

2025 年 4 月 18 日 星期五

分析师推荐

【东兴交通运输】航空机场 3 月数据点评：国内市场供给管控提振客座率，国际线淡季依旧承压（20250417）

事件：上市航司发布 3 月运营数据，国内航线运力投放同比下降约 3.2%，客座率同比提升约 2.8%；国际航线供给增长较快，淡季依旧承压。

国内航线：供给管控初显成效，客座率同比明显提升

3 月上市公司国内航线运力投放同比下降约 3.2%，对比 1-2 月合计同比下降约 1.1%，可以看到 3 月国内运力投放还在缓慢收缩。随着夏秋航季时刻表的落实，国内航线的供给管控有望继续延续。各航司中，3 月运力投放同比降幅较低的是海航与东航，降幅较大的是吉祥，春秋与国航也有接近 5% 的同比降幅。整体来看，大航与中型航司在缩减国内运力投放上的态度是较为一致的。我们认为这对于国内航线供需关系的改善一个比较好的信号。

国内线上市公司整体客座率环比 2 月下降 2.6pct，主要系 3 月进入淡季；但较去年同期则提升约 2.8pct，提升幅度较为明显，其中三大航客座率提升幅度都超过 3pct。可以看到供给端的收缩对客座率的提振作用较为明显，3 月客座率表现明显优于去年同期。

航司疫情以来同时面临供给端过剩和需求不足的压力，长期的票价低迷使得民航局在 25 年民航工作会议上着重提出要“增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施，严控多承运人低客座率航段运力供给，同时有针对性加强价格行为监管”。这种对于供给端和价格端加强监管的表述此前较为少见，也体现出民航系统对此的重视。我们预计今年全年国内航线运力投放增速都会维持低增长或小幅收缩的状态，以达成供需重新适配的要求，这也有助于国内航线经营压力的缓解。

国际航线：运力投放同比增长约 29%，国际线淡季依旧承压

3 月是国际线传统淡季，上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 28.9%，主要系去年基数较低；环比 2 月则供给端提升了 3.2%。客座率方面，3 月客座率环比 2 月下降 0.1pct，较去年同期下降 0.8pct。目前国际航线淡旺季差异较疫情前更加明显，淡季国际航线依旧承压。

我们预计在去年低基数的影响下，今年上半年国际航线运力投放会维持较高的增速。运力投放的增长会对冲国际线的自然恢复，导致国际线客座率的小幅下降。此外，近期国际局势的不确定性对于部分国际航线的需求也会产生一定的负面影响。

投资建议：从开年的数据表现，我们推测国内航线供给端今年会经历一个“挤水分”的过程，且会持续较长时间。随着国际线需求恢复，堆积在国内线过

本期编辑

分析师：田馨宇

010-66554013

执业证书编号：

tianxy@dxzq.net.cn

S1480521070003

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002436.SZ	兴森科技
002847.SZ	盐津铺子
600486.SH	扬农化工
600519.SH	贵州茅台
603565.SH	中谷物流

数据来源：《四月金股汇》2025 年 03 月 27 日，东兴证券研究所

剩的运力向国际线回转，国内航线有望借此逐步缓解供给过剩的问题，并带动客座率和票价回升。总的来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴房地产】新城控股（601155.SH）：债务风险可控，优质商业助力公司困境反转（20250417）

公司深耕于“住宅+商业”地产的经营模式。相比于聚焦商业运营的公司，公司的开发业务具有较高的项目操盘与资金回笼能力，是公司区域深耕的压舱石；而相比于纯住宅开发的公司，公司在商业地产的规模化开发与运营方面具有一定优势，能够持续创造稳定的现金流助力于公司穿越周期。

