

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|行业比较周报——国债期货波动下，A 股红利是否仍占优》

1、国债期货下跌不能推出股市红利风格走弱，红利可能继续占优；即使红利风格因国债回调走弱，红利内部的垄断资源类红利可能依然具备超额。股债上涨的因素既有共同因素（如货币宽松），又有互斥因素（如风险偏好）。分子端看，有色、煤炭和石油石化等资源红利类板块产能利用率相对位置较高，供需格局佳，经济预期修复下的涨价弹性较大，或有更大的利润弹性；分母端看，若政策引导下债市收益率曲线陡峭化，映射至股市风偏提升，那么红利中的垄断资源类也是弹性品种。2、行业比较投资策略：深挖红利，耐心制胜。继续看好“耐心资产”等高股息方向，新质生产力或有表现机会。看好后续高股息风格继续演绎，红利板块内部新一轮扩散。新“国九条”中提到“市值管理”、“提高二级市场投资回报率”，政策逻辑和市场逻辑共振之下，具备垄断性、稀缺性的高股息资产有望获得价值重估。

风险提示：1）过去历史经验仅供参考；2）影响股债联动的因素较多，文中分析仅为一类抽象模型；3）行业的产能数据口径或有区别。

《宏观|市场的两个恐惧症》

1、第一个是担心地产的量价下行引发金融系统风险。之所以叫“恐惧症”，原因是叙事和现实之间存在差异。市场对地产下行的恐惧挥之不去。一是恐惧于房价下跌—房地产变为负资产—居民断贷—金融风险爆发；二是恐惧于财富缩水—消费下滑—经济通缩—债务问题加剧—财富进一步缩水。事实上，房地产的风险越跌越小。第一，站在房地产行业的角度，既能看到库存去化、价格回归价值的过程，也有成熟市场作为参照。第二，站在金融风险的角度，地产向金融的传导阻隔较多。第三，站在经济的角度，地产下滑对经济的影响逐渐被转型抵消。2、市场的第二个恐惧是贸易摩擦。经济越依赖出口的韧性，市场就越担心出口的持续性。5 月出口同比增长 7.6%，其中电动载人汽车同比增长 17%。但市场担心后续中美贸易摩擦可能加剧以及欧盟对中国新能源产品加征关税，认为中国的出口优势难以为继，因此希望出台地产刺激政策。叠加对地产风险越跌越大的预期，加重了经济下行和政策不足的焦虑。

风险提示：地产下跌超预期，经济下行压力超预期，贸易摩擦加剧

《电新|明阳电气（301291）首次覆盖：新能源变压器领军企业，国内海外共振》

核心看点 1：海风升压系统进口替代，量价齐升释放弹性。公司海上风电升压系统产品（海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜）性能领先进口产品，且价格低海外 5%-15%，服务响应更快，或能实现进口替代。海风变压器毛利率高达 47%，期待订单逐步落地，带来业绩弹性。核心看点 2：海外变压器紧缺，间接出海+全球化布局双轮驱动。公司间接出海+全球化布局双轮驱动。2023 年将海外作为重点开拓市场，初步建立间接出海+全球化布局双轮驱动战略模式。通过与国内知名新能源头部企业合作（如阳光电源、上能电气等），快速扩大公司在国际市场知名度。我们预计公司 24-26 年实现营收 62/77/93 亿元，实现归母净利润 6.0/8.0/9.9 亿元。按照可比估值法，我们选取金盘科技、伊戈尔作为可比公司，考虑公司受益于海风进口替代的同时，间接出海+全球化布局双轮

天风 7 月金股推荐

简称	调入时间
中国人寿	20240131
新澳股份	20240229
中天科技	20240331
中际旭创	20240430
温氏股份	20240430
恒林股份	20240430
中烟香港	20240430
锐明技术	20240531
顶点软件	20240531
华达科技	20240531
昂立教育	20240531
天孚通信	20240630
立讯精密	20240630
工业富联	20240630
福昕软件	20240630
火炬电子	20240630
中国中车	20240630
万华化学	20240630
美的集团	20240630
学大教育	20240630
劲仔食品	20240630
北京人力	20240630
锦波生物	20240630
中国电建	20240630
浙能电力	20240630
渤海轮渡	20240630
铂科新材	20240630
银泰黄金	20240630
招商蛇口	20240630
赤子城科技	20240630
腾讯控股	20240630

资料来源：天风证券研究所

最新调整日期 2024.06.30

驱动释放业绩和利润弹性，因此给予公司 25 年 20XPE，目标价 51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海风升压系统订单拓展不及预期、产能扩张不及预期、下游新能源增长不及预期、毛利率不及预期、原材料价格波动风险、市场竞争风险、技术人才流失风险；测算具有主观性，仅供参考等。

