

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-10

宏观策略

2025 年 04 月 10 日

宏观点评 20250408: “科特估”为“国产化”重塑估值——关税压力下的资本市场战略协同

硬科技实力持续提升，国产化率仍有空间：中国在自主创新的路上奋力追赶，近年来排名持续上升。在科学、技术和生产的每个维度的复合领域评分上，中国在所有三个维度的复合评分都经历了飞跃，尤其在技术维度上增长得最为明显，且增长速度还在持续提升。从产业增加值和海外收入分布来看，目前中国科技企业对国内市场的依赖程度和国产化程度仍然有待提升。“科特估”体系下资本市场与国产化的协同效应：国产化是实现产业链安全的必要路径，国产企业通过“估值提升—信心提升—资金流入—国产化率提升—估值提升”形成正向的闭环，资本市场与产业形成产融协同新范式，有望进一步增加资本市场和经济运行的稳定性。在“科特估”的引领下，资本市场对科技企业给予了极强的信心，国产化率进一步提升的过程中，资本市场配合给与估值提升的配合，进一步增强企业创新的信心，“科特估”正是对中国经济“新旧动能转换”的重定价。风险提示：经济数据改善节奏不及预期，海外关税进一步超预期，地缘政治风险，国内科技产业业绩落地不及预期

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观点评 20250407: 应对关税冲击，逆周期政策还有哪些可选项？

我们认为稳增长的政策选择很多，接下来的系统性政策可能会有三个重点：①防止出口风险扩散→②调整需求结构→③扩大政策规模。风险提示：政策落地不及预期；政策调整风险；政策理解偏误。

固收金工

固收深度报告 20250407: 城投挖系列（十四）之产业强鄂，荆楚致远：

湖北省城投债现状 4 个知多少

总结与观点：1）当前湖北省城投债等级利差在债市震荡行情中小幅走阔至 15BP 左右，在城投板块整体受化债逻辑的加持叠加湖北省自身区域发展定位清晰的前提下，湖北省城投主体的信用风险预计将趋于缓释，利差大幅回调的概率不高，走势或仍以跟随债市宏观环境变化而变化，因此针对湖北省城投主体采取资质下沉策略仍具备一定的票息性价比。2）但由于经济基本面修复进度、刺激经济修复的相关政策力度和效果以及央行在资金面的调控和降准降息的时机判断均构筑市场的不确定性，故建议投资者把握每一次的调整时机进行中短端下沉布局，同时搭配久期策略，由短及长渐进式增加仓位，包括湖北省在内的中部大省均适宜作为增厚票息收益的目标区域，部分市（州）的存量城投债平均票面利率可达 5% 以上，此外，若出现强资质主体新发长债的机会亦可参与。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

固收周报 20250406: 转债加权估值中枢预将维稳

上周（0331-0404）海外风险类资产受特朗普关税政策超预期影响，全面承压，主要经济体国债收益率长端跌幅在 10-30bp 不等，其中美债 10Y 跌幅约 20bp，跌破 4% 整数大关，围绕中期再通胀预期的交易让位于围绕

短期硬着陆预期的交易。我们认为如果慢性滞胀预期让位于急性衰退预期，联储或早于 6 月重启降息，以同时应对财政的再平衡—本质上即紧缩—举措，以及潜在针对特朗普关税政策的关税反制，两者均将抑制总需求，短期美债 10Y 存在继续探底的空间。我们进一步认为在策略上，当前做陡曲线—即做多短端，同时做空长端—仍有较大可能，在未来一段时间获得市场青睐。国内方面权益指数多呈现类“十字星”形态，且上证指数周四尾盘有所拉升，同全球权益市场表现呈现出一定弱相关关系。转债方面周四受益于权重银行、猪及公用、必选消费行业题材支撑，大盘指数及金融、公用事业、日常消费指数逆势收红，内循环优于外循环题材表现。转债策略上仍整体延续前期观点，后市几点增量/修正思考：1）大盘权重标的以银行、光伏、猪等中低价高评级标的为主，在转债配置层面的稀缺性所导致的估值保护，将体现在控回撤的高亮表现上，风险收益分析甚至可能优于正股；2）建议关注业绩波动较小且确定性强，债底保护坚实的中高评级标的，并广泛置换中高价高估值（绝对估值而非相对估值）标的，以增强持仓的控回撤能力；3）短期不再建议去做信用下沉或负溢价率博弈，以规避正股潜在的向下波动。

固收周报 20250406：周观：“对等关税”如何影响债券市场？（2025 年第 13 期）

美国当地时间 4 月 2 日下午，特朗普签署关于“对等关税”的行政令，宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，对部分国家征收更高的差异化“对等关税”，其中对中国加征 34% 税率。受此影响，全球金融市场震动，4 月 3 日当日，各期限国债收益率全线下行，其中 10 年期国债活跃券收益率下行 7.8bp 至 1.73%。对于债券市场而言，我们认为此次“对等关税”将打破 2025 年初以来债券市场震荡的格局，在基本面、宽货币政策和资产荒的推动下，债牛逻辑更加顺畅。首先，对于基本面而言，我们一直观察库存周期。从去年 9 月开始，库存周期进入“主动去库存”，今年 2 月出现了从“主动去库存”转向“被动去库存”的迹象，处于阶段切换的关键阶段。我们注意到下游行业大多仍然处于“主动去库存”阶段，经济从下游需求向上游传导的基础仍然较为薄弱。“对等关税”对外需的冲击将影响企业利润，令经济萧条期的时间延长，基本面方向有利于债券。其次，对货币政策的安排上，2025 年一季度货政委员会例会保持“择机降准降息”的表述。对于其中的“机”，一是外部货币政策调整，二是内部基本面的变化。此前市场普遍预期降息落地时间为下半年。在“对等关税”的冲击下，择机过程中，内部基本面的权重上升，二季度对于货币政策的博弈将加剧，宽货币抢跑情景或再现。此前一季度央行有定力收紧流动性，在于对经济基本面复苏有信心，“对等关税”后定力或难延续。最后，在“资产荒”方面，3 月 31 日公布了二季度国债发行计划，5000 亿元注资特别国债的即将发行令市场产生了供给冲击的担忧，但若风险偏好好在“对等关税”的冲击下走弱，增加的债券供给将得到有效的消解。同时，截至 4 月 3 日，各省份共公布二季度地方债发行计划 19136 亿元，而一季度共发行地方债 28421 亿元，虽然还有部分三分之一的省份未公布发行计划，但目前来看地方债供给压力可控。“对等关税”政策公布后，宏观和政策环境不确定性陡增，建议投资者在不确定下博弈债券的确定性收益，二季度 10 年期国债收益率或下行至 1.5%。风险提示：特别国债供给冲击；美关税政策扰动。

固收点评 20250405：二级资本债周度数据跟踪（20250331-20250404）

本周（20250331-20250404）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 1616 亿元，较上周减少 224 亿元。

固收点评 20250405：太能转债：光伏电站运营龙头

我们预计太能转债上市首日价格在 93.85~104.52 元之间，我们预计中签率为 0.0130%。

固收点评 20250405：绿色债券周度数据跟踪（20250331-20250404）

本周（20250331-20250404）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 3 只，合计发行规模约 11.00 亿元，较上周减少 156.81 亿元。绿色债券周成交额合计 437 亿元，较上周减少 129 亿元。

