

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|A 股策略周报——地量信号再现》

行业配置建议：把握消费板块波动率阶段放大机会，长期仍看“耐心资产”。把握消费阶段大波动：首先，8 月以来的 A 股行情展示出市场对内需政策预期的高度敏感性：1) 在 7 月 30 日的政治局会议通稿中，提振消费相关表述位于各领域细分政策之首，提出“把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费”。2) 7 月 25 日，《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》中明确对涉及领域的 1500 亿资金，对内需支撑政策的中央与地方的资金分担作出了安排。第二，内需类消费板块在 24H2 可能反复的衰退交易+美国大选交易中相对出海链或占优。第三，当前主动偏股公募基金连续 5 个季度赎回，而最新 24Q2 数据显示消费板块主动减仓较多，拥挤度已明显缓解。3) 长期来看，高股息超额反转条件或有两类：一是长期国债利率中枢不再下行，二是高股息板块股息率进一步提升受阻。长期风格切换需耐心等待更多右侧信号，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：地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

《策略|海外与大类周报——日元套息交易展望及国内权益影响》

1、日股与美股在短期政策明朗前或维持震荡状态，中期维度仍具有挑战。长期来看，日本央行或在货币政策上保持后瞻性，等待内生性通胀趋于稳定后再对货币政策正常化，同时在美国经济仍能实现软着陆的基准情形下，长端美债利率或保持高位运行，日股与美股在中期维度上仍有挑战。

2、外资流出背景下，内资机构的定价话语权正在提升，中国权益资产的核心定价因素仍在国内基本面。事实上，资金成本下降只是充分条件，而流入意愿才是必要条件，对海外投资者而言，在地缘政治博弈的紧张状态下，即使自身持有的流动资金较为宽裕，大规模进行国别配置的意愿也可能有所降低，流动性条件改善或难以外溢到全球股市上。从这个角度看，AH 股的定价核心将进一步回归国内基本面，当国内经济实现强劲复苏时，权益的胜率与赔率或将得到显著提升。

风险提示：海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

《金工|量化择时周报：右侧信号的性价比相对更高》

1、择时体系信号显示，均线距离-4.56%，距离绝对值大于阈值 3%，市场由震荡格局转为下行趋势格局。市场进入下行趋势格局，核心观察变量在于市场成本线何时被向上突破。当前市场风控线位于 45 日均线附近，一旦 45 日均线被有效突破意味着下行趋势得到逆转，在此之前保持谨慎。

2、估值指标上，均线距离进入下行趋势，但指数估值极低，即使延续调整，下行空间也较为有限；整体来看，下行趋势格局中，密切关注市场风控线是否被有效突破，一旦突破意味着格局扭转，结束下行趋势；若继续调整，但考虑估值水平，空间也较为有限。

3、我们的行业配置模型显示，进入 8 月份，我们的行业配置模型转向分析师盈利上调板块，推荐养殖/电力；此外 TWOBETA 模型 8 月继续推荐科技板块。当前行业建议关注养殖/电力和电子以及高端装备和创新药。当前以 wind 全 A 股票配置主体的绝对收益产品建议仓位 70%。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

《宏观|加关税与抢出口》

第一，我们认为抢出口可能还没有真正发生，需要等到相对确定的信号出

天风 8 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
华达科技	20240531
昂立教育	20240531
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
锦波生物	20240630
招商蛇口	20240630
腾讯控股	20240630
亨通光电	20240731
天孚通信	20240731
创新新材	20240731
金蝶国际	20240731
海光信息	20240731
航发动力	20240731
徐工机械	20240731
圣农发展	20240731
海信家电	20240731
格力电器	20240731
百济神州	20240731
百亚股份	20240731
海螺水泥	20240731
川投能源	20240731
中谷物流	20240731
山金国际	20240731
纳睿雷达	20240731
腾讯控股	20240731

资料来源：天风证券研究所
最新调整日期 2024.07.31

现后才会开始。目前来看，大选的走向难以预测，而且特朗普竞选时的政策倾向存在自我矛盾，全面大幅加征关税的优先度和可操作性，也得等。第二，我们认为如果大范围加税，“抢出口”会出现类似 2018 年第一轮贸易摩擦之前的状况，即对美出口可能先升后降。如果贸易摩擦反复，“抢出口”可能“再而衰，三而竭”，影响越来越弱化。第三，我们认为抢出口的力度与时间跨度可能与美国需求有关，现阶段美国经济韧性仍在但需求有所放缓，服务消费强、耐用消费弱，高名义库存下的补库存周期偏弱，如果未来需求前景偏弱，可能也会影响到“抢出口”的幅度和持续性。第四，和 2018 年相比，2024 年 6 月中国对美份额已经下降了 4.9%，同时企业开始了两轮出海，在全球竞争中的生存力提升，对加关税的抵抗力也相应增强。

风险提示：关注中美贸易摩擦走势、关注中国与其他国家的贸易关系、全球需求表现超预期

《宏观|欧美可持续发展进入曲折阶段》

第一，未来欧盟在绿色提案正式立法化的过程中将遭遇更多阻碍。在新一届的欧洲议会中，持保守态度的右翼政治团体在议会席位中所占比超过一半。第二，连任的冯德莱恩在推动可持续发展的同时，高度重视工业竞争力，这将放缓汽车工业的电气化转型。第三，英国将迎来一个更为雄心勃勃的清洁能源发展蓝图。第四，美国将发展多元化能源，传统能源和清洁能源谁将占据主导仍是一个未知数，而汽车工业电气化的路途可能面临风波。总体来看，我们认为欧洲除了英国之外，整体的可持续发展势头将不如以往。在新任期中，冯德莱恩将工业竞争力与推动可持续发展并列，而新欧洲议会的构成也意味着之后新的绿色政策的推动也将面临挑战和阻碍。在美国，虽然两党在推动多元化能源发展方面有一定的共识，但究竟传统能源还是清洁能源将占据主导地位，这还需要等待 11 月大选的结果揭晓。不过，可以预见的是，汽车行业的电气化转型之路将充满曲折和不确定性。

风险提示：冯德莱连任期间更倾向于保持工业竞争力；部分欧盟绿色政策可能因加强工业竞争力的考虑而被废止或调整；共和党获胜且 IRA 颁布后宣布的资金并不兑现

《宏观|央行仍然关注对利率的调控——二季度货政报告解读》

第一，改革货币政策框架是未来央行的重点工作。从潘行长演讲内容来看，改革的举措主要是淡化其他期限货币政策工具利率、调整利率走廊宽度、将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，最终形成以价格调控为主的货币政策框架。第二，眼下的改革措施是加强对利率的调控。当前，50 年-30 年、30 年-10 年国债收益率利差分别仅有 0.5、18bp，较 2023 年底分别低 8、9 个 bp，利率曲线处于较为平坦的状态。第三，对信贷投放的诉求边际加强，但仍需底线要求。央行要求“信贷合理增长、均衡投放”要以“防范资金沉淀空转”为前提，且需要是有效的融资需求，意味着央行并不会因为稳增长压力而简单地追求信贷规模的扩张。第四，关于房地产，整体基调仍然是强调加快构建房地产发展新模式，但进一步明确了用于去库存的保障性住房再贷款的使用细节，即需要“房企自愿参与，回笼的资金须用于保交楼项目和其他在建项目”。

风险提示：海外主要央行货币政策走向可能对国内货币政策产生影响；央行对利率水平的调控措施存在不确定性。

《宏观|AI 仍是最大的宏观叙事》

1、过去的一个月，我们看到了市场交易逻辑的变化，且出现了非线性加剧的过程。但在套息交易的风暴平静之后，我们认为最核心的观察基准还是落在 AI 的进程上；与之映射的科技股走势既关系到家庭财富、消费和经济，也影响了美元强弱和美债扩张空间。2、如果 AI 叙事能够继续，美

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2862.19	-0.27
沪深 300	3331.63	-0.34
中证 500	4720.31	-0.75
中小盘指	3128.17	-0.68
创业板指	1595.64	-0.98
国债指数	215.87	-0.03

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	17090.23	1.17
道琼斯	39497.54	0.13
纳斯达克	16745.30	0.51
标普 500	5344.16	0.47
日经 225	35025.00	0.56
德国 DAX	17722.88	0.24
法国 CAC	7269.71	0.31
富时 100	8168.10	0.28
台湾	21469.00	2.87

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
基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4

股可能就只是技术性调整。随着科技股财报的持续不及预期，市场开始从降息交易向衰退交易传导。在这之上，日央行加息导致套息交易反转，加剧了波动。衰退交易与过去一个月的美国经济数据相关，且对于经济数据出现明显不对称性。3、日央行加息带来了去杠杆的效果，但影响大小取决于估值和拥挤度。问题不来自于日央行加息，而是资产本身是否被高估、交易过度拥挤、泡沫过大。但在风暴过去之后，目光仍然需要聚焦于美国 AI 的进程，AI 发展的故事就是当下最大的宏观叙事。

风险提示：美国经济放缓超预期，日央行加息超预期，对套息交易头寸误差较大

买方观点

近期流动性冲击以外宏观变化增多，且临近美联储降息窗口。情绪和指数调整后，客户仍认为大盘风格或有相对优势，仍重视有稳定现金流及科技替代的行业；短期关注主题类机会，以及低位板块中供需结构改善的领域；另外，消费板块政策的出台也有望带来机会

晨会焦点

《电子|周观点：英伟达推出 B200A 面向边缘 AI 应用，看好产品线优化及高端算力平台迭代落地》

英伟达推出降规版 B200A，采用 CoWoS-S 封装技术替代 CoWoS-L，以供给边缘 AI 企业型客户，或也为避免出货延迟、产线冲突问题。看好高端算力平台迭代，TrendForce 预计 2025 年 Blackwell 平台将占 NVIDIA 高端 GPU 逾 8 成，并促使 NVIDIA 高端 GPU 系列的出货年增率上升至 55%。

1) 根据 TrendForce，2024 下半年，英伟达或将为边缘 AI 企业型客户供应降规版 B200A，并转为采用 CoWoS-S 封装技术。2) B200A 热设计功耗 (TDP) 将比 B200 低，搭配该芯片的 GB Rack (机柜) 可采用气冷散热方案，不受液冷散热影响，从而避免出货延迟问题，预期 OEMs 应于 2025 年上半年正式拿到 B200A 芯片，能让延迟至今年第三季才能放量的 H200 有更多被市场采用的机会，避免产品线相隔太近而产生冲突。3) 进入 2025 年，Blackwell 将成为出货主力，以效能较高的 B200 及 GB200 Rack 满足 CSPs、OEMs 对高端 AI 服务器的需求。2025 年 Blackwell 平台将占 NVIDIA 高端 GPU 逾 8 成，并促使 NVIDIA 高端 GPU 系列的出货年增率上升至 55%。

风险提示：消费电子需求不及预期、新产品创新力度不及预期、地缘政治冲突、消费电子产业链外移影响国内厂商份额

《家电&计算机|萤石网络 (688475)：多元化业务收入表现亮眼，公司持续加大海外投入》

公司 2024 年 H1 实现营业收入 25.83 亿元，同比+13.05%，归母净利润 2.82 亿元，同比+8.88%；其中 2024 Q2 实现营业收入 13.47 亿元，同比+11.64%，归母净利润 1.56 亿元，同比-6.64%。

1、新业务毛利率显著提升，公司持续加大海外费用投入。2024 年 H1 公司毛利率为 43.34%，同比+0.38pct，净利率为 10.9%，同比-0.41pct；其中 2024 Q2 毛利率为 43.91%，同比-0.69pct，净利率为 11.62%，同比-2.27pct。公司毛利率较高的物联网云平台毛利率同比+1pct，毛利率进一步提升。

2、公司是智能家居领域领军企业，产品端通过软硬件一体化持续拓展品类及应用场景，逐步构建核心壁垒。收入端，智能门锁经过多年培育如今进入产品收获期，成为除摄像头外带动公司收入增长的第二曲线；利润端，渠道结构变化、产品结构提升、供应链改革带来的降本增效带动利润率的提升。根据公司中报情况，我们适当下调了摄像头收入增速，给予 24-26 年归母净利润 6.9/8.3/9.5 亿元 (前值 7.2/8.7/10.2 亿元)，对应动态 PE 为 33.1x/27.4x/23.9x，维持“增持”评级。

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 23 年报数据；市值为最近一个交易日的数据

风险提示：智能家居渗透不及预期风险；新品拓展不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；技术风险。

《家电|比依股份（603215）：核心空炸业务表现平稳，汇兑收益变化影响利润水平》

公司 2024 年 H1 实现营业收入 8.6 亿元，同比+1.08%，归母净利润 0.68 亿元，同比-46.46%；其中 2024Q2 实现营业收入 5.4 亿元，同比+14.26%，归母净利润 0.58 亿元，同比-28.27%。1、核心空炸业务收入增速保持平稳，外销表现好于内销。公司加快海外产能布局，由公司二级子公司泰国富浩达投资建设的泰国家电工厂项目，第一期工程部分厂房建设预计第四季度完成，目前已着手准备机器设备采购、报关出口及人员招募等相关准备工作。同时公司积极拓展新品类丰富收入结构，制冰机、环境电器等新品类均已相继实现小批量投产，并结合不同客户的改良需求和公司对自身产品品质的严格把控，仍在持续改良更新。2、公司外销增速保持平稳，内销受行业需求较弱的影响增速承压。基于当前的经营情况，公司积极拓展海外产能，扩展新品类丰富收入结构。未来随着新品订单的释放，有望为公司打开第二成长曲线。根据公司中报的情况，我们适当下调了空炸的收入增速和毛利率，预计 24-26 年归母净利润为 1.5/1.7/1.9 亿元（前值 2.2/2.5/3 亿元），对应动态 PE 为 16.6x/14.8x/13.1x，维持“增持”评级。风险提示：新品销售不及预期；自有品牌销售不及预期；外销订单不及预期；原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑。

《家电|周观点：奥维云网数据追踪：空调边际改善，以旧换新政策升级影响待释放

1、2024 年 7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。本轮政策聚焦于白电/黑电/厨大电，补贴力度相较上轮有所加大，为产品销售价格的 15%~20%；同时中央拨款比例有所提升（80%→90%），我们认为此次家电以旧换新政策可以“覆盖”更新需求，有效起到内销托底作用；后续随着各省市政策的进一步跟进，以旧换新政策对于家电的促进作用有望进一步扩大。2、白电&黑电：空调边际改善，以旧换新政策升级、促进影响待释放。我们认为，家电头部企业分红属性明显，在政策对于内销有支撑的背景下，该属性的确定性得到提高。因此家电板块，尤其是白电将重回年初“内稳外强”+高分红的逻辑。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【苏泊尔】/【科沃斯】/【石头科技】；3）厨大电：如【华帝股份】；4）黑电：如【TCL 电子】；5）其他家电：如【德昌股份】/【盾安环境】（与机械组联合覆盖）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|大健云仓（GCT）首次覆盖：海外大件 B2B 先发制胜，数据驱动构筑核心竞争力》

1、公司业绩快速增长，业务结构持续优化。公司于 2010 年迈入跨境电商领域，积累先发优势，现专注于跨境大件商品 B2B 交易。三大核心业务板块包括 GigaCloud3P、GigaCloud1P 和平台外电子商务，2023 年总 GMV 达 7.9 亿美元。2、后疫情时代跨境家具市场广阔，家具出海大有可为。需求方面，疫情时期线上消费习惯的培养和供应链的完善，促进全球电商规模和电商渗透率稳步提升，全球 B2B 电商市场规模有望进一步扩大，2027 年预计可达 21 万亿美元。而美国作为 2022 年全球第一大家具市场，预计未来需求保持稳健增长。供给方面，中国 B2B 出海赛道持续扩容，预计到 2025 年规模将达到 6.9 万亿元，2022-2025 年 GACR 达到 15.6%，出海增长潜力强劲。同时，美国家具市场线上化率呈现稳健的增长趋势，有助于公司市场份额的提升。我们预计公司 2024-2026 年的营

收分别为 10.5/13.9/18.2 亿美元，同比增长 49%/32%/31%，2024-2026 年调整后净利润分别为 1.2/1.8/2.2 亿美元，给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 56 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：美国进口关税进一步提高，中国制造业成本大幅上升，美国家具销售不达预期，海运成本进一步提高，美国宏观经济下行风险

