

2025 年 4 月 17 日 星期四

分析师推荐

【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

本期编辑

分析师：林瑾璐

021-25102905

执业证书编号：

linjl@dxzq.net.cn

S1480519070002

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

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%。综合工业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 万台。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）

重要公司资讯

- 龙建股份：**公告，2025 年第一季度中标项目金额 29.51 亿元，同比下降 30.95%。其中，国内建造工程项目中标 69 个，金额 29.47 亿元，同比下降 25.28%；设计咨询项目中标 6 个，金额 409 万元，同比下降 72.10%。无国外项目中标。（资料来源：同花顺 iFind）
- 三鑫医疗：**在机构调研中表示，透析器和透析设备的国产化进程将不断加快。首先，血液透析市场空间广阔，市场需求将保持稳定增长趋势；其次，在 2024 年集采规则中，首次将血液透析器国产企业与进口企业安排同组招标，消除此前血液透析器分组招标的壁垒，国产血液透析器竞争优势凸显，加速了血液透析器的国产替代步伐；第三，伴随着医疗设备更新、基层医疗机构服务能力加快提升等政策的陆续实施，血液透析设备国产化进程加速推进。（资料来源：同花顺 iFind）
- 川恒股份：**公告，2025 年第一季度营收为 14.93 亿元，同比增长 43.07%；净利润为 2.02 亿元，同比增长 50.02%。（资料来源：同花顺 iFind）
- 阳光乳业：**公告，2024 年营业收入 5.19 亿元，同比下降 8.86%。归属于上市公司股东的净利润 1.15 亿元，同比下降 1.09%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.8 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。（资料来源：同花顺 iFind）
- 华建集团：**公告，2025 年 1-3 月，公司新签合同额 14.35 亿元，同比下降 47.13%。具体业务类别中，工程设计新签合同额为 6.33 亿元，同比下降 51.65%；工程技术管理服务新签合同额为 3.47 亿元，同比增长 76.86%；工程承包新签合同额为 3.78 亿元，同比下降 65.36%；工程勘察新签合同额为 7730 万元，同比下降 34.72%。设计咨询新签合同额为 5.21 亿元，同比下降 36.33%；工程承包新签合同额为 7206 万元，同比下降 91.33%。（资料来源：同花顺 iFind）

经济要闻

- 人民银行：**中国人民银行上海总部、中国人民银行广东省分行、中国人民银行北京市分行先后发布消息称，近日联合辖区证监局等相关单位组织银企对接交流系列，对回购增持贷款政策进行宣讲，支持上市公司和主要股东持续规范用好政策工具，充分满足上市公司市值管理融资需求，助力资本市场平稳健康发展。自去年 10 月 18 日股票回购增持再贷款政策工具正式设立至今已半年，上市公司和主要股东积极响应。据数据统计，截至 4 月 16 日，470 家 A 股上市公司累计披露 496 单回购增持贷款，贷款金额上限合计 969.78 亿元，接近首期 3000 亿元规模的三分之一。（资料来源：同花顺 iFind）
- 机构联合发布 2024 年《ETF 客户投资行为洞察报告》：**截至 2024 年 12 月 31 日，据数据统计，全市场 ETF 年内规模激增 1.67 万亿，同比增幅高达 81.57%，总规模达 3.72 万亿。投资者数量同样经历了爆发式增长，同源数据显示，ETF（非货币类）份额持有人总数达 2095 万户（不含联接基金份额），较 2019 年中期报告披露的 177 万户增长了 10.8 倍。（资料来源：同花顺 iFind）
- 商务部：**4 月 14 日，在中国国家主席习近平对越南进行访问期间，中国商务部部长王文涛与越南工贸部部长阮鸿延在越南首都河内共同签署了《中华人民共和国商务部和越南社会主义共和国工贸部关于加强产

供应链合作的谅解备忘录》。根据《备忘录》，双方将充分发挥双边机制作用，鼓励两国企业通过贸易、投资、技术合作等方式加强多领域产供应链合作。近年来，中越经贸合作不断深化，两国产供应链深度融合。《备忘录》的签署，将推动两国携手打造中越畅通、稳定、有韧性的产业链供应链，进一步深化贸易投资合作。(资料来源：同花顺 iFind)

4. **人民银行**：4月17日公告称，人民银行以固定利率、数量招标方式开展了2455亿元逆回购操作，中标利率为1.5%。今日公开市场有659亿元逆回购到期，净投放1796亿元。(资料来源：同花顺 iFind)
5. **海关**：据统计，2025年一季度，我国对柬埔寨进出口333.3亿元，连续6个季度保持增长，同比增长13.1%，高出对东盟整体增速6个百分点，进出口规模创历史同期新高。其中，对柬出口增长14.3%、自柬进口增长5%。(资料来源：同花顺 iFind)
6. **市场监管总局**：部署开展优化消费环境试点工作。本次试点工作选取48个地区参与，结合区域差异，在内陆沿海、东西部及不同经济规模地区分类试点，通过多样化实践总结共性规律与特色路径，为全国层面政策推广提供多层次借鉴。(资料来源：同花顺 iFind)
7. **上海市**：上海将通过算力补贴支持民营企业在大型模型研发和训练应用方面的投入，建立民间投资重点项目库。上海市发展改革委表示，2024年民营企业在重大工程项目中占31席，占全社会固定资产投资比重近三成。上海将完善民营企业参与重大项目建设的机制，支持民企在交通、能源等领域的投资，并鼓励其在人工智能和新型基础设施领域的发展。政策还将推动商业银行为民企提供优惠贷款，支持其参与“两重”“两新”建设。(资料来源：同花顺 iFind)
8. **国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会**：正式发布首个云超算国家标准GB/T45400-2025，将于今年10月实施。该标准由阿里云联合中国电子技术标准化研究院等机构牵头起草，为云超算在更多高性能计算领域的大规模应用奠定基础，推动我国算力基础设施建设迈向标准化、智能化新阶段。(资料来源：同花顺 iFind)
9. **浙江省**：为帮助传统外贸企业、跨境电商企业加快开拓新市场、上线新站点，浙江省商务厅联合全球各大平台开展跨境电商新市场拓展行动。首批参加的20家跨境平台包括全球速卖通、Lazada、Daraz、淘宝出海、阿里国际站、亚马逊、集酷、Voghion、中国制造网、义采宝、Inniverse、毛衫派、得物、OTTO、日本乐天、新蛋、Shopee、wildberries、Egatee、Ozon Global。(资料来源：同花顺 iFind)
10. **青岛市**：4月17日，青岛市实施住房“以旧换新”促进住房领域消费工作方案(试行)。其中提出，全市拟通过收购个人二手住房1200套以上用作保障性租赁住房、长租房等，支持改善性需求，鼓励群众“卖旧房，买新房”，实现带动销售新建商品住房1200套以上。由青岛市住房城乡建设局会同市国资委确定2家市级实施主体，由各区(市)政府分别确定1家区属国有企业作为区级实施主体，鼓励社会化企业广泛参与，实现“实施主体全城通收、换房群众全城通购”。(资料来源：同花顺 iFind)

每日研报

【东兴策略】总量双周报：冲击逐步弱化，修复行情延续（20250416）

主要观点：宏观：国内政策储备充分。消费价格、经济景气度均有所改善。提振消费需求等政策效应继续显现，叠加春节错月影响消费，3月CPI环比降幅收窄，CPI和核心CPI同比均明显回升。其中，工业消费品、服务价格均有所回升。生产方面景气度温和回升，3月制造业和非制造业PMI均进一步扩张。另一方面，全球大宗商品价格下跌，3月PPI同比继续下降。通缩压力或持续。随着美国关税壁垒高企，全球其他国家面临外需下降风险，全球通缩和经济放缓风险上升。受此预期冲击，全球大宗商品在4月上旬普跌，原油、铜等重要工业原料价格骤降。受此影响，PPI价格将进一步低迷，或延长CPI低位运行的时间。受美国关税政策调整的影响，部分商品抢出口或延续至二季度，但出口总体承压。未来两周，建议继续关注中美关税冲突进程，预计中美双方关税税率不会进一步提高。随着关税冲突第一阶段接近尾声，我国应对充分，我们不再趋势性看空人民币汇率。国内对冲关税的宏观政策或陆续出台。海外：全球经济衰替风险显著上升。虽然美国临时降低中国以外国家和地区的全面关税至10%，期限为90天，但关税政策体现了本届美国政府政策风格的高度不确定性。我们对美股态度转为偏空，建议以美国经济衰退为前提看待美股，当前标普500仍处于泡沫（17%）。国际资本市场局部撤出美国的迹象并未停止，表现为美国长期国债利率上升、美元指数下降、以及黄金价格上升、德国国债利率下降。

策略：关税冲击弱化。短期虽然针对中国商品关税的博弈仍在继续，但市场超预期恶化的可能性在降低，谈判的预期在升温，市场信心恢复在增强，中美贸易战大方向仍是对抗，但短期超出自身能力的关税措施是难以落地的，因此，贸易战的进程将进入反复拉扯的阶段，市场对此逐步免疫。从指数层面来看，除了周一大跌之外，市场呈现出了快速持续修复的态势，一方面，我们的政策应对主动及时，另一方面，市场对贸易战的信心逐步增强，以我为主的，东升西降的全球态势也给了内外投资者信心。随着3月经济数据逐步披露，市场的关注点也逐步回归经济基本面本身，市场走势将会逐步常态化，以自主可控为代表的产业链将会成为市场短期的核心逻辑。

修复行情延续。影响市场的三因素都迎来修复，首先，3月经济数据显示，经济仍旧处于弱复苏阶段，PMI处于50以上，社融好于预期，市场受前期政策影响逐步恢复。其次，政策应对贸易战及时有效，市场信心显著增强，未来政策储备十分丰富，后续刺激经济政策预期仍较为强烈。再次，外部因素冲击逐步弱化，中美贸易战常态化博弈，外部压力逐步缓和的概率较大。指数未来走势，外部冲击仍然是市场最大的不确定性，在没有完全明朗的情况下，市场指数维持在3200-3400价值区间波动可能性仍旧较大。

投资建议：市场延续修复行情，持仓比例可适当增加。在投资和出口都面临较大压力的情况下，拉动内需变成必选项。从方向上来看，人口问题是中国现在面临的最重要的问题之一，以生育率提升为目标的消费政策最为迫切，母婴类消费具有中期的消费潜力提升空间。教育医疗养老是居民收入支出考虑的重要因素，通过制度性安排，减轻居民消费后顾之忧也是提升消费手段。以零售、食品、文旅、潮玩为代表的新消费，有望在政策加持下展现出新的消费潜力。进口替代：随着中美双边关税大幅提升，从美国进口量较大方向的进口替代空间随之打开，以农产品、半导体、高端精密制造、化学制品等行业为主。大科技的崛起。中美竞争核心是竞争未来，尤其是在未来科技制高点的竞争更是重中之重，以人工智能和机器人为代表的新质生产力核心方向，未来空间仍然巨大，调整就是布局机会。避险资产。以低估值蓝筹公司为代表，叠加全球货币波动，可以关注黄金、银

行、公用事业、资源类公司等。

债券市场：债市提前定价货币宽松，是否突破前低取决于基本面。债市交易主线转变。过去两周，十年期国债收益率大幅下行 16BP 至 1.66%、一年期国债大幅下行 13BP 至 1.40%。债券收益率急速下行，反映出债市交易主要逻辑由大行负债偏紧和央行谨慎投放转向关税政策博弈影响下的基本面现实和国内政策对冲下的货币宽松预期。短期来看，行情有过热超涨可能。当前贸易政策博弈激烈，加速交易主线切换，人民日报文章对比央行此前“择机降准降息”的说法转变为“降准降息政策随时可以出台”，货币宽松预期升温，前期压制债市的因素持续缓解，胜率提升。赔率方面，近两个交易日利率已经大幅下行，10Y 国债收益率距离前低（1.6% 左右）已经不远，意味着对货币宽松的定价乐观，能否突破前低可能需要看基本面是否走弱。从行情节奏来看，当前或更像 2019、2022 年：全年维度收益率震荡，节奏上收益率双底，二次探底突破的原因共性是现实（基本面存在压力）&预期（宽货币空间打开），当前实际基本面的现实仍有待于贸易谈判的互动与政策对冲的效果，且资金面尚需等待降准或资金利率的进一步下行，因此短期突破前低仍有待更多信号。中期维度，我们继续看好债券收益率震荡下行。银行体系资产负债两端矛盾有所缓解，叠加关税超政策博弈推动央行态度重回呵护，后续货币政策或易松难紧。更长维度来看，地产、人口等结构性问题尚难根本性解决，叠加出口存不确定性，信用难以明显走强，机构资产配置需求或继续推动收益率下行。利率策略建议：债市胜率较高，但目前赔率空间相对有限，建议 10Y 国债在 1.60-1.65 区间波段交易；如 10Y 国债回到 1.65 以上逐步补仓；品种上，建议选择高流动性的 10Y 活跃券。

银行：部分银行一季度业绩好于预期，关注板块高股息配置价值。目前已有 6 家银行披露 2025 年一季度业绩快报或经营情况，包括杭州银行、浦发银行、交通银行、渝农商行、重庆银行、民生银行。部分银行营收好于预期，实现利润稳定正增长。营收端来看，（1）部分银行表示利息净收入回正，包括交行、民生。尽管一季度贷款重定价压力较大，但存款成本加速改善，且一季度未降息、新发放贷款利率边际企稳，净息差压力好于预期。一季度信贷投放前置，人民币贷款同比多增，贷款增速保持平稳。（2）中收基数走低，预计降幅延续收窄趋势。（3）一季度债市调整，银行投资相关收入有压力，但考虑 2024 年四季度银行积累较多其他综合收益浮盈，或在一季度部分兑现、对冲营收压力。杭州（yoy+2.22%）、渝农（yoy+1.35%）、重庆（yoy+5.3%）、民生银行（yoy+7%）营收均实现同比正增长。利润端，在资产质量平稳之下，拨备继续释放反哺利润；杭州银行同比+17.3%预计继续领跑，渝农（yoy+6.27%）、重庆（yoy+5.43%）、交行实现利润正增长。展望 2025 年，在稳增长政策下，预计银行资产规模增长有望保持平稳，净息差压力可控、预计降幅收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，仍然看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：新房销售增速回落，二手房成交保持增长。45 城新房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 7.7%，前值(1/1-04/04)为 12.9%。当月累计销售面积同比增速为-2.6%，上个月整月为 12.9%。23 城二手房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 32.4%，前值(1/1-04/04)为 35.4%。当月累计销售面积同比增速为 19.6%，上个月整月为 71.9%。22 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 15.7%，前值(1/1-04/04)为 12.1%。当月累计销售面积同比增速为 9.4%，上个月整月为 56.7%。海南省调整优化住房公积金贷款政策：包括调整最高贷款额度、调整二套房存贷挂钩机制、调整贷款最低首付比例、统一异地贷款政策、实行最高贷

款额度与个贷率联动机制、具体贷款可贷金额核定等。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。市场止跌回稳与融资支持持续发力，对仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

证券：近两周权益市场交易活跃度企稳回升，其中沪深京三市成交额自4月2日的0.99万亿快速回升至4月9日的1.74万亿，季末流动性紧张得到一定缓解；但两融余额持续缓慢回落，已降至1.8万亿，市场波动性上升对杠杆资金的影响持续发酵。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公司盈利承压。但随着国家促进内需增长、提振消费的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。多家券商陆续接入DeepSeek等AI模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业ROE提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和AI高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业ETF的投资价值。

保险：考虑到2024年负债投资两端的较高基数，2025年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较2024年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。近期国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，进一步拓宽权益投资空间；同时，提高投资创业投资基金的集中度比例，加大对国家战略性新兴产业股权投资力度。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【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】统计局70城房价数据点评：3月一线城市房价环比上涨，二三线城市房价继续下行——（20250416）

环比：3月一线城市新房及二手房价格环比上涨，二三线城市房价环比继续下行

3月份，70个大中城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为-0.1%，前值为-0.1%。

3 月份，一线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 0.1%，前值为 0.1%。其中，北京、上海、深圳、广州当月环比增速分别为-0.2%、0.7%、0.1%、-0.1%。二线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 0.0%，前值为 0.0%；三线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为-0.2%，前值为-0.3%。

3 月份，70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速为-0.2%，前值为-0.3%。

3 月份，一线城市二手住宅价格指数环比增速为 0.2%，前值为-0.1%。其中，北京、上海、深圳、广州当月环比增速分别为 0.5%、0.4%、0.3%、-0.2%。二线城市二手住宅价格指数环比增速为-0.2%，前值为-0.4%；三线城市二手住宅价格指数环比增速为-0.3%，前值为-0.4%。

同比：3 月各线城市新房及二手房价格同比降幅均有所收窄。

3 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-5.0%，前值为-5.2%。

3 月份，一线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-2.8%，前值为-3.0%。其中，北京、上海、深圳、广州当月同比增速分别为-5.7%、5.7%、-3.9%、-7.2%。二线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-4.4%，前值为-4.7%；三线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-5.7%，前值为-5.9%。

3 月份，70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速为-7.3%，前值为-7.5%。

3 月份，一线城市二手住宅价格指数同比增速为-4.1%，前值为-4.9%。其中，北京、上海、深圳、广州当月同比增速分别为-2.1%、-1.4%、-4.1%、-8.7%。二线城市二手住宅价格指数同比增速为-7.0%，前值为-7.4%；三线城市二手住宅价格指数同比增速为-7.8%，前值为-8.0%。

投资建议：短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。市场止跌回稳与融资支持持续发力，对仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险。

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

【东兴有色金属】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（20250416）

镁，元素周期表中 II A 族的碱土金属，呈银白色且具有延展性。镁质量轻、密度小，其相对原子质量为 24.305，相对密度为 1.74g/cm³，熔点 648.8℃，沸点 1107℃。镁属于活泼金属，在干燥空气中较为稳定，但受热可与水作用，且能与大多数的非金属，如卤素、氮、硫等作用，溶于酸会放出氢气，还原性较强。镁元素在地壳中分布较广，占地壳质量的 2.1%，在地壳中各元素里排名第八。镁化学性质活泼，在自然界中仅以化合物状态存在，在已知的 1500 种矿物中，镁化合物有 200 多种，占比 12%以上。

中国镁资源储量丰富，资源禀赋较高。中国可供采选冶炼的镁资源主要分布于菱镁矿、白云石矿与盐湖资源中。据国务院发展研究中心统计（2024 年），中国镁资源储量占全球 70%。菱镁矿方面，根据 USGS 统计数据，2024 年全球菱镁矿储量为 77 亿吨，且集中度较高，CR3 达到 54%。其中，俄罗斯（23 亿吨，占比 30%），斯洛伐克（12 亿吨，占比 15%）和中国（6.8 亿吨，占比 9%）为全球前三大菱镁矿储量国。白云石矿方面，全球白云石储量主要分布在中国、意大利、西班牙、土耳其等国家。其中，中国白云石资源储量已超过 200 亿吨，占全球的 80% 以上。盐湖资源方面，中国盐湖镁卤水中的镁盐储量达 48 亿吨，包含硫酸镁储量约 16 亿吨、氯化镁储量约 32 亿吨。

全球原镁供给具有较大单一市场风险。从上游菱镁矿产量观察，根据 USGS 统计，2024 年全球菱镁矿产量合计 2200 万吨，较 23 年持平；其中中国菱镁矿产量为 1300 万吨，较 23 年持平，占全球菱镁矿产量比例达 59%。全球原镁产出的集中度更高：根据中国有色金属工业协会统计，2024 年全球原镁产量为 112 万吨，同比增长 12%；其中中国原镁产量+24.73%至 102.48 万吨，推动中国原镁全球产出占比从 23 年的 82% 增长至 24 年的 92%。此外，根据 USGS 统计，2019-2024 年间，中国镁锭产量占全球镁锭比例年均数值为 89%，至 2024 年该数值已升至 95%。

行业供给侧结构性改革推进，中国镁行业集中度提升。2021 年，我国原镁行业集中度较低，CR3 约为 14%，CR10 约为 32%，产量在 3 万吨以上的头部原镁冶炼生产企业共 13 家，合计市场占有率达 35.9%。近年来，由于环保政策不断收紧，小型镁企难以满足能耗、产能等要求，行业供给侧结构性改革深入推进，镁行业落后产能逐步淘汰，行业集中度大幅提升。从头部企业观察，宝武镁业原镁产能市占率由 23 年的 7.4% 增至 24 年的 20.5%，根据其扩产计划，至 2025 年底，该数值或进一步提升至 32%。

环保及产业政策影响中国镁资源供应状态。从中国的镁行业政策角度观察，镁矿行业的政策监管的严格主要体现在资源开采许可、出口控制和环境保护等方面。首先，企业获得采矿权需要通过复杂的审批程序并支付采矿权价款及使用费，这加大了矿企的准入条件。其次，中国还对镁矿的出口实施了一定控制，以保障国内市场的供应和价格稳定。环保政策方面，镁矿企业在开采、冶炼等过程中必须达到更高环保标准，意味着企业不仅需要投入大量资金进行环保设施的建设和改造，还需要引进先进的环保技术和管理经验。环保部门对镁矿项目的审批和监管也越来越严格，对于不符合环保要求的企业将不予批准或责令停产整治。环保与产业政策对镁生产商提出了更高的要求，亦对中国及全球的镁供给起到了限制作用。

中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，规模效应提升或优化企业盈利能力。2024 年，陕西省榆林市颁布了《关于支持兰炭、金属镁产业发展的若干政策措施》、安徽省发展改革委发布了《推动镁基新材料产业高质量发展若干措施》、新疆维吾尔自治区及河南省鹤壁市等地区亦发布了不同产业政策，引导和支持建设不同规模级别的原镁及镁合金冶炼骨干企业，从而打造镁新型现代产业集群。产业集群的建立扩大了镁生产的规模效益，降低原镁生产成本，增强企业端盈利水平。

全球原镁行业产能利用率有望提升，行业规模或进入良性扩张态势。镁行业产业集群化发展有助行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。考虑到镁金属作为绿色及新质生产力产业发展的核心生产要素，绿色化、智能化、移动化及轻量化在产品应用端的持续拓展将推动镁行业下游需求的有效扩张，这有助于改变行业产能利用率偏低的现状并且进一步提升行业规模进入良性扩张态势。从行业供需平衡角度观察，考虑到企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为

2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。结合我们对镁需求的讨论与预测，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，全球原镁供给的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。

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）

【东兴食品饮料】食品饮料行业：复盘 2018 年贸易战对食品饮料行业资产定价的影响（20250416）

2018 年中美贸易战之后，我们看到食品饮料行业的业绩有所恢复，整个板块资产定价经历一轮波澜壮阔的行情，我们希望通过分析 2018 年贸易战之后宏观经济环境和食品饮料行业的变化，来对本轮中美贸易战之后食品饮料行业的资产定价有所借鉴和指引。

2018 年之后食品饮料板块资产定价的变化，更多的是宏观经济复苏对行业复苏的整体带动，与流动性充裕带来的资产配置和资产价格重估相关，受产业结构的变化影响较小。

而从目前的经济环境与 2018 年对比，我们看到当前环境与当时有异有同。相同的环境有：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，国家希望通过刺激内需来支撑宏观经济增长的态度坚定；2 是预计关税政策会对美国经济短期内带来冲击，部分国际资金会从海外转移回国内；3 是食品饮料行业受关税的冲击整体小于出口占比较高的其他制造业行业。

但本轮贸易战在宏观环境上也有不同的地方：1 是国内消费的驱动力发生了很大的变化，消费的推动力转变为消费需求创新和消费体验创新在不同商品上的体现；2 是预计本轮贸易战冲击面更大，或带来原材料端的波动。而如果需求没有得到扭转前，企业或面临着更加困难的处境；3 本轮与上一轮贸易战的财政政策和货币政策基数不同，本轮财政政策更加积极。

投资策略：我们认为 25 年宏观经济整体在恢复中，鉴于财政政策开始发力，国家进一步出台更多刺激内需的政策值得期待，消费在经济贡献中的比重会随之提高，需求的复苏有利于成本向下游传导从而带动企业收入的进一步提升。此外，整体流动性环境利好食品饮料的资产定价，食品饮料板块的估值有望得到重估。我们重点推荐顺周期板块白酒板块和景气赛道休闲食品板块，重点推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等企业。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，食品饮料需求消费恢复不及预期，外资流入不及预期，原材料成本上涨过高带来的企业利润经营不及预期等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

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。