东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-06-05

2026 年 06 月 05 日

晨会编辑 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评 20260604：震荡期无“高切低”，STAR 内部轮换——看好 STAR 资产成为主线（一）

参考过往震荡期，Tech-STAR 开始调整后，大板块方面往往由 Res-STAR 进行接力。在厄尔尼诺现象加剧、6 月即将进入夏季用电旺季的时间窗口期，关注需求端提升、供给端收紧带来的业绩量价齐升的煤炭和电力板块；此外，霍尔木兹海峡通航不确定性仍存，供给恢复仍然缓慢，关注油企库存逐步下行、价格逐步抬升的石化板块，以及受到原油价格影响、航线绕行拉长运距、夏季提前布局旺季带来运价提升的航运板块。此次震荡期短期（周度至月度范围）逐步临近海外超级央行周、世界杯赛事带来的市场流动性影响，中长期（季度范围）面临美国中期选举可能带来的政治事件扰动，在此情形下，Res-STAR 不仅基本面有支撑，也兼具防御属性，一定程度上能抵御市场因外在风险事件触发的波动。在震荡期结束后，市场流动性回归后，大概率市场风格将再次从 Res-STAR 切换回 Tech-STAR，在中报业绩公布和产业趋势的支撑下进一步带动市场上行。

风险提示：全球通胀反复、美债利率高位震荡，压制权益估值，高位成长板块存估值回调风险；原油受地缘扰动走高，抬升中下游成本，航空、制造等行业盈利承压；美联储议息临近，政策预期反复扰动外资流向，加剧 A 股阶段性波动。

固收金工

固收深度报告 20260603：信用扩张信号有变化吗？

考虑到会计准则体系下以权责发生制为主、收付实现制为辅的执行方式，我们将以非流动负债指标所呈现的“短期内大幅信用扩张信号不明显，中期内信用扩张动能积聚、长期可期”的结论作为展望后市债市走势的基础，即企业部门仍倾向于采取稳健的发展战略，在确保资金链通畅、已投入项目实现回报的前提下逐步视宏观政策和国内外供需演变情况进行下一步的融资与研发、扩产安排，因此债券市场所需面临的基本面变化带来的调整压力仍可控，2026 年下半年期间的主线或继续以震荡为主，但需警惕更大力度的经济刺激政策或阶段性趋紧的货币政策带来的扰动。 不同行业间的信用扩张仍以结构性分化为主旋律，除可以继续关注与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域中具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征的企业的信用债配置机会以外，亦可关注消费类行业中科技含量较高或居民部门消费信心回升后可较快受益的领域中需求稳定、债务负担不大的头部企业信用债，其良好的票息收益空间可赋予一定的配置价值。 风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

固收点评 20260603：迪威转债：油气设备专用件领先供应商

我们预计迪威转债上市首日价格在 113.67~126.41 元之间，我们预计中签率为 0.0035%。

推荐个股及其他点评

神马电力（603530）：全球复合外绝缘头部企业，迎来出海高速增长期

盈利预测与投资评级：公司作为稀缺的复合绝缘子龙头企业，与海外电力设备制造商深度合作。我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 6.1/8.3/11.1 亿元，同比+40%/37%/34%，对应 PE 为 39x、29x、21x 。考虑到公司海外业务具备高成长性，盈利能力处于上升通道，为国内对接海外客户最顺利的电力设备企业之一，充分受益于海外电网建设大周期，给予 2027 年 40xPE，目标价 76.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级 。 风险提示：全球及国内电网投资不及预期、海外市场拓展及国际贸易政策风险、主要原材料价格波动风险、行业竞争加剧、股东减持风险。