评级调整

公司/行业	评级调整日期	盈利预测与价格区间
大健云仓(GCT)	买入(首次) 20240809	
星宇股份(601799)	增持(首次) 20240808	24/25/26EPS 5.19/6.65/8.04,TP140.13
中国核建(601611)	增持(首次) 20240808	24/25/26EPS 0.81/0.93/1.08,TP8.91
塔牌集团(002233)	买入(调高) 20240806	24/25/26EPS 0.53/0.63/0.73,TP9.2
铁龙物流(600125)	买入(首次) 20240805	24/25/26EPS 0.41/0.45/0.53,TP7.45

报告列表

萤石网络 (688475): 多元化业务收入表现亮眼, 公司持续加大海外投入-增持-孙谦/缪欣君
比依股份 (603215): 核心空炸业务表现平稳, 汇兑收益变化影响利润水平-增持-孙谦
行动教育 (605098): 24H1 分红率 87%, 强化红利属性-买入-孙海洋
中国移动 (600941): 经营发展稳中有进, 下半年收入增速较上半年有望改善-买入-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅
贵州茅台 (600519): 24Q2 业绩超预期 (现金流&合同负债优秀), 三年分红承诺超预期-买入-吴立/何宇航/张潇倩
健盛集团 (603558): 看好无缝服饰盈利及棉袜订单向上-买入-孙海洋
大健云仓 (GCT): 海外大件 B2B 先发制胜, 数据驱动构筑核心竞争力-买入-孔蓉/杨雨辰
匠心家居 (301061): 预计关税风险可控, 美地产链复苏可期-买入-孙海洋/张彤
金属与材料: 衰退预期边际降温, 基本金属有所反弹-强于大市-刘奕町/曾先毅/陈凯丽/胡十尹
建筑装饰: 收储加速落地, 重视下半年财政发力-强于大市-鲍荣富/王雯/王涛
消费电子: 英伟达推出 B200A 面向边缘 AI 应用, 看好产品线优化及高端算力平台迭代落地-强于大市-潘暕/许俊峰/俞文静/包恒星
农林牧渔: 2024 年第 31 周报: 生猪均价上 20 元/kg, 如何看待板块投资机会? -强于大市-吴立/陈潇/林逸丹/陈炼
建筑材料: 深圳收储新政落地, 关注消费建材弹性品种及水泥高股息品种-强于大市-鲍荣富/王雯/王涛/林晓龙
新兴产业: 珠海国资委投资 10 亿, “天空之城” 低空基础设施项目获备案! -强于大市-吴立/林逸丹/周新宇
家用电器: 奥维云网数据追踪: 空调边际改善, 以旧换新政策升级影响待释放——24W31 周度研究-强于大市-孙谦/赵嘉宁
A 股策略周报: 地量信号再现-吴开达/林晨/汪书慧
关注个券违约风险对低价转债影响: 可转债市场周报 (2024.08.11) -孙彬彬
收益率普遍上行, 利差普遍下行: 信用债市场周度跟踪 (2024-08-11) -孙彬彬/孟万林
信用跟踪: 一级参与热情继续高涨: 信用债市场回顾 (2024-08-11) -孙彬彬/孟万林
金融工程: 量化择时周报: 右侧信号的性价比相对更高-吴先兴
金融工程: 戴维斯双击本周超额基准 0.21%-吴先兴/姚远超
周观 REITs2024 年 8 月第 1 周: 华夏首创奥莱 REIT 发售-吴开达/肖峰
金融工程: 基金风格配置监控周报: 普通股票型基金本周上调大盘股票仓位-吴先兴/韩乾
加强逆周期调节 VS 关注债市利率风险: 2024 年二季度货币政策执行报告点评-孙彬彬/隋修平/马戎
大行卖债、资金趋紧, 利率整体上行: 债市观察 20240810-孙彬彬/隋修平
新房和二手房销售均边际回落, 二手房成交维持活跃: 国内商品房销售周度跟踪 20240810-孙彬彬/隋修平
CD 收益率上行, 净融资转负: 同业存单周度跟踪 (2024-08-10) -孙彬彬/隋修平
央行仍然关注对利率的调控: ——二季度货政报告解读-宋雪涛/张伟
金融工程: 因子跟踪周报: 换手率、bp 分位数因子表现较好-20240810-吴先兴/姚远超
金融工程: 哪些行业进入高估区域? ——估值与基金重仓股配置监控 2024-08-10-吴先兴/何青青
宏观报告: AI 仍是最大的宏观叙事-宋雪涛
CPI 略强于预期, 核心 CPI 和 PPI 仍然偏弱——7 月通胀点评: 固定收益点评 20240809-孙彬彬/隋修平
金融工程: 海外文献推荐 第 289 期-吴先兴/姚远超
海外与大类周报: 日元套息交易展望及国内权益影响-吴开达
宏观: 加关税与抢出口-宋雪涛/孙永乐
宏观: 欧美可持续发展进入曲折阶段-宋雪涛

报告摘要

宏观策略

央行仍然关注对利率的调控: ——二季度货政报告解读

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

第一, 改革货币政策框架是未来央行的重点工作。

第二, 眼下的改革措施是加强对利率的调控。

第三, 对信贷投放的诉求边际加强, 但仍需底线要求。

第四，关于房地产，整体基调仍然是强调加快构建房地产发展新模式，但进一步明确了用于去库存的保障性生活再贷款的使用细节，即需要“房企自愿参与，回笼的资金须用于保交楼项目和其他在建项目”。

风险提示：海外主要央行货币政策走向可能对国内货币政策产生影响；央行对利率水平的调控措施存在不确定性。

宏观报告：AI 仍是最大的宏观叙事

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

过去的一个月，我们看到了市场交易逻辑的变化，且出现了非线性加剧的过程。但在套息交易的风暴平静之后，我们认为最核心的观察基准还是落在 AI 的进程上；与之映射的科技股走势既关系到家庭财富、消费和经济，也影响了美元强弱和美债扩张空间。

如果 AI 叙事能够继续，美股可能就只是技术性调整。

随着科技股财报的持续不及预期，市场开始从降息交易向衰退交易传导。在这之上，日央行加息导致套息交易反转，加剧了波动。衰退交易与过去一个月的美国经济数据相关，且对于经济数据出现明显不对称性。

虽然经济放缓的方向是显而易见的，但还没有出现衰退迹象，短期因素放大了经济数据波动，套息交易反转又放大了美股波动。两者互相影响，在最极端的情景下市场交易出了“会间降息”这一尾部风险事件，这显然过于不理性。日央行加息带来了去杠杆的效果，但影响大小取决于估值和拥挤度。

问题不来自于日央行加息，而是资产本身是否被高估、交易过度拥挤、泡沫过大。但在风暴过去之后，目光仍然需要聚焦于美国 AI 的进程，AI 发展的故事就是当下最大的宏观叙事。

风险提示：美国经济放缓超预期，日央行加息超预期，对套息交易头寸误差较大

宏观：加关税与抢出口

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

总结来看，

第一，我们认为抢出口可能还没有真正发生，需要等到相对确定的信号出现后才会开始。比如 2017 年的信号是 301 调查，这次至少得先确认特朗普能赢得大选。但目前来看，大选的走向难以预测，而且特朗普竞选时的政策倾向存在自我矛盾，全面大幅加征关税的优先度和可操作性，也得等

当选后才能逐渐明确（详见《特朗普交易的偏差》，2024.08.07）。

第二，我们认为如果大范围加税，“抢出口”会出现类似 2018 年第一轮贸易摩擦之前的状况，即对美出口可能先升后降。如果贸易摩擦反复，“抢出口”可能“再而衰，三而竭”，影响越来越弱化。

第三，我们认为抢出口的力度与时间跨度可能与美国需求有关，现阶段美国经济韧性仍在但需求有所放缓，服务消费强、耐用消费弱，高名义库存下的补库存周期偏弱，如果未来需求前景偏弱，可能也会影响到“抢出口”的幅度和持续性。

第四，和 2018 年相比，2024 年 6 月中国对美份额已经下降了 4.9%，同时企业开始了两轮出海，在全球竞争中的生存力提升，对加关税的抵抗力也相应增强。我们在《超 5000 亿加税对出口竞争力的真实影响》（2024.07.18）中也提到上一轮贸易战既不是决定中国出口份额的决定性因素，也没有阻止中国制造技术进步和效率提升的趋势，中国企业正在积极开拓全球市场。

风险提示：关注中美贸易摩擦走势、关注中国与其他国家的贸易关系、全球需求表现超预期

宏观：欧美可持续发展进入曲折阶段

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

总体来看，我们认为欧洲除了英国之外，整体的可持续发展势头将不如以往。在新任期中，冯德莱恩将工业竞争力与推动可持续发展并列，而新欧洲议会的构成也意味着之后新的绿色政策的推动也将面临挑战和阻碍。

在美国，虽然两党在推动多元化能源发展方面有一定的共识，但究竟传统能源还是清洁能源将占据主导地位，这还需要等待 11 月大选的结果揭晓。不过，可以预见的是，汽车行业的电气化转型之路将充满曲折和不确定性。

风险提示：冯德莱恩连任期间更倾向于保持工业竞争力；部分欧盟绿色政策可能因加强工业竞争力的考虑而被废止或调整；共和党获胜且 IRA 颁布后宣布的资金并不兑现

A 股策略周报：地量信号再现

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

市场思考：流动性冲击过后，市场将重新定价基本面

1) 8/5 全球资产大跌后, 市场定价回归理性, 随着恐慌情绪的退潮, 市场对衰退交易的过度演绎得到修正, 这一轮下跌可以视为日元套息交易反转带来的短期流动性收缩所引发的恐慌性杀跌, 而美国经济韧性不宜忽视。虽 7 月非农就业数据不及预期, 但美国就业市场离职、裁员情况持续稳定, 上周初请失业金人数降幅超预期。本周美联储官员发声缓解衰退担忧, 8/7 日本央行副行长及时发声平复市场恐慌情绪。2) 国内方面, 外部风险扰动下, A 股主要指数相对有韧性, 但市场情绪转冷, 周内再次出现 6000 亿以下地量成交额。近期房地产方面利好信号频发, 8/7, 国内单价最贵地王在上海诞生, 打破 2016 年的最高楼板价记录, 同日深圳启动收购商品房用作保障性住房工作, 二手房挂牌数量从 5 月起持续回暖, 利好信号带动下房地产市场有望去库加速。

国内: Q2 货执报告侧重利率市场, 7 月通胀回暖, 出口分化

1) Q2 货政执行报告再提“强化逆周期和跨周期调节”, 政策基调上, 新增“推进货币政策框架转型”、“稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”。利率方面, 央行提出“完善市场化利率形成和传导机制, 促进金融机构持续提升自主定价能力”, 此次报告在专栏 1、专栏 2 均提及利率相关。2) 7 月 CPI 同比回升, PPI 同比降幅持平, PPI-CPI 剪刀差走阔。核心 CPI 回落, CPI 食品项降幅收窄, 非食品项回落。PPI 生产资料降幅收窄, 生活资料降幅走阔。3) 7 月出口增速回落, 进口回升。7 月出口(以美元计价)同比升 7%, 前值升 8.6%; 进口升 7.2%, 前值降 2.3%。商品出口同比多数回落, 资源品、下游消费品普遍回落。4) 交运高频指标方面, 地铁客运量指数回落, 货运流量指数回升。5) 工业生产腾落指数回落, 甲醇、唐山高炉回升, 纯碱、轮胎、山东地炼、涤纶长丝回落。6) 国内政策跟踪: 央行发布 2024 年第二季度中国货币政策执行报告; 交易商协会查处部分中小金融机构出借账户和利益输送等国债交易违规行为;《加快构建新型电力系统行动方案(2024-2027 年)》。

国际: 俄乌、巴以冲突均出现新形势

1) 俄乌冲突跟踪: 俄称库尔斯克州遭乌军袭击, 普京发声; 俄方表示库尔斯克州进入联邦级紧急状态; 俄罗斯宣布在三州实行反恐行动制度。2) 巴以冲突跟踪: 哈马斯任命新领导人; 以色列同意恢复加沙停火谈判; 伊朗方面称将“严惩”以色列, 但不希望损害潜在停火。3) 据 CME “美联储观察”, 截至 2024/8/10, 美联储 9 月降息 25 基点的概率为 51%, 降息 50 基点的概率为 49%。

行业配置建议: 把握消费板块波动率阶段放大机会, 长期仍看“耐心资产”

把握消费阶段大波动: 首先, 8 月以来的 A 股行情展示出市场对内需政策预期的高度敏感性: 1) 在 7 月 30 日的政治局会议通稿中, 提振消费相关表述位于各领域细分政策之首, 提出“把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手, 支持文旅、养老、育幼、家政等消费”。2) 7 月 25 日,《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》中明确对涉及领域的 1500 亿资金, 对内需支撑政策的中央与地方的资金分担作出了安排。第二, 内需类消费板块在 24H2 可能反复的衰退交易+美国大选交易中相对出海链或占优。第三, 当前主动偏股公募基金连续 5 个季度赎回, 而最新 24Q2 数据显示消费板块主动减仓较多, 拥挤度已明显缓解。长期来看, 高股息超额反转条件或有两类: 一是长期国债利率中枢不再下行, 二是高股息板块股息率进一步提升受阻。长期风格切换需耐心等待更多右侧信号, 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: 地缘冲突超预期, 海外通胀持续性超预期, 流动性收紧超预期。

周观 REITs2024 年 8 月第 1 周: 华夏首创奥莱 REIT 发售

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

华夏首创奥莱 REIT 发售

华夏基金近日发布公告, 华夏首创奥莱 REIT 将于 2024 年 8 月 6 日至 8 月 9 日正式发售, 发售价格为 2.468 元/份, 拟募资总额为 19.744 亿元。

市场表现方面, 本周 REITs 市场上行, 博时招商蛇口产业园 REIT (7.86%) 领涨。

大类资产方面, 中证 REITs 指数上涨 2.52%, REITs 总指数上涨 2.82%, 产权 REITs 指数上涨 3.31%, 经营权 REITs 指数上涨 2.19%。大类资产角度, REITs 总指数跑赢沪深 300 指数 4.38 个百分点, 跑赢中证全债指数 2.87 个百分点, 跑赢南华商品指数 5.63 个百分点。

流动性方面, 本周 REITs 总体成交活跃度上升, 园区基础设施 REITs 成交额最大。

成交额方面, 本周 REITs 总成交额(MA5)为 5.18 亿元, 环比上周上升 37.0%, 产权和经营权成交额(MA5)分别为 3.08 和 2.14 亿元, 环比上周分别变化了 34.6%和 40.9%。细分来看, 园区基础设施、能源基础设施、仓储物流、保障性租赁住房、生态环保、交通基础设施、消费基础设施类 REITs 本周的 MA5 成交额分别为 1.64、0.75、0.43、0.49、0.21、1.31、0.35 亿元, 环比上周分别变化了 50.5%、29.3%、24.8%、4.6%、19.4%、49.4%、42.5%, 其中本周 MA5 成交额最大的 REITs 类型是园区基础设施, 占比 31.6%。

风险提示: REITs 基础资产项目未来经营情况具有不确定性; 募集说明书中测算的未来现金流可能无法准确反映实际情况; 募集发行进度不及预期。

海外与大类周报：日元套息交易展望及国内权益影响

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

7 月上旬以来，全球大类资产走势出现异动，美、日、欧股票市场出现筑顶迹象并在随后加速下跌，十年期美债收益率一度降至 3.79%，为近一年来最低水平，布伦特原油也呈现明显的下跌趋势。滚动相关性方面，美股与美债利率、原油、美元指数从 7 月中旬的弱负相关迅速翻转至当前高度正相关水平，同时以期权定价所反映的大类资产波动也出现大幅抬升现象，共同反映全球市场正处于尾部风险状态。

从隔夜指数掉期（OIS）所反映的政策预期看，美日未来 1 年的政策利率差自 4 月份以来不断弥合，但日元汇率对利差变动脱敏并持续贬值，直到近期在美国衰退隐忧与日央行加息落地的催化下回归同频，节奏上与其他大类资产变化也较为一致，因此基于利差收缩导致的套息交易逆转或是本次全球市场盘变的主要原因。

卖出日元、做多美国是过去两年日元套息交易核心。若日元套息交易的资产端为美股，则要涉及美股上涨空间与持续性的问题，也就是对美国经济韧性与 AI 产业趋势做进一步讨论。利率曲线结构可以表达市场对经济的看法，短端利率代表政策意志，长端利率反应经济预期，衰退情景下短端收益率下行幅度要快于长端利率，即央行需要降低政策利率使资金成本低于远期回报，以此提振实体的生产意愿。长期而言，日经 225 与美国长短期利差之间具有较为明显的负相关性。需要注意的是，股市与经济之间也并非简单映射，产业趋势的出现也能使对应板块走出独立行情，如美股科技七巨头受益于 AI 革命而具有较高的超额收益，使得资金在对应板块和个股的配置意愿有所加强，日元套息收益进一步提升。

