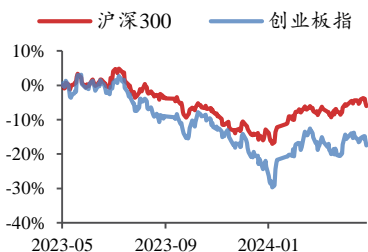


2024 年 05 月 27 日

# 开源晨会 0527

## ——晨会纪要

### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	1.955
农林牧渔	0.510
石油石化	0.329
环保	0.072
有色金属	-0.094

数据来源：聚源

## 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-3.457
电子	-2.529
国防军工	-2.326
计算机	-2.143
美容护理	-1.676

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

## 观点精粹

## 总量视角

**【宏观经济】地产销售回暖——宏观周报-20240526**

**【策略】预期驱动暂止，交易重心有望回归基本面——策略“星”速递-20240526**

**【金融工程】深度学习赋能交易行为因子——市场微观结构 (24) -20240524**

【金融工程】机构资金行为画像(2024年5月24日)——金融工程定期-20240524

## 行业公司

**【中小盘】小鹏端侧大模型上车,开启 AI 智驾新时代——中小盘周报-20240526**

【家电】石头科技大促口碑积累良好、九号公司发布质价比新品，建议关注 618 大促表现——行业周报-20240526

**【建材】地产政策仍是主线，关注水泥“新标”助力涨价——行业周报-20240526**

【纺织服装】4月各品类线上提速，关注运动及男装品牌左侧机会——行业周报  
-20240526

**【商贸零售】618 大促进行中，重组胶原蛋白热度不减——行业周报-20240526**

【非银金融】继续推荐寿险板块机会，减持新规正式稿落地——行业周报  
-20240526

**【化工】染发剂市场稳步拓展，染发剂原料有望充分受益——新材料行业双周报**

**【医药】骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时——行业周报**

**20240526**

【农林牧渔】二育加速入场驱动猪价快速上行，国内宠物消费持续回暖——行业周报-20240526

**【计算机】周观点：重视电力信息化投资机遇——行业周报-20240526**

**【食品饮料】行业基本面筑底，积极因素正在出现——行业周报-20240526**

【地产建筑】住建部要求各城限贷放松，新房销售降幅整体收窄——行业周报-20240526

**【化工】涤纶长丝价差企稳反弹，行业盈利预期向好——化工行业周报-20240526**

**【通信】国产算力卡性能良好，重视国产算力投资机会——行业周报-20240526**

【煤炭开采】重视小煤种(喷吹和无烟)涨价，高股息和周期兼具——行业周报  
-20240526

【化工】R22、R32 价格保持上行，或存进一步上涨可能——氟化工行业周报-20240526

【化工】单位 GDP 能耗下降 2.5% 目标及设备更新换代将深化化工结构性供给侧改革——化工周期新起点系列 1-20240526

【银行】取消“手工补息”对流动性指标的影响测算——存款监管跟踪点评  
-20240524

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】地产销售回暖——宏观周报-20240526

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：修复速度阶段性放缓

1.基建开工：开工率处于历史同期低位。最近两周(5月11日至5月24日)，石油沥青装置开工率先降后升，绝对值处历史同期较低位置；磨机运转率、水泥发运率平稳运行，绝对值处于历史同期低位。

2.工业生产端，汽车轮胎开工延续高位。最近两周，化工链开工率有所回落，汽车轮胎开工率表现良好，高炉、焦炉开工率整体上升。

3.需求端，地产链需求偏弱，轻纺城需求偏强。工业需求端，5月前16天，电厂煤炭日耗均值整体较4月回落，煤炭重点电厂环比下降9.0%。最近两周，地产链需求低于历史同期。消费需求端，最近两周，中国轻纺城成交量有所回升，平均值处于历史同期中高位，义乌小商品价格指数平均值略有回升。

商品价格：国内工业品价格整体回升

1.国际大宗商品：原油延续回落，有色整体上升。最近两周，原油价格延续回落；铜、铝价格有所回升，黄金价格先升后降，均价上升。

2.国内工业品：整体震荡上升。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡上升。最近两周，铁矿石、螺纹钢价格平均值较上两周回升，煤炭价格延续回升。化工链商品价格涨跌分化，最近两周，甲醇、聚氯乙烯平均价格较上两周有所上升，顺丁橡胶、涤纶长丝下降。建材价格涨跌分化，最近两周，沥青平均价格较上两周环比下降，水泥、玻璃上升。

3.食品：农产品价格延续回落，猪价有所回升。最近两周，农产品价格延续回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比下降1.5%，猪肉价格有所回升，猪肉平均批发价较上两周环比上升1.2%。

地产与流动性：二手房成交面积明显回升，资金利率震荡下行

1.商品房：二手房成交回升至历史高位。最近两周，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升28.6%，从季节性上看处于同期历史低位，较2021、2022、2023年同期分别同比下降54.4%、22.1%、54.5%，同比降幅较前值收窄。二手房市场看，价格方面，截至5月6日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周(5月11日至5月24日)，14城二手房成交面积回升至历史高位。

2.土地：成交面积环比上升，同比下降。截至5月19日，100大中城市成交土地占地面积最近双周环比上升45.1%，当月同比下降46.1%。

3.流动性：资金利率震荡运行，最近两周逆回购净回笼。最近两周，资金利率波动运行。截至5月24日，R007为1.82%，DR007为1.82%。最近一周央行实现货币净回笼20亿元。近两周质押式回购成交量共为62.6万亿元。本周质押式逆回购较上周减少3.1万亿元。

交通运输：货运物流转暖，出口运价延续回升

1.居民出行：地铁客运同比上升。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比回升2.1%，较2023年同期同比上升7.4%。国内执行航班数平均值较上两周环比下降2.2%，较2023年同期同比下降1.0%。

2.货运物流：转暖。最近两周，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量

指数有所回升，平均值较上两周分别环比上升 6.6%、5.0%、5.4%。

3. 运价：出口运价延续回升，大宗商品运价涨跌分化。最近两周，出口运价延续回升，内贸运价有所回落，大宗商品运价中 BDI 指数、BDTI 指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比-4.2%、+5.8%、-6.1%。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

### 【策略】预期驱动暂止，交易重心有望回归基本面——策略“星”速递-20240526

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 李浩齐（分析师）证书编号：S0790524040005

指数涨势放缓，地产链修复进程暂告一段落，周期红利再占优势

前期周报《地产存量风险修复，重视【ROE 均值-标准差】选股》要点回顾：（1）517 地产新政或不足以扭转地产大周期乃至宏观总量层面的大趋势；（2）信用风险修复是近期资本市场的主导逻辑，而总量经济预期尚未出现一致性回暖；（3）大类资产中 A 股对于地产新政的解读显然更为乐观，房企或已走完大部分的信用修复逻辑；（4）策略先后顺序是“存量修复>增量逻辑，后端竣工>前端开工”。

近期资产价格核心指向：经济预期尚待修复，存量修复优先于总量回升逻辑

1、本周大类资产走向弥合，上证指数下破 3100 点，十年期中债利率则继续回升，站在当下视角，517 新政发布当日，利率与汇率的指向应该是更具备指向意义的。

2、债市：517 地产新政之后，BB 级债券收益率的波澜不惊，很大程度上已经暗示了美元债市场对于短期地产景气的低预期；其次是十年期中债利率，在本周则是再度下行至 2.3% 的低位附近，同样也说明了国内资本市场对经济预期的态度。

3、商品：尽管本身供需基本面并没有出现明显改观，517 地产新政后内需相关期货品种依然出现了比较明显的上行（近期竣工端品种走势相对强于开工端），但值得注意的是，部分品种期限结构是在走弱的（典型如铁矿 2409-2501 价差）。

4、对于 A 股市场：（1）信用修复逻辑下，美元债市场是观察&预测地产链强度和持续性的一个重要参照指标；（2）出海与地产链的股价“跷跷板”说明：A. 市场仍处于存量市博弈阶段；B. 内需与外需预期没有形成合力；C. 当前信用风险修复的逻辑最强，其次是竣工端逻辑；（3）地产股估值进一步拔升仍需新房销售的量价齐升验证，一线城市二手房销售景气则是第一个验证指标。

预期驱动暂止，接下来交易重心有望重回基本面，战术上依旧不宜激进

需要强调的是，即便总量层面的预期尚待进一步修复，但结构上仍不乏亮眼之处——上市公司一季报整体不及预期，但业绩超预期个股占比却是在提升的，这表明，在总量预期本就不高的情况下，结构性的亮点反而能带来正面的预期差。此外，本周四总书记主持召开座谈会，也有望从分母端支撑市场风险偏好。

因此可以确定的是，政策支撑下，底部已是共识，战略上须保持乐观；只是，在重磅政策相继落地之后，接下来一个月是政策的相对真空期，市场交易重心或将由此前的“强预期、弱现实”转向“弱预期、弱现实”，风险资产或面临一定的逆风，战术上需保持谨慎，【以盾为主，以矛为辅】的策略依然是当下首选；中观层面，继续重视【ROE 均值-标准差】作为选股核心指标的重要作用。

