

宏观经济分析

宏观经济分析： 内需下行验证，债券做多情绪走强

市场消息：

5月20日，10年国债开盘高走，下午2点进一步拉升，全天活跃券下行2.75BP。从（10年-1年）期限利差角度观察，4月15日起，流动性超预期宽松，1年期国债利率加速下行，期限利差由60BP快速走阔至80BP。进入5月后，流动性宽松持续的同时，经济数据对于内需走弱趋势不断验证，市场分歧逐步减少，长债收益率下行趋势加快。由于前期博弈中市场预期有一定分化，在经济弱化趋势下空头转向做多，多头力量逐步增强，加快了长债利率下行趋势。

股市方面，沪深300收涨0.27%，创业板指收涨0.93%，中证500则相对弱势，下跌0.54%。核心资产在长债下行过程中仍然相对强势。商品方面，南华工业品指数下跌2.23%，黑色指数继续大跌3.6%，但内部出现一定分化，焦煤、动力煤夜盘进一步大跌，钢铁下跌后出现一定反弹。能化、有色分别下跌2.45%和1.41%。

后市展望：

大宗商品见顶的时点需要判断全球工业需求见顶的节奏。美国PMI的进口分项在4月出现了明显的下降，韩国5月前10天出口也出现了明显的调整。欧洲修复的节奏大概滞后美国2-3个月。全球工业需求见顶可能不超过三个月，因此大宗商品价格见顶可能不超过三个月，原油价格见顶可能更晚一些。建议紧密跟踪各项经济指标的变化，适时操作。一旦商品价格见顶确认，空商品、多债券是占优策略。

（分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004）

重点行业观察

电力设备与新能源行业：震裕科技：基本面更新

技术优势显著，借力电动浪潮。公司定子业务新能源汽车占比最高，苏州一季度占比 65%，其次空调、自动化（按照价值量计算）。未来电机铁芯市场以及公司市场份额都会进一步扩大，根据 ev 和 phev 计算新能源汽车量，单车平均 1.5 台电机进行匹配，如果 2025 年新能源汽车产量达到 900 万台，需要的电机就是 1350 万台。一台电机的价值基本是在 450-500 块（对应到铁芯）。随着电机技术需求的提升，技术核心难点在模具和冲压，公司作为模具行业第一名，技术积累显著，研发响应能力显著好于同业，因此未来市场份额有望显著提升。

下游持续开拓，对冲保障盈利。目前行业内面临着原材料涨价的问题，公司也采取了一些办法对冲，但是原材料价格如果持续涨价，可能会对第二季度的毛利有影响。结构件未来一定会有一到两家相对比较有实力的企业崛起，不管是按照宁德时代公司的规划还是新能源汽车未来占整个汽车行业的深度比来看，市场十分巨大。未来三年的话，公司要守住第二个位置，然后逐步去扩大占比量。新客户已经处于开拓中，1-2 年陆续放量。

（分析师：王帅，执业证书编号：S0110520090004）

有色行业：国常会后，基本金属怎么走

5 月 19 日的国常会部署大宗商品保价稳供工作，也是 7 天内国常会第二次“点名”大宗商品涨价。大宗商品通胀抬头，迎来了产业政策调控期。

抗通胀以产业政策为主：

首先需明确的是，这一次的国常会应对价格上涨压力的落脚点在产业政策，而非货币金融政策，这一方向意味着抗通胀以产业层面定向调控为主，是市场参与者需要注意的，国内货币政策并无边际转向信号。

产业层面，国常会明确提出了黑色系产品的保供稳价措施（煤炭、钢铁），也是措辞指向性最高、方案最明确的。钢铁行业，通过结构性提高出口关税及退税成本、降低进口关税成本，增加国内供应。煤炭则明确提出增产增供，意味着暂时推迟碳中和要求，局部打破了抗通胀、碳中和、货币宽松的“不可能三角”；这一政策力度超出市场预期，也显示了对国内定价品种“稳价格”的决心。

其他产业政策面向大宗商品总体，以进出口和储备调节的供给政策为主，以加强市价监管、严厉查处炒作为震慑和保障，对市场预期进行了导向性管理，从短期效果上看，黑色系跌停，有色金属回调，预期管理效果兑现。

基本金属大概率将在次高位中枢企稳：

黑色系供给端“松绑”，可能影响市场中期的预期，此前由今年尤其是下半年供给紧缺的强预期支撑的价格上涨逻辑受到冲击，黑色金属价格可能接近筑顶，并带动有色金属走出下跌回调趋势。国常会的产业政策对基本面的干预使得钢铁的确定性供需缺口有所收窄，但由于恰逢疫情复苏阶段，全球制造业需求增长强劲，国内外不合理价差难以长期持续，大概率在次高位的价格中枢企稳。“制造业复苏+宽货币”的宏观条件不变，全面、深度回调的基础尚不存在。