日元套息交易的负债端关注日元资金成本与外汇空头净持仓变动。日本央行加息显然会提高套利者的拆借成本，对美股（美日套息交易）、日股（本币负债与日股同时受益于汇率贬值，投资者享受双重收益）、日债（美日利差反向交易）都将会造成一定的负面冲击。此外针对跨国的套息交易也需要留意做空日元的情况，从 CFTC 日元非商业净持仓的变化看，日元净空单已从 7 月初的 18 万张降至月末约 7.3 万张，处近两年的平均水平，考虑到仅因为套息交易反转不大可能使得全部日元空头全部平仓，多头回补力量或将边际转弱。

日股与美股在短期政策明朗前或维持震荡状态，中期维度仍具有挑战。8 月 7 日，日本央行副行长内田真一表示，“如果市场不稳定，将不会加息”“与市场沟通需要小心谨慎，市场过度反应不可取”，鸽派言论对市场的恐慌情绪起到缓和，短期内在利率预期稳定的前提下预计日元汇率或出现一定程度的回撤。在 7 月通胀与就业数据公布前，美国的衰退定价情绪也有望保持谨慎，美债长端利率或实现一些修复，美日利差再次阔开，减缓套息交易的平仓压力。此外历史经验也表明，但 VIX 指数突破 40 阈值并筑顶后，短期内美股也常出现震荡反弹行情，深度调整的概率不大。长期来看，日本央行或在货币政策上保持后瞻性，等待内生性通胀趋于稳定后再对货币政策正常化，同时在美国经济仍能实现软着陆的基准情形下，长端美债利率或保持高位运行，日股与美股在中期维度上仍有挑战。

外资流出背景下，内资机构的定价话语权正在提升，中国权益资产的核心定价因素仍在国内基本面。从 2023 年开始，无论是 A 股的北向资金，还是中国香港剔除直接投资后的非储备金融账户，均出现外资净流出迹象，外资份额的回落将使其在资产定价的话语权降低。2023 年以前，沪深 300 与中美 10 年期利差高度相关，背后含义是中债代表中国经济状况、美债代表全球资金成本，二者差值代表实际回报率，是股指的有效代理变量；而在 2023 年后，美债的影响力不断下降，除今年 2-3 月份的技术性牛市外，沪深 300 整体与 10 年期中债利率正相关，期间美债纵然有所回落但也很难让 A 股掀起波澜。事实上，资金成本下降只是充分条件，而流入意愿才是必要条件，对海外投资者而言，在地缘政治博弈的紧张状态下，即使自身持有的流动资金较为宽裕，大规模进行国别配置的意愿也可能有所降低，流动性条件改善或难以外溢到全球股市上。从这个角度看，AH 股的定价核心将进一步回归国内基本面，当国内经济实现强劲复苏时，权益的胜率与赔率或将得到显著提升。

风险提示：海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

金融固收

金融工程：量化择时周报：右侧信号的性价比相对更高

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

右侧信号的性价比相对更高 上周周报(20240804)认为：市场进入下行趋势格局，核心观察变量在于市场成本线何时被向上突破。当前市场风控线位于 45 日均线附近，一旦 45 日均线被有效突破意味着下行趋势得到逆转，在此之

前保持谨慎。上周(20240805-20240809), wind 全 A 延续调整, 全周下跌 1.67%, 市值维度上, 上周代表小市值股票的国证 2000 下跌 2.08%, 中盘股中证 500 下跌 1.43%, 沪深 300 下跌 1.56%, 上证 50 下跌 1.10%; 上周中信一级行业中, 食品饮料和房地产表现最强, 食品饮料上涨 3.11%; 计算机和国防军工表现最差, 计算机下跌 4.85%。上周成交活跃度上, 商贸零售和消费者服务板块资金流入明显。从择时体系来看, 我们定义的用来区别市场整体环境的 wind 全 A 长期均线(120 日)和短期均线(20 日)的距离继续拉大, 最新数据显示 20 日线收于 4140, 120 日线收于 4338 点, 短期均线开始位于长线均线之下, 两线距离由之前的-3.97%变化至-4.56%, 绝对距离大于 3%, 市场继续处于下行趋势格局。市场进入下行趋势格局, 核心观察变量在于市场成本线何时被向上突破。当前市场风控线位于 45 日均线附近, 一旦 45 日均线被有效突破意味着下行趋势得到逆转, 在此之前保持谨慎。估值指标上, 均线距离进入下行趋势, 但指数估值极低, 即使延续调整, 下行空间也较为有限; 整体来看, 下行趋势格局中, 密切关注市场风控线是否被有效突破, 一旦突破意味着格局扭转, 结束下行趋势, 但考虑估值水平, 即使发生调整, 空间也较为有限。配置方向上, 我们的行业配置模型显示, 进入 8 月份, 我们的行业配置模型转向分析师盈利上调板块, 推荐养殖/电力; 此外 TWOBETA 模型 8 月继续推荐科技板块。当前行业建议关注养殖/电力和电子以及高端装备和创新药。从估值指标来看, wind 全 A 指数 PE 位于 10 分位点附近, 属于较低水平, PB 低于 5 分位点, 属于极低水平, 结合短期趋势判断, 根据我们的仓位管理模型, 当前以 wind 全 A 为股票配置主体的绝对收益产品建议仓位 70%。择时体系信号显示, 均线距离-4.56%, 距离绝对值大于阈值 3%, 市场由震荡格局转为下行趋势格局。市场进入下行趋势格局, 核心观察变量在于市场成本线何时被向上突破。当前市场风控线位于 45 日均线附近, 一旦 45 日均线被有效突破意味着下行趋势得到逆转, 在此之前保持谨慎。估值指标上, 均线距离进入下行趋势, 但指数估值极低, 即使延续调整, 下行空间也较为有限; 整体来看, 下行趋势格局中, 密切关注市场风控线是否被有效突破, 一旦突破意味着格局扭转, 结束下行趋势; 若继续调整, 但考虑估值水平, 空间也较为有限。我们的行业配置模型显示, 进入 8 月份, 我们的行业配置模型转向分析师盈利上调板块, 推荐养殖/电力; 此外 TWOBETA 模型 8 月继续推荐科技板块。当前行业建议关注养殖/电力和电子以及高端装备和创新药。

风险提示: 市场环境变动风险, 模型基于历史数据。

金融工程: 戴维斯双击本周超额基准 0.21%

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516120001

戴维斯双击策略 戴维斯双击即指以较低的市盈率买入具有成长潜力的股票, 待成长性显现、市盈率相应提高后卖出, 获得乘数效应的收益, 即 EPS 和 PE 的“双击”。策略在 2010-2017 年回溯期内实现了 26.45%的年化收益, 超额基准 21.08%。今年以来, 策略累计绝对收益-12.49%, 超额中证 500 指数 0.57%, 本周策略超额中证 500 指数 0.21%。本期组合于 2023-10-23 日开盘调仓, 截至 2024-08-09 日, 本期组合超额基准指数 2.38%。净利润断层策略 净利润断层策略是基本面与技术面共振双击下的选股模式, 其核心有两点: “净利润”, 指通常意义上的业绩超预期; “断层”, 指盈余公告后的首个交易日股价出现向上跳空, 该跳空通常代表市场对盈余报告的认可程度。策略在 2010 年至今取得了年化 26.89%的收益, 年化超额基准 26.57%。本年组合累计绝对收益-15.38%, 超额基准指数-2.32%, 本周超额收益-0.82%。沪深 300 增强组合 根据对优秀基金的归因, 投资者的偏好可以分为: GARP 型, 成长型以及价值型。GARP 型投资者希望以相对低的价格买入盈利能力强、成长潜力稳定的公司。以 PB 与 ROE 的分位数之差构建 PBROE 因子, 寻找估值低并且盈利能力强的股票; 以 PE 与增速的分位数之差构建 PEG 因子, 寻找价值被低估且拥有可靠的成长潜力的公司。基于投资者偏好因子构建增强沪深 300 组合, 历史回溯超额收益稳定。本年组合相对沪深 300 指数超额收益为 5.37%; 本周超额收益为-0.03%; 本月超额收益为-0.14%。

风险提示: 模型基于历史数据, 存在失效的风险; 市场风格变化风险。

金融工程: 基金风格配置监控周报: 普通股票型基金本周上调大盘股票仓位

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516120001

公募基金风格监控 基金季报中披露有基金前十大重仓股, 同时企业季度报告中披露有企业的前十大股东信息(主要使用上市公司 1、3 季度十大股东信息), 结合这两部分信息我们可以得到基金持仓更加详细的重仓股信息。因此模拟全部股票持仓只需要估计基金剩余的非重仓持股明细。基金季报(T 期)披露有股票持仓的证监会行业配置信息, 基金最近(T-1 期)半年报、年报会披露全部股票持仓, 可得基金半年报、年报末非重仓股持仓信息。假设基金非重仓股持仓在两期各行业下持股种类不变, 仅持股权重按比例变化, 那么根据 T-1 期非重仓股持仓按比例放缩权重可得到 T 期非重仓股模拟持仓。在每年 1、4、8、10 月末我们能得到公募基金模拟持仓(其中 8 月末为基金半年报真实持仓), 基于模拟持仓我们首先估计公募基金股票仓位, 进而刻画公募基金的风格表现。基于公募基金模拟持仓, 本文将基金股票持仓拆分成大、小盘两部分, 利用基金日收益率以及基金大、小盘指数日收益率, 本文用加权最小二乘法估计公募基金每个时间点在大小盘组合上配置仓位, 进而得到对于公募基金仓位的日度监控。以基金股票估计仓位为基础, 本文从大小盘配置、市值暴露、行业配置三个维度刻画了公募基金的平均风格变化情况。公募基金最新配置信息 截止 2024-08-09 日, 普通股票型基金仓位中位数为 88.93%, 相比上周估计值下降

0.08%，偏股混合型基金仓位中位数为 85.30%，相比上周估计值上升 0.45%。上周普通股票型基金与偏股混合型基金在市场大盘组合估计仓位值分别上升 0.85%和下降 0.49%，在市场小盘组合估计仓位值分别下降 0.94%和上升 0.94%。普通股票型基金和偏股混合型基金当前仓位估计值在 2016 年以来仓位估计值序列中的分位点分别为 62.92%和 55.06%。以中信一级行业分类作为股票行业划分依据，截止 2024-08-09 日公募基金在电子、医药、电力设备、食品饮料、机械等行业有着较高的配置权重。本周（2024-08-05~2024-08-09）偏股投资型基金在电子、计算机、通信、传媒、汽车等行业的仓位下降，在医药、非银行金融、房地产、银行、食品饮料等行业的仓位提升。风险提示：基金仓位数据根据基金仓位估计模型测算得出，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金融工程：因子跟踪周报：换手率、bp 分位数因子表现较好-20240810

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

因子 IC 跟踪 IC 方面，最近一周，1 个月日均换手率、bp 三年分位数、1 个月换手率波动等因子表现较好，Beta、标准化预期外收入、标准化预期外盈利等因子表现较差；最近一月，bp 三年分位数、bp、1 个月日均换手率等因子表现较好，季度 roa、季度 roe、季度营收同比增长等因子表现较差；最近一年，bp、Fama-French 三因子 1 月残差波动率、季度 ep 等因子表现较好，一致预期净利润复合增速、Beta、90 天分析师覆盖度等因子表现较差。因子多头组合跟踪 多头组合方面，最近一周，bp 三年分位数、季度 sp 一年分位数、bp 等因子表现较好，Beta、一年动量、季度 sp 等因子表现较差；最近一月，小市值、bp 三年分位数、bp 等因子表现较好，90 天净上调预期占比、90 天内预期调整均值、财报超预期程度等因子表现较差；最近一年，前五大股东持股比例合计、bp、90 天内预期调整均值等因子表现较好，Beta、1 个月非流动性冲击、1 月特异度等因子表现较差。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

金融工程：哪些行业进入高估区域？——估值与基金重仓股配置监控 2024-08-10

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

全市场估值及基金重仓股配置比例 从市场各主要指数（沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数、创业板指数）相对于其自身历史估值来看，目前创业板指 PE、PEG 估值较低；从基金重仓股配置比例来看，目前中证 500 指数处于其历史较高位置，沪深 300 指数、上证 50 指数处于其历史较低位置。沪深 300 指数整体法和中位数法计算的 PE 估值分别为 11.46、19.21，相对其历史值，分位数水平分别为 14.54%、6.18%；整体法和中位数法计算的 PB 估值分别为 1.11、1.93，相对其历史值，分别处于 1.99%、12.35%的分位数水平；来自 Wind 数据库的沪深 300 指数预测 PEG 为 1.19，相对其历史估值，位于 63.71%的分位数水平；基金重仓股配置比例为 54.59%，相对其历史值的分位数水平为 33.33%。上证 50 指数整体法和中位数法计算的 PE 估值分别为 10.12、14.84，相对其历史值，分位数水平分别为 45.82%、31.27%；整体法和中位数法计算的 PB 估值分别为 0.98、1.77，相对其历史值，分别处于 1.79%、49.80%的分位数水平；来自 Wind 数据库的上证 50 指数预测 PEG 为 1.69，相对其历史估值，位于 66.60%的分位数水平；基金重仓股配置比例为 16.31%，相对其历史值的分位数水平为 33.33%。中证 500 指数整体法和中位数法计算的 PE 估值分别为 20.16、23.67，相对其历史值，分位数水平分别为 7.97%、8.37%；整体法和中位数法计算的 PB 估值分别为 1.43、1.75，相对其历史值，分别处于 0.40%、9.76%的分位数水平；来自 Wind 数据库的中证 500 指数预测 PEG 为 0.84，相对其历史估值，位于 29.48%的分位数水平；基金重仓股配置比例为 15.87%，相对其历史值的分位数水平为 70.18%。创业板指数整体法和中位数法计算的 PE 估值分别为 23.31、27.05，相对其历史值，分位数水平分别为 0.20%、0.20%；整体法和中位数法计算的 PB 估值分别为 3.20、2.94，相对其历史值，分别处于 0.40%、0.60%的分位数水平；来自 Wind 数据库的创业板指数预测 PEG 为 0.81，相对其历史估值，位于 1.03%的分位数水平；基金重仓股配置比例为 13.23%，相对其历史值的分位数水平为 59.65%。各行业估值及基金重仓股配置比例 中信一级行业中，纺织服装、轻工制造、建筑行业 PE 估值处于历史较低位置，其 PE 分别为 21.69、23.06、8.48，相对自身历史值的分位数分别为 4.29%、4.83%、5.23%；农林牧渔、商贸零售行业 PE 估值处于历史高位，其 PE 分别为 83.47、45.44，相对自身历史值的分位数分别为 71.72%、63.67%。中信一级行业中，基础化工、非银行金融、钢铁行业 PB 估值处于历史较低位置，其 PB 分别为 1.71、1.05、0.85，相对自身历史值的分位数分别为 0.13%、0.13%、0.27%；煤炭、石油石化、食品饮料行业 PB 估值处于历史高位，其 PB 分别为 1.44、1.26、4.43，相对自身历史值的分位数分别为 55.23%、45.44%、24.13%。基金对通信、电子、有色金属行业的重仓股配置比例处于历史高位，其持股比例分别为 5.00%、15.23%、6.25%，相对自身历史值的分位数分别为 100.00%、100.00%、98.28%；对建材、商贸零售、综合行业的重仓股配置比例处于历史低位，其持股比例分别为 0.44%、0.13%、0.00%，相对自身历史值的分位数分别为 1.72%、1.72%、3.45%。

风险提示：本报告为市场情况监控，不构成投资建议。

金融工程：海外文献推荐 第 289 期

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

文献一：如何利用投资组合效率悖论来提高投资组合绩效 Markowitz 多年前提出的均值方差投资组合结构表明，高效的投资组合最准确地反映了投资组合绩效中的预期回报，而低效的投资组合总是会产生不必要的风险，并使潜在的优异表现失去机会，从而浪费了投资组合经理的一些技能。然而，标准的投资组合优化被普遍认为是存在问题的，因此许多管理者采用启发式投资组合构建方法。本文认为，根本问题不在于投资组合效率的理念，而在于其实施。考虑到任何经理人预测能力的局限性，对投资组合的风险结构进行简单分析，就能确定哪些持股是最低效的，哪些是“足够有效的”。然后，这些信息可以用于再平衡，以确保在考虑所有预测中固有的不确定性的同时，以最少的周转量最大程度地提高整体投资组合效率。对于具有选股技能的主动型经理人来说，更高效的投资组合意味着更好的业绩。

