

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2025-05-22

## 宏观策略

2025 年 05 月 22 日

## 宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

由于 2025 年 5 月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。

## 海外周报 20250518：特朗普“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待

核心观点：超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增，本周美债利率大幅走高，10 年期美债利率抬升至 4.477%，美股全线大涨，黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎，此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过，反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看，近期受关税进展影响，黄金价格出现大幅回落，但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

## 行业

## 环保行业跟踪周报：《生态环境保护督察工作条例》印发，固废板块提分红验证+供热 IDC 拓展提 ROE

最新观点：中共中央、国务院印发《生态环境保护督察工作条例》。生态环境保护督察工作坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻习近平生态文明思想，完整准确全面贯彻新发展理念，牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，充分发挥生态环境保护督察利剑作用，坚持发现问题和解决问题，加强督察整改和成果运用，坚持以高水平保护支撑高质量发展，深化生态文明体制改革，提升生态环境治理体系和治理能力现代化水平，全面推进美丽中国建设。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

## 公用事业行业跟踪周报：广东 136 号文细则征求意见，增量机制电量不超过 90%，海风/其他风电/光伏分类竞价

投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

## 推荐个股及其他点评

### 若羽臣（003010）：独家原料红宝石油产品重磅上新，保健品业务高增可期

盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖掘把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，红宝石油新品助力保健品长期增长，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。原有代运营及品牌管理业务持续深耕，加强品牌方合作。考虑到自有品牌成长超预期，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 1.4/1.9 亿元上调至 1.8/2.3 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 3.0 亿元，同比+70%/+29%/+30%，对应 PE 分别为 54/42/32X，维持“买入”评级。风险提示：品牌商解约或产品质量不佳、自有品牌销售不及预期、行业竞争加剧等。

### 春秋电子（603890）：PC 创新驱动持续成长，汽车电子镁合金业务进入量产阶段

事件：5 月 19 日，华为发布两款鸿蒙电脑，包括首款鸿蒙折叠电脑华为 MateBook Fold 非凡大师与华为 MateBook Pro。其中 MateBook Fold 非凡大师既是华为首款鸿蒙折叠电脑，也是 18 英寸全球最大折叠屏电脑。PC 回暖叠加车载放量驱动营收稳步增长 公司 24 年实现营收 39.45 亿元，yoy+21.11%；扣非归母净利润 0.86 亿元，yoy+336.99%；25Q1 营收 8.68 亿元，yoy-4.55%，归母净利润 0.40 亿元，yoy+178.70%。PC 及智能终端结构件实现营收 33.37 亿元，占比 84.58%；通讯电子实现营收 3.54 亿元，占比 8.98%。2024 年公司营收增长主要系笔记本电脑行业回暖，汽车电子业务订单增长。PC 结构件：AI/可折叠等 PC 创新催化结构件需求扩张 汽车电子：新能源汽车轻量化趋势明确，目前镁合金进入量产阶段 盈利预测与投资评级：我们看好 PC 受益于端侧 AI 回暖，同时镁合金在汽车电子的应用前景，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.54/3.28/3.95 亿元（此前预测 25-26 年 3.53/4.12 亿），同比增长 20%/29%/20%，对应 P/E 为 22/17/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期；竞争加剧；原材料成本增加等

高测股份（688556）：布局人形机器人丝杠磨削设备+灵巧手腕绳，切入

### 人形机器人赛道

**盈利预测与投资评级** 考虑到公司光伏主业短期承压，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测分别为0.53（原值5.92）/1.27（原值7.55）亿元，预计2027年归母净利润为2.41亿元，当前市值对应PE分别为109/45/24倍，考虑到公司积极布局行星滚柱丝杠磨削与灵巧手腕绳赛道，有望伴随人形机器人量产落地兑现业绩，维持公司“买入”评级。 **风险提示** 光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，宏观经济风险。