行业

东吴金融 财富管理月报(2025/03)：基金日均成交额及换手率环比双降，新发基金规模显著下降

2025 年 3 月，基金指数净值整体小幅下跌，各类型基金收益高于股票指数型，其中普通股票型、偏股混合型基金小幅上涨。2025 年 3 月，股票型 ETF 基金资金净流出 83 亿元，现存总规模 24,096 亿元。股票型 ETF 主要按照宽基 ETF、行业与主题 ETF、风格 ETF 分类分析。宽基 ETF 方面，净流出 279 亿元，规模维持在 17,937 亿元；行业与主题 ETF 方面，净流入 163 亿元，规模维持在 5,793 亿元；风格 ETF 方面，净流入 32 亿元，规模维持 364 亿元。金融板块 ETF 呈现资金流入态势。截至 3 月 31 日收盘，银行 ETF 总市值达 175 亿元，净流出 7 亿元；证券 ETF 总市值达 579 亿元，净流入 9 亿元。风险提示：1) 市场变化风险：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场仍有波动风险。2) 政策变化风险：政策的调整可能会对市场产生重大影响，导致基金净值大幅波动。

推荐个股及其他点评

苏轴股份(430418)：2024 年报点评：国内自主品牌业务与海外增量共驱成长，RV 减速器实现小批量供货

公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 7.15 亿元，同比+12.42%；归母净利润 1.51 亿元，同比+21.32%；扣非归母净利润 1.48 亿元，同比+27.83%。业绩同比增长主要系公司发力国内自主品牌业务，受益于国产替代趋势，并稳健有序地拓展新业务，博格华纳、博世、耐世特、恺博等知名客户新项目带来增量；同时坚持全球化布局，海外知名客户如博世、麦格纳、博格华纳等在手项目快速增量爬坡，驱动较高毛利的境外市场营收同比+15.55%，带动公司整体销售毛利率同比提升 0.62pct 至 37.29%。此外，公司持续推进降本增效与数字化管理提升，技术赋能提速增产扩能，单件产品生产成本有所下降，销售净利率同比+1.55pct 至 21.06%。公司高品质差异化产品构筑品牌竞争力，不断完善国内海外市场协同发展格局，业绩增长可期。我们调整公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.94/2.42/3.01 亿元（2025/2026 前值为 2.07/2.55 亿元），对应最新 PE 为 21.19/16.95/13.63x，维持“买入”评级。风险提示：1) 国际贸易风险；2) 汇率波动风险；3) 市场竞争加剧风险。

尚太科技(001301)：25Q1 业绩预告略超预期，盈利水平持续可期

盈利预测与投资评级：维持 25-27 年归母净利润预测为 10.3/14.3/17.5 亿元，同比+22%/+39%/+23%，对应 13/9/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原

材料价格波动，市场竞争加剧。

长江电力 (600900): 2025Q1 电量稳增，十年期国债收益率下行，红利标杆空间打开

盈利预测与投资评级: 公司已发布 2024 年业绩快报, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润 325.20/341.82/354.25 亿元的预期; 同比增长 19.4%/5.1%/3.6%; 对应当前 PE 22/21/20 倍 (估值日 2025/4/8), 维持“买入”评级。

比亚迪 (002594): 2025 年一季报预告点评: 大超市场预期, 全球化和智能化强化优势

投资建议: 考虑到需求好于预期, 我们上修公司 25-27 年归母净利润 550/683/821 亿元 (此前预测 531/651/781 亿元), 同增 37%/24%/20%, 对应 PE 18/15/12x, 给予 25 年 28x, 目标价 507 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动, 销量不及预期。

古井贡酒 (000596): 2024 年业绩快报点评: 稳健收官, 平稳过渡

事件: 公司发布 2024 年业绩快报, 24FY 实现总营收 235.8 亿元, 同增 16.4%; 利润总额 77.9 亿元, 同增 23.0%; 归母净利 55.1 亿元, 同增 20.2%。相应估算 24Q4 总营收、利润总额、归母净利分别同增 4.8%、1.6%、-1.2%。业绩基本符合市场预期, 所得税对净利增速造成拖累。24FY 稳健收官, 省内保持强势。2024 年公司持续推动省内网点下沉, 省外样本市场亦打造稳步推进。1) 分产品: 24FY 估算古井分部收入同增约 17%, 其中预计年份原浆收入同增约 20%, 古 5、献礼等合计同比实现个位数增长, 古 20 同增双位数, 古 8、古 16 增速更快。2024 年商务需求边际趋弱背景下, 公司宴席及动销活动主要向古 8、古 16 倾斜。2) 分区域看: 24FY 古井省内增速略快于省外, 其中古 8 及以下产品省内外收入增速差异不大, 但省内外古 16、古 20 结构性增长好于省外: 1 是省内外古井引领消费升级卓有成效, 2 是古 20 明确省外控量保价, 并加强窜货整治, 省外回流省内现象显著减少。盈利预测与投资评级: 收入端, 25Q1 古井回款任务顺利推进, 预计全年收入双位数增长压力不大; 利润端, 考虑 2024 年税金影响, 预计 2025 年净利率同比仍有改善空间。参考 2024 业绩快报以及 2025 开年回款动销情况, 相应调整 2024~2026 年归母净利润为 55.1、63.1、74.1 亿元 (前值为 57.0、66.7、79.3 亿元), 同比+20%、15%、17%, 对应 PE 为 16.5、14.4、12.3 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 经济复苏不及预期、次高端扩容不及预期、黄鹤楼营收表现不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250408：“科特估”为“国产化”重塑估值——关税压力下的资本市场战略协同