文献二：主动投资组合管理中各国消费的分解 在本文中，作者介绍了一种主动投资组合管理方法，它将被动市场视为资产。因此，将各国消费数据分解为趋势成分和周期成分，用来代表各国主要股指的预期超额收益。然后在 Black-Litterman 框架内应用预期收益，将其与市场隐含预期结合起来，在此基础上构建由股票指数组成的投资组合的权重。研究发现，周期性消费在统计学上显著地解释了不同股票市场收益的差异。此外，还提出了一种将循环消费实现到主动投资组合管理模型中的方法。所提出的模型在风险调整和下行导向的表现方面优于被动基准，这表明投资组合经理投资于将周期性消费纳入投资组合优化过程是有价值的。

文献三：个人投资者的关联交易和投资表现 本文在投资者账户层面调查了个体羊群行为。作者发现，个人投资者倾向于与同一经纪商分支机构的其他个人投资者进行同一方向的交易。且个人投资者的羊群行为越明显，其投资业绩越差。此外，羊群投资者的限价单执行率较低，执行时间较长，被机构投资者接单的概率较高，说明他们的限价单面临着激烈的执行竞争和提交后趋于陈旧的风险。尽管如此，作者指出，金融教育有提高个人投资者投资效率的空间，通过从过去的交易经验中学习，个人投资者可以变得不太随波逐流。

风险提示：本报告内容基于相关文献，不构成投资建议。

关注个券违约风险对低价转债影响：可转债市场周报（2024.08.11）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 本周权益与转债市场窄幅震荡，成交量持续下滑。本周海外波动较大，8月2日美国发布非农和失业率数据，联储降息概率上升，亚太股市周一集体收跌，8月5日晚非制造业 PMI 数据出炉小幅超预期，8月6日哈里斯、沃尔兹接受美国总统和副总统提名，此外国内债市监管压力有所上升。全周权益与转债市场呈窄幅震荡，权益回调幅度较转债略大，本周转债成交量持续缩量，周五成交额 396 亿，为今年 4 月以来新低。本周岭南转债再次公告可能无法兑付本息，溢价率大幅压缩促转股。岭南转债于 5 月 20 日晚下修到底并公告可能存在兑付风险，几日大跌后，转债清偿博弈下走势与正股略有分歧，期间 6 月 17 日公司公告为转债提供担保，6 月 26 日高管增持正股，转债于 7 月 16 日收盘价增至 97.5 元。岭南转债于 8 月 14 日到期，8 月 6 日晚再次公告可能无法兑付本息，8 月 7-8 日转债跌幅大于正股，转股溢价率压缩为负，8 月 8 日溢价率收于 -17.56%，8 月 9 日为转债最后交易日，正股与转债涨停，溢价率收于 -9.98%，本周共 0.38 亿元转债转股，剩余规模 6.07 亿元，8 月 14 日为最后转股日，下周或仍有部分转债转股。目前市场上非正常退出的转债有 6 只，其中全筑、正邦正股破产重组后转债转股退出，蓝盾、搜特、鸿达正股退市后转债转移到新三板交易，广汇 7 月 17 日触发面值退市，正股和转债于 7 月 18 日退市停牌，目前搜特和鸿达已实质性违约，蓝盾转债 8 月 13 日到期，8 月 9 日盘后公告可能违约。当前市场整体估值仍在较低位置，交投情绪较弱，向上或仍需增量资金入场与权益市场行情回暖带动，短期或仍维持震荡区间，调整尾声或逐渐接近。对于低价转债我们认为风险博弈尚未结束，宏观环境弱修复，部分公司业绩承压，同时减资清偿、回售及退市压力仍在，低价择券逻辑已有变化，下周个券兑付情况或对低价券估值有进一步影响。策略上（1）当前资产荒背景下，转债有 190 多只转债 YTM 较同级别同期限企业债有超额收益，建议自下而上逻辑择券，降低择券的风险敞口，聚焦确定性较强标的等待修复，比如国央企、AAA 和银行等临期超额 YTM 转债标的；（2）当前处于中报业绩披露窗口期，建议沿着业绩预告线索寻求业绩较强的低估标的，降低业绩风险标的持仓；（3）围绕政策端催化落地寻找主题个券，比如大规模设备更新、以旧换新等；（4）转债估值低位，部分公司触发减资清偿和回售风险增加，下修意愿或增强，建议关注条款博弈机会。

风险提示：公司条款博弈风险；减资清偿转债风险；公司退市风险；转债价格不及预期风险；政策不及预期风险。

收益率普遍上行，利差普遍下行：信用债市场周度跟踪（2024-08-11）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

信用债收益率普遍上行，利差普遍下行。较上周，本周信用债收益率普遍上行，其中中高等级信用债表现更为明显，低等级收益率则有所下行。信用利差普遍下行，低等级信用债利差下行更多，高等级短久期银行二永债则小幅上行。期限利差方面，走势分化。4Y/3Y 和 5Y/3Y 普遍下行；而中高等级 2Y/1Y 和 3Y/1Y 城投债上行明显。等级利差方面，银行二级债的 A+/AAA- 和 A/AAA- 等级利差下行明显，城投债则普遍小幅上行。从历史分位数来看，目前长长期信用类资产收益率、信用利差分位数已处于历史相对低位，短久期高等级债券受资金面影响，还有一定空间。超长债：本周超长信用债收益率普遍上行。其中，城投债主体中重庆交投平均收益率上行 4.93bp、湖北交投上行 4.79bp；

产业债主体中广发银行上行 6.5bp、农业银行上行 5.6bp。城投债：各省份利差全面下行，高估值城投债规模继续压降。较上周，本周城投债信用利差全面下行，短久期债券明显上行，长久期债券继续向下。分省来看，云南下行 3.8bp，广西下行 3.4bp，辽宁下行 3.4bp。截至 8 月 11 日，估值 4%以上城投债规模 579.6 亿，占比 0.4%；城投债整体估值水平进一步压降。产业债：利差普遍下行。分行业来看，较上周，家用电器下行 3.8bp，另有纺织服饰、农林牧渔和社会服务行业利差下行超过 3bp；轻工制造行业利差上行 10.3bp。主要发行人利差普遍下行。城投发行人中（存续债券规模 300 亿以上），武汉地铁下行 3.4bp，河北交投下行 3.2bp；银行二永债发行人利差分化，温州银行下行 3.6bp，广发银行上行 3.1bp；地产主体利差多数下行，碧桂园和旭辉集团上行较大，利差分别上行 3637.7bp 和下行 9197.2bp。

风险提示：中债估值与市场表现存在偏差，本报告为市场情况监控，不构成投资建议。

信用跟踪：一级参与热情继续高涨：信用债市场回顾（2024-08-11）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

评级跟踪 本周（8.5-8.9）共有 1 家发行人及其债券发生跟踪评级调整。无主体评级调整超过一级。本周（8.5-8.9）共 16 只债产业债隐含评级发生变动，涉及主体共 2 家，分别为中国铝业集团有限公司和西安建工集团有限公司。

一级市场 本周（8.5-8.9）非金信用债净融资额为 791.75 亿元，相比上周上升 318.14 亿元；金融债净融资额 944.60 亿元，相比上周上升 1783.50 亿元，其中银行二级资本债净融资额为 611 亿元，永续债净融资额为 0 亿元。二级资本债相比上周上升 611 亿元，永续债相比上周上升 470 亿元。

一级市场情绪与期限 截至本周（8.5-8.9），8 月所有信用债有投标倍数的主体中 1 倍以上投标量占比为 89%，城投债、产业债 8 月 1 倍以上投标量占比为 91%、87%。8 月，金融债发行期限为 4.29 年，非金融债发行期限为 4.61 年。

二级市场：成交量较上期下降 银行间和交易所信用债合计成交 82,158.80 亿，总交易量相比上周下降。分类别看，银行间短融、中票和企业债分别成交 1448.29 亿元、2790.34 亿元、115.61 亿元，交易所公司债和企业债分别成交 2560.83 亿元和 161.61 亿元。交易所公司债市场和企业债市场交易活跃度较上周上升。公司债成交活跃债券净价上涨数大于下跌数，企业债成交活跃债券净价上涨数大于下跌数。总的来看公司债净价上涨 503 只，净价下降 310 只；企业债净价上涨 188 只，净价下跌 139 只。

风险提示：宏观经济变动超预期、城投信用风险、政策超出预期；本报告为市场情况监控，不构成投资建议。

加强逆周期调节 VS 关注债市利率风险：2024 年二季度货币政策执行报告点评

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要： 央行关注债市情绪和利率风险，市场关注央行进一步的行动，包括对于金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，对于资管产品、影子银行、交叉金融风险、杠杆问题等关注等。债券市场面临的监管压力上升，是否意味着债市利率调整幅度会进一步扩大？我们有理由相信，在保持宏观政策取向一致性，以及坚持货币政策支持性立场的背景下，央行可能不会背离基本面而收紧流动性，以及单方面改变市场利率方向。利率风险核心在于政策面和基本面的变化。在加强逆周期调节的过程中，如果后续财政增量力度有限，信贷社融继续维持高质量发展，同时央行保留降息、降准的可能，债市在趋势上或许不存在逆转的可能。关注央行在下半年通过结构性工具扩大信贷的可能，可以通过政策行为和票据利率走势加以观察。关注财政进一步增量发力的可能。对于增量，我们继续建议市场以右侧思维看待。政策需要有效行动来驱动市场预期变化，因为不断反复的交易过程中，市场对于一般意义上的增量政策或许已经免疫。对比参考 2023 年，有力度的增量政策出台后，长期限利率的调整幅度可能不超过 15BP。对于资金面，在央行新框架下，预计仍然维持在不低于 OMO7 天利率的水平附近。对于央行引导长债利率，我们认为如果加强引导的同时，不改变流动性状态，则引导所带来的利率调整幅度不会太大，毕竟货币仍然需要配合财政发债。央行提及扩大金融风险处置基金积累，强化存款保险专业化风险处置职能。我们推测，这或许说明在重点领域风险化解处置过程中，现有金融风险处置基金可能消耗较快，需要进一步加大积累，这或许进一步说明我们防风险、稳增长压力仍然较大，稳定的低利率环境有利于化险维稳。综上，央行或许希望保持预期引导的状态，尽量控制利率下行的节奏、幅度和斜率，在货币政策引导和资金面与基本面的推动下，长期限债券利率或许会参照政策利率变化阶梯式下行。降息交易可能告一段落，长期限债券利率或许在现有平台附近展开阶段性震荡。震荡区间的下限需要尊重央行的指引，我们判断，10 年国债可能是 2.1%，30 年国债可能是 2.3%。上限则需要服从基本面的方向，参考历史，我们暂时可以按照 7 月 22 日降息附近的位置作为参考。我们的策略建议：弱化资本利得，以静态票息的思维看待下一阶段。长期限债券票息仍然有优势，保持等待下一次机会的状态。中性视角下，建议哑铃型，负债稳定的可以考虑信用加久期。

风险提示：基本面数据超预期，海外经济超预期，增量政策超预期

大行卖债、资金趋紧，利率整体上行：债市观察 20240810

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

每周高频追踪（20240810）： 本周资金面边际趋紧，叠加大行卖债和交易商协会查处国债交易违规等影响，利率整体上行。周一，亚太股市下挫，带动收益率震荡下行，下午国有行对 7-10y 国债卖出增多，带动债市情绪转变，全天利率上行；周二，国有行持续对 7-10y 国债卖出增多，利率继续上行；周三，央行逆回购零投放，资金面边际收敛，出口数据不及预期，收益率下行，晚间财联社报道 4 家农商行被启动自律调查，叠加国有行持续卖出增加，利率有所回调，全天利率小幅下行；周四，债市空头情绪发酵，下午金融时报发文证实 4 家农商行被启动自律调查，利率大幅上行；周五，CPI 略超预期，国有行和股份行持续两天显著减持 5-7y 国债，利率上行。 全周来看，10 年期国债收益率上行 7.09BP 至 2.20%，10 年国开债收益率上行 5.34BP 至 2.25%。1 年与 10 年国债期限利差扩大 0.48BP 至 74.24BP，1 年与 10 年国开债期限利差扩大 0.83BP 至 59.46BP。 本周央行公开市场净回笼 7598 亿元，资金边际趋紧。 本周美元指数下行至 103.1518；本周美元兑人民币中间价上行至 7.1449。本周海外主要债券收益率上行。10 年美债到期收益率较周一上行至 3.94%，10 年德债到期收益率较周一上行至 2.27%。

风险提示：本报告仅为市场跟踪，不构成投资建议

新房和二手房销售均边际回落，二手房成交维持活跃：国内商品房销售周度跟踪 20240810

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要： 1.新房：成交回落，整体弱于季节性 2.二手房：成交小幅回落，绝对水平维持季节性高位

风险提示：报告仅为市场跟踪，不构成投资建议。

CD 收益率上行，净融资转负：同业存单周度跟踪（2024-08-10）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 本周存单观点—— 本周央行逆回购缩量，资金面边际趋紧，叠加大行卖债、交易商协会查处国债违规交易等因素影响，CD 收益率整体上行。 展望后市，一方面是政府债发行开始放量，另一方面是税期走款可能继续扰动资金，8 月资金利率中枢可能小幅抬升，我们判断 CD 利率可能延续小幅回升。 本周同业存单市场跟踪—— 发行规模：同业存单发行规模上行，净融资额下行至 -2051.3 亿元（上周 697.9 亿元）。分主体看，国有行发行规模占比下降。分评级看，AA+、AA 评级、AA- 及以下的存单占比上升，AAA 评级的存单占比下降。 发行期限：同业存单发行加权期限下行至 7.29 个月（上周 8.74 个月），1M、3M、6M 期存单发行占比下降，9M、1Y 期存单发行占比下降。 发行成本：同业存单发行加权成本下行至 1.84% 左右（上周 1.87%），国有行 1Y 存单发行利率 1.86% 左右。 发行成功率：同业存单发行成功率下行至 88.09%（上周 90.12%），国有行、农商行发行成功率上升，城商行、股份行发行成功率下降。 二级市场收益率：1YAAA 同业存单到期收益率上行至 1.89%（周度环比 +4.50bp）。 风险提示：货币政策不确定性，机构行为不确定性，市场走势不确定性。

CPI 略强于预期，核心 CPI 和 PPI 仍然偏弱——7 月通胀点评：固定收益点评 20240809

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 第一，CPI 同比回升至 0.5%，主要受食品项拉动，其中鲜菜、鲜果和蛋类环比表现强于去年同期，主要是受高温降雨天气影响，需进一步观察持续性；猪肉价格有一定上涨，但对 CPI 的拉动有限。第二，7 月核心 CPI 环比（0.3%）高于 2020 年以来的季节性（0.2%），但弱于去年同期，同比继续下滑。需要注意的是，“618”期间商品打折通常导致 6 月核心 CPI 环比暂时性下滑，叠加暑期旅游旺季到来，因此 7 月核心 CPI 环比通常有回升，但今年 7 月回升幅度低于去年同期，说明经济景气度仍然偏弱。 第三，非食品项呈现出相似的逻辑，非食品项环比由 -0.2% 转为 0.4%（去年同期 -0.1% 到 0.5%）。其中 6 月较弱的家用器具和交通工具用燃料出现边际改善，而交通工具仍然弱于季节性水平，综合来看 5-7 月非食品项仍然弱于去年同期。 第四，地方债发行进度仍然缓慢，地产新房销售低于季节性，结构性贷款支持落地较慢，项目资金到位情况改善有限，工业品需求有限，PPI 环比仍然为负。 向后展望，我们认为 8-9 月 CPI 和 PPI 同比可能回落。对于 CPI，一方面是未来 2 个月 CPI 基数较高，去年同期食品项拉动较强，而今年果蔬等价格提前上涨，猪肉进入需求淡季，叠加压栏、惜售等短期扰动因素可能放大未来供给，上涨空间也有限；另一方面是总需求和居民消费动能可能仍有波动。对于 PPI，8-9 月基数也有回升，且当前国内商品价格依旧在下跌，仍需增量政策稳定需求，否则商品的成本线可能不是价格底部。对于债市，通胀整体表现依旧利好债市，只是短期内央行干预落地，利率有所调整，我们认为整体调整幅度在 10-15bp，短期内建议弱化资本利得，适度降低久期，等待调整幅度到位后继续做多。

