

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-09

宏观策略

2025 年 04 月 09 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

保险Ⅱ行业点评报告：保险资金权益投资比例上调，进一步拓宽权益投资空间

负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率降至 1.63% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 4 月 7 日保险板块估值 0.47-0.73 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

工程机械行业点评报告：3 月销量点评：3 月挖机销量同比+29%超预期，旺季保持高景气

投资建议：国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有 2-3 年景气度，估值&业绩向上弹性较大，短期回调后配置性价比高。推荐【三一重工】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

公用事业行业跟踪周报：电改深化电价机制完善，电力资产模式变革价值重估

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

环保行业跟踪周报：中办国办明确价格改革顶层设计，关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

政策跟踪：1) 稳健增长+价格改革+分红提升=全面配置！关注进口替代&再生资源价值提升。贸易战升级，关注稳健运营、自主可控及再生资源三条主线。内需主导的防御资产：关注【固废】需求 C 端主导，自由现金流转正，年报大幅提分红，IDC 合作等 B 端拓展提效，叠加收费改革，商业模式理顺，【水务】量价刚性，水价改革驱动价值重估，【电力】现金流表现优异电力运营商运营成本、投资成本受外部因素影响小，稳健红利。【燃气】进口美 LNG 关税将增至 49%、美气供给占比较小整体影响有限。自主可控：关注进口替代进程中技术龙头，重点推荐半导体洁净设备龙头【美埃科技】，建议关注高端科学仪器突围者【聚光科技】等。资源品价值提升：再生资源具备长期战略价值。关注酒糟资源化赛道，24 年美豆占中国大豆进口比例为 23%，美玉米占 15%。酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，重点推荐【路德环境】。2) 中办国办明确价格改革顶层设计，水务固废模式理顺有望迎价值重估。1) 固废：推进垃圾处理计量收费。固废板块自由现金流改善提分红逻辑兑现中，供热、IDC 合作等 B 端拓展空间大，叠加价格改革，共促商业模式理顺。重点推荐【瀚蓝环境】【永兴股份】【绿色动力】【光大环境】【伟明环保】【三峰环境】，建议关注【军信股份】【旺能环境】【中科环保】等。2) 水务：推进水价市场化、居民阶梯水价&非居累进加价；优化污水处理收费政策。水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。重点推荐【兴蓉环境】【洪城环境】【中国水务】，建议关注【粤海投资】等。不一样的观点：价格改革不仅是一次性弹性，更重要的意义是【促进可预期的成长+鼓励 alpha】。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

房地产行业跟踪周报：销售持续改善，多地放松政策陆续出台

周观点：4 月第 1 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比下降、同比上升。3 月 31 日，住建部发布国家标准《住宅项目规范》。规范将于今年 5 月 1 日起施行，要求住宅项目建设应以安全、舒适、绿色、智慧为目标，遵循“经济合理、安全耐久，以人为本、健康舒适，因地制宜、绿色低碳，科技赋能、智慧便利”的原则。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。

推荐个股及其他点评

中国人保（601319）：一季报前瞻：预计 25Q1 承保端显著改善，看好公司短期业绩增长与长期发展优势

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。

珠江股份 (600684): 2024 年报点评: 文体业务引领增长, 业绩实现扭亏为盈

盈利预测与投资建议: 公司完成资产重组后顺利实现从“地产”向“城市服务+文体运营”的战略转型, 收入稳健增长, 利润率稳步提升, 考虑到行业竞争加剧以及公司应收账款计提减值等综合因素, 我们下调公司 2025/2026 年的归母净利润预测为 0.37/0.42 亿元(原值为 0.82/0.95 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 0.47 亿元。对应的 EPS 为 0.04/0.05/0.05 元, 对应的 PE 为 72.2X/63.7X/57.1X。公司旗下珠江城服业态丰富, 管理规模逐步提升, 公司旗下珠江文体作为国内较大的文体运营服务提供商, 规模优势明显, 我们认为公司具备中长期穿越周期的能力, 维持“买入”评级。风险提示: 政策收紧超预期; 房地产市场景气度超预期下行; 市场化外拓不及预期。