《交运|上市公司 100 亿现金值多少市值？——论高分红提升公司价值》

1、上市公司百亿现金≈33 亿市值。股东不能直接支配上市公司的现金，所以现金≠市值。根据 DCF 估值法，上市公司的百亿现金，约等于 33 亿市值。如果百亿现金分红给投资者，那么这笔现金的市值将提升。2、海外高分红、高回购公司股价大涨。联合太平洋铁路、麦当劳等高分红、高回购的公司，股价涨幅远高于净利润增幅，而且 PE 基本维持稳定。背后的逻辑是高分红和回购推动股价上涨。3、港口、铁路、公路的高分红能提升价值。港口、铁路、公路等交通基础设施公司盈利良好、现金流稳定，有能力高分红、高回购。随着需求增速放缓、资本开支减少，高分红的分红和回购或将大幅提升公司价值。4、建议关注现有高分红和潜在提分红公司。现有高分红公司：渤海轮渡、中谷物流、中创物流、华贸物流、粤高速 A 等。潜在提分红公司：嘉友国际、粤高速 A、青岛港、圆通速递、唐山港等。

风险提示：全球经济增速下行，市场利率大幅上升，央国企考核变化

晨会焦点

《家电|周观点：从区域角度看家电出海机会点——24W26 周度研究》

1、周度研究聚焦：从区域角度看家电出海机会点。中国家电企业全球自主品牌市场份额具备较大提升空间。在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间，中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。2、分地区看，中国企业在亚太份额较为强势（近几年零售量稳定在约 37%-38%水平），其次为东欧地区（零售量份额达到 7%），而中东非、北美、拉美、澳新地区均为中低个位数水平。从地区角度剖析家电出海新机遇，我们认为亚太、中东非及拉美等新兴市场潜力较大。标的推荐：1）大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2）小家电：如【石头科技】/【科沃斯】；3）厨电：如【华帝股份】；4）黑电：如【TCL 电子】/【海信视像】；5）其他家电：如【盾安环境】（与机械团队联合覆盖）/【德昌股份】等。

风险提示：房地产市场景气程度回落的风险；汇率、原材料价格波动风险；新品销售不及预期的风险。

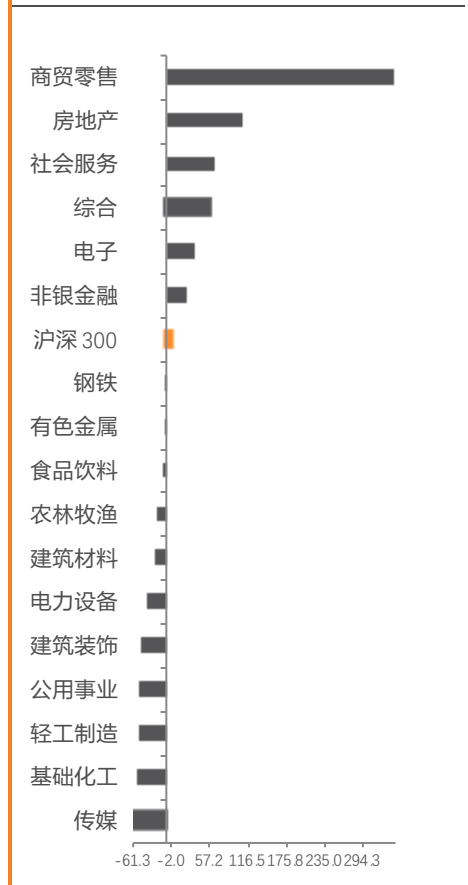
《海外|小鹏汽车——24Q1 年业绩点评：X9 推动毛利率高增，首次确认软件收入》

1、小鹏汽车 24Q1:Q1 累计交付 21,821 辆车，同比增长 19.7%，环比下降 49.8%，主要由于 G6 及 24 款 G9 当期交付量减少和季节性影响；总营收 65.5 亿元人民币，同比增长 62.3%，汽车收入 55.4 亿元人民币，同比增长 57.8%，服务和其他收入 10 亿元，同比增长 93.1%。2、国内首个端到端大模型上车，25 年实现城区高速智驾体验同步：24 年 5 月 20 日小鹏汽车发布国内首个量产上车的端到端大模型，包括神经网络 XNet、规控大模型 XPlanner 和大语言模型 XBrain。其产品预期实现“2 天迭代一次”，并在未来 18 个月内智驾能力提升 30 倍，在 2025 年实现城区智驾比肩高速智驾体验。我们认为更广泛、高效的经销商渠道铺设和更有竞争力的成本

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2982.38	-0.49
沪深 300	3463.41	-0.24
中证 500	4910.92	-0.78
中小盘指	3247.99	-0.75
创业板指	1660.12	-0.29
国债指数	214.13	0.02

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	17978.57	1.18
道琼斯	39331.85	0.41
纳斯达克	18028.76	0.84
标普 500	5509.01	0.62
日经 225	40580.76	1.26
德国 DAX	18164.06	-0.69
法国 CAC	7538.29	-0.3
富时 100	8121.20	-0.56
台湾	23172.43	1.28

申万行业指数预览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1

有望在下半年开始逐步和新产品周期如 X9、Mona 等实现共振，我们持续看好小鹏下半年渠道和车型的年内的双下沉。Mona 新品发布后有望叠加前期渠道下沉和智能化领先的双重因素实现 15 万级别电动车市场的稀缺竞争力，有望打造年内继 X9 后的重点车型，同时后续新平台车型的毛利水平有望持续提升，建议持续关注公司新车型计划。