风险提示：经济表现不确定性，宏观政策不确定性，市场走势不确定性。

行业公司

萤石网络（688475）：多元化业务收入表现亮眼，公司持续加大海外投入

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

事件：公司 2024 年 H1 实现营业收入 25.83 亿元，同比+13.05%，归母净利润 2.82 亿元，同比+8.88%；其中 2024Q2 实现营业收入 13.47 亿元，同比+11.64%，归母净利润 1.56 亿元，同比-6.64%。

智能门锁和服务机器人表现出色，外销呈现较快增长

分品类看，24H1 核心摄像头收入增速-4.4%，同比略有下滑。随着萤石智能入户产品矩阵不断丰富，产品差异化助力品牌心智建立，作为公司第二增长曲线的智能入户产品线实现了收入+68.97%的同比增速，占公司主营业务收入比例进一步提升至 12.78%。智能服务机器人作为公司的孵化业务，也在上半年实现了小规模上市的初步突破，收入同比+273.34%。物联网云平台收入同比+30%，保持快速增长，收入占比进一步提升至 19.27%。

分渠道看，24H1 收入占比 70%的核心经销商渠道收入同比+15.7%呈现平稳增长；收入占比 16%的线上 B2C 渠道收入增速较快，同比+40.2%；收入占比 8%的专业客户收入同比表现较弱，为-35.9%。分内外销看，24H1 内外销收入同比+6%/+29.9%，外销快速增长，外销占比由 23H1 的 29%提升至 24H1 的 33%。

新业务毛利率显著提升，公司持续加大海外费用投入

2024 年 H1 公司毛利率为 43.34%，同比+0.38pct，净利率为 10.9%，同比-0.41pct；其中 2024Q2 毛利率为 43.91%，同比-0.69pct，净利率为 11.62%，同比-2.27pct。分品类看，24H1 摄像机毛利率同比基本保持平稳，智能入户和服务机器人毛利率同比分别+8.2/+6.2pct，利润水平显著提升；公司毛利率较高的物联网云平台毛利率同比+1pct，毛利率进一步提升。

公司 2024 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.61%、3.3%、16.35%、-2.45%，同比+0.69、-0.01、+0.26、-0.49pct；其中 24Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.38%、3.2%、15.95%、-1.36%，同比-0.49、-0.19、-1.19、+1.33pct。24H1 销售费用率同比提升，主要由于公司持续加大境内外市场拓展，业务宣传费和销售服务费增长所致；财务费用率波动主要由于公司利息收入增加但汇兑差额减少所致。

投资建议：公司是智能家居领域领军企业，产品端通过软硬件一体化持续拓展品类及应用场景，逐步构建核心壁垒。收入端，智能门锁经过多年培育如今进入产品收获期，成为除摄像头外带动公司收入增长的第二曲线；利润端，渠道结构变化、产品结构提升、供应链改革带来的降本增效带动利润率的提升。根据公司中报情况，我们适当下调了摄像头收入增速，给予 24-26 年归母净利润 6.9/8.3/9.5 亿元（前值 7.2/8.7/10.2 亿元），对应动态 PE 为 33.1x/27.4x/23.9x，维持“增持”评级。

风险提示：智能家居渗透不及预期风险；新品拓展不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；技术风险。

比依股份（603215）：核心空炸业务表现平稳，汇兑收益变化影响利润水平

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

事件：公司 2024 年 H1 实现营业收入 8.6 亿元，同比+1.08%，归母净利润 0.68 亿元，同比-46.46%；其中 2024Q2 实现营业收入 5.4 亿元，同比+14.26%，归母净利润 0.58 亿元，同比-28.27%。

核心空炸业务收入增速保持平稳，外销表现好于内销

分品类看，24H1 公司核心业务空炸收入增速保持平稳，同比+1.7%。分内外销看，24H1 内/外销收入增速同比分别为-29.1%/+3.3%，外销占比由 23H1 的 93%进一步提升至 24H1 的 95%，外销表现好于内销。公司加快海外产能布局，由公司二级子公司泰国富浩达投资建设的泰国家电工厂项目，第一期工程部分厂房建设预计第四季度完成，目前已着手准备机器设备采购、报关出口及人员招募等相关准备工作。同时公司积极拓展新品类丰富收入结构，制冰机、环境电器等新品类均已相继实现小批量投产，并结合不同客户的改良需求和公司对自身产品品质的严格把控，仍在持续改良更新。

整体毛利率承压，汇兑收益减少影响净利水平

2024 年 H1 公司毛利率为 16.84%，同比-4.79pct，净利率为 7.69%，同比-7.24pct；其中 2024Q2 毛利率为 19.14%，同比-2.93pct，净利率为 10.4%，同比-6.67pct。分品类看，24H1 核心品类空炸毛利率同比-4.8pct。分内外销看，24H1 内外销毛利率同比分别为-16.6/-4.2pct。公司利润率显著承压，我们预计可能是产品结构改变带来毛利率的变化所致。

公司 2024 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.87%、3.28%、3.45%、-1.32%，同比-0.17、+0.16、-0.32、

+1.61pct; 其中 24Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.84%、2.02%、2.79%、-0.92%，同比-0.27、-1.58、-1.19、+5.93pct。公司财务费用率波动较大，主要由于汇兑收益减少所致。

投资建议：公司外销增速保持平稳，内销受行业需求较弱的影响增速承压。基于当前的经营情况，公司积极拓展海外产能，扩展新品类丰富收入结构。未来随着新品订单的释放，有望为公司打开第二成长曲线。根据公司中报的情况，我们适当下调了空炸的收入增速和毛利率，预计 24-26 年归母净利润为 1.5/1.7/1.9 亿元（前值 2.2/2.5/3 亿元），对应动态 PE 为 16.6x/14.8x/13.1x，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不及预期；自有品牌销售不及预期；外销订单不及预期；原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑。

行动教育（605098）：24H1 分红率 87%，强化红利属性

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 公司收入 2.5 亿元，同增 39.5%（此前预告区间 17-45%；24Q1 同增 28.1%）；归母净利 1.1 亿元，同增 28.1%（此前预告区间 21-44%；24Q1 同增 34.4%）；扣非归母净利 1.1 亿元，同增 33.6%。

24H1 公司收入 3.9 亿元，同增 35.2%，归母净利 1.4 亿元，同增 29.2%；扣非归母净利 1.4 亿元，同增 38.8%；净利率 35.3%，同减 1.2pct。

24H1 公司毛利率 76.1%，同减 2.2pct；归母净利率 35%，同减 1.6pct。

公司 2024 年半年度拟派发现金红利 1.18 亿元（含税），分红率 86.7%。

此前，21/22/23 年分红率分别为 109%/213%/97%。我们认为，公司天然具备强现金流属性及轻资产模式，具备高分红特质，是教育行业稀缺红利资产。

持续开发新大客户，战略成果显著

公司持续以大客户为开发重点，强调“行动教育等于中国管理教育”的品牌理念，以客户为中心，以“匹配强需求、引领新需求、战略深合作”为抓手，精准制定客户画像，打造大客户特战队，针对客户需求进行评估、提案、制定学习和服务方案，创造商机并持续跟进，提供专业的服务支持。

24H1 公司大客户战略成果显著，锁定行业及区域第一。公司基于大客户需求量量身定制、升级产品，与郎酒、今世缘、艾比森、友发钢管、创新金属、火星集成灶等行业、区域龙头持续达成合作，携手同行。截至 2024 年 6 月 30 日，已有超百家大客户企业与行动教育达成深度合作。

加强新人才留存及培养，持续强化人才激励

公司持续遵循“人数×人效”的增长公式，结合业务发展需要，加强对新人才的留存及培养。一方面不断吸收高素质人才加盟，另一方面通过各种途径加快提升一线销售人员的业务素质，通过“学、练、赛、考”、制定将才晋阶通道，整体快速提升员工的专业服务水平。

深度合作打造新内容，迭代升级王牌产品

2024 年 4 月，公司携手阿里钉钉，推出新研发的《校长 EMBA》选修大课《数字化组织》，由阿里钉钉创始共创人史楠和钉钉总裁叶军联袂主讲。课程将公司的实效特性与钉钉的实战经验深度融合，让企业获得组织数字化的认知、方法与工具，高效提升组织的数字化水平。

截至 24H1，《浓缩 EMBA》已开班 520 期，来自全国各地及东南亚地区的企业家及管理者齐聚一堂，学企业管理的系统、学组织经营的关键，实现高质量经营，强化企业内动力，打造新质增长力。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司定位于“建设世界级实效管理教育机构”，为企业提供全生命周期的知识服务和智力支持平台，培养经营型管理者，提升企业家的经营管理能力。我们持续看好公司依靠大客户驱动、新产品驱动等多维手段，进一步开拓成长空间，预计公司 24-26 年归母净利分别为 2.8/3.6/4.5 亿元，EPS 分别为 2.4/3.0/3.8 元/股，对应 PE 分别为 15/12/10x。

风险提示：行业竞争风险加剧；宏观经济形势变动产生的风险；关键人才流失风险；

中国移动（600941）：经营发展稳中有进，下半年收入增速较上半年有望改善

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

事件：公司发布 2024 年半年报，24H1 营收 5467 亿元，同比增长 3.0%，其中通信服务收入 4636 亿元，同比增长 2.5%；归母净利润为 802 亿元，同比增长 5.3%，基本每股收益为 3.75 元；EBITDA 为 1823 亿元，EBITDA 占通信服务收入比 39.3%；年化净资产收益率 12%，同比提升 0.2 个百分点，盈利能力继续保持国际一流运营商领先水平。

持续高质量发展，数智化转型成效显著

从业务结构来看，CHBN 中 HBN 收入占通信服务收入比达到 45.0%，同比提升 2.3 个百分点；“第二曲线”数字化转型

型收入达 1471 亿元，同比增长 11.0%，占通信服务收入比 31.7%，同比提升 2.4 个百分点。

个人市场：24H1 收入 2552 亿元，同比下降 1.6%；移动客户突破 10 亿户，净增 926 万户，其中 5G 网络客户达到 5.14 亿户，净增 0.49 亿户，渗透率达到 51.4%；移动 ARPU 保持行业领先，为 51.0 元（同比-2.67%）。ARPU 下降原因：1）传统式依靠规模驱动增长的模式现在略显动力不足，目前移动电话普及率已达 125 部/百人，新增客户以中低价值为主，而针对校园市场、特定场景等推出的第二卡槽进一步摊薄了 ARPU 值；2）流量增长趋势放缓。未来稳定 ARPU 举措：提出三个计划，包括“两个新型”升级计划、“AI+”行动计划、“BASIC6”科创计划；提供基于信息服务的运营，从共性走向个性，从追求价格走向追求价值。

家庭市场：24H1 收入 698 亿元，同比增长 7.5%；家庭宽带客户达 2.72 亿户，净增 848 万户，规模行业领先，千兆家庭宽带客户渗透率 33.5%，较 23 年底提升 3.5 个百分点；家庭客户综合 ARPU 达 43.4 元，同比增长 0.2%。

政企市场：24H1 收入 1120 亿元，同比增长 7.3%；政企客户数达到 3038 万家，净增 201 万家；公开招标市场中标份额达到 18.4%，全行业领先；移动云收入达 504 亿元，同比增长 19.3%，其中 IaaS+PaaS 收入份额稳居业界前五；5G 垂直行业应用保持领先；加快低空经济、航空互联网、天地一体业务规划与能力布局，积极探索新商机。

新兴市场：24H1 收入 266 亿元，同比增长 13.2%；坚持做大规模、做优效益、做强品牌。其中国际业务收入 118 亿元，同比增长 16.3%，数字内容收入 145 亿元，同比增长 11.3%。

数字化转型业务：24H1 个人数字化收入同比增长 34.6%；家庭数字化收入同比增长 4.5%；政企数字化收入同比增长 7.9%，其中 DICT 收入达 652 亿元，同比增长 8.4%；新兴市场数字化收入同比增长 9.7%。

“两个新型”加速推进，全年目标彰显信心

公司加速推进“两个新型”升级，上半年完成资本开支 640 亿元（5G 网络投资 314 亿元），新型信息基础设施不断完善。“双千兆”保持领先。累计开通 5G 基站超 229 万个，目前已在超 280 个城市推进 5G-A 商用部署，千兆宽带覆盖住户达到 4.38 亿户。持续引领算网布局，通用算力规模达到 8.2EFLOPS，智能算力规模达到 19.6EFLOPS。公司将继续强化精准投入、精细管理，全年资本开支将控制在年初指引的 1730 亿元以内，占收比降至 20% 以下。连接规模再创新高，总连接数超 35 亿，净增 1.5 亿。移动客户突破十亿大关。

全年目标：在上半年基础上努力实现收入增幅稳定提升、利润良好增长。5G 网络用户净增 0.8 亿；移动 ARPU 保持平稳；家庭宽带客户净增 1800 万，家庭综合 ARPU 稳健增长；政企客户净增 400 万，政企收入良好增长；新兴市场收入快速增长。

科技创新动能不断加强，重视股东回报

公司全面推进“BASIC6”科创计划，创新成果不断涌现：5G-A 标准贡献位居全球运营商第一阵营；成功打造“四算合一”算网大脑，长三角枢纽芜湖集群算力公共服务平台首次在国家级枢纽节点落地；发布“九天”千亿参数多模态大模型，在央企中率先通过国家“双备案”。公司抢抓机遇，“AI+”行动取得突破：发布由万卡级智算集群、千亿多模态大模型、百大要素生态平台构成的“九天”人工智能基座。共沉淀 450 项 AI 能力、赋能近 1000 项行业应用。

公司重视股东回报，决定 2024 年中期派息每股 2.60 港元，同比增长 7.0%，2024 年全年以现金方式分配的利润占当年股东应占利润的比例较 2023 年进一步提升。

盈利预测与投资建议：公司 C 端业务稳定，智慧家庭有效拓展，政企业务尤其云业务持续快速增长，推动公司总体收入稳健增长，同时资本开支逐年下降，成本费用可控，竞争优势不断稳固，现金流充足，分红率有保障，持续股息可期，属于高股息里的优选品种。考虑当前外部环境变化带来不利影响增多，有效需求仍然不足，新旧动能正处于转换期，公司转型发展面临一些不确定因素，预计 24-26 年归母净利润为 1390/1455/1521 亿元（原值为 1426/1531/1643 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争超预期，费用投入超预期，新业务进展慢于预期等

贵州茅台（600519）：24Q2 业绩超预期（现金流&合同负债优秀），三年分红承诺超预期

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

24Q2 公司总营业收入/营业收入/归母净利润分别 369.66/361.55/176.30 亿元（yoy+16.95%/+17.31%/+16.10%），（营收+合同负债）同比+20.95%，业绩超预期，或积极催化板块表现。

24Q2 茅台酒延续双位数增长，系列酒收入占比创新高。24Q2 茅台酒/系列酒实现收入 288.60/72.11 亿元（yoy+12.92%/+42.52%），系列酒收入占比环比/同比变动+6.99/+3.46 个百分点：

一、茅台酒收入增速表现优秀，或主因：①飞天出厂价+20%（100ml 飞天投放增加）；②非标产品量增等。展望 24：预计 24 年茅台酒或将投放 4.5WT 左右，同时将重点加大精品/生肖/小规格茅台等产品市场投入。

二、系列酒收入占比提升幅度同/环比双升，或主因：内部结构升级持续叠加 1935 放量。24 年公司或将提升卡位 600 元价位带汉酱地位。

24Q2 利润率同比小幅下滑，主因渠道结构&产品结构变化。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.11/-0.69 个百分点至 90.68%/50.60%，或主因：①直销渠道占比下降，具体看：24Q2 批发代理/直销收入分别 216.62/144.09 亿

元 (yoy+27.40%/+5.85%)，直销渠道收入占比同比-4.52 个百分点至 39.95%，其中“i 茅台”收入+10.64%至 49.07 亿元；②系列酒收入占比提升；③24Q2 公司销售费用率/管理费用率同比变动+0.74/-0.94 个百分点至 4.00%/4.97%；④24Q2 税金及附加率同比+0.73 个百分点。

经营性现金流表现优秀，蓄水池仍充盈。①24Q2 公司经营性现金流为 274.34 亿元 (yoy+9.12%)；②截至 24 年 6 月末，公司合同负债+其他流动负债同比/环比分别变动+29.91/+5.64 亿元至 112.33 亿元；③24Q2 公司销售商品收现 408.36 亿元 (yoy+22.60%)。

盈利预测：基于：①茅台酒新品推出/24 年量增（24 年茅台酒或将投放 4.5WT）+飞天已实现提价，业绩稳定性较强；②公司计划 24-26 年分红比例从 51.9%提升至不低于 75%；③公司渠道&价格掌控力强，工具箱丰富，近期散飞批价已回升至 2435 元左右。我们预计 24-26 年公司收入分别同比增长 16%/12%/10%至 1748/1958/2156 亿元，归母净利润分别同比增长 17%/12%/11%至 873/980/1087 亿元，对应 PE 分别为 21X/18X/17X。

风险提示：宏观经济影响，消费疲软，行业政策变动，飞天茅台批价波动。

健盛集团（603558）：看好无缝服饰盈利及棉袜订单向上

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

24H1 收入 11.7 亿同增 5.5%，归母净利 1.7 亿同增 33.8%

公司发布半年报，24Q2 收入 6.2 亿同增 1.5%，归母净利润 0.8 亿同减 1.8%，扣非归母净利润 0.8 亿同减 11.4%。24H1 公司收入 11.7 亿同增 5.5%，主要系棉袜稳定增长，归母净利润 1.7 亿同比增长 33.8%，扣非归母净利润 1.6 亿同增 32.1%。

公司拟派发中期现金红利每股 0.2 元（含税），分红总额 0.7 亿，占 24H1 归母净利 43%。

24H1 毛利率 28.9%同增 4pct，成本优化提效显著

公司 24H1 毛利率 28.9%同增 4.2pct，Q2 毛利率 28.5%同增 1.9pct，主要系成本结构优化与生产效率提升见效，公司各生产基地积极落实控制万元可变成本等考核指标，优化生产调度，各环节高效协同以降低成本。

24H1 净利率 14.2%同增 3pct，Q2 净利率 13.5%同减 0.5pct。公司 Q2 期间费率增长 2pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比+1pct/+0.7pct/-0.3pct/+0.7pct，其中管理费用增长主要系公司三十周年庆活动相关支出及差旅支出增长。

优化核心客户服务，加强新客开发

海外市场方面，公司聚焦核心增长客户，提升开发、生产、交期等增强产品力与附加值，重点客户自研产品比例逐步提升；同时强化新客户开发，无缝板块新客户比重增长尤其较快。国内市场方面，公司深入研究国内消费者需求与偏好，结合公司产品特点与优势，制定相应营销与推广方案，与李宁、蕉内、UBRAS、FILA 等保持良好合作关系，资源整合优势互补。

发挥国内外产能优势，积极推进越南项目进度

公司兼备国内外产能，在浙江江山与绍兴，贵州三穗，越南海防、兴安、清化等地均设有生产基地，24 年继续在越南南定省建设新生产基地，目前土地使用权相关转让协议已签署，持续提升公司在棉袜及无缝服饰代工领域的竞争力。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司在棉袜、无缝服饰生产制造领域处于领先地位，具备客户资源、全球化产能布局等多方面优势，棉袜业务奠定稳健基本盘，期待无缝服饰业务经营继续改善释放利润。我们预计公司 24-26 年归母净利为 3.2/3.7/4.2 亿元，EPS 为 0.9/1.0/1.2 元/股，对应 PE 分别为 10/9/8X。

风险提示：原材料价格波动风险、海外工厂扩产进展不及预期风险、终端消费复苏不及预期风险等。

大健云仓（GCT）：海外大件 B2B 先发制胜，数据驱动构筑核心竞争力

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

公司业绩快速增长，业务结构持续优化。公司于 2010 年迈入跨境电商领域，积累先发优势，现专注于跨境大件商品 B2B 交易。三大核心业务板块包括 GigaCloud3P、GigaCloud1P 和平台外电子商务，2023 年总 GMV 达 7.9 亿美元；其中，3P 业务贡献了 53%的交易额，助力业绩高增。2023 年公司实现营业收入 7.04 亿美元，同比增长 43.6%；因海运费下降，营业成本增速放缓，毛利率同比提升近 10 个百分点；调整后净利润为 9680 万美元，净利率改善明显，由 2022 年的 5%增至 13%，盈利水平显著修复。

后疫情时代跨境家具市场广阔，家具出海大有可为。需求方面，疫情时期线上消费习惯的培养和供应链的完善，促进全球电商规模和电商渗透率稳步提升，全球 B2B 电商市场规模有望进一步扩大，2027 年预计可达 21 万亿美元。而美国作为 2022 年全球第一大家具市场，预计未来需求保持稳健增长。供给方面，中国 B2B 出海赛道持续扩容，预计到 2025 年规模将达到 6.9 万亿元，2022-2025 年 GACR 达到 15.6%，出海增长潜力强劲。同时，美国家具市场

线上化率呈现稳健的增长趋势，有助于公司市场份额的提升。

供应链创新+AI 解决方案建立核心竞争力，买卖增量空间促进平台规模持续扩张。公司在“供应链前置”中垂直整合电商、仓储和物流资源，实现市场整体的降本增效；利用 AI 技术赋能业务全链路运营，提高平台数字化水平。Seller 方面，公司 SKU 数量达到 3 万+，中国出海机会的增加与全球化采购网络的构建推动平台 Seller 的增加；Buyer 方面，多样化的平台产品供应，以及发展中国家/地区的高性价比的产品，迎合了美国经销商和客户的需求，持续吸引 Buyer 入驻；公司拥有稳健的市场扩张战略，配合量价齐升的发展趋势，预计整体 GMV 将实现良性循环。

投资建议：我们认为大件家居线上化率较低、增速较快，且公司海外仓储模式在跨境电商中卡位独特，能够以较高的效率解决买卖方的需求。我们给予其可比上市企业平均估值水平。我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 10.5/13.9/18.2 亿美元，同比增长 49%/32%/31%，2024-2026 年调整后净利润分别为 1.2/1.8/2.2 亿美元，给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 56 美元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：美国进口关税进一步提高，中国制造业成本大幅上升，美国家具销售不达预期，海运成本进一步提高，美国宏观经济下行风险

匠心家居（301061）：预计关税风险可控，美地产链复苏可期

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

经营稳健，预计 Q2 业绩靓丽

公司创新产品在美国终端零售市场具备良好口碑，核心客户交易额持续增加、新客户稳步拓展，Q1 多位客户业务上涨比例超过 50%；此外，上半年海运费持续上涨，公司以 FOB 结算方式为主可规避影响，当前海运费高位回落，我们预计公司 Q2 出货量同比/环比有望延续稳健增长，看好下半年新客户及店中店模式放量！

此外，当前美联储降息预期升温，我们预计降息后美地产链有望企稳复苏，乐观展望 25 年海外家居需求！

强供应链、高利润率，关税影响预计可控

面对潜在加征关税影响，我们认为：1）产能：公司 2019 年在越南建成了全资工厂，目前家具类产品都在越南生产，23 年越南子公司收入占比近 80%，我们预计海外生产基地布局可充分覆盖对美订单；此外国内工厂是决策中心、研发中心、行政执行中心和国外各分支机构的管理中心，供应链配合高效。

2）生产：功能沙发为劳动密集型产业，且美国本地家具企业在产品设计、工艺和制造上存在短板，不能充分满足美国消费者需求，因此我们认为较为依赖高人效区域生产；目前公司正在采取设备自动化、人力管理精细化和产品主要配件标准化等一系列手段，我们预计生产效率有望持续提升。

3）得益于供应链优势/产品力领先，23 年公司归母净利率约 20%，我们认为盈利能力较强可有效应对关税影响。

公司深耕美国功能沙发线下，强研发/生产/服务能力锁定优势产业地位，加速向消费者品牌进阶

ODM：公司产品研发设计实力领先，客户资源加速拓展，23 年/24Q1 分别获得 34/24 位新客户（32/24 位零售商），MotoLiving 等新品迭代有望带动单价提升、引领行业需求；

店中店：公司在原有零售客户合作体系内试水店中店模式，有望加速 Moto 品牌露出，赋能零售商共同成长，期待店中店落地打开估值空间。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司新产品+新客户+新品牌同步发力，我们预计 24-26 年归母分别为 4.9 亿/6.0 亿/7.1 亿，对应 PE 分别为 15X/13X/11X，维持“买入”评级。

风险提示：店中店拓展不及预期，大客户销售份额下降，销售费用投放增加，海外需求不及预期等

金属与材料：衰退预期边际降温，基本金属有所反弹

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523050001

一周一议：氧化铝在涨什么？氧化铝涨的是供需基本面好及宏观衰退预期降温的刺激。宏观上，美国上周首次申请失业救济人数 23.3 万人，低于预期 24 万人和前值 24.9 万人，创一年来最大降幅。续请失业金人数上升至 33 个月新高，削弱市场对美联储降息 50 个基点的预测。而国内早前虽持续释放利好，但政策传导落实同样需时间。基本面上，现货 TC 始终保持在低位，废铜供应受到政策影响。供给方面，国内氧化铝生产企业受制于铝土矿资源紧缺，部分企业长单交货量不足，氧化铝供应表现偏紧，给予市价支撑；需求方面，自云南 7 月上旬电解铝厂复产完成以来，氧化铝需求已处于年内偏高位水平，需求端增量后趋于稳定；成本方面，国内铝土矿复产缓慢，主要的铝土矿进口国几内亚正值雨季，进口铝土矿外运减少，且成本增加，氧化铝生产成本有支撑。

基本金属：就业市场有所回暖，衰退交易弱化。1）铜：本周铜价下跌，沪铜收盘于 71510 元/吨。宏观方面，美国

上周首次申请失业救济人数 23.3 万人，低于预期 24 万人和前值 24.9 万人，创一年来最大降幅。就业市场有所回暖。基本面维度，供给端，本周进口铜矿 TC 均价小幅上涨至 7 美元/吨，TC 价格回升，阶段性供需矛盾缓解，当前冶炼厂原料较为充裕，对精矿采购需求有限。需求端，本周铜价持续大幅走低，升贴水涨跌有限。精铜杆方面，铜价下跌幅度较大，下游企业点价情绪上涨，叠加精废差持续缩减，部分前期采购再生铜杆的中小型企业采购精铜杆意愿增强，多数企业成交有所回暖。但跌价行情中，下游没有订单支撑，提货速度放缓，部分企业出货受阻。2) 铝：本周沪铝价格整体下行，收盘于 19125 元/吨。宏观：中国财新制造业 PMI 公布值 49.8，预期 51.5，结束 8 个月扩张区间势头，2023 年 11 月以来首次低于荣枯线；7 月份中国大宗商品价格指数为 114.5 点，连续 3 个月实现同比正增长，但环比来看回落 2%——经济数据不佳导致宏观情绪回落，叠加市场成交依旧表现非常一般，沪铝周均价格下行。供给端，本周中国电解铝行业并无增减产情况，行业运行产能维持稳定。需求端，本周铝棒铝板行业产量均有减少，主要体现在贵州、山东以及河南地区，对电解铝的理论需求减少。库存端，本周 LME 铝库存继续减少，目前 LME 铝库存 91.45 万吨，较上周 93.31 万吨减少 1.87 万吨。中国方面，本周铝锭社会库存增加，目前库存在 83.66 万吨，较上周 82.16 万吨增加 1.5 万吨。建议关注：中国宏桥、中国铝业、洛阳铝业、紫金矿业、金诚信、五矿资源。

贵金属：全球流动性危机引发白银价格显著回撤，后期依旧看好。本周（8.2-8.8）金银价格下跌。截至 8 月 8 日，国内 99.95% 黄金市场均价为 558.94 元/克，较上周下跌 0.11%，上海现货 1# 白银市场均价为 7089 元/千克，较上周下跌 3.00%。周内数据显示，美国上周首次申请失业救济人数 23.3 万人，低于预期 24 万人和前值 24.9 万人，创一年来最大降幅，就业市场有所回暖。市场恐慌情绪引发的短期影响已基本兑现，随着市场可能从衰退交易再度转向降息交易，贵金属价格有望企稳回升。从历史数据看，过去每轮降息周期初期，贵金属通常会受到股指下跌的拖累而形成显著回撤，但中期看来依然将随着经济逐步复苏而走出阶段新高。建议关注：山东黄金、银泰黄金、招金矿业、中金黄金。

小金属：就业市场回暖，锡锭价格震荡反弹。本周（2024.8.2-2024.8.8）伦锡重心下移。截至 8 月 7 日收盘，伦锡收盘 29990 美元/吨，较上周同期相比下跌 405 美元/吨，跌幅 1.33%。宏观方面，美国上周首次申请失业救济人数 23.3 万人，低于预期 24 万人和前值 24.9 万人，创一年来最大降幅。就业市场有所回暖。锡价上行动能承压，周内震荡偏弱为主。近期国内精锡供应量较为稳定，终端电子消费淡季订单不振，整体接货意愿有限。宏观层面年内降息预期为宏观定价提供支撑。因此，我们继续看好年内锡价表现，建议关注：锡业股份，兴业银锡，华锡有色。

稀土永磁：需求边际改善，稀土价格走势趋稳。本周氧化镨钕小幅上涨至 37.4 万元/吨，中重稀土表现亦趋稳，氧化镝收于 173 万元/吨，氧化铽收于 517.5 万元/吨，磁材需求边际回暖带动下稀土价格趋稳。上周稀土市场活跃度提升，本周体现修复行情，磁材当下订单热度明显好于上月，预期至少将贯穿下月，需求的支撑决定了稀土各产品走势保持趋稳的劲头，且多数预判仍有保持上涨的可能。综合来看，供应端暂时稳定，现货数量充足，需求侧正逐步修复，稀土在大方向上持续向好转变。建议关注：北方稀土，正海磁材。

风险提示：需求回暖不及预期的风险，上游供给大增的风险，库存大幅增加的风险。

建筑装饰：收储加速落地，重视下半年财政发力

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

会议定调逆周期调节，更大力度推动规模设备更新

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，强调“加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，并“加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债”，5 月首批特别国债已开启审批，“常态化”发行预计年内有望对基建投资形成有力支撑。三中全会报告提及推动收费公路政策优化，健全重大水利工程建设、运行、管理机制，加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级，我们认为 24 年基建结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性较高，经济发达区域基建仍保持高速增长，重视四川、浙江、安徽、江苏等区域性机会，7 月 30 日，中共中央总书记习近平发表重要讲话，提出要做好国家空中交通管理工作，促进低空经济健康发展，我们建议关注低空经济、以旧换新等新质生产力建设。

收购商品房用作保障性住房，存量住宅去化加速

8 月 7 日深圳安居发文收购商品房用作保障房新政催化。政策明确征集对象包括深圳市范围内商品房性质的住宅、公寓、宿舍等。房源条件要求位置贴近区域发展核心片区，户型面积要求 65 平以下，优先选取整栋或整单元未售收购。此外项目需满足，生活便利、配套完善、手续齐全、项目合法等要求。。近期三中全会、政治局会议、央行

工作会议等多次重点提及下半年全力坚持并落实“收储”相关工作，我们预计下半年其他高能级城市有望较快跟进，叠加供给端年内核心城市土地供应显著收缩，我们认为收储、土地供给缩量等“主动式”去库存方式均将加快各地供需关系平衡进程，政策目标旨在“稳定价格”。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周（0805-0810）建筑（中信）指数下跌1.26%，沪深300板块下跌1.34%，子板块中建筑装饰、园林工程涨幅居前，分别录得1.55%、0.31%的正收益。本周涨幅居前的标的有：招标股份（+16.82%）、ST百利（+14.71%）、建科院（+12.81%）、广田集团（+12.42%）、中岩大地（+12.38%）。

投资建议

我们预计24年广义/狭义基建增速分别为7.88%/5.27%，结构性和区域性特征明显，真实需求主导的水利投资、铁路和航空等重大交通领域建设、城市综合管廊的确定性相对较高，经济发达区域基建仍保持高增长，重视三条主线投资机会，1）主线一：供需格局优化，央国企蓝筹高质量发展；2）主线二：围绕新质生产力方向，布局细分高景气赛道；3）主线三：聚焦海外高景气区域，重点关注高质量出海国际工程板块。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；央企、国企改革提效进度不及预期；城中村改造落地不及预期。

消费电子：英伟达推出 B200A 面向边缘 AI 应用，看好产品线优化及高端算力平台迭代落地

潘暕 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

AI：英伟达推出降规版 B200A，采用 CoWoS-S 封装技术替代 CoWoS-L，以供给边缘 AI 企业型客户，或也为避免出货延迟、产线冲突问题。看好高端算力平台迭代，TrendForce 预计 2025 年 Blackwell 平台将占 NVIDIA 高端 GPU 逾 8 成，并促使 NVIDIA 高端 GPU 系列的出货年增率上升至 55%。1）根据 TrendForce，2024 年下半年，英伟达或将为边缘 AI 企业型客户供应降规版 B200A，并转为采用 CoWoS-S 封装技术。2）B200A 热设计功耗（TDP）将比 B200 低，搭配该芯片的 GB Rack（机柜）可采用气冷散热方案，不受液冷散热影响，从而避免出货延迟问题，预期 OEMs 应于 2025 年上半年正式拿到 B200A 芯片，能让延迟至今年第三季才能放量的 H200 有更多被市场采用的机会，避免产品线相隔太近而产生冲突。3）进入 2025 年，Blackwell 将成为出货主力，以效能较高的 B200 及 GB200 Rack 满足 CSPs、OEMs 对高端 AI 服务器的需求。2025 年 Blackwell 平台将占 NVIDIA 高端 GPU 逾 8 成，并促使 NVIDIA 高端 GPU 系列的出货年增率上升至 55%。

汽车电子：广州花都“车路云”一体化应用试点项目获批，“车路云一体化”赋能自动驾驶项目。广州花都区的“车路云一体化”应用试点项目获得批准，总投资 11.95 亿元。项目覆盖全区，计划建设包括 110 条道路和 400 个节点的路测设备、200 台自动驾驶车辆和 400 个有线节点+5G 网的超融合计算平台。工信部发布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单，目前已有多个城市积极参与，预计投资金额在 100 亿至 170 亿元之间，各试点城市在政策端、技术端、产业端等各端口稳步推进自动驾驶落地，推动“车路云一体化”快速步入大规模示范应用的新阶段。

智能手机：1）新机方面，我们梳理了三-四季度主流品牌新机发布的可能时点，关注华为折叠屏手机轻薄性与三折叠技术、及苹果 iPhone 16 系列，或将搭载 Apple Intelligence 端侧人工智能模型。8 月 9 日，华为 nova Flip 小折叠屏手机正式开售。据官方介绍，是业界最薄小折叠手机。华为 nova Flip 是专为年轻群体设计的新潮小折叠，素皮版机身厚度为 6.88mm，重量为 195g。全球首个三折叠屏手机样机或将由华为推出，将搭载麒麟 9 系平台，融入包括华为最新 AI 技术在内的多项新技术。3）2024 年第二季度手机出货量同比增长 6.5%，增长态势已连续四季度，为今年预期的复苏奠定势头。根据国际数据公司（IDC）的数据，2024 年第二季度（4 月至 6 月）的手机出货量比去年同期增长了 6.5%，达到 2.854 亿部。第二季度更像是下半年推出更多 AI 智能手机的前奏，这可能成为 5G 和可折叠手机之后的下一个增长动力。

PC：1）AIPC 降价提质，发展势头不减，看好 AIPC 渗透率提升拉动产业链复苏。IDC 预计 2028 年中国下一代 AIPC 年出货量将是 2024 年的 60 倍，渗透率持续提升。高通发布第三财季财报并举行业绩会，表示到 2025 年骁龙 AIPC 价格将在维持性能情况下下探至 700 美元水平并确认已经与电脑厂商合作开发下一代 Copilot+ PC。2）惠普回应“将一半 PC 生产迁出中国”传闻，强调中国是惠普全球供应链中不可或缺的关键一环，公司坚定不移地致力于在中国的运营与发展。3）新机方面，戴尔灵越 14 Plus 骁龙版中国上市，结合 AI 技术，内置 AI 技术提升电池寿命、减少噪音并增强安全性，是 AIPC 的出色代表，符合可持续发展理念。

面板：1）大尺寸：八月价格跌幅收窄，海外产能进一步退出。根据 TrendForce 集邦咨询 2024 年 8 月上旬，65 吋电视面板价格小幅下滑 1 美金；其余尺寸的电视面板、以及显示器、笔记本面板价格保持稳定。TCL 华星光电技术有限公司拟购买乐金显示（中国）有限公司 70%股权和乐金显示（广州）有限公司 100%股权，整合海外产能。2）

中尺寸：显示器及笔电 H1 出货同比增长，京东方、华星份额提升。2024 上半年显示器面板出货 7950 万片，笔电面板出货达 9480 万片，同比增长 11.8%、8.4%。随着 TCL 华兴收购乐金显示，京东方、华星面板产能占比预计将由 26.6%、19.7% 提升至 27.4%、25.2%。3) 小尺寸：苹果 OLED 产品升级，利好国内份额。苹果今年新推出的两款 iPad Pro 机型中首次采用 OLED，预估总出货量为 900 万至 1000 万台，三星、LGD 作为其供应商。韩厂供应 iPad OLED 将占用其手机产能，利好国内小尺寸份额。4) 上游方面：关注 6 代爬产，8.6 代扩产带来的后道设备投资机遇。联得装备中标京东方 8.6 代 OLED 产线项目、1.79 亿元京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目，将对公司未来的经营业绩产生积极影响。5) 厂商业绩方面，群创 2024 年 7 月营收人民币 39.10 亿元，同比减少 4.65%，群创 7 月大尺寸合并出货量共计 904 万片，较上月减少 6.0%；中小尺寸合并出货量共计 1,597 万片，较上月减少 22.5%。出货减少导致业绩下降，第三季度稼动率将下降 5%。

建议关注：

被动元件：上游原材料：洁美科技/国瓷材料（与化工组联合覆盖）；MLCC：三环集团/风华高科/达利凯普；电感：顺络电子/麦捷科技/铂科新材（金属材料组覆盖）；晶振：泰晶科技/惠伦晶体；

连接器及线束厂商：连接器及相关：立讯精密、华丰科技、中航光电（与军工组联合覆盖）、鼎通科技（通信组覆盖）、博威合金；线束：沃尔核材、新亚电子、兆龙互连、金信诺、电连技术；

消费电子零组件&组装：工业富联、立讯精密、闻泰科技、领益智造、博硕科技、鹏鼎控股、蓝思科技、歌尔股份、长盈精密、京东方、国光电器、长信科技、舜宇光学科技（港股）、高伟电子（港股）、东山精密、德赛电池、欣旺达、信维通信、科森科技、环旭电子、兆威机电（机械组覆盖）、比亚迪电子（港股）、智迪科技、雷柏科技、创新新材（与金属材料组联合覆盖）；

消费电子自动化设备：科瑞技术（与机械组联合覆盖）、智立方（与机械组联合覆盖）、思林杰、大族激光、赛腾股份、杰普特、华兴原创、博杰股份、荣旗科技、天准科技（电新组与机械组联合覆盖）、凌云光、精测电子（与机械组联合覆盖）、博众精工（机械组覆盖）；

品牌消费电子：传音控股、漫步者、安克创新（与家电组联合覆盖）、小米集团（港股）；

消费电子材料：创新新材（与金属材料组联合覆盖）、福蓉科技、中石科技、世华科技；

CCL&铜箔&PCB：建滔积层板、生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技、嘉元科技（电新组和金属材料组联合覆盖）、诺德股份、德福科技、方邦股份、鹏鼎控股、东山精密、深南电路、兴森科技、沪电股份（与通信组联合覆盖）、景旺电子、胜宏科技；

汽车电子：电连技术、水晶光电、舜宇光学科技、联创电子、裕太微、和而泰、科博达、德赛西威、菱电电控、湘油泵（与汽车组联合覆盖）、华阳集团、东软集团（与计算机组联合覆盖）、保隆科技（汽车组覆盖）、速腾聚创、禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团（海外组覆盖）、地平线、黑芝麻智能、经纬恒润、伯特利（汽车组覆盖）、中鼎股份、天润工业、中科创达（与计算机组联合覆盖）、诚迈科技、小鹏汽车（汽车组与海外组联合覆盖）、理想汽车（汽车组与海外组联合覆盖）、蔚来、上汽集团（汽车组覆盖）、比亚迪（汽车组与电新组联合覆盖）；

自动驾驶：禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团（海外组覆盖）、地平线、黑芝麻智能、德赛西威、华阳集团、东软集团（与计算机组联合覆盖）、经纬恒润、保隆科技（汽车组覆盖）、伯特利（汽车组覆盖）、大华股份、海康威视

面板：京东方、TCL 科技、深天马 A、联得装备（与机械组联合覆盖）、精测电子（与机械组联合覆盖）、奥来德、鼎龙股份（与基础化工组联合覆盖）、莱特光电（化工组覆盖）、清溢光电、菲利华、深科达、顾中科技、汇成股份、新相微、天德钰、韦尔股份、中颖电子、易天股份

风险提示：消费电子需求不及预期、新产品创新力度不及预期、地缘政治冲突、消费电子产业链外移影响国内厂商份额

农林牧渔：2024 年第 31 周报：生猪均价上 20 元/kg，如何看待板块投资机会？

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

1、生猪板块：全国均价站上 20 元/kg 关口，重视养猪股投资价值！

1) 本周猪价继续新高。截至 8 月 10 日，全国生猪均价 20.61 元/kg，较上周末上涨 3.62%（智农通），全国均价站上 20 元/kg 关口，预计行业平均自繁自养头均盈利有望达到 600+ 元/头（据涌益）；本周 7kg 仔猪价格和 50kg 二元母猪价格分别为 511 元/头和 1639 元/头，仔猪价格较前期高点已回落近 200 元/头。供应端，本周出栏均重为 125.83kg（环比+0.37kg），现阶段大猪存栏有限（150kg 大猪较标猪价格进一步拉大）。需求端，本周日度屠宰量环比稳定，并未出现缩量保价情况。预计后续供应压力或持续减少（23 年下半年能繁存栏量呈加速下降趋势）&需求呈季节性增长，猪价反转趋势有望强化。

2) 本轮周期供应断档期已在近期体现且本轮猪价上涨并未结束，重视猪价高度及持续性预期差，重视空间！从 2024 年头均市值看，其中牧原股份 3000-4000 元/头；巨星农牧、温氏股份 2000-3000 元/头；新希望、新五丰、华统股

份、唐人神、德康农牧、天康生物 1000-2000 元/头；估值处在历史相对底部区间，预计多股头均市值仍有显著上涨空间（数据截止 8 月 9 日）。标的上，当前阶段，【板块 β 配置、重视核心资产】，大猪首推【温氏股份】、【牧原股份】、其次建议关注【新希望】；小猪建议关注：【华统股份】、【神农集团】、【天康生物】、【巨星农牧】、【唐人神】、【德康农牧】、【新五丰】等。

2、禽板块：白鸡黄鸡，重视估值低位和弹性！

1) 白鸡：祖代引种缺口已成，重视预期差。①海外禽流感严重，引种压力持续+鸡肉进口问题进一步加剧供给紧张。7 月 19 日，巴西因高传染性和致命性的病毒性疾病新城疫暂停对我国鸡肉出口。巴西是我国第一大鸡肉进口国，23 年占进口总量 50+%（我国鸡肉消费量中，进口比例约 10%），进口问题或加剧我国鸡肉供给紧张。②本周鸡价较稳。截至 8 月 10 日，山东大商品代苗报价 4.0 元/羽（取区间中值），较上周末持平；山东区域主流毛鸡均价 3.80 元/斤，较上周末持平（数据来源：家禽信息 PIB 公众号）。③投资建议：祖代引种收缩已持续两年，缺口已成，中游去库存逻辑逐步兑现；商品代鸡苗供给已边际下滑，预计 2024 年景气上行。首推【圣农发展】，建议关注【益生股份】、【民和股份】、【禾丰股份】、【仙坛股份】等。

2) 黄鸡：供给收缩确定，重视需求端恢复带来的价格弹性。①产能为 2018 年以来最低区间。截止 6 月 30 日，在产父母代存栏量 1336 万套，周环比持平，同比-1.5%（数据来源：中国畜牧业协会）；②鸡价环比上涨。截至 8 月 10 日当周，川渝青脚麻公鸡 12.2 元/公斤，周环比上涨 1.8 元/公斤（数据来源：新牧网公众号）；③投资建议：供给端出清彻底，在产父母代存栏量处近 5 年低位。散户资金流紧张，短期快速上产能可能性低。2024 年猪价景气上行，黄鸡价格有望明显提振，弹性可观。建议关注【温氏股份】、【立华股份】。

3、后周期：饲料板块，重点推荐基本面拐点+估值相对底部的海大集团；动保板块，重视新大单品打开盈利空间！

1) 饲料板块：重点推荐【海大集团】。水产养殖/水产料历经 2+ 年低谷，养殖饲料产能明显去化，今明年水产料景气有望改善。本周草鱼/罗非/生鱼/加州鲈/黄颡/南美白对虾塘口均价环比+0.8%/-0.5%/+0%/+0%/-8.8%/+7.0%；同比+9%/+19%/+25%/+29%/+50%/-7%。原材料大幅波动下海大强化市场主动攻击策略，市占率加速提升。预计随着今年鱼价景气恢复，量价利弹性凸显。重视公司基本面拐点+估值性价比！

2) 动保板块：养殖后周期机遇到来，新需求持续扩容市场。随着猪价上涨，养殖利润回升有望带动养殖场/户使用疫苗积极性，动保公司业绩有望底部回升。此外，在宠物疫苗国产替代及非瘟疫苗等新赛道上的扩容有望为动保行业带来新的增长空间，其中宠物疫苗中的猫三联产品或是今年各家动保企业发力的主力产品；在非瘟疫苗赛道上，若未来技术路径能做到有效性和安全性兼得，预计也可带来超百亿的市场。重点推荐：【中牧股份】、【科前生物】、【生物股份】、【普莱柯】，建议关注：【金河生物】、【瑞普生物】、【回盛生物】。

4、种植板块：五部门发文实施金融保障粮食安全专项行动，重视种植产业链！

1) 种子：政策加大力度支持粮食安全，重视种植链机会！中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、财政部、农业农村部近日联合发布《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，提出，实施五大专项行动，包括实施金融保障粮食安全专项行动，拓展粮食生产、流通、收储、加工等全产业链金融服务场景，创新高标准农田和设施农业建设的融资模式，深化种业振兴和农业科技金融服务，支持符合条件的种业企业上市、挂牌融资和再融资。我们认为转基因技术在抗虫方面效果突出，商业化种植有望加速推广，头部公司凭借良好的业务基础和丰富的转基因技术储备，有望进一步提升竞争力。

2) 低空经济：四部门联合发文开启低空经济产业发展元年，农业低空领域大有可为。工信部等四部门联合发文，提出到 2030 年通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。在农业领域，可以利用低空无人机等技术进行农田灌溉、植保喷洒等作业，同时还可以应用于森林防火、环境监测等资源监测场景。农业低空经济应用场景众多，市场空间广阔。我们认为，随着低空经济政策持续落地，农业低空产业有望迅速发展，植保无人机等相关产业标的有望持续受益。

3) 重点推荐：①种子：【隆平高科】、【大北农】、【登海种业】、【荃银高科】。②农资：【新洋丰】（与化工组联合覆盖）。建议关注：③种植：【苏垦农发】。④农业节水：【大禹节水】。⑤农业低空经济：【中农立华】、【诺普信】。

5、宠物板块：国产品牌持续崛起，宠物食品出口趋势持续向好！

1) 国产品牌持续崛起，上市公司国产品牌高速成长，关注国产品牌新品。根据宠物营销界，7 月抖音猫主粮榜单中，麦富迪位列 TOP1，弗列加特位列 TOP4；狗主粮榜单中，麦富迪位列 TOP1。我们认为，宠物国产品牌凭借产品创新、精细营销等战略有望持续崛起！

2) 宠物食品出口连续增长，彰显出口业务景气。根据海关数据，2024 年 6 月，我国出口零售包装的狗食或猫食饲料 10.33 亿人民币，yoy+37%，保持较快增长！

3) 我们认为，我国宠物经济蓬勃发展，国产品牌崛起快速。重点推荐【乖宝宠物】、【中宠股份】、【佩蒂股份】、【路斯股份】等。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气；进口变动。

建筑材料：深圳收储新政落地，关注消费建材弹性品种及水泥高股息品种

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

行情回顾

过去五个交易日（0805-0809）沪深300跌1.56%，建材（中信）涨1.01%，玻璃纤维取得负收益，其他板块均取得正收益。个股中，亚士创能（+15.2%），万里石（+10.7%），华民股份（+10.2%），西藏天路（+9.7%），三棵树（+6.5%）涨幅居前。

深圳收储新政落地，关注消费建材弹性品种及水泥高股息品种

据Wind，0803-0809一周，30个大中城市商品房销售面积145.4万平米，环比-27.61%，同比-17.17%。8月7日深圳市安居集团有限公司发布《关于收购商品房用作保障性住房的征集通告》，对征集对象、房源条件、项目要求等作出明确，有望实质性加快收储进展，后续其他高能级城市也有望较快跟进，短期来看，困境反转及中报风险出尽的消费建材公司估值修复弹性或更大。上周塔牌集团在未来三年股东回报规划中提到，明确未来三年最低分红比例不低于70%且每股现金分红不低于0.45元，对应当前股息率6%。从过去水泥行业分红预案来看，更是对分红比例作出承诺，但对分红金额作出承诺的较少。我们认为当前市场对水泥红利属性的担忧主要在于担心未来业绩下滑风险导致股息率无法持续，未来水泥企业的分红水平主要看潜在分红能力及分红意愿，其中分红能力方面，现金派息占公司自由现金流比重越低代表公司短期超额分红能力越强，而中长期持续性主要体现在净现金占总资产的比重，综合来看，塔牌集团、海螺水泥具备较强的分红能力，而分红意愿方面，塔牌集团作出每股股息承诺，因此股息率确定性相对更高。我们认为当前水泥企业盈利已达阶段性底部，对股价提供一定支撑，而8月份中下旬随着旺季到来，水泥价格有望推涨，有望催化股价反弹，因此从资本回报率+股息回报角度，水泥股或仍具备较优的超额收益，首推塔牌集团。

传统建材行业景气或已触底，新材料品种成长性有望持续兑现

1) 消费建材21/22FY受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23年基本面或已基本企稳。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道；2) 新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气 and 国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期；3) 当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量；4) 塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似；5) 水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化；6) 玻纤当前价格处于相对低位，后续风电等需求启动有望带动行业去库涨价。

本周重点推荐组合

亚士创能、西部水泥、塔牌集团、西藏天路、华新水泥、兔宝宝、三棵树、世名科技（与化工团队联合覆盖）

风险提示：基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期；地产产业链坏账减值损失超预期等。

新兴产业：珠海国资委投资10亿，“天空之城”低空基础设施项目获备案！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

本周关注：“天空之城”全空间低空智能融合基础设施新建项目通过备案，项目总投资10亿元，地方国资深入参与，整体统筹推进低空软、硬件基础设施的建设，对于系统性解决当前低空经济面临的“飞不起来、落不下去”等问题具有重要意义。

珠海“天空之城”低空项目获备案，预计2028年完成全空间覆盖

据广东省投资项目在线审批监管平台消息，“天空之城”全空间低空智能融合基础设施新建项目于8月8日通过备案，建设单位为珠海国资委下属的珠海市低空产业投资运营有限公司，项目总投资10亿元。

上述备案项目是珠海市低空经济发展重要措施，对珠海市既有通航设施、低空通信覆盖能力、空域划设、军民航空运行现状进行分析，根据珠海市低空运行范围建设目标分阶段完成覆盖全市全域的“海陆空”全空间低空立体交通运营指挥体系建设。项目建设内容主要包括：覆盖珠海全市的“海陆空”全域管理的低空立体交通管理服务系统研发，低空指挥中心、低空数据中心、海洋信息中心、无人系统指控平台、海上活动监测平台等建设，海上设施安全运维管控，低空航空器起降点建设，低空基础设施（通信、导航、监视、气象等设备）建设等。

珠海市是最早一批提出设立低空经济公司的省市之一。此次项目是地方政府深入下场参与投资运营的实例，整体统筹推进低空软、硬件基础设施的建设，这对于系统性解决当前低空经济面临的“飞不起来、落不下去”等问题有重

要意义。

重点推荐:【纳睿雷达】(军工组联合覆盖)-发布实现“低小慢目标”+“低空微气象”的多功能一体化雷达

公司于2024年7月4日正式发布自主研发的Ku波段双极化有源相控阵雷达。在复杂城市环境下,该雷达可全天候对飞鸟和无人机等“低小慢目标”在5公里范围内进行主动探测识别和跟踪定位,而且能提供30公里以内的超高分辨率的三维低空微气象信息。可广泛应用于立体交通、边界防护、空域管理等多个领域,并可进一步拓展应用于岸海监视、机场驱鸟等场景,是面向低空经济发展应用场景的新产品。公司表示将持续跟踪“天空之城”项目产品方案动向,我们认为,公司凭深耕气象领域优势迅速推出面向低空基建的气象与监视一体化产品,预计竞争力有望远超单一功能机械雷达。公司与大湾区低空经济共成长,具有全国标杆意义,在低空相控阵雷达全新市场中仍有望保持领先地位。

坚定看好基建侧有望率先受益低空经济产业发展,我们认为受益方向为:

1) 服务网+航路网:空管系统核心受益。建议关注:莱斯信息、新晨科技、恒拓开源;

2) 空联网:通信、导航、监视、气象、飞行服务等核心受益。重点推荐:【纳睿雷达(军工组联合覆盖)】,建议关注:气象【国睿科技、四创电子、航天南湖】,通信【中国移动(通信组覆盖)、中国联通(通信组覆盖)、中国电信(通信组覆盖)】,北斗导航【华测导航(通信组计算机组联合覆盖)、司南导航】,监视【四川九洲】,三维高精度地图【中科星图】,飞行服务【中信海直】;

3) 设施网:受益方向为设计【深城交】、机场空管一次雷达【纳睿雷达、国睿科技、四创电子】、二次雷达【四川九洲】、空管系统【莱斯信息、新晨科技、恒拓开源、川大智胜】。

风险提示:技术迭代创新风险、客户集中度较高的风险、应用场景商业化不及预期风险、供应链风险。

家用电器:奥维云网数据追踪:空调边际改善,以旧换新政策升级影响待释放——24W31 周度研究

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

周度研究聚焦:奥维云网数据追踪

白电&黑电:空调边际改善,以旧换新政策升级、促进影响待释放。24W27-24W30,空调品类线上渠道零售额同比增速降幅收窄(-5%),线下渠道同比增速实现扭负为正、改善幅度明显(+17%);冰柜/冰箱品类线上渠道零售额同比增速环比改善(-14%/-2%),线下渠道仍承压(-15%/-1%);彩电品类线上渠道零售额同比小幅下滑(-1%),线下渠道保持正增长(+3%);洗衣机品类线上渠道零售额同比增速上扬(+8%),线下渠道增速回调(-3%);洗干套装线上渠道仍保持较好增速(+20%)。

2024年7月25日,国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。本轮政策聚焦于白电/黑电/厨大电,补贴力度相较上轮有所加大,为产品销售价格的15%~20%;同时中央拨款比例有所提升(80%→90%),我们认为此次家电以旧换新政策可以“覆盖”更新需求,有效起到内销托底作用;后续随着各省市政策的进一步跟进,以旧换新政策对于家电的促进作用有望进一步扩大。

厨房大电:线上渠道多品类改善明显,线下渠道整体承压,静候地产政策催化。24W27-24W30,传统品类油烟机&燃气灶线上渠道零售额同比增速恢复明显(+16%/+14%),线下渠道油烟机品类增速放缓(+2%)、燃气灶品类承压(-7%);新兴品类,洗碗机&消毒柜线上渠道零售额同比增速较大幅提升(+22%/+53%)、集成灶环比改善(-30%),线下渠道洗碗机&消毒柜&集成灶品类承压较明显(-5%/-22%/-24%);一体机品类,嵌入式复合机&厨电套餐线上渠道零售额同比实现正增长。地产悲观情绪压制下,Q2以来厨大电线上终端销售延续平淡,静候地产政策或终端数据催化。

小家电:线上渠道增速环比改善,线下需求疲软。24W27-24W30,小家电多品类线上渠道零售额同比增速环比存在较明显改善;线下渠道除台式泛微波品类外,其余品类降幅仍有扩大趋势。23年以来内需较疲软,小家电作为可选消费品,销售增速有所承压。同时疫情期间对长尾类厨房小家电的需求提前集中释放在一定程度上带来的增长透支。

生活电器:扫地机&洗地机仍维持增势。线上渠道,净化器品类24年来维持增长趋势;清洁电器中扫地机和洗地机考虑今年618大促节点开始较早,存在一定的虹吸效应,从而导致24M6零售额同比下滑。所以拉长时间维度看,24W27-24W30,扫地机品类零售额增速虽较24M1-M4放缓,但仍维持双位数增长(+20%);洗地机品类除24M6外,维持较高增速水平(+19%)。

线下渠道,24W27-24W30,除扫地机和洗地机品类零售额实现小幅正增长,净化家电和吸尘器增速环比下探。展望后续,若内需缓慢修复,生活电器或将迎来拐点。

投资建议:我们认为,家电头部企业分红属性明显,在政策对于内销有支撑的背景下,该属性的确定性得到提高。因此家电板块,尤其是白电,将重回年初“内稳外强”+高分红的逻辑。

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【苏泊尔】/【科沃斯】/【石头科技】;3) 厨大电:如【华帝股份】;4) 黑电:如【TCL电子】;5) 其他家电:如【德昌股份】/【盾安环境】(与机械组联合覆盖)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。

近期重点报告

2024 年 08 月 11 日

比依股份（603215）：核心空炸业务表现平稳，汇兑收益变化影响利润水平-增持-孙谦
萤石网络（688475）：多元化业务收入表现亮眼，公司持续加大海外投入-增持-孙谦/缪欣君
A 股策略周报：地量信号再现-吴开达/林晨/汪书慧
信用跟踪：一级参与热情继续高涨：信用债市场回顾（2024-08-11）-孙彬彬/孟万林
收益率普遍上行，利差普遍下行：信用债市场周度跟踪（2024-08-11）-孙彬彬/孟万林
周观 REITs2024 年 8 月第 1 周：华夏首创奥莱 REIT 发售-吴开达/肖峰

2024 年 08 月 10 日

中国移动（600941）：经营发展稳中有进，下半年收入增速较上半年有望改善-买入-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅
CD 收益率上行，净融资转负：同业存单周度跟踪（2024-08-10）-孙彬彬/隋修平
加强逆周期调节 VS 关注债市利率风险：2024 年二季度货币政策执行报告点评-孙彬彬/隋修平/马戎
大行卖债、资金趋紧，利率整体上行：债市观察 20240810-孙彬彬/隋修平

2024 年 08 月 09 日

匠心家居（301061）：预计关税风险可控，美地产链复苏可期-买入-孙海洋/张彤
大健云仓（GCT）：海外大件 B2B 先发制胜，数据驱动构筑核心竞争力-买入-孔蓉/杨雨辰
金融工程：海外文献推荐 第 289 期-吴先兴/姚远超
CPI 略强于预期，核心 CPI 和 PPI 仍然偏弱——7 月通胀点评：固定收益点评 20240809-孙彬彬/隋修平
海外与大类周报：日元套息交易展望及国内权益影响-吴开达

2024 年 08 月 08 日

思考乐教育（01769）：超预期，重启高增-买入-孙海洋
中炬高新（600872）：改革东风起，调味白马兴-买入-吴立/何宇航/张潇倩
星宇股份（601799）：产品升级+客户结构改善，开启新一轮成长周期-增持-邵将
圣晖集成（603163）：业绩短暂承压，海外营收增速亮眼-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
中国核建（601611）：核电工程景气度加速上行，关注公司中长期业绩弹性-增持-鲍荣富/任嘉禹/王涛
腾讯控股（00700）：游戏有望迎来持续环比加速—腾讯控股 2Q2024 业绩前瞻-买入-孔蓉/王梦恺
通信：AI 算力系列之硅光：未来之光，趋势已现-强于大市-唐海清/王奕红/康志毅
8 月第一周理财规模增长、收益下降：理财/基金高频数据跟踪（2024-08-08）-孙彬彬/隋修平
行业比较周报：如何看待 A 股近期的“独立行情”-吴开达/孙希民
美国经济衰退的两种视角：固定收益海外宏观专题-孙彬彬/隋修平/马戎

2024 年 08 月 07 日

建筑装饰：聚焦央企高质量发展，布局新质生产力景气赛道-强于大市-鲍荣富/王雯/任嘉禹/王涛/蹇青青
电力设备：欧洲电力互联拓扑看投资机会-强于大市-孙潇雅
计算机：算力知识普惠系列一：AI 芯片的基础关键参数-强于大市-缪欣君/刘鉴
天风总量每周论势 2024 年第 27 期：天风总量联席解读（2024-08-07）-孙彬彬/宋雪涛/吴先兴/吴开达
ETF 继续支撑场内资金面企稳：——A 股七大资金主体面面观-吴开达/吴黎艳

2024 年 08 月 06 日

塔牌集团（002233）：盈利或已跌至相对底部，分红彰显投资价值-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
新东方-S（09901）：拨开短期杂音，加速成长-买入-孙海洋
百度集团-SW（09888）：24Q2 前瞻：Apollo Day 2024，无人驾驶的规模运营与收支平衡-买入-孔蓉
信义玻璃（00868）：营收规模随行业下行，逆境彰显龙头本色-买入-鲍荣富/熊可为
基础化工：24Q2 持仓配置环比小幅回落，细分龙头重仓比例环比提升-中性-唐婕/张峰/郭建奇/杨滨钰/邢颜凝
机械设备：出海关税研究：复盘日美贸易战，论中国制造业的出海之路几何-强于大市-朱晔
理财规模增长放缓，怎么看？：银行理财半年报点评-孙彬彬/隋修平

2024 年 08 月 05 日

铁龙物流（600125）：铁路市场化改革，特种箱业务高增长-买入-陈金海
嘉实物美消费 REIT 投资价值分析：REITs 产品书系列-肖峰
政策与大类资产配置周观察：重视下半年经济政策的边际变化-吴开达/叶慧超

城投化债政策再加码，怎么看？：固定收益专题（2024-08-05）-孙彬彬/孟万林

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
孙希民 S1110124050011 sunximin@tfzq.com
肖峰 S1110524040003 xiaofeng@tfzq.com
吴黎艳 S1110520090003 wuliyang@tfzq.com
汪书慧 S1110124040014 wangshuhui@tfzq.com
叶慧超 S1110124050013 yehuichao@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com
张欣 S1110524070002 zhangxin@tfzq.com
王彬宇 S1110523070005 wangbinyu@tfzq.com
高鑫 S1110523080001 gaoxin@tfzq.com

电子元器件研究团队

潘陈 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com
俞文静 S1110521070003 yuwenjing@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com
包恒星 S1110122070022 baohengxing@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 S1110122080076 chenjiayan@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com
李浩时 S1110123070012 lihaoshi@tfzq.com
马戎 S1110123070014 marong@tfzq.com
隋修平 S1110523110001 suixiuping@tfzq.com
孟万林 S1110521060003 mengwanlin@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com
樊程安吉 S1110524080001 fanchengangji@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
胡冰清 S1110524070004 hubingqing@tfzq.com
王钰舒 S1110524070006 wangyushu@tfzq.com
裴振华 S1110524050003 peizhenhua@tfzq.com
赵阳 S1110524070005 zhaoyang@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tje@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
邢颜凝 S1110523070006 xingyaning@tfzq.com
杨滨钰 S1110524070008 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 S1110524070003 zhaojiaoning@tfzq.com

建筑工程研究团队

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

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
邵婷 S1110122080075 shaoting@tfzq.com
王鹏飞 S1110123050001 wangpengfeib@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
姚远超 S1110523070007 yaoyuanchao@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com

金属与金属新材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
陈凯丽 S1110524060001 chenkailei@tfzq.com
胡十尹 S1110124070017 hushiying@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

张巍巍 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
姜美丹 S1110122080074 jiangmeidan@tfzq.com
厉泽昭 S1110122080076 lizezhao@tfzq.com
朱韬宇 S1110524080002 zhutaoyu@tfzq.com
纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
陈潇 S1110519070002 chenx@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 S1110524080003 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
来舒楠 S1110524070009 laishunan@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@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
胡世炜 S1110123070015 hushiwei@tfzq.com
谢文旭 S1110524040001 xiewenxu@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghaili@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
王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
林竑皓 S1110520040001 linhonghao@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
袁昊 S1110524050002 yuanhao@tfzq.com
陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@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

周新宇 S1110524070007 zhouxinyu@tfzq.com

林毓鑫 S1110122070077 linyuxin@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