小商品城 (600415): 2025 一季报业绩点评: 扣非净利润+15%, 关注下半年新市场催化

盈利预测与投资评级: 看好公司新市场开业后, 2025H2 利润或有较大增量, 我们维持公司 2025-26 年的归母净利润预测为 42.3/ 57.0/ 68.3 亿元, 同比+38%/ 35%/ 20%, 对应 P/E 为 17/ 13/ 11 倍, 维持“买入”评级。

航发动力 (600893): 2024 年报点评: 盈利能力相对承压, 市场拓展方面取得积极进展

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 因为公司业务处于调整期, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 8.94/9.78 亿元, 前值 19.98/25.54 亿元, 新增 2027 年预期 11.47 亿元, 对应 PE 分别为 110/100/85 倍, 但考虑到航空发动机高消耗水平以及公司在行业的核心地位, 因此维持“买入”评级。风险提示: 1) 宏观经济发展风险; 2) 生产和运营风险; 3) 国防预算不及预期的风险。

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

保险 II 行业点评报告：保险资金权益投资比例上调，进一步拓宽权益投资空间

投资要点 【事件】4 月 8 日金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%。具体内容如下：简化监管档位，由 8 档减至 5 档。此前规定按照综合偿付能力充足率水平将保险公司分为 8 档，差异化要求权益资产配置比例上限，新规则简化为 5 档。部分档位比例上限提高 5%。具体来看，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。提高投资创业投资基金

的集中度比例。保险公司投资单一创业投资基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于 30%（此前为 20%）。引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度，精准高效服务新质生产力。放宽税延养老比例监管要求。明确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例，助力第三支柱养老保险高质量发展。我们认为，上调保险资金权益投资比例上限，将进一步打开险资权益投资空间。1）截至 2024 年末，保险行业整体综合偿付能力充足率为 199%，其中寿险、产险分别为 191%和 239%。若以行业整体数据简单计算，权益投资比例上限对应为 30%，较此前规定提升 5 个百分点（仅供参考，实际情况与行业口径数据可能不一致）。2）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。同时，也期待继续优化偿付能力监管标准，为险资权益投资进一步松绑。负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率降至 1.63%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 4 月 7 日保险板块估值 0.47-0.73 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

工程机械行业点评报告：3 月销量点评：3 月挖机销量同比+29%超预期，旺季保持高景气

投资要点 3 月挖机内销同比+29%超预期，旺季保持高景气 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。出口持续回暖，对美敞口小短期关税影响可控 2025 年 3 月挖掘机出口 10073 台，同比+3%；装载机出口 5749 台，同比+1%。25Q1 挖掘机累计外销 24810 台，同比+5%，出口表现持续回暖。分地区看，欧美、俄罗斯等地仍有下滑压力，但中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场需求持续向好。2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对美国进口中国产品收取 34%“对等关税”，工程机械国内对美国出口关税达到 79%，直接出口成本承受难度大。但工程机械主机厂对美敞口小，三一对美敞口约 3%，中联重科/柳工均不到 1%，恒立液压约 5%，总体风险可控。海外产能布局较早，关税提升不改长期逻辑 针对此次关税，出口核心推荐两个方向：一是北美工厂布局、二是有墨西哥/巴西&土耳其工厂布局。（1）美国本土产能：①三一重工北美工厂未来投产后可达到 2000 台以上产能（对应约 10 亿元+），基本可以覆盖北美需求。②恒立液压北美工厂年产值 3-4 亿元液压件。（2）墨西哥/巴西/土耳其产能：①恒立液压墨西哥工厂 2025 年开始投产，预计年