有色系铜铝均存在供需缺口，国常会的政策并未明显带来铜铝产业的基本面变化，更多是对过于高涨的市场情绪调整，有色金属的回调幅度也较黑色金属更低。从产业的中微观层面看，铝产业链下游对当前价格的接受程度已基本到位，即使按刚需采购下，市场需求端的恢复水平较为不错。铜产业链下游接受度相对较低，一定程度抑制需求复苏，价格沿产业链传导的压力较大，回调后的中枢维稳有望带来新的平衡点。

货币政策影响价格节奏，周期不消失利润将增厚：

美联储上个月议息会议表明，缩量宽松的信号可能最早在三季度出现，缩量宽松的执行落地最早在四季度。货币政策边际转向将使得量宽因素在价格中的支撑部分退潮，在无更强大的产业政策前提下，下一阶段基本金属的价格中枢从次高位回调的主要推动力和风险将来自于货币政策。

需要指出的是，碳中和政策的伴生状态将使得基本金属的生产成本和价格近乎“永久性”转变，碳中和政策对有色金属需求的拉动也将持续释放，基本金属在货币退潮后的价格回落，难以回到疫情前水平，周期虽不消除，产业平均利润增厚的趋势不可逆。

风险提示：病毒不断变异冲击全球尤其是海外市场的需求，货币政策边际转向对市场形成压力。

（分析师：李俊松，SAC 执证编号：S0110520070001）

重点行业观察

中国移动拟回归 A 股，5G 网络建设稳步推进

——通信行业简评报告

事件：2021 年 5 月 17 日，中国移动发布公告，拟根据特别授权进行人民币股份发行。募集资金拟用于 5G 精品网络建设项目、云资源新型基础设施建设项目、千兆智家建设项目、智慧中台建设项目和新一代信息技术研发及数智生态建设项目。

三大运营商会师 A 股基本落定。5 月 17 日，中国移动发布公告称，董事会批准建议进行人民币股份发行、特别授权及相关事宜。公司拟公开发行人人民币股份数量不超过 964,813,000 股，即不超过人民币股份发行后公司已发行普通股总数的 4.50%，公司可授权主承销商行使超额配售选择权，超额发售不超过人民币股份发行数量 15% 的人民币股份。募集资金拟用于 5G 精品网络建设项目、云资源新型基础设施建设项目、千兆智家建设项目、智慧中台建设项目和新一代信息技术研发及数智生态建设项目。自此，三大运营商会师 A 股基本落定。

5G 网络建设有序推进，资金压力较小：5 月 17 日，中国移动表示，公司目前已累计开通 5G 基站超过 46 万个，为全国地市以上城区、部分县城及重点区域提供 5G SA 独立组网商用服务。2021 年，中国移动预计资本开支 1836 亿元，其中 5G 相关资本开支约 1100 亿元，所需资金主要来自经营活动现金流。2020 年公司经营活动现金流 3078 亿元，自由现金流 1271 亿元，期末现金及银行结存余额 3348 亿元，且拟发行人民币股份，资本开支压力较小。

ADR 占比较小，摘牌对经营影响有限：中国移动、中国联通和中国电信在美股通过美国存托凭证（ADR）进行交易，三家运营商 ADR 占已发行股本比例分别为 2%、1%、0.57%，全年日均交易量占公司证券的总日均交易量约 22%、9%、11%。考虑到公司资金较为充裕，ADR 占比较小，摘牌对经营影响有限。

2020 年，中国移动实现营运收入 7,681 亿元，同比增长 3.0%，其中通信服务收入 6,957 亿元，同比增长 3.2%。移动 ARPU 为 47.4 元，同比下降 3.5%，降幅较 2019 年收窄。一季度通信服务收入 1,777 亿元，同比增长 5.2%，移动 ARPU 47.4 元，同比增长 0.9%，环比增长 10.5%。

投资建议：随着 5G 建设有序推进，全球云市场及云资本开支进一步扩张，5G 终端种类有望持续增加，5G 应用有望显著拓展深化，可关注 5G 建设与应用相关个股：中兴通讯、梦网科技、天孚通信。

风险提示：疫情扩散超出预期风险；贸易战升级演化风险；政策落地不及预期风险；产业及技术发展不及预期风险；行业竞争风险；预留合适的安全边际。

（分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004）

主要市场数据

表 1 全球主要市场指数

指数名称	收盘点位	1 日涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
上证综指	3,511.0	-0.51	0.59	1.86	1.09
深证成指	14,484.5	0.23	1.94	0.32	0.10
沪深 300	5,172.3	-0.30	1.21	0.95	-0.75
恒生指数	28,593.8	0.00	2.02	-0.46	5.00
标普 500	4,127.8	0.00	-1.10	-1.28	9.90
道琼斯指数	34,060.7	0.00	-0.93	0.55	11.29
纳斯达克指数	13,303.6	0.00	-0.94	-4.72	3.22
英国富时 100	7,034.2	0.00	-0.13	0.92	8.88
德国 DAX	15,386.6	0.00	-0.19	1.66	12.16
法国 CAC40	6,353.7	0.00	-0.49	1.34	14.45
日经 225 指数	28,044.5	-1.28	-0.14	-2.67	2.19