现阶段“以盾为主，以矛为辅”策略仍是首选：内需方向为矛——（1）低估低配且【ROE 均值-标准差】靠前的核心资产：食品饮料、医药；（2）全年主题：低空经济、设备更新。宏观脱敏为盾——（3）制造业出海+业绩预期占优+景气预期上修：工程机械、商用车、家电；（4）独立景气周期：半导体、养殖、油运/船舶；（5）中期维度，央国企红利资产仍是底仓配置的最优选择。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

**【金融工程】深度学习赋能交易行为因子——市场微观结构（24）-20240524**

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

**遗传算法绩效回顾**

我们在《遗传算法赋能交易行为因子》中，创新性地提出“切割算子”，并结合其他算子和变量，利用改进的遗传算法流程，经过 1 轮 10 代的挖掘，得到了开源金工遗传算法因子：Alpha185。从 2017 年 1 月至 2024 年 4 月，合成后因子 RankIC 为 12.14%，RankICIR 为 4.45，10 分组多空年化收益为 34.79%，信息比率为 3.16，2022 年 6 月份以来的样本外整体表现也较为优异。

**深度学习挖掘因子**

基于 LSTM 框架的因子挖掘，为本文主要讨论的部分，从输入层到输出层分为 4 部分：1、输入层。我们考虑了三大类变量：日频量价、分钟频量价、大小单资金流；2、中间主体模型。我们使用时序处理应用较多的 LSTM 模型；3、加入财务数据，弥补量价类因子多头端分层一般的劣势；4、输出层。我们对比了单输出和多输出的绩效差别。基于该框架，产生了三大月频因子 LSTM\_init、LSTM\_pro、LSTM\_pro\_multi：

1、未考虑财务数据的 LSTM\_init 的 RankIC 为 8.08%，RankICIR 为 3.99，已经具备较为优异的选股效果，但 10 分组多头较为一般，为量价类因子普遍的劣势。进一步地，我们引入财务数据去改善。

2、对于财务数据而言，考虑到其时序变化较慢，我们并没有将其和日度变化的量价类指标一起作为初始输入层数据，而是将其转化为分位点后，放入输出层前一层，和量价类指标通过隐藏层后的神经元进行拼接，一起通过全连接层输出为最后的因子 LSTM\_pro。该因子 RankIC 为 9.17%，RankICIR 为 4.49，相较于 LSTM\_init 整体的绩效有所提升，更为重要的是，多头端的分层效果更为优异。

3、通过在原始损失函数的基础上加上多因子间的相关性惩罚，我们构建了多输出 LSTM\_pro\_multi，但是该因子绩效相较于 LSTM\_pro 并无显著提升，训练成本反而更高，所以 LSTM\_pro 为本文最后推荐的因子。

**深度学习改进因子**

除了因子挖掘，LSTM 框架还可以尝试因子改进，本文我们以理想反转为例进行小篇幅展开，尝试使用 LSTM 对其进行改进，具体的做法即在原损失函数的基础上考虑与待改进因子的相关系数。改进理想反转因子的 RankIC 为 -9.03%，RankICIR 为 -4.13，明显优于原始理想反转。

**人工因子、遗传算法因子、深度学习因子对比**

对于人工因子而言，我们选取了 8 大因子：理想反转、APM、聪明钱、理想振幅、主动买卖、大单残差、小单残差、散户羊群效应，8 大因子的等权合成综合因子 RankICIR 为 4.59；遗传算法 Alpha\_185 因子 RankICIR 为 4.45；深度学习因子 RankICIR 为 4.49。在多头超额上，深度学习因子表现最优，在中证 1000 指数增强上表现也最好。

风险提示：本报告模型基于历史数据测算，市场未来可能发生重大改变。

**【金融工程】机构资金行为画像（2024 年 5 月 24 日）——金融工程定期-20240524**

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

**北上资金行为画像**

北向总览：北上资金近一月（2024.4.23-2024.5.23，下同）累计净流入约 452 亿元，呈现大幅流入 A 股的节奏。

分交易机构来看，交易型资金外资券商净流入约 484 亿元，配置型外资银行累计净流出约 37 亿元，近一月外



资银行和外资券商出现分歧，外资券商大幅流入，外资银行小幅流出。

在行业的选择上，近一月中，按照增持规模的大小，外资银行和外资券商均增持了银行、食品饮料等行业；二者同时减持了传媒、计算机等行业；在行业的选择上，外资在非银金融、电力设备、电子等行业有一定的分歧。

在宽基指数上，外资在沪深 300 指数成分股上的累计净流入约 278 亿元；相比于沪深 300，中证 500 累计净流入约 67 亿元，中证 1000 累计净流入约 72 亿元。

在风格选择上，从全体机构来看，外资并无明显偏好，其中在价值的个股上净流入约 195 亿元，在成长的个股上净流入约 180 亿元。从托管机构层面来看，外资银行和外资券商并无明显偏好。在成长风格的个股上，外资银行净流出约 14 亿元，外资券商净流入约 184 亿元。对于价值类个股而言，外资银行净流出约 2 亿元，而外资券商净流入约 183 亿元。

在增减仓股票上，全体托管机构净增仓占比最高的个股是唯捷创芯，净增仓比例达 4.15%；外资银行增持比例最高的标的为索菲亚，净增仓比例为 2.87%；外资券商净增仓占比最高的个股是唯捷创芯，占比达 4.35%。

#### 知情交易者异动情况

按照通常习惯，资金流向依据挂单金额的大小，分为四种类型进行统计：超大单（>100 万元）、大单（20-100 万元）、中单（4-20 万元）和小单（<4 万元）。对于四种资金流而言，超大单和大单交易意愿更强，交易金额更大，在筹码流动的过程中更加主动，其异动往往有更高的信息含量，我们将其称为知情交易者。

其中反映知情交易者市场态度的 D 指标，即过去 20 个交易日异常净流入个数减异常净流出个数，近 1 个月，密度 D 指标在零轴之上，显示出知情交易者对于市场走势偏乐观。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

## 行业公司

### 【中小盘】小鹏端到端大模型上车，开启 AI 智驾新时代——中小盘周报-20240526

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002

本周市场表现及要闻：国家发改委：引导全社会投入以旧换新

市场表现：本周（指 5 月 20 日至 5 月 24 日，下同）上证综指收于 3089 点，下跌 2.07%；深证成指收于 9425 点，下跌 2.93%；创业板指收于 1819 点，下跌 2.49%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 2.19%，小盘指数下跌 3.64%。2024 年以来大盘指数累计上涨 5.08%，小盘指数累计下跌 7.87%，小盘/大盘比值为 1.23。奥来德、莱特光电、国晟科技本周涨幅居前。

本周要闻：华为“第四界”即将亮相，工厂设备安装接近尾声；上汽：2025 年智能车全栈解决方案 3.0 将落地，支持 L3 级“量产自动驾驶”；小鹏 MONA 首款汽车/全新 B 级纯电轿车 2024Q3/2024Q4 交付；国家发改委：引导包括民营企业在内的全社会投入以旧换新；上海试点智能网联汽车等跨境数据传输，特斯拉中国数据有望赋能全球；特斯拉推送 FSDV12.4 更新，告别“扶方向盘提醒”唠叨，时隔 1 年多再次公布 Autopilot 安全数据，远超美国车企平均水平。

本周重大事项：5 月 22 日，生益科技发布第一类限制性股票激励计划，其业绩指标：以 2023 年为基数，2024、2025、2026 年扣除非经常性损益的净利润增长率分别不低于 25%、44%、66%。

本周专题：小鹏端到端大模型上车，开启 AI 智驾新时代

端到端大模型量产上车，小鹏智驾全面迭代。国内首个端到端大模型量产上车，“神经网络 XNet+规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain”形成合力。小鹏汽车端到端大模型能够做到“2 天迭代一次”，在未来 18 个月内智

驾能力提升 30 倍。2024Q3，小鹏汽车的智驾可实现“全国都能开，每条路都能开”，2025 年实现城区智驾比肩高速智驾体验：平均 1000 公里接管一次。

AI 天玑系统全量推送，整车智能更进一步。AI 天玑系统全面接入 AI 大模型后，AI 天玑系统将通过 AI 小 P、AI 司机、AI 保镖三大核心功能，为用户提供更智能的专属车载 AI 助理服务，实现无论智驾或人驾都能拥有更安全、更舒心的驾乘体验，在用户公测中满意度高达 97% 以上。

以 AI 叩门，小鹏智能化下半场开启。AI 天玑系统已经正式向小鹏汽车 P7i、G6、G9、X9 车型的用户进行推送，而 G3、G3i、P7、P5 车型会稍晚一些，分不同批次在 2024Q3 和 2025Q1 开启公测。小鹏汽车 2024 年研发投入将超过 70 亿元，投入 35 亿元用于智能研发，新招募 4000 名专业人才。在汽车智能化下半场中，AI 能力成为未来竞争的关键，小鹏汽车在 AI 领域持续发力，智能座舱与智能驾驶能力持续增强，差异化优势突出。

#### 重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、瀚川智能、源杰科技、沪光股份、溯联股份）；高端制造主题（凌云光、观典防务、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、国晟科技、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