公司商业地产坚持“规模领先，深度运营”的核心理念，开业规模行业领先，租金收入持续增长，运营能力较强。截至 2024 年末，公司购物中心（吾悦广场）开业面积达 1601 万平，显著高于华润和龙湖；平均出租率为 97.7%，在同行中亦处于较高水平。2024 年全年商业运营总收入 128.08 亿元，同比增长 13.10%。2024 年吾悦广场客流总量达 17.66 亿人次，同比增长 19%；总销售额 905 亿元（不含车辆销售），同比增长 19%。

开发销售业务规模将进一步收缩，存货减值计提相对充分，后续对公司的业绩拖累有望持续降低。公司 2022 年开始停止拿地，结合近年来销售规模的持续下行，预计未来一段时间公司开发销售业务规模将进一步收缩，商业部分对利润的贡献将继续提升。2024 年末，公司计提存货减值准备 115.6 亿元，占存货账面余额的比例为 10.6%，减值计提较为充分。

公司持续降低负债成本，优化债务结构，现金流风险可控。2024 年公司平均融资成本 5.92%，较 2023 年降低 28bp。2024 年末，短期有息负债约 124 亿元，短期有息负债占比自 2022 年以来持续降低。从偿债能力来说，经营性物业贷尚能获得约 95 亿元的资金增量，对年内 62.4 亿元的应付债券和应付利息有一定的覆盖能力。依托商业板块创造现金流的能力以及持续下降的债务成本，债务压力有望逐步降低，现金流风险可控。

盈利预测及投资评级：随着公司住宅开发业务对整体业绩拖累的持续降低，商业租金毛利占比将进一步提升，未来盈利能力有望逐步回升，建议关注公司困境反转带来的估值提升机会。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 899/1245/1419 亿元，EPS 分别为 0.39/0.55/0.62 元。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司 2025 合理股价区间为 14.83~17.55 元，对应 0.55~0.65 倍 PB，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：销售回款情况不及预期，存货进一步减值；商业出租率与租金收

入不及预期；融资环境改善不及预期，公司债务调整进度不及预期

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

重要公司资讯

- 交通银行：**公司于 2025 年 4 月 17 日收到上交所出具的《关于受理交通银行股份有限公司沪市主板上市公司发行证券申请的通知》，上交所决定予以受理并依法进行审核。本次向特定对象发行 A 股股票事宜尚需上交所审核通过、中国证监会同意注册后方可实施。（资料来源：同花顺）
- 英联股份：**2025 年第一季度实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 6.74%；归属于上市公司股东的净利润 1104.36 万元，同比增长 723.54%。（资料来源：同花顺）
- 三一重工：**2024 年公司实现营业收入 777.73 亿元，同比增长 6.22%；归属于上市公司股东的净利润 59.75 亿元，同比增长 31.98%。公司拟每 10 股派发 3.60 元现金红利（含税）。（资料来源：同花顺）
- 中国联通：**发布 2025 年第一季度报告，公司营业收入达到 1033.5 亿元，同比增长 3.9%。归属于上市公司股东的净利润为 26.1 亿元，同比增长 6.5%。此外，公司聚焦联网通信和算网数智两大主业，持续推进网络向新、技术向新、服务向新，高质量发展不断取得新突破。（资料来源：同花顺）
- 蓝思科技：**2025 年第一季度实现营业收入 170.63 亿元，同比增长 10.10%；归属于上市公司股东的净利润为 4.29 亿元，同比增长 38.71%。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 国务院：以“加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导”为主题，进行第十三次专题学习。**李强指出，要讲究政策时机，在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，让市场真正有获得感。（资料来源：同花顺）
- 商务部等 9 部门：发文促进家政服务消费扩容升级。**商务部等 9 部门近日印发关于促进家政服务消费扩容升级的若干措施，4 月 18 日对外发布。一系列举措围绕提升家政服务供给质量、促进家政服务便利消费、完善家政服务业支持政策、优化家政服务消费环境等 4 方面展开，促进家政服务消费扩容升级。其中，明确提出鼓励家政服务企业拓展专业深度保洁、室内空气治理、营养咨询等新兴服务领域，加强与装修、家居等行业跨界融合发展。以社区网点为依托，发掘“微需求”，提供“微服务”，满足消费者共享保洁、烹饪、接送等家政服务需求。引导家政服务企业和家政服务人员依法参加社会保险，推动符合条件的灵活就业家政服务人员在就业地参加社会保险。建立健全常态化、多元化家政服务纠纷调解机制，营造良好行业发展环境。（资料来源：同花顺）
- 国务院：副总理何立峰 17 日晚会见英伟达 CEO 黄仁勋。**何立峰表示，中国市场投资和消费潜力巨大，产业转型升级加快推进，是新一轮科技革命和产业变革的最佳应用场景，始终是外资企业投资和贸易的沃土。欢迎包括英伟达公司在内的更多美资企业深耕中国市场。英伟达首席执行官黄仁勋表示，美国政府加强芯片出口管制已对英伟达业务产生重大影响，英伟达坚定不移服务中国市场，AI 将在每个行业引发颠覆性变革。（资料来源：同花顺）