北京时间 4 月 3 日凌晨，美国总统特朗普宣布“史上最激进关税方案”，对中国关税税率达到 54% 之高，其贸易保护主义行径严重背离 WTO 规则框架。随后，中国宣布反制，针对原产于美国的全品类进口商品实施 34% 惩罚性关税政策。中方基于《关税法》《海关法》等法律法规进行反制，不仅是对美方单边主义行为的战略回应，更是本土产业链实现进口替代、重构市场格局的战略转折点，在捍卫国家经济主权的同时，为国内产业释放出可观的市场替代空间。在全球经贸秩序重构的关键节点，国产替代已从战略储备转化为必然选择，而此次关税反制政策实质为这一趋势注入加速动能。 国产替代的战略窗口开启 国家安全视角下的供应链重塑：在全球产业链供应链面临重构的环境下，外部环境的复杂性和不确定性上升，尽管国家围绕重点产业链薄弱环节，集中优质资源合力攻关、提升产业体系自主可控和安全水平等方面已经持续取得了积极进展，但在当前外部的“围追堵截”的压力下，我国提升产业链韧性和安全水平仍然迫在眉睫。如今，在技术与产能的合力作用下，中国有望通过“内循环”进一步加速实现产业链全面“中国化”发展。 价格重构驱动消费转向本土化：随着中国强力反制措施的落地，额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减，国内产品的国产化预计将迎来提速。对美加征关税后，我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开，以航空器、消费电子、汽车核心部件、高端农产品为代表的领域将出现显著替代效应。 政策组合强化国产化信心：2020 年至 2025 年，从中央部委到地方政府，各部门积极发布了各项政策，从政府采购倾斜、税收优惠、技术攻关、产业链安全、地方试点、金融支持等多维度推动国产替代，重点领域包括半导体、基础软硬件、环保装备、智能汽车等，体现了国家在关键产业链引导实施自主可控的长期战略。五年以来，本土化产业链在许多关键领域已实现大幅突破。 “科特估”体系为国产化重塑估值 硬科技实力持续提升，国产化率仍有空间：中国在自主创新的路径上奋力追赶，近年来排名持续上升。在科学、技术和生产的每个维度的复合领域评分上，中国在所有三个维度的复合评分都经历了飞跃，尤其在技术维度上增长得最为明显，且增长速度还在持续提升。从产业增加值和海外收入分布来看，目前中国科技企业对国内市场的依赖程度和国产化程度仍然有待提升。 “科特估”体系下资本市场与国产化的协同效应：国产化是实现产业链安全的必要路径，国产企业通过“估值提升—信心提升—资金流入—国产化率提升—估值提升”形成正向的闭环，资本市场与产业形成产融协同新范式，有望进一步增加资本市场和经济运行的稳定性。在“科特估”的引领下，资本市场对科技企业给予了极强的信心，国产化率进一步提升的过程中，资本市场给与估值提升的配合，进一步增强企业创新的信心，“科特估”正是对中国经济“新旧动能转换”的重定价。 战略反制引发的产业变革，正在催生中国制造业的“二次革命” 关税壁垒的升级表面是贸易博弈工具，实则为本土产业升级的战略机遇窗口。在市场选择与政策引导的协同作用下，“中国制造”有望突破后发优势的瓶颈，完成从“模仿”到“超越”到“主导”的质变，开启全球价值链重构的新时代。 风险提示：经济数据改善节奏不及预期，海外关税进一步超预期，地缘政治风险，国内科技产业业绩落地不及预期

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 潘京)

宏观点评 20250407: 应对关税冲击, 逆周期政策还有哪些可选项?

1、宏观政策会加大力度保障实现 5% 的经济目标。一季度来看, 政策节奏并不快; 随着对等关税落地, 政策加码时刻已经到来。3 月 23 日李强总理指出将在“必要时推出新的增量政策, 为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑”, 目前已到“必要时”。 2、政策关键在 3 个问题, 即节奏、力度、方向。从政策节奏来看, 4 月政治局会议是重要的时间窗口。一方面, 政策出台越早, 经济的损失越小, 所以储备到下半年出的政策可能会提前到二季度; 另一方面, 参考去年 924 后的一揽子政策, 稳增长是涉及各个部门的系统性政策, 需要一定时间研判形势、确定政策。从政策力度来看, 必然会加大力度稳增长, 但政策思路仍然遵循高质量发展的逻辑。保障实现 5% 增长目标可能并不意味着大放水式的强刺激, 坚持高质量发展仍然是主要思路和逻辑, 在稳增长的同时, 仍然会兼顾债务风险的平衡, 并通过结构性改革释放经济活力。从政策方向来看, 按照潜在空间从大到小排序: 消费>房地产>基建投资>制造业投资。今年 1-2 月制造业投资增长 9%, 基建投资 (含电力) 增长 10%, 进一步扩大基建和制造业投资的空间并不大, 而年初社零增速只有 4%, 消费的潜在空间都比投资要大得多。另外, 房地产销售和投资仍然偏弱, 也存在一定的潜在空间。 3、我们认为稳增长的政策选择很多, 接下来的系统性政策可能会有三个重点: ①防止出口风险扩散→②调整需求结构→③扩大政策规模。下面我们将讨论这三个方向里, 可能的政策选择: (1) 防止出口风险扩散, 主要是稳定出口链企业和就业, 减轻关税冲击对整体经济的影响。可选的政策包括: ①扩大出口退税规模, 参考 2017-2018 年出口退税率提高 0.6 个点, 对应出口退税增加近 1700 亿, 达到 2 万亿左右。②降低非美国国家的进口关税、提高对非美国国家的出口补贴 (要在避免贸易摩擦和反倾销调查的前提下), 鼓励企业扩大非美市场。如上轮贸易战期间, 2018 年对美进口加征反制关税, 同时降低非美国国家的进口关税, 全年我国关税总水平下降近四分之一, 从上年的 9.8% 降至 7.5%。③促进出口转内销, 部分产品可以给予一定补贴, 比如按出口退税的标准补贴, 或是参与国内市场的“以旧换新”补贴。④加大财政补助失业保险的力度, 让参保的失业人员都能顺利领取失业金, 减轻出口链失业带来的消费冲击。从调查失业率口径来看, 2023 年末 2400 万城镇调查失业人员里, 只有 352 万人领取失业保险, 受益率只有 14.7%。⑤参考 2020 年, 可能会有阶段性的出口企业税费缓缴, 减轻流动性压力, 支持企业渡过难关。(2) 调整需求结构, 主要是激发国内需求, 外需走弱、内需接力。可选的政策包括: ①现有的消费补贴可以提高幅度。举例来说, 可以把目前家电汽车手机等产品的补贴力度上调 10 个点, 如手机补贴 15%、至多 500 元, 可以上调至 25%、至多 1500 元, 其他产品以此类推。②将补贴范围扩大至服务消费。可以考虑交通出行 (如公交地铁、铁路等)、餐饮、酒店住宿、旅游景点等方面, 参考家电“以旧换新”, 对这些服务消费给予 10%-20% 的消费补贴, 并且提高频次, 比如可以考虑每月 (或季度) 每人每类服务消费一张补贴券, 扩大补贴人群的覆盖面。③允许合理用途提取公积金、医保个人账户资金。许多城市对公积金提取和医保个人账户使用有较大限制, 应该允许合理用途的提取, 以减轻居民收支压力。公积金方面, 所有租房、购房、装修等相关用途都可以允许提取; 医保个人账户可以允许各地借鉴 2021 年之前北京市的政策, 个账资金存至个人银行账户, 不限制使用方向。④扩大货币化安置规模, 并加快落地。去年 10 月通过货币化安置的方式支持 100

万套住房改造，可以考虑扩大规模，如扩围至 200 万套。另外，前期货币化安置落地较慢，需要加快政策的落地。⑤其他房地产政策，一方面，常规的降低公积金贷款利率、降低商贷利率还有空间；另一方面，专项债收储商品房加快推进。去年 10 月提出专项债收储商品房，时隔半年，进展偏慢，可以加快形成方案推进，必要时加大收储力度，促进各城市供需平衡。⑥扩大投资的两个方向，一是支持人工智能等新质生产力方向的投资布局，二是在养老和医疗等领域的“补短板”投资。（3）扩大政策规模，主要是财政和货币等总量型政策的扩张。①财政方面，可以分两步走，第一步是调整支出结构、提高稳增长效率。在出现极端压力之前，可以调整现有财政资金的使用结构，如 8000 亿用于“两重”的特别国债，可以调整用于产业投资、促消费、稳定出口就业等方面，提高现有政策的稳增长效率，如去年 7 月调整 3000 亿超长期特别国债用于设备更新和以旧换新。第二步，财政政策加力，如 4 月 6 日《人民日报》指出“财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间”。②货币政策方面，及时降准、适时降息，稳定社会信心和金融市场预期，引导融资成本继续下行。此外可以通过结构性货币政策，精准支持受关税冲击的出口企业，如扩大出口信用保险的承保规模和覆盖面、引导金融机构提高对出口企业的信贷投放比例等。风险提示：政策落地不及预期；政策调整风险；政策理解偏误。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收深度报告 20250407：城投挖系列（十四）之产业强鄂，荆楚致远：湖北省城投债现状 4 个知多少

观点 湖北省概况：1）经济：2024 年湖北省经济总量为 60,012.97 亿元，同比增速为 5.8%，增速位于全国中上水平，在推动长江经济带和中部地区经济发展中均释放出较强活力。2）财政：2024 年湖北省一般公共预算收入为 3,937.05 亿元，位列全国第 11，但一般公共预算收入增速为 6.61%，排名第 4，后疫情时代的地区经济处于稳步恢复阶段；2024 年财政自给率为 39.47%，横向比较财政实力有一定的提升，但仍处于中下游水平，且下辖各市（州）财政实力分化较为严重。3）产业：2017-2024 年期间，湖北省第一产业占比较低，近 8 年已不足 10%，而第三产业占比较高，近 6 年占比已超过 50%，且占比呈现逐步提升态势，第二产业占比则相应有所下降。4）地方债务：2018 年以来，湖北省债务率总体呈上升趋势，地方债务负担逐年加重，当前债务压力居全国中游水平，偿债风险有所偏高，其中宽口径负债率增速趋缓，2024 年水平为 64.82%，同比上升 2.45%；宽口径债务率在 2022 年大幅跳升至 507.47%，其后在 2023 和 2024 年保持小幅增长，2024 年水平为 549.95%，同比上升 27.48%；2021-2024 年属于疫情后的经济恢复期，湖北省城投债务率仍有一定的小幅上升，一方面，虽然疫情后湖北省政府推出了一系列促进经济社会发展的政策，但地方公共财政收入恢复缓慢，叠加房地产市场调整周期的影响，土地出让收入大幅下降，地方政府综合财力未见明显修复，另一方面近年来产业升级过程中湖北省新兴产业不断发展，与之相应的发展资金需求也日益增多，因此在经济恢复期间，湖北省财政自给能力不足，导致收入和支出两端仍有错配，故而湖北省城投债务率总体上升，仅在 2024 年受化债政策对新增融资管控较严的影响而有所下降，预计短期内湖北省城投债务率或将继续在 140%的水平上下波动。存量城投债及

主体现状：1) 湖北省城投债存量债券余额约为 5,518.63 亿元，加权平均票面利率约为 3.85%，表明湖北省城投主体尽管历史举债较多，存量债券规模处于全国中上游水平，但融资成本控制良好，仍处于全国中游水平，原因或在于湖北省正面临产业结构升级承压以及疫情后经济修复的挑战，因此区域发展过程中对资本市场资金依赖程度较高，城投平台债务规模较大，但同时湖北省肩负支撑长江经济带发展以及加快建成中部地区崛起的重要使命，系中部地区的经济支柱之一，因此市场对于湖北省的信用资质评估尚可，叠加当前全国大力推进化债，预计湖北省债务风险或将进一步缓释，融资成本有望随着利率下行趋势进一步压降。2) 存量债券主体信用评级集中于中高评级，其中 AAA、AA+ 和 AA 级余额占比相当，AA- 及以下占比极小；存量债券剩余期限以中短期为主，主要集中在 1-3 年区间，其次为 1 年以内和 3-5 年区间，5 年以上占比较小；存量债券种类以公司债为主，中期票据、企业债和定向工具位列其后，短期融资券规模较小，不同券种类型比例分布总体均衡；存量债券以 3%-5% 的票面利率区间为主，其次为小于 3% 的区间，票面利率在 5% 以上的比重较小，表明一方面化债政策驱动城投债的提前偿付或到期置换，高票息个券体量已大幅减少，另一方面在基准利率下行通道中，湖北省新发城投债票面利率或继续走低，未来存量票面利率可能下行至 2%-3% 的合理区间；湖北省共有 149 家城投主体，平台层级以区县级和地市级为主，或可作为资质下沉策略的可选标的区域。 一级市场发行：1) 湖北省 2024 年共发行城投债 1,394.18 亿元，在全国处于中上游水平；净融资额为 -327.71 亿元，同比减少 142.16%；发行平均票面利率为 2.61%，不仅纵向来看较往年已明显下降，横向来看亦处于低位水平。2) 湖北省城投债整体呈现缩量态势，每月偿还量总体多于发行量，或主要受 2023 年四季度中央政治局会议出台的“一揽子化债方案”影响，2024 年城投板块融资端偏紧，预计 2025 年湖北省城投债募资用途仍将以“借新还旧”为主，供给端延续紧平衡，但随着退平台的持续推进，或可于下半年逐步打开增量窗口。3) 2024 年发行债券的主体信用评级分布相对均衡，AA+ 占比稍多，AA 和 AAA 占比相当；发行期限以 3-5 年居多，其次为 1 年以内和 1-3 年期限；债券种类以公司债和短融为主，企业债发行占比极低；主体行业主要集中在工业行业，其中大多从事建筑相关业务。 未来偿付能力：1) 兑付总量：未来 3 年期间偿债压力总体呈阶梯下行趋势，当前需关注 2025 年第 2、3 季度因兑付金额较大而导致的再融资需求增加，相关弱资质主体信用风险或有抬升。2) 兑付结构：债券种类以公司债为主，此外企业债兑付规模尚可但待偿还债券数量较多，表明城投平台在未来 3 年内预计将兑付的个券平均本金较低，偿债风险分散；主体评级以 AA 级为主，待偿债券评级集中于中高评级主体，低评级债券分布较少，违约风险可控；整体兑付结构与存量债券结构相符。 二级市场成交与收益表现：1) 成交表现：湖北省城投债 2024 年全年成交量约为 4,838.94 亿元，换手率 131.09%，在二级市场中热度尚可，成交规模较大或主要与湖北省的存量城投债规模在全国各省中处于中上游水平、投资者择券空间较大有关，但换手率一般或主要与湖北省债务管控良好、区域债务率尚可故债券信用风险溢价不高有关。2) 收益表现：湖北省城投债到期收益率走势总体呈现震荡下行的趋势。a) 2018 年初至 2023 年三季度末，湖北省城投债到期收益率走势随基准利率走势变化，信用利差在 170-230BP 区间上下震荡；b) 2022 年末由于“股债跷跷板”引起的理财负反馈冲击而致使湖北省城投债信用利差由 170BP 走阔至 260BP 左右，在信用债流动性较利率债偏弱的影响下表现出更大幅度的回调；c) 进入 2023