宏观策略

宏观点评 20260604：震荡期无“高切低”，STAR 内部轮换——看好 STAR 资产成为主线（一）

A 股走势：进入震荡期　市场从 4 月的 TACO 交易向 5 月的 NACHO 交易转换，全球资金再度朝着产业趋势较为明确的少部分资产类别集中。A 股权益市场也走出类似趋势，科技板块的少部分资产抱团集中新高，但市场整体指数进入震荡区间，并有望延续至 6 月末。　震荡期市场如何进行风格切换？　我们此前提出 STAR（Strategic Treasures Always Robust）资产的概念，代指战略安全类资产，包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。尽管宽基指数在近期呈现窄幅震荡趋势，市场行业结构的分化已经趋于极致。震荡期的维持条件是在 STAR 资产内部进行板块的轮动，不存在全市场的“高切低”。　参考过往震荡期，Tech-STAR 开始调整后，大板块方面往往由 Res-STAR 进行接力。具体看好煤炭和电力板块、石化板块、航运板块。在震荡期结束后，市场流动性回归后，大概率市场风格将再次从 Res-STAR 切换回 Tech-STAR，在中报业绩公布和产业趋势的支撑下进一步带动市场上行。　风险提示：全球通胀反复、美债利率高位震荡，压制权益估值，高位成长板块存估值回调风险；原油受地缘扰动走高，抬升中下游成本，航空、制造等行业盈利承压；美联储议息临近，政策预期反复扰动外资流向，加剧 A 股阶段性波动。

（证券分析师：芦哲　证券分析师：潘京）

固收金工

固收深度报告 20260603：信用扩张信号有变化吗？

观点　非流动负债：规模基本平稳，增速转弱趋缓：　1）2025 年全行业整体的信用扩张呈现明显的回暖信号，但 2026 年一季度信用扩张信号相对趋缓，表明中长期视角下，经济基本面修复态势良好，信用扩张的势能正在积聚，但该势能在宏观经济修复过程中仍有反复，短期内基本面快速改善、信用扩张进入加速轨道的可能性不高，2026 年下半年更可能延续温和调整态势。　2）部分行业截至 2026 年一季度末的非流动负债同环比数据显示行业内上市公司在信用扩张方面的力度边际抬升，包括社会服务、电子、食品饮料和美容护理行业，而基础化工、公用事业、环保、机械设备、电力设备行业在信用扩张方面的力度延续，表明这些行业在 2026 年以来相对积极加杠杆以匹配行业供需。反观汽车、家用电器、煤炭、石油石化、计算机、通信等行业的非流动负债同环比增速均为负数，表明这些行业在 2026 年以来多处于去杠杆进程中，或与相关领域需求偏弱或产能过剩相关。融资流入：节奏加快，资金来源支撑力度回升：　1）尽管 2025 年全行业整体未呈现明显的信用扩张，而 2026 年一季度可观的增速水平提示上市公司在加杠杆上的态度更偏积极，但考虑到一季度通常为企业部门融资集中投放期，且现金流的增减受到跨期时滞等会计处理影响，故仍需观察后续季度是否具备持续性，方能判断实体经济是否开启新一轮加杠杆扩张周期。　2）部分行业在 2026 年一季度期间的融资流入同环比数据显示行业内上市公司在信用扩张方面的力度边际抬升，包括有色金属、汽车、食品饮料、交通运输、煤炭、医药生物等行业，而电子、基础化工、电力设备等行业在信用扩张方面的力度延续，表明这些行业在 2026 年一季度当期取得较多的来源于银行借