产值 20 亿元，该工厂具备产品类制造能力，包括液压件和丝杠。②中联重科：在墨西哥有高机工厂，年产值约 10 亿元，24 年 Q3 已经全面投产并已实现 10 亿+的实际销售。③中联重科巴西、土耳其工厂产品包括工起、建起、高机、土方等各类产品，合计产能超 30 亿元。④柳工巴西工厂 2015 年投产，覆盖装载机、挖掘机、压路机、平地机、推土机、滑转装载机、叉车、高空作业平台等全系列产品。投资建议：国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有 2-3 年景气度，估值&业绩向上弹性较大，短期回调后配置性价比高。推荐【三一重工】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

公用事业行业跟踪周报：电改深化电价机制完善，电力资产模式变革价值重估

投资要点 本周核心观点：电价机制完善，电力资产模式变革价值重估。1) 发电侧：要求分品种、有节奏推进各类电源上网电价市场化改革，稳妥有序推动电能量价格、容量价格和辅助服务价格由市场形成。健全跨省跨区送电市场化价格形成机制。2) 用电侧：要求加快完善电网代理购电制度，推动更多工商业用户直接参与市场交易。优化居民阶梯电价制度。3) 市场建设：要求完善多层次电力市场体系，健全交易规则和技术标准，推进电力中长期、现货、辅助服务市场建设，培育多元化竞争主体。完善售电市场管理制度。4) 绿色低碳转型价格政策：要求健全天然气发电、储能等调节性资源价格机制，完善新能源就近交易价格政策，完善工业重点领域阶梯电价制度，以及完善全国统一的绿色电力证书交易体系，健全绿色能源国际标准和认证机制。5) 防止政府对价格形成的不当干预，促进电网公平接入等。电价机制改革将有效通过价格信号引导电力产业各环节高质量发展，推动新型电力系统转型，电源依托自身特点，迎来定位与模式的转变。重点推荐火电：依然是最重要的保供电源，电价机制完善，火电尖峰电量价值发掘电价提升，容量市场与辅助服务市场推进增加火电收益渠道，盈利稳定性提升；绿电：绿电消纳是电改解决的核心问题，136 号文印发推动 2025 年绿电全面进入市场，机制电量机制电价稳定新增项目收益率预期，绿色市场挖掘绿色溢价；水电：成本最低的低碳电源，市场化趋势水电电价有支撑有弹性；核电：基荷电源价值锁定确定性成长，资本开支见顶分红与 ROE 双升。行业核心数据跟踪：电价：2025 年 3 月电网代购电价同比下降环比持平。煤价：截至 2025/4/3，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 665 元/吨，周环比持平。水情：截至 2025/4/3，三峡水库站水位 162 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 6100 立方米/秒，同比持平，三峡水库站出库流量 9350 立方米/秒，同比+38.72%。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】【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

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

环保行业跟踪周报：中办国办明确价格改革顶层设计，关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境，盛剑科技，华特气体，仕净科技。 建议关注：军信股份，旺能环境，绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，武汉控股，碧水源，海螺创业，重庆水务，凯美特气，三联虹普。 政策跟踪：1) 稳健增长+价格改革+分红提升=全面配置！关注进口替代&再生资源价值提升。贸易战升级，关注稳健运营、自主可控及再生资源三条主线。内需主导的防御资产：关注【固废】需求 C 端主导，自由现金流转正，年报大幅提分红，IDC 合作等 B 端拓展提效，叠加收费改革，商业模式理顺，【水务】量价刚性，水价改革驱动价值重估，【电力】现金流表现优异电力运营商运营成本、投资成本受外部因素影响小，稳健红利。【燃气】进口美 LNG 关税税率将增至 49%、美气供给占比较小整体影响有限。自主可控：关注进口替代进程中技术龙头，重点推荐半导体洁净设备龙头【美埃科技】，建议关注高端科学仪器突围者【聚光科技】等。资源品价值提升：再生资源具备长期战略价值。关注酒糟资源化赛道，24 年美豆占中国大豆进口比例为 23%，美玉米占 15%。酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，重点推荐【路德环境】。2) 中办国办明确价格改革顶层设计，水务固废模式理顺有望迎价值重估。1) 固废：推进垃圾处理计量收费。固废板块自由现金流改善提分红逻辑兑现中，供热、IDC 合作等 B 端拓展空间大，叠加价格改革，共促商业模式理顺。重点推荐【瀚蓝环境】【永兴股份】【绿色动力】【光大环境】【伟明环保】【三峰环境】，建议关注【军信股份】【旺能环境】【中科环保】等。2) 水务：推进水价市场化、居民阶梯水价&非居累进加价；优化污水处理收费政策。水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。重点推荐【兴蓉环境】【洪城环境】【中国水务】，建议关注【粤海投资】等。不一样的观点：价格改革不仅是一次性弹性，更重要的意义是【促进可预期的成长+鼓励 alpha】。 深度研究：垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目，关注 IDC 合作机会。政策推进 IDC 绿色低碳发展，新建 IDC 绿电占比在 80%要求上进一步提高。各地明确 PUE 上限，超标实