风险提示：新车型销量不及预期；智能驾驶研发速度不及预期；新能源行业与政策不及预期等

评级调整

公司/行业	评级调整日期	盈利预测与价格区间
明阳电气(301291)	买入(首次) 20240703	24/25/26EPS 1.94/2.57/3.18,TP51
京沪高铁(601816)	增持(首次) 20240702	24/25/26EPS 0.27/0.30/0.33,TP6.07
飞龙股份(002536)	买入(首次) 20240701	24/25/26EPS 0.65/0.86/1.07,TP13
金杯电工(002533)	买入(首次) 20240701	24/25/26EPS 0.80/0.90/1.02,TP12.9
瑞鹄模具(002997)	买入(首次) 20240701	24/25/26EPS 1.67/2.08/2.71,TP
成都华微(688709)	买入(首次) 20240630	24/25/26EPS 0.59/0.74/1.00,TP
福昕软件(688095)	买入(首次) 20240627	24/25/26EPS -0.51/-0.13/0.58,TP79.03

基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4
有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2
食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9
房地产	245497	95805	23	2.3
商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注:PE、PB 的计算采用 22 年报数据；市值为最近一个交易日的数据

报告列表

明阳电气 (301291): 新能源变压器领军企业, 国内海外共振-买入-孙潇雅
 拓邦股份 (002139): 业绩快速增长毛利率持续提升, 智能控制器龙头保持行业竞争力-买入-唐海清/潘暕/陈汇丰/王奕红
 非银金融: 非银行金融行业研究框架-强于大市-杜鹏辉/陈嘉言
 交通运输: 上市公司 100 亿现金值多少市值? ——论高分红提升公司价值-强于大市-陈金海/邹嫚
 家用电器: 从区域角度看家电出海机会点——24W26 周度研究-强于大市-孙谦/赵嘉宁
 宏观: 市场的两个恐惧症-宋雪涛
 行业比较周报: 国债期货波动下, A 股红利是否仍占优-吴开达/孙希民
 小鹏汽车: 24Q1 年业绩点评: X9 推动毛利率高增, 首次确认软件收入-孔蓉

报告摘要

宏观策略

宏观：市场的两个恐惧症

宋雪涛 songxuetao@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517090003

市场对当前经济存在两大“恐惧症”，第一个是担心地产的量价下行引发金融系统风险，第二个是担心出口在贸易摩擦的影响下大幅下行。之所以叫“恐惧症”，原因是叙事和现实之间存在差异。

风险提示：地产下跌超预期，经济下行压力超预期，贸易摩擦加剧

行业比较周报：国债期货波动下，A 股红利是否仍占优

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110524030001

核心结论：国债期货下跌不能推出股市红利风格走弱，红利可能继续占优；即使红利风格因国债回调走弱，红利内部的垄断资源类红利可能依然具备超额。股债上涨的因素既有共同因素（如货币宽松），又有互斥因素（如风险偏好）。分子端看，有色、煤炭和石油石化等资源红利类板块产能利用率相对位置较高，供需格局佳，经济预期修复下的涨价弹性较大，或有更大的利润弹性；分母端看，若政策引导下债市收益率曲线陡峭化，映射至股市风险偏好提升，那么红利中的垄断资源类也是弹性品种。按照未来经济预期是否改善（分子端）+剩余流动性分配比例是否下降（分母端）进行四类情形推演，我们认为具备垄断性、稀缺性的资源类红利可能是“占优策略”。

国债期货持续上涨或反映货币不紧张，但风险偏好较低导致高比例的剩余流动性，央行借入国债则或引导剩余流动性减缓流入国债期货

从逻辑上来说，央行借入国债操作或增加债市卖空力量，引导剩余流动性减小，资金可能流入股市，但对红利股影响不明确：1）红利股首先是权益资产，流入股市的流动性增加本身构成潜在购买力量；2）而红利股又是权益资产中相对低风险偏的品种，政策操作引导收益率曲线陡峭化的行为是对债市风险偏好的引导，在权益市场可能会发生类似的风险偏好映射；3）红利股中亦存在弹性较大的标的，并不一定都是“防御”属性，即使股市风险偏好提升、追求弹性，红利未必跑输。

实证经验看，国债和红利风格未必同向，国债期货下跌不能推出股市红利风格边际走弱

23 年 H2，红利/全 A 与国债常负相关；2024 年 2 月-3 月股市快速反弹过程中，虽国债走高，红利/全 A 下降，红利跑输，但垄断资源类红利未跑输；24 年 4 月，债市回调过程中，垄断红利则继续对全 A 超额明显。从绝对涨跌幅角度，国债期货与股指相关性大部分时候为负，部分区间与部分股指或有正相关。2017 年来的三次分别是 2016H2-2017H1、2020 年底至 2021 年初的创业板以及 2023 年 H2 后的红利指数，但相关性均较低，正相关性基本在 0.3 以内。从滞后期分析看，国债期货下跌未必跟随股指的涨跌变动。

股债上涨的因素既有共同因素，又有互斥因素，在货币总量不变情况下，风险偏好会影响股/债的资金分配比例，是互斥因素；而在风险偏好给定时，增加货币供给可能对股、债都有支撑。从股市内部的红利/成长风格看，红利股首先是权益资产，如风险偏好下降，资金从股市向债市流动，红利股或受虹吸；但红利股又是权益资产中相对低风险偏的品种，风险偏好降低又可能使得部分股市内原来投资成长股的资金调仓至红利股，两因素存在对冲。