款和发行债券的资金，融资层面较为积极。反观农林牧渔、综合、房地产、社会服务、国防军工、传媒、环保和美容护理等行业的融资流入同环比增速均为负数，表明这些行业在 2026 年一季度期间的筹资活动上相对谨慎，或缓于行业整体。 观点小结： 1）综合非流动负债与融资流入两个指标来看，可以发现二者所提示的信用扩张程度存在一定的背离表现。其中，2026 年一季度非流动负债的同环比增速明显不及同期融资流入的同环比增速，或主要源于该两项指标在会计处理上的定义存在偏差所致；而 2025 年融资流入的同环比增速稍许不及同期非流动负债的同环比增速，或主要源于现金流入确认时间的差异以及流动负债向非流动负债重分类的差异所致。 2）考虑到会计准则体系下以权责发生制为主、收付实现制为辅的执行方式，我们将以非流动负债指标所呈现的“短期内大幅信用扩张信号不明显，中期内信用扩张动能积聚、长期可期”的结论作为展望后市债市走势的基础，即企业部门仍倾向于采取稳健的发展战略，在确保资金链通畅、已投入项目实现回报的前提下逐步视宏观政策和国内外供需演变情况进行下一步的融资与研发、扩产安排，因此债券市场所需面临的基本面变化带来的调整压力仍可控，2026 年下半年期间的主线或继续以震荡为主，但需警惕更大力度的经济刺激政策或阶段性趋紧的货币政策带来的扰动。 3）不同行业间的信用扩张仍以结构性分化为主旋律，除了信用扩张的主力行业正在从资产负债率高、产能冗余或需求承压的传统行业向具备技术升级、全球竞争力和产业链配套优势的领域迁移以外，例如基础化工、电力设备等行业，部分消费类行业，如电子、食品饮料等行业的企业融资活跃度亦有所抬升，或提示相对更直接受益于当前“十五五”规划所强调的“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”这一核心主线的消费行业可能率先布局中长期融资、开启信用扩张。因此，除可以继续关注与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域中具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征的企业的信用债配置机会以外，亦可关注消费类行业中科技含量较高或居民部门消费信心回升后可较快受益的领域中需求稳定、债务负担不大的头部企业信用债，其良好的票息收益空间可赋予一定的配置价值。 风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20260603：迪威转债：油气设备专用件领先供应商

事件 迪威转债（118068.SH）于 2026 年 6 月 4 日开始网上申购：总发行规模为 9.08 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于深海承压零部件产品精密制造、工业燃气轮机关键零部件产品精密制造项目等项目。 当前债底估值为 93.20 元，YTM 为 2.19%。珂玛转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%(含最后一期利息)，以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 3.41%（2026-06-02）计算,纯债价值为 93.20 元，纯债对应的 YTM 为 2.19%，债底保护较好。 当前转换平价为 92.27 元，平价溢价率为 8.37%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 12 月 10 日至 2032 年 06 月 03 日。初始转股价 32.49 元/股，正股迪威尔 6 月 2 日的收盘价为 29.98 元，对应的转换平价为 92.27 元，平价溢价率为 8.37%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.68%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股

价 32.49 元计算，转债发行 9.08 亿元对总股本稀释率为 10.68%，对流通盘的稀释率为 10.68%，对股本有一定的摊薄压力。 观点 我们预计迪威转债上市首日价格在 113.67~126.41 元之间，我们预计中签率为 0.0035%。综合可比标的以及实证结果，考虑到迪威转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 118.15~131.16 元之间。我们预计网上中签率为 0.0035%，建议积极申购。 迪威尔是一家油气设备专用件供应商，集研发、生产和销售于一体，产品主要包括油气生产系统专用件、井控装置专用件及非常规油气开采专用件。公司与 TechnipFMC、SLB、Baker Hughes、Caterpillar 等全球大型油气技术服务公司建立了战略合作关系。公司是国内领先压裂设备提供商杰瑞股份和三一石油的重要零部件供应商。在深海油气开采水下装备制造领域，公司的深海采油树主阀等产品填补了国内空白。 2021 年以来公司营收稳步增长，2021-2025 年复合增速为 22.98%。自 2021 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2021-2025 年复合增速为 22.98%。2025 年，公司实现营业收入 12.07 亿元，同比增加 7.43%。 迪威尔营业收入主要来源于油气生产系统专用件类业务，产品结构年际调整。2023 年以来，迪威尔油气生产系统专用件类业务收入占比稳定，2023-2025 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 79.29%、74.41%和 77.34%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，井控装置类处于收缩但稳定的状态、非常规油气开采专用件类业务处于稳定浮动的状态。 迪威尔销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率上升。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 5.73%、12.36%、11.77%、7.62%和 9.89%，销售毛利率分别为 20.70%、23.24%、21.98%、18.80%和 22.12%。 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