行差别电价等措施。垃圾焚烧 IDC 合作优势：1) 清洁：绿电属性可解决能耗指标问题。溴化锂机组利用余热制冷降低制冷系统能耗。2) 稳定：年利用小时 8200h 可比核电。3) 经济性：垃圾发电度电营业成本约 0.37 元/度，相较于风光配储、燃气发电具备优势。4) 区位：靠近城市中心且相对分布式，与国内分布式数据中心的现状更匹配。三种合作模式测算：以 2000 吨/日焚烧项目匹配 10/20MW 数据中心为例，假设直供电价较上网高 0.05 元/度，供汽单价 150 元/吨：【纯供能模式】仅供电力和蒸汽，盈利增量弹性为 13%/26%，ROE 将从 12%增至 14%/16%；【供能+机柜租赁】投资厂房、机柜、制冷系统、线路等，做机柜租赁，盈利增量弹性为 33%/66%，综合 ROE 由 12%提至 14%/15%；【供能+算力租赁】投资数据中心全链条（含买卡），测算盈利增量弹性为 408%/817%，综合 ROE 由 12%提至 17%/18%。垃圾焚烧 IDC 合作双向共赢，对于垃圾焚烧企业，盈利增厚&现金流改善，商业模式从 to G 转向 to B，模式理顺提振估值。重点推荐【永兴股份】【伟明环保】【瀚蓝环境】【绿色动力】，建议关注【军信股份】【旺能环境】【中科环保】等。行业跟踪：1) 环卫装备：2025M1-2 新能源渗透率同增 4.72pct 至 13.57%。25M1-2 环卫车销量 9602 辆（同比-0.7%），其中新能源 1303 辆（同比+52%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 43%/11%/7%。2) 生物柴油：生柴价格环比抬升，国内寻单以东南亚为主。2025/3/28-2025/4/3 生柴均价 8200 元/吨（周环比+0.9%），地沟油均价 6129 元/吨（周环比+0.1%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利 276 元/吨（周环比-33.1%）。3) 锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数持平，盈利小幅提升。截至 2025/4/2，三元黑粉折扣系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 76.5%/76.5%/76.5%。截至 2025/4/3，碳酸锂 7.38 万（周环比-0.3%），金属钴 24.50 万（周环比-5.4%），金属镍 12.88 万（周环比-2.4%）。根据模型测算单吨废料毛利 -0.84 万（周环比+0.028 万）。4) 电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/3/30-4/3 氩气周均价 2.80 万元/m³（周环比持平），氦气周均价 300 元/m³（周环比持平），氟气周均价 125 元/m³（周环比持平），氖气周均价 657 元/瓶（周环比持平）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

房地产行业跟踪周报：销售持续改善，多地放松政策陆续出台

投资要点 上周（2025.3.31-2025.4.4）：上周房地产板块（中信）涨跌幅-1.3%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.8%、-2.0%，超额收益分别为 0.5%、0.7%。29 个中信行业板块中房地产位列第 12。