4. 国务院国资委：一季度中央企业战略性新兴产业投资同比增长 6.6%。今年一季度，中央企业累计实现增加值 2.6 万亿元、利润总额 6462.7 亿元，有效投资持续扩大，“两重”“两新”重大项目总投资破万亿元，固定资产投资 8513 亿元，其中战略性新兴产业投资同比增长 6.6%，实现了“开门红”。今年，国务院国资委将推动中央企业不断优化资源配置、深化与其他企业合作。加快攻克“卡脖子”产品和关键核心技术，着力抓好产业焕新行动、未来产业启航行动，高质量完成国有企业改革深化提升行动。（资料来源：同花顺）

5. 商务部：开展“车路云一体化”应用试点 推动相关基础设施规模化建设、智能网联汽车产业化发展。商务部印发《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，其中提到，开展“车路云一体化”应用试点，推动相关基础设施规模化建设、智能网联汽车产业化发展。围绕智能网联新能源汽车、高端装备等重点产业，支持业态创新，发展维修、设计、研发、租赁等服务。发展新兴标的租赁业务，探索相关大型设备异地监管。（资料来源：同花顺）

6. 工信部：计划出台机械、汽车、电子装备等行业新一轮稳增长方案以及数字化转型方案。国新办举行经济数据例行新闻发布会，工业和信息化部运行监测协调局局长陶青介绍，一季度装备工业近 7 成的重点产品产量实现了增长，增长量达到 69.2%，比去年同期扩大了 16.7 个百分点。下一步，工信部将出台机械、汽车、电子装备等三个行业新一轮的稳增长工作方案，推动重点行业技术改造和设备更新，从供需两侧协同发力，全方位扩大有效需求。深入实施“工业母机+”、“机器人+”、高端医疗装备等供需对接和推广应用行动，持续提升重点产业链供应链的韧性和安全水平。出台相关行业数字化转型实施方案。（资料来源：同花顺）

7. 工信部：一季度工业对宏观经济增长的贡献率达 36.3%。据工业和信息化部消息，一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，装备制造业发展良好，电子、汽车、电气机械器材等行业拉动作用突出。一季度，工业对宏观经济增长的贡献率达 36.3%。工业民间投资保持两位数增长，企业预期提振、效益改善，规模以上工业企业数量持续增加，制造业采购经理指数（PMI）连续 2 个月扩张。（资料来源：同花顺）

8. 重庆：积极申创科创金融改革试验区，落实好金融资产投资公司股权投资和科技企业并购贷款试点等政策。人民银行重庆市分行等 7 部门近日联合印发《金融支持重庆市民营经济高质量发展若干措施》，提出积极申创科创金融改革试验区，组建科技金融联盟、实施“科创领航计划”，落实好金融资产投资公司股权投资和科技企业并购贷款试点等政策，力争 2025 年科技型企业贷款余额突破 8500 亿。用好绿色金融改革创新试验区红利，迭代升级企业碳账户，促进转型金融试点落地见效，为民营企业绿色发展提供更好发展环境，推动转型贷款扩面增量，力争 2025 年绿色贷款余额突破 1 万亿元。（资料来源：同花顺）