年后，湖北省城投债开始演绎极致修复行情，一方面在 2023 年一至三季度期间受益于 2022 年末信用债大范围估值错杀后产生的套利机会而呈现收益率持续下行、利差有所压缩的走势，利差回落至 190BP 左右，另一方面在 2023 年四季度至 2024 年四季度期间受益于“一揽子化债政策”的出台、“近年来最大力度的化债政策”的基调以及机构抢跑 2025 年“适度宽松”货币政策带来的降息预期等因素，湖北省城投债收益率快速下行、利差大幅压缩，由 2023 年三季度末的 190BP 左右进一步压缩至 2024 年末的 55BP 左右，利差空间被大量挤压；d) 极致行情在进入 2025 年后开始反转，湖北省城投债收益率随基准利率波动回调，利差少许走阔至 70BP 左右，主要系资金面的松紧变化、机构配置力量变化、“两会”前后政策预期及落地变化、国际形势变动引导的风险偏好变化和“股债跷跷板”现象的扰动所致。 总结与观点：1) 当前湖北省城投债等级利差在债市震荡行情中小幅走阔至 15BP 左右，在城投板块整体受化债逻辑的加持叠加湖北省自身区域发展定位清晰的前提下，湖北省城投主体的信用风险预计将趋于缓释，利差大幅回调的概率不高，走势或仍以跟随债市宏观环境变化而变化，因此针对湖北省城投主体采取资质下沉策略仍具备一定的票息性价比。2) 但由于经济基本面修复进度、刺激经济修复的相关政策力度和效果以及央行在资金面的调控和降准降息的时机判断均构筑市场的不确定性，故建议投资者把握每一次的调整时机进行中短端下沉布局，同时搭配久期策略，由短及长渐进式增加仓位，包括湖北省在内的中部大省均适宜作为增厚票息收益的目标区域，部分市（州）的存量城投债平均票面利率可达 5% 以上，此外，若出现强资质主体新发长债的机会亦可参与。 风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250406：转债加权估值中枢预将维稳

上周（0331—0404）海外风险类资产受特朗普关税政策超预期影响，全面承压，主要经济体国债收益率长端跌幅在 10—30bp 不等，其中美债 10Y 跌幅约 20bp，跌破 4% 整数大关，围绕中期再通胀预期的交易让位于围绕短期硬着陆预期的交易。我们认为如果慢性滞胀预期让位于急性衰退预期，联储或早于 6 月重启降息，以同时应对财政的再平衡—本质上即紧缩—举措，以及潜在针对特朗普关税政策的关税反制，两者均将抑制总需求，短期美债 10Y 存在继续探底的空间。我们进一步认为在策略上，当前做陡曲线—即做多短端，同时做空长端—仍有较大可能，在未来一段时间获得市场青睐。 国内方面权益指数多呈现类“十字星”形态，且上证指数周四尾盘有所拉升，同全球权益市场表现呈现出一定弱相关关系。转债方面周四受益于权重银行、猪及公用、必选消费行业题材支撑，大盘指数及金融、公用事业、日常消费指数逆势收红，内循环优于外循环题材表现。 转债策略上仍整体延续前期观点，后市几点增量/修正思考：1) 大盘权重标的以银行、光伏、猪等中低价高评级标的为主，在转债配置层面的稀缺性所导致的估值保护，将体现在控回撤的高亮表现上，风险收益分析甚至可能优于正股；2) 建议关注业绩波动较小且确定性强，债底保护坚实的中高评级标的，并广泛置换中高价高估值（绝对估值而非相对估值）标的，以增强持仓的控回撤能力；3) 短期不再建议去做信用下沉或负溢价率博弈，以规避正股潜在的向下波动。 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：博杰转债、南银转债、大禹转债、杭银转债、齐鲁转债、新化转债、隆华转债、皖天转债、北港转债、广大转债。 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)

固收周报 20250406：周观：“对等关税”如何影响债券市场？（2025年第13期）

观点 特朗普“对等关税”政策引发全球金融市场震动，如何看待其对国内债券市场的影响？ A：美国当地时间4月2日下午，特朗普签署关于“对等关税”的行政令，宣布对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，对部分国家征收更高的差异化“对等关税”，其中对中国加征34%税率。受此影响，全球金融市场震动，4月3日当日，各期限国债收益率全线下行，其中10年期国债活跃券收益率下行7.8bp至1.73%。对于债券市场而言，我们认为此次“对等关税”将打破2025年初以来债券市场震荡的格局，在基本面、宽货币政策和资产荒的推动下，债牛逻辑更加顺畅。首先，对于基本面而言，我们一直观察库存周期。从去年9月开始，库存周期进入“主动去库存”，今年2月出现了从“主动去库存”转向“被动去库存”的迹象，处于阶段切换的关键阶段。我们注意到下游行业大多仍然处于“主动去库存”阶段，经济从下游需求向上游传导的基础仍然较为薄弱。“对等关税”对外需的冲击将影响企业利润，令经济萧条期的时间延长，基本面方向有利于债券。其次，对货币政策的安排上，2025年一季度货政委员会例会保持“择机降准降息”的表述。对于其中的“机”，一是外部货币政策调整，二是内部基本面的变化。此前市场普遍预期降息落地时间为下半年。在“对等关税”的冲击下，择机过程中，内部基本面的权重上升，二季度对于货币政策的博弈将加剧，宽货币抢跑情景或再现。此前一季度央行有定力收紧流动性，在于对经济基本面复苏有信心，“对等关税”后定力或难延续。最后，在“资产荒”方面，3月31日公布了二季度国债发行计划，5000亿元注资特别国债的即将发行令市场产生了供给冲击的担忧，但若风险偏好好在“对等关税”的冲击下走弱，增加的债券供给将得到有效的消解。同时，截至4月3日，各省份共公布二季度地方债发行计划19136亿元，而一季度共发行地方债28421亿元，虽然还有三分之一的省份未公布发行计划，但目前来看地方债供给压力可控。“对等关税”政策公布后，宏观和政策环境不确定性陡增，建议投资者在不确定下博弈债券的确定性收益，二季度10年期国债收益率或下行至1.5%。美国2025年3月制造业PMI、2月耐用品新增订单、3月失业率、3月新增非农就业人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ A：上周（0331—0404）海外风险类资产受特朗普关税政策超预期影响，全面承压，主要经济体国债收益率长端跌幅在10—30bp不等，其中美债10Y跌幅约20bp，跌破4%整数大关，围绕中期再通胀预期的交易让位于围绕短期硬着陆预期的交易。我们认为如果慢性滞胀预期让位于急性衰退预期，联储或早于6月重启降息，以同时应对财政的再平衡—本质上即紧缩—举措，以及潜在针对特朗普关税政策的关税反制，两者均将抑制总需求，短期美债10Y存在继续探底的空间。我们进一步认为在策略上，当前做陡曲线—即做多短端，同时做空长端—仍有较大可能，在未来一段时间获得市场青睐。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月制造业PMI收缩、2月耐用品新增订单超预期回升。美国3月ISM制造业指数49，低于前值50.3，降至枯荣线下方。重要分项指数方面：新订单指数45.2，较2月的48.6下降3.4个点；库存指数44.5，较2月的46.8下降2.3个点，或因制造业新订单的回升导致制造业企业得以加速清理自有库存；制造业

PMI 就业指数从 2 月的 47.6 降至 44.7。美国 2 月耐用品订单环比初值为 0.97%（前值 3.1%），高于预期，耐用品订单是向美国国内制造商订购工厂非易损耗品货物的订单数据，2 月耐用品订单延续 1 月份的回升趋势，一定程度上反应美国制造业有所回暖。（2）美国 3 月失业率有所上升且高于预期、但同时 3 月新增非农就业人数超预期上升。3 月官方失业率为 4.2%，高于前值 4.1% 及预期 4.1%，该数据表明美国劳动力市场有待进一步升温。美国 3 月份新增非农就业 22.8 万人，明显高于市场预期的 14 万人和前值的 11.7 万人。其中私人部门新增就业人数较上月增加 4 万人，政府部门新增就业人数较上月增加 8.8 万人，体现出政府部门就业的修复。美国新增非农就业超预期，显示劳动力市场仍具韧性，但失业率上升主要反映劳动参与率提高和结构性行业调整，表明就业供需匹配存在摩擦。（3）美联储在 3 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，5 月降息概率较上周上升明显。截至 2025 年 4 月 4 日，美联储在 3 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，并暗示短期内政策转向谨慎。尽管 5 月降息概率较 3 月小幅升至 18%，但市场仍预计 6 月为首次降息窗口，9 月概率同步升至 31%。全年降息预期分歧收窄：交易员押注 2-3 次，而部分机构因 3 月核心 PCE 通胀黏性及特朗普关税落地冲击，下调至 1-2 次。3 月数据显示矛盾信号：核心 CPI 同比 2.8%，但能源价格受地缘冲突及国内增产计划延迟影响反弹 3.2%，叠加关税对进口商品价格的传导效应初现，市场预估 Q2 通胀或反弹 0.3-0.5 个百分点。美联储内部对政策路径分歧加剧：鸽派强调就业市场降温需提前宽松；鹰派则警告财政扩张与供应链重构或延长通胀黏性，主张观望至 Q3。鲍威尔在 4 月 3 日演讲中重申“数据依赖”，称降息无需通胀完全达标，但需确认下行趋势稳固，并首次提及“关税政策可能干扰短期价格判断”。市场反应分化：纳指周跌 0.8%，但国债收益率曲线趋陡，反映对经济软着陆预期升温。当前焦点转向 4 月非农就业与 Q1 GDP 增速：若就业持续“量增质降”且 GDP 低于 2%，6 月降息概率或突破 70%；反之，若关税推升通胀预期固化，首次降息或推迟至 9 月。短期风险在于“滞胀”情景重现——美联储或被迫在“保增长”与“抗通胀”间艰难抉择，政策滞后效应可能放大资产波动。截至 4 月 4 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率为 43.7%，上周为 18.5%；6 月份降息的可能性为 49.1%，上周为 78.6%；7 月份在 6 月份降息的基础上再次降息的可能性为 49.8%，上周为 39.7%。风险提示：

（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 20250405：二级资本债周度数据跟踪（20250331-20250404）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250331-20250404）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 4 日，二级资本债存量余额达 44,591.05 亿元，较上周末（20250328）减少 14.6 亿。二级市场成交情况：本周（20250331-20250404）二级资本债周成交量合计约 1616 亿元，较上周减少 224 亿元，成交量前三个券分别为 25 建行二级资本债 01BC（280.70 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（66.03 亿元）和 25 宁波银行二级资本债 01（58.70 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1107 亿元、180 亿元和 117 亿元。从到期收益率角度来看，截至 4 月 4 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：-0.10BP、-0.11BP、-0.11BP；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：-0.10BP、-0.11BP、-0.11BP；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：-0.09BP、-0.09BP、-0.09BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250331-20250404）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前四的个券为 24 交行二级资本债 01B（-0.8789 %）、24 农行二级资本债 02B（-0.8494 %）、24 交行二级资本债 02B（-0.8460 %）、24 浦发银行二级资本债 02B（-0.8453%），其余折价率均在-0.84%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、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 厦门农商二级 01（0.1302%）、20 南京银行二级 01（0.0059%）。中债隐含评级以 AA+、AA-评级为主，地域分布以福建省、江苏省居多。 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）

固收点评 20250405：太能转债：光伏电站运营龙头

事件 太能转债（127108.SZ）于 2025 年 3 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 29.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于察布查尔县 25 万千瓦/100 万千瓦时全钒液流电池储能+100 万千瓦市场化并网光伏发电项目-一期 300MW 项目等。 当前债底估值为 102.07 元，YTM 为 2.71%。太能转债存续期为 6 年，大公国际资信评估有限公司资信评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 2.35%（2025-03-28）计算，纯债价值为 102.07 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，债底保护较好。 当前转换平价为 78.66 元，平价溢价率为 27.13%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 10 月 09 日至 2031 年 03 月 27 日。初始转股价 5.67 元/股，正股太阳能 3 月 28 日的收盘价为 4.46 元，对应的转换平价为 78.66 元，平价溢价率为 27.13%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.72%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 5.67 元计算，转债发行 29.50 亿元对总股本稀释率为 11.72%，对流通盘的稀释率为 12.62%，对股本有一定的摊薄压力。 观点 我们预计太能转债上市首日价格在 93.85~104.52 元之间，我们预计中签率为 0.0130%。综合可比标的以及实证结果，考虑到太能转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 26%左右，对应的上市价格在 93.85~104.52 元之间。我们预计网上中签率为 0.0130%，建议积极申购。 太阳能公司专注于太阳能综合应用，致力于光伏电站、光伏制造两大主营业务的投资、建设、运营、生产，通过新技术、高效能的信息化数字化建设，有效促进主营业务全面提升。公司业务以太能光伏电站的投资运营为主，主要产品为电力，该产品主要出售给国家电网、南方电网；同时，公司还从事太阳能光伏电池组件的生产销售，产品主要用于国内外市场销售，海外主要销往欧洲、亚太市场。 2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 17.47%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 17.47%。2023 年，公司实现营业收入 95.40 亿元，同比增加 3.29%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 14.74%。2023 年实现归母净利润 15.79 亿元，同比增加 13.86%。 公司销售净利率和毛利率逐渐下降，财务费用率下降，销售费用率和管理费用率趋稳。2019-2023 年，公司销售净利率

分别为 18.07%、19.22%、16.61%、15.13%和 16.56%，销售毛利率分别为 48.10%、48.42%、41.67%、32.77%和 34.42%。太阳能公司营业收入主要来源于太阳能电力销售和太阳能组件业务，产品结构年际变化。2021 年以来，太阳能公司主营业务收入逐年增长，2021-2023 年太阳能电力销售项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 63.42%、47.16%和 47.67%，2021-2023 年太阳能组件项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 36.33%、52.58%和 52.13%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，太阳能组件类业务占比上升并趋于稳定。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250405：绿色债券周度数据跟踪 (20250331-20250404)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250331-20250404) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 3 只，合计发行规模约 11.00 亿元，较上周减少 156.81 亿元。发行年限多为 5 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中外合资企业；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为江苏省、上海市、山东省；发行债券种类为中期票据。二级市场成交情况：本周 (20250331-20250404) 绿色债券周成交额合计 437 亿元，较上周减少 129 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 224 亿元、127 亿元和 63 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 80.33%，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 165 亿元、93 亿元和 19 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 156 亿元、42 亿元和 36 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20250331-20250404) 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，折价率前二的个券为 20 河南债 30 (-1.8826%)、22 广东债 10 (-1.8627%)，其余折价率均在 -1.00% 以内。主体行业以公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、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，溢价率前三的个券为 G20 冶高 (0.8893%)、鲲鹏 19A2 (0.3303%) 和鲲鹏 10A2 (0.3221%)，其余溢价率均在 0.21% 以内。主体行业以金融为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、北京市、湖北省、天津市居多。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)

行业

东吴金融 财富管理月报 (2025/03)：基金日均成交额及换手率环比双降，新发基金规模显著下降

投资要点 2025 年 3 月，基金指数净值整体小幅下跌，各类型基金收益高于股票指数型，其中普通股票型、偏股混合型基金小幅上涨。2025 年 3 月，股票型 ETF 基金资金净流出 83 亿元，现存总规模 24,096 亿元。股票型 ETF 主要按照宽基 ETF、行业与主题 ETF、风格 ETF 分类分析。宽基 ETF 方面，净流出 279 亿元，规模维持在 17,937 亿元；行业与主题 ETF 方面，净流入 163 亿元，规模维持在 5,793 亿元；风格 ETF 方面，净流入 32 亿元，规模维持 364 亿元。金融板块 ETF 呈现资金流入态势。截至 3 月 31 日收盘，银行 ETF 总市值达 175 亿元，净流出 7 亿元；证券 ETF 总市值达 579 亿元，净流入 9 亿元。

2025 年 3 月，基金日均成交额较 2 月下降 192 亿元。本月全部基金日均成交额 2,535 亿元，较去年同期上升 102.2%，环比下降 7.1%。本月 ETF 基金日均成交额 2,519 亿元，同比上升 106.7%，环比下降 7.0%。2025 年 3 月，基金日均换手率环比下降。2025 年 3 月换手率 7.7%，同比上升 1.4pct，环比下降 3.7pct。股票型 ETF 基金日均换手率 5.5%，环比下降 1.3pct；债券型 ETF 基金日均换手率 38.8%，环比下降 7.4pct；商品型 ETF 基金日均换手率 5.4%，环比下降 1.7pct；跨境型 ETF 基金日均换手率 35.0%，环比下降 25.0pct，货币型 ETF 基金日均换手率 12.6%，环比下降 22.4pct。 公募基金：3 月新发基金规模显著下降，ETF 规模及保有量同环比均上升。3 月新发公募基金份额共 680 亿份，新发份额较 2 月减少 202 亿份，环比下降 22.8%，同比下降 49.1%。2025 年 3 月新发基金全部为非货币基金，新发权益基金 268 份，同比上升 160.1%，环比下降 43.1%；新发债券型基金 367 亿份，同比下降 69.5%，环比上升 27.5%。其中，权益型基金占全部新发基金规模比重为 39.5%，债券型基金占全部新发基金规模比重为 54.1%。 新发 ETF 规模环比显著下降，整体 ETF 规模及保有量同环比上升。整体 ETF 市场规模 38,004 亿元，同比上升 58.4%，环比上升 0.1%。ETF 基金保有量同环比均上升，环比小幅上升 0.15%，同比大幅上升 58.47%。 私募基金：2 月存续规模小幅上升，新备案数量持续下降。截至 2025 年 2 月末，存续私募基金 143,182 只，较 2025 年 1 月减少 889 只，环比减少 0.62%；存续私募基金规模 20 万亿元，环比上升 0.05%。2025 年 2 月，新备案私募基金数量 852 只，较 2025 年 1 月减少 221 只，环比下降 20.60%；新备案规模 314 亿元，较 2025 年 1 月减少 151 亿元，环比下降 32.59%。 风险提示：1) 市场变化风险：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场仍有波动风险。2) 政策变化风险：政策的调整可能会对市场产生重大影响，导致基金净值大幅波动。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

推荐个股及其他点评

苏轴股份 (430418)：2024 年报点评：国内自主品牌业务与海外增量共驱成长，RV 减速器实现小批量供货

投资要点 国内自主品牌业务与海外市场增量并驱，2024 全年业绩同比增长 21%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 7.15 亿元，同比+12.42%；归母净利润 1.51 亿元，同比+21.32%；扣非归母净利润 1.48 亿元，同比+27.83%。业绩同比增长主要系公司发力国内自主品牌业务，受益于国产替代趋势，并稳健有序地拓展新业务，博格华纳、博世、耐世特、恺博等知名客户新项目带来增量；同时坚持全球化布局，海外知名客户如博世、麦格纳、博格华纳等在手项目快速增量爬坡，驱动较高毛利的境外市场营收同比+15.55%，带动公司整体销售毛利率同比提升 0.62pct 至 37.29%。此外，公司持续推进降本增效与数字化管理提升，技术赋能提速增产扩能，单件产品生产成本有所下降，销售净利率同比+1.55pct 至 21.06%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.87%/7.42%/-1.64%/5.37%，同比-0.03/-0.72/+0.38/-1.17pct。分产品销售均稳步增长，滚动体毛利率受产品结构与降价影响有所下滑。1) 轴承产品：轴承行业总体呈增长趋势，公司拓展高附加值领域，依靠优质的性价比和服务优势积极参与国际市场竞争，2024 年该业务营收同比+11.96%至 6.35 亿元，在总营收占比同比-0.37pct 至 88.72%，毛利率同比+1.13pct 至 38.75%。2) 滚动体：公司生产的滚动体包括圆柱滚子、滚针及各类销轴，主要用于各类轴承的配套。2024 年该业

务营收同比+24.61%至 0.47 亿元，在总营收占比+0.65pct 至 6.62%，毛利率同比-11.36pct 至 34.69%，毛利率下滑主要受产品销售结构变化及产品降价因素的影响。 发力自主品牌中高端配套业务，RV 减速器已进入小批量供货阶段：1) 技术积累深厚：公司为滚针轴承领域头部企业，具备 60 余年行业制造经验和技術积累，多项研发项目打破国外公司的技术垄断，填补国内相关领域空白。2) 发力中高端配套业务：公司作为国产老牌轴承企业，产品系列齐全，并持续打造差异化竞争优势，挖掘自主可控和国产替代业务，加大新能源汽车、国防、航空航天、机器人、工业自动化和高端装备领域的客户开发和产品的研发，2024 年 RV 减速器已进入小批量供货阶段，机器人行业的蓬勃发展有望为公司打造第二成长曲线。3) 坚持全球化布局：充分利用德国全资子公司资源，加强拓展欧洲市场，与博世、博格华纳、麦格纳等众多海外知名企业建立了稳定的供应链关系，国际知名度和品牌竞争力有望不断提升。 盈利预测与投资评级：公司高品质差异化产品构筑品牌竞争力，不断完善国内外协同发展格局，业绩增长可期。我们调整公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.94/2.42/3.01 亿元（2025/2026 前值为 2.07/2.55 亿元），对应最新 PE 为 21.19/16.95/13.63x，维持“买入”评级。 风险提示：1) 国际贸易风险；2) 汇率波动风险；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：黄细里
证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹
研究助理：武阿兰)

尚太科技 (001301)：25Q1 业绩预告略超预期，盈利水平持续可期
投资要点 25Q1 业绩利润超预期。公司预计 25Q1 营业收入 16 亿元-17 亿元，同比增加 86%-97%，环比-1%-6%，归母净利润 2.3 亿元-2.6 亿元，同比增加 55%-75%，环比-12%-0%，扣非归母净利 2.3 亿元-2.6 亿元，同比增加 61%-82%，环比-3%-10%，超市场预期。 25Q1 出货预计 7 万吨、25 年销量预期 30-33 万吨。我们预计公司 25Q1 负极出货 7 万吨，同增 111%，环比持平，河北 10 万吨负极产能已投产，产能逐步爬坡，我们预计 25 年有望出货 30-33 万吨，同增 40%-50%。公司新增马来西亚 5 万吨产能规划，我们预计 26H2 有望投产，助力海外客户开拓及长期出货增长。 25Q1 单位盈利稳中有升、原材料涨价已部分传导、盈利预计可维持。公司 25Q1 单吨净利预计 0.33 万元-0.37 万元，环比下降 0-10%，好于市场预期。我们预计 25Q2 盈利仍可维持 0.3 万元/吨+，主要原因：1) 2 月石油焦价格冲破 5k 元/吨，较年初涨幅 2k 元，3 月已回落近 1k 元/吨，近期价格走稳；2) 部分客户涨价近期已落地，缓解成本上涨压力。因此，全年单吨净利可维持 0.3 万元+。 盈利预测与投资评级：维持 25-27 年归母净利润预测为 10.3/14.3/17.5 亿元，同比+22%/+39%/+23%，对应 13/9/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶)

长江电力 (600900)：2025Q1 电量稳增，十年期国债收益率下行，红利标杆空间打开

投资要点 事件：2025/4/8，公司发布 2025 年第一季度发电量完成情况公告。 2025Q1 来水同比偏丰，发电量稳增。2025 年第一季度，乌东德水库来水总量约 167.05 亿立方米，较上年同期偏丰 12.50%；三峡水库来水总量约 555.19 亿立方米，较上年同期偏丰 11.56%。2025 年第一季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦

时，较上年同期增加 9.35%，其中乌东德电站同比+9.90%至 65.46 亿千瓦时、白鹤滩电站同比+17.10%至 125.74 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+8.47%至 132.02 亿千瓦时、向家坝电站同比+9.39%至 70.40 亿千瓦时、三峡电站同比+5.55%至 147.93 亿千瓦时、葛洲坝电站同比+2.74%至 35.24 亿千瓦时。水位同比提升，为全年发电量提升打下良好基础。截至 2025/4/8，三峡水库站水位 160.65 米，同比提升 1.71 米，为全年发电量提升打下良好基础。十年期国债收益率下行，红利标杆长江电力空间打开。2024 年十年期国债收益率平均值为 2.21%，12 月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”，截至 2025/4/8，十年期国债收益率已下降至 1.66%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差，2016-2023 年平均息差为 0.96%，截至 2025/4/8，按照分红比例不低于 70%的承诺，当前股价对应 2024 年股息率 3.20%，与十年期国债收益率息差达到 1.54%，考虑息差回归，红利标杆长江电力空间打开。盈利预测与投资评级：公司已发布 2024 年业绩快报，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润 325.20/341.82/354.25 亿元的预期；同比增长 19.4%/5.1%/3.6%；对应当前 PE 22/21/20 倍（估值日 2025/4/8），维持“买入”评级。风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

比亚迪（002594）：2025 年一季报预告点评：大超市场预期，全球化和智能化强化优势

投资要点 Q1 业绩利润超预期。公司预告 25 年 Q1 实现归母净利润 85 亿元-100 亿元，同比上升 86%-119%，环比下降 33%-43%，超市场预期。Q1 销量 100 万辆、全年销量预期 25%+增长。公司 25 年 Q1 销 100.08 万辆，同比上升 59.8%。结构上，海洋和王朝合计销量 93 万辆，同比增 59%，份额 95%，同比持平左右；高端品牌，腾势销量 3.3 万辆，同比增 37%，方程豹近 2 万辆，同比增 74%。公司 25 年 e4.0 平台+智驾平权+dmi 出海，我们预计公司销量 530-550 万辆，同比增长 25%+，其中智驾占比 60-80%，出口翻番至 80 万辆+。出口占比提升、Q1 单车利润好于预期。我们预期比亚迪电子 Q1 利润贡献 5-7 亿元，对应汽车利润 80-95 亿，则 25Q1 单车利润 0.85-0.95 元/辆，较 24Q1 单车利润为 0.65-0.7 万/辆大幅提升，环比持平微降，主要有利于 25 年 Q1 出口占比明显提升，Q1 公司出口销量 20.5 万辆，同比增 111%，占比提升至 21%，同比提升 4.9pct。我们预计出口单车利润 2-3 万/辆，对应明显增厚单车利润。25 年公司出口翻番至 80 万辆+，叠加规模化，预计单车利润同比微增，有望达到 0.9-1 万/辆。投资建议：考虑到需求好于预期，我们上修公司 25-27 年归母净利润 550/683/821 亿元（此前预测 531/651/781 亿元），同增 37%/24%/20%，对应 PE 18/15/12x，给予 25 年 28x，目标价 507 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里
证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

古井贡酒（000596）：2024 年业绩快报点评：稳健收官，平稳过渡

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩快报，24FY 实现总营收 235.8 亿元，同增 16.4%；利润总额 77.9 亿元，同增 23.0%；归母净利 55.1 亿元，同增 20.2%。相应估算 24Q4 总营收、利润总额、归母净利分别同增 4.8%、1.6%、-1.2%。业绩基本符合市场预期，所得税对净利增速造成拖累。24FY 稳健收官，省内保持强势。2024 年公司持续推动省内网点下沉，省外样本市场亦打造稳步推进。1）分产品：24FY

估算古井分部收入同增约 17%，其中预计年份原浆收入同增约 20%，古 5、献礼等合计同比实现个位数增长，古 20 同增双位数，古 8、古 16 增速更快。2024 年商务需求边际趋弱背景下，公司宴席及动销活动主要向古 8、古 16 倾斜。2) 分区域看：24FY 古井省内增速略快于省外，其中古 8 及以下产品省内外收入增速差异不大，但省内外古 16、古 20 结构性增长好于省外：1 是省内古井引领消费升级卓有成效，2 是古 20 明确省外控量保价，并加强窜货整治，省外回流省内现象显著减少。24FY 归母净利率同增 0.7pct，税金造成负面扰动。2024 年公司归母净利率同比+0.7pct 至 23.4%，还原营业税金及所得税影响，估算实际归母净利率同增近 2pct，基本符合预期，预计主因费效提升贡献。2024 年公司资源投放效率进一步提升，品牌投放维持存量规模，地面营销费用则实行固定投向管理，削减随量、促销费用，C 端费用落地考核加强。24H2 产品结构回落背景下，预计全年毛利率增幅较此前 2 年有所收窄。省内外纵深推进，产品布局持续完善。2025 年古井省内网点下沉及宴席开拓继续保持强势，预计古 8、古 16 仍有望保持较快增长；省外古 16、古 20 逆势拓客难度增大，将边际加强塔基产品动销培育，一方面通过古 5、古 8 终端强绑定及宴席培育等举措争取收入增量，另一方面百元以下新品投放（古井贡酒·第八代以及光瓶酒老瓷贡）也将帮助强化营收贡献。盈利预测与投资评级：收入端，25Q1 古井回款任务顺利推进，预计全年收入双位数增长压力不大；利润端，考虑 2024 年税金影响，预计 2025 年净利率同比仍有改善空间。参考 2024 业绩快报以及 2025 开年回款动销情况，相应调整 2024~2026 年归母净利润为 55.1、63.1、74.1 亿元（前值为 57.0、66.7、79.3 亿元），同比+20%、15%、17%，对应 PE 为 16.5、14.4、12.3 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、次高端扩容不及预期、黄鹤楼营收表现不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>