情形推演下，供需格局偏紧的垄断资源类红利或为占优策略

我们将未来影响成长/红利风格的变量主要抽象为两类：一是经济基本面预期是否提升，其背后影响因素包括经济数据改善、房地产市场改善、更多内需政策出台等；二是剩余流动性比例是否下降，其背后影响因素包括风险偏好、

政策引导或释放信号（例如此次央行借入国债）等。由于红利中分顺周期资源类成分+稳定类低波动成分，红利在四类情形中可能都不会成为弱势风格，而其中的垄断资源类红利则更是一种占优策略（四类情形下都可能跑赢）。

行业比较投资策略：深挖红利，耐心制胜

继续看好“耐心资产”等高股息方向，新质生产力或有表现机会。看好后续高股息风格继续演绎，红利板块内部新一轮扩散。新“国九条”中提到“市值管理”、“提高二级市场投资回报率”，政策逻辑和市场逻辑共振之下，具备垄断性、稀缺性的高股息资产有望获得价值重估。

风险提示：1）过去历史经验仅供参考；2）影响股债联动的因素较多，文中分析仅为一类抽象模型；3）行业的产能数据口径或有区别。

行业公司

明阳电气（301291）：新能源变压器领军企业，国内海外共振

孙潇雅 sunxiaoya@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520080009

专注新能源赛道，持续受益高盈利和高景气度

源自明阳新能源投资控股集团，创始人管理经验丰富。明阳集团深耕风能、太阳能等清洁能源近二十年，现为新能源装备行业的领军企业。

公司从事输配电设备，专注新能源赛道。公司产品包括箱式变电站、成套开关设备和变压器，22 年新能源领域收入占比达 78%。

技术优势叠加产品力，巩固新能源头部竞争地位。公司研发团队由国务院津贴专家带头，基于技术优势，公司 21 年新能源（风电、光伏）领域订单占当年新增装机 15%，处于行业前列。

新能源赛道：1）产品技术含量高，赛道具备高盈利。行业对比发现 2022 年箱式变电站、变压器毛利率（新能源-传统）平均差距分别为 7、9pcts；公司内对比发现 2022H1 变压器、成套开关设备（新能源-其他应用）最大毛利率差距为 20.4、21pcts。2）政策端持续推动，受益下游高景气度。双碳目标+十四五规划下，预计“十四五”末新能源发电装机占比超 50%。公司风、光市占率分别 27%、15%，持续受益下游高景气度。

核心看点 1：海风升压系统进口替代，量价齐升释放弹性

海上风电升压系统增速快但国产化水平较低。预计 25 年国内海上风电新增装机 15GW（yoy+50%）。海风升压系统供应以 ABB、西门子、SGB 等海外品牌为主，2021 年市占率为 90%。

公司海风升压系统进口替代，量价齐升贡献业绩。公司海上风电升压系统产品（海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜）性能领先进口产品，且价格低海外 5%-15%，服务响应更快，或能实现进口替代。海风变压器毛利率高达 47%，期待订单逐步落地，带来业绩弹性。

核心看点 2：海外变压器紧缺，间接出海+全球化布局双轮驱动

海外变压器需求增长、供给短缺问题或将持续存在：美国本土变压器、取向硅钢（变压器重要原材料）产能均仅可满足本土 20%需求，取向硅钢产能瓶颈或限制变压器扩产，由此带来出口机会。

公司间接出海+全球化布局双轮驱动。2023 年将海外作为重点开拓市场，初步建立间接出海+全球化布局双轮驱动战略模式。通过与国内知名新能源头部企业合作（如阳光电源、上能电气等），快速扩大公司在国际市场知名度。同时，公司有序推进业务全球化布局，已经获得中国 CQC、美国 UL、欧盟 CE、欧洲 DNV-GL 认证等一系列国内外权威机构认证。

盈利预测

我们预计公司 24-26 年实现营收 62/77/93 亿元，实现归母净利润 6.0/8.0/9.9 亿元。按照可比估值法，我们选取金盘科技、伊戈尔作为可比公司，考虑公司受益于海风进口替代的同时，间接出海+全球化布局双轮驱动释放业绩和利润弹性，因此给予公司 25 年 20XPE，目标价 51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海风升压系统订单拓展不及预期、产能扩张不及预期、下游新能源增长不及预期、毛利率不及预期、原材料价格波动风险、市场竞争风险、技术人才流失风险；测算具有主观性，仅供参考等。

拓邦股份（002139）：业绩快速增长毛利率持续提升，智能控制器龙头保持行业竞争力

唐海清 tanghaiqing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517030002

事件：公司发布 2024 半年度业绩预告，24H1 实现归母净利润 3.61-4.13 亿元，同比增长 40-60%，扣非归母净利润 3.56-4.07 亿元，同比增长 40-60%。