9. 欧洲央行：将三大关键利率下调 25 个基点。将存款利率下调至 2.25%，将边际贷款利率下调至 2.65%，将主要再融资利率下调至 2.40%，均符合市场预期。这是该行自去年 6 月宣布降息以来第 7 次下调利率。（资料来源：同花顺）

10. 外交部：征收“港口费”，对货物的装卸设备加征关税措施损人害己。外交部记者会上有记者就特朗普政府表示将对中国建造船只加征“港口费”一事提问。对此，发言人林剑表示，我们之前已经就有关问题，多次阐明了我们的立场。我愿在此再次重申，征收“港口费”，对货物的装卸设备加征关税措施损人害己。我们敦促美方尊重事实和多边规则，立即停止错误的做法。中方将采取必要的措施捍卫自身的合法权益。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴煤炭】煤炭行业：南非、欧洲三港动力煤离岸价涨，国际海运费涨（20250418）**

国内动力煤价继续下跌；南非、欧洲三港动力煤离岸价格月环比均上涨。截至4月11日，国内秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格667元/吨，环比上月跌3.05%；澳大利亚纽卡斯尔港NEWC动力煤离岸价格97美元/吨，环比上月下跌1.02%；南非理查德RB动力煤离岸价格89.00美元/吨，环比上月上升1.00美元/吨，涨幅为1.14%；欧洲三港DESARA动力煤离岸价格104.00美元/吨，环比上月上升8.00美元/吨，涨幅为8.33%。

陕蒙二省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均上涨，晋环比下降；煤及褐煤月度进口量月环比上升明显。3月，国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产2263.50万吨，环比上月上涨206.50吨，涨幅为10.04%；内蒙古产1994.80万吨，环比上月涨106.10万吨，涨幅为5.62%；山西产4257.60万吨，环比上月降幅为6.25%。3月，煤及褐煤月度进口量达到3873.23万吨，环比上月升437.23万吨，涨幅为12.73%。

三大港口煤炭库存月环比下降明显，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。截至4月11日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计1396.80万吨，环比上月下降115.10万吨，降幅7.61%；六大发电集团日均耗煤量月环比下降、同比增长。截至4月11日，六大发电集团日均耗煤量共75.44万吨，环比上月下降3.32万吨，降幅4.22%。

国内海运费月环比下跌，国际海运费月环比上涨。截至4月11日，从秦皇岛到上海航线上4-5万DWT的CBCFI报收27.20元/吨，较上月环比跌幅为8.72%；从秦皇岛到宁波航线上1.5-2万DWT的CBCFI报收44.40元/吨，较上月环比跌幅为1.99%。截至4月11日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收13美元/吨，环比上月上涨0.50美元/吨，涨幅为4.00%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭CDFI程租报收8.39美元/吨，环比上月上涨0.37美元/吨，涨幅为4.65%。

结论：国内动力煤价继续下跌，南非、欧洲三港动力煤离岸价格月环比均上涨。三大港口煤炭库存月环比下降明显，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。国内海运费月环比下跌，国际海运费月环比上涨。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴有色金属】镁行业深度（II）：供需或进入持续性紧平衡状态--多领域共振推动镁需求增长（20250417）

我们在2025年4月16日发布的《镁行业深度（I）：供需或进入持续性紧平衡状态--全球供给显现单一市场风险》中，对镁行业的供给进行了系统性的梳理及分析。本文我们将从镁的需求角度对全球镁消费的韧性、弹性及变化趋势进行分拆追踪，从而对全球镁供需平衡状态做出有效拟合。通过镁行业供需的定性及定量分析，我们发现全球原镁供需或将进入紧平衡状态，镁行业或已显现周期性的底部特征。