## 宏观策略

### 宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

**观点** 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.24%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周回落 0.03 个百分点。 月度 ECI 指数：从 5 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较 4 月回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.19%，较 4 月回落 0.07 个百分点。从 ECI 指数来看，在中美贸易谈判取得进展以后，本周工业生产有所企稳，预计随着出口订单的逐步修复，5 月份经济下行的压力将有所缓解，但结构上来，地产投资回升动力仍相对偏弱。消费方面，五一假期以来乘用车零售延续修复态势，截至 5 月前 11 日乘用车零售数量较上月同期回升 34%。而根据商务部的相关数据，2025 年以来（截至 5 月 11 日）汽车以旧换新补贴申请量已经达 322.5 万份，“以旧换新”对乘用车零售的支撑作用仍在延续；基建投资方面，5 月份以来石油沥青开工率加速回暖，且明显高于去年同期，同期建筑工地资金到位率也延续回暖，二季度基建投资有望进一步提速。出口方面，在中美贸易谈判取得进展后，我国集装箱出口航运价格指数整体回升，截至 5 月 16 日，美西、美东两条航线运价指数较 5 月 9 日分别回升 23.2% 和 21.5%，指向对美出口有望在 5 月份出现明显改善。 ELI 指数：截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ELI 指数为 -0.96%，较上周回落 0.07 个百分点。央行报表总规模因何连月缩减？2024 年 4 月人民银行资产负债表显示，截至 2025 年 4 月末，中央银行资产负债表总规模为 45.52 万亿元，相比 2025 年 3 月底环比下降 108.48 亿元，从主要影响因素来看：（1）由于 2025 年 1 月份暂停国债买卖，自然到期导致央行持有的政府债规模缩减，4 月份“对政府债权”缩减 1823.5 亿元，截至 4 月末央行持有中央政府债权存量下降至 25.18 万亿，3 月至 4 月合计减少 2607 亿元，在第一季度货币政策执行报告中表示“从宏观审慎视角持续监测债市运行，根据市场供需变化灵活恢复操作”，为重启国债买卖预留了政策空间，若国债发行供给充足且利率期限的交易结构平稳，或会考虑重启国债净买入操作；（2）4 月份中央银行加大资本市场呵护力度，为中国版平准基金提供资金导致“对其他金融性公司债权”增加 3700 亿元，4 月 7 日至 8 日中央汇金表态将继续增持 ETF 稳定市场，人民银行也表示支持中央汇金，为稳定资本市场提供充足的再贷款，4 月份央行为稳定资本市场增加 3700 亿元支持性净投放；（3）从央行公开市场操作来看，4 月份央行在逆回购和 MLF 等操作上合计净投放 8208 亿元，但买断式逆回购净回笼 5000 亿元，且财政存款增加 3348 亿元，导致央行对其他存款性公司债权和其他存款性公司在央行的存款同步下降，由于 2025 年 5 月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