（1）新房市场：上周 36 城新房成交面积 235.5 万方，环比-28.4%，同比+17.0%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 4 日累计成交 86.1 万方，同比-10.3%。今年截至 4 月 4 日累计成交 2586.6 万方，同比+0.9%。（2）二手房市场：上周 15 城二手房成交面积 161.9 万方，环比-21.7%，同比+56.9%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 4 日累计成交 100.2 万方，同比+17.7%。今年截至 4 月 4 日累计成交 2047.2 万方，同比+29.2%。（3）库存及去化：13 城新房累计库存 7662.1 万方，环比-0.7%，同比-12.6%；13 城新房去化周期为 15.8 个月，环比变动-0.1 个月，同比变动-5.4 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.0 个月、8.6 个月、12.5 个月、46.4 个月，环比分别变动+0.1 个月、-0.3 个月、-0.2 个月、-2.0 个月。（4）土地市场：2025 年 3 月 31 日-2025 年 4 月 4 日百城土地成交建筑面积 1974 万方，环比-15.5%，同比+103.0%；成交楼面价 825 元/平，环比-69.0%、同比-12.4%；土地溢价率 5.7%，环比-17.4%，同比-1.7%。截至 4 月 6 日，2025 年累计成交土地建筑面积

为 27858.4 万方，同比-8.7%。周观点：4 月第 1 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比下降、同比上升。3 月 31 日，住建部发布国家标准《住宅项目规范》。规范将于今年 5 月 1 日起施行，要求住宅项目建设应以安全、舒适、绿色、智慧为目标，遵循“经济合理、安全耐久，以人为本、健康舒适，因地制宜、绿色低碳，科技赋能、智慧便利”的原则。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)

推荐个股及其他点评

中国人保 (601319)：一季报前瞻：预计 25Q1 承保端显著改善，看好公司短期业绩增长与长期发展优势

投资要点 【事件】中国人保 2025Q1 业绩即将发布，我们预计公司产险业务承保端有望迎来显著改善，人身险业务增长与投资表现仍向好，看好公司短期业绩释放与长期增长动能。产险：预计在 25Q1 大灾较少和公司持续降本增效下，承保利润有望大幅提升。1) 外部环境：2025 年 Q1 大灾较少利好财险公司降低赔付。根据国家应急管理部数据，2025 年前 2 个月国内各类自然灾害累计造成 35.5 万人次受灾、直接经济损失约 93.3 亿元，而 2024 年同期有 880.9 万人次受灾、直接经济损失 206.9 亿元。特别是 2024 年 2 月中东部地区低温雨雪冰冻灾害影响较大，造成直接经济损失 126.1 亿元。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%。我们认为，2025 年一季度重大自然灾害损失同比明显减少，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) 2025Q1 承保端预计乐观，承保利润有望大幅增长。人保财险总裁于泽在 2024 年度业绩发布会上介绍，2025 年公司力争车险、非车险综合成本率分别达到 96%和 99%，1-2 月份车险综合成本率约为 93%左右，全险种综合成本率也低于 94%。我们预计，在 3 月业务经营平稳的基础上，2025Q1 公司综合成本率或将同比显著改善，承保利润有望大幅增长。4) 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。人身险：预计价值率提升仍将是 NBV 增长的主要动力。我们预计，公司寿险业务新单保费增速短期或有压力，但是预定利率下调和业务结构改善带来的价值率提升仍有利于 NBV 增长，同时预计公司健康险业务延续稳定增长态势。投资：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%，但以成长为主的结构性价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）

珠江股份（600684）：2024 年报点评：文体业务引领增长，业绩实现扭亏为盈

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 全年实现营收 15.58 亿元，同比下降 52.4%；归母净利润 0.16 亿元扭亏为盈。物业服务及文体运营类业务营收稳步提升，归母净利润扭亏为盈。公司营业收入同比下降 52.4%，主要由于公司于 2023 年 4 月完成重大资产置换，置出房地产公司自 2023 年 4 月不再并表，2023 年同期数中包含置出房地产公司交付物业结转的收入。2024 年公司房地产/物业出租/物业服务/文体运营营业收入分别为 0.7 亿元/0.1 亿元/11.0 亿元/3.7 亿元，同比分别-96.0%/-65.4%/+3.5%/+16.8%。公司营业收入下滑而归母净利润扭亏为盈的主要原因为：1）毛利率提升 3.4pct 至 20.2%，其中房地产/物业出租/物业服务/文体运营业务毛利率分别同比+7.1pct/+19.6pct/+0.5pct/-3.3pct 至 19.5%/30.1%/17.4%/28.6%；2）置出房地产公司 2023 年 Q1 亏损。打造优质城市运营服务商，多元化业务布局引领增长。公司子公司珠江城市服务目前已构建起涵盖物业服务、商业管理、科技服务等多个模块的业务布局，业务范围覆盖酒店、写字楼、商场、住宅、医院、工业园区等十余个领域。2024 年珠江城市服务在管项目 345 个，在管面积同比增长 18.7%至 3905.4 万平方米。在管项目中，住宅面积同比增长 4.1%至 2019.8 万平方米，占比 51.7%，公共设施场馆面积同比增长 122.2%至 1174.1 万平方米，占比 30.1%。珠江文体推进高质量发展，积极提升项目拓展能力。2024 年公司子公司珠江文体在管场馆项目达 29 个，项目拓展数量及新增管理资产规模达历史最高水平。公司中标亚运城体育中心、南沙明珠湾体育馆、汕尾高新区亚洲文体中心，加强广东区域项目群力量；中标道真民族体育公园，稳步拓展西南市场，进一步巩固在黔北区域的行业地位。2024 年珠江文体举办 393 场大型体育赛事活动，其中国际级 4 场，举办大型演艺活动 138 场。公司文体业务板块积极构建新营收增长点并提升项目拓展能力，为公司提供发展引擎。盈利预测与投资建议：公司完成资产重组后顺利实现从“地产”向“城市服务+文体运营”的战略转型，收入稳健增长，利润率稳步提升，考虑到行业竞争加剧以及公司应收账款计提减值等综合因素，我们下调公司 2025/2026 年的归母净利润预测为 0.37/0.42 亿元（原值为 0.82/0.95 亿元），预计 2027 年归母净利润为 0.47 亿元。对应的 EPS 为 0.04/0.05/0.05 元，对应的 PE 为 72.2X/63.7X/57.1X。公司旗下珠江城服业态丰富，管理规模逐步提升，公司旗下珠江文体作为国内较大的文体运营服务提供商，规模优势明显，我们认为公司具备中长期穿越周期的能力，维持“买入”评级。风险提示：政策收紧超预期；房地产市场景气度超预期下行；市场化外拓不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

小商品城（600415）：2025 一季报业绩点评：扣非净利润+15%，关注下半年新市场催化

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司实现收入 31.6 亿元，同比+18%；归母净利润为 8.03 亿元，同比+12.7%；扣非净利润为 7.95 亿元，同比+15%。我们认为公司 2025Q1 业绩稳健增长，主要受益于：①小商品市场涨租，公司 2023 年年报提到预计未来 3 年租金上涨幅度不低于 5%。市场涨租给公司带来持续的利润增量。

②新业务快速成长，2024 年公司 chinagoods、yiwupay 的利润分别实现 114%、233% 的同比增速，我们预计 2025Q1 这些业务仍然保持高速增长。公司 yiwupay 2025 年计划实现超过 60 亿美元跨境支付结算额，对应约 50% 同比增速。 义乌出口高增，小商品城市场景气度较高；出口范围分散，受对等关税影响程度有限：2024 年，义乌市实现进出口总额 6,689 亿元，同比增长 18.2%；对共建“一带一路”国家合计进出口 4,133 亿元，占义乌进出口总值的 61.8%，出口目的地相对分散。2024 年义乌向美国出口额为 836 亿元，出口占比仅为 14.2%，因此，美国的“对等关税”对义乌出口的直接影响或非常有限。 看好《义乌深化改革方案》促进义乌市场（尤其是跨境进口）的进一步发展：2024 年 12 月国务院正式批准《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》，根据《方案》要求，义乌实施进口日用消费品正面清单管理、家电平行进口两项重点改革；公司目标在 2025 年完成 19 类商品试单并建立配套制度；三年内逐步将化妆品、保健品等纳入进口正面清单。未来进口业务或成为公司新增长点。 全球数贸中心新市场进展顺利，市场部分有望 10 月开业：市场板块结顶、已完成行业布局规划，计划 2025M10 开业；T3-7 写字楼 2024.11 开盘即售罄；数字大脑、公寓、商业街预计在 2026 年先后完工投运。全球数贸中心预计含 41 万方市场、31 万方写字楼、3.8 万方商业街区、8.4 万方公寓、0.7 万方数字大脑，体量较大，我们预计投运后将大幅增厚公司利润。 盈利预测与投资评级：看好公司新市场开业后，2025H2 利润或有较大增量，我们维持公司 2025-26 年的归母净利润预测为 42.3/ 57.0/ 68.3 亿元，同比+38%/ 35%/ 20%，对应 P/E 为 17/ 13/ 11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：新市场及新业务发展不及预期，外需疲软，地缘风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

航发动力（600893）：2024 年报点评：盈利能力相对承压，市场拓展方面取得积极进展

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 478.80 亿元，同比 9.48%；归母净利润 8.60 亿元，同比-39.48%。 投资要点 技术创新和市场拓展方面投入增加，同时也面临外部市场环境和投资收益波动的挑战：航发动力 2024 年实现营业收入 478.80 亿元，同比增长 9.48%，其中航空发动机及衍生产品业务收入达 449.94 亿元，同比增长 10.03%，外贸出口转包业务收入 20.74 亿元，同比增长 6.45%。然而，公司归属于母公司股东的净利润为 8.60 亿元，同比下降 39.48%。这一业绩变化主要受以下因素影响：首先，研发费用显著增加，公司在航空发动机关键技术领域的持续高研发投入导致成本上升；其次，原材料价格波动及供应链压力对生产成本造成一定冲击；此外，非航空产品及其他业务收入同比减少 24.91%，拖累了整体盈利能力。 持续推进技术创新，加速追赶超越，不断提升航空发动机和燃气轮机研发制造水平：公司在军用航空发动机方面，已具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系发动机的自主研发能力，成为国内唯一覆盖全品类军用航空发动机的企业，进一步巩固了其在国防装备领域的战略地位。民用航空动力领域，长江系列发动机配套能力持续提升，特别是长江-1000 发动机的研制进展顺利，标志着公司在涵道比涡扇发动机技术上取得关键突破。此外，公司通过联合科研院所成立通航动力产品事业部，加速布局低空经济与通用航空产业，成功推出多款中小型航空发动机产品，满足通航飞机及无人机市场的多样化需求。 市场拓展方面取得积极进展：2024 年公司与法国赛峰集团、英国罗尔斯·罗伊斯等国际航空巨头深化合作，签订多项长期零部件转包生产

协议，涉及金额超 15 亿元，标志着其在全球航空产业链中的地位进一步提升。同时，公司完成对贵州黎阳航空发动机有限公司的技术整合，加速了航空发动机维修保障体系的能力建设，全年维修服务收入同比增长 18%。此外，公司积极响应国家军民融合战略，通过定增引入国家军民融合产业投资基金，募集资金 10 亿元用于航空发动机智能化生产线建设。在技术创新方面，公司牵头组建“航空发动机与燃气轮机”国家重大专项联合攻关团队，为新一代航空发动机研发奠定基础。

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，因为公司业务处于调整期，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 8.94/9.78 亿元，前值 19.98/25.54 亿元，新增 2027 年预期 11.47 亿元，对应 PE 分别为 110/100/85 倍，但考虑到航空发动机高消耗水平以及公司在行业的核心地位，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济发展风险；2) 生产和运营风险；3) 国防预算不及预期的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

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>