资料来源: Wind, 首创证券

表 2 国际商品期货及波罗的海干散货指数

商品期货名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
ICE 布油	68.59	0.00	-0.17	2.74	32.41
NYMEX 原油	65.29	0.00	-0.12	2.69	34.56
LME 铜	10,416.00	0.00	1.71	6.02	34.12
LME 铝	2,466.00	0.00	0.12	2.88	24.58
LME 锡	30,325.00	0.00	2.74	5.70	49.20
LME 锌	3,055.00	0.00	3.98	4.41	11.05
CBOT 大豆	1,574.50	0.00	-0.74	2.62	20.10
CBOT 小麦	697.75	0.00	-1.34	-5.04	8.94
CBOT 玉米	659.25	0.00	2.41	-2.08	36.21
ICE2 号棉花	84.04	0.00	1.95	-4.59	7.58
CZCE 棉花	15,640.00	-0.48	-0.22	-0.13	3.68
CZCE 白糖	5,598.00	-1.10	-0.94	1.82	6.61
波罗的海干散货指数	2,795.00	0.00	-4.90	-8.45	104.61
DCE 铁矿石	1,192.50	-3.25	0.51	7.58	20.88

资料来源: Wind, 首创证券

表 3 美元指数及人民币兑国际主要货币中间价

汇率名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
美元指数	89.80	0.00	-0.57	-1.65	-0.18
美元兑人民币 (CFETS)	6.44	0.21	0.05	-0.52	-1.55
欧元兑人民币 (CFETS)	7.86	0.23	0.80	0.38	-2.18
日元兑人民币 (CFETS)	5.90	-0.03	0.23	-0.74	-6.97
英镑兑人民币 (CFETS)	9.12	0.05	0.89	1.28	2.26
港币兑人民币 (CFETS)	0.83	0.16	0.04	-0.55	-1.67

资料来源: Wind, 首创证券

表 4 沪股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
600276.SH	恒瑞医药	2021-05-20	沪股通	1	15.9291	5.0771	10.8520	-5.7748	83.71
600519.SH	贵州茅台	2021-05-20	沪股通	2	14.3413	8.3554	5.9859	2.3695	2,058.88
600887.SH	伊利股份	2021-05-20	沪股通	3	13.5274	7.3597	6.1677	1.1919	39.92
601888.SH	中国中免	2021-05-20	沪股通	4	12.5749	5.2008	7.3741	-2.1734	325.01
601919.SH	中远海控	2021-05-20	沪股通	5	10.4798	3.5178	6.9619	-3.4441	20.26
600031.SH	三一重工	2021-05-20	沪股通	6	9.7544	2.5532	7.2012	-4.6480	29.71
600019.SH	宝钢股份	2021-05-20	沪股通	7	8.9811	3.8436	5.1375	-1.2939	7.76
601318.SH	中国平安	2021-05-20	沪股通	8	8.9587	4.8126	4.1461	0.6665	70.72
600036.SH	招商银行	2021-05-20	沪股通	9	8.8468	5.4260	3.4208	2.0052	55.47
603259.SH	药明康德	2021-05-20	沪股通	10	7.9382	5.8970	2.0412	3.8558	159.60

资料来源: Wind, 首創證券

表 5 深股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
000333.SZ	美的集团	2021-05-20	深股通	1	25.7633	14.4588	11.3045	3.1542	80.70
002594.SZ	比亚迪	2021-05-20	深股通	2	16.8893	6.9510	9.9383	-2.9873	172.94
000858.SZ	五粮液	2021-05-20	深股通	3	16.0325	6.9136	9.1189	-2.2053	303.51
300750.SZ	宁德时代	2021-05-20	深股通	4	15.0626	9.8463	5.2163	4.6300	377.74
300059.SZ	东方财富	2021-05-20	深股通	5	14.4404	4.6512	9.7892	-5.1380	35.72
000625.SZ	长安汽车	2021-05-20	深股通	6	10.4034	2.7744	7.6289	-4.8545	23.05
002241.SZ	歌尔股份	2021-05-20	深股通	7	9.7857	4.2499	5.5357	-1.2858	39.43
002352.SZ	顺丰控股	2021-05-20	深股通	8	9.6190	4.7222	4.8968	-0.1745	68.67
300274.SZ	阳光电源	2021-05-20	深股通	9	9.3487	2.8551	6.4937	-3.6386	85.96
000725.SZ	京东方 A	2021-05-20	深股通	10	8.7193	2.3083	6.4110	-4.1027	6.51

资料来源: Wind, 首創證券

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现