我们的点评如下：

行业景气度回暖经营质量持续增强

2024 年上半年，行业景气度回暖，公司头部客户市占率及高价值产品持续提升，实现了收入和利润的双增长。家电、工具需求已恢复正常，新能源行业随着需求的恢复也在加速出清，公司以充电桩、BMS、PCS 为代表的新产品已推向市场并贡献增量。单季度看，24Q2 实现归母净利润 1.86~2.37 亿元，同比增长约 14.8%~46.7%，扣非净利润 1.86~2.37 亿元，同比增长约 14.5%~45.7%。24Q2 收入延续了一季度增长的态势，毛利率持续提升，扣除汇兑收益影响的情况下，实现了扣非净利润同比大幅提升。

人工智能时代智能控制面临更多机遇

人工智能时代，智能控制的应用场景更加广泛，行业有望加速发展。公司积累了丰富的技术平台和产品平台，在市场化竞争时代，有产品力的公司将实现优势增长。同时公司在流程体系建设、运营方面具有成熟经验，全球化的战略布局，将助力海外市场的拓展，进一步提升市场份额，夯实头部优势。

中长期看，智能社会智能控制需求持续快速增长，公司多区域运营，龙头优势凸显，未来全球市场份额有望进一步提升。围绕智能控制大方向，公司布局新能源业务板块多年，重点受益锂电应用在各个行业的快速渗透。叠加组织优化、降本增效等举措，公司有望实现收入和利润的持续增长。

盈利预测与投资建议：智能化大趋势下，公司有望长期持续成长，叠加组织优化、降本增效等举措，有望保持收入和利润持续增长。未来随外部因素逐步解除、短期和一次性费用投入影响减弱，同时随着公司新产品推出、高价库存出清，公司利润增长有望提速。考虑行业景气度回暖，公司盈利能力持续提升，预计 24-26 年归母净利润为 7.23/9.34/11.96 亿元（25-26 年原值为 8.95/11.12 亿元），对应 PE 为 19/14/11X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，全球经济影响超预期，费用投入超预期，业绩预告为公司初步测算实际以半年报为准等

非银金融：非银行金融行业研究框架

杜鹏辉 dupenghui@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523100001

保险方面：寿险负债端持续强劲复苏，后续资产端有望催化估值的向上弹性。

1) 2024 全年保险行业负债端强劲复苏。储蓄险方面，居民整体风险偏好仍处低位，预防性储蓄需求较强，同时银行定期存款或仍有下行空间，导致竞品吸引力下降，共同推动储蓄险需求旺盛。预计后续或与 23 年情况接近，险企短期上宣传 3.0%定价利率产品即将停售从而带来负债端增长，预计新老产品切换后，受客户资源提前消耗影响，负债端增速或将趋缓；但长期角度，新产品在同类竞品中仍具备相对优势，负债端中长期较为稳定。重疾险方面，预计常规重疾险销售将维持，期待非标/减责新产品带来增量空间。建议关注 24H1 负债端边际改善程度较高的中国平安、中国太保。

2) 估值仍处低位，看好负债端拐点确立后的估值修复空间：当前负债端价值向上拐点有望确立，但资产端 10 年期国债处于历史底部区间，对估值形成压制，一旦资产端扰动因素消除，估值具备较大的向上修复空间，建议关注中国人寿、新华保险。

风险提示：资本市场大幅波动；资本市场改革进程不及预期；保险公司负债端改善慢于预期；测算具有主观性。

交通运输：上市公司 100 亿现金值多少市值？——论高分红提升公司价值

陈金海 chenjinhai@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521060001

上市公司百亿现金≈33 亿市值

股东不能直接支配上市公司的现金，所以现金≠市值。根据 DCF 估值法，上市公司的百亿现金，约等于 33 亿市值。如果百亿现金分红给投资者，那么这笔现金的市值将提升。

海外高分红、高回购公司股价大涨

联合太平洋铁路、麦当劳等高分红、高回购的公司，股价涨幅远高于净利润增幅，而且 PE 基本维持稳定。背后的逻辑是高比例的分红和回购推动股价上涨。

港口、铁路、公路的高分红能提升价值

港口、铁路、公路等交通基础设施公司盈利良好、现金流稳定，有能力高分红、高回购。随着需求增速放缓、资本开支减少，高比例的分红和回购或将大幅提升公司价值。

建议关注现有高分红和潜在提分红公司

现有高分红公司：渤海轮渡、中谷物流、中创物流、华贸物流、粤高速 A 等。

潜在提分红公司：嘉友国际、粤高速 A、青岛港、圆通速递、唐山港等。

风险提示：全球经济增速下行，市场利率大幅上升，央国企考核变化

家用电器：从区域角度看家电出海机会点——24W26 周度研究

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521050004

周度研究聚焦：从区域角度看家电出海机会点

中国家电企业全球自主品牌市场份额具备较大提升空间。在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间，中国家电企业凭借完善的供应链、先进的生产技术及快速迭代产品的能力，有望逐渐打开海外市场。根据欧睿数据，2023 年中国家电全球制造份额已达约 45%，而自主品牌（含收购）份额近年来均不足 20%，在欧美成熟市场及新兴市场份额提升空间均很大。分地区看，中国企业在亚太份额较为强势（近几年零售量稳定在约 37%-38% 水平），其次为东欧地区（零售量份额达到 7%），而中东非、北美、拉美、澳新地区均为中低个位数水平。从地区角度剖析家电出海新机遇，我们认为亚太、中东非及拉美等新兴市场潜力较大：

