的 44.81 亿份上升至 45.92 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和证券 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

上周无新成立基金。本周将有 2 只 ETF 开始发行，为南方深证主板 50ETF、平安中证沪深港黄金产业股票 ETF。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人： 杨昕宇

◆ 金融工程日报:沪指创年内新高，北向资金连续三日净流入

市场表现：今日（20240520）大部分指数处于上涨状态，规模指数中中证 1000 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。有色金属、煤炭、农林牧渔、消费者服务、石油石化行业表现较好，家电、房地产、轻工制造、建材、纺织服装行业表现较差。黄金精选、黄金珠宝、铅锌矿、钨矿、铜产业等概念表现较好，PVC 地板、城投公司、头盔、摘帽、南京市国资等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 60 只股票涨停，有 49 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.87%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.82%。今日封板率 62%，较前日下降 16%，连板率 21%，较前日下降 23%。

市场资金流向：截至 20240517 两融余额为 15342 亿元，其中融资余额 14946 亿元，融券余额 396 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 8.8%。20240520 北向合计净流入 53.3 亿元。

折溢价：20240517 当日 ETF 溢价较多的是工业互联 ETF，ETF 折价较多的是可持续发展 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 17 亿元，20240517 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 3.52%，当日折价率为 4.81%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 2.16%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.55%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.42%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-6.77%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 3.87%，处于近一年来 25%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 4.70%，处于近一年来 27%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 9.74%，处于近一年来 17%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 11.18%，处于近一年来 32%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是宏华数科、汤姆猫、鼎阳科技、汇宇制药-W、雅克科技、斯菱股份、锦波生物、健友股份等，宏华数科被 125 家机构调研。20240520 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是晓程科技、北方铜业、电工合金、均瑶健康、林州重机等，机构专用席位净流出较多的股票是新乡化纤、高新发展、三棵树、五方光电、三超新材、润贝航科、锦和商管、百川股份、瑞迪智驱、荣盛发展、新研股份、洪汇新材、百通能源、沃格光电、良信股份等。陆股通净流入较多的股票是三棵树、北方铜业、良信股份、百通能源、西藏天路、荣盛发展、百川股份、均瑶健康、山河智能等，陆股通净流出较多的股票是高新发展、新乡化纤、飞南资源等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 胡志超

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	572.52	2.18	ICE 布伦特原油	83.98	0.85
白银	7874.00	3.76	铜	86450.00	4.19
铝	21015.00	1.17	铅	18855.00	0.56
豆一	4661.00	-0.23	锌	24100.00	1.75
豆粕	3486.00	1.72	镍	156080.00	3.83
玉米	2455.00	2.20	锡	280300.00	2.06
螺纹钢	3556.00	0.39	SR407	6339.00	-0.22

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/04/30	04 月 PPI (%)	-3.1	-3.5	-4.7	PPI
2024/04/30	04 月 CPI (%)	100.1	99.0	100.3	国家统计局
2024/04/30	04 月狭义货币 (M1) 同比 (%)	-0.01	0.01	0.05	中国人民银行
2024/04/30	04 月狭义货币 (M2) 同比 (%)	0.07	0.08	0.12	中国人民银行
2024/04/30	04 月新增人民币贷款 (亿元)	3349.0	32920.0	4431.0	中国人民银行
2024/04/30	04 月贸易顺差总额 (亿美元)	72351.69	58599.7	86967.02	国家商务部
2024/04/30	04 月固定资产投资累计同比 (%)	0.04	0.01	0.04	国家统计局
2024/04/30	04 月工业增加值 (%)	0.06	0.04	0.05	国家信息中心
2024/04/30	04 月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.04	0.04	0.04	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
688613.SH	奥精医疗	2807.41	13333.33	100.00	2024-05-21
001206.SZ	依依股份	3492.89	9433.35	100.00	2024-05-20
300161.SZ	华中数控	2593.13	19393.63	84.48	2024-05-20
000032.SZ	深桑达 A	49319.54	113694.92	99.63	2024-05-20
300758.SZ	七彩化学	8394.19	39754.58	86.78	2024-05-20
000576.SZ	甘化科工	157.18	42798.44	9.55	2024-05-20
600733.SH	北汽蓝谷	30825.09	419841.79	77.61	2024-05-20
000959.SZ	首钢股份	49395.83	645313.72	68.01	2024-05-20
688076.SH	诺泰生物	6680.98	21318.38	100.00	2024-05-20
300991.SZ	创益通	4914.00	9000.00	100.00	2024-05-20
688660.SH	电气风电	80000.00	133333.34	100.00	2024-05-20
688314.SH	康拓医疗	3182.24	5802.79	100.00	2024-05-20
605339.SH	南侨食品	35649.97	42352.94	98.85	2024-05-20
688575.SH	亚辉龙	21458.83	40500.00	100.00	2024-05-17
688217.SH	睿昂基因	1835.14	5557.70	100.00	2024-05-16
600488.SH	天药股份	267.00	109722.66	46.11	2024-05-15
600882.SH	妙可蓝多	240.00	51621.01	100.00	2024-05-14