## 海外周报 20250518: 特朗普“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待

核心观点: 超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增, 本周美债利率大幅走高, 10 年期美债利率抬升至 4.477%, 美股全线大涨, 黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎, 此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过, 反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看, 近期受关税进展影响, 黄金价格出现大幅回落, 但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。 大类资产: 中美贸易谈判结果超预期令市场信心大增, 美股大涨, 美债利率上行, 黄金大跌。本周一中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》, 在取消全部报复性关税的同时暂停征收 24% 的对等关税 90 天, 仅保留 10% 的对等关税, 超预期的关税谈判结果令市场信心大增, 美股大涨, 美债利率走高; 尽管后期公布的 CPI 和 PPI 通胀数据和消费者信心数据不及预期令美股涨幅收窄, 美债利率回落, 但全周市场已经由贸易利好消息主导。整体来看, 全周 (5 月 12 日至 16 日) 10 年期美债利率升 9.85bps 至 4.477%, 2 年期美债利率升 10.85bps 至 3.999%, 美元指数升 0.75% 至 101.1; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 5.27%、7.15%; 现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至 3203 美元/盎司, 全周收跌 3.65%。 海外经济: 4 月美国 CPI 超预期回落, 但未来通胀前景依旧面临上行压力。通胀方面, 美国 4 月 CPI 环比+0.22%, 预期+0.3%, 前值-0.05%; 同比+2.31%, 预期+2.4%, 前值+2.39%。4 月 CPI 核心环比+0.24%, 预期+0.3%, 前值+0.06%; 核心同比+2.78%, 预期+2.8%, 前值+2.79%。从结构上看, 与关税直接相关的家具家居品、休闲商品、医保商品和其他商品 (主要为文具、婴幼儿产品分项) 涨幅明显, 而超核心通胀中的机票、酒店、休闲服务、教育&通讯服务的通缩构成主要拖累。在核心商品涨价、消费信心走弱的组合下, 美国居民在服务消费上的需求出现走弱势头。尽管 4 月 CPI 环比超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎。5 月开始, 通胀大概率在基数效应下抬升。而关税给核心商品通胀的影响料进一步显现。消费方面, 4 月美国零售销售环比+0.1%, 预期+0%, 前值由+1.4%上修至+1.7%; 核心对照小组环比-0.2%, 预期+0.3%, 前值由+0.4%上修至+0.5%。关税带来的物价抬升和对未来的担忧已经令居民部门开始减少支出。领先指标方面, 美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8, 为历史第二低水平, 预期 53.4, 前值 52.2; 1 年通胀预期初值 7.3%, 为 1981 年以来的最高, 前值 6.5%; 5 年通胀预期初值 4.6%, 为 1991 年以来的最高, 前值 4.4%。货币政策方面, 本周四 Powell 在美联储第二届 Thomas Laubach 研究会上表示表示美联储将修改 2019 年修订后的货币政策框架, 由“关注过去一段时间内的平均通胀是否达到 2%”, 转为“只关注当下通胀是否达到 2%”。从表面上看, 美联储撤回平均通胀目标制 (AIT) 边际上意味着相对更加宽松的货币政策 (过去高通胀不再被平均进去), 降息门槛将有所下降。但事实上, 面临关税给通胀带来更大的不确定性, 美联储的选择依旧是数据依赖, 等待迷雾散去。这也意味着关税政策变数消失前, 美联储对降息将依旧采取谨慎的态度。增长方面, 截至 5 月 16 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%; 截至 5 月 16 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.35%。 海外政治: 财税“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待。本周由共和党主导的美国众议院预算委员会于美东时间 5 月 16 日

以 21 票反对、16 票赞成的表决结果，否决了共和党提出的综合性财税法案（即特朗普主张的“One Big Beautiful Tax Cut”）。该法案的核心内容涵盖将《减税与就业法案》（TCJA）减税措施永久化、新增阶段性或永久性税收优惠及抵免条款，以及医疗补助计划（Medicaid）回滚等调整事项。据 CRFB 测算，当前众议院版本的法案将在未来十年带来 2.69 万亿美元的基础赤字和 3.26 万亿美元的总赤字，其中 3.82 万亿美元来自 TCJA 的延长。此外若法案通过，则 10 年后美国债务率将从基准情形（TCJA 正常到期）的 117% 提升至 125%。在周五的表决中，4 名保守派共和党议员以法案“调整力度不足”为由投下反对票，主张加速 Medicaid 削减（要求 2029 年前完成）并彻底废除民主党时期实施的绿色能源税收优惠。此次预期外的否决充分反映了国会内部三大政治光谱的博弈：其一，民主党阵营因两党极化持续反对；其二，温和共和党派系倾向有限削减 Medicaid 或扩大州和地方税（SALT）抵扣；其三，财政鹰派则坚持收支相对平衡原则，要求任何 SALT 减免扩围必须通过更深度的福利削减和绿色税收抵免废止进行对冲。向前看，目前有关税收法案的主要矛盾和不确定性在于：两院对削减 Medicaid 等福利开支的态度如何；增量减税政策是否如约落地还是会出现重大调整。众议院预算委员会计划于美东时间本周日晚上 10 点重启磋商，预计在此期间共和党领导层、保守派的反对派和白宫之间将进行重新谈判和再次投票。若得以通过，法案在经规则委员会技术性修订后，将进入众议院全体表决及参议院协调程序。值得关注的是，该协调法案捆绑债务上限调整条款，而财政部预测的 X-date 恰为 8 月前后。这在一定程度上为法案表决设立最终截止日期，但同时也构成了政府和国会以及国会内不同党派之间的博弈筹码。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

## 固收金工

### 固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

观点 产业类主体在科创债市场的参与度显著高于城投类主体：1) 当前产业类主体占据我国科创债发行的主导地位，其发行数量和规模均远高于城投类主体，或主要系城投类主体主营业务与科技创新属性关联度不高以及城投类主体在化债政策执行过程中新增发债受限所致。2) 城投类主体在科创债市场的参与度明显较低，一方面可能由于其业务领域相对以公益性运营居多，市场化经营以贸易业务、地产业务为主，且与地方政府基建项目绑定较深，因此在科技创新领域投入较少，符合科创债发行标准及条件的项目有限；另一方面可能由于 35 号文发布后名单内的城投平台基本只能以“借新换旧”名义在债市融资，银行间市场和交易所市场均对平台新增发债审核较严，因此，由于城投类主体通过新增发债进行融资的渠道受阻，故发行科创债的可行性进一步降低。3) 若区分科创票据和科创公司债来观察，则可以发现尽管产业类主体在科创票据和科创公司债的发行中均为主力军，但城投类主体与产业类主体在两类科创债中的参与程度存在一定差异，即相较于科创票据，城投类主体更倾向于选择科创公司债作为债市融资工具，表明城投平台在交易所市场中发行科创债的意愿及可行性相对更高，一方面或由于交易所市场对于科创债品种的审核与管理机制较严

行间市场更为成熟与完善，另一方面或与科创公司债对于孵化产业同类发行人的支持力度较科创票据更充足、条件较科创票据更宽松，且有私募发行选项可提升发行成功率有关。城投类主体发行科创债募资用途以偿还有息债务为主：1) 自一揽子化债政策实施以来，城投类主体发行的科创债的募集资金用途主要包括三类：a) 置换用于偿还到期的公司债券本金的自筹资金、股权投资出资或基金前期出资：属于该资金用途大类的债券共计 11 只，合计规模为 150 亿元；b) 对科技创新领域相关投资支出进行置换：属于该资金用途的债券共计 5 只，合计发行规模为 42 亿元；c) 偿还有息债务：属于该资金用途的债券共计 24 只，合计发行规模为 277.02 亿元。2) 其中，第二类募资用途的科技创新属性更强，与“科创”概念的相关度更高，而第三类募资用途的科技创新属性较弱，与“科创”概念的相关度较低。从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：1) 基于对 14 家于 2023 年 10 月以来已成功发行科创债的城投类主体的基本面情况逐一复盘归纳，可知信用资质优良、市场化程度高、“335 指标”契合度高或成为城投类主体可发行科创债的核心特征，换言之，倘若城投平台意图将科创债这一品种作为新增融资的突破口，则需在平台资质、业务领域和关键财务数据上尽量优化。2) a) 平台资质：14 家平台普遍具备较高的外部评级，多数为 AAA 级主体，且结合行政级别而言，省级和地市级平台居多，同时地市级平台均来自于省内核心城市，区县平台亦来自于省内实力较强的区县，因此整体呈现较优的信用资质水平。b) 业务领域：14 家平台的主营业务大多围绕产业投资、公用事业以及交通建设运营等领域，业务布局兼具政策导向性和市场化属性，或符合所在区域的发展战略，或与科技创新需求有所关联。c) 关键财务数据：14 家平台尽管均未完全满足“335”标准，但多数平台至少可满足其中 1 项指标，并且对地方政府回款依赖程度较低或盈利能力相对独立于地方政府支持的平台在发行科创债上相对更具优势，即更易成为科创债的发行主体。3) 综上，外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

## 行业

### 环保行业跟踪周报：《生态环境保护督察工作条例》印发，固废板块提分红验证+供热 IDC 拓展提 ROE

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，粤海投资，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境，盛剑科技，华特气体，仕净科技。建议关注：联泰环保，军信股份，旺能环境，绿色动力环保，北控水务集团，武汉控股，碧水源，海螺创业，重庆水务，凯美特气。最新观点：中共中央、国务院印发《生态环境保护督察工作条例》。生态环境保护督察工作坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，

全面贯彻习近平生态文明思想，完整准确全面贯彻新发展理念，牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，充分发挥生态环境保护督察利剑作用，坚持发现问题和解决问题，加强督察整改和成果运用，坚持以高水平保护支撑高质量发展，深化生态文明体制改革，提升生态环境治理体系和治理能力现代化水平，全面推进美丽中国建设。

行业观点：【垃圾焚烧】资本开支下降提分红验证，供热&IDC等提质增效促ROE和估值双升！固废重点逻辑在于：一是资本开支下降，自由现金流大幅改善，分红提升！二是，行业成熟期提质增效！1）自由现金流增厚提分红：行业步入成熟期，资本开支下降，板块自由现金流于23年转正，24年持续增厚。政策要求推进垃圾处理计量收费，促商业模式C端理顺，改善现金流。提分红兑现：【军信股份】24年现金派息5.07亿元（同比+37%），每股派息维持0.9元，分红比例94.59%（同比+22.78pct），股息率4.4%；【绿色动力】24年现金派息4.18亿元（同比+100%），分红比例71.45%（同比+38.23pct），远超分红承诺底线，24年A股股息率4.2%，港股股息率8.2%；【瀚蓝环境】24年分红预案拟派息6.52亿元（同比+67%），分红比例39.20%（同比+11.83pct），股息率3.5%；【永兴股份】24年现金派息5.40亿元（同比+15%），分红比例65.81%（同比+2.12pct），股息率3.8%；【光大环境】24年派息14.13亿港元（同比+5%），分红比例41.84%（同比+11.33pct），24年股息率6.7%。2）降本增效提ROE：成熟期资产不扩张，固废企业通过降本、供热、IDC合作等方式提质增效，带来ROE提升！如绿色动力25Q1归母净利润同增33%超预期，供热量同增97%，25Q1加权ROE同增0.51pct至2.27%。垃圾焚烧+IDC为行业拓展新趋势，垃圾发电优势在于：清洁高效、稳定性、经济性、分布近城市中心；三种模式：纯供能模式/供能+机柜租赁/供能+算力租赁模式下，2000吨/日匹配20MW数据中心，盈利增量弹性为26%/66%/817%，综合ROE由12%提至16%/15%/18%；合作潜力：满足区位（京津冀、长三角、粤港澳、长沙）和规模（1000吨/日及以上）要求占总运营规模的比例：永兴97%、军信85%、旺能51%、绿动49%、伟明46%、瀚蓝45%（并购粤丰后）。（估值日期2025/4/25）。【水务运营】业绩稳健增长+高分红，水价改革重塑成长与估值。2024年剔除一次性收益影响后板块业绩稳健增长，经营性现金流上行，资本开支下行。广州提价落实、深圳跟进，有望带动新一轮水价改革。价格改革不仅是弹性、重塑成长+估值！水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩10年复增10%，伴随同样确定的红利增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间2~3倍。重点推荐：【粤海投资】稀缺对港供水资产，能高频调价，历史年化涨幅2%且现金流优质，剥离粤海置地盈利修复，预计对应25年股息率6.9%，对应25年PE9.4倍。【兴蓉环境】掌握成都优质水务资产，项目投运+污水提价兑现，长期自由现金流增厚空间大，对应25年PE9.9倍。【洪城环境】自来水盈利承压，具备调价基础有待推进，高分红兼具稳健增长，承诺21-26年50%+分红，对应25年股息率5.1%，PE9.8倍。建议关注：【联泰环保】国内污水处理领域的优秀民营企业之一，深耕长沙、汕头等区域市场，具备区域领先优势，2024年信用减值损失/归母净利润为-47%，受益于化债盈利修复弹性大。（估值日期：2025/5/11）行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-4新能源渗透率同增6.14pct至14.55%。25M1-4环卫车销量24542辆（同比-0.2%），其中新能源3570辆（同比+73%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为34%/15%/8%。2）生物柴油：生柴和地沟油价格环比下滑，利润倒挂。2025/5/9-2025/5/15生柴均价7700元/

吨(周环比-5.5%),地沟油均价 6018 元/吨(周环比-1.2%),考虑一个月库存周期测算单吨盈利-166 元/吨(周环比-178.9%)。3)锂电回收:金属价格涨跌互现&折扣系数下滑,盈利略有下滑。截至 2025/5/16,三元黑粉折扣系数周环比下滑 0.5pct,锂/钴/镍系数分别为 75.5%/75.5%/75.5%。截至 2025/5/16,碳酸锂 6.45 万(周环比-1.1%),金属钴 24.40 万(周环比+0.4%),金属镍 12.62 万(周环比+1.3%)。根据模型测算单吨废料毛利-0.71 万(周环比-0.012 万)。风险提示:政策推广不及预期,财政支出低于预期,行业竞争加剧。

(证券分析师:袁理 证券分析师:陈孜文)

### 公用事业行业跟踪周报:广东 136 号文细则征求意见,增量机制电量不超过 90%,海风/其他风电/光伏分类竞价

投资要点 本周核心观点:1)广东 136 号文配套细则征求意见。广东电力交易中心就《广东新能源增量项目可持续发展价格结算机制竞价规则(征求意见稿)》征求意见。增量项目竞价机制电量规模由广东省发改委、能源局确定,并在竞价前公布,机制电量比例申报上限与存量项目机制电量比例衔接,不高于 90%,不同类型分开竞价,分为海上风电、其他风电和光伏三类。增量项目执行期限为海上风电项目 14 年、其他新能源项目 12 年,2025 年中期广东将组织首次竞价交易。

2)中国证监会批准华电新能上市发行申请。中国华电所属华电新能源集团股份有限公司首次公开发行股票注册申请获得中国证监会批准,即将在上交所主板发行并挂牌上市。华电新能是中国华电新能源业务最终整合的唯一平台。拟首发募资 180 亿元。根据华电新能招股说明书,首发募集资金将用于 1516.55 万千瓦风电和太阳能发电项目建设。

行业核心数据跟踪:电价:2025 年 5 月电网代购电价同比下降 3%环比+0.4%。煤价:截至 2025/5/16,动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 614 元/吨,周环比-2.5%。水情:截至 2025/5/17,三峡水库站水位 157 米,

2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 158 米、167 米、156、158 米,蓄水水位正常。三峡水库站入库流量 8500 立方米/秒,同比-21.3%,三峡水库站出库流量 13100 立方米/秒,同比-27.6%。用电量:2025M1-3 全社会用电量 2.38 万亿千瓦时(同比+2.5%),其中,第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.7%、+1.9%、+5.2%、+1.5%。发电量:2025M1-3 年累计发电量 2.27 万亿千瓦时(同比-0.3%),其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-4.7%、+5.9%、+12.8%、+9.3%、+19.5%。装机容量:2025M1-3 新增装机容量,火电新增 925 万千瓦(同比+44.8%),水电新增 213 万千瓦(同比+17.7%),核电新增 0 万千瓦(同比持平),风电新增 1462 万千瓦(同比-5.7%),光伏新增 5971 万千瓦(同比+30.5%)。投资建议:迎峰度夏关注水电、火电投资机会。

1)火电:迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【申能股份】【皖能电力】。2)水电:量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低,省内水电市场电价持续提升,外输可享当地电价。现金流优异分红能力强,折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3)核电:成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台,24 年再获 11 台核准,成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍,分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】,建议关注【中广核电力 H】。4)绿电:化债推进财政发力,绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升,绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】,建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5)消纳:关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化:关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】;趋势二

电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。  
风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等  
(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

## 推荐个股及其他点评

### 若羽臣(003010)：独家原料红宝石油产品重磅上新，保健品业务高增可期

**投资要点** 公司上新重磅单品红宝石油产品，进一步打开保健品业务空间。2025/5/15 公司上新大中华区独家成分红宝石油，定价 498 元/60 粒，红宝石油为鱼油、磷虾油的升级版，提取自北极浮游生物飞马哲水蚤，在促进代谢、抗氧化、抗炎、增强免疫等方面均有益处，且口感腥味小不会引起肠胃不适，看好独家红宝石油新品放量，拉动保健品业务增长。自有品牌：绽家高端化+斐萃精准抗衰双轮驱动，全渠道持续放量。2024 年营收 5.01 亿元，同比+90.28%，占公司营收的 28.37%。1) 绽家：2024 年全渠道实现翻倍增长，天猫、抖音、小红书等多渠道 GMV 同比增长超 100%。大单品香氛洗衣液，上线数月销量破亿。2) 斐萃：2024 年 9 月上线，2025Q1 增长迅猛。天猫店铺访客流量居行业第一梯队，截至 3 月，位列口服美容营养品类店铺第 2 名，天猫国际平台直播榜第 10 名，营养补充食品各榜前列，成为公司第二增长曲线。2024 年以来自有品牌增长驱动盈利能力提升。1) 从盈利能力看：2024 年毛利率/归母净利率 44.57%/5.98%，同比 +4.33/+2.01pct，2025Q1 毛利率/归母净利率 53.94%/4.78%，同比 +29.29/+1.33pct，高毛利绽家全渠道高增长带动毛利率提升。2) 从费用端看：2024 年期间费用率 36.15%，同比+0.68pct，2025 年 Q1 期间费用率 49.82%，同比+28.27pct，其中，销售费用率 45.89%，同比 +29.72pct，主因自有品牌营销投入加码。品牌管理业务全链路赋能能力凸显，代运营聚焦精细化服务。1) 品牌管理：24 年营收 5.01 亿元，同比+212.24%，占比提升至 28.38%。公司深化与拜耳、强生等合作，赋能全链路增长，新引入 DHC、Herbs of Gold 等新品牌，聚焦保健品与个护领域。2) 代运营：24 年营收 7.64 亿元，同比-18.95%，毛利率约+5pct，合作客户健康度持续提升。盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖潜把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，红宝石油新品助力保健品长期增长，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。原有代运营及品牌管理业务持续深耕，加强品牌方合作。考虑到自有品牌成长超预期，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 1.4/1.9 亿元上调至 1.8/2.3 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 3.0 亿元，同比+70%/+29%/+30%，对应 PE 分别为 54/42/32X，维持“买入”评级。风险提示：品牌商解约或产品质量不佳、自有品牌销售不及预期、行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇  
证券分析师：郝越)

### 春秋电子(603890)：PC 创新驱动持续成长，汽车电子镁合金业务进入量产阶段

**投资要点** 事件：5 月 19 日，华为发布两款鸿蒙电脑，包括首款鸿蒙折叠电脑华为 MateBook Fold 非凡大师与华为 MateBook Pro。其中 MateBook Fold 非凡大师既是华为首款鸿蒙折叠电脑，也是 18 英寸全球最大折叠屏电脑。PC 回暖叠加车载放量驱动营收稳步增长 公司 24 年实现营收 39.45 亿元，yoy+21.11%；扣非归母净利润 0.86 亿

元, yoy+336.99%; 25Q1 营收 8.68 亿元, yoy-4.55%, 归母净利润 0.40 亿元, yoy+178.70%。PC 及智能终端结构件实现营收 33.37 亿元, 占比 84.58%; 通讯电子实现营收 3.54 亿元, 占比 8.98%。2024 年公司营收增长主要系笔记本电脑行业回暖, 汽车电子业务订单增长。PC 结构件: AI/可折叠等 PC 创新催化结构件需求扩张 据 Canalys, 截至 4Q24, 全球 PC 出货量实现连续 5 个季度的增长。2024 年全年, 全球 PC 出货量 2.555 亿台, 增长 3.8%, 其中笔记本电脑行业在 2024 年度的复苏趋势明显。随着 Deepseek 等大模型的快速发展, PC 端与 AI 加速融合, 带来 AIPC 的巨大潜在需求。据 Canalys, 3Q24 AIPC 的出货量达 1330 万台, 占当季 PC 出货量 20%, AIPC 销量 qoq+49%, 增速远超传统 PC 市场的增长速度, 反映 AIPC 市场的巨大潜力。公司扎根笔记本电脑结构件的细分行业多年, 公司与联想、三星电子、惠普、戴尔、LG 等世界领先的笔记本电脑品牌商, 与纬创、广达、华勤等行业内具备充足产能的代工厂均建立了长期稳定的合作关系, 随着 AIPC/可折叠 PC/鸿蒙 PC 等 PC 创新加速, 公司 PC 结构件业务有望持续提升份额成长。汽车电子: 新能源汽车轻量化趋势明确, 目前镁合金进入量产阶段 镁合金有良好的耐蚀性、铸造性、机械强度, 是最轻的实用合金, 具有良好的车削性以及甚高的强度-密度比(比强度)和刚性, 高散热性, 杰出的铸造性能、最佳的吸震性和极佳的加工性, 使其成为目前新能源汽车轻量化的最佳选择。公司在镁合金材料应用方面具有技术优势, 通过半固态射出成型技术, 在新能源汽车的轻量化发展趋势中, 可为新能源汽车中控系统、转向系统、电控系统等方面提供应用支持。目前公司在汽车电子领域的业务稳步推进, 已进入量产化阶段, 订单持续稳定, 产能逐步释放, 下游产品涵盖小米、蔚来、小鹏、比亚迪、宝马、吉利、大众等新能源车型。2024 年, 公司在新能源汽车镁合金材质应用端的在手订单持续稳定增长, 也推动了公司的营业收入和利润的双增长。盈利预测与投资评级: 我们看好 PC 受益于端侧 AI 回暖, 同时镁合金在汽车电子的应用前景, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.54/3.28/3.95 亿元(此前预测 25-26 年 3.53/4.12 亿), 同比增长 20%/29%/20%, 对应 P/E 为 22/17/14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 需求不及预期; 竞争加剧; 原材料成本增加等

(证券分析师: 陈海进 证券分析师: 陈妙杨)

#### **高测股份(688556): 布局人形机器人丝杠磨削设备+灵巧手腕绳, 切入人形机器人赛道**

投资要点 2024 年公司业绩阶段性承压 受光伏全产业链产品价格下跌与减值计提影响, 业绩短期承压。2024 年公司实现营收 44.74 亿元, 同比-27.65%, 其中光伏切割设备收入 20.22 亿元, 占比 45%, 光伏切割耗材收入 6.93 亿元, 占比 15%, 切片代工收入 12.95 亿元, 占比 29%, 创新与其他业务收入 2.45 亿元, 占比 5%; 2024 年公司实现归母净利润-0.44 亿元, 同比转亏; 扣非净利润为-1.09 亿元, 同比-107.61%, 短期来看, 受光伏全产业链产品价格持续下行, 行业开工率整体不足影响, 公司金刚线及硅片切割加工服务业务销售收入及毛利率下降; 同时, 公司计提减值准备增加, 导致公司 24 年业绩出现亏损。25Q1 单季营收为 6.86 亿元, 同比-51.7%, 环比-34.22%; 归母净利润为-0.74 亿元, 同比-135.03%, 环比-70.29%; 扣非净利润为-0.80 亿元, 同比-142.94%, 环比-69.98%。磨床系丝杠加工核心设备, 公司依托磨削技术基础切入丝杠磨削赛道 2025 年特斯拉 Optimus 小批量量产启动, 人形机器人商业化进程进入落地阶段。作为人形机器人线性执行器核心部件, 行星滚柱丝杠在机器人硬件成本中占比高,

其加工难点在于内螺纹磨削。未来伴随人形机器人产业化铺开落地，丝杠需求有望持续增长，磨床作为丝杠生产的核心设备，资本开支释放有望先行。公司加快磨削研发能力场景迁移，积极布局人形机器人行星滚柱丝杠磨削方面的设备研发，全方位提升公司的综合竞争力。依托传统主业钨丝金刚线，创新性研发钨丝灵巧手腕绳。灵巧手是人形机器人的核心末端执行器，是人形机器人与现实世界交互的媒介。机器人实现灵巧操作是其商业化落地的核心一环，灵巧手对于人形机器人的智能性起决定性作用。目前采用微型丝杠+腱绳的间接驱动方案为灵巧手设计的主流方案。腱绳具有成本低、灵活、响应速度快等优势，能够赋予灵巧手更丝滑更灵巧的操作。公司依托冷拉钨丝母线技术优势切入人形机器人灵巧手腕绳领域，目前公司已经完成钨丝腱绳的研发，具有良好的承载力，且相比于聚乙烯材料拥有更好的抗蠕变性能，目前公司正积极进行产品送样与验证。

盈利预测与投资评级 考虑到公司光伏主业短期承压，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 0.53(原值 5.92)/1.27(原值 7.55)亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.41 亿元，当前市值对应 PE 分别为 109/45/24 倍，考虑到公司积极布局行星滚柱丝杠磨削与灵巧手腕绳赛道，有望伴随人形机器人量产落地兑现业绩，维持公司“买入”评级。风险提示 光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意  
证券分析师：钱尧天)

## 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>