1) 新兴市场国家数量及背后人口基数庞大，家电需求占全球比重有望扩大。据欧睿国际，2023 年亚太（不含中国）、中东非、拉美地区人口数量分别达 29.6、17.3、6.6 亿人，合计达到 53.5 亿人，约为同期中国人口数（14.1 亿）的 3.8 倍。依托庞大的人口数量，新兴市场家电需求具备较大的挖掘空间，2023 年亚太（不含中国）+拉美+中东非地区家电行业零售量规模约 9.8 亿台，占同期全球家电行业零售量规模（30.8 亿台）的 32%，欧睿国际预计 2028 年有望升至 11.5 亿台，占比达 34%。分地区看，欧睿国际预计 23-28 年 CAGR 中东非 4.6%、拉美 3.3%、亚太（不含中国）3.0%，均高于全球同期增速（1.7%），后续新兴地区需求具备较好成长性。

2) 新兴市场家电品类保有量较低、处普及初期，欧洲空调需求仍具备增长潜力。2023 年南亚/东南亚、中东非、拉美地区大部分国家家电品类渗透率均低于国内渗透率水平，伴随当地经济水平发展带动家电渗透率提升，行业规模具备大幅提升空间。此外，基于此前欧洲地区夏季气温不高、空调使用率低和空调安装费用高，欧洲发达国家空调渗透率普遍低于 50% 左右水平，考虑到近年来欧洲极端天气引发的次生灾害频发，意大利、西班牙、希腊和法国南部的空调保有量在过去 10 年迅速上升，中长期维度看亦或带来较大空调需求。

3) 新兴市场格局分散、家电快速扩容，白电龙头出海有望加速行业整合。据欧睿国际，2023 年亚太、拉美、中东非地区家电企业 CR3 分别为 21%、19%、10%（零售量口径），对比同期成熟市场约 23%-26% 水平有待进一步整合。国内龙头企业在海外各地区份额对比各地区龙头看，拉美地区具备 6-8 个点提升空间，中东非地区具备 2-4 个点提升空间。品类角度看，结合欧睿国际数据，展望未来五年，新兴市场中亚太地区、中东非地区大家电零售量成长性（CAGR 均有望达到 20%+）整体好于小家电；拉美地区小家电零售量增速有望达到 19%，快于大家电同期约 14% 增速。国内白电龙头有望依托在大家电领域长期积累的制造能力迁移海外新兴市场，带动当地行业格局进一步整合，实现自身企业份额扩张。

进一步通过量化分析，我们得到亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大。我们选取大家电近 10 年零售量 CAGR、小家电近 10 年零售量 CAGR、2023 年人口规模、2023 年家庭数、城市化率、大家电（空冰洗彩灶均值）2023 年每百户保有量、小家电（吸尘器）2023 年每百户保有量等 7 项指标对各区域进行排名，得出结论：基于过去十年家电品类零售量的快速增长，以及各地区背后庞大的人口规模与家庭户数，叠加城市化率、家电百户保有量相较于成熟市场仍具备较大提升空间，亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大。考虑到当地行业集中度相对较低，自有品牌仍有待进一步整合，相对成熟市场当地人民或对新品牌的接受程度较高，国内家电企业在这些市场的前瞻性布局有望带来后续潜在发展空间。

标的推荐：1) 大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2) 小家电：如【石头科技】/【科沃斯】；3) 厨电：如【华帝股份】；4) 黑电：如【TCL 电子】/【海信视像】；5) 其他家电：如【盾安环境】（与机械团队联合覆盖）/【德昌股份】等。

风险提示：房地产市场景气程度回落的风险；汇率、原材料价格波动风险；新品销售不及预期的风险。

小鹏汽车：24Q1 年业绩点评：X9 推动毛利率高增，首次确认软件收入

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002

小鹏汽车 24Q1:Q1 累计交付 21,821 辆车，同比增长 19.7%，环比下降 49.8%，主要由于 G6 及 24 款 G9 当期交付量减少和季节性影响；总营收 65.5 亿元人民币，同比增长 62.3%，汽车收入 55.4 亿元人民币，同比增长 57.8%，服务和其他收入 10 亿元，同比增长 93.1%，主要系大众汽车集团进行平台与软件战略技术合作有关的技术研发服务收益本季度首次确认软件收入。24Q2 指引：公司预计 24Q2 汽车销量将在 2.9 万辆至 3.2 万辆，对应的收入约为 75.0 亿元至 83.0 亿元。

利润端：整体毛利率 12.9%，汽车毛利率 5.5%，汽车毛利提升主要系成本降低及产品组合改善所致，此外由于下调 P5 销量预期，P5 相关的存货减值及采购承诺的亏损对本季度汽车毛利率产生了 3.2 个百分点的负影响，加回后为 8.7%；本季度净亏损 13.7 亿元人民币，同比缩窄 41.5%。

费用端：研发费用 13.5 亿元，同比增长 4.2%，销售和管理费用 13.9 亿元，同比增长 0.1%。本季度小鹏 574 家门店，

覆盖 178 个城市，环比增加 74 家。本季度现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及现金存款总计 414.0 亿元。大众合作持续加深，有望逐步提升利润率水平：24 年 4 月 18 日大众汽车集团和小鹏汽车联合宣布双方进一步拓展合作，共同开发基于域控制器及中央计算的电子电气架构，此外 2026 年起，新的架构将应用于本土生产的大众汽车品牌电动汽车中。我们认为相关合作有望提升小鹏技术输出的价值量，并持续打造软件创收的可能性，软件收入有望逐步提升利润率水平。