000701. SZ	厦门信达	12034. 53	52695. 68	91. 00	2024-05-13
688565. SH	力源科技	3733. 00	10695. 00	100. 00	2024-05-13
001205. SZ	盛航股份	3630. 60	12026. 66	100. 00	2024-05-13
605196. SH	华通线缆	18295. 10	50682. 20	100. 00	2024-05-13
688355. SH	明志科技	8477. 27	12307. 76	100. 00	2024-05-13
688097. SH	博众精工	34920. 00	40100. 00	99. 56	2024-05-13
300988. SZ	津荣天宇	4263. 52	7388. 00	100. 00	2024-05-13
688655. SH	迅捷兴	6282. 13	13339. 00	100. 00	2024-05-13
688685. SH	迈信林	5525. 00	11186. 66	100. 00	2024-05-13
605488. SH	福莱新材	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-05-13
300990. SZ	同飞股份	3900. 00	5200. 00	100. 00	2024-05-13
001203. SZ	大中矿业	95799. 89	150800. 00	100. 00	2024-05-10
300987. SZ	川网传媒	6000. 00	13268. 73	98. 89	2024-05-10
601611. SH	中国核建	848. 15	264199. 09	56. 25	2024-05-08
600906. SH	财达证券	193254. 56	324500. 00	100. 00	2024-05-07
300989. SZ	蕾奥规划	2170. 68	3670. 68	48. 23	2024-05-07
605305. SH	中际联合	3300. 00	11000. 00	100. 00	2024-05-06
605080. SH	浙江自然	6750. 00	10112. 36	100. 00	2024-05-06
688113. SH	联测科技	2261. 70	6370. 00	100. 00	2024-05-06
600826. SH	兰生股份	11527. 86	53592. 08	100. 00	2024-05-03
605300. SH	佳禾食品	34243. 40	40001. 00	100. 00	2024-04-30
605180. SH	华生科技	7125. 00	10000. 00	100. 00	2024-04-30
300986. SZ	志特新材	6706. 20	11706. 66	100. 00	2024-04-30

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅 (%)	1 周 涨跌幅 (%)	1 个月 涨跌幅 (%)	3 个月 涨跌幅 (%)	12 个月 涨跌幅 (%)	30 天 波动率 (%)
道琼斯工业平均指数	39806. 76	-0. 492019	40. 61	40. 61	40. 61	40. 61	33. 42
德国 DAX 指数	18768. 96	0. 345052	47. 35	5. 81	9. 96	15. 32	36. 95
法 CAC40 指数	8195. 97	0. 348577	-0. 16	2. 16	5. 14	9. 39	44. 36
恒生指数	19636. 22	0. 422480	2. 72	21. 03	20. 85	0. 95	83. 50
沪深 300 指数	3690. 96	0. 353300	0. 71	4. 21	8. 21	-6. 42	71. 20
美国 SP500 指数	5308. 13	0. 091642	1. 66	6. 86	6. 68	26. 62	37. 38
纳斯达克综合指数	16794. 88	0. 652704	2. 48	9. 89	7. 44	32. 68	37. 08
日经 225 指数	39069. 68	0. 727814	2. 33	5. 39	1. 84	26. 81	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	600519. SH	贵州茅台	1709. 0000	-0. 3499	134671. 52	600519. SH	贵州茅台	1709. 0000	-0. 3499	117536. 65
2	300750. SZ	宁德时代	203. 4500	0. 2217	88257. 11	601899. SH	紫金矿业	19. 4700	3. 6741	88937. 50
3	601318. SH	中国平安	45. 4600	0. 5752	87220. 62	601318. SH	中国平安	45. 4600	0. 5752	79329. 51
4	601899. SH	紫金矿业	19. 4700	3. 6741	66843. 33	600406. SH	国电南瑞	22. 8000	-1. 2132	67338. 43
5	000858. SZ	五粮液	157. 3000	0. 5690	63887. 36	000333. SZ	美的集团	66. 5700	-2. 1461	59700. 74
6	600900. SH	长江电力	25. 9900	0. 8146	63650. 80	601138. SH	工业富联	26. 2200	2. 0233	53866. 69
7	601888. SH	中国中免	78. 2200	2. 2617	57557. 83	300394. SZ	天孚通信	144. 6100	1. 4807	51513. 75

8	600036.SH	招商银行	36.3800	-1.2754	51746.52	300750.SZ	宁德时代	203.4500	0.2217	49119.51
9	000568.SZ	泸州老窖	192.7400	1.5223	51290.40	600900.SH	长江电力	25.9900	0.8146	44237.38
10	601138.SH	工业富联	26.2200	2.0233	51019.27	603993.SH	洛阳钼业	8.9400	2.8769	44157.62

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1468.HK	京基金融国际	0.1900	0.18750000	38812.78	0883.HK	中国海洋石油	19.6600	0.01549587	211452.55
2	1810.HK	小米集团-W	19.8800	-0.00300903	50945.67	0700.HK	腾讯控股	395.0000	0E-8	186193.88
3	0941.HK	中国移动	73.8000	-0.00739744	67045.97	1810.HK	小米集团-W	19.8800	-0.00300903	114609.25
4	3988.HK	中国银行	3.9200	0.01554404	85448.30	2202.HK	万科企业	6.8300	-0.00146199	107938.50
5	1918.HK	融创中国	1.7800	-0.03783784	91528.37	0020.HK	商汤-W	1.5700	0.12142857	106649.65
6	0939.HK	建设银行	5.9000	0.00854701	96819.84	0941.HK	中国移动	73.8000	-0.00739744	100876.65
7	2202.HK	万科企业	6.8300	-0.00146199	101073.26	3690.HK	美团-W	124.0000	-0.00800000	74399.99
8	0020.HK	商汤-W	1.5700	0.12142857	109047.37	1918.HK	融创中国	1.7800	-0.03783784	73126.74
9	0700.HK	腾讯控股	395.0000	0E-8	164368.04	1468.HK	京基金融国际	0.1900	0.18750000	40468.77
10	0883.HK	中国海洋石油	19.6600	0.01549587	188890.79	0939.HK	建设银行	5.9000	0.00854701	37582.29

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032