**【家电】石头科技大促口碑积累良好、九号公司发布质价比新品，建议关注 618 大促表现——行业周报 -20240526**

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陈怡仲（联系人）证书编号：S0790123070024

推荐：石头科技、九号公司、海尔智家、海信视像、TCL 电子、雅迪控股、爱玛科技、德昌股份、涛涛车业、海信家电，受益标的长虹美菱

（1）家电品牌走向世界主题：石头科技、海尔智家、九号公司、海信视像、TCL 电子；（2）两轮车主题：雅迪控股、爱玛科技；（3）家电优秀代工出海：德昌股份、涛涛车业；（4）低估值高分红、利润率提升主题：海信家电，受益标的长虹美菱。

重点推荐标的：石头科技（内销份额持续提升、618 开门红预计表现良好，海外渠道建设加速，2024Q2 有望继续超预期）、九号公司（两轮车/全地形车/割草机器人零售表现持续亮眼，2024Q2 有望继续超预期）、海尔智家（卡萨帝去库完成恢复增长，空调业务利润率有望改善，海外市场竞争优势明显）、海信视像（黑电成本及需求拐点，长期出海抢份额）、TCL 电子（黑电业务全球份额及盈利提升，业务调整落地 2024 年有望释放利润）、雅迪控股（政策调整下行业向龙头集中+超前布局东南亚、卡位新兴锂电赛道龙头先发优势显著）、爱玛科技（政策调整下行业向龙头集中+重发股权激励彰显发展信心）、德昌股份（新客户、新业务持续拓展，陆续收到龙头定点）、涛涛车业（区域供应链优势快速布局，率先受益布局高尔夫球车短途出行化红利）、海信家电（改革提效下，盈利能力进入持续上行区间）。

6 月白电出口排产延续高增，空调内销有所回落，九号公司发布质价比新品

（1）6 月家空内销排产回落：根据产业在线，2024 年 6 月家空同比（排产较去年同期实绩，本段后同）+17%，其中内/外销同比分别+4%/+31%；家用冰箱同比+9%，其中内/外销同比分别+7%/+7%；洗衣机同比+8%，其中内/外销同比分别+8%/+5%。

（2）九号公司发布电摩/电轻摩新品 C85C/C80C，智能化和性能较 M95C 有升级，质价比进一步提升。新品 C85C 活动到手价 5399 元起，全新外观采用 UFO 灵感设计，配有半透明前面板、双侧置物筒、光剑悬浮灯。电池采用最新碳晶电池技术，全速续航可达 72km/64km，最高速可达 52km/h（47km/h）。智能化功能方面，标配

RideyLONG、RideyGo、远程控车外，相较 M95C 新增 RideyFun 智驾系统及 RideyPOWER 智能铅酸系统、标配助力推行，定速巡航，转向灯自动回位等。鼯鼠控功能：可实现一键倒车，#坡道驻车（相较于 M95C 新增），OTD 单转把模式，#TSC（相较于 M95C 新增）。安全防盗系统：标配北斗卫星，GPS+基站，AHRS 姿态感应系统。刹车及减震系统：前后双碟刹/前碟后鼓。两款 SKU 均为五级可调后减震。

石头科技 618 开门红预计表现亮眼，看好两轮车龙头 Q2 收入拐点及盈利提升

石头科技：4 月内销线上份额登顶/外销美亚份额持续提升，美国线下欧亚及南欧线下渠道仍有增量，看好 2024Q2 持续超预期。内销奥维数据显示 4 月线上销额份额 26.9%登顶行业，开门红预计表现良好；外销美亚 4 月销额份额同比+7.7pct。内外销均延续强竞争力，美国线下渠道+欧洲亚马逊及法国线下有望为 2024Q2 带来纯增量。

九号公司：4 月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，渠道扩张及业绩表现有望持续超预期。4 月公司两轮车天猫/京东销额同比分别+218%/+40%，割草机器人新品 4 月美亚份额已达 22%，全地形车 AT5 新品 4 月在东欧/北欧/西欧市场同排量段市占率分别位列 1/1/2。零售亮眼表现或带动渠道扩张超预期从而带动全年业绩高增。

两轮车：短期维度，前期被国检+雨雪天气抑制的需求有望在 2024Q2 逐步得到释放，叠加产品结构持续升级，看好 2024Q2 龙头收入拐点及盈利提升。长期维度新国标即将修订、行业规范化管理力度提升，尾部出清利好龙头份额持续提升+竞争格局改善提盈利。其中爱玛科技中高端产品热销改善产品结构，低基数+需求延后下 2024Q2 业绩拐点趋势清晰；雅迪控股聚焦中高端后预计 2024 年单车盈利将显著改善，此外前瞻性布局东南亚及钠电市场有望打开长期成长空间。

风险提示：海外需求快速回落；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

## 【建材】地产政策仍是主线，关注水泥“新标”助力涨价——行业周报-20240526

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

地产政策仍是主线，关注水泥“新标”助力涨价

5 月 21 日，全国地方党委金融办主任会议指出“要统筹做好房地产风险、地方政府债务风险、地方中小金融机构风险等相互交织风险的严防严控”。南京安居集团存量住房“以旧换新”公告发布后举行首批签约，有 52 组客户确认成交。近期房地产政策持续出台，有望带来消费建材及水泥板块全面复苏。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。6 月 1 日起，由于水泥“新标”执行，水泥生产成本将会进一步增加，东北地区水泥企业计划价格再上涨 50 元/吨，如果第三轮水泥涨价能够落后，东三省水泥价格累计上涨 110 元/吨。此外，河南、安徽、江浙沪水泥价格普遍上涨 50 元/吨。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。本周无碱池窑粗纱市场价格主流走稳，个别产品局部价格小幅上调；电子纱市场价格涨后暂稳，市场成交良好。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺特玻；受益标的：山东药玻。

本周（2024 年 5 月 20 日至 5 月 24 日）建筑材料指数下跌 4.21%，沪深 300 指数下跌 2.08%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 2.13pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 3.05%，建筑材料指数上涨 3.83%，建材板块跑赢沪深 300 指数 0.77pct。近一年来，沪深 300 指数下跌 6.47%，建筑材料指数下跌 14.65%，建材板块跑输沪深 300 指数 8.18pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 5 月 25 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 304.62 元/吨，环比上涨 1.08%；水泥-煤炭价差为 181.12 元/吨，环比上涨 1.83%；全国熟料库容比 62.40%，环比上升 0.18pct。

玻璃：截至 5 月 25 日，全国浮法玻璃现货均价为 1679.00 元/吨，环比下跌 23.00 元/吨，跌幅为 1.35%；光伏玻璃均价为 163.67 元/重量箱，环比下跌 1.33 元/重量箱，跌幅为 0.80%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 38.39 元

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



/重量箱，环比下跌 2.68%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 19.42 元/重量箱，环比下跌 6.43%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 24.61 元/重量箱，环比下跌 5.16%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 100.81 元/重量箱，环比下跌 1.29%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4500-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5000 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4800-5000 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4000-4300 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2024 年 5 月 25 日，原油价格为 85.80 美元/桶，周环比下跌 3.59%，较 2024 年年初上涨 10.59%，同比上涨 16.45%；沥青价格为 4520 元/吨，周环比持平，较 2024 年年初上涨 2.96%，同比下跌 5.64%；丙烯酸价格为 6100 元/吨，周环比上涨 0.83%，较 2024 年年初下跌 6.15%，同比下跌 16.44%；钛白粉价格为 16400 元/吨，周环比上涨 3.14%，较 2024 年年初上涨 9.55%，同比上涨 8.61%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

### 【纺织服装】4 月各品类线上提速，关注运动及男装品牌左侧机会——行业周报-20240526

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（联系人）证书编号：S0790122070037

重点推荐：开润股份&名创优品&泡泡玛特&安踏体育&361 度&报喜鸟&申洲国际&华利集团&伟星股份

出口/出海链：开润股份/申洲国际/华利集团/伟星股份/兴业科技/名创优品/泡泡玛特；

运动户外品牌：滔搏、361 度、安踏体育、特步国际、李宁、波司登；

男装休闲品牌：比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

重点公司观点更新：推荐出口出海出行链，关注运动及男装品牌左侧机会

开润股份：出口&出海&出行链标的，Q1 箱包代工盈利能力显著提升，2024 年箱包及服装代工补库下预计收入增长 20%+且盈利能力提升；品牌端受出行景气度提升催化，根据央视网，端午节旅游消费预定量增长一倍，期待暑期出境游带动下旺季环比改善，在精细化运营下 90 分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇。名创优品：Q1 收入利润超预期，收入端看好全球开店加速（年净增 900-1100 家）&渠道结构调整；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升，预计 2024 年收入/利润增速 20%-30%。泡泡玛特：IP+品类逻辑持续兑现，如 PTS 潮玩节+城市乐园模式创新，LABUBU 与瑞幸联名。收入端看好国内全渠道体系完善&海外东南亚及欧美市场布局加速；利润端看好高单价高毛利海外业务占比提升，预计全年收入/利润增速 30%+。安踏体育：2024Q1 主品牌流水在专业品类及电商带动下中单增长、FILA 录得高质量高单增长、其他品牌定位高端&卡位户外赛道实现 25-30%增长，各品牌库销比均表现优异，预计 Q2 在波动经营环境中仍有稳健增长。361 度：具有业绩确定性的低估值标的，预计 4 月大装/童装/电商流水 10%+/15%+/20%+增长，五一可比口径下大装/童装均增长中单，预计全年订货会 15-20%增长同时电商延续高增，海外加速布局。报喜鸟：2023 年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏体现多品牌优势，预计 2024 年主品牌批发收入恢复，哈吉斯多品类多系支撑面积增长及店效提升。申洲国际：阿迪达斯上调全年指引，2024 年指引乐观&2025 年预计迎来新一轮扩产，预计 2024 年量增 15%，在产品多元化策略牵引下预计耐克/阿迪/puma/优衣库/国内品牌/lululemon 收入增长单位数/20%+/20%+/双位数/30%+/40%+，毛利率逐季修复至 30%。华利集团：精细化管理优势突出，2024Q1 盈利能力出色，公司老客户补库趋势向好、新客户快速爬坡并不断开发新客户，预计与 NewBalance 合作进一步加深，同时单价预计持续提升。2024H1 印尼及越南 2-3 家工厂投产，中长期产能储备充足。伟星股份：2024H1 接单态势良好，越南工厂落地打开了海外接单窗口，全球化产能抢份额逻辑有望持续兑现，未来 3 年复合增速中双-15%。

行业：4 月线上各品类增长较 Q1 提速，海澜之家/FILA/凯乐石延续高增长

男装：2024 年 4 月男装大盘（天猫/抖音/京东渠道合计，下同）销售额同比增长 21%，2024Q1 为-16%，海澜



之家保持高增长，哈吉斯/比音勒芬降幅收窄，利郎/海澜之家/优衣库销售额+115%/+47%/+10%，哈吉斯/比音勒芬为-8%/-5%。运动户外：运动大盘同比增长 48%，2024Q1 为 24%，分品牌看，4 月 FILA/阿迪达斯/耐克销售额增长+53%/+55%/+31%，安踏/李宁/特步/361 度品牌销售额增长+35%/+13%/+17%/+18%，国际品牌增长好于国产品牌。户外大盘销售额+55%，2024Q1 为 40%，凯乐石/迪桑特/可隆/波司登/迈乐销售额+196%/+162%/+154%/+73%/+55%。家纺童装及休闲：家纺大盘增长 40%，2024Q1 为 11%，罗莱/水星/富安娜增长+44%/-18%/-1%；童装大盘增长 28%，2024Q1 为 6%，巴拉巴拉品牌增长 37%。休闲大盘增长 71%，2024Q1 为-13%，森马男装/太平鸟男装/太平鸟女装分别+125%/+27%/+75%。

风险提示：消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

### 【商贸零售】618 大促进行中，重组胶原蛋白热度不减——行业周报-20240526

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（分析师）证书编号：S0790524040008 | 杨柏炜（分析师）证书编号：S0790524050001

重组胶原蛋白成分热度不减，“跨境电商+产业带”协同未来可期

美容护理方面，618 大促火热进行中，可复美旗下大单品“胶原棒”（主打 I 型、III 型重组胶原蛋白）在李佳琦直播间 618 首日单品预售 GMV 近 1.4 亿元，位列直播间单品 TOP1 并一度售罄；而 Medactive 公众号资料显示，锦波生物正与山西省人民医院联合开展注射用 XVII 型重组人源化胶原蛋白用于毛发增量的临床试验；我们认为，继 I 型、III 型之后，XVII 型重组胶原蛋白有望接力成为下一热门成分，而天然胶原有 29 种，未来拓展不同型别的重组胶原有望助力行业持续发展、打开成长空间。跨境电商方面，近期商务部国际贸易经济合作研究院发布《“跨境电商+产业带”高质量发展报告》，报告指出，随着跨境电商出口带动效应不断增强，我国“跨境电商+产业带”呈现集聚化、品牌化、高端化和全球化等新特点；同时，跨境电商通过数字化、协同创新、精准营销、智能物流等方式，形成立体联动的助力生态，有望推动产业带出口规模扩大、出口品类创新等，从而进一步推动行业发展。当前“跨境电商+产业带”正逐步形成共振共赢的高质量发展机制，跨境电商行业作为核心之一未来可期。

行业关键词：AmazonAccess、净源油皮水、跨境加速器、抖音电商、玉泽等

【AmazonAccess】亚马逊推出一站式商店 AmazonAccess。

【净源油皮水】珀莱雅新品净源油皮水重磅发布。

【跨境加速器】亚马逊中国宣布推出 2024 出口跨境物流加速器计划。

【抖音电商】抖音电商 2024 年 GMV 目标为 4 万亿元。

【玉泽】上海家化旗下品牌玉泽进驻医美术后修复市场。

板块行情回顾

本周（5 月 20 日-5 月 24 日），商贸零售指数报收 1719.57 点，下跌 3.98%，跑输上证综指（本周下跌 2.07%）1.92 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 24 位。零售各细分板块中，本周百货板块涨幅最大，2024 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周\*ST 步高（+6.1%）、ST 大集（+4.7%）、赛维时代（+2.9%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注受益金价上涨、具备“稳增长+高股息”属性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金等；

投资主线二（化妆品）：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物等；

投资主线三（医美）：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头，重点推荐医美产品端爱美客、科笛-B，医美机构端朗姿股份；

投资主线四（跨境电商）：关注顺应海外市场消费降级和线上化趋势、具备强运营能力的跨境电商头部卖家，重点推荐华凯易佰、吉宏股份。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

### 【非银金融】继续推荐寿险板块机会，减持新规正式稿落地——行业周报-20240526

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：继续推荐寿险板块机会，减持新规正式稿落地

本周保险和券商板块分别下跌 2.51%和下跌 3.57%，沪深 300 指数下跌 2.08%。当下我们继续看好寿险板块超额收益机会，负债端成本回落基本对冲资产端压力，资产端边际改善有望催化板块估值弹性，权益市场低基数有望助推 2 季度寿险公司净利润同比转正，稳健分红有望支撑估值。今年以来港股市场 ADT 呈现趋势性上行，香港交易所有望受益于政策催化和 ADT 改善。推荐提价带来业绩景气度的拉卡拉，推荐分红稳健且高股息率的江苏金租。

保险：负债端成本下降缓解利差损风险，资产端催化延续，继续首推寿险

（1）负债端看，价值率的大幅提升有望助推全年 NBV 在高基数下实现小两位数增长，报行合一、产品结构调整带动银保端产品价值率大幅提升，行业负债端高质量增长。而结合分红和万能险结算利率的下降，上市险企存量和增量产品负债成本均有较明显回落，负债成本下降基本对冲了资产端收益率的回落，利差损风险担忧有所缓解。（2）资产端看，房地产政策松绑组合拳利于提升房企流动性，利于提振经济，对保险行业资产端带来利好。长端利率阶段性企稳，叠加全年权益市场同比改善预期，预计资产端边际改善，驱动板块估值回升。（3）板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会。推荐中国太保和中国人寿。

券商：关注港股 ADT 和政策催化，减持新规正式落地，限制大股东融券卖出

（1）本周 A 股日均股票成交额 8519 亿，环比+0.3%。本周偏股/非货基金新发份额 45/140 亿份，环比+252%/+13%，同比-12%/-21%。（2）近 2 周港股市场现货 ADT 分别达 1686/1381 亿港元，较 2024Q1 增长+64%/+35%，截止 5 月 24 日，年初至今/4 月至今 ADT 分别为 1116/1258 亿港元，较 2024Q1+9%/+23%，互联互通与衍生品市场延续高活跃度。（3）5 月 24 日证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，减持新规正式稿落地，政策明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得减持，禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出。（4）券商板块持仓和估值位于历史低位，看好受益于政策改善和交易活跃度提升的香港交易所，关注受益交易量改善的互联网券商、整合预期较强标的超额收益机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：浙商证券，中国银河，方正证券；新华保险。

风险提示：股市和宏观经济波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商受监管政策影响具有不确定性。

**【化工】染发剂市场稳步拓展，染发剂原料有望充分受益——新材料行业双周报-20240526**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

近两周（05月10日-05月24日）行情回顾

新材料指数下跌 3.86%，表现弱于创业板指。半导体材料跌 5.07%，OLED 材料跌 3.06%，液晶显示跌 0.32%，尾气治理跌 1.7%，添加剂跌 6.62%，碳纤维跌 4.25%，膜材料跌 5.34%。近两周涨幅前五为南京聚隆、康鹏科技、方邦股份、万顺新材、中石科技；跌幅前五为银禧科技、石英股份、航天智造、雅克科技、上海新阳。

新材料双周报：染发剂市场稳步拓展，染发剂原料有望充分受益

染发剂是具有改变头发颜色作用的一类特殊化妆品。根据中商产业研究院、共研网及鼎龙科技招股说明书数据，2017 年至 2021 年间，国内染发剂行业市场规模由 50 亿元逐步提升至 220 亿元，年均复合增速达到 44.8%。同时其预估 2022 年国内染发剂市场规模约 246 亿元。伴随国内人均可支配收入的提升、颜值经济的兴起等，国内染发剂市场规模稳步扩张。据艾媒咨询数据，我国 40-60 岁年龄群的染发人数占总染发人数比例较大，其在染发上的消费金额达到了整个染发市场近 80% 的份额。从 2016 年开始，我国 40-59 岁人群超过 20-39 岁人群成为我国人口占比最高的人群，同时 60 岁以上人群也处于不断增长的趋势中。到 2021 年，我国 40 到 59 岁的人群在全国人口占比最高，达到了 31.05%。随着染发需求最为旺盛的人群占人口比例的上升，染发剂需求或将进一步释放。作为染发剂的主要成分，染发剂原料主要作用于头发皮层，通过渗入发丝并在其中形成大分子结合体后达到染色效果。展望未来，我们认为伴随染发剂市场规模的逐步扩张，染发剂原料需求也有望进一步释放，相关企业或将充分受益。受益标的：鼎龙科技等。

重要公司公告

【华特气体】减持预披露：公司股东厦门华弘多福投资合伙企业（有限合伙）、厦门华和多福投资合伙企业（有限合伙）、厦门华进多福投资合伙企业（有限合伙）拟于 2024 年 6 月 18 日至 2024 年 9 月 17 日，通过大宗交易方式减持公司股份不超过 240 万股，占公司总股本的比例不超过 2%。

推荐及受益标的

推荐标的：我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代历史性机遇，推荐标的：【电子（半导体）新材料】昊华科技、阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、濮阳惠成等；【新能源新材料】宏柏新材、濮阳惠成、黑猫股份、振华股份等；【其他】利安隆等。

受益标的：【电子（半导体）新材料】鼎龙股份、国瓷材料、松井股份、彤程新材、圣泉集团等；【新能源新材料】晨光新材、百合花、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等。

风险提示：技术突破不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等。

**【医药】骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时——行业周报-20240526**

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时

2024 年 5 月 21 日国家医保局组织开展人工关节集采协议期满后接续采购，并在天津开标。本次接续采购全国共有 6281 家医院参加，填报需求量 58.16 万套，其中髋关节 28.6 万套、膝关节 29.4 万套，与首轮集采协议量相比增长了 7.42%，其中国产报量份额整体提升到 72%。本次接续采购中选价格稳中有降，平均下降 6% 左右，本次接续采购共有 54 家企业的 167 个产品中选，其中，有 47 家企业有产品进一步申报降价，中选产品中有 2/3 的产品价格下降。接续采购中选结果将于 6 月份在全国落地实施。

各厂商价格差异较小，需重点关注服务能力和产品矩阵丰富的骨科龙头



在续约原则上看：以适当的竞争“淘汰”率，引导首轮中选价格较高的产品进一步降价。引入“复活”机制，给予有让利患者意愿的企业更多中选机会，保障供应稳定多元。实行梯度带量，中选排名靠前、价格低的产品带量比例高。同时将首轮集采履约情况纳入考量，在中选排名和带量比例上，向履约良好的企业倾斜。在续约策略上看：参标企业通过多品牌保证了价格梯度区间以满足不同层级的医院需求，同时确保更多的品牌进入排名分量的前40%，以获更多二次剩余量分配。比如威高骨科有海星和亚华，爱康医疗有爱康、天衍、JRI；报价方面基本都在复活价以下，确保规则二中选，不脱标。

在续约结果上看：整体价格体系维持稳定，对各方都较为公平，首次集采报价较低的企业中选价格以上涨为主，通过适度提价提升竞争力，并拥有更大的空间让利经销商以增强合作吸引力，如爱康医疗的膝关节和陶对陶和陶对髌髌关节；而首次报价较高的企业中选价格以下降为主，降价的企业需要在维持利润和满足经销商利益之间找到平衡点，如春立医疗和大博医疗的髌髌关节。进口厂商参与集采的意愿正逐步走低，主要受限于进口厂商供货价格，同时很多经销商进行了国产品牌的切换，外资丢失了部分区域市场。国产小厂商正在逐步出清，格局正进一步优化。未来需重点关注以下能力较优的企业：产能和供应链稳定、反应速度和服务质量佳、创新产品研发和准入节奏好、产品质量优和工具保障更新及时满足临床需求、学术会议和临床资源丰富和标外产品布局体系完整。

#### 推荐标的

制药及生物制品：九典制药、智翔金泰、康诺亚、恩华药业、京新药业、人福医药、恒瑞医药、丽珠集团、健康元、东诚药业、普洛药业、天坛生物、神州细胞；中药：昆药集团、康缘药业、羚锐制药、太极集团、悦康药业、新天药业、天士力；医疗器械：迈瑞医疗、三诺生物、可孚医疗、海尔生物、戴维医疗、澳华内镜、开立医疗、昌红科技；零售药店：益丰药房、健之佳、老百姓；医疗服务：海吉亚医疗、美年健康；CXO：百诚医药、阳光诺和、药明合联、药明生物、泰格医药、百诚医药、圣诺生物、诺思格、普蕊斯；科研服务：毕得医药、奥浦迈、药康生物、百普赛斯、皓元医药、阿拉丁；疫苗：康泰生物。

风险提示：政策推进不及预期，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

### 【农林牧渔】二育加速入场驱动猪价快速上行，国内宠物消费持续回暖——行业周报-20240526

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

周观察：二育加速入场驱动猪价快速上行，国内宠物消费持续回暖

生猪：4月能繁去化延续，二育加速入场驱动猪价快速上行。截至2024年5月24日，生猪自繁自养头均利润58.21元，实现扭亏为盈。据涌益咨询，规模场15公斤仔猪出栏价705元/头（同比+54元/头）。据农业农村部，2024年4月全国能繁存栏3986万头，环比-0.1%，本轮能繁自2022年12月高点至2024年4月已累计去化9.2%（上轮去化幅度8.5%）。展望后市，能繁去化基本到位，伴随生猪及仔猪价格上行，5月能繁或环比转正，猪周期反转已至。

二育加速入场驱动猪价快速上行，小体重猪需求提升引领猪价上涨。据涌益咨询，截至2024年5月24日，全国生猪销售均价16.71元/公斤（周环比+1.28元/公斤，同比+2.40元/公斤）。本周二育入场节奏加快，涌益样本二育占实际销量比重提升至7.26%，育肥舍栏位利用率提升至49%。本周生猪出栏均重125.72公斤/头（周环比+0.42公斤/头），120kg标猪较150kg肥猪溢价0.24元/公斤，二育小体重猪需求提升引领猪价上涨。展望后市，5-6月为二育主力入场时间，二育入场积极性提高对猪价形成持续强支撑。

宠物：国内宠物消费持续回暖，618开门红多品牌表现靓丽。4月中国宠物食品及用品销售额25.61亿元，同比+12.75%，销售额连续2个月正增长；销售量4449万件，同比+22.83%，销售量连续5个月正增长。618开门红首日，天猫宠食消费高增，麦富迪位居猫零食/狗零食/狗主粮榜单第1/1/4名，顽皮位居狗零食/猫零食榜单第5/7名，爵宴位居狗零食榜单第2名。京东成交额与新用户数量高速抬升，多品牌细分品类销售翻倍增长。

周观点：猪周期反转蓄势，转基因产业化扩面提速

猪周期反转蓄势中，重视板块布局机会。推荐：华统股份、巨星农牧、温氏股份、牧原股份、天康生物等。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（5.20-5.24）：农业跑赢大盘 2.63 个百分点

本周上证指数下跌 2.07%，农业指数上涨 0.57%，跑赢大盘 2.63 个百分点。子板块来看，禽养殖板块领涨。个股来看，正虹科技（+60.94%）、晓鸣股份（+38.92%）、湘佳股份（+19.64%）领涨。

本周价格跟踪（5.20-5.24）：本周草鱼、鲈鱼、玉米环比上涨

生猪养殖：5 月 24 日全国外三元生猪均价为 15.39 元/kg，较上周上涨 0.44 元/kg；仔猪均价为 36.84 元/kg，较上周下跌 0.18 元/kg；白条肉均价 19.92 元/kg，较上周上涨 0.35 元/kg。5 月 24 日猪料比价为 4.41:1。自繁自养头均利润 58.21 元/头，外购仔猪头均利润 204.15 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

### 【计算机】周观点：重视电力信息化投资机遇——行业周报-20240526

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2024.5.20-2024.5.24），沪深 300 指数下跌 1.11%，计算机指数下跌 4.17%。

周观点：重视电力信息化投资机遇

（1）企业和专家座谈会顺利召开，重点讨论深化电力体制改革等议题

5 月 23 日下午，习主席在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会并发表重要讲话，参会的 9 位企业和专家代表先后发言，就深化电力体制改革、发展风险投资、用科技改造提升传统产业、建立健全民营企业治理体系、优化外资企业营商环境、推动香港更好融入新发展格局、增强人民群众改革获得感、推动城乡融合发展、完善宏观经济治理体系等提出意见建议。

（2）发改委发布《电力市场运行基本规则》，规范电力交易市场

5 月 14 日，国家发改委发布《电力市场运行基本规则》，自 2024 年 7 月 1 日起施行，取代了 2005 年 10 月 13 日发布的《电力市场运营基本规则》（原国家电力监管委员会令第 10 号）。此次《规则》的主要修订内容包括完善电能量、辅助服务交易等定义和交易方式。根据交易周期将电能量交易分为电力中长期交易和现货交易，电力辅助服务交易包括调频、备用和调峰等有偿电力辅助服务。电能量交易可通过双边交易和集中交易方式开展，具备条件的辅助服务采用市场竞争方式确定提供者。新《规则》旨在规范电力市场行为，保护市场成员的合法权益，并确保电力市场的统一、开放、竞争和有序。

（3）电力体制改革取得积极成效，全国统一电力市场体系建设正在加速

随着 2015 年新一轮电力体制改革启动以来，我国电力市场建设取得积极成效，2023 年全国电力市场交易电量 5.67 万亿千瓦时，占全社会用电量比例从 2016 年不到 17% 上升到 61.4%。电力中长期交易已在全国范围内常态化运行，交易周期覆盖多年到多日，中长期交易电量占市场化电量比重超 90%，稳定了总体市场规模和交易价格。新能源逐步进入电力市场，市场化交易电量 6845 亿千瓦时，占新能源总发电量的 47.3%。后续统筹推进电力市场建设，完善电力辅助服务市场制度，进一步推进省级电力市场建设，稳妥推进区域电力市场建设成为重要方向。

## 投资建议

电力体制改革持续深化，以电力交易、智慧储能、虚拟电厂为代表的电力信息化产品及服务需求有望增加。重点推荐国能日新、朗新集团、远光软件等，受益标的包括南网科技、国电南瑞、国网信通、东方电子、理工能科等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

**【食品饮料】行业基本面筑底，积极因素正在出现——行业周报-20240526**

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：淡旺季分明成为常态，行业低位加大关注

5月20日-5月24日，食品饮料指数跌幅为2.7%，一级子行业排名第7，跑输沪深300约0.7pct，子行业中乳品（+1.8%）、其他食品（+0.0%）、肉制品（-0.7%）表现相对领先。个股方面，莫高股份、春雪食品、张裕涨幅领先；皇氏集团、绝味食品、泉阳泉跌幅居前。本周市场先扬后抑缩量调整，红利板块成为市场抱团主要方向，食品饮料板块也出现回调。二季度为消费传统淡季，消费数据指标如CPI、社零数据等均未有强劲表现，我们认为淡旺季分明可能是近年来市场常态，在商务需求筑底的过程中，更多消费由居民需求拉动，而居民需求具备较强的季节特征，淡季消费场景释放不强，在人均可支配收入低预期的背景下，居民消费更偏向于保守行为。我们认为当前行业需求仍处于缓慢复苏过程，但也可以看到一些积极的因素正在出现。从外部环境来看，地产政策的超预期变化正在推动整体经济进行改善；从板块自身来看，淡季时渠道秩序相对稳定，龙头企业库存没有继续增加，高端白酒的市场批价保持稳定，行业正在积累势能，为下个旺季到来做好准备。近期回调后板块估值已接近年初水平，其中隐含市场对未来经济弱增长的预期。当下板块内部分化加大，龙头凭借品牌与渠道优势仍可保持稳定增长，业绩确定性与持续性较强。并且多数龙头企业均有加大分红趋势，“稳增长，低估值、多分红”可能成为未来一段时间内龙头企业的共性特征。当前资本市场更多是偏向于主题投资，行业轮动快，持续时间短，而食品饮料处于基本面筑底，市场预期低位阶段，建议加大关注，低位布局。短期可关注即将到来的端午节消费情况。我们选取食品饮料四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局各价格带白酒龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业，如休闲零食；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是考虑到上游成本变化情况，布局成本回落品种。

推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、涪陵榨菜

（1）五粮液：2024Q1业绩符合预期，公司严格控货，批价持续上行，渠道信心增加。1618、低度五粮液等非标酒承载更多业绩，公司已步入渠道改善周期。（2）山西汾酒：一季报营收符合预期，利润超预期。汾酒延续景气度，中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）贵州茅台：2024Q1营收略超预期，未来将深化改革进程，提价后动能释放，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。（4）涪陵榨菜：公司布局餐饮渠道及电商平台，新渠道可能贡献增量；同时加大地堆促销力度，传统渠道大概率回暖。叠加原料青菜头价格回落，2024年公司业绩大概率加速上行。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

**【地产建筑】住建部要求各城限贷放松，新房销售降幅整体收窄——行业周报-20240526**

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 郝英（联系人）证书编号：S0790123060017

核心观点：住建部要求各城限贷放松，新房销售降幅整体收窄

本周我们跟踪的64城新房成交面积同比下降，环比增长，累计降幅整体收窄。17城二手房成交面积同比下降，环比持平。土地成交面积同比下降，成交溢价率环比上涨。融资端国内信用债单周发行环比增长，同比下降，累计发行规模同比下降。本周政策端延续宽松态势，住建部要求各城市住房公积金管理中心及时调整住房公积金个人住房贷款利率。各省市响应国家号召，纷纷下调住宅首付款比例和公积金、商贷利率。5月17日集中出台提



振购房需求政策后，多数城市项目来访量稳中有增，市场活跃度提升，但尚未在成交端有所体现，但我们认为，随着核心城市首付比与房贷利率陆续下调，以及政策持续发酵传导，成交端也将逐渐升温。我们认为目前稳地产信号明确，预计未来房地产政策将延续宽松基调，购房需求仍有释放空间。超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，更多逆周期调节举措有望加快落地。板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

**政策端：**多省市贷款利率下调，珠海取消限购政策

**中央层面：**住建部：按照《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》要求，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。

**地方层面：**武汉：中国人民银行武汉分行已发布通知，将首套住房贷款利率下限调整至 LPR-70BP，即 3.25%。此次调整是在“517”楼市信贷政策放松之后的又一举措，武汉成为首个实施降息政策的城市。海南省：自 2024 年 5 月 25 日起，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套、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 15%、25%。珠海：5 月 24 日，珠海市取消商品住房的购买限制、废除商品住房的限售年限、鼓励住房置换活动，并提高双缴职工公积金贷款的最高额度至 100 万元。

**市场端：**新房成交环比增长，二手房成交同比下降

**销售端：**2024 年第 21 周，全国 64 城商品住宅成交面积 246 万平米，同比下降 36%，环比增加 1%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 4639 万平米，累计同比下降 42%。全国 17 城二手房成交面积为 185 万平米，同比增速-2%，前值-5%；年初至今累计成交面积 3161 万平米，同比增速-16%，前值-17%。

**投资端：**2024 年第 21 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2497 万平方米，成交土地规划建筑面积 1833 万平方米，同比下降 52%，成交溢价率为 3%。北京：5 月 22 日，北京挂牌出让石景山区首钢园区东南区地块，销售指导价 7.68 万元/㎡，上下浮动 8%。最终地块由中海以底价 57.5 亿斩获。

**融资端：**国内信用债累计发行规模同比减小

2024 年第 21 周，信用债发行 23 亿元，同比减少 76%，环比增加 6%，平均加权利率 2.17%，环比减少 119BP。信用债累计发行规模 1835 亿元，同比减少 5%。

**风险提示：**(1) 市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期，房企资金风险进一步加大；(2) 调控政策超预期变化，行业波动加剧。

### **【化工】涤纶长丝价差企稳反弹，行业盈利预期向好——化工行业周报-20240526**

**金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025**

**本周行业观点 1：**涤纶长丝价差企稳反弹，行业盈利预期向好

本周（5 月 20 日-5 月 24 日）主流大厂报价大幅上调，涤纶长丝价格与价差企稳反弹。据 Wind 数据，截至 5 月 24 日，涤纶长丝 POY、FDY、DTY 价格分别 7,700、8,100、9,000 元/吨，分别较 5 月低点+5.5%、+1.6%、+1.1%；同时，涤纶长丝 POY、FDY、DTY 即期价差分别达到 1,143、1,543、2,443 元/吨，分别较 5 月低点+67.0%、+13.5%、7.0%。同时，长丝企业产销放量，涤纶长丝库存天数有所下降。据 Wind 数据，截至 5 月 23 日，涤纶长丝 DTY、FDY 库存天数分别为 26.2、20.9 天，分别较 5 月 16 日-0.6、-4.5 天。另外，据新凤鸣及桐昆股份公司公告，双方及上海青翔拟对印尼北加炼化一体化项目股权架构、投资金额及项目规模等进行调整。新凤鸣与桐昆股份持续推进印尼炼化项目，此次调整中将投资规模下调，或有助于项目获批，该项目也有望为新凤鸣与桐昆股份的远期发展打开全新空间。我们认为，随着印尼炼化项目的推进，新凤鸣与桐昆股份或将发展重点放在炼化项目。同时对于印尼炼化项目，此次下调后总投资金额相对较大，对于新凤鸣、桐昆股份而言，其资金需求较大，未来其或放缓国内长丝产能大幅扩张的节奏，专注于印尼炼化项目。在此背景下，长丝行业整体发展态势也或从中受益。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

荐标的：新凤鸣、桐昆股份。受益标的：恒逸石化等。

本周行业观点 2：本周磷酸一铵市场价格延续上行走势

据百川盈孚数据，截至 5 月 23 日，磷酸一铵 55%粉状市场均价 2,989 元/吨，较上周 2,911 元/吨相比，价格上行 78 元/吨，幅度约为 2.68%。目前大部分一铵厂家仍以执行待发为主，部分厂家封单停售，一铵下游提货紧张，市场情绪乐观。

本周行业新闻：华恒能源 PTMEG 项目 4 号线顺利投产

【PTMEG 行业】华恒能源 PTMEG 项目 4 号线顺利投产。根据化工在线报道，5 月 16 日，华恒能源 4.6 万吨/年 PTMEG 生产 4 号线顺利投产，加上之前已经建成投产的 2 条 10.4 万吨/年 BOD 生产线和 3 条 4.6 万吨/年 PTMEG 生产线，华恒能源 BDO 产能达到 31.2 万吨/年，PTMEG 产能达到 18.4 万吨/年。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、华峰化学、三友化工、海利得等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】亚钾国际、兴发集团、云图控股、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技、宏柏新材；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、滨化股份等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。

受益标的：【化工龙头白马】卫星化学、东方盛虹等；【化纤行业】新乡化纤、神马股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川发龙蟒、湖北宜化、东方铁塔、盐湖股份等；【硅】三孚股份、晨光新材、新安股份；【纯碱&氯碱】中泰化学、新疆天业等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

## 【通信】国产算力卡性能良好，重视国产算力投资机会——行业周报-20240526

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

智算国产化和自主化节奏加快，重视国产算力产业链

地方政策引导算力国产化、智算建设自主化发展。2024 年 5 月 7 日，北京市经济和信息化局、北京市通信管理局，发布《北京市算力基础设施建设实施方案（2024—2027 年）》（以下简称《方案》），《方案》提出多个目标：（1）智算资源供给集群化。集中建设一批智算单一大集群，到 2025 年，北京市智算供给规模达到 45EFLOPS；（2）智算设施建设自主化。到 2027 年，具备 100%自主可控智算中心建设能力。（3）智算能力赋能精准化。（4）智算中心运营绿色化。新建和改扩建智算中心 PUE 值一般不超过 1.25，大规模先进智算中心 PUE 值一般不超过 1.15，存量数据中心 PUE 值均不高于 1.35。（5）智算生态发展体系化。智算芯片设计生产能力持续提高，数据要素市场更加开放，人工智能技术迭代更加高效。

2024 年 3 月 22 日，广东省通信管理局等九部门发布《广东省算力基础设施高质量发展行动暨“粤算”行动计划（2024-2025 年）》（以下简称《行动计划》），《行动计划》提出，到 2025 年，建成智能计算中心 10 个，在算力方面，算力规模达到 38EFLOPS，智能算力占比达到 50%。力争到 2025 年底，新增国产化算力占比达到 70%。

政策持续引导智算中心集群化、绿色化发展，智算生态体系化、自主化发展，国产算力产业链有望持续受益，建议关注光模块、国产 AI 服务器、国产高速交换机、国产交换机芯片、液冷基础设施提供商、铜缆连接等板块。

### 1.2、H20 售价下调，国产算力卡性能表现良好

国内算力卡市场竞争激烈，H20 下调售价，国产算力后来居上。2024 年 5 月 24 日，《路透社》报道称英伟达专门为中国市场开发的最先进的 AI 芯片开局不力，英伟达下调供应中国市场的 H20 人工智能芯片价格。华为今年将大幅增加其 Ascend910B 芯片的出货量，在一些关键指标上的表现优于 H20。在某些情况下，H20 芯片的售价

比华为 Ascend910B 低 10%以上。

据券商中国消息，国内服务器经销商以每纽约人民币 10 万元的价格销售 H20 芯片，搭载八组芯片的服务器每台售价约为人民币 110 万元—130 万元。相比之下，分销商销售的华为 910B 单卡价格超过 12 万元，而八卡服务器的单卡价格为 130 万元—150 万元。研究机构 SemiAnalysis 的创始人 DylanPatel 表示，2024 年下半年将有近 100 万片 H20 芯片运往中国，因此英伟达必须在价格上与华为竞争。

我们认为由于贸易政策限制，当前国内算力缺口较大，国产算力后来居上，以华为昇腾为代表的国产算力在应用、框架、基础软件、硬件方面不断优化，部分算力性能指标超过 H20，算力网络组网速率不断升级。随着国产智算中心的持续建设，国产算力方面，受益标的：英维克（液冷核心供应商）；华丰科技（铜缆连接器供应商）；华工科技、光迅科技（光模块供应商）；烽火通信（国产 AI 服务器供应商）；国产算力网络方面，以太网网络在 AI 集群组网中性价比较高，高速数据中心交换机市场逐渐复苏，受益标的：盛科通信（国产以太网交换芯片供应商）；紫光股份、中兴通讯、锐捷网络（国产以太网交换机供应商）等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、智能制造发展不及预期、中美贸易摩擦等。

### 【煤炭开采】重视小煤种(喷吹和无烟)涨价，高股息和周期兼具——行业周报-20240526

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：国内供给仍偏紧、电煤和化工用煤提升、关注小煤种涨价

本周动力煤价延续涨势，秦港动力煤 Q5500 平仓价报价 884 元，环比上涨 2.79%。供给端，上周市场担心山西部分煤企恢复夜班生产情绪影响已消除，从近期晋陕蒙的煤矿开工率来看仍在回落，所以供给难言宽松，虽然减产节奏上存在调整，但预计全年产量(尤其是山西)将是负增长；需求端，电煤随着迎峰度夏的来临已出现大幅上涨，后续将进入传统旺季的上涨通道中；非电煤是动力煤需求的加强变量，由于油价的高位，煤化工相对于油化工的成本优势突出，从而开工率延续反弹且仍处于近四年最高水平位；库存端，以秦港为例已处于夏季来临前的主动补库阶段。京唐港主焦煤现货报价 2060 元/吨，环比小幅回落，供给端仍在消化炼焦煤生产大省山西部分煤企恢复夜班生产的负向信息，但需求端代表直接需求的焦化厂开工率仍在反弹，独立焦化厂仍在主动补库，钢材的钢铁库存仍在去库，此外 5 月 17 日央行的地产金融政策（下调手套二套房首付比例、公积金利率下调、保障性房再贷款等）将在预期层面对“焦煤-焦炭-钢铁”产业链产生需求利多效果。关注小煤种涨价：近期喷吹煤（贫瘦喷吹和无烟喷吹）价格从底部反弹，走势与炼焦煤出现背离，分析是钢厂高炉开工率提升，从成本考虑则优先采购更为便宜的喷吹煤替代焦炭（约 1100vs2000 元/吨）；无烟煤（无烟块煤和无烟末煤）已连续多周反弹，其中无烟块煤主要用于尿素生产，主因尿素价格大幅上涨，无烟末煤主要用于火力发电，因其高热值与低热值电煤混配，价格走势因迎峰度夏来临而上行。

投资逻辑：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起

煤价判断。动力煤属于政策煤种，各方对动力煤价的关注度更高，我们判断价格仍将以稳为主，并将在箱体区间里震荡，当前正处于区间的下限，从而也具备向上弹性且表现为区间内的弹性。之前我们一直判断港口动力煤价在 800 元存在很强支撑，4 月上旬已被验证，主要原因包括：一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；三是疆煤外运存在 800 元港口价格的临界值影响；四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，布油 70 美金与港口煤价 800 元所制烯烃成本相当。对于动力煤高点判断，我们更多关注是政策的要求、电厂采购行为、煤化工的加强变量（煤油价格联动与地缘政治），三方面综合来看价格高点有望上涨至 1100 元。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上的弹性且是完全弹性。之前我们判断通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在 800 元支撑，则炼焦煤价格存在 1920 元的支撑，4 月中旬已被验证。炼焦煤基本面供需增仍在演绎，供给端的炼焦煤生产大省山西减量是省政府的目标，需求端的稳增长政策持续出新，对地产和基建都有更多支持，尤其是对地产的支持力度在明显加强，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



“煤焦钢产业链”整体需求预期朝向利多方向发展。炼焦煤价格存在更大向上弹性且没有政策的天花板。我们认为，煤炭板块有望迎重新布局的起点，这一轮投资是高股息与周期弹性兼备，有望吸引比上一轮更多资金的配置。煤炭股高股息投资逻辑仍是主线，因为当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们 2024 年 1 月 22 日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》来看，即使动力煤价 800 元，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企 2023A 业绩对应的静态市盈率 PE 的平均值约为 8 倍，中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前 2023 年静态 PE 超过 13 倍，中国神华有望作为板块估值提升的锚。煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现，当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。多维度精选煤炭个股将获得超额收益。一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】，未来对煤炭价格脱敏实现更高的业绩稳定性，资本开支结束后有望获得高股息；五是新增小煤种（喷吹煤和无烟煤）弹性标的，推荐【潞安环能、兰花科创、华阳股份】；六是新增热值提升、成长性凸显以及存在可转债的【甘肃能化】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，新能源加速替代。

### 【化工】R22、R32 价格保持上行，或存进一步上涨可能——氟化工行业周报-20240526

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（5 月 20 日-5 月 24 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 5.33%，跑输上证综指 3.26%。本周（5 月 20 日-5 月 24 日）氟化工指数收于 3233.54 点，下跌 5.33%，跑输上证综指 3.26%，跑输沪深 300 指数 3.25%，跑输基础化工指数 1.90%，跑输新材料指数 2.30%。