国内首个端到端大模型上车，25 年实现城区高速智驾体验同步：24 年 5 月 20 日小鹏汽车发布国内首个量产上车的端到端大模型，包括神经网络 XNet、规控大模型 XPlanner 和大语言模型 XBrain。其产品预期实现“2 天迭代一次”，并在未来 18 个月内智驾能力提升 30 倍，在 2025 年实现城区智驾比肩高速智驾体验。我们认为更广泛、高效的经销商渠道铺设和更有竞争力的成本有望在下半年开始逐步和新产品周期如 X9、Mona 等实现共振，我们持续看好小鹏下半年渠道和车型的年内的双下沉。

投资建议：我们认为公司销量增速拐点有望加速到来，且智能化竞争依然是 24 年的主旋律，前期具备领先优势的小鹏汽车有望持续占据席位，有望享受电动化渗透加速后的细分智能化需求提升和下沉市场需求。Mona 新品发布后有望叠加前期渠道下沉和智能化领先的双重因素实现 15 万级别电动车市场的稀缺竞争力，有望打造年内继 X9 后的重点车型，同时后续新平台车型的毛利水平有望持续提升，建议持续关注公司新车型计划。

风险提示：新车型销量不及预期；智能驾驶研发速度不及预期；新能源行业与政策不及预期等

近期重点报告

2024 年 07 月 03 日

明阳电气（301291）：新能源变压器领军企业，国内海外共振-买入-孙潇雅

交通运输：上市公司 100 亿现金值多少市值？——论高分红提升公司价值-强于大市-陈金海/邹嫚

非银金融：非银行金融行业研究框架-强于大市-杜鹏辉/陈嘉言

行业比较周报：国债期货波动下，A 股红利是否仍占优-吴开达/孙希民

2024 年 07 月 02 日

微软公司（MSFT）：微软 2024 Build 大会发布 AI PC 产品和 Azure 更新-买入-孔蓉/李泽宇

投资策略：三中前政策确定性持续增强-吴开达/叶慧超

央行借入国债，债市转向防御？：固定收益货币政策点评-孙彬彬/隋修平/马戎

2024 年 07 月 01 日

飞龙股份（002536）：电子水泵进入收获期，民用领域开启二次成长曲线-买入-邵将/郭雨蒙

瑞鹄模具（002997）：汽车模具龙头发力轻量化，迎来第二成长曲线-买入-邵将/郭雨蒙

金杯电工（002533）：主网变压器电磁线赛道“隐形冠军”-买入-孙潇雅

四川路桥（600039）：当前时点，怎么看四川路桥的投资价值？-买入-鲍荣富/王雯/任嘉禹/王涛

公用事业：探索核电盈利奥秘-强于大市-郭丽丽/裴振华

信用展望：下半年怎么看？：信用市场周报（2024-7-1）-孙彬彬/孟万林

7 月债市做多需要注意些什么？：固收 7 月月报-孙彬彬/隋修平

7 月，耐心等待时机：A 股动静框架之静态指标-吴开达/林晨/汪书慧

海外与大类周报：低波动与低成交状态下的港股应对-吴开达

2024 年 06 月 30 日

波司登（03998）：关注股息属性，高分红垂直赛道稳增长-买入-孙海洋

南网科技（688248）：电网数智化龙头引领成长，源网荷储打开长期空间-买入-缪欣君/孙潇雅/王屹熙

成都华微（688709）：深耕集成电路领域数十年厚积薄发，国产特种芯片龙头冉冉升起-买入-王泽宇/潘暕

有色金属：金属&新材料行业研究框架-强于大市-刘奕町/曾先毅/陈凯丽

通信：AI 算力激涌，光通信乘风而上，通信+踏浪前行-强于大市-唐海清/林屹皓/王奕红/余芳沁/康志毅

投资策略：保持耐心-吴开达/林晨/汪书慧

资金均衡、权益波动，利率震荡下行：债市观察 20240630-孙彬彬/隋修平

年中回调，收益下、利差上：信用债市场周度跟踪（2024-06-30）-孙彬彬/孟万林

6 月城投净融资 838 亿：信用债市场回顾（2024-06-30）-孙彬彬/孟万林

2024 年 06 月 29 日

三一重工（600031）：工程机械静水流深，国内龙头行稳致远-买入-朱晔

本周 CD 利率下行：同业存单周度跟踪（2024-06-28）-孙彬彬/隋修平

周观 REITs2024 年 6 月第 4 周：工银河北高速 REIT 上市-吴开达/肖峰

2024 年 06 月 28 日

电子：电子行业首席联盟培训-强于大市-潘暕

投资策略专题：2024 年中期策略-吴开达/林晨/汪书慧

行业比较周报：为何红利天然适配低波动-吴开达/孙希民

2024 年 06 月 27 日

福昕软件（688095）：PDF 行业全球领军者，订阅与渠道双转型进入收获期-买入-缪欣君/刘鉴

2023 年地方债付息压力几何？：城投专题研究（2024-06-27）-孙彬彬/孟万林

6 月第三周理财规模和收益均下降：理财/基金高频数据跟踪（2024-06-27）-孙彬彬/隋修平

天风证券研究所

策略研究研究团队

吴开达 S1110524030001 wukaida@tfzq.com
林晨 S1110524040002 lichen@tfzq.com
崔杨杨 S1110118050044 cuiyangyang@tfzq.com
肖峰 S1110524040003 xiaofeng@tfzq.com
孙希民 S1110124050011 sunximin@tfzq.com
叶慧超 S1110124050013 yehuichao@tfzq.com
汪书慧 S1110124040014 wangshuhui@tfzq.com
吴黎艳 S1110520090003 wulian@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
王彬宇 S1110523070005 wangbinyu@tfzq.com
高鑫 S1110523080001 gaoxin@tfzq.com

电子元器件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
俞文静 S1110521070003 yuwenjing@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com
包恒星 S1110122070022 baohengxing@tfzq.com
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com

纺织和服装研究团队

孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
张彤 S1110123110018 zhangtong@tfzq.com

非金属材料研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

杜鹏辉 S1110523100001 dupenghui@tfzq.com
陈嘉言 S1110122080007 chenjiayan@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com
马戎 S1110123070014 marong@tfzq.com
李浩时 S1110123070012 lihaoshi@tfzq.com
隋修平 S1110523110001 suixiuping@tfzq.com
魏予陶 S1110123020003 weiyutao@tfzq.com
朱宸翰 S1110524060004 zhuchenhan@tfzq.com
孟万林 S1110521060003 mengwanlin@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com

宏观经济研究团队

宋雪涛 S1110517090003 songxuetao@tfzq.com
张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com
孙永乐 S1110523010001 sunyongle@tfzq.com
林彦 S1110522100002 linyan@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
王钰舒 S1110122070029 wangyushu@tfzq.com
裴振华 S1110524050003 peizhenhua@tfzq.com
胡冰清 S1110122070020 hubingqing@tfzq.com
赵阳 S1110122070034 zhaoyanga@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tje@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
邢颜凝 S1110523070006 xingyaning@tfzq.com
杨滨钰 S1110122070016 yangbinyu@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
刘鉴 S1110123010013 liujianb@tfzq.com
王屿熙 S1110524010001 wangyuxi@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
赵嘉宁 S1110122070006 zhaojianing@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
朱晓辰 S1110522120001 zhuxiaochen@tfzq.com
王悦宜 S1110123070009 wangyueyi@tfzq.com
王涛 S1110521010001 wangtao@tfzq.com
任嘉禹 S1110524070001 renjiayu@tfzq.com
熊可为 S1110523120001 xiongkewei@tfzq.com
蹇青青 S1110124030018 jianqingqing@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
邹嫚 S1110122110011 zouman@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
王鹏飞 S1110123050001 wangpengfei@tfzq.com
姚远超 S1110523070007 yaoyuanchao@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com

金属与材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
陈凯丽 S1110524060001 chenkailei@tfzq.com
曾先毅 S1110524060002 zengxianyi@tfzq.com

军工研究团队

王泽宇 S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com
杨英杰 S1110523090001 yangyingjie@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

张樨樨 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
姜美丹 S1110122080074 jiangmeidan@tfzq.com
厉泽昭 S1110122080076 lizezhao@tfzq.com
朱韬宇 S1110121110014 zhutaoyu@tfzq.com
纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
林逸丹 S1110520110001 linyidan@tfzq.com
陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com

汽车研究团队

邵将 S1110523110005 shaojiang@tfzq.com
郭雨蒙 S1110123120005 guoyumeng@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

耿荣晨 S1110123070048 gengrongchen@tfzq.com
何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
贺晓晗 S1110524040005 hexiaohan@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
曹文清 S1110523120003 caowenqing@tfzq.com
张中华 S1110123040044 zhangzhonghua@tfzq.com

食品饮料研究团队

张潇倩 S1110524060003 zhangxiaolian@tfzq.com
何宇航 S1110523090002 heyuhang@tfzq.com
唐家全 S1110523110003 tangjiaquan@tfzq.com
李本媛 S1110524040004 libenyuan@tfzq.com
胡世伟 S1110123070015 hushiwei@tfzq.com
谢文旭 S1110524040001 xiewenxu@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghai@tfzq.com
尧淦 S1110122090001 yaogan@tfzq.com
曹雯瑛 S1110523070001 caowenying@tfzq.com

通信研究团队

唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
林屹皓 S1110520040001 linhonghao@tfzq.com
王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@tfzq.com
袁昊 S1110524050002 yuanhao@tfzq.com
康志毅 S1110522120002 kangzhiyi@tfzq.com

银行研究团队

刘杰 S1110523110002 liujiea@tfzq.com

中小市值研究团队

卢雨婷	S1110116100075	luyuting@tfzq.com
戴飞	S1110520060004	daifei@tfzq.com
林毓鑫	S1110122070077	linyuxin@tfzq.com
周新宇	S1110122070008	zhouxinyu@tfzq.com
资产配置研究团队		
惠政宝	S1110521070004	huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com