神马电力（603530）：全球复合外绝缘头部企业，迎来出海高速增长期

投资要点 全球复合外绝缘龙头，绑定核心客户迎高速增长期。神马电力公司成立于 1996 年，产品主要包括复合绝缘子、复合套管、复合横担以及电力设备用橡胶密封件等，经过近三十年发展，已成长为国际知名的电力系统复合外绝缘产品头部企业。2023 年以来公司产品已通过日立、GE、Siemens 等全球 95%以上电气设备制造商认证，并应用于全球 100 多个国家和地区。受益于复合绝缘子渗透率的增加公司业绩近年来快速增长，2021-2025 归母净利润 CAGR 达 44%，26Q1 公司实现营收/归母净利润 3.8/1.0 亿元，同比+34%/+44%。公司自 2023 年 12 月以来已开展三期限制性股票激励计划和一次股票期权激励计划，对中短期和长期业绩增速均提出较高要求，经测算公司第一期限制性股票激励计划要求 2024-2032 年净利润 CAGR 达 17.5%，业绩持续向上信心十足。 复合绝缘子较陶瓷、玻璃具备多重性能优势，市场空间将随电网投资改造加速和渗透率增加稳步增长。绝缘子主要分为复合、陶瓷和玻璃三类，其中复合绝缘子从 21 世纪初发展至今已步入加速渗透阶段，产品经迭代在重量、机械强度、防爆性能、运维

成本等多方面存在优势，综合来看，具备更高的性能表现。复合绝缘子在全球变电站领域渗透率已达 30%，随着老化问题的解决和运维经验的增加，有望同步加速在输电线路领域的渗透。当前全球发达经济体电网已进入老化阶段，电网改造需求持续释放，同时 AIDC 用电需求爆发推动全球电网投资高景气周期，需求增长&渗透率提升同步带动复合绝缘子市场空间稳步增长，根据 Future Market Insights 预测，全球复合绝缘子市场规模将从 2025 年的 28 亿美元增长至 2035 年的 53 亿美元，CAGR 约 6.7%。　　深度绑定海外三大家取得较高海外市占率，集成化产品、美国超高压建设带来额外增量。公司与日立能源、西门子能源、GEV 等海外头部电力设备厂商拥有长达 20 余年的战略合作，长期供应复合外绝缘产品，占据三大家主要高端产品份额，在全球电力设备高景气的大周期中，三大家订单均实现高增，公司针对主要客户的高需求提出计划三年内产能翻倍，将充分受益于其订单增长；美国、越南工厂启动建设，深化海外布局抢占更多海外市场份额。公司凭借优异的产品力，2025 年在欧美变电站复合外绝缘市占率达 50%，且独家中标拉美多个特高压直流输电项目。基于强大的研发和产品能力，公司产品结构开始向集成度更高、价值量更大的复合套管转换，其市场空间相比外绝缘有望提升 2-4 倍，我们预计公司套管产品将率先在 26 年于海外客户实现放量。此外，美国 765kV 超高压电网建设预计将带来约 50 亿元增量市场，我们认为公司凭借领先的技术优势和海外布局，有望在站内设备外绝缘和输电线路绝缘子双丰收，为公司长期增长打开空间。　　盈利预测与投资评级：公司作为稀缺的复合绝缘子龙头企业，与海外电力设备制造商深度合作。我们预计公司 2026 至 2028 年归母净利润分别为 6.1/8.3/11.1 亿元，同比+40%/37%/34%，对应 PE 为 39x、29x、21x 。考虑到公司海外业务具备高成长性，盈利能力处于上升通道，为国内对接海外客户最顺利的电力设备企业之一，充分受益于海外电网建设大周期，给予 2027 年 40xPE，目标价 76.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级 。　　风险提示：全球及国内电网投资不及预期、海外市场拓展及国际贸易政策风险、主要原材料价格波动风险、行业竞争加剧、股东减持风险。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：司鑫尧　证券分析师：许钧赫）

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn