

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-15

宏观策略

2025 年 04 月 15 日

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

在外部经济环境日趋复杂的情况下，金融市场对降准降息的预期也在升温，货币政策加码宽松所择的“机”也进入观察期。

固收金工

固收周报 20250414：周观：降准博弈进行时（2025 年第 14 期）

目前正处于宏观和政策环境不确定性陡增的时间点，建议投资者在不确定下博弈债券的确定性收益，宽松货币政策方面，降准先行，二季度 10 年期国债收益率或下行至 1.5%。如果出现了收益率快速下行后的止盈情绪，则是比较好的上车时机。

固收点评 20250412：绿色债券周度数据跟踪（20250407-20250411）

本周（20250407-20250411）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 20 只，合计发行规模约 779.75 亿元，较上周增加 768.75 亿元。绿色债券周成交额合计 483 亿元，较上周增加 46 亿元。

固收点评 20250412：二级资本债周度数据跟踪（20250407-20250411）

本周（20250407-20250411）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 2592 亿元，较上周增加 976 亿元。

固收周报 20250412：建议把握大盘低价转债配置窗口

国内面临一定总量压力，但政策对冲及时、一致且有效，意味着短期的波动较难同长期增长动能切换所带来的阵痛形成共振，下行风险或较有限。转债同样经历大幅回撤，加权、等权指数周 k 同时收于一个“十字星”，但我们也观察到风格结构上呈现出的隐忧，即大盘低价跌幅大于小盘高价，我们判断转债持仓或遭遇一定赎回压力。策略上我们仍认为在评价、

估值双压之后，主要的权重标的呈现出较好的配置时点，建议择机分批低吸抢筹。

行业

房地产行业跟踪周报：新房销售面积同环比下降，政策放松预期走强

周观点：4月第2周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比上升、同比上升。为贯彻党的二十大、二十届三中全会关于实施城市更新行动的决策部署，落实中央经济工作会议和政府工作报告有关要求，中央财政继续支持部分城市实施城市更新行动，探索建立可持续的城市更新机制，推动补齐城市基础设施的短板弱项，加强消费型基础设施建设，注重向提振消费方面发力，促进城市基础设施建设由“有没有”向“好不好”转变，解决人民群众的急难愁盼问题，实现城市高质量发展。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

公用事业行业跟踪周报：加快推进虚拟电厂发展，南网区域推动新能源全面参与现货市场

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 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】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【中能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。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

燃气II行业跟踪周报：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束

投资建议：近期龙头燃气公司相继发布2024年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望2025年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美LNG加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（25股息率5.6%）2024年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】（25股息率4.7%）【中国燃气】（25股息率7.4%）【蓝天燃气】（股息率ttm8.4%）；建议关注：【深圳燃气】【佛

燃能源】(25 股息率 54.8%)【港华智慧能源】。2) 海外气源释放, 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】(25 股息率 5.4%)【新奥股份】(25 股息率 5.9%); 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/4/11)

建筑材料行业跟踪周报: 继续看好内需消费地产链

周观点: (1) 本周股债汇以及商品市场均受关税博弈的影响而发生了剧烈波动, 但随着中国不再升高关税数字, 美国落地一系列豁免政策, 双边沟通频发, 关税博弈最激烈的时点可能已经过去。整体而言, 地产链的斜率放缓但方向不变, 地产链出清已近尾声, 供给格局大幅改善, 25 年需求平稳且企业增长预期较低, 板块具备较高的胜率。关税冲击下如果刺激内需, 行业景气则有望明显抬升。首先, 消费大概率进一步得到刺激, 首选低估值的消费龙头和扩张型公司, 例如北新建材、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居、坚朗五金等, 建议关注三棵树。其次, 如果外部需求快速回落, 中西部基建很有可能成为救急的方向, 关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建等。最后, 在 25 年流动性充裕的背景下, 科技属性强的公司仍有较高关注度, 例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。(2) 特朗普任期内, 经营美国市场的回报率下降和不确定性增加, 非美国国家可能加强贸易联系, 出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下, 非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力, 推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展(与中小盘、社服共同覆盖)。另外, 可适当关注美国有产能的公司, 例如爱丽家居、中国巨石等。风险提示: 地产信用风险失控、政策定力超预期。

商贸零售行业跟踪周报: 霸王茶姬即将赴美上市, 招股书各项指标拆解
投资建议: 建议关注蜜雪集团、古茗、茶百道、茶姬、奈雪的茶等茶饮赛道相关标的。风险提示: 市场竞争加剧, 消费需求增长不足, 海外门店扩张不及预期, 品牌形象受损等。

建筑装饰行业跟踪周报: 基建投资景气有望延续, 关注一带一路合作方向

(1) 3 月建筑业 PMI 数据有所提升反映建筑业企业景气预期提升, 结合水泥、混凝土添加剂等公司数据来看, 开工景气在持续改善, 但新开工项目落地仍然偏慢。结合 3 月政府债券融资数据、基建投资数据的改善情况, 增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。美国近期加征“对等关税”, 贸易摩擦升级, 外部环境不确定性增加的情况下, 扩内需预期增强, 基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续, 随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地, 基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会, 推荐中国交建、中国电建、中国中铁, 建议关注中国核建、中国化学等。(2) 出海方向: 2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%, 新签合同金额同比增长 1.1%, 创历史新高, 对外投资平稳发展; 近期美国加征关税以及贸易摩擦升级, 后续外交博弈、贸易摩擦或加剧, 一带一路战略推进或加码, 预期未来中欧合作、

东盟地区合作有望更加密切,预计基建合作仍会是重要形式,海外工程需求景气度有望保持,海外工程业务有望受益,后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块,个股推荐中材国际、上海港湾,建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3)需求结构有亮点,新业务增量开拓下的投资机会:部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高,有相关转型布局的企业有望受益,建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等;半导体洁净室景气度有望延续,关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

商贸零售行业点评报告:消费品出海关税专题:出口美国如何计税?一般贸易、跨境小包、市场采购有何区别?

投资建议:加关税背景下关注错杀&有长期价值的出口链资产。

医药生物行业跟踪周报:医药板块,看好内需国产替代+自主可控

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-5.61%、-1.10%,相对沪深 300 的超额收益分别为-2.73%、3.59%;本周无板块上涨,生物制品(-2.71%)、中药(-3.35%)、医药商业(-3.93%)等跌幅较小,医疗服务(-11.88%)、原料药(-6.26%)、化学制药(-5.65%)股价跌幅较大;本周 A 股涨幅居前奕瑞科技(+20.54%)、一品红(+17.03%)、永安药业(+13.93%),跌幅居前润都股份(-27.81%)、多瑞医药(-27.21%)、博腾股份(-22.19%);本周 H 股涨幅居前天元医疗(+79.78%)、北海康成-B(+21.53%)、长江生命科技(+17.31%),跌幅居前中生北控生物科技(-34.52%)、永胜医疗(-22.92%)、再鼎医药(-22.92%)。器械关税影响较小,看好内需国产替代+自主可控。关税对器械公司影响有限,建议关注国产替代空间大的惠泰医疗、爱博医疗、联影医疗、华大智造等。目前国内美国业务占比较大的上市公司多在美国有产能,如海泰新光、奕瑞科技、三诺生物等;其他与美国有业务合作或核心零部件采购的公司,美国收入占比或核心零部件采购占比较小,对公司整体收入影响有限,如迈瑞医疗、联影医疗已备足货品,且国内国产替代空间较大(如 IVD、大型影像设备可替代外资如 GE、罗氏诊断、雅培等)。从器械中国市场国产替代空间大角度,建议关注惠泰医疗、微电生理、爱博医疗,港股归创通桥-B、爱康医疗、春立医疗等;稳健内需线建议关注鱼跃医疗、可孚医疗等;自主可控线建议关注聚光科技、联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、奕瑞科技等。具体配置建议:医疗器械领域,关税后国产性价比更高有助于国产替代,建议关注惠泰医疗、联影医疗、迈瑞医疗、新产业等;创新药领域,进口创新药关税大幅增加,利于国产创新药放量,建议关注百济神州、科伦博泰、康方生物等;血制品领域,进口白蛋白比国内价格低,后期价格优势消除,国产白蛋白有望量价齐升,建议关注天坛生物、上海莱士、博雅生物等;科研服务领域,关税后国内性价比更高,建议关注聚光科技、华大智造、奥浦迈等;中药领域,自给自足,不受关税影响,建议关注佐力药业、东阿阿胶等。风险提示:药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

电力设备行业跟踪周报:关税壁垒松动修复出海空间,机器人产业确定弹性大

重点推荐标的:宁德时代(动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期)、三花智控(热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、阳光电源(逆

变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健)、科达利(结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、麦格米特(多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大)、宏发股份(继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成逐步恢复)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、璞泰来(负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订

非银金融行业跟踪周报：“中国版平准基金”横空出世，维护资本市场平稳运行

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

基础化工周报：聚氨酯价格加速下滑

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17490/15570/11568 元/吨，环比分别-210/-480/-261 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3852/2995/-177 元/吨，环比分别+79/-150/-53 元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1366/4011/540/3854 元/吨，环比分别-190/-433/+0/-628 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8015 元/吨，环比-145 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1193/1957/399 元/吨，环比分别+85/-91/+504 元/吨。③本周聚丙烯均价为

7200 元/吨, 环比+0 元/吨, PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 103/1610/248 元/吨, 环比分别+373/+0/+600 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2695/1893/4515/2628 元/吨, 环比分别-11/-45/+165/-1 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 745/200/151/102 元/吨, 环比分别+20/-45/+138/+57 元/吨。【相关上市公司】化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

大炼化周报: 国际油价遭遇暴跌, 长丝市场重心宽幅下挫

nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

汽车周观点: 4 月第 1 周乘用车环比-30.3%, 继续看好汽车板块

美国加征关税对汽车影响? 影响有限: 零部件>乘用车/重卡/客车(几乎不出口美国)。美国最新对汽车零部件加征关税依旧是 3 月 26 日的【232 法案】, 此次“对等关税”对汽车零部件豁免, 美墨加贸易协定依然有效(对零部件更重要)。按照海关总署, 中国汽车零部件出口美国/墨西哥金额分别是 115/43 亿美元。基于主流零部件统计, 大部分公司目前已经初步完成了北美产能布局(墨西哥为主, 美国为辅), 影响有限可控。中国对美加关税对汽车影响? 影响微弱: 核心在于芯片的进口原产地风险评估。根据海关总署, 2024 年中国汽车行业从美国进口金额 13.5 亿美元, 进口美国品牌整车 6877 辆, 这个是利好国内自主品牌或特斯拉中国产。进口零部件核心是看芯片(英伟达/高通/TI)等原产地认证, 如果按照封测地为标准, 影响十分有限。目前时点对汽车板块投资建议? 短期看贸易战升级影响市场情绪波动, 但不影响我们看好 2025 年汽车板块底层逻辑【智能化+机器人】。短期从贸易战升级视角, 汽车板块内相对收益品种: 1) 受贸易战影响微弱且有望受益内需刺激的红利股: 宇通客车(不做美国市场)/中国重汽 A-H/潍柴动力(不做美国市场)/福耀玻璃(已美国本地化建厂); 2) 加速汽车 AI 芯片国产替代率: 地平线+黑芝麻+自研 AI 芯片车企(华为系+小鹏+理想+比亚迪等)。风险提示: 贸易战升级进一步超出预期; 全球经济复苏力度低于预期; L3-L4 智能化技术创新低于预期; 全球新能源渗透率低于预期; 地缘政治不确定性风险增大。

原油周报: 受美国加关税影响, 国际油价承压

nn【相关上市公司】推荐: 中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

有色金属行业跟踪周报：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高

铜：美国关税展缓，现货升水叠加库存持续去化，铜价先跌后涨维持宽幅震荡。截至4月11日，伦铜报收9,184美元/吨，周环比上涨4.60%；沪铜报收75,230元/吨，周环比下跌4.60%。供给端，截至4月11日，本周进口铜矿TC下跌至-26.5美元/吨，冶炼厂利润进一步受到挤压，检修数量开始增多，预计4月国产铜供应量将有所减少；需求方面，随着铜价大幅回落，下游需求稳中向好，电力投资及家电产量均延续增长。本周市场依旧受到美国关税政策主导，市场对需求前景态度悲观，海内外铜价于上半周录得大幅下跌；随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税，市场风偏有所好转，且铜价下跌使得产业下游多入市抄底，现货升水叠加库存持续去化，铜价于下半周收回部分跌幅，铜价预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。

铝：关税政策预期反复，国内社库去化持续，海内外铝价先跌后涨。截至4月11日，本周LME铝报收2,397元/吨，较上周上涨0.76%；沪铝报收19,695元/吨，较上周下跌3.55%。供应端，本周我国电解铝行业理论运行产能4380.50万吨，保持稳定；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长0.77%，铝棒企业产能利用率环比增长0.50%，电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降3.04万吨至76.86万吨，去库速率开始加快；本周受到美国对等关税的影响，海内外原铝价格先跌后涨，整体来看，当前中国原铝直接输美业务占比较低，在转口贸易尚且通畅的情况下预计对铝的影响暂且有限，短期预计铝价维持震荡走势。

黄金：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高。截至4月11日，COMEX黄金收盘价为3254.90美元/盎司，周环比上涨6.51%；SHFE黄金收盘价为757.30元/克，周环比上涨2.47%。经济层面，本周，美国3月CPI同比增长2.4%（前值为2.8%），低于预期的2.6%；美国3月PPI同比增长2.7%（前值为3.2%），低于预期的3.3%。美国3月通胀数据全面走低，市场对美联储全年预期降息次数小幅升至3.5次。然而从分项角度，能源价格同比增速回落是通胀降温的主要动力，考虑到商品价格收到关税落地的影响，美国通胀于Q3具备重新走高的风险，“滞胀”仍是当下美国经济的主流预期，黄金的上行逻辑于本次关税事件下录得强化。流动性角度，随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税，标志

机械设备行业跟踪周报：推荐扩内需将受益的工程机械&通用自动化

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

福耀玻璃系列专题报告（四）：福耀玻璃在北美市场的发展展望

投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。1）公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；2）全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。盈利预测：预计2025-2027年归母净利润为88.35亿元、103.88亿元、121.77亿元，对应PE为16.13倍、13.72倍、11.70倍（PE对应2025年4月10日收盘价）。风险提示：原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期；汽车玻璃产品升级不及预期。

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存持续下行，淡季煤价震荡运行

我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求进入淡季影响导致上涨动能有

限,短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑,同时天气回暖,非电企业需求较弱,叠加库存较高短期煤价难以明显上行。 估值与建议: 仍旧关注保险资金增量; 保费收入维持正增长,且向头部保险集中。固收类资产荒依旧,叠加红利资产已经高位,所以关注权益配置变化,预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的,且低估值标的: 广汇能源、昊华能源。 风险提示: 下游需求不及预期;保供力度强于预期,煤价大幅下跌。

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 反弹上涨, 关注内需和自主可控方向

A 股市场行情展望: (2025.4.14-2025.4.18) 观点: 反弹上涨, 关注内需和自主可控方向。 万得全 A 指数日线级别上, 截至周五, 高频宏观模型从此前持续发出负向信号的状态转变成了 0 信号(看涨)。30 分钟级别上, 技术择时模型中万得全 A 指数周三尾盘的时候发出了底部右侧信号。鉴于大盘指数反弹已经持续了几天时间, 因此后续我们认为大盘指数下周周中可能会发生几天震荡后, 再继续反弹上涨。 另外, 宏观月度模型 4 月的评分是-2.5, 代表模型预测 4 月份万得全 A 指数可能为负收益。因此我们认为虽然大盘指数短期会发生上涨, 但 4 月整体可能为负收益, 所以代表着后续大盘指数反弹力度可能相对有限, 4 月份大盘指数想要突破月初的高点有一定难度。 结构上我们建议关注内需方向(商贸零售、食品饮料等)和自主可控(半导体等)方向。这两个方向一定程度上呈现跷跷板式震荡上涨。所以请多注意交易节奏。此外国防军工和贵金属方向也同样值得关注。 此阶段外部风险较高, 随时可能发生意料之外的事件, 所以请根据事件驱动随时准备不同的应对方法。此阶段追求高胜率的投资方向(如上证 50)可能比高赔率的投资方向(如中证 2000)更加合适。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情, 内需和自主可控的板块可能是较好的选择。国防军工和有色金属也值得关注。 因此从基金配置的角度, 我们建议结构化均衡配置。 风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

推荐个股及其他点评

奥比中光-UW (688322): 回购彰显发展信心, 政策利好国产视觉模组渗透率提升

全栈自研与自由产能、产品代差以及 knowhow 建立奥比护城河: 视觉模组的研发周期通常为 6 个月至 2 年, 且应用场景适配高度依赖厂商的垂直领域 knowhow 能力, 即跨学科技术整合与行业经验沉淀形成的核心竞争力。奥比布局早, 涉及场景部署多, 场景部署效率和效果领先友商, 机器人产业当前技术闭环, 商业化落地需求下, 公司业务有望高速增长。 盈利预测与投资评级: 受益于机器人行业订单持续增长, 奥比中光 24-26 年营收将实现快速增长、利润有望 25 年扭亏为盈, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 5.6/11.5/15.1 亿元, 当前市值对应 PS 分别为 41/19/14 倍, 考虑到公司是全球 3D 视觉感知龙头, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济风险下行, 下游应用发展不及预期, 客户集中度高的关联交易风险。

金徽酒 (603919): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 结构升级延续 对公司而言, 短期收入增长的意义大于利润, 要尽快做到体量快速且良性

的增长、口碑持续放大，公司目标力争 2025 年实现营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元，我们基本维持 2025~2027 年归母净利润为 4.08、4.65、5.35 亿元，分别同比+5%、14%、15%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 24/21/19X，维持“买入”评级。

继峰股份 (603997): 格拉默 2025Q1 业绩扭亏为盈，座椅事业部持股计划彰显发展信心

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 23.50 倍、13.85 倍、10.98 倍，维持“买入”评级。 风险提示: 下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

粤海投资 (00270.HK): 拨云见日聚主业，对港供水露峥嵘

盈利预测与投资评级: 公司掌握东深供水核心资产，水价市场化上行，2025 年粤海置地剥离后，盈利更稳健，2024 年自由现金流大增保障高分红。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 42.74/43.57/44.53 亿港元，同增 36.0%/2.0%/2.2%，对应 2025 年 PE 9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。(估值日期: 2025/4/11)。 风险提示: 汇率波动风险，利率波动风险，特许经营权延续风险。

长安汽车 (000625): 2024 年报点评: 业绩符合预期，三大计划齐头并进

盈利预测与投资评级: 考虑阿维塔/深蓝盈利能力改善，同时考虑引望贡献，我们上调公司 2025~2026 年归母净利润至 97/109 亿元 (原为 84/101 亿元)，我们预测公司 2027 年归母净利润为 138 亿元，对应 PE 分别为 12/11/9 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。 风险提示: 海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

禾望电气 (603063): 2025 年一季报点评: 传动及新能源业务高增、海外显著突破、盈利能力稳健

我们维持预计公司 25-27 年归母净利润 5.9/7.1/8.2 亿元，同比+34%/+20%/+15%，对应 PE 分别为 23/19/16x。考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔，海外市场不断突破，我们给予 25 年 32xPE，对应目标价 41.6 元，维持“买入”评级。

瀚蓝环境 (600323): 2024 年报点评: 业绩稳健增长&派息大增，并购粤丰增厚在即

盈利预测与投资评级: 公司盈利结构优化，业绩稳健&自由现金流大幅增厚；拟收购粤丰环保，凭借优秀整合能力加码优质固废项目，增厚盈利与可持续现金流。考虑粤丰于 2025Q2 末并表，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.39、18.81 调增至 18.60、21.17 亿元，预计 2027 年归母净利润为 22.14 亿元，对应 PE 为 10/9/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示: 政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

中伟股份 (300919): 2024 年年报点评: Q4 前驱体盈利低于预期，镍冶炼持续贡献增量

盈利预测与投资评级: 考虑镍价底部区间震荡，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元 (25-26 年原预期 23.1/28.1 亿元)，同比+27%/+34%/+28%，对应 PE 为 16x/12x/9.5x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 22x PE，目标价 44 元，维持“买入”评级。 风险提示: 原

材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

创元科技 (000551): 2024 年报点评: 归母净利润同比高增 61%，现金流大幅改善

盈利预测与投资评级: 公司深耕洁净环保领域，总体表现稳健，期待下游行业需求修复；输变电高压绝缘子业务受益于国内外电网投资加强；精密轴承发力新赛道+海外增量显著，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 2.28/2.63 亿元上调至 2.81/3.16 亿元，预计 2027 年归母净利润为 3.51 亿元，2025-2027 归母净利润同比+12%/12%/11%，对应当前 PE 为 16/14/12 倍，维持“增持”评级。 风险提示: 下游需求不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动风险等。

绝味食品 (603517): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 甩掉包袱，重新出发

考虑公司内部改革仍需一定时间，我们下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.0/5.1/5.6 亿元(此前 2025-2026 年分别为 6.7/7.4 亿元)，同比+78%/+26%/+10%，对应 PE 为 25/19/18X。市场已经消化业绩下修的影响，公司内部调整积极推进，有底部向上的趋势，维持“买入”评级。

中国财险 (02328.HK): 2025Q1 业绩预增: 承保与投资业绩均提升，净利润接近翻倍

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为财险行业龙头的长期盈利优势，维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 352/379/419 亿元，当前市值对应 2025E PB 0.9x。维持“买入”评级。 风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

大金重工 (002487): 2024 年年报点评: 出海盈利能力显著超预期，进入订单释放+量利双升共振阶段

事件: 公司 24 年营收 37.8 亿元，同比-12.6%，归母净利润 4.7 亿元，同比+11.5%，毛利率 29.8%，同比+6.4pct，归母净利率 12.5%，同比+2.7pct; 其中 24Q4 营收 14.7 亿元，同环比+48.5%/+55.1%，归母净利润 1.9 亿元，同环比+1017.5%/+77.4%，毛利率 34%，同环比+13.1/+8.7pct，归母净利率 13%，同环比+11.3/+1.6pct。 业务拆分: ①风电塔筒管桩: 金属制品业收入 35.6 亿元，同比-15.0%，下滑的主要原因是公司不断缩减国内盈利较差、现金流回款差的塔筒业务; 毛利率 26.9%，同比+5.7pct，主要是出口海工收入占比起量，叠加出口海工盈利能力逐季改善。②新能源发电: 收入 2.2 亿元，同比+64.0%，毛利率 78.5%，同比-11.2pct，主要为阜新彰武西六家子 250MW 风电项目贡献盈利，该项目全年贡献盈利约 1.66 亿元。 出口海工盈利能力显著超预期，25 年有望量利齐升: 24 年公司出口海工发运量近 11 万吨，同比增长 10%。盈利能力方面，公司全年实现营收 17.3 亿元，对应单价约 1.58 万元/吨，全年毛利率 38.5%，其中上半年 29.8%，下半年 45.2%，下半年盈利能力显著超预期，主要系: Q4 确收 Thor 项目价格环比上涨、产品复杂度提升、以及交付模式由 FOB 转为 DAP (赚取船运及管理费)。考虑公司新增订单边际仍在涨价，以及 26 年自有运输船下水后可降本，预计公司盈利能力有望维持，25 年进入订单兑现、业绩量利双升的共振阶段。 公司启动浮式基础布局，打造第二增长曲线: 目前，全球有近 2GW 的浮式项目已锁定电力承购协议，预计 2025 年英国、法国、韩国、意大利、挪威、葡萄牙和西班牙将启动更多的浮式风电招标，该行业正处于一个转折点。25 年 4 月公司正式设立

全球浮式业务中心，并完成核心团队的招募和任命，深度布局浮式基础产能及潜在订单，浮式基础的技术难度、重量及盈利都将远高于单桩，打造远期第二增长曲线。

中国人保 (601319): 2025Q1 业绩预增: 承保与投资业绩均提升, 预计归母净利润同比增长 30-50%

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势, 在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。我们维持此前盈利预测不变, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 461/511/574 亿元, 当前市值对应 2025E PB 1.0x。维持“买入”评级。风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

柳工 (000528): 2025Q1 业绩预告点评: 归母净利润同比+25%到+35%超预期, 看好 2025 年盈利能力继续改善

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.72/28.93/37.95 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 11/8/6x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期

燕京啤酒 (000729): 2024 年业绩快报点评: 大单品势能依旧, 改革逻辑持续兑现

2024 年公司实现营收/归母净利润 146.7/10.6 亿元, 同比+3.2%/63.7%; 2024Q4 营收/归母净利润 18.2/-2.3 亿元, 同比+1.3%/减亏 0.8 亿元。据 2025Q1 业绩预告, 预计 2025Q1 公司实现归母净利润 1.6-1.72 亿元, 同比+55.96%-67.66%。

许继电气 (000400): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 计提大额减值, 业绩略低于市场预期

发布 24 年年报, 公司 24 年营收 170.9 亿元, 同比+0.2%, 归母 11.2 亿元, 同比+11.1%, 扣非 10.6 亿元, 同比+22.2%, 25Q1/24Q4 营收 23.5/75.0 亿元, 同比-16.4%/+20.4%, 归母 2.1/2.2 亿元, 同比-12.5%/+13.9%, 扣非 2.0/2.0 亿元, 同比-10.0%/+31.6%。24 年毛利率 20.8% (+2.8pct) /净利率 7.6% (+0.6pct), 25Q1/24Q4 毛利率 23.5%/19.3%, 同比+5.2/2.5pct; 净利率 10.0%/3.6%, 同比+0.7/-0.8pct。受收入结构+减值影响, 公司业绩略低于市场预期。1) 24 年智能变配电业务收入 47.11 亿元, 同增 3%, 毛利率 24.26%, 同比+1.6pct。25 年我们预计公司主网二次收入维持稳定增长, 配电业务随配网投资加速有望实现 5-10%左右增长; 2) 24 年智能电表业务收入 38.66 亿元, 同增 11%, 毛利率 24.66%, 同比-0.57pct。24 年公司智能电表份额保持领先, 25 年智能电表收入有望 5-10%的增长。1) 24 年公司新能源业务收入 24.64 亿, 同减 37%, 毛利率 8.14%, 同比+2.72pct。公司持续压降总包业务, 我们预计 SVG、储能 PCS 等设备收入保持稳健增长, EPC 剥离带动板块毛利率大幅提升。2) 24 年中压供用电设备收入 33.52 亿元, 同增 7%, 毛利率 18.77%, 同比+2.51pct。开关柜等一次设备在发电侧和工业侧均有较好突破, 降本优化提升板块毛利率, 后续我们预计有望保持提升趋势。3) 24 年充换电设备收入 12.52 亿元, 同增 4%, 毛利率 14.18%, 同比+3.61pct。公司充电桩在海外市场实现突破, 我们预计 25 年板块收入有望保持 10%以上增长。24 年直流输电业务收入 14.44 亿元, 同增 102%, 毛利率 30.92%, 同比-11.37pct。毛利率大幅下滑, 主要系 24 年确收了较多直流测量等低毛利产品所致, 收入超预期我们认为主要为陇东-山东控保+哈密-重庆部分换流阀提前在 Q4 确收, 同时导致

Q1 收入有所承压。25 年我们预计板块收入有望超 17 亿，且毛利率有望大幅提升。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 25-27 年归母 15.2/19.0/23.5 亿元，分别同比+36%/25%/24%，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期等。

宏观策略

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

观点 在世界多极化愈演愈烈的过程中，全球各国都在动态地调整从地缘到内政到经济的各方面战略布局。年初以来的新进展来看，持续三年的俄乌冲突可能落下帷幕，但美俄单独互动引发乌克兰与欧洲多国不满，乌克兰、欧洲与美国之间的联盟出现明显裂痕，相互博弈进一步激化。尽管海外环境发生剧变，但中国各方面稳定性持续增强，逐渐摆脱海外多极化脱钩的影响。经济层面上，中国已经逐步打下了“以我为主”的基础：一方面，在全球供应链体系中，中国坚持对外开放，持续为世界提供优质的中国制造、稳定的中国供给。作为全球第二大消费市场和第一大货物贸易国，制造业的稳定性和高性价比的供给让中国成为全球供应链的“稳定器”。另一方面，中国抓住了疫情期间海外供应链停摆的机遇，出口端“以价换量”的模式顶住了外需下行的压力，近几年转口贸易、海外建厂等方式逐步分散外需单极依赖，中国供应链的韧性已经在过去几年得到验证，叠加中国持续开拓和培育新贸易市场、加强国内经济大循环，中国应对海外的抗冲击能力显著提升，中国向全球各国传递了明确的“稳定”信号。产业层面上，2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。金融层面上，随着 2021 年海外长钱逐步撤出中国，内资机构重新引领资本市场交易的主导权：2022 年开始，中美之间的资产价格表现已初步“脱钩”，海外市场的波动对 A 股的传导作用也开始逐步下降；2024 年 9 月 24 日以来的中国资产表现更是由国内资金接续推动，“自内而外”地形成了科技板块的“结构牛”。今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。加征关税的初期，全球市场风险偏好急剧收缩，但 A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，外盘交易显示 A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。随着关税政策和反制措施逐步加码，中国资产科技板块也呈现出明显的收益性和稳定性：1 月 2 日至 4 月 2 日关税宣布之前，代表国内“硬科技”板块的科创综指收益居前，而无论是关税宣布后 4 月 3 日的单日跌幅和 4 月 3 日的累计涨跌幅来看，科技板块的收益均明显超过全球其他指数，在全球资产的波动加剧的情况下，中国科技板块的稳定性逐步提升。目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支

持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

(证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京)

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。 大类资产：流动性冲击与美元资产抛售潮下，美债、美元大跌，黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周，关税政策冲击持续发酵，对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售，美国遭遇股债汇“三杀”。全周（4 月 7 日至 11 日）来看，10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%，全周大涨 50bps，盘中一度突破 4.5%，2 年美债利率升 31bps 至 3.96%；美元指数跌 2.84% 收于 99.78，为 2022 年 4 月以来新低，全球主要货币均兑美元升值；美股在前半周延续下跌，后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升，标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看，本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”，即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税，以及日本银行正在抛售美债以止损。此外，有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等，也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为，在当前市场避险情绪和流动性环境下，上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。 海外经济：3 月美国通胀数据大幅不及预期，但消费者通胀预期再度飙升，关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%，前值+0.2%，同比+2.4%，前值+2.8%，核心环比+0.1%，前值+0.2%，核心同比+2.8%，前值+3.1%，主要分项均大幅不及预期；其中核心商品转跌，核心服务中居住、交运服务均是显著拖累；周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，预期 53.8，前值 57；1 年期通胀预期初值 6.7%，预期 5.2%，前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡：①关税对核心商品的推升作用尚未显现，3 月核心商品环比-0.09%（剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%），低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%，尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效，但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击；②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌，但其趋势不一定稳固；近期油价大跌拖累总体 CPI 增速，其下跌的可持续性同样存在不确定性；③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升，1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看，在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情形下，关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业（美国 PPI）、人民币汇率和中国企业部门（中国 PPI）所分担，关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示，预计高

关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。

海外财政与流动性：3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3 月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3 月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3 月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是 3 月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3 月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3 月当月赤字录得 1605 亿美元，相较于去年同期的 2363 亿美元有较为显著的收缩。2025 财年迄今联邦财政赤字累计录得 1.31 万亿美元，高于去年同期的 1.06 万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计 0.82 万亿美元，与去年同期的 0.63 万亿美元差距有所收敛。2025 财年全年预算方面，4 月 10 日，众议院通过了由参议院提出的 2025 财年并行预算决议，标志着两院就 2025 财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于 2 月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前 TCJA 减税法案（减税 3.8 万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款 2 万亿美元，累计在未来十年增加 5.8 万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅 40 亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上 1.1 万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字 6.9 万亿美元。综合来看，特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在 3 月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快，CRFB 测算 2034 年美国净利息支出/GDP 将达到 4.6%，2035 年存在平均利率 R 高于经济增速 G 的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。

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 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

观点 一季度融资需求季节性回暖、货币政策宽松进入“择机”窗口期：一季度新增贷款和社融取得“开门红”，量上“同比多增”和价上“同比下降”显示货币政策“适度宽松”正在持续支持实体经济融资回暖。（1）从总量上看，融资需求季节性回暖。3 月金融机构口径贷款新增 3.64 万亿（同比多增 5470 亿元），一季度新增贷款 9.78 万亿（同比多增 3200 亿元）；剔除非银金融贷款的实体经济人民币贷款新增 3.83 万亿（同比多增 5358 亿元），一季度实体经济新增贷款 9.7 万亿元（同比多增 5906 亿元）。3 月份为传统的贷款投放大月，基建和制造业等行业陆续开工复工，以及地方政府“化债”对存量贷款的置换效应边际下降，导致新增贷款向季节性投放规律收敛。从新增社融看，3 月份政府债券融资同比多增 1.02 万亿，与新增贷款共同推动社融增长 5.98 万亿（同比多增 1.05 万亿），一季度社融累计新增 15.18 万亿元（同比多增 2.37 万亿），截至 2025 年 3 月末，贷款和社融存量增速分别回升 0.1 和 0.2 个百分点至 7.40% 和 8.40%。考虑到去年二季度开始调整金融行业增加值核算方法，今年一季度在去年“冲量”的

情况下，新增贷款和新增社融仍然双双同比多增，显示3月份融资需求季节性恢复强度较好，并且从二季度开始，新增贷款或持续“同比多增”。（2）从融资结构上看，二季度则需要关注居民短期贷款的持续性。3月份银行体系“票据贴现冲量”的诉求下降，但是短期贷款仍是推高读数的主要因素。3月份短期贷款和票据融资新增1.73万亿（同比多增5047亿元），几乎占到3月贷款同比增量的全部，其中居民部门新增短期贷款4841亿元（同比少增67亿元）、企业部门新增短期贷款1.44万亿（同比多增4600亿元），但是企业中长期贷款新增1.58万亿（同比少增200亿元），居民中长期贷款新增5047亿元（同比多增531亿元）。3月份融资需求期限偏短，显示一方面银行体系仍有用短期贷款冲量的冲动，企业部门融资需求回暖的可持续性仍有待验证；另一方面3月份消费贷“以价换量”或是推升居民部门短期贷款的主要因素，但是4月份以来消费贷“价格战”降温，居民短期贷款增长的持续性需要观察。因此预期进入二季度，短期贷款或让位于中长期贷款，受政策托底的企业部门中长期贷款或仍然是贷款投放的主力。（3）货币：财政支出回补企业和居民。2025年3月末M2持平于7.0%，修正口径M1同比增速回升至1.60%，两者“剪刀差”大幅收窄至5.40%。从存款端拆分部门来看，3月份非金融企业和居民存款分别增加2.84万亿和3.09万亿，分别同比多增7675亿元和2600亿元，而同时财政存款减少7710亿元（同比多减49亿元），显示3月份财政支出力度加大，存款从财政部门转移至企业和居民部门，财政资金拨付改善企业在手资金情况，M1读数回升显著，边际上也缓解了1-2月份银行体系的“负债慌、资产荒”局面。货币政策宽松进入“择机”窗口期。4月初海外关税政策阴云笼罩，出口增速面临下滑风险，二季度“稳增长”的诉求或相对“防风险”前置，客观上要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年4月13日，本周ECI供给指数为50.38%，较上周回升0.04个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.70%，较上周回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.32%，较上周回升0.01%。月度ECI指数：从4月前两周的高频数据来看，ECI供给指数为50.36%，较3月回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.92%，较3月回落0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较3月回落0.05个百分点；ECI消费指数为49.70%，较3月环比持平；ECI出口指数为50.31%，较3月回落0.01个百分点。从ECI指数来看，4月初供需两端增长动能均较一季度有所减弱，结构上也仍旧延续供给强需求弱的格局，从细项来看地产、消费同比增速有所放缓，而对等关税对出口的影响则尚未显现。地方方面，今年3-4月份地产销售的“小阳春”成色略显不足，4月前12天30大中城市商品房成交面积较去年同期回落15.9%，新房销量增速也转为负增长，地产销售面临一定下行风险；出口方面，美国前期加征20%关税对我国出口的影响尚未显现，自3月初以来我国监测港口累计完成货物吞吐量不断回暖，3月下旬至4月初连续两周突破2.7亿吨，较去年同期增长8.4%，一定程度上反映出对等关税落地前企业“抢出口”明显提速。而随着4月9日以来对等关税政策的落地及加码，出口端可能面临一定下行压力，叠加地产销售存在的下行风险，对于逆周期政策的诉求或有所提升。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)

固收金工

固收周报 20250414: 周观: 降准博弈进行时 (2025 年第 14 期)

观点 债券收益率因“对等关税”迅速下行后, 还有何因素值得短期博弈? 2025 年 4 月 7 日-4 月 11 日当周, 债券收益率于周一大幅下行, 随后保持震荡, 整周 10 年期国债收益率由 4 月 3 日的 1.72% 下行 6bp 至 1.66%。随着中美贸易战局势的不断升级, 债券市场开始定价基本面复苏不及预期的长期逻辑, 同时博弈宽松政策落地的短期因素。对于降准的落地节奏和流动性释放效果, 我们在此进行简单测算: 就降准节奏而言, 2022 年以来, 央行便维持着上半年一次, 下半年一次, 大约间隔半年降准的频率, 对应银行资产负债表的扩张。上一次降准是 2024 年 9 月底, 从间隔时长来说, 接近降准窗口。此外, 降准也需要配合债券的发行, 用来给银行释放资金用以承接债券供给。二季度国债发行计划中, 已经出现了 5000 亿元注资特别国债的身影, 也提到了超长期特别国债的发行计划将另行公布, 极有可能在二季度落地, 降准承担了与财政配合的职能。就降准效果而言, 降准承担基础货币投放职能, 释放的资金可以用过 (金融机构存款余额-非银金融机构存款余额-财政存款余额)*降准幅度进行测算。截至 2025 年 2 月, 金融机构存款余额为 3093039 亿元, 其中非银金融机构存款余额为 305829 亿元, 财政存款余额为 72115 亿元。假设降准幅度为 50bp, 则大约给银行释放 13000 亿元流动性, 如果降准幅度为 25bp, 则释放约 6500 亿元流动性。目前正处于宏观和政策环境不确定性陡增的时间点, 建议投资者在不确定下博弈债券的确定性收益, 宽松货币政策方面, 降准先行, 二季度 10 年期国债收益率或下行至 1.5%。如果出现了收益率快速下行后的止盈情绪, 则是比较好的上车时机。 美国 2025 年 3 月 CPI、3 月 PPI、4 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布, 后市美债收益率如何变化? 上周 (0407—0411) 外围因素的不确定性有增无减, 而经济实体—无论企业还是个人—最怕的是波动, 甚于确定性的过热或者衰退, 而目所能及的近未来仍将是波动较大的一个时期。首当其冲的是总需求的迅速萎缩: 企业将暂缓投资, 消费者将暂缓购置动产及不动产, 即私人部门将重启缩表。同时, 鉴于特朗普又同时急于进行财政再平衡, 且联储在面对关税战所指向的中期再通胀风险下又较难轻易降息, 唯一的可能性较大路径即重启 QE, 同时维持流动性合理宽松, 这意味着美债长端或偏向箱体震荡, 同时短端收益率易跌难涨, 期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。我们在延续上周观点的基础上, 结合增量数据, 思考如下: (1) 美国 3 月 CPI、PPI 均低于市场预期。最新数据显示, 4 月 11 日公布的 CPI 数据显示, 美国 2025 年 3 月 CPI 同比涨幅从 2 月的 2.8% 下降至 2.4%, 低于预期值 2.5%; CPI 环比为 -0.1%, 低于前值 0.2%, 低于预期值 0.1%。核心 CPI 同比下降 0.3%, 低于预期值的 3% 和前值 3.1%, 为 2022 年 3 月以来最低水平; 核心 CPI 环比下降 0.1%, 低于预期值的 0.1% 和前值 0.2%。美国 3 月 PPI 同比增速从上月的 3.2% 降至 2.8%, 低于预期值 3.3%; 环比下降 0.5%, 低于预期值 0.2% 及前值 0.1%。3 月核心 PPI 同比下降 0.2%, 低于预期值 3.6% 和前值 3.5%; 核心 PPI 环比下降 0.2%, 低于预期值 0.3% 和前值 0.1%。从美国 3 月份的 CPI、PPI 数据上来看, 显示通胀进一步降温, 其中 3 月份能源价格环比下降 2.4%,

汽油价格大幅下跌 11.3%，这主要受国际原油价格回落影响；二手车价格环比下降 0.9%，机票价格环比大跌 4%，交通运输服务整体下降 0.8%；住房成本（占 CPI 权重约 1/3）环比上涨 0.3%，但增速较前值放缓，显示租金通胀逐步缓解；食品 CPI 环比上涨 0.4%，低于前值。

（2）美国 4 月密歇根大学消费者信心指数延续下行趋势，多项指标跌至阶段低位；4 月 5 日当周首次领取失业金人数及 3 月 29 日当周续请失业救济人数均优于预期，显示劳动力市场短期韧性犹存。根据最新的密歇根消费者信心指数终值显示，4 月密歇根大学消费者信心指数进一步下滑至 50.8，低于预期的 53.8，同时低于上月的 57，连续第三个月走弱；3 月消费者预期指数进一步下滑至 47.2，低于预期的 50.7，同时低于上月的 52.6，连续第四个月走弱；另外消费现状指数跌至 56.5，低于预期的 60.8，且低于上个月的 63.8。消费者信息指数的连续走弱，反映居民对通胀黏性与经济前景的担忧持续发酵。失业金数据方面，4 月 5 日当周首次申请失业救济人数升至 22.3 万人（前值 21.9 万人），与预期水平持平；3 月 29 日当周持续申请失业救济人数为 185 万人（前值 190.3 万人），优于预期的 188.4 万人。虽然劳动力市场短期降温速度慢于预期，但消费者信心与就业数据的“剪刀差”持续扩大，或预示经济内生动能减弱。（3）美联储在“滞胀”的担忧下可能被迫调整政策，市场对降息的预期持续升温。美联储在 2025 年 3 月议息会议上维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，但政策声明及官员最新讲话释放了更为谨慎的信号。鲍威尔在 3 月会议中强调“硬数据”（如就业、消费）仍稳健，但承认“软数据”（如企业调查）显示经济不确定性上升，同时鲍威尔在 3 月会议后的讲话中强调，“经济前景的不确定性有所增加”，这被市场解读为降息前兆。但随着特朗普政府推出的激进关税政策，2025 年 4 月 11 日古尔斯基表示“政策改变的门槛相当高”，仍需警惕关税对短期通胀的推升作用，4 月 10 日公布的 3 月会议纪要显示，几乎所有与会者认为通胀风险偏向上行，但就业风险向下倾斜，表明美联储在“滞胀”担忧下可能被迫调整政策。截至 4 月 11 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率升至 39.8%，且 6 月降息概率已升至 68.7%。7 月份再 5 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 49.8%。风险提示：大宗商品价格波动风险、宏观政策变动风险、特别国债供给冲击。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250412：绿色债券周度数据跟踪（20250407-20250411）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250407-20250411）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 20 只，合计发行规模约 779.75 亿元，较上周增加 768.75 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央金融企业、中小微民企、中小微民企、大型民企、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+、A 级；发行人地域为上海市、广东省、北京市、天津市、福建省、贵州省、辽宁省、山东省、香港特别行政区；发行债券种类为中期票据、企业 ABS、商业银行普通债、超短期融资债、私募公司债、一般公司债、中国农业发展银行债。 二级市场成交情况： 本周（20250407-20250411）绿色债券周成交额合计 483 亿元，较上周增加 46 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 241 亿元、182 亿元和 45 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.62%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 210 亿元、105 亿元和 14 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省、广东省，

分别为 171 亿元、43 亿元和 43 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250407-20250411）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN003（-3.2349%）、22 万科 GN001（-2.1590%）、20 常鼎绿色债 02（-0.7668%），其余折价率均在 -0.75% 以内。主体行业以公用事业、房地产、交运设备、能源为主，中债隐含评级以 AAA、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市和广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 24 川能投 GN001（0.7616%）、24 广能 G1（0.4139%），其余溢价率均在 0.40% 以内。主体行业以金融、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AAA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江苏省、上海市居多。风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250412：二级资本债周度数据跟踪（20250407-20250411）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250407-20250411）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 截至 2025 年 4 月 11 日，二级资本债存量余额达 44,591.05 亿元，较上周末（20250404）无变化。 二级市场成交情况： 本周（20250407-20250411）二级资本债周成交量合计约 2592 亿元，较上周增加 976 亿元，成交量前三个券分别为 25 建行二级资本债 01BC（507.40 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（487.16 亿元）和 22 建设银行二级 01（68.53 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 2126 亿元、196 亿元和 80 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 4 月 11 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.02BP、-0.03BP、-0.03BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.07BP、-0.05BP、-0.05BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.02BP、-0.02BP、-0.02BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250407-20250411）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-2.3814%）、24 创兴银行二级资本债 01BC（-0.5373%）、20 嘉兴银行二级（-0.5282%），其余折价率均在 -0.50% 以内。中债隐含评级以 AA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 邮储银行二级资本债 01（0.5655%）、24 中行二级资本债 02B（0.4536%）、24 交行二级资本债 01B（0.4195%），其余溢价率均在 0.40% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、浙江省居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250412：建议把握大盘低价转债配置窗口

上周（0407—0411）外围因素的不确定性有增无减，而经济实体——无论企业还是个人——最怕的是波动，甚于确定性的过热或者衰退，而目所能及的近未来仍将是波动较大的一个时期。首当其冲的是总需求的迅速萎缩：企业将暂缓投资，消费者将暂缓购置动产及不动产，即私人部门将重启缩表。同时，鉴于特朗普又同时急于进行财政再平衡，即同时缩表，且联储在面对关税战所指向的中期再通胀风险下又较难轻易降息，唯一的可能性较大路径即重启 QE，同时维持流动性合理宽松，这意味着美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。 国内同样面临一定总量压

力，但政策对冲更加及时、一致且有效，意味着短期的波动较难同长期增长动能切换所带来的阵痛形成共振，下行风险或较有限。转债同样经历大幅回撤，加权、等权指数周 k 同时收于一个“十字星”，但我们也观察到风格结构上呈现出的隐忧，即大盘低价跌幅大于小盘高价，我们判断转债持仓或遭遇一定赎回压力。策略上我们仍认为在评价、估值双压之后，主要的权重标的呈现出较好的配置时点，建议择机分批低吸抢筹。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：南银转债、杭银转债、齐鲁转债、大禹转债、川恒转债、新化转债、广大转债、飞凯转债、皖天转债、上银转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

房地产行业跟踪周报：新房销售面积同环比下降，政策放松预期走强
投资要点 上周（2025.4.7-2025.4.11）：上周房地产板块（中信）涨跌幅-1.7%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.9%、-4.3%，超额收益分别为 1.2%、2.6%。29 个中信行业板块中房地产位列第 7。

（1）新房市场：上周 36 城新房成交面积 155.8 万方，环比-35.6%，同比-23.8%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 11 日累计成交 243.1 万方，同比-12.9%。今年截至 4 月 11 日累计成交 2774.7 万方，同比+1.0%。

（2）二手房市场：上周 15 城二手房成交面积 183.5 万方，环比+13.3%，同比+2.8%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 11 日累计成交 283.7 万方，同比+21.3%。今年截至 4 月 11 日累计成交 2230.7 万方，同比+28.7%。

（3）库存及去化：13 城新房累计库存 7706.1 万方，环比-1.0%，同比-11.8%；13 城新房去化周期为 15.8 个月，环比变动+0.2 个月，同比变动-5.7 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.1 个月、8.9 个月、12.4 个月、46.6 个月，环比分别变动+0.1 个月、+0.2 个月、+0.3 个月、+0.1 个月。（4）土地市场：2025 年 4 月 7 日-2025 年 4 月 13 日百城土地成交建筑面积 1135.8 万方，环比-56.8%，同比-28.5%；成交楼面价 984 元/平，环比-21.8%、同比+11.8%；土地溢价率 4.2%，环比-8.3%，同比-11.4%。截至 4 月 13 日，2025 年累计成交土地建筑面积为 29753.3 万方，同比-7.3%。

周观点：4 月第 2 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比上升、同比上升。为贯彻落实党的二十大、二十届三中全会关于实施城市更新行动的决策部署，落实中央经济工作会议和政府工作报告有关要求，中央财政继续支持部分城市实施城市更新行动，探索建立可持续的城市更新机制，推动补齐城市基础设施的短板弱项，加强消费型基础设施建设，注重向提振消费方面发力，促进城市基础设施建设由“有没有”向“好不好”转变，解决人民群众的急难愁盼问题，实现城市高质量发展。投资建议：1）房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2）物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

（证券分析师：房诚琦）

公用事业行业跟踪周报：加快推进虚拟电厂发展，南网区域推动新能源全面参与现货市场

投资要点 本周核心观点：1) 加快推进虚拟电厂发展。国家发展改革委、国家能源局下发关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见。到 2027 年，虚拟电厂建设运行管理机制成熟规范，参与电力市场的机制健全完善，全国虚拟电厂调节能力达到 2000 万千瓦以上。到 2030 年，虚拟电厂应用场景进一步拓展，各类商业模式创新发展，全国虚拟电厂调节能力达到 5000 万千瓦以上。2) 南网区域推动新能源全面参与现货市场。中国南方电网发布《新能源参与电力现货市场工作方案(2025 年版)》(征求意见稿) 意见的函。南方区域自 2025 年 6 月起执行现货长周期结算试运行的相关计划，推动集中式、分布式新能源上网电量全面参与现货市场。集中式新能源市场主体参与现货市场形式主要包括两种，可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格。分布式新能源市场主体通过由聚合商聚合或者作为价格接受者参与市场。 行业核心数据跟踪：电价：2025 年 4 月电网代购电价同比下降 5% 环比 -0.5%。煤价：截至 2025/4/11，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 665 元/吨，周环比持平。水情：截至 2025/4/11，三峡水库站水位 159 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 165 米、166 米、157、159 米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量 6900 立方米/秒，同比-31%，出库流量 10900 立方米/秒，同比+41%。用电量：2025M1-2 全社会用电量 1.56 万亿千瓦时（同比+1.3%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.2%、+0.9%、+3.6%、+0.1%。发电量：2025M1-2 年累计发电量 1.49 万亿千瓦时（同比-1.3%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-5.8%、+4.5%、+7.7%、+10.4%、+27.4%。装机容量：2025M1-2 新增装机容量，火电新增 388 万千瓦（同比-23.6%），水电新增 191 万千瓦（同比+85.4%），核电新增 0 万千瓦（同比持平），风电新增 928 万千瓦（同比-6.2%），光伏新增 3947 万千瓦（同比+7.5%）。 投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 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】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。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)

燃气 II 行业跟踪周报：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束

投资要点 价格跟踪：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束。截至 2025/04/11，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-14.9%/-6.4%/-2.4%/-1.1%/-9.9%至 0.9/2.8/3.2/3.1/2.8 元/方；国内外价格倒挂消除。 供需分析：1) 市场担心关税将引发持久的贸易战和通货膨胀引发的经

济萎靡，美国天然气市场价格周环比-14.9%。截至 2025/04/09，天然气的平均总供应量周环比+2.1%至 1124 亿立方英尺/日，同比+6.3%；总需求周环比+7%至 1088 亿立方英尺/日，同比+4.5%；气温略降，发电部门消费量周环比+8.0%，住宅和商业部门的消费量+18.9%，工业部门的消费量+2.3%。截至 2025/04/04，储气量周环比+570 至 18300 亿立方英尺，同比-19.8%。2) 淡季来临，欧洲进入储库期，气价周环比-6.4%。2024M1-12，欧洲天然气消费量为 4387 亿方，同比+0.9%，俄乌冲突后欧洲通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2025/4/3~2025/4/9，欧洲天然气供给周环比-0.3%至 64703GWh；其中，来自库存消耗-5699GWh，周环比-755.3%；来自 LNG 接收站 30216GWh，周环比-1.8%；来自挪威北海管道气 19100GWh，周环比-1.1%。2025/04/05~2025/04/11，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+11.7%、同比+16.9%至 754.1 吉瓦时。截至 2025/04/10，欧洲天然气库存 396TWh (382 亿方)，同比-291.6TWh；库容率 35.01%，同比-26pct。3) 市场需求平淡，国内气价周环比-1.1%。2025M1-2，我国天然气表观消费量同比-1.6%至 704 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-2，产量+3.9%至 433 亿方，进口量-8.1%至 284 亿方。2025 年 2 月，国内液态天然气进口均价 3937 元/吨，环比-8.5%，同比-5.6%；国内气态天然气进口均价 2654 元/吨，环比-2.3%，同比-2.2%；天然气整体进口均价 3264 元/吨，环比-9.6%，同比-7.5%。截至 2025/04/11，国内进口接收站库存 309.78 万吨，同比-5.51%，周环比+77%；国内 LNG 厂内库存 50.38 万吨，同比+47.18%，周环比-1.45%。顺价进展：2022~2025M3，全国 61%(178 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度 0.20 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。重要事件：对美 LNG 关税增加至 140%，供给占比较小影响有限。自 2025/2/10 起，我国对原产于美国的 LNG 加征 15%关税；自 2025/4/10 12 时 01 分起，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税；随后宣布增加到 140%。叠加 140%关税后进口美 LNG 无价格优势。2024 年中国自美国进口 LNG 约 416 万吨，占 LNG 进口总量 5.4%，占全国表观消费量 1.4%；占比较小，影响有限。投资建议：近期龙头燃气公司相继发布 2024 年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.6%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.7%) 【中国燃气】(25 股息率 7.4%) 【蓝天燃气】(股息率 ttm8.4%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 54.8%) 【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.4%) 【新奥股份】(25 股息率 5.9%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/4/11) 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

建筑材料行业跟踪周报：继续看好内需消费地产链

投资要点 本周(2025.4.7-2025.4.11,下同):本周建筑材料板块(SW)

涨跌幅-2.42%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.87%、-4.31%，超额收益分别为 0.46%、1.89%。大宗建材基本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 396.3 元/吨，较上周-0.8 元/吨，较 2024 年同期+39.2 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、两广地区、东北地区、西南地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区（+4.2 元/吨）、华北地区（+13.0 元/吨）；较上周价格下跌的地区：长江流域地区（-2.9 元/吨）、华东地区（-4.3 元/吨）、中南地区（-10.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 60.2%，较上周+3.3pct，较 2024 年同期-9.8pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 48.3%，较上周+0.9pct，较 2024 年同期-2.5pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1319.5 元/吨，较上周+7.1 元/吨，较 2024 年同期-409.6 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5622 万重箱，较上周-83 万重箱，较 2024 年同期+2 万重箱。（3）玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格延续稳定走势，成交存差异，个别厂部分合股纱价格略松动。截至 4 月 10 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交维持 3600-3800 元/吨不等，全国企业报价均价 3833.00 元/吨，主流含税送到，较上周均价持平，同比上涨 20.46%，较上周同比涨幅收窄 2.55 个百分点；本周电子纱市场价格基本稳定，整体交投尚可。近期市场下游订单增量存区域间差异，华中市场产品结构较多下，整体成交尚可，但其余地区走货稍显一般。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等，较上一周均价持平；7628 电子布报价亦趋稳，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。周观点：（1）本周股债汇以及商品市场均受关税博弈的影响而发生了剧烈波动，但随着中国不再升高关税数字，美国落地一系列豁免政策，双边沟通频发，关税博弈最激烈的时点可能已经过去。整体而言，地产链的斜率放缓但方向不变，地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25 年需求平稳且企业增长预期较低，板块具备较高的胜率。关税冲击下如果刺激内需，行业景气则有望明显抬升。首先，消费大概率进一步得到刺激，首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如北新建材、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居、坚朗五金等，建议关注三棵树。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建等。最后，在 25 年流动性充裕的背景下，科技属性强的公司仍有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。（2）特朗普任期内，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，可适当关注美国有产能的公司，例如爱丽家居、中国巨石等。大宗建材方面：1、水泥：（1）本周全国水泥市场价格环比回落 0.2%。价格上涨区域主要是北京、天津地区，幅度 25-40 元/吨；价格回落区域有山东、河南、湖北和湖南地区，幅度 10-20 元/吨。清明节后，天气情况尚可，全国重点地区水泥企业出货率为 48.3%，环比略有小幅提升。价格方面，华中地区因需求支撑不足，导致企业销售承压，前期涨价未能维护稳定，价格出现回调，预计后期价格将维持震荡调整走势。（2）进入 3 月以来，水泥行业价格反弹超预期，Q1 全国均价整体明显高于去年同期，水泥板块一季报有望表现靓丽。在去年历史底部盈利下，今年行业大多数企业维护利润的意愿显著增强，尽管需求同比下降，我们认为行

业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短，且持续性更好，今年盈利中枢有望高于去年。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资，财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。

2、玻纤：（1）中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域，二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧国内风电、热塑等领域继续增长，行业供需平衡修复有持续性，行业景气有望呈现震荡上行态势。细纱电子布成本曲线陡峭，景气底部持续时间长，随着新增供给投放持续受低盈利约束，供需平衡也得到明显修复，近期提价落地反映供需平衡背景下行业改善盈利的较强意愿。（2）今年以来风电、热塑等中高端产品需求景气度高，龙头企业供给结构性趋紧，行业整体库存压力有望逐步消化，龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。美国“对等关税”落地，部分在美国等海外地区设厂的龙头企业有望享有相对成本优势。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。AI 等应用带动低介电电子布产品持续放量，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

3、玻璃：随着春节后价格回落，以及石油焦价格上升对部分生产线成本的抬升，供给出清有望加快，叠加季节性需求改善，行业阶段型供需矛盾缓解，价格支撑较强。我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放，1-2 月全国规模以上建材家居卖场销售额同比增长 8.7%。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。

投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相

对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。 风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源)

商贸零售行业跟踪周报：霸王茶姬即将赴美上市，招股书各项指标拆解

投资要点 聚焦茶拿铁产品的高端现制茶饮龙头：茶姬（CHA.O）成立于2017年，是以茶拿铁为核心产品、定位具有东方文化特色的高端现制茶饮品牌。截至2024年底，“霸王茶姬”品牌以加盟模式为主，共发展6440家门店，其中中国/海外分别有门店6284/156家，是中国高端现制茶饮第一大品牌。2024年公司GMV达295亿人民币，2022-2024年在中国1000家以上门店现制茶饮品牌增速第一。霸王茶姬执行大单品策略，2024年中国境内GMV中茶拿铁产品占比91%，前三大茶拿铁占比61%。以加盟店收入为主，原材料和包装销售收入占比8成：2024年公司收入124.1亿元，加盟店/直营店收入分别为116.3/7.7亿元，占比为94%/6%，加盟/直营门店数占比为97%/3%。拆分加盟店业务，原材料和包装销售/设备销售/加盟相关服务2024年收入分别为98.9/9.0/8.4亿元，占公司收入的80%/7%/7%。2022-2024年公司毛利率为17.9%/25.7%/31.1%，归母净利润分别为-1.45/7.25/23.84亿元。茶饮市场现制化趋势强化，霸王茶姬高端现制茶饮市场Top1：1）中国现制茶饮市场增速领先茶饮整体。根据艾瑞咨询，2024年中国茶饮终端零售额为8189亿元；其中即饮茶/限制茶饮/茶叶茶包市场规模分别为2006/2727/3456亿元，2019-2024年CAGR分别为+11%/22%/6%，预计2024-2028年市场规模CAGR分别为7%/12%/5%，现制化趋势强化。2）霸王茶姬已快速成长为高端品牌top1：中国现制茶饮市场竞争激烈，划分为低价（杯单价17元以下）和高价（杯单价17元及以上）两个价格带。截至2024年底，霸王茶姬在中国共6284家门店，以门店数计市场份额为20.3%，已快速成为高端现制茶饮top1。主流品牌陆续上市，为茶饮赛道吸引增量资金：霸王茶姬预计于2025年4月17日在纳斯达克挂牌上市，以每股26~28美元价格发行1468万份ADS，发行市值344~370亿人民币，对应2024年PE为14.4~15.5。此前茶饮赛道主要上市公司为奈雪的茶，2024年以来茶百道、古茗、蜜雪集团相继上市，霸王茶姬即将赴美上市，沪上阿姨更新招股书推进上市事宜。随着茶饮赛道的主流品牌陆续上市，赛道规模壮大，吸引增量资金配置。茶饮品牌商业模式、价格定位各异，在消费弱复苏下建议优选份额稳定扩张标的。投资建议：建议关注蜜雪集团、古茗、茶百道、茶姬、奈雪的茶等茶饮赛道相关标的。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌形象受损等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄
证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧)

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资景气有望延续，关注一带一路合作方向

投资要点 本周(2025.4.7-2025.4.11,下同)：本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅-3.43%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-2.87%、-4.31%，超额收益分别为-0.56%、0.88%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1)一季度全国铁路完成固定资产投资1312亿元，同比增长5.2%；Q1全国铁路投资在去年较高基数上同比增长5.2%，增速较1-2月加快0.1pct，国铁集团表态将充分用好国家“两重”项目

支持政策，加快推进铁路重点工程项目建设，力争多完成实物工作量和投资，有望对相关工程 and 材料需求形成持续拉动作用。（2）两部门开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动：2025 年中央财政继续通过定额补助支持部分城市实施城市更新行动，范围为大城市及以上城市，共评选不超过 20 个城市（较 2024 年增加 5 个），主要向超大特大城市以及黄河、珠江等重点流域沿线大城市倾斜，东部地区/中部地区/西部地区每个城市补助总额不超过 8/10/12 亿元，直辖市不超过 12 亿元，重点支持城市更新重点样板项目（地下管网更新改造和经济集约型综合管廊建设、城市生活污水处理“厂网一体”、城市生活污水管网全覆盖样板区建设，市政基础设施提升，片区更新改造等）以及城市更新机制建设。中央财政补助规模的扩大有望撬动城市更新投资增长，利好相关工程和管道等材料需求。周观点：（1）3 月建筑业 PMI 数据有所提升反映建筑业企业景气预期提升，结合水泥、混凝土添加剂等公司数据来看，开工景气在持续改善，但新开工项目落地仍然偏慢。结合 3 月政府债券融资数据、基建投资数据的改善情况，增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。美国近期加征“对等关税”，贸易摩擦升级，外部环境不确定性增加的情况下，扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，预计基建合作仍会是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源）

商贸零售行业点评报告：消费品出海关税专题：出口美国如何计税？一般贸易、跨境小包、市场采购有何区别？

投资要点 出口美国的商品如何收税？是以售价作为税基吗？——不是。美国海关一般以 FOB 价值作为计税基础。更准确的说，根据美国海关和边境保护局，美国关税的计税基础是交易价值。交易价值口径主要包括货款加附加费，比如打包费、交易佣金、服务费、特权使用费等。交易价值不包含“因国际运输从出口国到进口地发生的运输、保险及相关服务费用”，因此与 FOB 口径高度类似。对于目前跨境贸易中最主流的 FOB 交付模式，美国关税的计税的基础就是 FOB 价值。FOB 价值到终端售价之间的渠道加价，会稀释加关税的影响。FOB 价值会比在美国的零售价要低上许多。通常而言，零售价格可以是 FOB

价格的 3-4 倍，部分产品甚至可达 10 倍，具体视不同品类、不同渠道而定。渠道的加价会稀释美国加关税的影响。加价倍率越高的产品稀释效应越明显。例如，在渠道流通加价额不变的情况下，加价倍率为 5 倍的产品仅需要涨价 29% 就可以抵消 145% 关税的影响。不同出海方式梳理：受关税影响会有不同吗？消费品出口的几种主要出口模式包括：①一般贸易模式（0110），②跨境电商模式（跨境 B2B 模式 9710、跨境海外仓模式 9810），③跨境小包模式（9610），④市场采购模式（1039），⑤保税电商出口（1210）等。哪些报关模式受关税影响比较小？取决于两点：①流通环节加价率高的模式受影响较小。②集货拼箱较多、集装箱里产品比较杂乱的方式受影响较小，因为美国海关也难以核查准确的计税价格，实操中常让货主自证保管价格的合理性。对于不同的贸易产品类型，对于关税的响应是不同的。①对于原材料产品，主要通过一般贸易出口，货值也更容易判断，关税加征比较容易落地。②半成品如电池等，有的能够品牌化，有的是非品牌化的，所以货值判断要看具体领域，关税加征情况需要分类讨论。③终端消费品（品牌）：一般贸易形式货值更好确定，落地可能较大；直邮小包入境的产品还不明朗。④终端消费品（非品牌）：货值不好判断，关税加征落地可能性较低。投资建议：加关税背景下关注错杀 & 有长期价值的出口链资产。推荐小商品城：义乌非美出口占比 86%，义乌市场主要采用的 1039 出口模式和出要出口的日用品产品受关税影响较小，公司涨租、新市场投放、新业务催化不断释放。推荐名创优品：目前海外业务主要在拉美和东南亚；公司具备转移供应链的能力；公司在美国的产品加价率较高，对加关税也有一定的抵御能力。风险提示：美国消费需求衰退，特朗普进一步对华加征关税，其他地缘风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

医药生物行业跟踪周报：医药板块，看好内需国产替代+自主可控

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 -5.61%、-1.10%，相对沪深 300 的超额收益分别为 -2.73%、3.59%；本周无板块上涨，生物制品（-2.71%）、中药（-3.35%）、医药商业（-3.93%）等跌幅较小，医疗服务（-11.88%）、原料药（-6.26%）、化学制药（-5.65%）股价跌幅较大；本周 A 股涨幅居前奕瑞科技（+20.54%）、一品红（+17.03%）、永安药业（+13.93%），跌幅居前润都股份（-27.81%）、多瑞医药（-27.21%）、博腾股份（-22.19%）；本周 H 股涨幅居前天元医疗（+79.78%）、北海康成-B（+21.53%）、长江生命科技（+17.31%），跌幅居前中生北控生物科技（-34.52%）、永胜医疗（-22.92%）、再鼎医药（-22.92%）。复星雅立峰自研国内首款无血清病毒培养工艺狂犬病疫苗上市；恒瑞 JAK1 抑制剂新适应症国内获批上市；济民可信舒力杰（吸入用丙酸倍氯米松混悬液）获批上市。4 月 7 日，上海复星医药（集团）股份有限公司旗下疫苗生物产业化平台复星雅立峰（大连）生物制药有限公司在辽宁省大连市成功举办复星雅立峰 2025 年度服务商年会和狂犬病防控策略专家研讨会暨复星雅立峰冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）产品上市会。4 月 8 日，CDE 官网最新公示，礼来的口服选择性雌激素受体降解剂（SERD）imlunestrant 片上市申请获受理。4 月 8 日，恒瑞 1 类新药 JAK1 抑制剂艾玛昔替尼新适应症获批上市，治疗中-重度特应性皮炎（CXHS2300097）。4 月 9 日，济民可信集团宣布，公司自主研发的哮喘治疗用药舒力杰®（吸入用丙酸倍氯米松混悬液，2ml:0.8mg）已获国家药品监督管理局批准上市，成为国内首家获批并视同通过一致性评价的仿制药。4 月 10 日，NMPA 官网显示，信立泰的 1 类新药波派达可基注射液获批上市，用于治

疗血友病 B（先天性凝血因子 IX 缺乏症）成年患者。器械关税影响较小，看好内需国产替代+自主可控。关税对器械公司影响有限，建议关注国产替代空间大的惠泰医疗、爱博医疗、联影医疗、华大智造等。目前国内美国业务占比较大的上市公司多在美国有产能，如海泰新光、奕瑞科技、三诺生物等；其他与美国有业务合作或核心零部件采购的公司，美国收入占比或核心零部件采购占比较小，对公司整体收入影响有限，如迈瑞医疗、联影医疗已备足货品，且国内国产替代空间较大（如 IVD、大型影像设备可替代外资如 GE、罗氏诊断、雅培等）。从器械中国市场国产替代空间大角度，建议关注惠泰医疗、微电生理、爱博医疗、港股归创通桥-B、爱康医疗、春立医疗等；稳健内需线建议关注鱼跃医疗、可孚医疗等；自主可控线建议关注聚光科技、联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、奕瑞科技等。具体配置建议：医疗器械领域，关税后国产性价比更高有助于国产替代，建议关注惠泰医疗、联影医疗、迈瑞医疗、新产业等；创新药领域，进口创新药关税大幅增加，利于国产创新药放量，建议关注百济神州、科伦博泰、康方生物等；血制品领域，进口白蛋白比国内价格低，后期价格优势消除，国产白蛋白有望量价齐升，建议关注天坛生物、上海莱士、博雅生物等；科研服务领域，关税后国内性价比更高，建议关注聚光科技、华大智造、奥浦迈等；中药领域，自给自足，不受关税影响，建议关注佐力药业、东阿阿胶等。风险提示：药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

电力设备行业跟踪周报：关税壁垒松动修复出海空间，机器人产业确定弹性大

投资要点 电气设备 6388 下跌 8.09%，表现弱于大盘。电池跌 8.53%，新能源汽车跌 7.95%，核电跌 8.02%，发电设备跌 8.09%，电气设备跌 8.09%，风电跌 8.89%，光伏跌 9.28%。涨幅前五为恒润股份、威尔泰、中超控股、海陆重工、旭光电子；跌幅前五为亿利达、ST 聆达、太阳电缆、佳云科技、卧龙电驱。行业层面：人形机器人：星动纪元灵巧手性能再升级；深圳鹿鸣机器人创企半年两轮融资近亿，预计年内批量出货；傅利叶发布首款开源人形机器人 Fourier N1。储能：《储能产业研究白皮书 2025》：预计到 2030 年中国新型储能市场累计装机将超 200GW；国家能源局：发布关于开展 2025 年电力领域综合监管工作的通知。国家发改革委、国家能源局：下发关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见。深圳发改委：发布 2025 年第一批战略性新兴产业专项资金项目申报指南的通知。电动车：中汽协：3 月电动车销 124 万辆，同环比+40%/39%，出口 14.3 万辆，同环比+19%/+21%；3 月宁德时代国内电池装机 24GWh，份额 43.4%，环比降 2%；地平线与大众汽车集团开启高阶智驾进一步合作；英国放宽电动汽车转型规定，应对美关税冲击；长城汽车：已与宇树科技签署战略合作协议；零跑 B10 正式上市 售价 9.98 万-12.98 万元；上汽首款全固态电池“光启电池”2027 年落地；大众中国 CEO：2030 年在华市占率目标超 15%，80%为新能源产品；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 23.40 万/吨，-4.1%；百川金属钴 23.80 万/吨，-5.2%；镍：上海金属网 12.19 万/吨，-5.3%；碳酸锂：SMM 工业级 6.97 万/吨，-3.2%；SMM 电池级 7.16 万/吨，-3.1%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.88 万/吨，-1.3%；SMM 三元动力 2.28 万/吨，-1.1%；前驱体：SMM 四氧化三钴 21.05 万/吨，-0.4%；三元 523 型 8.00 万/吨，0.0%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.31 万/吨，-1.5%；三元 811 型 14.95 万/吨，0.0%；三元 622 型 13.30 万/吨，0.0%；负极：百川石油焦 0.29 万/吨，+1.7%；DMC 碳酸二甲酯：电池级 DMC 0.59

万/吨, 0.0%; EC 碳酸乙烯酯 0.47 万/吨, 0.0%; 六氟磷酸锂: SMM5.85 万/吨, -0.8%; 百川 5.55 万/吨, -0.9%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.331 元/wh, -0.9%; 圆柱 18650-2500mAh 4.08 元/支, +0.5%。新能源: 隆基发布 BC 二代新品; 鉴于新能源电价政策调整, 中电建光伏组件 51GW 集采终止; 协鑫科技 2025 年一季度光伏材料业务息税折旧摊销前利润 5.05 亿元 颗粒硅现金成本已低至 27.07 元/公斤; 衢州国资将控股一道新能源; 晶科科技斥资 1186 万美元收购中东某光伏电站 20% 权益; 建设重要清洁能源走廊! 国务院批复黄河流域国土空间规划; 本周硅料 41.00 元/kg, 环比-4.65%; N 型 210 硅片 1.60 元/片, 环比持平; N 型 210R 硅片 1.55 元/片, 环比持平; 双面 Topcon182 电池片 0.32 元/W, 环比持平; PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.70/0.78 元/W, 环比持平/-2.50%; 玻璃 3.2mm/2.0mm 22.25/14.25 元/平, 环比持平/持平。风电: 本周招标 1.1GW: 陆上 1.1 GW/海上暂无; 本周开/中标暂无; 本月招标 3.12GW: 陆上 3.12GW/海上暂无; 本月开标均价: 陆风暂无, 陆风(含塔筒)暂无。 公司层面: 比亚迪: 预计 25Q1 净利润 85-100 亿, 同比+86.04%至 118.88%。中伟股份: 24 年营收 402.23 亿, 同比+17.36%, 归母净利 14.67 亿, 同比-24.64%。通威股份: 24 年组件全年出货达到 45.71GW, 同比增加 46.91%。福斯特: 1) 24 年营收 191.47 亿, 归母净利 13.08 亿。2) 公司以 26.06 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 2.60 元, 共计派发现金红利 6.78 亿元, 占净利润 51.82%。许继电气: 24 年营收 170.9 亿, 同比+0.2%, 归母净利 11.2 亿, 同比+11.1%; 25Q1/24Q4 营收 23.5/75.0 亿, 同比-16.4%/+20.4%, 归母净利 2.1/2.2 亿元, 同比-12.5%/+13.9%。平高电气: 24 年营收 124.0 亿, 同比+12.0%, 归母净利 10.2 亿, 同比+25.4%; 25Q1/24Q4 营收 25.1/45.2 亿, 同比+22.8%/+24.4%, 归母净利 3.6/1.7 亿, 同比+55.9%/-36.9%。容百科技: 24 年营收 151 亿, 同比-33%, 归母净利 3 亿, 同比-49%; 其中 24Q4 营收 38 亿, 同环比-8 %/-15 %, 归母净利 1.8 亿, 同环比+613%/+69 %。嘉元科技: 预计 25Q1 归母净利 2200-3000 万, 营收 17-23 亿, 同比增加 82.80%-147.32%, 实现扭亏为盈。大金重工: 24 年营收 37.8 亿, 同比-12.6%, 归母净利 4.7 亿, 同比+11.5%; 其中 24Q4 营收 14.7 亿, 同环比+48.5 %/+55.1 %, 归母净利 1.9 亿元, 同环比+1017.5%/+77.4 %。禾望电气: 25Q1 营收 7.74 亿, 同比+41.02%; 归母净利 1.05 亿, 同比+90.35%。新宙邦: 拟向不超过 579 名激励对象授予 1357 万股限制性股票, 授予价格为 19.83 元/股。国电南瑞: 拟将全资子公司南瑞集团持有的国电南瑞 41.36 亿股股份(占上市公司总股本的 51.49%)无偿划转至国网电科院。思源电气: 公司董事长提议回购 3 亿至 5 亿元公司股份用于注销, 以提升公司价值。 投资策略: 机器人: Tesla 明确 Optimus 今年过万台的产能、英伟达开源人形机器人基础模型, 初创公司密集发布产品更新, 科技公司全面入局, 25 年国内外量产元年共振, 催化剂众多, 行情从 T 链放大至 1+N, 当前位置核心公司仅为 100 万台机器人销量情况下机器人业务 15-20x 的估值, 我们继续全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠、减速器、传感器、运控等环节, 也全面看好国内人形配套企业。储能: 美国大储需求持续旺盛, 欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发, 国内 6 月后新能源入市将极大提高储能质量; 欧洲户储去库完成, 出货明显恢复, 工商储需求也开始起量, 亚非拉等新兴市场光储平价需求继续上量; 我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40-50%, 看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车: 3 月电动车销 124 万辆, 同环比+40%/39%, 好于预期, 智驾下沉+新车型快速迭代, 全年预计 25%-30 增长。欧洲 3 月 9 国合

计销量 28.5 万辆，同环比 25%/64%，增速好于预期，德国、英国销量亮眼，且中国车企出口销量恢复；短期看，4 月排产环比增长 5-10%，符合预期，关税冲击影响有限，Q2 有望恢复至 24Q4 水平。美国加征关税落地，供应链正与美国客户谈判，预计关税将双方共同承担。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。工控：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。光伏：行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，25 年全球装机预计 10-15% 增长，国内 531 抢装供应端开始走弱，欧洲分布式需求超预期，新兴市场需求向好，依次看好逆变器、受益供给侧改革的硅料、玻璃、一体化组件龙头、格局好的辅材和电池新技术。风电：25 年国内海风 10GW+，同比翻倍以上，陆风 100GW+，同增 25%，风机价格去年底企稳回升，铸件价格谈涨 5-15% 落地，叶片等仍在谈判中，继续看好风电，推荐海缆、海桩、铸件、海塔、叶片和整机龙头等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建开始，继续推荐 AI 电气、特高压、出海、柔直等方向龙头公司。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、固德威（组串逆变器持续增长，储能电池和集成逐步恢复）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、璞泰来（负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、帝科股份（银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即）、金盘科技（干变全球龙头、海外订单超预期）、晶澳科技（一体化组件龙头、盈利率先恢复）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、日月股份（大铸件紧缺提价可期，盈利弹性大）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、科士达（受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头）、盛弘股份（受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展）、思源电气

(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、艾罗能源(深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、恩捷股份(湿法隔膜龙头)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、北特科技、祥鑫科技、斯菱股份、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、金风科技。建议关注：良信股份、峰岷科技、震裕科技、厦钨新能、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、甬升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。

风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

研究助理：许钧赫)

非银金融行业跟踪周报：“中国版平准基金”横空出世，维护资本市场平稳运行

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日(2025 年 04 月 07 日-2025 年 04 月 11 日)非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 4.77%，多元金融行业下跌 4.84%，证券行业下跌 5.35%，非银金融整体下跌 5.19%，沪深 300 指数下跌 2.87%。 证券：2025 年 04 月至今交易量同比大幅提升；券商及“国家队”积极表态维护资本市场平稳运行。1)4 月交易量同比大幅提升。截至 2025 年 04 月 11 日，2025 年 04 月日均股基交易额 16495 亿元，较上年 4 月上涨 64.20%，较上月下降 4.34%。截至 04 月 10 日，两融余额 18134 亿元，同比提升 17.44%，较年初下降 2.75%。截至 2025 年 04 月 11 日，4 月 IPO 发行 2 家，募集资金 8.71 亿元。2)上交所召开证券经营机构座谈会，与会机构坚定看好中国资本市场发展前景。4 月 8 日，上交所召开专题座谈会，与 10 家证券经营机构代表深入交流。与会机构表示，坚定看好中国资本市场发展前景，面对当前不确定性因素有所增加的市场环境，将齐心协力促进资本市场健康稳定发展。3)“国家队”相继宣布增持，坚决维护资本市场平稳运行。4 月 7 日至 8 日凌晨，中央汇金、中国诚通、中国国新等相继宣布增持。上述

机构均表示坚定看好中国资本市场发展前景，将为维护市场稳定运行贡献力量。4) 2025 年 04 月 11 日券商行业（未包含东方财富）2024 平均 PB 估值 1.4x, 2025E 平均 PB 估值 1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。保险：保险资金权益投资比例上调，进一步拓宽权益投资空间。1) 金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》。部分档位比例上限提高 5%：上季度末综合偿付能力充足率在 150-200% 的保险公司，权益投资占上季末总资产比例上限由 25% 提升至 30%；在 250-300% 的，上限由 35% 提升至 40%；350% 以上的，上限由 45% 提升至 50%。其余档位上限不变。我们认为，提升险资权益投资比例上限，有助于缓解在低利率环境下的资产荒压力，预计将为权益市场带来一定增量资金。2) 金监总局印发《保险集团并表监督管理办法》。要求坚持聚焦主业，完善并表标准；坚持压实主体责任，厘清各层级管理职责；坚持风险监管导向，加强重点风险防范。同时，加强资产负债联动管理，防止资本重复计算，减少过度杠杆的风险。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 04 月 11 日保险板块估值 0.49-0.74 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。多元金融：1) 信托：金管总局就《信托公司管理办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，主要修订内容包括聚焦主责主业、强化公司治理、加强风险防控、明确风险处置机制。截至 2024 年 2 季度末，全行业信托资产规模 27 万亿元，同比增长 24.5%。2024H1 信托行业利润总额为 196 亿元，同比降幅为 40.6%。2) 期货：2025 年 2 月全国期货交易市场成交量为 5.63 亿手，成交额为 51.56 万亿元，同比分别增长 69.67% 和增长 68.99%。2025 年 2 月全国期货公司净利润 4.99 亿元，同比增长 68.01%。3) 其他：金管总局印发《关于促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》，提出金融资产管理公司要做强做优不良资产收购处置业务，服务化解中小金融机构、房地产等领域风险，促进实体经济健康发展。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

基础化工周报：聚氨酯价格加速下滑

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17490/15570/11568 元/吨，环比分别-210/-480/-261 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3852/2995/-177 元/吨，环比分别+79/-150/-53 元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1366/4011/540/3854 元/吨，环比分别-190/-433/+0/-628 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8015 元/吨，环比-145 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1193/1957/399 元/吨，环比分别+85/-91/+504 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7200 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 103/1610/248 元/吨，环比分别+373/+0/+600 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2695/1893/4515/2628 元/吨，环比分别-11/-45/+165/-1

元/吨,合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 745/200/151/102 元/吨,环比分别+20/-45/+138/+57 元/吨。 n【相关上市公司】化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

大炼化周报: 国际油价遭遇暴跌, 长丝市场重心宽幅下挫

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2776.65 元/吨, 环比+300.44 元/吨 (环比+12.13%); 国外重点大炼化项目本周价差为 948.18 元/吨, 环比-66.21 元/吨 (环比-6.53%)。 n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6700/6979/7993 元/吨, 环比分别 -150/-171/-157 元/吨, POY/FDY/DTY 行业周均利润为 217/137/213 元/吨, 环比分别+196/+182/+192 元/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 26.8/29.2/32.9 天, 环比分别+4.0/+2.5/+1.8 天, 长丝开工率为 95.42%, 环比-0.08pct。下游方面, 本周织机开工率为 58.25%, 环比-4.23pct, 织造企业原料库存为 11.05 天, 环比-1.85 天, 织造企业成品库存为 24.48 天, 环比-0.45 天。 n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油: 本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。 n【化工板块】本周 PX 均价为 728.14 美元/吨, 环比-113.71 美元/吨, 较原油价差为 259.88 美元/吨, 环比-50.77 美元/吨, PX 开工率为 78.70%, 环比-0.80pct。 nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

汽车周观点: 4 月第 1 周乘用车环比-30.3%, 继续看好汽车板块

n 美国加征关税对汽车影响? 影响有限: 零部件>乘用车/重卡/客车(几乎不出口美国)。美国最新对汽车零部件加征关税依旧是 3 月 26 日的【232 法案】, 此次“对等关税”对汽车零部件豁免, 美墨加贸易协定依然有效(对零部件更重要)。按照海关总署, 中国汽车零部件出口美国/墨西哥金额分别是 115/43 亿美元。基于主流零部件统计, 大部分公司目前已经初步完成了北美产能布局(墨西哥为主, 美国为辅), 影响有限可控。 n 中国对美加关税对汽车影响? 影响微弱: 核心在于芯片的进口原产地风险评估。根据海关总署, 2024 年中国汽车行业从美国进口金额 13.5 亿美元, 进口美国品牌整车 6877 辆, 这个是利好国内自主品牌或特斯拉中国产。进口零部件核心是看芯片(英伟达/高通/TI)等原产地认证, 如果按照封测地为标准, 影响十分有限。 n 目前时点对汽车板块投资建议? 短期看贸易战升级影响市场情绪波动, 但不影响我们看好 2025 年汽车板块底层逻辑【智能化+机器人】。短期从贸易战升级视角, 汽车板块内相对收益品种: 1) 受贸易战影响微弱且有望受益内需刺激的红利股: 宇通客车(不做美国市场)/中国重汽 A-H/潍柴动力(不做美国市场)/福耀玻璃(已美国本地化建厂); 2) 加速汽车 AI 芯片国产替代率: 地平线+黑芝麻+自研 AI 芯片车企(华为系+小鹏+理想+比亚迪等)。 n 风险提示: 贸易战升级进一步超出预期; 全球经济复苏力度低于预期; L3-L4 智能化技术创新低于预期; 全球新能源渗透率低于预期; 地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇

证券分析师: 孟璐 证券分析师: 郭雨蒙)

原油周报：受美国加关税影响，国际油价承压

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 64.1/60.8 美元/桶，较上周分别-7.9/-7.8 美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.4/4.4/3.9/0.3 亿桶，环比+645/+255/+380/+68 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1346 万桶/天，环比-12 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 477 台，环比-9 台。美国活跃压裂车队本周 188 部，环比-10 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1563 万桶/天，环比+7 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 86.7%，环比+0.7pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 619/324/295 万桶/天，环比-28/-64/+36 万桶/天。 **n【美国成品油】** n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 84/87/89 美元/桶，环比-9.9/-7.7/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 20/23/24 美元/桶，环比-1.3/+0.9/+3.5 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.4/1.1/0.4 亿桶，环比-160/-354/-194 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 895/466/178 万桶/天，环比-34/-2/+4 万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 843/401/187 万桶/天，环比-7/+33/+17 万桶/天。 n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 29/79/51 万桶/天，环比+21/-6/-34 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 7/123/116 万桶/天，环比-8/+12/+20 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 9/28/19 万桶/天，环比-3/-9/-6 万桶/天。 **nn【相关上市公司】** 推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)； 建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。 **nn【风险提示】** 1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

有色金属行业跟踪周报：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高

投资要点 回顾本周行情(4月7日-4月11日)，有色板块本周下跌4.37%，在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中贵金属板块上涨8.37%，小金属板块下跌2.80%，金属新材料板块下跌6.26%，工业金属板块下跌6.33%，能源金属板块下跌8.28%。工业金属方面，随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税，我们认为短期关税的最糟糕情景已经过去，市场将逐步修复前期部分跌幅，然而长期需求的韧性与政策的反复仍未可知，需进一步观察经济前景及政策的边际变化。贵金属方面，本次关税事件使得市场对美国经济走向“滞胀”的预期进一步强化，显著提升黄金的避险属性，随着市场流动性的好转，以及避险资金从美元资产流出转向黄金，我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。 周观点：

铜：美国关税展缓，现货升水叠加库存持续去化，铜价先跌后涨维持宽幅震荡。截至4月11日，伦铜报收9,184美元/吨，周环比上涨4.60%；沪铜报收75,230元/吨，周环比下跌4.60%。供给端，截至4

月 11 日，本周进口铜矿 TC 下跌至-26.5 美元/吨，冶炼厂利润进一步受到挤压，检修数量开始增多，预计 4 月国产铜供应量将有所减少；需求方面，随着铜价大幅回落，下游需求稳中向好，电力投资及家电产量均延续增长。本周市场依旧受到美国关税政策主导，市场对需求前景态度悲观，海内外铜价于上半周录得大幅下跌；随着美国宣布对未实施报复国家暂缓 90 天关税，市场风偏有所好转，且铜价下跌使得产业下游多入市抄底，现货升水叠加库存持续去化，铜价于下半周收回部分跌幅，铜价预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。铝：关税政策预期反复，国内社库去化持续，海内外铝价先跌后涨。截至 4 月 11 日，本周 LME 铝报收 2,397 元/吨，较上周上涨 0.76%；沪铝报收 19,695 元/吨，较上周下跌 3.55%。供应端，本周我国电解铝行业理论运行产能 4380.50 万吨，保持稳定；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长 0.77%，铝棒企业产能利用率环比增长 0.50%，电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降 3.04 万吨至 76.86 万吨，去库速率开始加快；本周受到美国对等关税的影响，海内外原铝价格先跌后涨，整体来看，当前中国原铝直接输美业务占比较低，在转口贸易尚且通畅的情况下预计对铝的影响暂且有限，短期预计铝价维持震荡走势。黄金：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高。截至 4 月 11 日，COMEX 黄金收盘价为 3254.90 美元/盎司，周环比上涨 6.51%；SHFE 黄金收盘价为 757.30 元/克，周环比上涨 2.47%。经济层面，本周，美国 3 月 CPI 同比增长 2.4%（前值为 2.8%），低于预期的 2.6%；美国 3 月 PPI 同比增长 2.7%（前值为 3.2%），低于预期的 3.3%。美国 3 月通胀数据全面走低，市场对美联储全年预期降息次数小幅升至 3.5 次。然而从分项角度，能源价格同比增速回落是通胀降温的主要动力，考虑到商品价格收到关税落地的影响，美国通胀于 Q3 具备重新走高的风险，“滞胀”仍是当下美国经济的主流预期，黄金的上行逻辑于本次关税事件下录得强化。流动性角度，随着美国宣布对未实施报复国家暂缓 90 天关税，标志着贸易战进入短期缓和期，市场风险偏好显著回升，然而美元资产（美元、美股、美债）于本周均录得大幅下跌，资金正从美元资产流向更加具备避险属性的黄金。本次关税事件使得市场对美国经济走向“滞胀”的预期进一步强化，显著提升黄金的避险属性，随着市场流动性的好转，以及避险资金从美元资产流出转向黄金，我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

机械设备行业跟踪周报：推荐扩内需将受益的工程机械&通用自动化

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点：

【工程机械】3 月挖机内销同比+29%超预期，密集回购彰显长期发展信心 2025 年 3 月挖掘机销量 29590 台，同比+19%；装载机销量 13917 台，同比+13%。其中国内 3 月销售挖掘机 19517 台，同比+29%，装载机内销 8168 台，同比增长 23%，去年 3 月基数不低的情况下继续保持高景气增长，超市场预期。25Q1 挖掘机累计内销达 36562 台，同比+38%，我们判断国内挖机销量持续超预期主要系：①存量需求更新替换：上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年，按照挖机平均 8-10 年计算，近两年为存量需求集中更换新机节点；②资金端好转：国内下

游资金端从 2024Q4 开始好转，对存量及新增项目均有支撑作用；③农村需求持续高景气：机器替人+政策支持，小挖需求持续高增。展望后续，我们预计后续可以期待一系列内需提振的政策或者补贴出台，继续刺激内需向上。工程机械板块密集发布股份回购计划，三一重工拟使用 10-20 亿元回购公司股份；徐工机械拟使用 18-36 亿元回购公司股份；山推股份董事长提议拟使用 1.5-3.0 亿元回购公司股份；包括此前柳工两次回购，总计使用 6 亿元。工程机械板块密集回购，增强投资者信心，彰显公司长期业绩增长信心。推荐三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。 【通用自动化】

直接关税影响较小，建议关注超跌的通用自动化板块 ①关税影响：整体来看，关税对通用设备板块直接影响有限，通用设备各细分板块出口占比均较低，除注塑机板块龙头海外收入占比超 30%以外，刀具、机床、减速机等板块出口占比均只有约 10%左右，且基本无美国敞口。此前市场按照美国对全球收取关税演绎影响，但目前除中国外美国对其他国家关税豁免可能性较大，而大多数企业在东南亚和墨西哥等地均有工厂，可通过转口贸易豁免关税。同时我们判断关税大幅影响出口情况下，政策基调将有望变化“积极”，将扩大内需摆至首要次序。②基本面：3 月 PMI 收于 50.5%，较上月增 0.3pct，连续 2 个月位于枯荣线以上。微观数据来看，3 月整体通用自动化环比有所复苏，分拆下游中锂电行业表现超预期，汽车&风电延续较好趋势。但因 24 年同期基数过高，且价格端同比承压，整体订单金额同比增速低位徘徊。4-5 月是重要的观察窗口，整体通用景气度复苏持续性仍有待验证。通用自动化板块建议关注：①刀具：刀具具备“耗材”属性，对制造业景气度变化最为敏感，有望率先受益。此外刀具龙头海外收入占比目前仍不足 10%，重点推荐【华锐精密】【欧科亿】等。②FA 自动化：新能源业务拖累减轻，锂电下游复苏超预期，叠加顺周期复苏+3C 电子业务保持高增速，我们预期公司有望于 25 年迎来业绩拐点。重点推荐【怡合达】。③注塑机：海外敞口高但美国敞口极低，前期被错杀，深度回调推荐【海天国际】【伊之密】等。 【农机】关税点评：

粮食安全重要性进一步凸显，农业产业链涨价逻辑利好农机需求 我国是粮食进口大国，粮食对外依存度较高，本轮关税问题再次凸显粮食安全的极端重要性。粮食安全问题在我国是战略问题，提高机械化率是提高农业生产力、保障粮食安全的关键。我国农业机械总量大，但机械化率较低、质量较差。我国农业机械化率约 55%，相较于美国（>95%）、欧洲（>95%）、日本（70%）仍有较大提升空间，长期来看机械化率的提升对保障粮食安全意义重大。2024 年我国从美国进口的主要商品中，农副产品金额占比达到 16.3%，仅次于机械电子产品。中国是美国农产品第一大出口市场，2024 年美国出口中国的大豆和玉米分别占美国出口总量的 50%和 15%。美国也是我们最大的进口国之一，尤其是 2024 年中国大豆从美国的进口占比达到 21%，高粱达到 66%，关税大幅提升之后我国从美国进口农产品总量预计有所下降，供需失衡有望对国内粮食价格形成上涨支撑，利好农机行业需求。农机行业一共有三个逻辑，第一个大逻辑为粮食安全背景下机械化率提升，整个行业市场空间继续扩张；第二个逻辑为以旧换新政策补贴导向大型化、高端化，利好竞争格局向龙头集中；第三个逻辑为粮价的短期影响，粮价影响农民的收入，进而影响农机需求。长期来看，农机行业市场空间将继续扩张、竞争格局向好、盈利能力提升；短期行业有望受益于关税利好&内需刺激。重点推荐【中联重科】【一拖股份】。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

证券分析师: 韦译捷)

福耀玻璃系列专题报告(四): 福耀玻璃在北美市场的发展展望

n 市场规模: 北美汽玻市场规模呈现低速稳定增长状态。我们对北美汽车玻璃市场(包括 OEM+AM 市场)当前及未来的市场规模进行了测算。在汽车报废率和前挡破损率保持稳定的情况下,随着产销量和汽玻单车 ASP 保持低速稳定增长,北美汽车玻璃市场规模也呈现出低速稳定增长的状态,整体市场规模(包括 OEM+AM 市场)将从 2024 年的 193 亿元持续增长至 2030 年的 242 亿元,复合增长率约为 4%。

n 竞争格局: 北美汽车玻璃市场格局好,竞争温和。汽车玻璃行业拥有较高的行业壁垒,例如需要拥有完善的生产和销售网络;汽玻属于安全件,技术和质量要求严苛,主机厂准入认证周期较长;且汽玻和浮法均属于重资产投入等。因此,高壁垒塑造出汽车玻璃行业良好的竞争格局,全球以及北美的汽车玻璃行业均已经形成了高集中度的市场。北美市场主要的汽车玻璃供应商包括福耀玻璃、旭硝子、圣戈班和板硝子等,其中福耀已经成为美国汽玻市场市占率排名第一的汽车玻璃供应商。

n 看好福耀玻璃中期维度在北美市场实现量利齐升。 份额方面,北美主要竞争对手(旭硝子、板硝子和圣戈班等)均不是单一汽玻主业经营,且当前汽玻业务均处于低盈利状态,整体扩张意愿较低,未来的主要发展目标主要集中在提升盈利能力和经营效率上。福耀在盈利能力上大幅领先竞争对手,且美国工厂持续加大投入,随着后续新产能陆续释放,公司在北美汽玻市场的份额有望实现进一步提升。盈利能力方面,随着后续产品良率提升+折旧摊销比例下降+管理和效率提升+高附加值产品占比提升,福耀美国工厂的净利率将在当前的水平上实现持续提升。

n 投资建议: 推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。

ü 1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界,加强对智能玻璃、集成趋势的研究,持续推进铝饰件业务,提升单车配套价值量;

ü 2) 全球份额保持提升趋势,福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。

n 盈利预测: 预计 2025-2027 年归母净利润为 88.35 亿元、103.88 亿元、121.77 亿元,对应 PE 为 16.13 倍、13.72 倍、11.70 倍(PE 对应 2025 年 4 月 10 日收盘价)。

n 风险提示: 原材料及能源成本上涨超预期;海运费价格上涨超预期;业务及客户拓展不及预期;汽车玻璃产品升级不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

煤炭开采行业跟踪周报: 港口库存持续下行,淡季煤价震荡运行

行业近况 本周(4月7日至4月11日)港口动力煤现货价环比持平,报收 665 元/吨。

供给端, 本周环渤海四港区日均调入量 183.64 万吨,环比上周减少 7.63 万吨,降幅 3.99%。矿山产地煤矿正常供应,陕西部分民营煤矿部分复产,供应充足,港口供给下降。

需求端, 本周环渤海四港区日均调出量 185.09 万吨,环比上周减少 19.3 万吨,降幅 9.44%;日均锚地船舶共 70 艘,环比上周减少 11 艘,降幅 13.63%。

库存端, 环渤海四港区库存端 2987.8 万吨,环比上周减少 26.8 万吨,降幅 0.89%。港口本周日均调出量环比下降,受大秦线检修影响。库存端有所下降,绝对值逐步趋于正常水平,仍受下游需求淡季影响。我们分析认为:煤炭价格目前主要受需求进入淡季影响导致上涨动能有限,短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑,同时天气回暖,非电企业需求较弱,叠加库存较高短期煤价难以明显上行。

估值与建议: 仍旧关注保险资金增量;保费收入维持正增长,且向头部保险集中。固收类资产荒依旧,叠加红利资产已经高位,所以关注

权益配置变化，预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：反弹上涨，关注内需和自主可控方向

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.4.7-2025.4.11) 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：北证 50 (0.92%)，科创 50 (-0.63%)，上证 50 (-1.60%)；排名后三名的宽基指数分别为：中证 2000 (-7.01%)，创业板指 (-6.73%)，万得微盘股日频等权指数 (-5.76%)。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：稳定(风格.中信) (-1.66%)，消费(风格.中信) (-2.49%)，大盘价值 (-2.61%)；排名后三名的风格指数分别为：成长(风格.中信) (-5.40%)，周期(风格.中信) (-5.16%)，小盘价值 (-5.16%)。申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：农林牧渔 (3.28%)，商贸零售 (2.88%)，国防军工 (0.28%)。排名后三名的宽基指数分别为：电力设备 (-8.09%)，通信 (-7.67%)，机械设备 (-6.78%)。 A 股市场行情展望：(2025.4.14-2025.4.18) 观点：反弹上涨，关注内需和自主可控方向。万得全 A 指数日线级别上，截至周五，高频宏观模型从此前持续发出负向信号的状态转变成了 0 信号（看涨）。30 分钟级别上，技术择时模型中万得全 A 指数周三尾盘的时候发出了底部右侧信号。鉴于大盘指数反弹已经持续了几天时间，因此后续我们认为大盘指数下周周中可能会发生几天震荡后，再继续反弹上涨。另外，宏观月度模型 4 月的评分是-2.5，代表模型预测 4 月份万得全 A 指数可能为负收益。因此我们认为虽然大盘指数短期会发生上涨，但 4 月整体可能为负收益，所以代表着后续大盘指数反弹力度可能相对有限，4 月份大盘指数想要突破月初的高点有一定难度。结构上我们建议关注内需方向（商贸零售、食品饮料等）和自主可控（半导体等）方向。这两个方向一定程度上呈现跷跷板式震荡上涨。所以请多注意交易节奏。此外国防军工和贵金属方向也同样值得关注。此阶段外部风险较高，随时可能发生意料之外的事件，所以请根据事件驱动随时准备不同的应对方法。此阶段追求高胜率的投资方向（如上证 50）可能比高赔率的投资方向（如中证 2000）更加合适。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情，内需和自主可控的板块可能是较好的选择。国防军工和有色金属也值得关注。因此从基金配置的角度，我们建议结构化均衡配置。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍)

推荐个股及其他点评

奥比中光-UW (688322)：回购彰显发展信心，政策利好国产视觉模组渗透率提升

投资要点 回购效率高，彰显公司对其发展的信心。公司于 2025 年 4 月 9 日发布回购股权公告，此次股份回购方案充分体现了公司对自身价值的认可及对未来发展的坚定信心。根据公告，公司于 2025 年 4 月 8 日通过董事会决议启动回购，计划以不超过 97 元/股的价格，在 3 个月内完成 2,000 万至 4,000 万元的回购规模，专项用于维护公司价值与股东权益。值得关注的是，公司在方案披露次日（4 月 9 日）即完

成首次回购，以 41.63-46.5 元/股的价格区间购入 9.59 万股，支付金额达 442 万元，行动效率显著高于市场平均水平。从战略层面看，此次回购延续了公司一贯的资本运作逻辑，反映出管理层对当前估值修复空间的判断。结合公司 2024 年 56.16% 的营收增长，回购行为实质是技术壁垒与产业红利双重驱动下的价值重估举措。政策短期影响行业基本面，阶段性利好国内产业格局。中国对美加征 125% 关税的政策通过原产地规则调整精准作用于英特尔等美国本土制造芯片企业，导致英特尔 RealSense 系列涨价削弱其性价比优势，而奥比中光凭借全栈自研的 3D 视觉感知技术（覆盖结构光、iToF、双目 Lidar 等六大领域）和国产化率优势，在机器人视觉、智能座舱等新兴场景有望加速渗透。该政策有望导致其产品在华价格显著上升，从而对产业竞争格局产生影响，公司当前在人形机器人视觉传感器领域具有 70% 的市场占有率，关税有望进一步加大公司产品性价比，从而提高市占率。全栈自研与自由产能、产品代差以及 knowhow 建立奥比护城河：视觉模组的研发周期通常为 6 个月至 2 年，且应用场景适配高度依赖厂商的垂直领域 knowhow 能力，即跨学科技术整合与行业经验沉淀形成的核心竞争力。奥比布局早，涉及场景部署多，场景部署效率和效果领先友商，机器人产业当前技术闭环，商业化落地需求下，公司业务有望高速增长。盈利预测与投资评级：受益于机器人行业订单持续增长，奥比中光 24-26 年营收将实现快速增长、利润有望 25 年扭亏为盈，我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 5.6/11.5/15.1 亿元，当前市值对应 PS 分别为 41/19/14 倍，考虑到公司是全球 3D 视觉感知龙头，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险下行，下游应用发展不及预期，客户集中度高的关联交易风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈海进
证券分析师：周高鼎）

金徽酒（603919）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，结构升级延续

投资要点 事件：公司公告 2025Q1 营业收入 11.08 亿元，同比+3.04%；归母净利润 2.34 亿元，同比+5.77%。百元以上占比显著提升。结构升级延续。1）分产品看，100 元以下/100-300 元/300 元以上产品收入分别实现 2.21/6.3/2.45 亿元，同比-31.7%/+14.24%/+28.14%，销售占比分别为 30%/52%/18%，其中 300 以上、100~300 元价位带占比分别同比+4.4pct、+5.8pct，预计增速表现年份系列>柔和系列>星级系列，节庆期间用酒档次提升、推动百元以上产品实现较快增长。2）分地区看，25Q1 省内地区 8.57 亿元，同比+1.05%，省外地区 2.38 亿元，同比+9.48%，陕西、宁夏等成熟市场营销转型成果逐步显现。盈利能力稳定，分红创新高。盈利端看，25Q1 归母净利率 21.1%，同比+0.5pct，主系结构提升贡献：25Q1 销售毛利率同比+1.4pct 至 66.8%，主系产品结构持续优化、百元以上价位带占比提升所致。税费端看，25Q1 销售/管理费率分别同比-1.2pct/-0.9pct，预计主系费用精准投放、叠加规模效应提升所致；所得税率同比+6.26pct 至 22.9%，预计或因母公司高新证书到期导致递延所得税资产减少。现金流方面，截止 25Q1 末公司有合同负债 5.83 亿元，同比/环比分别-0.48/-0.55 亿元，主系公司节奏稳扎稳打、积极为渠道纾压，销售收现 11.8 亿元，同比-4.68%。分红方面，公司 2022~2024 年现金分红比例分别为 54.30%、60.00%、64.00%，分红比例持续增长，积极回报股东，共享发展成果。盈利预测与投资评级：对公司而言，短期收入增长的意义大于利润，要尽快做到体量快速且良性的增长、口碑持续放大，公司目标力争 2025 年实现营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元，我们基本维持

2025~2027 年归母净利润为 4.08、4.65、5.35 亿元，分别同比+5%、14%、15%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 24/21/19X，维持“买入”评级。风险提示：省内竞争加剧，省外开拓不及预期；经济环境持续疲软影响产品升级、食品安全问题。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜 研究助理：于思淼)

继峰股份 (603997): 格拉默 2025Q1 业绩扭亏为盈, 座椅事业部持股计划彰显发展信心

投资要点 事件：公司控股子公司格拉默发布 2025 年一季度业绩预告。2025 年一季度格拉默预计实现营业收入 4.87 亿欧元，同比基本持平；预计实现经营性息税前利润 0.24 亿欧元，同比增长 154.26%；预计实现净利润 970 万欧元，同比扭亏为盈。公司控股子公司格拉默 2025 年一季度业绩超我们此前的预期。格拉默 2025Q1 业绩超预期，海外整合效果开始显现。收入端，格拉默 2025Q1 实现营业收入 4.87 亿欧元，同比基本持平。利润端，格拉默 2025Q1 预计实现净利润 970 万欧元，同比扭亏为盈。分地区来看，格拉默中国区的经营此前一直保持盈利稳定，预计 2025Q1 格拉默海外经营改善明显，预计主要系去年公司对格拉默欧洲区持续推进整合+北美区 TMD 剥离等措施开始体现效果。座椅事业部推行员工持股计划，绑定核心团队共享发展红利。公司此次员工持股计划面向的对象为座椅事业部核心骨干员工，总人数不超过 100 人。持股计划的解锁条件为 2025 年座椅事业部营业收入达到 40.0-50.0 亿元，净利润达到 0.8-1.5 亿元；2026 年座椅事业部营业收入达到 70.0-100.0 亿元，净利润达到 4.0-5.0 亿元。此次座椅事业部的员工持股计划也体现出公司对乘用车座椅业务的发展充满信心。格拉默业务整合稳步推进，乘用车座椅打开成长空间。公司收购格拉默后，在管理层和组织架构调整、全面推行降本措施、调整产能布局、拓展格拉默中国区业务等多方面持续推进格拉默的整合工作，后续随着整合工作的推进，格拉默盈利能力将稳步提升。此外，公司目前正大力布局乘用车座椅总成业务，公司在成本控制、服务响应等方面相比外资座椅企业有着较大的优势。当前，公司已经累计获得了多个新能源汽车座椅定点，并在 2023 年上半年实现了乘用车座椅的正式量产，长期看好公司在乘用车座椅市场的份额提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 23.50 倍、13.85 倍、10.98 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

粤海投资 (00270.HK): 拨云见日聚主业, 对港供水露峥嵘

投资要点 2025 年剥离粤海置地，聚焦水务主业。2024 年营业收入 185.05 亿港元，同比下降 8.9%，主要受水资源建设服务收入下滑影响。2024 年归母净利润 31.42 亿港元，同比提升 0.6%。其中，2023/2024 年公司归母持续经营业务净利润分别为 42.21/41.03 亿港元，归母已终止经营业务净利润分别为 -10.99/-9.61 亿港元。2025 年 1 月公司正式剥离粤海置地，未来公司将更加聚焦水务主业，盈利稳健性提升。资本开支下降&自由现金流大增，维持 65%高分红。1) 经营活动现金流稳增：2024 年经营性现金流净额 110.86 亿港元，同增 3.5%，2021-2024 年剔除粤海置地后的经营性现金流净额随运营项目积累稳健增长，2024 年为 91.50 亿港元，同增 28.8%；2) 资本支出下降：2021 年公司资本开支达到顶峰 155.26 亿港元，后续随项目投资放缓逐年下滑，

2024 年资本支出同降 75.9%至 18.57 亿港元，水务行业步入成熟期，预计未来资本开支可控。3) 自由现金流大增保障高分红：2024 年公司剔除粤海置地后的自由现金流大幅转正至 72.99 亿港元，为高分红提供充足保障。2024 年公司现金分红总额 20.42 亿港元，分红比例维持 65%。水资源业务占据主要收入来源，对港供水为核心增长来源。2021-2024 年公司水资源板块收入为 172.12/162.08/144.92/126.37 亿港元，分别占总收入 57.9%/69.9%/59.9%/68.3%，受建设和接驳收入影响有所下滑。东深供水：掌握对港供水优质资产，水价市场化上行。东深供水工程于 1965 年 3 月建成并开始向香港供水。60 年来已累计为香港供水 300 亿立方米，供水量占香港总用水量 80%。公司作为广东省政府窗口企业，自 2000 年起拥有该项目的 30 年特许经营权。1) 定价保障持续增长：对港供水现行协议沿用“统包扣减”方式，水价会按实际供水量从基本水价扣减。2024-2026 年每年供水量上限为 8.2 亿立方米，2024-2026 年每年基本水价分别为 51.36/52.59/53.85 亿港元。按每年供水量下限 6.15 亿立方米测算，2024-2026 年每年实际水价下限分别为 50.72/51.93/53.17 亿港元。2) 东深项目经营稳健：2015-2024 年东深项目收入复增 1.6%，税前利润复增 2.8%，2024 年东深供水项目税前利润 40.20 亿港元，占水资源的 69.9%，占公司整体税前利润的 61.9%。其中，东深项目对港供水量价稳增，2024 年对港供水实现收入 51.36 亿港元，同比增加 2.4%，2015-2024 年对港供水收入复增 2.2%，为核心增长来源。其他水资源：以供水为主，建造高峰已过，期待水价改革推进。截至 2024 年底，1) 供水：附属公司已投产 889 万吨/日（其中 69%位于广东），在建供水产能 119 万吨/日，在建/已建为 13%；联营公司已投产 195 万吨/日。2) 污水：附属公司已投产 205 万吨/日（其中 48%位于广东），在建 5 万吨/日，在建/已建为 2%。政策推进供水价格市场化&污水顺价。盈利预测与投资评级：公司掌握东深供水核心资产，水价市场化上行，2025 年粤海置地剥离后，盈利更稳健，2024 年自由现金流大增保障高分红。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 42.74/43.57/44.53 亿港元，同增 36.0%/2.0%/2.2%，对应 2025 年 PE 9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2025/4/11）。风险提示：汇率波动风险，利率波动风险，特许经营权延续风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

长安汽车（000625）：2024 年报点评：业绩符合预期，三大计划齐头并进

投资要点 公司公告：公司披露 2024 年年报，2024Q4 实现营收 487.7 亿元，同环比分别+13.2%/+42.5%，归母净利润 37.4 亿元，同环比分别+158.9%/+400.1%，扣非后归母净利润 9.1 亿元，同环比分别+435.2%/+77.0%。2024Q4 业绩符合我们预期。Q4 业绩符合预期，自主经营向好。1) 营收层面：并表销量/ASP 环比均提升。销量维度，公司 24Q4 实现并表销量 51.2 万台，同环比+14.2%/+37.7%；折算 Q4 并表单车均价 9.5 万元，同环比分别-0.9%/+3.5%。2) 毛利率层面：公司 Q4 毛利率为 16.2%，同环比分别-3.3/+0.5pct，环比改善主因包括①深蓝科技 Q4 销量 14.6 万台，环比+86.9%，毛利率改善；②持续降本影响，Q4 为确认降本最多季度。3) 费用率层面：公司 Q4 销管研费用率分别 5.8%/1.8%/4.2%，同比分别+0.5/+0.8/+0.9pct，环比分别+1.0/-1.4/-0.3pct。4) 投资收益层面：公司 Q4 投资收益为 1 亿元，同环比扭亏为盈，主要原因为阿维塔 Q4 销量环比+520%，单季度亏损幅度同环比均收窄。5) 非经事项：公司 24Q4 资产处置收益为 25.3 亿元，同环比均大幅增长，主要因铃耀一工厂纳入政府收储项目。6) 最

终公司 Q4 实现归母净利润 37.4 亿元，同环比分别+158.9%/+400.1%。新能源“香格里拉”计划、智能化“北斗天枢”计划、全球化“海纳百川”计划齐头并进。2024 年 10 月公司发布自主研发的高阶自动驾驶系统“长安智驾”，智能化持续推进，阿维塔作为首家车企入股深圳引望智能技术有限公司，与华为共同支持其未来发展；出口方面在独联体国家/欧洲/中东非/东南亚/中南美五大战略市场均积极开拓，海外产品谱系趋于完善。2025 年公司将加快海外产品布局，计划推出深蓝 S05 等全球化产品。盈利预测与投资评级：考虑阿维塔/深蓝盈利能力改善，同时考虑引望贡献，我们上调公司 2025~2026 年归母净利润至 97/109 亿元（原为 84/101 亿元），我们预测公司 2027 年归母净利润为 138 亿元，对应 PE 分别为 12/11/9 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

禾望电气（603063）：2025 年一季报点评：传动及新能源业务高增、海外显著突破、盈利能力稳健

投资要点 公司发布 2025 年一季报，实现营收 7.74 亿元，同比+41.02%；归母净利润 1.05 亿元，同比+90.35%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+36.81%。新能源业务高增长、海外业务显著突破。25Q1 公司新能源电控业务实现收入 5.83 亿元，同比+39.23%，毛利率 32.98%，同比-6.79pct。我们预计一季度风电变流器出货 3.3 亿元，约 6GW；光伏逆变器出货 1.73 亿元，约 1.75GW；储能 PCS 出货 0.8 亿元，约 1.1GW。凭借技术优势，加强海外市场开拓，25Q1 公司海外收入 0.38 亿元，同增 128%，占比提升至 8%，毛利率 54.43%，同比+8.44pct，目前公司已在荷兰、巴西、越南、巴基斯坦等多个基地设立服务点，海外业务占比有望持续提升。大功率技术优势领先、传动业务大有可为。25Q1 工程传动业务实现收入 1.21 亿元，同比+95.79%，毛利率 47.51%，同比+8.74pct，主要由于变频器出海及国产化替代，营收和毛利率齐升。公司大功率技术储备强，尤其在 5-20MW 的电源设备竞争优势明显；同时公司与海外龙头企业关系深厚，在 AI 相关电源设备大功率化趋势下或大有可为。期间费用率稳中有降、经营性现金流好转。公司 25Q1 期间费用 1.96 亿元，同比+15.0%，期间费用率 25.34%，同环比-5.74pct；25Q1 营性净现金流-0.68 亿元，同比+78.44%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加。盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 25-27 年归母净利润 5.9/7.1/8.2 亿元，同比+34%/+20%/+15%，对应 PE 分别为 23/19/16x。考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔，海外市场不断突破，我们给予 25 年 32xPE，对应目标价 41.6 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、新产品拓展不及预期等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

瀚蓝环境（600323）：2024 年报点评：业绩稳健增长&派息大增，并购粤丰增厚在即

投资要点 事件：2024 年，公司实现营收 118.86 亿元，同减 5.22%；归母净利润 16.64 亿元，同增 16.39%；扣非归母净利润 16.25 亿元，同增 15.52%。固废运营效率提升，供热量同增 34%。2024 年，公司固废业务实现营收 60.08 亿元，同减 6.61%，实现净利润为 10.25 亿元，同增 3.80%，其中 1）工程与装备业务：营收 5.30 亿元，同减 54.78%，实现净利润 0.22 亿元，同减 70.50%。2）固废运营业务：营收 54.78 亿元，同增 4.13%，实现净利润 10.04 亿元，同增 9.64%。其

中垃圾焚烧运营收入 35.37 亿元，同增 8.24%，主要系垃圾进厂量增加、济宁确认往期电费收入、贵阳确认国补收入贡献，净利润 9.32 亿元，同增 21.67%，毛利率为 48.39%，同增加 3.69pct。截至 2025 年 4 月 10 日，公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日（不含参股），其中已投产规模 31,250 吨/日（24 年新增投产 800 吨/日，25Q1 新增投产 650 吨/日），在建规模 750 吨/日，未建项目规模 3,750 吨/日。2024 年公司垃圾焚烧量 1278.67 万吨（同比+2%），产能利用率超 119%，吨发电量 376 度（同比+2%），吨上网电量 326 度（同比+4%），运营效率稳健提升。公司积极拓展供热业务，2024 年对外供热 148.23 万吨，同增 34%；对外供热收入约 2.12 亿元，同比增长约 31%。2024 年至今，新增签订孝感、安溪、廊坊、乌兰察布、贵阳等垃圾焚烧发电项目的供热业务协议。公司累计已实现 17 个项目对外供热业务协议的签订，12 个项目已实现供热。燃气销售量承压，进销价差改善盈利向好。2024 年能源业务营收 37.58 亿元，同降 7.46%，主要系天然气在保持正常盈利水平的情况下，销售单价随上游采购气价下降以及售气量微降。公司积极推进上游优质气源供应多元化，拓展燃气工程业务、非燃业务等，天然气业务进销价差及工程毛利改善，预计能源业务 2025 年将保持正常盈利水平。供水业务稳健，收入补确认&轻资产运营带动排水收益增长。1) 供水：营收 9.72 亿元，同增 1.00%，售水量 4.96 亿吨，同增 8.83%。2) 排水：在工程收入减少 1.2 亿元下实现营收 7.46 亿元，同增 3.60%，污水处理量 2.69 亿吨，同增 7.09%，收入增长主要系排水美佳东南厂及丹灶金沙扩建项目补充确认收入，同时新增雨水管网委托运营轻资产业务。政府支持解决应收+资本开支下降，自由现金流同比大增 724%。2024 年公司经营性现金流净额 32.73 亿元，同增 7.91 亿元；资本开支（剔除 14 号文影响）17.08 亿元，同减 5.9 亿元；公司全年实现自由现金流 13.58 亿元，同增 11.93 亿元，增幅 723.81%。在相关政府支持下，2024 年存量应收回款超 24 亿元，2025 年公司争取收回存量应收不少于 20 亿元；在没有新项目增加情况下，2025 年资本开支将继续下降，自由现金流有望进一步增厚。派息总额同增 67%超分红承诺，分红比例提至 39.20%。公司股东分红回报规划（2024 年-2026 年）明确，每股派发的现金股利同比增长不低于 10%。2024 年公司拟每 10 股派发现金红利 8.0 元（含税），同比增长 66.67%。2024 年公司分红比例 39.20%，同比提升 11.82pct。盈利预测与投资评级：公司盈利结构优化，业绩稳健&自由现金流大幅增厚；拟收购粤丰环保，凭借优秀整合能力加码优质固废项目，增厚盈利与可持续现金流。考虑粤丰于 2025Q2 末并表，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.39、18.81 调增至 18.60、21.17 亿元，预计 2027 年归母净利润为 22.14 亿元，对应 PE 为 10/9/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

中伟股份（300919）：2024 年年报点评：Q4 前驱体盈利低于预期，镍冶炼持续贡献增量

投资要点 Q4 业绩低于预期。公司 24 年营收 402 亿元，同+17%，归母净利润 14.7 亿元，同-25%，扣非归母净利 12.8 亿元，同-19%，毛利率 12.1%，同-1.8pct；其中 24Q4 营收 101 亿元，同环比+24.5%/-0.2%，归母净利润 1.4 亿元，同环比-74%/-69%，扣非归母净利 1.4 亿元，同环比-69%/-63%。Q4 三元前驱体出货环减 30%+，导致单吨净利下滑明显。24 年公司电池材料体系（镍系、钴系、磷系、钠系）产品合计销售量超 30 万吨，其中三元前驱体销量约 20 万吨，同减

13%; Q4 前驱体材料合计出货超 9 万吨, 其中三元前驱体出货约 3.5 万吨, 环减 30%+。我们预计 25Q1 三元前驱体出货环比提升, 25 全年出货 23-24 万吨, 同增 15-20%。盈利端, 24 年三元前驱体均价约 8 万/吨, 同减 15%; Q4 单吨净利下滑明显, 主要受产能利用率下降影响, 随着 Q1 起出货恢复, 25 年单吨净利有望维持 0.5 万元+。Q4 磷酸铁出货大幅增长, 后续有望减亏。24 年公司磷酸铁销量近 8 万吨, 其中 Q4 出货 4 万吨+, 环增近 150%。24 年底公司磷酸铁产能 20 万吨, 我们预计 25 年出货有望近 20 万吨, 同增 150%左右。盈利端, 24 年磷酸铁均价约 0.9 万/吨, 24 全年亏损 1.6 亿元, 我们预计 Q4 亏损约 0.7 亿元。镍冶炼贡献稳定盈利, 中青和 NNI 项目陆续达产, 25 年出货有望翻倍。镍冶炼方面, 我们测算 24 年印尼镍产品出货近 9 万吨, 权益量约 5 万吨, 其中 Q4 出货约 3 万吨, 权益量约 1.8 万吨, 环增 30%左右。公司印尼建成及在建产能 19.5 万吨, 24 年 10 月中青首期第 1、2 条冰镍线全面达产, 剩余 4 条线于 25H1 开始逐步爬坡, 24 年内 NNI 6 万吨产线达产, 25 年初 NNI 共 8 万吨全面达产; 我们预计 25 年镍产品出货 16-18 万吨, 权益量 10 万吨左右, 同比翻倍增长。盈利端, Q4 镍冶炼项目成本维持 1.4-1.5 万美金, 镍均价 1.63 万美金, 我们测算 Q4 镍产品单吨净利 1100 美金+, 预计贡献 1.4 亿左右归母净利。Q4 谨慎计提减值, 经营性现金流下滑。公司 24 年期间费用率 7.7%, 同+0.2pct, 其中 Q4 费用率 8.6%, 同环比-1.9/+0.1pct; Q4 计提资产减值损失 0.5 亿元, 环增 183%; 24 年经营性净现金流 39 亿元, 同-10%, 其中 Q4 经营性现金流 10.7 亿元, 同环比-51%/-31%; 24 年资本开支 64 亿元, 同-7%, 其中 Q4 资本开支 26 亿元, 同环比+27%/+73%。盈利预测与投资评级: 考虑镍价底部区间震荡, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元 (25-26 年原预期 23.1/28.1 亿元), 同比+27%/+34%/+28%, 对应 PE 为 16x/12x/9.5x, 考虑公司为国内第一大前驱体厂商, 且镍自供率持续提升, 给予 25 年 22x PE, 目标价 44 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 销量及政策不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
研究助理: 胡锦芸)

创元科技 (000551): 2024 年报点评: 归母净利润同比高增 61%, 现金流大幅改善

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营业收入 41.92 亿元, 同比减少 3.03%; 实现归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 61.39%。2024 年归母净利润同比高增 61%, 利润率提升。2024 年公司实现营业收入 41.92 亿元, 同比减少 3.03%; 实现归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 61.39%; 扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比增长 77.81%。2024 年公司销售毛利率同比提升 2.30pct 至 23.83%, 期间费用率同比下降 0.61pct 至 13.44%, 销售净利率同比提升 2.82pct 至 9.07%。2024 年绝缘子及精密轴承业务拉动增长, 洁净环保业务收入下滑。分业务来看, 洁净环保设备及工程、输变电高压绝缘子、精密轴承贡献主要收入。1) 洁净环保设备及工程: 2024 年营收同比下滑 13.49%至 22.52 亿元, 收入占比降至 53.73%, 毛利率同比上升 0.30pct 至 17.13%。2) 输变电高压绝缘子: 2024 年营收同增 29.90%至 7.58 亿元, 收入占比 18.08%, 毛利率同增 5.58pct 至 33.53%。根据苏州电瓷 (创元科技持股 86.42%) 财务报告, 2024 年苏州电瓷营业收入 7.57 亿元, 同比增长 31.51%, 归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 103.93%, 主要系国家对电网建设投资持续加强, 公司按计划完成了多条国网特高压关键线路产品的交付与验收, 国内

营业收入同比上升；同时海外拓展成效显著。3) 精密轴承：2024 年营收同增 12.47%至 7.15 亿元，收入占比提至 17.06%。根据苏轴股份（创元科技持股 42.79%）财务报告，2024 年苏轴股份毛利率同比提升 0.62pct 至 37.29%，归母净利润同增 21.32%至 1.51 亿元，主要系公司海外市场增量明显，且毛利率高于国内市场，持续打造差异化竞争优势，国内挖掘自主可控和国产替代业务，并稳健有序地拓展新业务，加大推进降本增效等因素影响所致。2024 年净利率提升带动 ROE 上行，资产负债率下降。2024 年，公司加权平均净资产收益率同比上升 3.41pct 至 10.11%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年公司销售净利率为 9.07%，同比上升 2.82pct，总资产周转率为 0.68（次），同比下降 0.01（次），权益乘数从 23 年的 2.50 下降至 2.69。截至 2024 年末公司资产负债率为 40.98%，同比下降 5.01pct。2024 年经营性现金流净额同比大增，净现比恢复。2024 年，1) 公司经营活动现金流净额 4.64 亿元，同增 111.79%；2) 投资活动现金流净额-0.56 亿元，上年同期为-2.29 亿元；3) 筹资活动现金流净额-3.16 亿元，上年同期为-1.12 亿元。2016-2022 年净现比维持 1 以上，2023 年降至 0.81，2024 年净现比恢复至 1.22，同比大幅改善。盈利预测与投资评级：公司深耕洁净环保领域，总体表现稳健，期待下游行业需求修复；输变电高压绝缘子业务受益于国内外电网投资加强；精密轴承发力新赛道+海外增量显著，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 2.28/2.63 亿元上调至 2.81/3.16 亿元，预计 2027 年归母净利润为 3.51 亿元，2025-2027 归母净利润同比+12%/12%/11%，对应当前 PE 为 16/14/12 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

绝味食品（603517）：2024 年报及 2025 年一季报点评：甩掉包袱，重新出发

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 62.57 亿元，同比下降 13.84%；归母净利润 2.27 亿元，同比下降 34.04%；扣非净利润 2.03 亿元，同比下降 49.39%。2024Q4 公司实现营业收入 12.42 亿元，同比下降 23.80%；归母净利润-2.11 亿元，同比增亏 1.66 亿元；扣非净利润-2.21 亿元，同比增亏 2.56 亿元。2025Q1 公司实现营业收入 15.01 亿元，同比下降 11.47%；归母净利润 1.20 亿元，同比下降 27.29%；扣非净利润 1.06 亿元，同比下降 32.13%。门店业务战略调整，卸下包袱。2024 年公司在鲜货业务/包装产品/加盟商管理/集采业务/供应链物流分别实现营收 48.6/3.6/0.6/3.2/4.9 亿元，分别同比 -15.8%/+29.1%/-26.3%/-38.5%/+10.3%。24Q4 鲜货业务/包装产品/加盟商管理分别实现营收 9.9/0.09/0.07 亿元，同比-24.1%/-88.6%/-64.6%。成本下行带动毛利率提振。2024 年公司实现毛利率 30.5%，同比 +5.8pct，主要得益于成本改善。2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比+3.2/0.8/0.2/0.1pct，销售费用率提升主要系广宣费用增加，管理费用率增加有规模效应减弱的影响。2024 年投资收益亏损 1.6 亿元，23 年为亏损 1.16 亿元。2024 年实现销售净利率 3.3%，同比-1.1pct。2025Q1 实现毛利率 30.8%，同比+0.8pct，预计成本同比还有改善。销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.8/+1.3/-0.2/+0.1pct。25Q1 实现销售净利率 7.7%，同比-1.7pct。内部积极求变，静待改革效果。公司内部积极求变，管理班子注入新鲜血液，后续考虑从提升品牌年轻化、供应链效率角度发力。目前成本基本回落到 2019 年低位水平，中短期在改革下预计仍会有一定费用投入，但随着产能利用率的提升、规模效应释放，利润率有较大的修复空间。盈利预测与投资评级：考虑

公司内部改革仍需一定时间，我们下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.0/5.1/5.6 亿元(此前 2025-2026 年分别为 6.7/7.4 亿元)，同比+78%/+26%/+10%，对应 PE 为 25/19/18X。市场已经消化业绩下修的影响，公司内部调整积极推进，有底部向上的趋势，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦)

中国财险 (02328.HK): 2025Q1 业绩预增：承保与投资业绩均提升，净利润接近翻倍

投资要点 【事件】中国财险发布 2025 年一季度业绩预增预告：净利润同比增长 80%-100%，据此计算约 106-117 亿元。2024 年同期归母净利润为 59 亿元，同比-38.3%。公告称，业绩预增原因主要为：①优化费用投入，改善业务结构，推进风险减量服务，加之重大灾损同比减少，承保利润同比增幅较大。②适度增配具有长期价值的优质权益类资产，受益于一季度资本市场整体回暖，公司配置结构的优化放大了市场上涨的正向效应，总投资收益同比增幅较大。承保端，我们预计公司综合成本率同比明显改善，主要由于：①外部环境：2025 年 Q1 大灾较少利好财险公司降低赔付。在大灾等因素影响下，中国财险 2024Q1 综合成本率同比提升 2.2pct 至 97.9%。而根据国家应急管理部数据，2025 年一季度国内重大自然灾害损失同比明显减少，我们认为将利好财险公司赔付支出的下降。②内部驱动：持续优化业务结构，持续推动风险减量与降本增效。近年来公司持续优化业务结构，大力拓展家自车新车市场份额，加速布局个人非车业务，改善法人业务结构。同时，建立“5+5”全面降本增效机制，积极推行“报行合一”，2024 年综合费用率同比 1.4pct，预计 2025 年有望持续显效。③我们认为公司作为国内财险行业龙头，整体业务质量较好，成本管理能力突出，看好公司未来仍将保持领先行业的承保盈利能力。投资端，我们预计权益投资表现较好。2025Q1 沪深 300、上证综指分别累计-1.2%、-0.5%，虽略弱于 2024 年同期的+3.1%、+2.2%，但以成长风格为主的结构行情或有助于提升公司基金持仓收益。同时恒生指数上涨 15.3%，远好于 2024 年同期的-3.0%，预计也利好公司相关投资回报。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头的长期盈利优势，维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 352/379/419 亿元，当前市值对应 2025E PB 0.9x。维持“买入”评级。风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

大金重工 (002487): 2024 年年报点评：出海盈利能力显著超预期，进入订单释放+量利双升共振阶段

投资要点 事件：公司 24 年营收 37.8 亿元，同比-12.6%，归母净利润 4.7 亿元，同比+11.5%，毛利率 29.8%，同比+6.4pct，归母净利率 12.5%，同比+2.7pct；其中 24Q4 营收 14.7 亿元，同环比+48.5%/+55.1%，归母净利润 1.9 亿元，同环比+1017.5%/+77.4%，毛利率 34%，同环比+13.1%/+8.7pct，归母净利率 13%，同环比+11.3%/+1.6pct。业务拆分：①风电塔筒管桩：金属制品业收入 35.6 亿元，同比-15.0%，下滑的主要原因是公司不断缩减国内盈利较差、现金流回款差的塔筒业务；毛利率 26.9%，同比+5.7pct，主要是出口海工收入占比起量，叠加出口海工盈利能力逐季改善。②新能源发电：收入 2.2 亿元，同比+64.0%，毛利率 78.5%，同比-11.2pct，主要为阜新彰武西六家子 250MW 风电项目贡献盈利，该项目全年贡献盈利约 1.66 亿元。出口海工盈利能

力显著超预期，25 年有望量利齐升：24 年公司出口海工发运量近 11 万吨，同比增长 10%。盈利能力方面，公司全年实现营收 17.3 亿元，对应单价约 1.58 万元/吨，全年毛利率 38.5%，其中上半年 29.8%，下半年 45.2%，下半年盈利能力显著超预期，主要系：Q4 确收 Thor 项目价格环比上涨、产品复杂度提升、以及交付模式由 FOB 转为 DAP（赚取船运及管理费）。考虑公司新增订单边际仍在涨价，以及 26 年自有运输船下水后可降本，预计公司盈利能力有望维持，25 年进入订单兑现、业绩量利双升的共振阶段。公司启动浮式基础布局，打造第二增长曲线：目前，全球有近 2GW 的浮式项目已锁定电力承购协议，预计 2025 年英国、法国、韩国、意大利、挪威、葡萄牙和西班牙将启动更多的浮式风电招标，该行业正处于一个转折点。25 年 4 月公司正式设立全球浮式业务中心，并完成核心团队的招募和任命，深度布局浮式基础产能及潜在订单，浮式基础的技术难度、重量及盈利都将远高于单桩，打造远期第二增长曲线。盈利预测与投资评级：考虑公司出口毛利率超预期，在手订单不断增加贡献 26~27 年交付量，我们上调 25~26 年盈利预测，预计归母净利润为 8.5/12.1 亿元（原预期为 8.2/11.1 亿元），同增 80%/42%；27 年归母净利润预期 15.0 亿元，同增 25%，25-27 年归母净利润对应 PE 17/12/10x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：胡隽颖）

中国人保（601319）：2025Q1 业绩预增：承保与投资业绩均提升，预计归母净利润同比增长 30-50%

投资要点 【事件】中国人保发布 2025 年一季度业绩预增预告：归母净利润预计为 117-134 亿元，同比增长 30%-50%。2024 年同期归母净利润为 90 亿元，同比-23.5%。公告称，业绩预增原因主要为：①承保端不断优化业务结构、提升业务质量，承保业绩较快增长。②投资端落实中长期资金入市要求，不断优化行业配置结构，投资业绩大幅提升。承保端，我们预计公司综合成本率同比明显改善，主要由于：①外部环境：2025 年 Q1 大灾较少利好财险公司降低赔付。在大灾等因素影响下，中国人保 2024Q1 综合成本率同比提升 2.2pct 至 97.9%。而根据国家应急管理部数据，2025 年一季度国内重大自然灾害损失同比明显减少，我们认为将利好财险公司赔付支出的下降。②内部驱动：持续优化业务结构，持续推动风险减量与降本增效。近年来公司持续优化业务结构，大力拓展家自车新车市场份额，加速布局个人非车业务，改善法人业务结构。同时，建立“5+5”全面降本增效机制，积极推行“报行合一”，2024 年综合费用率同比 1.4pct，预计 2025 年有望持续显效。③我们看好公司将保持优于行业的长期承保盈利水平。近三年公司平均综合成本率仅为 97.6%，我们认为公司作为国内财险行业龙头，整体业务质量较好，成本管理能力突出，看好公司未来仍将保持领先行业的承保盈利能力。投资端，我们预计权益投资表现或较好。2025Q1 沪深 300、上证综指分别累计-1.2%、-0.5%，虽略弱于 2024 年同期的+3.1%、+2.2%，但以成长风格为主的结构行情或有助于提升公司基金持仓收益。同时恒生指数上涨 15.3%，远好于 2024 年同期的-3.0%，预计也利好公司相关投资回报。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势，在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。我们维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 461/511/574 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.0x。维持“买入”评级。风险提示：

1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

柳工(000528): 2025Q1 业绩预告点评: 归母净利润同比+25%到+35%超预期, 看好 2025 年盈利能力继续改善

投资要点 2025Q1 归母净利润同比+25%到+35%, 超市场预期 根据业绩预告, Q1 公司预计实现归母净利润 6.2-6.7 亿元, 同比+25%-35%, 超出市场预期(此前市场预期 20%-30%), 实现扣非归母净利润 5.8-6.3 亿元, 同比+26%-37%。2025 年一季度公司国内土方&非土方工程机械产品表现优异, 好于行业; 海外 25Q1 矿山利润同比增长近 70%, 非洲、中东、亚洲、东南亚、南亚等地区收入均保持高速增长, 我们预计公司海内外均实现快速增长。利润端, 2025Q1 归母净利率预计 6.9%-7.4%, 同比+0.6-1.1pct, 盈利能力持续改善。我们预计随着公司采购端持续降本、生产效率提升、大型化&电动化产品占比提高、海外渠道建设推进, 公司盈利能力有望持续提升。国内挖机开启向上周期, 公司土方占比高 α 凸显 25Q1 挖掘机累计内销达 36562 台, 同比+38%, 装载机内销达 16379 台, 同比+24.7%, 国内工程机械开启上行周期, 土方机械率先超预期恢复。我们判断国内挖机销量持续超预期主要系: ①存量需求更新替换: 上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年, 按照挖机平均 8-10 年计算, 近两年为存量需求集中更换新机节点; ②资金端好转: 国内下游资金端从 2024Q4 开始好转, 对存量及新增项目均有支撑作用; ③农村需求持续高景气: 机器替人+政策支持, 小挖需求持续高增。展望后续, 我们预计后续可以期待一系列内需提振的政策或者补贴出台, 继续刺激内需向上。公司是国内土方机械占比最高的公司, 我们预计 2024 年公司国内土方机械收入占比达到 50%, 产品结构优异, 公司有望充分受益于行业周期向上。混改股权激励+股份回购彰显长期发展信心, 拓品类下业绩强弱周期并进 2022 年公司完成混改并实现整体上市, 混改完成后陆续发布股权激励和定增, 有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性, 综合竞争力大幅增强。2024 年公司实施两期股份回购, 截至 25 年 2 月 28 日累计已回购 5523 万股, 占公司总股本 2.7%, 彰显长期发展信心。2024 年 12 月, 公司发布 2025 年经营展望, 预算营业收入 346 亿元, 同比+15%, 销售净利率提高 1pct 以上, 利润高增趋势明显。此外, 公司积极推进业务多元化, 2024 年叉车、高机、起重机、小型机板块利润同比分别+20%、+27%、+120%、+190%, 较大程度抚平周期波动。矿山机械收入同比+60%, 内外销市占率分别提升 1pct、3pct, 拓品类成果显著, 有望成为公司长期增长点。盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.72/28.93/37.95 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 11/8/6x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期

(证券分析师: 周尔双)

燕京啤酒(000729): 2024 年业绩快报点评: 大单品势能依旧, 改革逻辑持续兑现

投资要点 事件: 2024 年公司实现营收/归母净利润 146.7/10.6 亿元, 同比+3.2%/63.7%; 2024Q4 营收/归母净利润 18.2/-2.3 亿元, 同比+1.3%/减亏 0.8 亿元。据 2025Q1 业绩预告, 预计 2025Q1 公司实现归母净利润 1.6-1.72 亿元, 同比+55.96%-67.66%。U8 大单品增势依旧强劲, 2024 年啤酒业务量价齐升。拆分量价: (1) 2024 年/2024Q4 啤酒销量分别为 400.44/55.7 万千升, 同比分别+1.57%/8.91%。2024 年市场精耕细作与战略性扩张并行推进, 同步完成销售渠道结构升级, 其中 U8 实现销量 70 万千升, 同比增长 31%, 销量占比同比增长 3.95pct 至

17.38%，实现全国化布局与销量双突破，势能依旧。(2) 2024 年/2024Q4 千升营收分别为 3662.73/3268.49 元/千升，同比分别+1.60%/-8.0%，我们认为 2024Q4 千升营收或受非啤酒业务与货折扰动。2024 年公司在行业整体承压的背景下，实现了业绩的强势突破。利润表现超出我们此前预期：2024 年/2024Q4 公司归母净利率分别同比+2.7/4.6pct，我们认为业绩超预期或归因于：(1) 成本红利释放；(2) U8 带动产品结构升级、量价齐升；(3) 深化内部改革：运营效率提高、资源配置优化、运营成本降低驱动费率优化、盈利提升。2025Q1 开门红表现亮眼，2025 年看好改革与大单品逻辑持续兑现：(1) 大单品 U8 势能仍强劲（据业绩预告，2025Q1U8 延续 30%+高增速）；(2) 改革逻辑预计持续兑现，2024 年燕京/青啤/华润归母净利率分别为 7.20%/13.52%/12.27%，优化提效空间仍足。盈利预测与投资评级：大单品增势依旧，改革逻辑持续兑现。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 10.55/14.70/17.06 亿元，同比增长 63.58%/39.35%/16.11%，对应当前 PE35.30x、25.33x、21.82x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁)

许继电气(000400)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：计提大额减值，业绩略低于市场预期

投资要点 事件：发布 24 年年报，公司 24 年营收 170.9 亿元，同比+0.2%，归母净利润 11.2 亿元，同比+11.1%，扣非归母净利润 10.6 亿元，同比+22.2%，25Q1/24Q4 营收 23.5/75.0 亿元，同比-16.4%/+20.4%，归母净利润 2.1/2.2 亿元，同比-12.5%/+13.9%，扣非归母净利润 2.0/2.0 亿元，同比-10.0%/+31.6%。24 年毛利率 20.8% (+2.8pct)/净利率 7.6% (+0.6pct)，25Q1/24Q4 毛利率 23.5%/19.3%，同比+5.2/2.5pct；净利率 10.0%/3.6%，同比+0.7/-0.8pct。受收入结构+减值影响，公司业绩略低于市场预期。传统主业提质增效，盈利能力持续提升。1) 24 年智能变配电业务收入 47.11 亿元，同增 3%，毛利率 24.26%，同比+1.6pct。24 年国网保护/监控招标量同比+15%/16%，25 年我们预计公司主网二次收入维持稳定增长，配电业务随配网投资加速有望实现 5-10%左右增长；2) 24 年智能电表业务收入 38.66 亿元，同增 11%，毛利率 24.66%，同比-0.57pct。24 年公司智能电表份额保持领先，我们认为随着新版智能电表的推出，电表业务单价有望上涨，25 年智能电表收入有望 5-10%的增长。总包业务大幅剥离，一次&电力电子表现稳健。1) 24 年公司新能源业务收入 24.64 亿，同减 37%，毛利率 8.14%，同比+2.72pct。公司持续压降总包业务，我们预计 SVG、储能 PCS 等设备收入保持稳健增长，EPC 剥离带动板块毛利率大幅提升。2) 24 年中压供用电设备收入 33.52 亿元，同增 7%，毛利率 18.77%，同比+2.51pct。开关柜等一次设备在发电侧和工业侧均有较好突破，降本优化提升板块毛利率，后续我们预计有望保持提升趋势。3) 24 年充换电设备收入 12.52 亿元，同增 4%，毛利率 14.18%，同比+3.61pct。公司充电桩在海外市场实现突破，我们预计 25 年板块收入有望保持 10%以上增长。特高压在手订单充沛，建设加速确收有望持续超预期。24 年直流输电业务收入 14.44 亿元，同增 102%，毛利率 30.92%，同比-11.37pct。毛利率大幅下滑，我们预计主要系 24 年确收了较多直流测量等低毛利产品所致，收入超预期我们认为主要为陇东-山东控保+哈密-重庆部分换流阀提前在 24Q4 确收，同时导致 25Q1 收入有所承压。25 年随着甘浙柔直+广东背靠背等项目的推进，我们预计板块收入有望超 17 亿，且毛利率有望大幅提升。24 年营销费用增长较多，合同负债增速较快。24 年/25Q1 期间费用率为 12.54%/13.06%，同比

+1.68pct/+4.03pct, 25 年公司将加大控费力度, 期间费用率有望实现稳中有降。24 年末合同负债 17.13 亿元, 同比+26%。24 年末应收账款 87.94 亿元, 同比+22%。公司 24 年计提资产+信用减值损失 2 亿元, 我们预计随着现金流入账, 减值有望在 25 年冲回, 对利润形成补充。 盈利预测与投资评级: 考虑到国网 24 年特高压开工招标有所延后, 25 年开始加速开工但对 25 年业绩可能略有影响, 我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 15.2/19.0 亿元 (前值为 17.2/20.8 亿元), 预计公司 27 年归母净利润为 23.5 亿元, 分别同比+36%/25%/24%, 现价对应 PE 分别为 16x、13x、10x。电网建设高景气, 柔直渗透率提升趋势不变, 公司有望充分受益, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 电网投资不及预期, 特高压建设不及预期, 竞争加剧等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋
证券分析师: 司鑫尧 研究助理: 许钧赫)

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。

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>