汽车行业发展已成为镁需求增长的核心推力。根据中国有色金属工业协会镁业分会统计，2024年全球镁消费

量总计 112 万吨，同比增长了 6.7%。从 2024 年全球镁消费结构观察，镁合金生产需求达 55 万吨，占全球镁需求接近一半（49%）。其次为铝合金（29.5 万吨，占比 26%）、钢铁脱硫（13 万吨，占比 12%）、金属还原（8.5 万吨，占比 8%）和其他需求（6 万吨，占比 5%）。而在镁合金需求细分市场中，汽车行业为镁合金下游应用最广的领域，2024 年其需求量为 38.5 万吨，占镁合金消费需求比例达到 70%；其次为 3C 电子产品（11 万吨，占比 20%）和其他需求（5.5 万吨，占比 10%）。综合观察，2024 年汽车行业镁合金需求占全球镁需求的 34%，叠加镁铝合金在汽车行业的广泛运用（以汽车用铝占铝合金下游需求 60%测算），2024 年汽车行业合计用镁量或达 56 万吨，占比达到 50%。

汽车轻量化渗透率提升或推动镁合金需求上行。至 2024 年，新能源汽车单车用镁量已经达到 10kg，而传统汽车则为 5kg 左右。工信部于 2020 年发布了《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，预计我国 2025 年、2030 年单车镁合金用量将分别达到 25kg、30kg，镁合金整车占比将分别达到 2%、4%。结合国家规划与行业内机构预测，我们认为汽车轻量化对应的全球镁合金需求或可从 2024 年的 57 万吨增长至 2027 年的 135 万吨，期间 CAGR 或达 34%。

机器人行业发展带来镁合金需求增长新变量。目前市场主流的机器人分为工业机器人与人形机器人两种。工业机器人行业处于持续上行周期中。综合 IFR 与市场其他机构对全球工业机器人行业发展的分析，我们预计全球工业机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.31 万吨增长至 2027 年的 0.67 万吨，期间 CAGR 或达 28%。人形机器人量产在即，人形机器人的放量或为镁需求带来更大的成长弹性。在全球市场，特斯拉、FigureAI 等公司人形机器人已进入量产周期，国内优必选、宇树科技等公司也在推进人形机器人量产中。结合高工机器人产业研究所（GGII）与市场其他机构对全球人形机器人行业发展的分析，我们预计全球人形机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.02 万吨增长至 2030 年的 0.85 万吨，期间 CAGR 或达 93%。综合机器人与人形机器人的市场预测，我们认为机器人行业已成为镁需求新的增长点，2024-2027 年间，全球机器人行业对应镁需求或由 0.33 万吨增长至 0.81 万吨，期间 CAGR 或达 34%。

综合观察，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模版、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。结合我们对全球镁供给端与需求端的预测，我们认为 2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁价已经具有周期性的底部特征。

相关公司：宝武镁业、星源卓镁。

风险提示：镁供应超预期增长，下游需求行业发展不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴交通运输】航空机场 3 月数据点评：国内市场供给管控提振客座率，国际线淡季依旧承压（20250417）

事件：上市航司发布 3 月运营数据，国内航线运力投放同比下降约 3.2%，客座率同比提升约 2.8%；国际航线供给增长较快，淡季依旧承压。

国内航线：供给管控初显成效，客座率同比明显提升

3 月上市公司国内航线运力投放同比下降约 3.2%，对比 1-2 月合计同比下降约 1.1%，可以看到 3 月国内运力投放还在缓慢收缩。随着夏秋航季时刻表的落实，国内航线的供给管控有望继续延续。各航司中，3 月运力投放同比降幅较低的是海航与东航，降幅较大的是吉祥，春秋与国航也有接近 5% 的同比降幅。整体来看，大航与中型航司在缩减国内运力投放上的态度是较为一致的。我们认为这对于国内航线供需关系的改善一个比较好的信号。

国内线上市公司整体客座率环比 2 月下降 2.6pct，主要系 3 月进入淡季；但较去年同期则提升约 2.8pct，提升幅度较为明显，其中三大航客座率提升幅度都超过 3pct。可以看到供给端的收缩对客座率的提振作用较为明显，3 月客座率表现明显优于去年同期。

航司疫情以来同时面临供给端过剩和需求不足的压力，长期的票价低迷使得民航局在 25 年民航工作会议上着重提出要“增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施，严控多承运人低客座率航段运力供给，同时有针对性加强价格行为监管”。这种对于供给端和价格端加强监管的表述此前较为少见，也体现出民航系统对此的重视。我们预计今年全年国内航线运力投放增速都会维持低增长或小幅收缩的状态，以达成供需重新适配的要求，这也有助于国内航线经营压力的缓解。

国际航线：运力投放同比增长约 29%，国际线淡季依旧承压

3 月是国际线传统淡季，上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 28.9%，主要系去年基数较低；环比 2 月则供给端提升了 3.2%。客座率方面，3 月客座率环比 2 月下降 0.1pct，较去年同期下降 0.8pct。目前国际航线淡旺季差异较疫情前更加明显，淡季国际航线依旧承压。

我们预计在去年低基数的影响下，今年上半年国际航线运力投放会维持较高的增速。运力投放的增长会对冲国际线的自然恢复，导致国际线客座率的小幅下降。此外，近期国际局势的不确定性对于部分国际航线的需求也会产生一定的负面影响。

投资建议：从开年的数据表现，我们推测国内航线供给端今年会经历一个“挤水分”的过程，且会持续较长时间。随着国际线需求恢复，堆积在国内线过剩的运力向国际线回转，国内航线有望借此逐步缓解供给过剩的问题，并带动客座率和票价回升。总的来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴房地产】新城控股（601155.SH）：债务风险可控，优质商业助力公司困境反转（20250417）

公司深耕于“住宅+商业”地产的经营模式。相比于聚焦商业运营的公司，公司的开发业务具有较高的项目操盘与资金回笼能力，是公司区域深耕的压舱石；而相比于纯住宅开发的公司，公司在商业地产的规模化开发与运营方面具有一定优势，能够持续创造稳定的现金流助力于公司穿越周期。

公司商业地产坚持“规模领先，深度运营”的核心理念，开业规模行业领先，租金收入持续增长，运营能力较强。截至 2024 年末，公司购物中心(吾悦广场)开业面积达 1601 万平，显著高于华润和龙湖；平均出租率为 97.7%，在同行中亦处于较高水平。2024 年全年商业运营总收入 128.08 亿元，同比增长 13.10%。2024 年吾悦广场客流总量达 17.66 亿人次，同比增长 19%；总销售额 905 亿元（不含车辆销售），同比增长 19%。

开发销售业务规模将进一步收缩，存货减值计提相对充分，后续对公司的业绩拖累有望持续降低。公司 2022 年开始停止拿地，结合近年来销售规模的持续下行，预计未来一段时间公司开发销售业务规模将进一步收缩，商业部分对利润的贡献将继续提升。2024 年末，公司计提存货减值准备 115.6 亿元，占存货账面余额的比例为 10.6%，减值计提较为充分。

公司持续降低负债成本，优化债务结构，现金流风险可控。2024 年公司平均融资成本 5.92%，较 2023 年降低 28bp。2024 年末，短期有息负债约 124 亿元，短期有息负债占比自 2022 年以来持续降低。从偿债能力来说，经营性物业贷尚能获得约 95 亿元的资金增量，对年内 62.4 亿元的应付债券和应付利息有一定的覆盖能力。依托商业板块创造现金流的能力以及持续下降的债务成本，债务压力有望逐步降低，现金流风险可控。

盈利预测及投资评级：随着公司住宅开发业务对整体业绩拖累的持续降低，商业租金毛利占比将进一步提升，未来盈利能力有望逐步回升，建议关注公司困境反转带来的估值提升机会。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 899/1245/1419 亿元，EPS 分别为 0.39/0.55/0.62 元。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司 2025 合理股价区间为 14.83~17.55 元，对应 0.55~0.65 倍 PB，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：销售回款情况不及预期，存货进一步减值；商业出租率与租金收入不及预期；融资环境改善不及预期，公司债务调整进度不及预期

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴汽车和汽车零部件】科华控股（603161.SH）：现金流持续改善，有息负债稳步下降（20250417）

近日，公司发布 2024 年财报：2024 年公司实现营业收入 237,224.53 万元，同比下降 9.28%，实现归母净利润 10,507.63 万元，同比下降 14.71%。对此，我们点评如下：

现金流量表表现好于利润表。公司营收端下降主要由售价下降影响，2024 年公司主要产品中间壳及装配件、涡轮壳及装配件的销量分别为 766.85 万件、444.86 万件，分别同比增长 9.78%和 2.34%。根据两者对应的营收测算中间壳和涡轮壳的单价（单件营收）分别为 87.98 元、331.56 元，分别较 2023 年下降 3.9%和 16.3%。涡轮壳的单价下降幅度较大，与涡轮壳原材料采用镍等金属较多，定价机制采用基于大宗商品调价机制有关。

据盖瑞特 2024 年报，2024 年全球涡轮增压器销量下滑，从 2023 年约 5000 万台下降至 4900 万。行业下滑幅度约为 2%。因此，从销量端看，公司涡轮壳与中间壳市场份额均有所提升。

毛利率上，综合毛利率略降，2024 年公司主营业务毛利率为 16.06%，较 2023 年下降 1.03pct，主要涡轮壳价格下降导致（同比下降 4.01pct）。费用率，股份支付导致管理费提升 0.82pct，而有息负债的减少及汇兑收益使得财务费用减少 1.41pct。基于以上，公司净利润率保持相对稳定，2024 年为 4.36%（前值为 4.69%）。我们认为，虽然涡轮增压行业面临短期下行，公司现有产品市占率仍然有较高提升空间，涡轮壳中间壳全球市占率分别为 9.1%和 15.7%，公司仍然可以通过提升效率，降低成本实现业务成长。

现金流表现持续亮眼，有息负债稳步下降：2024 年公司经营净现金流为 5.72 亿元，表现好于净利润的主要原因有二，1) 公司业务资产较重，折旧等非现金支出多，2025 年固定资产折旧金额为 1.98 亿元。2) 持续提高运营资本运营效率，应收、存货等运转效率提升，2023-2024 年该两项资产持续减少，进一步释放营运资金。现金流好转，大规模资本开支结束，公司持续主动减少有息负债规模。2024 年公司短期借款+一年到期非流动负债+长期借款+长期应付款合计为 8.41 亿元，较 2023 年大幅减少 5.41 亿元，有息负债的减少使得公司利息费用减少 2,225.65 万元。我们认为，公司现金流表现较好的趋势有望持续，公司现有产能充足，大规模资本开支增加的可能性较低，持续主动减少有息负债将明显改善公司经营质量。

公司盈利预测及投资评级：客观上，涡轮增压行业短期存在下行风险，但是公司主要产品全球市占率仍然有较大提升空间，且该行业作为传统内燃机产业链，竞争格局将日渐清晰（新进入者较少）。我们认为，公司自 2023 年以来大规模资本开支结束后，通过主动提升运营效率，经营现金流持续明显回升，公司经营质量大幅改善。公司在涡轮壳、中间壳等核心工艺、研发上具备竞争力，我们仍然认可公司持续提升市占率的可能性，预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.2/1.5/1.8 亿元，对应 EPS0.64/0.77/0.93 元。按照当前股价对应 PE17x/14x/12x，维持“推荐”评级。

风险提示：全球汽车需求不及预期、涡轮增压行业大幅下行风险、主要原材料价格大幅上涨风险等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。