

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-21

宏观策略

2025 年 05 月 21 日

宏观深度报告 20250519:【勘误版】谁是消费“领头羊”: 人口周期改变消费模式

当人口高峰遇见消费高峰, 2025-2035 年消费总量的增速可能比 2020-2025 年更乐观。过去十多年, 我国人口高峰和消费高峰的移动并不一致, 少子化老龄化驱动人口高峰右移, 但消费高峰却在左移, 二者反向移动是不利于消费总量增长的, 因为人口最多的年龄段, 可能不是人均消费最高的年龄段。而下一个五年(2025-2030 年)我国 40-49 岁人口比重将从 13.8%提高到 15.9%, 如果消费高峰也右移到这一年龄段, 人口高峰与消费高峰重叠, 消费总量将更加乐观。2030-2035 年也是同样的逻辑, 未来十年(2025-2035)消费总量将有更多潜力空间。风险提示: (1) 数据相对滞后, CFPS 调查数据目前仅更新到 2022 年, 但受到外部冲击影响, 2022 年是中国消费的次低谷(仅次于 2020 年), 可能不能完全代表常态下的中国消费情况。(2) 由于官方没有分年龄段的消费和收入数据, 目前数据都是由 CFPS 调查数据, 经由适当的计量模型计算得到, 数据可以反映趋势变化, 但在细节上可能有所误差, 因此本文我们尽量聚焦趋势以减少误差, 尽管如此, 样本不能代表整体, 仍然会存在一定的数据误差风险。(3) 本文主要聚焦人口对消费的影响, 但事实上, 影响消费的因素很多, 如果社会经济环境、宏观政策、国际环境等发生较大变化, 部分推导结论可能产生偏差。

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。

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

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

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

零跑汽车 (09863.HK)：2025 年一季报业绩点评：Q1 毛利率表现大超预期，新车周期强劲

盈利预测与投资评级：由于公司新车周期强势，我们上调公司 2025 年-2027 年归母净利润预期至 6.1/44.0/76.7 亿元（原为 2.0/25.4/36.3 亿元），对应 PE 为 97/14/8x。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确；此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作，协同发展可期。我们维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

腾讯控股 (00700.HK)：2025Q1 业绩点评：AI 赋能广告游戏，生态助力产品差异化

盈利预测与投资评级：公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒，因此我们维持此前 2025-2027 年经调整净利润为 2441/2693/2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/14 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 05 月 18 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20250519:【勘误版】谁是消费“领头羊”: 人口周期改变消费模式

我们利用 2010-2022 年 CFPS 数据计算了我国各年龄段的收入和消费支出,发现无论从总量来看还是从结构来看,未来人口周期的变化,会对消费走向产生一些意料之外的影响。我们的主要结论如下:

- 1、2010-2022 年,我国居民消费的年龄结构大致呈现倒 U 型,在 30-40 岁达到一生的消费高峰期,随后回落。
- 2、两方面原因使得 30-40 岁成为一生的消费高峰:一是大宗消费支出大多发生在 30-40 岁,如结婚支出(30.2 岁)、购房支出(33.3 岁)、购车支出(30.5 岁)。二是收入决定消费,我国居民在 25-45 岁达到一生的收入高峰,这时有更充裕的资金用于消费。美国居民收入和消费的高峰也出现在同一个年龄段(45-54 岁)。
- 3、我国居民消费支出和消费倾向的年龄曲线形状完全相反,消费支出是倒 U 型,30-40 岁最高、两头低;消费倾向则是 U 型,中间年龄消费倾向低、两头高。背后的原因是消费意愿和消费能力在人生里是错位的。比如 30-40 岁人口虽然消费倾向较低,但更高的收入弥补了消费倾向的短板,因此他们有更高的消费支出;而老年人恰恰相反,尽管消费倾向高,但退休后的收入相比于工作时期大幅下降,因而消费支出也随之下降。
- 4、从总盘子来看,20-39 岁人口的消费总量在我国居民消费里占比最高。2022 年,我国 20-39 岁人口占总人口的 26.7%,占总消费的 29.1%,虽然不是人口最多的群体,但是是消费最多的群体。
- 5、从增速来看,20-39 岁人口是过去几年消费减速的主要拖累。2010-2018 年,20-39 岁人口是消费增长的第一动能,贡献了 30.3%的消费增长,超过其他年龄段;但 2018-2022 年,20-39 岁人口反而成为消费增速下降的主要原因,贡献了 44%左右的消费增速降幅。其中主要是 20-30 岁人口的消费下降引致,而这部分人口消费下降,又跟青年失业率的升高是一致的,即存在“就业→收入→青年消费→整体消费”的传导链条。
- 6、不同年龄人口的消费需求不同,据此将 7 种消费分为 3 类:
 - (1) 第一类消费是衣着、交通通信、家庭设备和服务,这类消费的特点是,随着年龄的增长消费支出大致呈现“倒 U 型”,在 20-39 岁达到一生的消费高点,随后下降。
 - (2) 第二类消费是文教娱乐支出和居住支出,这类消费的特点是,经过高峰后,消费并非单调增减。文教娱乐支出呈现“双峰型”,在 15-19 岁、40-44 岁达到两个消费高峰。其中 15-19 岁大致对应高中和大学早期,而 40-44 岁对应其父母年龄。居住支出在 20-24 岁上升、25-29 岁达到顶点,这个阶段对应初入职场年轻人,租房支出成为消费的重心。
 - (3) 第三类是食品和医疗保健支出,这两类消费的特点是在人生的后半段消费支出较高。食品消费是典型的“两头高、中间低”,儿童和老人有最高的消费支出。医疗保健则大致呈“U 型”,在成年之后,医疗保健支出大致随着年龄增长而节节攀升。
- 7、从“左移”到“右移”:收入和消费从“年轻化”到“中年化”。(1) 过去几十年,我国居民收入“驼峰”明显左移,最高收入年龄从 1980 年代的 55 岁降至 2012 年前后的 35 岁,2022 年前后降至 25-29 岁。受到收入“驼峰”左移的影响,消费“驼峰”也在左移,2010 年时消费的高峰在 40-50 岁,2022 年已经移动到 25-29 岁。由于这个左移过程主要在 2020 年前完成,2020 年之前青年群体成为驱动消费增长的主力。(2) 此前左移的原因是什么?年轻世代有更高的受教育水平,并且有互联网等新兴产业机遇,与此同时,在快速迭代和转型的社会中,中老年

人口所积累的传统工作经验带来的回报率在降低，导致年轻世代比年长世代有更高的收入。（3）参考韩国经验，代际之间的教育差距越来越小，工作经验会越来越重要，未来我国最高收入的年龄会右移，收入右移将带动消费“驼峰”随之右移，40-54岁可能会成为消费支出最高的年龄段。8、当人口高峰遇见消费高峰，2025-2035年消费总量的增速可能比2020-2025年更乐观。过去十多年，我国人口高峰和消费高峰的移动并不一致，少子化老龄化驱动人口高峰右移，但消费高峰却在左移，二者反向移动是不利于消费总量增长的，因为人口最多的年龄段，可能不是人均消费最高的年龄段。而下一个五年（2025-2030年）我国40-49岁人口比重将从13.8%提高到15.9%，如果消费高峰也右移到这一年龄段，人口高峰与消费高峰重叠，消费总量将更加乐观。2030-2035年也是同样的逻辑，未来十年（2025-2035）消费总量将有更多潜力空间。9、除了总量变化之外，人口结构变化带来的消费结构变化也不容忽视：（1）老年人消费较多的食品、医疗等类别，可能在全社会消费结构里比重上升。（2）部分消费品类在增量人口的窗口期可能表现更好，如2025-2030年，15-24岁和40-49岁两个年龄段人口比重会增加，而15-19岁和40-44岁是文教娱乐消费的两个高峰，因而文教娱乐消费可能会增加，特别是高中和大学阶段的教育支出，如教辅、职业培训等。（3）适应青年消费到中老年消费的变化，未来10年消费的主体将从“40岁以下人口”变成“40岁以上人口”，但年龄变化、世代可能不变，消费的主体仍然是“70后”、“80后”和“90后”。风险提示：（1）数据相对滞后，CFPS调查数据目前仅更新到2022年，但受到外部冲击影响，2022年是中国消费的次低谷（仅次于2020年），可能不能完全代表常态下的中国消费情况。（2）由于官方没有分年龄段的消费和收入数据，目前数据都是由CFPS调查数据，经由适当的计量模型计算得到，数据可以反映趋势变化，但在细节上可能有所误差，因此本文我们尽量聚焦趋势以减少误差，尽管如此，样本不能代表整体，仍然会存在一定的数据误差风险。（3）本文主要聚焦人口对消费的影响，但事实上，影响消费的因素很多，如果社会经济环境、宏观政策、国际环境等发生较大变化，部分推导结论可能产生偏差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

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银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园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，区县级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 PE 9.9 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%, PE 9.8 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】【中电股份】【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

零跑汽车 (09863.HK): 2025 年一季报业绩点评: Q1 毛利率表现大超预期, 新车周期强劲

投资要点 公司公告：公司 2025Q1 收入为 100.2 亿元，同环比分别为+187.1%/-25.6%；单季度权益持有人应占净亏损为 1.3 亿元（2024Q1 为-10.1 亿元，2024Q4 为 0.8 亿元）。2025Q1 公司毛利率大超预期。1) Q1 公司营收同比大幅改善。公司 Q1 实现销量 8.8 万辆，同环比分别为+162.1%/-27.6%，环比受季节性影响有所下滑，同比大幅增长。公司整体 ASP 环比+2.8%至 11.4 万元。2) Q1 毛利率表现远超我们预期。公司 Q1 单季度毛利率为 14.9%，创历史新高，同环比分别为+16.3/+1.6pct，环比改善的主要原因为持续推动自研降本&战略合作的推进。3) 费用率同比改善显著。公司 Q1 销售/管理/研发费用率分别为 6.1%/3.8%/8.0%，同比分别为 -6.2/-0.1/-6.9pct，环比分别为 +1.0/+1.1/+1.3pct。渠道方面，截至 2025 年 3 月底，本公司已布局了销售门店 756 家，服务门店 449 家，覆盖 279 个城市。2025 年公司将持续深化在一二线城市的渠道，提升渠道的质量和经营能力，预计到

2025 年底本公司新增覆盖 80 个空白市、县，地级市以上城市覆盖率提升至 90%。4) 出口：2025Q1 公司出口 0.75 万台，截至 3 月底，零跑国际已在海外建立了超过 500 家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超过 450 家（24 年底为 350 家），在亚太市场近 50 家。同时公司积极推动本地化产能建设，将基于 Stellantis 集团现有的位于马来西亚吉打州的 Gurun 工厂在 2025 年年底启动零跑 C10 马来西亚本地化组装项目，同时公司预计将在 2026 年实现欧洲本地化制造，加速拓展欧洲市场。5) 最终公司 Q1 单季度净亏损-1.3 亿元，单车亏损-0.15 万元/辆。B10 稳定爬坡中，新车周期强势。全新 B 平台首款车型 B10 于 2025 年 4 月 10 日正式上市至今日交付超万台，实现上市即上量；B 系列首款轿车 B01 已于 4 月亮相上海国际车展，预计 7 月正式上市；向后展望 B05 也将在年内上市，新车周期强势。盈利预测与投资评级：由于公司新车周期强势，我们上调公司 2025 年-2027 年归母净利润预期至 6.1/44.0/76.7 亿元（原为 2.0/25.4/36.3 亿元），对应 PE 为 97/14/8x。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确；此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作，协同发展可期。我们维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

腾讯控股（00700.HK）：2025Q1 业绩点评：AI 赋能广告游戏，生态助力产品差异化

投资要点 营收、利润超预期：2025Q1 公司实现营业收入 1800.2 亿元（yoy+12.9%），高于彭博一致预期的 1756.0 亿元；Non-IFRS 归母净利润 613.3 亿元（yoy+22.0%），高于彭博一致预期的 596.8 亿元。AI 对游戏和广告产业产生实质贡献：网络游戏收入 595 亿元，同比+23.7%，高于彭博一致预期的 552.6 亿元。国内游戏收入 429 亿元（yoy+24.3%，qoq+29.2%），高于彭博一致预期的 402.7 亿元。国际游戏收入 166 亿元（yoy+22.1%，qoq+3.8%），高于彭博一致预期的 153.8 亿元。未来公司游戏业务有望在运营优化、AI 应用和品类拓展的驱动下持续发展。广告收入 319 亿元（yoy+20.4%），高于彭博一致预期的 309.2 亿元。广告收入增长得益于用户参与度提高、AI 升级及微信交易生态系统优化。AI 正在通过提升广告点击率、精准推送等方式助推广告业务发展，未来预计将进一步注入活力。金融科技及企业服务：2025Q1 金融科技及企业服务收入 549 亿元，同比+5.0%，低于彭博一致预期的 550.7 亿元。金融科技受益于消费贷款服务及理财服务收入增长；企业服务受益于云服务收入及商家技术服务费增长。消费贷款服务方面，资产质量持续改善，未来仍有长期增长空间。盈利预测与投资评级：公司持续释放业绩，且拥有强大的壁垒，因此我们维持此前 2025-2027 年经调整净利润为 2441/2693/2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/14 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 05 月 18 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

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>