氟化工周行情：R32、R22 价格继续上涨，或存进一步上行预期

萤石：据百川盈孚数据，截至 5 月 24 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,762 元/吨，较上周同期持平；5 月均价（截至 5 月 24 日）3,736 元/吨，同比上涨 18.21%；2024 年（截至 5 月 24 日）均价 3,431 元/吨，较 2023 年均价上涨 6.42%。

据氟务在线跟踪，供应端短线萤石粉难有增量，市场整体库存偏低位，供应量利好支撑明显，市场低价货源难寻，业者对于后市继续存看好预期。然下游行业工厂难改利润亏损局面，原料高位，采买积极性不足，市场博弈为主。

制冷剂：截至 05 月 24 日，（1）R32 价格、价差分别为 36,000、22,688 元/吨，较上周同期分别+2.86%、+4.83%；（2）R125 价格、价差分别为 40,500、22,591 元/吨，较上周同期分别-10.00%、-16.61%；（3）R134a 价格、价差分别为 32,000、12,916 元/吨，较上周同期分别持平、持平；（4）R143a 价格、价差分别为 60,000、44,830 元/吨，较上周同期分别持平、+0.08%；（5）R22 价格、价差分别为 29,000、18,942 元/吨，较上周同期分别+9.43%、+15.00%。

据氟务在线跟踪，制冷剂个别牌号供应依旧偏紧，市场挺价心态尚存。进入 5 月下旬制冷剂企业开工呈现回落趋势，不同品种呈现区别化走势，6 月进入需求消化旺季与此同时进入生产淡季，生产负荷开始出现回落趋势，预计近期市场消化涨幅。

重要公司公告及行业资讯

【新宙邦】公司拟投资 3.5 亿美元在美国路易斯安那州建设电池化学品（年产 20 万吨碳酸酯溶剂及 10 万吨

锂离子电池电解液)项目。

【萤石】5月25日,内蒙古赤峰市林西县金源矿业开发有限公司水头萤石矿在治理塌陷区进行充填作业时地表发生塌陷,4人坠入塌陷坑,下落不明。事故发生后,内蒙古自治区应急管理厅立即成立工作组,赶赴事故现场指导救援。

#### 行业观点

我们认为,氟化工全产业链将进入长景气周期,从资源端的萤石,到碳中和最为彻底的行业之一制冷剂,以及受益于需求迸发的高端氟材料、含氟精细化学品等氟化工各个环节均具有较大发展潜力,国内企业将乘产业东风赶超国际先进,建议长期重点关注。推荐标的:金石资源(萤石)、巨化股份(制冷剂、氟树脂)、三美股份(制冷剂)、昊华科技(制冷剂、氟树脂、氟精细)等。其他受益标的:永和股份(萤石、制冷剂、氟树脂)、中欣氟材(萤石、氟精细)、东岳集团(制冷剂、氟树脂)、东阳光(制冷剂)、新宙邦(氟精细)。

风险提示:下游需求不及预期,价格波动,政策变化,安全生产等。

### 【化工】单位GDP能耗下降2.5%目标及设备更新换代将深化化工结构性供给侧改革——化工周期新起点系列 1-20240526

金益腾(分析师)证书编号: S0790520020002

再设单位GDP能耗目标,新一轮供给侧改革或势在必行

3月5日的《政府工作报告》提出了2024年发展主要预期目标,其中提到:单位国内生产总值能耗降低2.5%左右,生态环境质量持续改善。回顾2015年至今的历年政府工作报告,均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量的降低提出相应的目标。此次《政府工作报告》是继2022-2023年连续两年均没有设定年度单位国内生产总值能耗降低的具体数值之后,再次针对2024年单位国内生产总值能耗降低提出具体目标,且设定了2.5%左右这一相对较高的数值。可以看出,此次《政府工作报告》对于单位GDP能耗降低事项的重视以及实现2024年目标的必要性与重要性。为了实现这一目标,我们认为,设备更新、提升行业标准、技术升级改造等措施或对降低单位GDP能耗具有重要作用。

复盘历史三轮周期,当前或已处于新一轮周期的起点

我国工业景气(包括化工行业)自2008年以来经历了三轮周期:(1)2008年底-2015年,全球金融危机后的“四万亿”需求刺激计划带动制造业景气迅速回升。(2)2015年底-2020年中,提出供给侧结构性改革,通过“三去一降一补”等措施,工业景气度大幅提升。(3)2020年底-2023年,因我国率先从全球公共卫生事件冲击中恢复生产,出口需求旺盛,同时我国新能源产业高速发展,进一步带动了工业品需求。而提出“双碳”战略,在供给端对高耗能产业有所约束。我国工业景气度因此迅速回升。回顾历史,立足当下,我们认为,化工行业当前处于景气周期低点,并呈现边际改善趋势。从近期政策端提及的“新质生产力”、约束新能源产能过剩、推动设备更新和以旧换新、重提能耗指标等表述来看,新一轮供给改革以及经济向高质量发展转型或势在必行。

化工配置的“两个思路,四大方向”

我们提出化工配置的“两个思路,四大方向”。两个思路:(1)寻找进行节能降耗效果更加明显的高能耗行业:如工业硅、黄磷等。(2)寻找行业集中度较低、能耗或成本曲线陡峭的行业:如工业硅、纯碱、PVC等。四大方向:(1)龙头白马:如万华化学、华鲁恒升等,作为代表化工行业的具有标志性的龙头白马企业,在每次周期上行时期均有不错的表现。同时这些企业自身又有很强的内生成长性,所以长期来看,其 $\alpha$ 和 $\beta$ 兼具,往往成为标配标的。(2)已开启景气上行的行业:如氟化工、涤纶长丝、轮胎等,行业已经处于或即将开启景气上行周期,供给侧改革的到来或将进一步催化行情。(3)“新质生产力”即下游需求较好的行业:如工业硅、纯碱等,下游光伏发展空间依然较大,叠加本身高耗能属性,供给侧改革+需求高增或可使行业景气快速反转。(4)传统高耗能行业:如氯碱、磷化工、钛白粉等行业,将直接受益于供给侧改革、能耗控制等政策。

风险提示：政策执行不及预期，宏观经济下滑超预期，需求下滑超预期。

## 【银行】取消“手工补息”对流动性指标的影响测算——存款监管跟踪点评-20240524

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（联系人）证书编号：S0790123060024

上市银行涉及“手工补息”存款规模约 20 万亿

“手工补息”行为主要存在于国股行，涉及存款类型主要是对公活期存款。补息对象分为两种：一是客户经理为留存大企业客户，变相突破存款利率授权要求或自律上限，为客户提供高息对公活期存款；二是理财产品通过保险资管产品购买高息活期存款。根据我们测算，国有行/股份行/城商行/农商行涉及“手工补息”的存款合计约 20 万亿元，分别占对公活期存款 42%/55%/32%/20%。以国股行为主，其中工行、建行、农行、中行和交行分别为 2.98/2.45/2.83/2.33/0.94 万亿。

4 月大行对公活期存款规模下降，超发同业存单，资金融出意愿降低

对公活期存款或有部分流失，6 月活期存款结息时需重点关注。2024 年 4 月大型银行对公活期存款规模下降 1.64 万亿元，同业存单发行量提升，同比多发 1188 亿元；由于存款流失，4 月大行资金融出规模下降。此外，取消补息后，部分对公活期存款转移至资管产品，非银资金量增加，资金融入诉求下降，R007 和 DR007 利差出现明显收窄。由于对公活期存款付息频率为季度，因此目前取消补息的影响更多体现在增量上，在 6 月末银行对存量活期存款结息时，仍需重点关注银行存款流失和资金面情况。

取消“手工补息”后，国有行流动性指标或承压

我们在三种情形假设下，以 2023 年末数据静态测算取消补息后，国有行流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金（NSFR）的变化。当对公活期存款转为定期存款时，国有行流动性指标优化；当对公活期存款流失或转为同业活期存款时，国有行流动性指标承压。

（1）若补息对公活期存款有 30% 转为 1M-1Y 定期存款：国有行 LCR 提升，NSFR 不变。中行/建行/工行/农行/交行 LCR 分别提升 10.11/8.22/6.63/9.73/9.76pct。

（2）若补息对公活期存款有 30% 转为同业活期存款，国有行 LCR 下降，NSFR 下降。中行/建行/工行/农行/交行 LCR 分别下降 14.16/13.07/10.88/11.90/10.89pct；NSFR 分别下降 2.04/1.73/1.89/2.00/1.93pct。

（3）若补息对公活期存款流失 30%，国有行 LCR 下降，NSFR 下降。中行/建行/工行/农行/交行 LCR 分别下降 9.92/9.50/9.12/9.58/7.78pct；NSFR 分别下降 2.04/1.73/1.89/2.00/1.93pct。

投资建议：高股息仍具性价比，关注复苏主线切换

监管着力压降银行负债成本，利好息差企稳。“低估值+高股息”策略仍有效，此外区域景气度高、客群结构占优的银行将显示出更好的业绩韧性。推荐中信银行、苏州银行，受益标的有农业银行、成都银行、常熟银行、江苏银行、瑞丰银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期；银行转型不及预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup> 根据新凤鸣 2024 一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn