

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-08

宏观策略

2025 年 04 月 08 日

宏观深度报告 20250407：对等关税后的美国经济与市场策略推演

核心观点：对等关税对美国的影响在于滞胀冲击与加剧收入分配不平等，后者将强化美国消费的下行风险。从大类资产表现来看，市场交易的更多是衰退而非滞胀，主要在于 Fed Put 落空、油价大跌缓解通胀压力、以及大萧条经验的线性外推等。向前看，考虑到关税政策走向的高度不确定性，短期关注三类风险：①流动性恶化并出现危机；②欧盟奋起反制；③中美对抗升级。若上述风险事件消除，或是全球权益、大宗资产从左侧走向右侧的时机。综合看，短期看风险难言充分发酵，中期看经济仍存在滞胀风险，因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。

宏观点评 20250407：利率：宽松预期推向前低、资金面仍是关键

如果 4 月份资金面没有出现明显转松，“倒挂”依然会约束长期利率下行，市场或围绕前低附近激烈博弈，但是经过一季度利率修复 Carry 过程，长期利率上行的顶部或也相对明确。

宏观点评 20250406：国际贸易摩擦对经济与资产配置的影响

避险情绪和宽松预期或推动利率挑战前低

宏观点评 20250406：外部环境动荡下资本市场韧性凸显

全球市场在短期负面情绪释放后，仍将回归基本面验证的阶段，市场仍有足够的应对空间

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

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

缩一举措，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

机械设备行业点评报告: 农机行业关税点评: 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

风险提示: 补贴政策不及预期; 下游投资不及预期; 行业周期波动。

汽车周观点: 3 月第 4 周乘用车环比+9.8%, 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”对汽车零部件是豁免的, 美墨加贸易协定依然有效 (这个对零部件更重要)。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。

半导体行业点评报告: 对等关税利好成熟制程&先进制程国产替代, 看好自主可控大趋势

中国进口关税的加征利好成熟&先进制程设备国产替代: 从海关总署数据来看, 2024 年我国来自美国的半导体设备 (统计口径包含刻蚀、薄膜沉积、离子注入、量检测及部分后道封装设备) 进口金额约 337 亿元, 占总进口金额比重约为 20%。4 月 4 日中国宣布对原产于美国的所有进口商品, 在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税, 我们认为此次进口关税的加征利好半导体设备国产化率的进一步提升。一方面对于成熟制程而言, 成熟制程反倾销有望加速, 对原厂地的划定不排除升级至晶圆厂层面, 能够推动国产成熟制程芯片的发展, 而成熟制程对价格更敏感, 考虑到关税 34% 以及海外进口设备普遍溢价 10%+, 关键设备的进口成本或增加 50% 以上, 国产设备在价格端优势明显; 另一方面对于先进制程而言, 随着国产设备商技术与服务的不断突破与成熟, 且进口设备成本增加

50%+，设备的国产化率有望加速提升。从各环节来看，直接进口自美国的设备主要为离子注入、量检测设备：具体分环节来看，2024 年来自美国的量检测设备进口金额最大为 122.5 亿元，其次为离子注入设备约 101.5 亿元，其余为热处理、CVD、刻蚀设备、PVD、后道封装的塑封机和引线键合机等；从占比来看，离子注入机进口自美国的占比最大，约为 79%，其次为量检测设备，约为 34%。风险提示：下游扩产不及预期，技术进展不及预期。

商贸零售行业跟踪周报：“对等关税”下，重视非美出口桥头堡——义乌小商品城

小商品城所在的义乌出口，具备范围分散、美国占比较低、增速较快的特点。在美国加关税背景下，有较好的抗风险能力。投资建议：推荐出口结构较为分散、受关税直接冲击影响程度较小的小商品城。风险提示：全球宏观经济衰退、地缘贸易风险进一步扩散等。

建筑材料行业跟踪周报：关税冲击下首选内需消费

(1) 美国突然对全球加征高额关税，其中对中国加征 34%。中国反制措施中包括对美进口商品加征 34% 关税，凸显出捍卫自由贸易的决心和高科技及服务领域替代美国进口的信心。我们认为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、三棵树、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。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、石头科技、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。

环保行业点评报告：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。2025 年 4 月 2 日，美国宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”，其中对中国实施 34% 的对等关税。4 月 4 日，中方进行反制，宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。面对中美贸易战升级，环保公用领域关注三大主线：

1) 内需主导的防御资产：关注固废、水务、电力、燃气。2) 自主可控：关注进口替代进程中技术龙头。3) 资源品价值提升：关注再生资源。风险提示：价格改革推进不及预期，关税政策变化，行业竞争加剧等。

医药生物行业跟踪周报：关税战背景下，医药板块确定性更高

本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.20%、4.77%，相对沪深 300 的超额收益分别为 2.57%、6.64%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 1.7%、30.77%，相对于恒生科技指数跑赢 5.21%、11.85%；本周 A 股化药（+3.45%）、医药商业（+1.48%）及中药（+1.53%）等股

价涨幅较大,原料药(+1.06%)、医疗器械(-0.21%)及生物制品(+1.37%)等股价涨幅相对较小;本周A股涨幅居前多瑞医药(+56%)、欧康医药(+49%)、伟思医疗(+31%),跌幅居前东方生物(-11%)、东方海洋(-9%)、能特科技(-9%);本周H股涨幅居前宜明昂科(+17%)、嘉和生物(+15%)、康方生物(+15%),跌幅居前创盛集团(-24%)、腾盛博药(-20%)、和铂医药(-20%)。本周板块表现特点:本周小市值个股表现更为强势,但H股波动较大。

建筑装饰行业跟踪周报: 内需预期加强,关注钢结构、洁净室等景气领域

(1)3月建筑业商务活动指数53.4%,环比上升0.7pct,反映在建项目推进加快;业务活动预期指数为55.3%,升至较高景气区间,反映建筑业企业景气预期提升,但新订单指数为43.5%,环比下降3.3pct,或反映新开工项目落地仍然偏慢。结合此前政府债券融资数据、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。未来一带一路战略推进,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。

电力设备行业跟踪周报: 多管齐下应对美国对等关税,龙头公司保持优势地位

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)、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)、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)、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)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显)、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)、伟创电气(变频伺服传统行业为主持续增长、大力布局人形机器人)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量 and 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)、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)、麦格米特(多产品稳健增长、AI电源未来潜力大)、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

机械设备行业跟踪周报: 重点关注关税影响装备出海的机遇和挑战; 推荐关税影响将加速国产化的半导体设备

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。

非银金融行业跟踪周报: 监管规范险企重大股权投资; 支持险企设立私募证券投资基金

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。

有色金属行业跟踪周报: 美国关税政策大超预期, 市场避险情绪快速升温致使工业金属价格显著回调

铜: 美国关税政策大超预期, 经济衰退预期与价差交易回吐双重作用下铜价大幅下跌。截至 4 月 4 日, 伦铜报收 8,780 美元/吨, 周环比下跌 10.36%; 沪铜报收 78,860 元/吨, 周环比下跌 3.31%。供给端, 截至 4 月 4 日, 本周现货 TC 下跌至 -26 美元/吨, 粗铜加工费下跌至 900-950 元/吨, 供给端受限情况延续; 需求方面, 3、4 月空调排产同比均有 10% 以上的增幅, 但铜价高位依旧抑制部分需求。本周市场依旧受到美国关税政策主导 1) 本周四美国关税落地, 整体税率幅度大超预期, 市场对美国及全球经济下行的担忧加剧; 2) 虽然本周对铜关税尚未落地, 但依旧预期将于数周内落地, 利差交易窗口正在快速关闭, 市场受到经济衰退预期以及利差交易

回吐的双重利空影响，海内外铜价于本周录得大幅下跌，预计短期铜价将持续维持弱势震荡。 铝：社库去库加快，关税政策抬升衰退预期，海内外铝价环比下跌。截至4月4日，本周LME铝报收2,379元/吨，较上周下跌6.63%；沪铝报收20,420元/吨，较上周下跌1.90%。供应端，本周我国仅有青海地区投产少量新增产能，电解铝行业理论运行产能4380.50万吨，较上周增加1万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长0.5%，铝棒企业产能利用率环比下降0.1%，电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降3.8万吨至79.9万吨，去库速率开始加快；本周在海外对等关税政策下，市场对未来全球经济下行的预期正在加强，本周海内外原铝价格环比下跌，短期预计铝价维持震荡走势。 黄金：对等关税政策大幅提升市场避险需求，流动性冲击使得Comex黄金冲高回落。截至4月4日，COMEX黄金收盘价为3056.1美元/盎司，周环比下跌1.99%；SHFE黄金收盘价为739.04元/克，周环比上涨4.05%。经济层面，本周大非农数据好于预期，显示出美国当下劳动力市场并未显著恶化，从而一定程度上缓解了市场对于美国迅速陷入衰退的担忧，但薪资增速的持续放缓与失业率的持续上行仍显示出经济正在经历边际下行；此外，周五美联储并未向市场表达提前降息的承诺，“滞胀的”风险约束联储降息的节奏。政策层面，本周美国宣布对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并拟对欧盟、中国、日本、韩国、泰国、越南、印度尼西亚、马来西亚、柬埔寨、印度等贸易伙伴征收10%至49%的对等关税，惠誉数据显示，美国的有效关税税率从去年的2

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存下降，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且库存累积过高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：保持谨慎，关注关税影响和反制措施

A股市场行情展望：（2025.4.7-2025.4.11） 观点：保持谨慎，关注关税影响和反制措施。 A股日线级别上，高频宏观模型持续发出负向信号。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。 突如其来的关税政策以及反制措施给市场带来了巨大的冲击。4月4日美股中纳指金龙指数下跌8.87%，中概互联指数下跌9.38%，甚至连传统避险资产黄金都发生了一定幅度的下跌。因此这段时间我们建议保持谨慎，关注市场是否会在一定程度上发生流动性危机。市场不缺乏机会，有时候耐心等待才能迎来更好的机会。 所以我们的结论是：此阶段建议降低风险偏好，以防守配置为主，等待关税影响逐渐明朗，以及财报逐步落地，在4月中旬左右再选择方向。同时可以期待后续是否有降准降息等一系列刺激措施。 港股方向，4月3日南向资金涌入了287.90亿元。我们的建议是多观望，短期内以防守配置为主，等待市场稳定后再进行交易。 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偏防守的行情，相对低位的板块或者和内需相关较大的板

块可能是较好的选择。因此从基金配置的角度,我们建议适量减配小盘成长类 ETF,同时在防御型基金(如红利类 ETF 等)里等待时机。 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。

环保行业点评报告: 中办国办明确价格改革顶层设计, 要素市场化改革持续验证

不一样的观点: 价格改革不仅仅是一次性弹性, 更重要的意义是【促进可预期的成长+鼓励 alpha】。政策提出“构建促进降本增效的激励机制, 探索建立重要行业标杆成本等制度”, 意在鼓励超额收益留存。市场化改革促进可预期的“成长”“回报率”和“分红”。不同于管制、补贴阶段, 市场化才能将竞争优势带来的超额收益体现在业绩与未来发展上。风险提示: 价格改革进展不及预期, 应收风险, 资本开支超预期上行等。

推荐个股及其他点评

九方智投控股 (09636.HK): 收购 Yintech Financial+核心信息系统, 进军海外金融

盈利预测与投资评级: 我们认为通过本次收购, 公司将进一步拓展综合金融服务能力; 我们维持盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.93、17.01、22.45 亿元, 分别同比+375%/+32%/+32%, 对应 9/7/5 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场波动风险, 宏观经济与政策风险, 监管合规风险。

宇通客车 (600066): 3 月产销同环比提升, 产销淡季已过

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元, 同比+15%/+16%/+14%, 维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元, 同比+12%/+20%/+22%, 对应 PE 为 12/10/8 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

速腾聚创 (02498.HK): 2024 年业绩点评: 业绩符合预期, 智驾&机器人平台化布局有望持续兑现

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩, 2024 年公司实现营业收入 16.5 亿元, 同比+47.2%; 归母净利润-4.8 亿元, 亏幅同比缩窄 88.9%; 毛利率 17.2%, 同比+8.8pct。公司业绩符合我们预期。 ADAS 出货持续高增, 全球化提速。2024 年公司 ADAS 产品实现营收 13.4 亿元, 同比+71.8%; 出货量同比+113.9%至 52.0 万台; ASP 同比-20%至 2569 元; 毛利率同比+19.3pct 至 13.4%。ADAS 量产降本驱动公司毛利率逐季度提升至 2024Q4 的 22.1%。2024 年公司获一家中美合资头部主机厂、日本排名前三车企在内的超 8 个海外及中外合资品牌定点合作, 涵盖欧洲、北美、亚太等主要汽车市场, 全球化业务持续提速。 泛机器人场景丰富化, 助力机器人商业应用落地。2024 年公司机器人及其他行业产品收入同比+6.4%至 2.0 亿元; 相关激光雷达出货量同比+47.0%至 2.4 万台; ASP 同比-28%至 8133 元; 毛利率同比-9.8pct 至 34.5%。截至 2024 年底, 公司累计的服务机器人及其他非汽车领域客户超 2800 家, 在 Robotaxi、Robotruck 领域与 6 家头部企业建立合作, 包括小马智行、文远知行及北美硅谷头部 L4 自动驾驶公司。 新品发布实现手眼协同, 软硬结合赋能具身开发。2025M3 公司发布视觉新品 Active Camera 平台首款产品 AC1, 首次实现激光雷达、摄像头与 IMU 的硬件级融合, AC1 可与具有 20 个自由度的

灵巧手产品 Papert 2.0 形成手眼协同系统。公司打造 AI-Ready 生态，开源 SDK 涵盖驱动、数据采集等全链路工具，配套算法库提供 SLAM、语义分割等技术支持，具备解决方案交付优势。截至 2025 年 3 月公司已与全球 10+ 人形机器人公司建立战略合作关系，有望拓展更多合作伙伴共建具身生态。盈利预测与投资评级：我们认为公司有望凭借智驾与泛机器人平台化深度布局双线发力，考虑到新定点车型需要爬坡至稳态销售，我们将公司 2025/2026 年预期收入从 28.9/41.9 亿元调整至 26.3/42.0 亿元，并预测公司 2027 年收入为 52.5 亿元，2025 年 4 月 2 日收盘对应 PS 分别为 6.6/4.2/3.3 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，激光雷达渗透不及预期，具身智能渗透不及预期，行业竞争加剧

马应龙 (600993)：2024 年年报点评：核心产品增长亮眼，盈利能力持续提升

事件：2024 年公司实现营业收入 37.28 亿元，同比增长 18.85%；归母净利润 5.28 亿元，同比增长 19.14%（2023 年非经常性损益 0.91 亿元，2024 年 0.17 亿元，主要系 2023 年有资产处置收益）；扣非归母净利润 5.11 亿元，同比增长 44.98%。表观归母净利润基本符合我们的预期，扣非归母净利润增速亮眼，经营质量良好。单 Q4 季度，公司实现收入 9.36 亿元（+35.58%，较 2023 年同期增长 35.58%，下同），归母净利润 0.71 亿元（+183.84%），扣非归母净利润 0.62 亿元（+884.2%）。盈利预测与投资评级：考虑到非经常性损益的调整，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润由 6.58/7.66 亿元下调至 6.32/7.30 亿元，2027 年预计为 8.34 亿元，对应当前市值的 PE 为 17/15/13X。公司为细分行业龙头，核心产品稳健放量，大健康业务态势良好，维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧，原材料涨价等风险。

东鹏饮料 (605499)：赴港上市稳步推进，新品旺季催化可期

根据尼尔森 IQ 数据，2024 年东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 2023 年的 43.0% 提升至 47.9%，全国市场销售额份额占比从 30.9% 上升至 34.9%，公司作为饮料赛道龙头，市占率和销量稳步提升，考虑 3 月开学季及天气转暖，叠加公司较早开始冰冻化陈列竞赛，预计 25Q1 开门红有望顺利实现。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 44.8/58.0/70.8 亿元，同比+35%、29%、22%，对应 PE 为 30、23、19 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格低位向上波动风险，增速回落估值反应过激风险，食品安全风险等。

南网能源 (003035)：2024 年报点评：生物质减值落地，节能核心业务增长稳定

盈利预测与投资评级：2024 年生物质减值落地，后续减值风险小，聚焦核心节能业务。我们上调 2025/2026 年归母净利润预测从 3.71/4.97 亿元至 4.8/5.6 亿元，预测 2027 年归母净利润 6.7 亿元，对应 PE 为 34/29/24 倍（2025/4/3），维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

中科飞测 (688361)：2024 年报点评：营收高增，先进制程量检测设备研发验证进展顺利

Q4 营收高增，利润环比修复：2024 年公司实现营收 13.80 亿元，同比+54.9%，其中检测设备营收 9.85 亿元，同比+50.5%，占比 71.3%，量测设备营收 3.61 亿元，同比 62.9%，占比 26.1%，其他服务营收 0.35 亿元，同比 133.7%，占比 2.5%；归母净利润为-0.12 亿元，扣非净利润为-1.24

亿元,同比由盈转亏,利润同比下降主要系期间公司加大研发投入及支付2024 年股份激励计划。Q4 单季营收为 5.68 亿元,同比+87.4%,环比+62.9%;归母净利润为 0.40 亿元,同比-34.1%;扣非净利润为 0.01 亿元,同比-90.0%,Q4 业绩环比持续修复。Q4 毛利率环比有所改善,研发投入维持高位:2024 年公司毛利率为 48.90%,同比-3.7pct;销售净利率为-0.83%,同比-16.6pct;期间费用率为 55.50%,同比+9.5pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.66%/11.78%/36.07%/-0.02%,同比-3.7/+1.8/+10.5/+0.9pct。研发投入仍维持高位,2024 年研发费用达 4.98 亿元,同比+118.2%。Q4 单季毛利率为 50.62%,同比-7.4pct,环比+1.0pct;销售净利率为 7.11%,同比-13.1pct,环比+2.5pct。Q4 净利率同比下滑主要系公司在新产品及现有产品向更前沿工艺的迭代升级等方面的研发投入仍维持高位,Q4 研发费用达 1.63 亿元,同比+94.6%,环比+27.3%。存货&合同负债同比持续增长,在手订单充足:截止 2024Q4 末,公司存货为 17.47 亿元,同比+57.1%;合同负债为 6.29 亿元,同比+42.9%,表明公司订单规模持续增长,在手订单充足。Q4 公司经营活动净现金流为-1.15 亿元,负现金流同环比扩大主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长。盈利预测与投资评级:考虑到公司研发投入力度加大,我们下调公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.17(原值 2.6)/3.64(原值 4.2)亿元,预计 2027 年归母净利润为 5.12 亿元,当前市值对应动态 PE 分别为 123/73/52 倍,基于公司在半导体量测设备领域的高成长性,维持“增持”评级。风险提示:晶圆厂资本开支不及预期,设备研发验证进度不及预期。

越秀地产 (00123.HK): 2024 年业绩公告点评: 受利润率影响业绩下降, 投资稳健土储结构优化

盈利预测与投资评级:考虑到房地产市场下行及行业竞争加剧,我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 11.0/11.6 亿元(原值为 34.9/35.8 亿元),预计 2027 年归母净利润为 12.2 亿元。对应的 EPS 为 0.27/0.29/0.30 元,对应的 PE 为 16.7X/15.9X/15.1X。公司投资聚焦一二线城市,深化 TOD 全国布局,双国资股东禀赋优势,我们看好公司中长期发展及穿越周期的能力,维持“买入”评级。风险提示:行业下行压力超预期;调控政策放松不及预期、收紧超预期。

华鲁恒升 (600426): 产品销量稳步增长, 项目建设顺利推进

盈利预测与投资评级:由于公司主营产品处于周期底部,并且考虑到公司后续项目投产进度,我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 43、47 亿元(此前为 55、68 亿元),新增 2027 年归母净利润预测值为 51 亿元。按 2025 年 4 月 3 日收盘价,对应 PE 分别 11、10、9 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性,维持“买入”评级。风险提示:宏观经济波动和油价下行风险;产品需求不及预期;行业产能大幅扩张;煤炭价格剧烈波动。

中海油服 (601808): 深海科技蓬勃发展, 公司业绩稳健未来可期

盈利预测与投资评级:基于公司项目开展&钻井平台交付情况,我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 43、47 亿元(此前为 44、52 亿元),新增 2027 年归母净利润预测值为 50 亿元。按 2025 年 4 月 3 日收盘价,对应 PE 分别 16、14、13 倍。考虑中高油价背景,叠加深海科技蓬勃发展,油服行业持续高景气,维持“买入”评级。风险提示:宏观经济波动和油价下行风险;地缘政治风险;汇率波动风险;作业进展不及预期的

风险。

比亚迪 (002594): 3月销量点评: 销量环增 17%, 兆瓦闪充打造油电同速

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 25-27 年归母净利 531/651/781 亿元的预期, 同增 32%/23%/20%, 对应 PE 20/17/14x, 给予 25 年 28x, 目标价 489 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 销量不及预期、下游竞争加剧、原材料价格波动。

盛弘股份 (300693): 2024 年年报点评: 业绩略超预期, AIDC 带动业绩弹性

事件: 公司发布 2024 年年报, 营业收入 30.36 亿元, 同比+14.5%; 归母净利润 4.29 亿元, 同比+6.5%, 数字略高于业绩快报结果 (业绩快报披露归母净利润 4.26 亿元); 扣非后归母净利润 4.17 亿元, 同比+9.5%。24Q4 营收 9.41 亿元, 同环比+2.5%/41.7%; 归母净利润 1.58 亿元, 同环比+22.1%/+77.8%。 电能质量: 24 年稳增、25 年 AIDC 有望拉动高速增长。24 年实现收入约 6 亿元, 同增 13%。25 年因国内外数据中心建设加速, 收入占比有望进一步提升。此外, 公司自主开发 HVDC 以及海外数据中心的能源配套产品, 有望开发新增量。 充电桩: 保持龙头优势、25 年欧洲收入占比将继续提升。24 年实现收入 12 亿元, 同增 43%。25 年欧洲、东南亚等市场拓展兑现, 我们预计保持较高增速。 储能 PCS: 国内价格战营收及盈利短期承压、25 年有望扭转。24 年实现收入近 8.6 亿元, 同比下滑 6%, 毛利率有所下滑, 主要是 1) 国内 24 年储能 pcs 价格战, 2) 海外欧美储能需求有所下滑。25 年公司加大欧美及东南亚市场开拓, 叠加国内工商储继续上量, 我们预计 25 年公司储能 PCS 业务盈利有望进入拐点。

顺丰同城 (09699.HK): 2024 年年报点评: 利润稳健释放, 看好 2025 年继续成长

我们看好公司长期利润释放空间, 同时考虑到公司短期为更好抓住行业增长机遇增加一定投入, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测从 2.73/4.53 调整至 2.47/3.62 亿元, 新增 2027 年归母净利润预期 4.91 亿元, 维持“买入”评级 (若无特别说明, 人民币兑港元汇率取 2025/4/4 数据 1 港币=0.92 人民币)。

柏楚电子 (688188): 2024 年年报点评: 业绩符合预期, 切割头&焊接业务高速增长

风险提示: 下游资本开支不及预期, 技术研发不及预期, 国产替代进程不及预期

金盘科技 (688676): 2024 年年报点评: 业绩符合市场预期, “数智”赋能+国际化全面发展

事件: 公司 24 年营收 69.0 亿元, 同比+3.5%, 归母 5.7 亿元, 同比+13.8%, 扣非 5.5 亿元, 同比+14.6%, 其中 24Q4 营收 21.0 亿元, 同比+11.0%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比-0.45%。24 年毛利率 24.3% (+1.5pct), 净利率 8.3% (+0.7pct), 24Q4 毛利率 24.6%, 同比+0.1pct; 净利率 8.1%, 同比-0.9pct。公司业绩整体符合市场预期。 1) 新能源市场略承压, 24 年公司新能源领域下游收入为 30 亿元, 同比-19%, 主要系硅料过剩导致行业新建产能大幅减少所致。24 年硅料扩产需求见底, 公司 66kV 风电产品有望在海风项目中实现应用, 风电有望成为新能源板块成长的重要下游。 2) 新基建开花结果, 24 年非新能源领域收入为 37 亿元, 同比+31%, 收

入占比首次超过新能源。其中 AIDC 建设需求跃起，客户覆盖字节、阿里、百度、华为等头部大厂及运营商，新签订单同比+604%，公司卡位早，国内外项目经验丰富，数据中心等新基建预计将对收入增长有较强支撑。

1) 全球化战略是金盘坚持执行的重要发展战略，24 年外销收入 19.81 亿元，同比+68%，新签订单 33.24 亿元，同比+67%。海外新能源+AIDC 需求高景气，波兰工厂打开欧洲市场大门，墨西哥基地+美国本土产能（筹建）承接北美市场，本土化策略有望能够缓解美国贸易关税等负面影响。2) 数字化+能源相关业务进入兑现期。24 年储能/数字化工厂收入同比+26%/74%，AI 大模型赋能数字化工厂，挖掘生产和管理潜力，驱动金盘实现产业升级。储能订单陆续兑现，新一代产品蓄势待发，期待储能出海提升远期增长潜力。24 年/24Q4 期间费用率为 14.45%/13.75%，同比+1.08pct/-1.29pct，24 年销售/管理/研发/财务费用率为 3.82%、5.1%、5.11%、0.41%，同比+0.51、+0.91、-0.15、-0.18pct。24 年经营活动现金净额-0.37 亿元，同比-2.42 亿元，其中销售商品取得现金 55.35 亿元，同比+9%。合同负债 6.44 亿元，较年初+9%。应收账款 26.76 亿元，较年初+2%。盈利预测：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 8.13/10.71/13.50 亿元，同比+41%/32%/26%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧等

重庆啤酒（600132）：2024 年报点评：符合预期，期待改善

重庆啤酒发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润 146.45/11.15 亿元，同比-1.15%/-16.61%。单 2024Q4 营收/归母净利润 15.82/-2.17 亿元，同比-11.45%/增亏。

恒帅股份（300969）：2024 年年报点评：2024Q4 业绩短期承压，微电机龙头成长可期

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及清洗系统业务受到国内合资客户销量下滑的拖累，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 2.51 亿元、3.03 亿元（前值为 2.82 亿元、3.48 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 3.66 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 3.14 元、3.79 元、4.57 元，对应 2025-2027 年市盈率分别为 26.26 倍、21.73 倍、18.01 倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

保利物业（06049.HK）：2024 年业绩公告点评：收入业绩稳健增长，分红率进一步提升

盈利预测与投资评级：公司作为行业龙头，市场化外拓兼具规模与质量，聚焦深耕优势非住业态。考虑到房地产市场下行及行业竞争加剧，我们下调其 2025-2026 年归母净利润预测至 15.9/17.1 亿元（原值为 20.1/23.7 亿元），预计 2027 年归母净利润为 18.1 亿元。对应的 EPS 为 2.88/3.09/3.28 元，对应的 PE 为 10.3X/9.6X/9.1X，公司作为行业龙头具备规模效应，背靠央企优势明显，我们认为其具备穿越周期的能力，维持“买入”评级。

风险提示：市场化外拓不及预期；利润率修复不及预期；行业竞争超预期。

宏观策略

宏观深度报告 20250407：对等关税后的美国经济与市场策略推演

核心观点：对等关税对美国经济的影响在于滞胀冲击与加剧收入分配不平等，后者将强化美国消费的下行风险。从大类资产表现来看，市场交易的更多是衰退而非滞胀，主要在于 Fed Put 落空、油价大跌缓解通胀压力、以及大萧条经验的线性外推等。向前看，考虑到关税政策走向的高度不确定性，短期关注三类风险：①流动性恶化并出现危机；②欧盟奋起反制；③中美对抗升级。若上述风险事件消除，或是全球权益、大宗资产从左侧走向右侧的时机。综合看，短期看风险难言充分发酵，中期看经济仍存在滞胀风险，因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。对等关税对美国经济的影响：滞胀冲击、加剧收入不平等。加征对等关税后，美国平均进口关税、对华税率分别升至 22.44%、64.66% 的历史高位。高关税对美国经济的冲击在于滞胀和加剧收入不平等。“滞”的方面，研究机构测算特朗普的关税新政对 2025 年美国 GDP 增速的拖累约为 -0.87%，并大幅上调 2025 年美国衰退预期；同时，关税的累退性质使得高关税对低收入群体的冲击更大，加剧收入分配不平等现象的同时，进一步拖累本已走弱的美国居民消费。“胀”的方面，进口关税给美国核心商品 CPI 带来上行压力，研究机构普遍测算关税新政对美国物价水平的推升幅度在 1-2.5% 之间。相较于 2018-19 年期间，本轮对等关税的升级对通胀的上行风险料更加显著。市场为何交易衰退而不是滞胀？三方面因素是直接催化剂。其一，美联储选择鹰派应对滞胀风险而非救市，Fed Put 的落空一方面意味着“胀”的风险降低，另一方面也意味着“滞”的风险、即衰退风险增大。其二，油价大跌给通胀预期降温。其三，由于对等关税的力度已接近甚至超过 20 世纪 30 年代大萧条时期的高关税情景，市场更多将当前类比为大萧条时期而非 70 年代的大滞胀，并进行线性外推，强化了市场的衰退预期。此外，对流动性危机的担忧骤升也加剧了短期的衰退预期。但是，当前市场的衰退交易并不意味着最终不会走向滞胀，内外部环境使得此轮关税对通胀的上行风险料将大于 2018-19 年时期。未来推演与市场策略：关注三类风险。对等关税下一步的核心问题在于，关税是目的还是手段？如果是目的，那么当前的高关税将是常态，美国乃至全球经济衰退难以避免；如果是手段，则应关注各国对美妥协后特朗普对关税的延期与豁免。但考虑到特朗普关税政策的高度不确定性的推演的难度，向前看可重点关注三类风险：①流动性恶化并出现危机，直至倒逼出现 Fed Put；②欧盟奋起反制，欧美之间的关税冲突升级；③中美对抗升级。若上述风险事件落地或者消除，则可关注 4 月 9 日前可能存在的豁免与延期，对衰退的担忧将因对等关税分批次的豁免而缓释，风险情绪修复意味着全球股市风险情绪的回归。就大类资产策略而言，综合来看，短期看风险难言充分发酵，中期看经济仍存在滞胀风险，因流动性问题回调的黄金仍然是最佳资产。风险提示：美国关税政策的不确定性极高，基于此对美国经济增长和通胀的推演可能存在失真；中美贸易摩擦走向的不确定性较高，需警惕后续美国进一步加大对华关税措施的可能性；关税对全球市场的冲击超预期，引发地区乃至全球性的流动性危机或金融危机。

（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）

宏观点评 20250407：利率：宽松预期推向前低、资金面仍是关键

事件 贸易摩擦风险升温、货币政策“宽松交易”推动利率快速下行：4月3日“对等关税”政策冲击以来，利率盘整的局面被打破，10年期和30年期利率在4月3日当日分别下行至1.72%和1.91%，截至4月7日午盘，10年期和30年期利率同步下行超8.0bp，分别达到1.63%和1.83%，距离前低仅有3bp。

观点 “宽松交易”成为利率新主线：外部不确定性升温后，对经济基本面转弱的预期和货币政策加码宽松的预期，取代一季度债券市场博弈资金面，成为打破利率盘整局面的主线。利率沿着“关税及贸易摩擦风险上升→出口回落→‘稳增长’诉求提高→经济政策积极应对→货币政策宽松窗口打开”交易，成为债券市场新的主线，关键期限利率快速下行的情景类似2024年底至2025年初对宽松预期的交易。经济增长转弱预期亟需释放储备政策空间、降准降息预期主导利率下行。预期不充分的关税风险加剧出口下滑压力，二季度经济增速或环比回落，“稳增长”压力亟需释放储备政策空间，更加积极的财政政策和“适度宽松”的货币政策或已到加码对冲之时，相比财政政策，货币政策操作的灵活性更高，人民日报在4月6日发表的《集中精力办好自己的事，增强有效应对美关税冲击的信心》一文中强调“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”，从“择机”到“随时”，巩固了市场对“降准降息”的期待，在更灵活的货币政策落地宽松，而财政、消费等政策稳定基本面效应兑现之前的阶段，利率或因宽松预期而持续走低。资金面仍是利率能否顺利破前低的关键。在市场情绪充分释放、利率渐近前期低点的情况下，收益率曲线再度面临“倒挂”风险，过去1个月，DR001和DR007的均值分别为1.79%和1.93%，均显著高于当前长期收益率，一季度资金面修复长债负Carry驱动主要期限利率上行大约20bps，如果4月份资金面没有出现明显转松，“倒挂”依然会约束长期利率下行，市场或围绕前低附近激烈博弈，但是经过一季度利率修复Carry过程，长期利率上行的顶部或也相对明确。7天期回购利率的“年线”或渐成“利率顶”：从历史上看，10年期国债收益率没有跌破过7天期质押回购利率的250均线，即资金利率“年线”，上一轮触及“年线”还是2020年二季度。但是2024年12月初因“同业存款纳入自律机制”开始生效，10年期利率正式跌破“年线”，截至4月7日，7天期回购利率的年线仍位于1.95%，一季度10年期国债收益率上行调整接近1.90%，但没有再回到“年线”之上，或意味着为银行“降成本”的逻辑仍然在持续压低利率的上限，7天期回购利率“年线”或正在成为10年期利率的“顶部”。当资金面开始系统性宽松，推动资金利率“年线”逐步下移，也意味着利率的顶部被逐级下压。

关注“宽货币”举措落地：目前短端利率仍然受制于资金利率，长端和超长端利率因“宽松预期”而贴近前期低点，在做多情绪充分宣泄之后，“降准降息”落地的次序、资金面宽松决定利率能否突破前期低点：（1）如果“降准”落地而资金利率并未显著下行，市场或出现止盈，利率或有小幅反弹；（2）如果“降准”落地推动资金利率显著下移，或资金利率先行宽松，将打开长期利率下行空间。

从外部不确定性看，4月9日是“对等关税”计划落地的时间点，除却事件本身的冲击，2017年至2019年贸易摩擦的经验表明，关税政策博弈对于市场是更偏向中长期的线索，4月份风险爆发助推利率下行是市场情绪上的一次性定价，随后围绕关税和贸易问题的谈与战、多回合博弈或反复影响市场风险偏好，但是当外部风险愈大、经济增速和市场情绪波动愈剧烈之时，愈是利多债券等避险资产。从国内不确定性来看，对货币政策宽松的预期推动利率下行，在“降准降息”等货币政策先行之后，积极财政政策、提振

消费政策等是否会加码并托底经济基本面改善，则是市场在中期需要关注的重点，当“宽货币→宽财政”逐级发挥政策效应，出口下滑压力被遏制、经济增长因此而企稳，利率或重新止步并回升。总体上看，一季度10年期利率逐步修正透支的“适度宽松”空间，但是也因此而渐次探明上行的顶部，4月份关税政策打破盘整局面之后，“经济基本面走弱+宽货币预期”再度成为利率主线，在避险情绪宣泄之后，“宽货币”落地时点和资金面仍是制约因素，资金面没有显著转松之前，长期利率或围绕前低反复博弈，在经过下行行情的快速演绎之后，关注中短端是否会受益于资金面宽松而开启下行。风险提示：关税政策的动态演化超预期；金融市场流动性冲击；国内财政和消费等超常规政策风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观点评 20250406：国际贸易摩擦对经济与资产配置的影响

本轮国际贸易摩擦简述 北京时间4月3日凌晨4点，特朗普依据IEEPA（国际紧急经济权力法）宣布对等关税，将于美东时间4月5日00:01生效对全球额外加10%的基准关税，4月9日00:01生效对等关税。具体如下：（1）对全球贸易伙伴普遍加征基准关税10%；（2）对特定国家加征更高关税，税率从10%-49%不等；（3）对中国而言，此次对等关税额外加征34%税率，截至目前今年累计加征关税幅度为54%；（4）结束了对小额进口（低于800美元）关税的豁免。北京时间4月4日，我国针对美国对等关税政策采取了一系列反制措施，具体如下：（1）自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税；（2）商务部会同海关总署发布关于对钿、钆、铽、镱、铕、铥、钇等7类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施；（3）商务部发布公告决定将16家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项；（4）商务部发布不可靠实体清单工作机制关于将斯凯迪奥公司等11家美国企业列入不可靠实体清单的公告；（5）商务部决定自2025年4月4日起对进口医用CT球管进行产业竞争力调查，对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管进行反倾销立案调查；（6）由于相关进口产品存在检验检疫问题，海关总署决定暂停1家美国涉事企业高粱输华资质，3家美国涉事企业禽肉骨粉输华资质，并暂停2家美国涉事企业禽肉产品输华。对美加征关税对我国进口和通胀的影响相对可控。从总量维度上来看，截至2024年底，我国从美进口总额约为1652亿美元，约占我国进口总额的6.4%，我国对美进口依赖度较低，且从趋势来看，自2018年首轮中美贸易摩擦以来我国从美进口份额逐步降低，因此本轮对美加征关税对我国进口端影响或相对可控。从结构维度上来看，截至2024年底，进口绝对金额方面，从美国进口产品中矿物产品（231亿美元）、机械设备（202亿美元）、电气设备（183亿美元）、精密仪器（131亿美元）和用于生产的植物（126亿）进口额超过100亿美元；进口依赖度方面，我国从美进口航空航天器依赖度较高，占我国航空航天器全部进口的比重超过50%，印刷品、部分动物产品以及炸药烟火等易燃制品从美进口依赖度也超过20%；重点产品方面，我国乘用车（19%）、货运车（33.5%）、高粱（66.8%）、大豆（22.8%）、活猪（66.9%）、牛肉（39.8%）从美进口依赖度较高。综合来看，对美加征关税后可能会对我国农产品、航空航天器、汽车以及高端芯片等在内的高科技产品进口造成一定影响，从美进口的较高依赖可能会使得这些行业承担一定的进口成本提升。从对我国的影响来看：一方面，短期内可能会对农产品价格造成扰动，但中长期来看对我国通胀

的影响不大。我国进口整体对美依赖程度较低，有较高依赖的领域主要集中于航空航天器、高端芯片等高科技领域，占我国进口的比重较小，且成本不易传导至消费端。而对于农产品等有较高依赖的初级产品来讲，短期内或难以寻找新的供应商而造成价格有所上涨，但可替代性较高意味着后续我国可转向其他国家进口替代，中长期来看对我国物价的影响相对可控；另一方面，对美反制后将进一步加速国产替代。截至 2024 年底，我国本土品牌乘用车零售占比约为 65.2%，仍有较大提升空间，本轮反制后我国汽车厂商有望获得替代美企的市场空间，也一定程度上可以缓解过剩产能。在而半导体和集成电路等关键领域，本次反制措施也彰显出我国加大科技投入，突破关键领域卡脖子技术的决心，有望加速国产替代进程，相关领域厂商有望直接获益。美国加征关税目的之一是财政增收，我国反制关税也有同样的效果。按照 2024 年进口额计算，理论上反制关税带来的财政收入可达 4000 亿，占 2025 全年预算收入的 1.8%，这个资金量相当于赤字率上调 0.3 个点，稳增长的财政资金更加充裕。2024 年我国自美进口为 1.16 万亿元，如果按照 34% 的关税税率计算，关税收入将增加近 4000 亿，若考虑到 2 月的反制关税，增收可能会更多。2025 年我国财政预算收入约为 22 万亿，反制关税带来的增收可达到整体财政收入的 1.8%，这个资金量相当于全年赤字率上调 0.3 个点，可以极大丰富财政政策工具箱，更多资源可以用于国内稳增长。当然从历史来看，最终关税收入是否增加取决于对非美国国家的关税税率如何变化，上轮贸易战后我国对其他国家的进口关税不断降低。比如 2018 年，在对等提高自美进口关税的同时，也下调了对其他国家的进口关税。2018 年 5 月起对绝大多数进口药品实施零关税，7 月起降低了汽车及零部件、部分日用消费品的进口关税，11 月起再次对 1585 个进口商品降低税率，覆盖了进口商品总数的 19%，这批产品的平均税率由 10.5% 降至 7.8%，平均降幅为 26%。经过多次下调后，尽管对美部分产品关税有所上调，但 2018 年我国所有应税产品的平均关税税率还是下降了近四分之一，关税总水平由上年的 9.8% 降至 7.5%，2023 年初继续降至 7% 左右。因此上轮贸易战后，我国关税总收入并未明显增加。2017 年关税收入 2998 亿元，2019 年降至 2889 亿元，2024 年进一步降至 2443 亿元。所有进口产品的平均关税税率（= 关税收入 / 进口总额），也从 2017 年的 2.4% 降至 2019 年的 2%，再降至 2024 年的 1.3%。大类资产是否重演“流动性危机”？中方反制措施公布后，全球股市在周四的下跌后再次迎来新一轮暴跌，周四、周五两个交易日，标普 500 指数两日累计下跌超过 10%，创下自 2020 年 3 月疫情初期以来最大两日跌幅，道指和纳指也分别下跌 9.3% 和 11.4%，欧洲主要指数下跌均值在 7%-8%，VIX 指数创四年来新高，原油、铜、农产品大幅下跌，黄金在迎来历史高点后也开始快速下跌。参考 2020 年 3 月疫情爆发初期全球陷入流动性危机的时期，市场投资者大幅抛售风险资产以换取美元流动性，当黄金作为最后的风险资产储备也开始被迫迎来抛售时，需要警惕市场当下情绪恐慌导致的无差别下跌传导和美元被动升值风险。与 2020 年 3 月不同的是，在对等关税税率“极度悲观”的预期兑现、关税在 4 月 9 日正式落地可能存在部分豁免之前，一方面，当前市场认为关税条件进一步恶化的空间偏小，各方“摊牌”后，短期内后续的走向可能是在谈判中博弈双方在贸易外的其他领域的利益，另一方面，相对 2020 年 3 月初的信息恐慌来说，目前的情况已有 2018 年做参考，悲观预期释放得相对充分。另外，从资产价格来看，目前暂时是“流动性危机”的初期，美元指数也相对稳定，美股来看涨跌家数比例几乎接近 50%/50%，说明下跌更多也是结构化而非全面

下跌。从周五外盘交易的情况来看，A50 指数期货跌幅远小于美股主要指数，周四亚洲地区、中概股的下行幅度也小于其他地区，一方面是 A50 交易资金量级可能偏小，另一方面说明内盘市场情绪仍然相对较强。因此，本轮市场后续可能不会演绎成 2020 年 3 月的情形，我们认为全球市场仍然将短暂地被负面情绪所影响，尤其是清明假期未交易的内地和香港市场需要消化短期内资金避险的行为，但短期情绪释放、4 月 9 日实施落地后，市场将开始进入到基本面验证的阶段。下跌期间，权益市场如何“避险”？由于本轮全球关税对等征收，美国对东南亚、欧洲也同样提升了关税税率，海外营收占比较大的部分公司未来通过转口贸易满足美国需求的渠道也会受到影响，因此我们主要从海外营收的视角判断对未来行业基本面的影响。从一级行业来看，海外营收占比较高的家电、电子、汽车行业需要进行规避，可以考虑在地产、非银、公用事业、环保、食品饮料、通信、煤炭、银行等行业中进行筛选，我们进一步筛选了海外营收占比低和未来业绩增速较高的二级行业，主要集中在消费行业中，可以关注医疗美容、教育、保险、酒类、休闲食品、贵金属行业，需要规避其他家电、航运港口、医疗服务、多元金融、照明设备、黑色家电、能源金属、光学光电子、纺织制造行业中海外收入占比较大的公司。结合行业基本面和上周四国内权益市场的交易风格，内需链/高股息/关税豁免的方向是当下市场资金主流的应对，综合业绩、当前估值和市场交易情绪来看，近期主要的避险方向集中在地产/消费/银行/公用事业/农业/医药等行业中。

债券市场：避险情绪和宽松预期或推动利率挑战前低 美国“对等关税”政策以及对美反制措施，打破了一季度债券市场博弈资金面松紧的局面，在避险情绪升温推动利率快速下行之外，“预期外部不确定性因素增加→外部需求回落→扩内需更加重要→经济政策应积极加码→货币政策宽松窗口打开”成为债券市场博弈主线。在关税风险加剧进出口下滑压力时，更加积极的财政政策和“适度宽松”的货币政策或需要加码对冲，相比财政政策，货币政策灵活性更高，债券市场年初至今，满怀期待的“择机降准降息”的时机或正在来临。预计 4 月 7 日开始，对经济基本面的博弈和货币政策宽松预期升温或推动利率进一步挑战前低，对应 10 年期利率 1.60% 和 30 年期利率 1.80%。但是在目前短端资金利率仍然维持偏高位置的状态下，长期利率进一步下行能否打开底部约束，还需要验证货币政策和资金面的态度：如果隔夜和 7 天期回购利率中枢显著下降，或巩固货币政策宽松预期，利率下限或继续打开；如果隔夜和 7 天期回购利率中枢延续 3 月份以来的水平，长期利率或重新进入窄幅震荡的徘徊。

人民币汇率：摆脱低波动、关注中间价指引 4 月 3 日在岸和离岸人民币先后贬值是对风险事件冲击的“膝跳反应”，市场情绪由此得以释放，至 4 月 4 日对美反制措施公布后，离岸人民币跟随海外风险和流动性冲击而波动，两个交易日振幅超过 1000 点，横亘已久的低波动状态被打破。由于 2025 年一季度，中间价“抑制”汇率波幅，已为 4 月份外部风险冲击储备了一定弹性，4 月 3 日当日美元兑人民币中间价调升至 7.1889，将 USDCNY 的“跌停板”上调至 7.33 左右，引导即期市场充分宣泄风险事件累计的情绪，接下来 4 月 7 日美元兑人民币中间价挂在什么位置就显得尤为重要：如果中间价继续抬升至 7.19 之上，意在继续引导即期汇率上修，那么 USDCNY 或击破 7.33 的约束，即期汇率或尝试向 7.35 左右靠拢；如果中间价相比 4 月 3 日报价下修，显示中间价有“牵引”即期汇率重回 7.21-7.31 区间的倾向，人民币汇率或继续维持在原有波动区间内震荡。

风险提示：内需提振不及预期；美国对关税反制进行新一轮报复性反制；4 月出口受关税影响大幅度

下行。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 占烁 证券
分析师: 李昌萌 证券分析师: 潘京 证券分析师: 王洋)

宏观点评 20250406: 外部环境动荡下资本市场韧性凸显

外部环境动荡下资本市场韧性凸显 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”,对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”,并对某些贸易伙伴征收更高关税,如对欧盟的关税为20%,对越南、柬埔寨超过40%,对中国达54%之高。美国此次实施的“对等关税”政策以“公平贸易”为名,实质是单边保护主义行为。USTR声称通过科学方法估算了各国对美国商品的关税和非关税壁垒以此确定对等税率,但就其结果来看与美国与各国的贸易逆差除以该国对美出口额得出的粗糙估算几乎一致,这种将贸易逆差比例直接等同于“关税税率”的做法,显然无法真实反映各国间的贸易壁垒,此种计算方式存在显著问题,不仅缺乏经济理论支撑,更可能为全球贸易体系埋下更大的不确定性与冲突隐患。对等关税公布后,国际反对声音强烈,法国、英国、意大利、澳大利亚、新加坡、南非和玻利维亚等国均表示,美国此举破坏全球贸易体系,并采取相应措施应对。美国商会会长克拉克更是在声明中直言不讳:“(美国)政府正在用关税大棒砸自己的脚。”IMF报告称,若贸易战持续一年,全球GDP损失将达7%,相当于法国和德国经济总和。从美国自身角度分析,在目前债务压力巨大的情况下,加征大额关税对财政收入的提振可能不敌对产业衰退的损失。美国加征关税导致全球供应链成本上升40%,供应链重构压力剧增,对美国经济衰退的预期持续升温。中方反制措施公布后,全球股市在周四的下跌后再次迎来新一轮暴跌,周四、周五两个交易日,标普500指数两日累计下跌超过10%,创下自2020年3月疫情初期以来最大两日跌幅,道指和纳指也分别下跌9.3%和11.4%,欧洲主要指数下跌均值在7%-8%,VIX指数创四年来新高,原油、铜、农产品大幅下跌,黄金在迎来历史高点后也开始快速下跌。美国国内企业也深受关税政策困扰,4月3日,美国佛罗里达州文具品牌Simplified创始人Emily Ley向联邦法院提起诉讼,指控前总统特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA),绕过国会程序对中国所有商品加征关税,损害美国中小企业利益。从资产价格走势来看,尽管今年以来的外部变化超出市场预期,但资本市场整体表现较外盘走出了“以我为主”的趋势: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。对等关税对中国的税率明显超出市场预期,但上周四对等关税公布后,A股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区,周五外盘交易的情况来看,A50指数期货跌幅也远小于美股主要指数。即使本次由海外关税政策引发的风险资产流动性全面收紧的趋势初现,但与之之前流动性危机不同的是,在对等关税税率“极度悲观”的预期兑现、关税在4月9日正式落地可能存在部分豁免之前,一方面,当前市场认为关税条件进一步恶化的空间偏小;另一方面,当前市场已有2018年做参考,悲观预期释放得相对充分,从市场交易视角来看,内盘市场情绪仍然相对较强。因此,全球市场在短期负面情绪释放后,仍将回归基本面验证的阶段,市场仍有足够的应对空间。今年以来中国资本市场的韧性主要由中国科技公司引领,科技板块的估值持续修复。尽管市场的上行趋势呈现科技板块引领的结构化行情,但由DeepSeek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

“进化”转型的缩影，有力地支撑了 A 股市场的信心，带来了市场资金流动性的提升。与 2024 年初相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，科技板块对于 A 股估值水平的提升有着重要作用。但横向对比来看，国内的 top 科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实现估值跃迁。在海外环境进一步恶化的同时，要弥合与海外科技板块的差距、实现所有板块全面性的估值提升，仍然需要国内基本面和流动性共同配合，资本市场也将继续发挥为科技企业服务的作用，为推动创新驱动型经济体发展贡献力量。下一步，资本市场将继续秉承中央经济工作会议和全国两会提出的“稳住楼市股市”的理念，持续用好存量政策、适时推出增量政策，在海外动荡的环境下，稳定资本市场环境，为中国科技的技术突破和中国智能制造的配合提供血液和土壤，推动中国经济“新旧动能转换”加速完成。风险提示：内需提振不及预期；美国对关税反制进行新一轮报复性反制；4 月出口受关税影响大幅度下行。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

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，但若风险偏好仍在“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

机械设备行业点评报告：农机行业关税点评：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

投资要点 事件：2025年4月4日，中国国务院关税税则委员会发布公告，根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。 粮食安全问题进一步凸显，长期看好国内农业机械化率提升：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能力、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。 农业产业链具有涨价逻辑，利好农机需求：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%，

仅次于机械电子类产品。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。投资建议：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：补贴政策不及预期；下游投资不及预期；行业周期波动。

（证券分析师：周尔双）

汽车周观点：3 月第 4 周乘用车环比+9.8%，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”对汽车零部件是豁免的，美墨加贸易协定依然有效（这个对零部件更重要）。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。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）

半导体行业点评报告：对等关税利好成熟制程&先进制程国产替代，看好自主可控大趋势

投资要点 中国进口关税的加征利好成熟&先进制程设备国产替代：从海关总署数据来看，2024 年我国来自美国的半导体设备（统计口径包含刻蚀、薄膜沉积、离子注入、量检测及部分后道封装设备）进口金额约 337 亿元，占总进口金额比重约为 20%。4 月 4 日中国宣布对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税，我们认为此次进口关税的加征利好半导体设备国产化率的进一步提升。一方面对于成熟制程而言，成熟制程反倾销有望加速，对原厂地的划定不排除升级至晶圆厂层面，能够推动国产成熟制程芯片的发展，而成熟制程对价格更敏感，考虑到关税 34%以及海外进口设备普遍溢价 10%+，关键设备的进口成本或增加 50%以上，国产设备在价格端优势明显；另一方面对于先进制程而言，随着国产设备商技术与

服务的不断突破与成熟，且进口设备成本增加 50%+，设备的国产化率有望加速提升。从各环节来看，直接进口自美国的设备主要为离子注入、量检测设备：具体分环节来看，2024 年来自美国的量检测设备进口金额最大为 122.5 亿元，其次为离子注入设备约 101.5 亿元，其余为热处理、CVD、刻蚀设备、PVD、后道封装的塑封机和引线键合机等；从占比来看，离子注入机进口自美国的占比最大，约为 79%，其次为量检测设备，约为 34%。美国 4 家设备巨头多在新加坡等地设有生产基地：根据各家披露的 2024 年中国区营收来看，美国的 AMAT、LAM、KLA、泰瑞达四家公司合计约 1500 亿元，考虑到纯半导体设备收入占比 80%左右，则我们估算四家公司在中国的半导体设备收入约 1200 亿元，与海关总署披露的设备进口金额存在 900 亿左右的差额，我们判断主要系美国设备公司在新加坡、马来西亚等地设有生产基地，根据 2024 年海关进口数据来看，我国进口的半导体设备总金额约为 1689 亿元，来自美国、日本的进口金额分别为 337/392 亿元，非美日的进口金额为 961 亿元，其中新加坡占比最高，约为 26%。投资建议：看好前后道半导体设备+零部件厂商，重点推荐前道平台化设备商【北方华创】【中微公司】，低国产化率环节设备商【芯源微】【中科飞测】【精测电子】，薄膜沉积设备商【拓荆科技】【微导纳米】，后道封装测试设备【华峰测控】【长川科技】【迈为股份】；零部件环节【新莱应材】【富创精密】【晶盛机电】【英杰电气】【汉钟精机】。风险提示：下游扩产不及预期，技术进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

商贸零售行业跟踪周报：“对等关税”下，重视非美出口桥头堡——义乌小商品城

投资要点 4 月 2 日，特朗普宣布美国将对贸易伙伴征收大额“对等关税”。那么有没有什么出口链相关标的，受美国关税的影响程度相对较低，且在贸易摩擦的背景下具备“反脆弱性”呢？小商品城所在的义乌出口，具备范围分散、美国占比较低、增速较快的特点。在美国加关税背景下，有较好的抗风险能力。第一，小商品城所在的义乌市出口范围分散，一带一路国家占比高。根据义乌海关，2024 年义乌向“一带一路”国家进出口总额达到 4133 亿元，占义乌市总进出口比重达 62%。2024 年义乌“一带一路”国家进出口额的同比增速与整体相当，均为 18.2%。以广大“一带一路”为主的出口结构可以一定程度上对冲地缘风险。第二，义乌出口构成中，美国仅占 14%。根据义乌海关，2024 年义乌向美国出口额为 836 亿元，同比+43%（因抢出口阶段性高增），美国出口占比仅为 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。义乌可以通过其他国家和地区出口来弥补美国的缺口。义乌出口的长期增长趋势亮眼，小商品城景气度高。2024 年，义乌海关数据显示全市进出口额为 6689 亿元，同比+18.2%。自 2021 年以来，义乌每年的进出口额增速都保持在 18%以上，这个数字高于此段时间我国的进出口额增速，反映义乌出口景气度较高、产业集群化趋势显著。作为义乌小商品贸易的核心，小商品城展现出良好的景气度，根据义乌政府，2025 年 1-2 月小商品城实现成交额 403 亿元，同比增长 16.4%。小商品城的业绩主要来自市场租金和贸易服务。在政策支持、新市场扩建、涨租等催化下，小商品城有望实现快速成长。①政策，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》，有望推动义乌进出口进一步成长；②新市场扩建，公司全球数贸中心市场将于 2025 年 10 月开业，开业后有望贡献新的租金和服务费收入；③根据公司 2023 年年报，公司预计未来 3 年市场每年租金涨幅不低于 5%，随着

市场的高景气度，我们预计租金涨幅持续性较强，将为公司贡献持续的利润增量。投资建议：推荐出口结构较为分散、受关税直接冲击影响程度较小的小商品城。风险提示：全球宏观经济衰退、地缘贸易风险进一步扩散等。

(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)

建筑材料行业跟踪周报：关税冲击下首选内需消费

投资要点 本周(2025.3.31-2025.4.3,下同):本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-0.28%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-1.37%、-1.17%，超额收益分别为1.09%、0.89%。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397.2元/吨,较上周+0.3元/吨,较2024年同期+41.2元/吨。较上周价格持平的地区:华北地区、西南地区;较上周价格上涨的地区:长三角地区(+5.0元/吨)、长江流域地区(+2.9元/吨)、两广地区(+10.0元/吨)、华东地区(+2.9元/吨)、中南地区(+1.7元/吨)、西北地区(+6.0元/吨);较上周价格下跌的地区:泛京津冀地区(-5.0元/吨)、东北地区(-16.7元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为56.9%,较上周+0.2pct,较2024年同期-11.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为47.5%,较上周+0.7pct,较2024年同期+1.7pct。(2)玻璃:卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1312.3元/吨,较上周+5.6元/吨,较2024年同期-431.9元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为5705万重箱,较上周-79万重箱,较2024年同期-484万重箱。(3)玻纤:本周国内无碱粗纱市场价格基本走稳,各池窑厂主流产品近日暂无明显调整预期,个别合股产品价格松动。截至4月3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(3833.00)持平,同比上涨23.01%,较上周同比涨幅收窄1.21个百分点;本周电子纱市场价格暂报稳,各池窑厂短期出货尚可。需求端看,下游深加工市场订单表现尚可,但备货意向一般,后续按需采购或延续。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)美国突然对全球加征高额关税,其中对中国加征34%。中国反制措施中包括对美进口商品加征34%关税,凸显出捍卫自由贸易的决心和高科技及服务领域替代美国进口的信心。我们认为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、三棵树、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。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、石头科技、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继续上行，涨幅为 0.1%。价格上涨地区主要有江苏、浙江、湖南、广东和甘肃，幅度 10-30 元/吨；价格回落地区是辽宁和河南，幅度 30-50 元/吨。三月底四月初，国内水泥市场需求环比略有小幅提升，全国重点地区水泥企业出货率为 47.5%。价格方面，全国水泥整体维持震荡上行走势。其中，南方地区受益于天气晴好，水泥需求稳定，以及企业不断推涨，价格延续上涨态势；北方地区如辽宁和河南由于需求较弱，以及个别企业出现抢量行为，致使价格出现走低。（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，幅度超预期，由于中国企业在美国市场占有一定份额，且产能可替代性不强，关税的提升一部分有望通过价格上涨对冲，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：春节前后部分生产线开始冷修，行业供需矛盾有所缓和，但尚不能充分扭转整体供需平衡，但随着前期价格回落，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。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

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，建议关注北新建材、三棵树等。（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）

环保行业点评报告：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

投资要点 贸易战升级，关注稳健运营、自主可控及再生资源三条主线。2025 年 4 月 2 日，美国宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”，其中对中国实施 34%的对等关税。4 月 4 日，中方进行反制，宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税。面对中美贸易战升级，环保公用领域关注三大主线：1）内需主导的防御资产：关注固废、水务、电力、燃气。2）自主可控：关注进口替代进程中技术龙头。3）资源品价值提升：关注再生资源。 稳健增长+价格改革+分红提升，全面配置运营！固废、水务、电力、燃气等运营类资产由内需主导，业务稳健性强；4 月 2 日，中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》，价格改革强化盈利稳定性&改善现金流，价格改革不仅仅是一次性弹性，更重要的意义是促进可预期的成长+鼓励 alpha；叠加运营资产分红提升催化下，迎价值重估。1）固废：板块自由现金流大增分红提升，B 端拓展+C 端付费促商业模式理顺。生活垃圾焚烧需求由 C 端主导，板块进入稳定运营期，自由现金流持续改善&提分红逻辑兑现中，供热、IDC 合作等 B 端拓展提效空间大，叠加价格改革政策要求推进居民端计量收费，共促商业模式理顺，板块迎价值重估。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【绿色动力环保】【军信股份】【旺能环境】【中科环保】等。2）水务：量价刚需业绩稳健，水价改革驱动价值重估。水务行业量价刚性，业绩稳健，前期受供水调价不畅及污水政府付费影响估值受压制。价格改革政策驱动下，水价市场化将增强盈利稳定性，污水顺价促付费机制 C 端理顺。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】【北控水务集团】等。3）电力：电力板块现金流表现优异，电力运营商运营成本、投资成本受外部因素影响小，稳健红利属性彰显。电改深化，电价机制完善，电源依托自身特点，迎来定位与模式的转变，价值重估。重点推荐水电：成本最低的低碳电源，市场化推进下水电电价有支撑有弹性【长江电力】。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收益

渠道，煤价下行度电盈利具备提升弹性【中能股份】【皖能电力】【华电国际】；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，【龙源电力】【中闽能源】；核电：基荷电源价值锁定确定性成长，【中广核电力】【中国核电】。4) 燃气：进口美LNG关税税率将增至49%，考虑美气供给占比较小整体影响有限。自2025/2/10起，我国对原产于美国的液化天然气加征15%关税；自2025/4/10 12时01分起，对原产于美国的所有进口商品在现行适用关税税率基础上加征34%关税，我国对进口美LNG关税税率将达49%。2024年中国自美国进口LNG约416万吨，占LNG进口总量约5.4%，占全国表观消费量约1.4%；占比较小，对整体供给影响有限。2024年美国LNG长协到达沿海地区终端用户的成本叠加15%关税将达2.61元/方；叠加49%关税后将达3.26元/方，与2024年全年国内出厂价平均值基本一致，美气长协价格优势削弱。供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。加征关税主要影响具备美国气源的公司，如新奥股份等，需关注后续公司的美气长协是否可通过转口等方式达到预期价差。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5.2%) 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4.2%) 【中国燃气】(25股息率7.1%) 【蓝天燃气】(25股息率7.5%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25股息率4.6%) 【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5.2%) 【新奥股份】(25股息率5.7%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(估值日期2025/4/3)。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】。关注自主可控、进口替代。1) 半导体治理：半导体产业链国产化趋势明确要求提升，关税加码制裁提升驱动国产替代加速，半导体产业配套包括洁净室设备/耗材、半导体废气废液治理等迎来发展新机遇，重点推荐半导体洁净室洁净设备龙头【美埃科技】，半导体废气治理【盛剑科技】，建议关注半导体清洗设备【国林科技】。2) 科学仪器：中国高端科学仪器高度依赖进口，大型科研仪器进口率长期维持在70%+，其中美国是最大来源国。截至2021年底我国高校院所大型质谱仪器中97.9%为进口，超七成质谱仪来自美国。对美关税反制将驱动中国进一步加强高端仪器的自主研发和国产化。国内政策向国产仪器倾斜，政府采购项目明确优先选择国产设备。建议关注高端仪器国产替代突围者【聚光科技】【皖仪科技】【雪迪龙】等。关注资源安全：再生资源价值提升。逆全球化背景下，资源安全成为可持续发展的关键，资源品价值具备提升机会，酒糟资源化、废电拆解、汽车拆解、锂电回收、废轮胎处置、再生油、危废资源化、再生塑料等板块具备长期战略意义。1) 酒糟资源化：2024年美豆占中国大豆进口比例为23%，美玉米占中国玉米进口比例为15%，此次关税带反制将带来进口成本抬升。酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，若玉米豆粕价格上行，酒糟饲料产品性价比和功能价值将更为突出。重点推荐【路德环境】。2) 生物油：2024年我国餐厨废油脂的总出口量为295万吨，其中美国依旧占据了最大的市场份额，达到总出口量的42.94%。美国加征关税将在一定程度上影响废油脂海外需求，阻碍出口，短期国内废油脂供应相对充裕，利好生物柴油/生物航煤加工端企业。建议关注【卓越新能】【嘉澳环保】【鹏鹞环保】等。风险提示：价格改革推进不及预期，关税政策变化，行业竞争加剧等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩 证

券分析师: 陈孜文 证券分析师: 谷玥)

医药生物行业跟踪周报: 关税战背景下, 医药板块确定性更高

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.20%、4.77%，相对沪深 300 的超额收益分别为 2.57%、6.64%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 1.7%、30.77%，相对于恒生科技指数跑赢 5.21%、11.85%；本周 A 股化药 (+3.45%)、医药商业 (+1.48%) 及中药 (+1.53%) 等股价涨幅较大，原料药 (+1.06%)、医疗器械 (-0.21%) 及生物制品 (+1.37%) 等股价涨幅相对较小；本周 A 股涨幅居前多瑞医药 (+56%)、欧康医药 (+49%)、伟思医疗 (+31%)，跌幅居前东方生物 (-11%)、东方海洋 (-9%)、能特科技 (-9%)；本周 H 股涨幅居前宜明昂科 (+17%)、嘉和生物 (+15%)、康方生物 (+15%)，跌幅居前创盛集团 (-24%)、腾盛博药 (-20%)、和铂医药 (-20%)。本周板块表现特点: 本周小市值个股表现更为强势, 但 H 股波动较大。罗氏多发性硬化症重磅药物「奥瑞利珠单抗」在华获批上市; 里程碑! 诺华核药 Pluvicto 获批去势抵抗性前列腺癌二线治疗: 3 月 31 日, 罗氏宣布奥瑞利珠单抗 (Ocrelizumab, OCREVUS) 的上市申请已获 NMPA 批准, 每六个月静脉输注一次给药, 用于治疗成人复发型多发性硬化症 (RMS, 包括临床孤立综合征、复发缓解型多发性硬化和活动性继发进展型多发性硬化) 和成人原发进展型多发性硬化症 (PPMS)。3 月 28 日, 诺华宣布美国 FDA 已批准 Pluvicto (lutetium Lu 177 vipivotide tetraxetan, 镥[177Lu] 特昔维匹肽) 用于前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 阳性转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC) 患者, 这些患者已接受雄激素受体通路抑制剂 (ARPI) 治疗且被认为适合延迟化疗。美国加征关税为什么豁免医药产业? 2025 年 4 月 2 日白宫颁布的对等关税新行政命令, 豁免药物如下: 药品制剂 (绝大部分药品制剂包括各类化药制剂和疫苗、抗体等生物制品); 原料药 (如维生素类、氨基酸类、激素类、抗生素和抗感染类); 植物提取物。我们认为: 美国创新药比较发达, 但仿制药进口依赖度较高。据生物技术行业、政策和学术领袖联盟“活性药物成分创新中心”(APIIC) 发布的报告: 美国人日常服用的仿制药中, 90% 的抗病毒和抗生素药物依赖从国外进口的活性药物成分, 约 83% 的前 100 种处方仿制药依赖进口。2024 年进口价值约 700-800 亿美元的仿制药, 其中印度、中国是最大的供应国, 贡献了近 50-60% 的进口量。美国的原料药高度依赖进口, FDA 发布的一份报告显示, 美国仅 20% 的原料药为本国自主生产, 80% 的原料药来自海外。美国关税战背景下, 医药选股策略: 整体上看, 关税豁免对医药板块影响极小。建议配置先后顺序子行业: 创新药>血制品>科研服务>医疗器械>中药>药店 >医疗服务>医药商业>原料药>CRO 等。总体上看, 创新药仍是主线, 中国对美国进口产品加征 34% 关税, 利于国产化率低的硬核科技联影医疗、华大制造、科研服务 (纳微科技、奥浦迈等) 加速进口替代; 美国进口的低价竞争的白蛋白血制品失去价格优势, 利于上海莱士、博雅生物等放量。超 200 款中国创新药亮相 2025 AACR, 国产创新药国际认可度持续提升。2025 年 4 月 25 日至 30 日, 全球规模最大的癌症研究会议之一美国癌症研究协会 (AACR) 年会将在芝加哥召开, 中国创新药在 AACR 会议上的影响力持续攀升。据不完全统计, 今年有 126 家中国药企亮相 AACR 会议, 共发布近 300 项新药研究结果, 其中包括超 80 项 ADC 研究、近 40 项双抗研究和超 10 项单抗研究, 其他药物类型还有多肽偶联药物、分子胶、细胞疗法、三抗、PROTAC 等。具体配置建议: 创新药领域, 美国豁免关税、国内加增 34% 关

税，进口创新药价格更高，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，建议关注华大制造、奥浦迈等；医疗器械领域，关税后国产性价比更高有助于进口替代，建议关注迈瑞医疗、新产业等；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）

建筑装饰行业跟踪周报：内需预期加强，关注钢结构、洁净室等景气领域

投资要点 本周（2025.3.31-2025.4.3，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-0.27%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-1.37%、-1.17%，超额收益分别为1.1%、0.9%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）国家统计局发布3月PMI：3月建筑业商务活动指数53.4%，环比上升0.7pct，反映在建项目推进加快；但新订单指数为43.5%，环比下降3.3pct，或反映新开工项目落地仍然偏慢；此外业务活动预期指数为55.3%，升至较高景气区间，反映建筑业企业景气预期提升，后续可关注超长期特别国债和新增专项债加快发行对“两重”和其他基础设施项目落地的支撑。（2）国家标准《住宅项目规范》落地：《住宅项目规范》将层高要求提升为“不低于3米”，明确4层及以上住宅设电梯，提升住宅隔声性能、日照标准及适老化标准等。住宅项目规范国标的修订突出高质量要求，有望加快新的智能化的建造技术工艺的应用，新材料和新产品的推广，利好建造、装修、材料等环节转型升级、格局优化。周观点：（1）3月建筑业商务活动指数53.4%，环比上升0.7pct，反映在建项目推进加快；业务活动预期指数为55.3%，升至较高景气区间，反映建筑业企业景气预期提升，但新订单指数为43.5%，环比下降3.3pct，或反映新开工项目落地仍然偏慢。结合此前政府债券融资数据、基建投资数据的改善情况，增量的财政政策支持及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。未来一带一路战略推进，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)

电力设备行业跟踪周报：多管齐下应对美国对等关税，龙头公司保持优势地位

投资要点 电气设备 6950 下跌 3.51%，表现弱于大盘。锂电池跌 2.37%，新能源汽车跌 2.37%，电气设备跌 3.51%，光伏跌 5.75%，风电跌 1.5%，核电涨 2.54%，发电设备跌 1.19%。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、卧龙电气。行业层面：人形机器人：第一个开始赚钱的人形机器人厂商 Agility，正在融 4 亿美金，扩生产；人工智能公司星海图日前接连完成 A2、A3 轮系列融资，总融资额超 3 亿元人民币；具身智能公司千寻智能近日完成 5.28 亿元人民币 Pre-A 轮融资。储能：国家发改委：发布征求《绿色低碳先进技术示范项目清单（第二批）》意见的公告。国家能源局：配备储能设施的可再生能源发电项目，储能设施放电电量不核发绿证。温州市发改委：发布全国首个地市级用户侧储能消防技术导则。电动车：商务部：中欧双方同意尽快重启电动汽车反补贴案价格承诺谈判；特斯拉 Q1 销量 33.7 万辆，同环比-13%/-32%，储能销量 10.4GWh，同环比+157%/-5%；3 月小鹏销 3.3 万辆，同环比+268%/+9%；小米销 2.9 万辆，环比+22%；零跑 3.7 万辆，同环比+155%/47%；北京自动驾驶汽车条例正式实施，L3 级私家车辆可合法上路；宁德时代与中国石化签署合作框架协议将建设不少于 500 座换电站；中科海钠发布钠离子电池商用车解决方案；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 24.40 万/吨，-0.2%；百川金属钴 25.10 万/吨，-0.4%；镍：上海金属网 12.88 万/吨，-2.5%；碳酸锂：SMM 工业级 7.20 万/吨，-0.3%；SMM 电池级 7.39 万/吨，-0.3%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.90 万/吨，-2.6%；SMM 三元动力 2.30 万/吨，-3.2%；前驱体：SMM 四氧化三钴 21.13 万/吨，0.0%；三元 523 型 8.00 万/吨，+1.3%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.36 万/吨，-0.2%；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 0.28 万/吨，+1.0%；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：SMM 5.90 万/吨，-0.5%；百川 5.60 万/吨，-1.8%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.334 元/wh，-1.2%；圆柱 18650-2500mAh 4.06 元/支，0.0%。新能源：大涨 239%，首航新能敲钟上市；天合光能 1.5 亿成立投资公司：聚焦于新技术、知识产权；南水北调 1GW 光伏组件集采：天合、隆基等入围；华电国际：中止定增收购多家关联公司股权；科 Tiger Neo+SunTera 大型光伏与储能项目交付；英国光伏装机突破 18GW 大关；本周硅料 43.00 元/kg，环比持平；N 型 210 硅片 1.60 元/片，环比持平；N 型 210R 硅片 1.55 元/片，环比涨 3.33%；双面 Topcon 182 电池片 0.29 元/W，环比涨 3.23%；PERC 182/双面 TOPCon 182 组件 0.70/0.75 元/W，环比持平/+1.35%；玻璃 3.2mm/2.0mm 22.25/13.75 元/平，环比持平/持平。风电：广东阳江三山岛 1-4 场址 ±500kV 柔直海缆开标，第一根第一中标候选人中天科技，中标额 9.06 亿元，第二根中标候选人东方电缆，中标额 8.99 亿元。本周招标 2GW：陆上 2GW/海上暂无；本周开/中标 0.3GW：陆上 0.3GW/海上暂无；本月招标 2GW：陆上 2GW/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：25 年 3 月新能源汽车产量 39.5 万辆，销量 37.7 万辆，海外销售 7.3 万辆，动力电池及储能电池装机

总量约 20.3GWh，累计装机总量约 52.6GWh。通威股份：累计回购股数 1.0 亿股，占总股本的 2.3%，实际回购价格区间为 17.4 元/股-22.9 元/股，用于员工持股计划或股权激励。当升科技：1) 24 年营收 76 亿，同比-50%，归母净利 4.7 亿元，同比-76%；其中 Q4 营收 21 亿，同环比-20%/+4%，归母净利 0.08 亿元，同环比-98%/-96%。2) 24 年公司拟每 10 股派 2 元现金股利，共分 1 亿元，不转增股本。金盘科技：24 年营收 69.0 亿，同比+3.5%，归母净利 5.7 亿，同比+13.8%；其中 Q4 营收 21.0 亿，同环比+11.0%/+11.7%，归母净利润 1.7 亿元，同环比-0.45%/-5.9%。珠海冠宇：24 年营收 115 亿，同增 0.8%，归母净利 4.3 亿，同增 25%；其中 Q4 营收 30 亿，同环比+4.1%/-4.6%，归母净利 1.6 亿，同环比+198%/-2%。四方股份：1) 24 年营收 69.5 亿，同+21%，归母净利 7.2 亿，同+14%。2) 拟每 10 股派发现金红利 7.2 元，分红总额约 6 亿元，占净利润 83.9%。盛弘股份：24 年营收 30.4 亿，同比+14.2%；归母净利 4.3 亿，同比+6.5%；Q4 营收 9.4 亿，同环比+2.5%/41.7%；归母净利润 1.6 亿，同环比+22.1%/+77.8%。东方电气：预计 25 年 Q1 营业总收入 158 亿至 166 亿元，同比增长 5%-10%，净利润 11.3 亿至 12.3 亿元，同比增长 15%-25%。德业股份：公司拟在慈溪滨海经济开发区投资建设年产 16GWh 工商储生产线项目（分两期投入，一期 7GWh，二期 9GWh），一期固定资产投资不少于 8.95 亿元，二期不少于 12.32 亿元。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 月国内电动车主流车企销量 88 万辆，同环比+58%/+28%，符合预期，智驾下沉+新车型快速迭代，全年预计 25%-30 增长。欧洲 3 月 8 国合计销量 18 万辆，同环比 18%/25%，同比增速持续恢复，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，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，首推宁德时代、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：①协会制定 0.69 元/W 成本线，出口退税下降至 9%；②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 抢装开始，硅料、硅片、电池价格持续上涨，组件价格尤其是分布式明显上涨，Q2 是较好的时间窗口，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、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）、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）、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）、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）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、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）、伟创电气（变频伺服传统行业为主持续增长、大力布局人形机器人）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、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）、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）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、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、峰岬科技、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、链升科技、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)

机械设备行业跟踪周报:重点关注关税影响装备出海的机遇和挑战; 推荐关税影响将加速国产化的半导体设备

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】关税点评:对美敞口小,关注美国/墨西哥工厂布局 加上此次 34%关税,工程机械国内对美出口关税达到 79%(25%+20%+34%),直接出口成本承受难度大,但几家工程机械对美敞口小:三一重工北美敞口约 3%、恒立液压北美敞口约 5%、中联重科美国敞口约 1%、徐工机械/柳工/山推股份北美敞口均不足 2%,对业绩实际影响较小。同时,若被制裁国采取反制措施,利好中国工程机械品牌,将给中国工程机械品牌带来更大的机会。此外,工程机械公司海外工厂布局较早,海外产能可降低关税风险,核心推荐两个方向:一是有北美工厂、二是有墨西哥(关税豁免)/巴西&土耳其工厂(仅 10%关税)。有北美工厂的是三一重工和恒立液压:①三一重工:在北美有工厂,未来投产后可达到 2000 台以上产能,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。在墨西哥有工厂的是恒立液压、中联重科: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。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。在巴西/土耳其有工厂的是中联重科、柳工。①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。②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。关税风险整体可控,继续推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【叉车】美国敞口有限影响可控,后续可关注内需政策端+电动化进展 若关税按最新政策执行,国内叉车出口美国将承担关税 79%(25%+10%+10%+34%)。国产双龙头对美敞口个位数,且已有提前备货,影响可控。展望后续:(1)出口端:全球叉车市场结构为欧洲 32%、中国 27%、美国 22%、其他区域 20%,美国外市场空间仍然广阔,且海外市场平衡重叉车锂电化率仅约 15%,国产叉车较海外品牌优势仍然明显,出海中长期趋势不变。泰国等地建厂同样可服务其他地区增强海外市场影响力,助力份额提升,并辅助切入市场规

模更大、利润率更高的后市场。(2) 内需端, 行业景气度、电动化转型与宏观经济活跃度, 制造业、物流业景气度挂钩。2022-2024 年我国叉车基本以寿命更新、三类车替代手动液压车为主, 增量需求有限, 电动化进展速度较慢(国内电动化率仅 35%、锂电化率还要更低)。2025 年“两重”“两新”政策将加力扩围, 支持全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好, 可期待后续内需修复趋势。中长期看, 物流业智能化转型为大趋势, 传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势, 有望脱颖而出, 打造智慧物流第二成长曲线。建议关注低估值【安徽合力】、【杭叉集团】。

【半导体设备】对等关税利好成熟制程&先进制程国产替代, 看好自主可控的半导体设备 4 月 4 日中国对原产于美国的所有进口商品, 在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税, 我们认为利好半导体设备国产化率的进一步提升。一方面对于成熟制程而言, 我们认为成熟制程反倾销有望加速, 能够推动国产成熟制程芯片的发展, 而成熟制程相较于先进制程对价格更敏感, 考虑到关税 34% 以及海外进口设备普遍溢价 10%+, 关键设备的进口成本或增加 50% 以上, 国产设备在价格端优势明显, 我们认为成熟制程的设备国产替代进程有望加速; 另一方面对于先进制程而言, 随着国产设备商技术与服务的不断突破与成熟, 设备国产化率有望加速提升, 看好半导体设备的自主可控。从海关总署数据来看, 2024 年来自美国的半导体设备(包括前道+后道)进口金额约 335 亿元, 占总进口金额比重约为 21%。投资建议: 看好前后道半导体设备+零部件厂商, 重点推荐前道平台化设备商【北方华创】【中微公司】, 低国产化率环节设备商【芯源微】【中科飞测】【精测电子】, 薄膜沉积设备商【拓荆科技】【微导纳米】, 后道封装测试设备【华峰测控】【长川科技】【迈为股份】; 零部件环节【新莱应材】【富创精密】【晶盛机电】【英杰电气】【汉钟精机】。

【通用自动化】关税背景下, 顺周期建议关注刀具&FA 自动化等内需品种 ①关税影响: 整体来看, 关税对通用设备板块影响有限, 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较低, 且基本无美国敞口。但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刀具&FA 自动化等内需环节。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】。

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)

非银行业跟踪周报: 监管规范险企重大股权投资; 支持险企设立私募证券投资基金

投资要点 非银行金融子行业近期表现: 最近 4 个交易日(2025 年 03 月 31 日-2025 年 04 月 03 日)非银行金融板块各子行业中仅证券行业跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 0.66%, 多元金融行业下跌 1.08%,

非银金融整体下跌 1.31%，证券行业下跌 1.81%，沪深 300 指数下跌 1.37%。 证券：2025 年 04 月至今交易量同比小幅提升；证监会修订基金托管办法。1) 4 月交易量同比小幅提升。截至 2025 年 04 月 03 日，2025 年 04 月日均股基交易额为 11015 亿元，较上年 4 月上涨 9.64%，较上月下降 36.12%。截至 04 月 02 日，两融余额 19120 亿元，同比提升 23.54%，较年初提升 2.54%。截至 2025 年 04 月 03 日，4 月 IPO 发行 1 家，募集资金 4.87 亿元。2) 证监会将修订证券投资基金托管业务管理办法。2025 年 4 月 3 日，证监会就《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，主要修订内容包括完善准入门槛、强化实质展业及风险隔离监管要求、压实托管人责任、健全退出机制、允许优质托管机构设立全资子公司专门从事托管业务。3) 境外上市备案管理协调机制拟完善。2025 年 3 月 31 日，证监会副主席李明主持召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议。李明表示，下一步证监会将为企业境外上市提供更加透明、高效、可预期的监管环境；继续推动资本市场“惠港 5 条”政策落实落地，支持香港巩固提升国际金融中心地位。4) 证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营科技企业座谈会。与会代表围绕深化资本市场投融资综合改革，进一步推动资本市场改革发展提出了具体建议，包括提升投融资便利度和效率、增强对未盈利科技型企业发行上市的包容度、支持境外已上市科技企业回归、加大推动中长期资金入市力度等。5) 2025 年 04 月 03 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 1.3x。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：上市险企 2024 年业绩大幅增长；金监总局规范险企重大股权投资。1) 上市险企 2024 年报披露完毕，净利润、NBV 大幅增长。平安、国寿、太保、新华、人保归母净利润同比增长 48%、132%、65%、201%、88%；利润同比大增的主要原因为 2024 年股票、债券市场表现较好带来的投资收益率提升。平安、国寿、太保、人保新业务价值可比口径下分别同比增长 29%、24%、58%、114%，新华保险非可比口径同比增长 107%；新业务价值提升的主要原因为新业务价值率的提高，归功于银保“报行合一”和预定利率下降带来的负债成本优化。2) 金监总局发布《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》。规范保险资金未上市企业重大股权投资行为，优化了保险资金重大股权投资的行业范围，引导保险资金投资与保险业相关的战略产业和新兴行业，助力新质生产力发展。3) 金监总局发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》。优化科技保险保障服务，引导保险公司健全重大技术攻关风险分散机制，提供覆盖科技创新活动全流程的保险产品。深化保险资金长期投资改革试点，支持保险公司发起设立私募证券投资基金，投资股市并长期持有。4) 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 03 日保险板块估值 0.52-0.79 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：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%。 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)

有色金属行业跟踪周报：美国关税政策大超预期，市场避险情绪快速升温致使工业金属价格显著回调

投资要点 回顾本周行情（3月31日-4月4日），有色板块本周下跌2.86%，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金属新材料板块上涨0.43%，小金属板块下跌1.14%，贵金属板块下跌1.24%，能源金属板块下跌1.77%，工业金属板块下跌4.36%。工业金属方面，对等关税大幅提升市场对美国及全球经济下行的担忧，此外美联储并未在本周做出加快降息的承诺，工业金属价格录得大幅下跌，预期短期走势偏弱。贵金属方面，本周美国关税政策大超预期背景下，市场对美国及全球经济下行的预期进一步强化，显著提升黄金的避险属性，然而在全球资产的抛售潮中，流动性的冲击使得Comex黄金价格冲高回落，我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。

周观点： 铜：美国关税政策大超预期，经济衰退预期与价差交易回吐双重作用下铜价大幅下跌。截至4月4日，伦铜报收8,780美元/吨，周环比下跌10.36%；沪铜报收78,860元/吨，周环比下跌3.31%。供给端，截至4月4日，本周现货TC下跌至-26美元/吨，粗铜加工费下跌至900-950元/吨，供给端受限情况延续；需求方面，3、4月空调排产同比均有10%以上的增幅，但铜价高位依旧抑制部分需求。本周市场依旧受到美国关税政策主导：1) 本周四美国关税落地，整体税率幅度大超预期，市场对美国及全球经济下行的担忧加剧；2) 虽然本周对铜关税尚未落地，但依旧预期将于数周内落地，利差交易窗口正在快速关闭，市场受到经济衰退预期以及利差交易回吐的双重利空影响，海内外铜价于本周录得大幅下跌，预计短期铜价将持续维持弱势震荡。

铝：社库去库加快，关税政策抬升衰退预期，海内外铝价环比下跌。截至4月4日，本周LME铝报收2,379元/吨，较上周下跌6.63%；沪铝报收20,420元/吨，较上周下跌1.90%。供应端，本周我国仅有青海地区投产少量新增产能，电解铝行业理论运行产能4380.50万吨，较上周增加1万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长0.5%，铝棒企业产能利用率环比下降0.1%，电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降3.8万吨至79.9万吨，去库速率开始加快；本周在海外对等关税政策下，市场对未来全球经济下行的预期正在加强，本周海内外原铝价格环比下跌，短期预计铝价维持震荡走势。

黄金：对等关税政策大幅提升市场避险需求，流动性冲击使得Comex黄金冲高回落。截至4月4日，COMEX黄金收盘价为3056.1美元/盎司，周环比下跌1.99%；SHFE黄金收盘价为739.04元/克，周环比上涨4.05%。经济层面，本周大非农数据好于预期，显示出美国当下劳动力市场并未显著恶化，从而一定程度上缓解了市场对于美国迅速陷入衰退的担忧，但薪资增速的持续放缓与失业率的持续上行仍显示出经济正在经历边际下行；此外，周五美联储并未向市场表达提前降息的承诺，“滞胀的”风险约束联储降息的节奏。政策层面，本周美国宣布对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并拟对欧盟、中国、日本、韩国、泰国、越南、印度尼西亚、马来西亚、柬埔寨、印度等贸易伙伴征收10%至49%的对等关税，惠誉数据显示，美国的有效关税税率从去年的2.5%飙升至22.5%，为1909年

以来的最高值，市场对于美国和全球经济的担忧上升，避险情绪快速升温。本周美国关税政策大超预期背景下，市场对美国及全球经济下行的预期进一步强化，显著提升黄金的避险属性，然而在全球资产的抛售潮中，流动性的冲击使得 Comex 黄金价格冲高回落，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）

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存下降，淡季煤价震荡运行

行业近况 本周（3月27日至4月3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193.20万吨，环比上周减少6.07万吨，降幅3.05%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有下降。需求端，本周环渤海四港区日均调出量208.49万吨，环比上周增加5.43万吨，增幅2.67%；日均锚地船舶共80艘，环比上周减少14艘，降幅14.74%。库存端，环渤海四港区库存3027.1万吨，环比上周减少96.2万吨，降幅3.08%。港口本周日均调出量环比上升，库存下降，绝对值仍处高位，仍受气温较高，下游需求不佳影响。我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求进入淡季且库存累积过高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：保持谨慎，关注关税影响和反制措施

投资要点 A股市场行情概述：（2025.3.31-2025.4.3）主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：万得微盘股日频等权指数（1.64%），中证红利（0.94%），上证指数（-0.28%）；排名后三名的宽基指数分别为：创业板指（-2.95%），北证50（-2.61%），中证A500（-1.58%）。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）（1.92%），消费（风格.中信）（0.06%），金融（风格.中信）（-0.23%）；排名后三名的风格指数分别为：大盘成长（-2.54%），国证成长（-2.32%），中盘成长（-2.12%）。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：公用事业（2.55%），农林牧渔（1.51%），医药生物（1.20%）；排名后三名的申万一级行业指数分别为：汽车（-3.54%），电力设备（-3.51%），家用电器（-3.46%）。A股市场行情展望：（2025.4.7-2025.4.11）观点：保持谨慎，关注关税影响和反制措施。A股日线级别上，高频宏观模型持续发出负向信号。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。突如其来的关税政策以及反制措施给市场带来了巨大的冲击。4月4日美股中纳指金龙指数下跌8.87%，中概互联指数下跌9.38%，甚至连传统避险资产黄金都发生了一定幅度的下跌。因此这段时间我们建议保持谨慎，关注市场是否会在一定程度上发生流动性危机。市场不缺乏机会，有时候耐心等待才能迎来更好的机会。所以我们的结论是：此阶段建议降低风险偏好，以防守配置为主，等待关税影响逐渐明朗，以及财报逐步落地，在4月中旬左右再选择方向。同时可以期待后续是否有降准降息等一系列刺激措施。港股方

向，4月3日南向资金涌入了287.90亿元。我们的建议是多观望，短期内以防守配置为主，等待市场稳定后再进行交易。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偏防守的行情，相对低位的板块或者和内需相关较大的板块可能是较好的选择。因此从基金配置的角度，我们建议适量减配小盘成长类ETF，同时在防御型基金（如红利类ETF等）里等待时机。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）

环保行业点评报告：中办国办明确价格改革顶层设计，要素市场化改革持续验证

投资要点 事件：4月2日，中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》。固废：推进垃圾处理计量收费，居民端顺价促现金流改善&提振估值。政策提出推进垃圾处理计量收费。固废板块进入稳定运营期，自由现金流持续改善&提分红逻辑兑现中，供热、IDC合作等B端拓展提效空间大，叠加居民端计量收费，共促商业模式理顺，板块迎价值重估。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。水务：水价市场化增强盈利稳定性，污水顺价促付费机制C端理顺。政策提出，鼓励供需双方按照市场化原则协商确定水利工程供水价格，积极推进新建水利工程提前明确量价条件；优化居民阶梯水价制度，推进非居民用水超定额累进加价；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。燃气：深入推进天然气上下游价格联动，营造竞争有序市场环境。《意见》提出：1）价格机制方面：深入推进天然气上下游价格联动；建立健全天然气发电、储能等调节性资源价格机制；优化居民阶梯气价制度。2）竞争环境方面：加强天然气管道运输等网络型自然垄断环节价格监管。截至2025年2月底，全国60%的地级及以上城市进行了居民用气顺价，平均涨价幅度0.21元/方。近期龙头燃气公司相继发布2024年年报，整体来看价差修复幅度、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；同时需关注对美LNG加征15%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】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【昆仑能源】【华润燃气】【中国燃气】【蓝天燃气】；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】【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】【新奥股份】；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。电改深化，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。推荐华电国际 H、中能股份、皖能电力；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。建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】。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，推荐【长江电力】。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，推荐【中国核电】、【中广核电力 H】。不一样的观点：价格改革不仅仅是一次性弹性，更重要的意义是【促进可预期的成长+鼓励 alpha】。政策提出“构建促进降本增效的激励机制，探索建立重要行业标杆成本等制度”，意在鼓励超额收益留存。市场化改革促进可预期的“成长”“回报率”和“分红”。不同于管制、补贴阶段，市场化才能将竞争优势带来的超额收益体现在业绩与未来发展上。风险提示：价格改革进展不及预期，应收风险，资本开支超预期上行等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证

券分析师：陈孜文 证券分析师：谷玥)

推荐个股及其他点评

九方智投控股 (09636.HK)：收购 Yintech Financial+核心信息系统，进军海外金融

事件：公司拟以约 1.088 亿港元收购 Yintech Financial 全部股权，并以 1,816 万港元购买其核心信息系统。投资要点 Yintech Financial 的业务范围：①通过附属公司方德证券及方德资本为个人及机构客户提供证券、期货、资产管理等业务，覆盖中国香港及海外金融市场，提供一站式综合金融服务。②核心信息系统涵盖证券、期货和基金柜台系统，支持集中交易管理、清算结算及风险管理，确保业务稳定运营。方德证券及方德资本的牌照业务范围：中国香港证监会第 1 类、第 2 类、第 4 类、第 5 类及第 9 类受规管活动，具体来看：第 1 类为证券交易（即代理客户买卖证券）；第 2 类为期货合约交易（即代理客户买卖期货合约）。第 4 类为就证券提供意见（即提供证券相关的投资建议或分析）。第 5 类为就期货合约提供意见（即提供期货合约相关的投资建议或分析）。第 9 类为资产管理（即以全权委托形式为客户管理证券或期货合约投资组合、管理基金）。同时收购 Yintech Financial 与核心信息系统的原因：①系统支撑业务连续性：收购系统可避免因系统切换导致的中断风险，确保业务稳定。②降低技术依赖风险：若仅收购公司而未收购系统，可能面临原有系统与自身技术架构不兼容的问题，导致整合成本高、效率低。③避免重复开发成本：直接获取成熟系统可减少自研投入，快速实现业务落地。收购目的与效益预期：①拓展海外金融版图：此次收购将是九方智投“出海”第一步，通过目标公司覆盖中国香港、美国等核心市场，提升行业竞争力。②跨境金融服务布局：通过整合方德证券的持牌业务，九方智投控股可能加强在联交所、美国证券交易所以及沪港通、深港通北向交易等核

心市场的覆盖能力,进一步拓展跨境金融服务。③目标集团 2025 年第一季度实现盈利,证券交易月均成交额较 2024 年提升超 80%,基金代销规模及全权委托资产管理规模分别预计增长超 20%和 100%。分期支付降低短期压力:股权收购分四期支付(10%、40%、40%、10%),系统收购同步分期,缓解现金流压力。盈利预测与投资评级:我们认为通过本次收购,公司将进一步拓展综合金融服务能力;我们维持盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.93、17.01、22.45 亿元,分别同比+375%/+32%/+32%,对应 9/7/5 倍 PE,维持“买入”评级。风险提示:市场波动风险,宏观经济与政策风险,监管合规风险。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:武欣姝)

宇通客车(600066):3月产销同环比提升,产销淡季已过

投资要点 公司公告:宇通客车 2025 年 3 月总销量 4890 辆,同环比+38%/+211%;产量为 4796 辆,同环比+19%/+204%,25Q1 销量总计 9011 辆,同比+17%;产量 8934 辆,同比+7%。3 月产销环比转正,市场需求回暖。整体来看,3 月产销数据环比转正进入修复期;市场需求释放,3 月销量同比增速较 2 月显著提高,市场需求端逐步回暖,一二月份由于过年放假等原因导致的行业淡季影响逐步消退。细分销量同环比均增,轻客销量占比显著提升。分车辆长度看,2025 年 3 月大中轻客销量 2394/1447/1049 辆,同比分别+14.49%/+35.87%/+166.92%,环比分别+225.71%/+122.27%/+467.03%,轻客增长更快,轻客销量占比 21.45%,同环比+10.38pct/+9.67pct。

国内外市场接连斩获大单,精准契合多元化需求。国内方面,130 辆宇通纯电动公交交付唐山,天骏 V6 批量投运张家界;海外市场,287 辆高端新能源客车登陆挪威,定制化适配欧洲需求。2024 年行业在政策与出口拉动下复苏,2025 年趋势将继续延续,并且海外新能源市场空间广阔。总体来说,宇通作为行业龙头,增长动力强劲。

盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元,同比+15%/+16%/+14%,维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元,同比+12%/+20%/+22%,对应 PE 为 12/10/8 倍,维持“买入”评级。

风险提示:全球经济复苏不及预期,国内外客车需求低于预期。

(证券分析师:黄细里 研究助理:孙仁昊)

速腾聚创(02498.HK):2024 年业绩点评:业绩符合预期,智驾&机器人平台化布局有望持续兑现

投资要点 事件:公司发布 2024 年业绩,2024 年公司实现营业收入 16.5 亿元,同比+47.2%;归母净利润-4.8 亿元,亏幅同比缩窄 88.9%;毛利率 17.2%,同比+8.8pct。公司业绩符合我们预期。ADAS 出货持续高增,全球化提速。2024 年公司 ADAS 产品实现营收 13.4 亿元,同比+71.8%;出货量同比+113.9%至 52.0 万台;ASP 同比-20%至 2569 元;毛利率同比+19.3pct 至 13.4%。ADAS 量产降本驱动公司毛利率逐季度提升至 2024Q4 的 22.1%。根据盖世汽车,公司 2024 年市占率达 33.5%位居行业第一。截至 2024 年 12 月 31 日,公司已实现与 28 家整车厂及一级供应商达成合作,定点车型数量增至 95 款,并为 12 名客户的 32 款车型实现 SOP,与全球 310 多家汽车整车厂和一级供应商建立合作关系。2024 年公司获一家中美合资头部主机厂、日本排名前三车企在内的超 8 个海外及中外合资品牌定点合作,涵盖欧洲、北美、亚太等主要汽车市场,全球化业务持续提速。泛机器人场景丰富化,助力机器人商业应用落地。2024 年公司机器人及其他行业产

品收入同比+6.4%至 2.0 亿元；相关激光雷达出货量同比+47.0%至 2.4 万台；ASP 同比-28%至 8133 元；毛利率同比-9.8pct 至 34.5%。公司产品广泛拓展汽车外场景，如农业机器人、检测机器人、物流机器人、V2X 解决方案和真值解决方案，无人配送领域揽获市场上绝大多数行业客户。截至 2024 年底，公司累计的服务机器人及其他非汽车领域客户超 2800 家，在 Robotaxi、Robotruck 领域与 6 家头部企业建立合作，包括小马智行、文远知行及北美硅谷头部 L4 自动驾驶公司。新品发布实现手眼协同，软硬结合赋能具身开发。2025M3 公司发布视觉新品 Active Camera 平台首款产品 AC1，首次实现激光雷达、摄像头与 IMU 的硬件级融合，AC1 可与具有 20 个自由度的灵巧手产品 Papert 2.0 形成手眼协同系统。公司打造 AI-Ready 生态，开源 SDK 涵盖驱动、数据采集等全链路工具，配套算法库提供 SLAM、语义分割等技术支持，具备解决方案交付优势。截至 2025 年 3 月公司已与全球 10+ 人形机器人公司建立战略合作关系，有望拓展更多合作伙伴共建具身生态。盈利预测与投资评级：我们认为公司有望凭借智驾与泛机器人平台化深度布局双线发力，考虑到新定点车型需要爬坡至稳态销售，我们将公司 2025/2026 年预期收入从 28.9/41.9 亿元调整至 26.3/42.0 亿元，并预测公司 2027 年收入为 52.5 亿元，2025 年 4 月 2 日收盘对应 PS 分别为 6.6/4.2/3.3 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，激光雷达渗透不及预期，具身智能渗透不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

马应龙（600993）：2024 年年报点评：核心产品增长亮眼，盈利能力持续提升

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 37.28 亿元，同比增长 18.85%；归母净利润 5.28 亿元，同比增长 19.14%（2023 年非经常性损益 0.91 亿元，2024 年 0.17 亿元，主要系 2023 年有资产处置收益）；扣非归母净利润 5.11 亿元，同比增长 44.98%。表观归母净利润基本符合我们的预期，扣非归母净利润增速亮眼，经营质量良好。单 Q4 季度，公司实现收入 9.36 亿元（+35.58%，较 2023 年同期增长 35.58%，下同），归母净利润 0.71 亿元（+183.84%），扣非归母净利润 0.62 亿元（+884.2%）。治疗产品稳健放量，大健康业务增长亮眼。分行业来看，2024 年医药工业主营业务收入 21.61 亿元，同比增长 17.82%。药线渠道整体经营能力提升明显，推动母公司营收同比增长超 19.91%，其中治疗药品同比增长 23.19%。大健康业务持续丰富卫生湿巾产品阵容，强化品类运营，依托内容营销，眼霜、湿巾等重点品类表现亮眼。2024 年卫生湿巾系列年销售规模突破亿元，美妆系列产品营收同比增长 30%。医疗服务强化布局，医药商业优化结构。2024 年医疗服务主营业务收入 4.49 亿元，同比增长 30.15%，经营业绩保持稳健。2024 年医药商业主营业务收入 12.49 亿元，同比增长 14.81%，实现扭亏为盈。盈利能力提升，经营质量较好。2024 年，公司主营业务毛利率提升至 46.03%（+4.59pct，较 2023 年同期提升 4.59 个百分点，下同），其中医药工业毛利率提升至 71.42%（+6.87pct），医药商业毛利率提升至 8.72%（+2.55pct）。扣非后销售净利率为 13.7%（+2.47pct），盈利能力有所提升。费用率方面，2024 年，销售费用率为 25.13%（+2.33pct），公司增强营销推广协同，线上线下多渠道进行品牌打造；管理费用率下降为 3.07%（-0.44pct），经营效率有所提升。盈利预测与投资评级：考虑到非经常性损益的调整，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润由 6.58/7.66 亿元下调至 6.32/7.30 亿元，2027 年预计为 8.34 亿元，对应当前市值的 PE 为 17/15/13X。公司为细分行

业龙头，核心产品稳健放量，大健康业务态势良好，维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧，原材料涨价等风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩）

东鹏饮料（605499）：赴港上市稳步推进，新品旺季催化可期

投资要点 事件：4月3日公司向香港联交所递交发行境外上市外资股（H股）股票并在香港联交所主板挂牌上市申请。港股上市着眼于国际化战略，持续巩固龙头地位。我们认为，公司登陆香港资本市场，有助于连接国际投资者、建立跨国品牌认知，为东南亚等海外市场扩张铺路，进一步提升综合竞争力。海外业务进展方面，目前公司已在印度尼西亚和越南设立子公司，预计2026年-2027年产能将逐步释放，看好本土化运营能力打磨打开中长期海外业务增长空间。单品打造能力持续验证，关注旺季动销催化。公司2025Q1推出果味茶饮料——“果之茶”，包装规格为1L装，终端零售价在5元左右，并且延续“1元乐享”活动，渠道利润空间充足，进一步提升新品终端推力。结合渠道反馈，果汁茶销售表现优异、3月单月销售环比大幅提升。25年公司已将冰冻化上升为内部战略、是未来多品类发展必须打造基础设施，投放规划更为务实：1是根据业务员日度KPI达成（如终端网点拜访频率、客情维护情况）、网单单点产出量等指标精准筛选有潜力的网点进行布局；2是切实考虑冰柜投放能耗采买智能化、低能耗冰柜，并在学校周边、工业园区、城市主干道等地尝试智慧化、智能化冰站/冰柜，通过摄像头验证动销数据准确性。投放节奏方面，目前冰柜投放进度良好符合公司预期。公司渠道优势稳固，看好新品性价比冰冻化赋能下销售表现，考虑国内有糖茶行业空间、主流饮料企业茶饮料单品增速和生命周期，果之茶有望打造又一爆品切割茶饮料市场，持续关注渠道铺货进展和旺季动销催化。盈利预测与投资评级：根据尼尔森IQ数据，2024年东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由2023年的43.0%提升至47.9%，全国市场销售额份额占比从30.9%上升至34.9%，公司作为饮料赛道龙头，市占率和销量稳步提升，考虑3月开学季及天气转暖，叠加公司较早开始冰冻化陈列竞赛，预计25Q1开门红有望顺利实现。我们维持2025-2027年归母净利润为44.8/58.0/70.8亿元，同比+35%、29%、22%，对应PE为30、23、19倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格低位向上波动风险，增速回落估值反应过激风险，食品安全风险等。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

南网能源（003035）：2024年报点评：生物质减值得落地，节能核心业务增长稳定

投资要点 事件：公司公告2024年年报，实现营业收入31.55亿元，同比增长5.58%；归母净利润-0.58亿元，同比减少118.71%；扣非归母净利润-1.05亿元，同比减少134.40%；加权平均ROE同比降低5.59pct，至-0.87%。工业、建筑节能核心业务增长稳定。2024年公司实现营业收入31.55亿元（同比+5.58%），毛利润11.58亿元（同比+16.5%），毛利率36.7%（同比+3.5pct），分业务来看，2024年，1）工业节能业务：实现营收16.42亿元，同比+11.7%，毛利润8.63亿元，同比+7.74%，毛利率52.56%，同比-1.9pct，作为公司成熟优势业务，公司聚焦行业前景好、持续经营能力强、能耗高的重点行业加大业务拓展力度，工业节能收入毛利稳定增长。2）建筑节能业务：实现营收9.49亿元，同比+4.89%，毛利润1.40亿元，同比-27.37%，毛利率14.78%，同比-6.57%，受个别节能项目节电量减少、项目改造成本增加等因素影响，毛利率略有下降；3）综合资源利用业务：实现营收3.28亿元，同比-16.12%，毛利润0.95亿元，同比+225.23%，因生物质综

合资源利用项目战略调整退出及部分农光互补项目受电网限电等存在一次性减利等影响，综合资源利用板块收入下滑。公司聚焦核心节能业务，表现业绩受到生物质业务减值影响，剔除生物质影响，2024年公司实现利润总额 6.90 亿元，归母净利润 5.43 亿元，核心业务稳健成长。生物质减值落地，重回成长。2024 年公司资产减值与信用减值合计 6.94 亿元（23 年同期 0.94 亿元），其中，对应收可再生能源补贴款计提减值约 2.48 亿元，生物质项目资产计提减值约 3.11 亿元，其他资产计提减值 1.35 亿元。生物质综合利用业务因农林生物质行业普遍面临的燃料紧缺、价格倒挂及项目现金流短缺等问题，项目运营效率低下，影响报表利润，拖累报表质量。2024 年公司坚持战略调整退出生物质综合资源利用业务，发展重心聚焦节能优势主业。公司报表压力释放质量提升，优质节能业务成长性得到体现。装机规模同增 32%，分布式光伏项目储备充足。2024 年公司总装机容量 308.46 万千瓦，同比+31.76%，新投产机组装机容量 40.98 万千瓦，在建项目计划装机容量 85.73 万千瓦，项目储备充足。现金流管理良好，经营活动现金流同增 39%。2024 年公司经营净现金流 14.28 亿元（同比+38.62%）；投资净现金流-24.73 亿元（23 年同期-26.87 亿元）。根据公司公告 2025 年工作计划，预算 2025 年对外投资计划超 30 亿元。盈利预测与投资评级：2024 年生物质减值落地，后续减值风险小，聚焦核心节能业务。我们上调 2025/2026 年归母净利润预测从 3.71/4.97 亿元至 4.8/5.6 亿元，预测 2027 年归母净利润 6.7 亿元，对应 PE 为 34/29/24 倍（2025/4/3），维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

中科飞测（688361）：2024 年报点评：营收高增，先进制程量检测设备研发验证进展顺利

投资要点 Q4 营收高增，利润环比修复：2024 年公司实现营收 13.80 亿元，同比+54.9%，其中检测设备营收 9.85 亿元，同比+50.5%，占比 71.3%，量测设备营收 3.61 亿元，同比 62.9%，占比 26.1%，其他服务营收 0.35 亿元，同比 133.7%，占比 2.5%；归母净利润为-0.12 亿元，扣非净利润为-1.24 亿元，同比由盈转亏，利润同比下降主要系期间公司加大研发投入及支付 2024 年股份激励计划。Q4 单季营收为 5.68 亿元，同比+87.4%，环比+62.9%；归母净利润为 0.40 亿元，同比-34.1%；扣非净利润为 0.01 亿元，同比-90.0%，Q4 业绩环比持续修复。Q4 毛利率环比有所改善，研发投入维持高位：2024 年公司毛利率为 48.90%，同比-3.7pct；销售净利率为-0.83%，同比-16.6pct；期间费用率为 55.50%，同比+9.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.66%/11.78%/36.07%/-0.02%，同比-3.7/+1.8/+10.5/+0.9pct。研发投入仍维持高位，2024 年研发费用达 4.98 亿元，同比+118.2%。Q4 单季毛利率为 50.62%，同比-7.4pct，环比+1.0pct；销售净利率为 7.11%，同比-13.1pct，环比+2.5pct。Q4 净利率同比下滑主要系公司在新产品及现有产品向更前沿工艺的迭代升级等方面的研发投入仍维持高位，Q4 研发费用达 1.63 亿元，同比+94.6%，环比+27.3%。存货&合同负债同比持续增长，在手订单充足：截止 2024Q4 末，公司存货为 17.47 亿元，同比+57.1%；合同负债为 6.29 亿元，同比+42.9%，表明公司订单规模持续增长，在手订单充足。Q4 公司经营活动净现金流为-1.15 亿元，负现金流同环比扩大主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长。平台化布局产品线持续丰富，更先进制程研发验证进展顺利：1）无图形晶圆检测设备：量产型号已覆盖 2Xnm 及以上工艺节点，1Xnm 设备通过多家头部逻辑/存储客户验证，截至 2024 年底公

司累计交付超 300 台，覆盖超 100 余家客户；2）图形缺陷检测设备：广泛应用于逻辑、存储、先进封装等领域，其中用于具备三维检测功能的设备与 HBM 等先进封装的 3DAOI 设备通过国内头部客户验证，2Xnm 明场纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备的研发进展顺利，截至 2024 年底，公司累计交付超 300 台，覆盖 50 余家客户；3）三维形貌量测设备：支持 2Xnm 及以上制程，截至 2024 年底累计交付 200 台设备，覆盖近 50 家客户，应用在 HBM 等新兴先进封装领域的三维形貌量测设备也通过多家国内头部客户验证，期间订单稳步增长；4）薄膜膜厚量测设备：已覆盖国内先进工艺和成熟工艺的主要集成电路客户，金属薄膜膜厚量测设备为新增长点，订单量持续稳步增长，市占率不断提升；5）套刻精度量测设备：90nm 及以上工艺节点的设备已实现批量销售，2Xnm 设备已通过国内头部客户产线验证，获得国内领先客户订单。6）明/暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备系列已陆续开始在头部客户验证；7）关键尺寸量测设备：2Xnm 产品研发进展顺利，已完成客户端验证。8）良率管理、缺陷分类、光刻套刻分析系统已陆续交付客户。 盈利预测与投资评级：考虑到公司研发投入力度加大，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.17（原值 2.6）/3.64（原值 4.2）亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.12 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 123/73/52 倍，基于公司在半导体量测设备领域的高成长性，维持“增持”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支不及预期，设备研发验证进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

越秀地产（00123.HK）：2024 年业绩公告点评：受利润率影响业绩下降，投资稳健土储结构优化

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年实现营收 864.0 亿元，同比增长 7.7%；核心净利润 15.9 亿元，同比下降 54.4%。 营收稳健增长，毛利率下滑拖累业绩。2024 年公司营业收入同比增长 7.7%，其中房地产开发销售/物业管理/房地产投资的营业收入分别为 806.2 亿元/29.7 亿元/6.7 亿元，同比分别增长 7.2%/27.5%/37.1%。公司营业收入正增而核心净利润下滑的主要原因为毛利率下滑 4.8pct 至 10.5%。 销售排名首进前十，积极加快销售回款。2024 年公司销售金额 1145.4 亿元，同比下降 24.0%，根据克而瑞统计口径，公司销售额排名位居行业第 8 名，首次进入 TOP10 梯队。公司深耕一线城市及重点二线城市，公司全年在大湾区/华东区域/中西部区域/北方区域的销售额分别为 488.4 亿元/331.4 亿元/196.0 亿元/129.6 亿元，占公司销售金额比例分别为 42.7%/37.9%/17.1%/11.3%，其中广州/杭州/成都/北京的销售金额分别为 433.7 亿元/221.0 亿元/68.0 亿元/87.3 亿元。公司积极加快销售回款，2024 年合同销售回款率进一步上升至 87%。 重点布局核心城市，把握窗口期获取优质地块。2024 年公司新增 24 宗土储，全部位于一二线城市，总建筑面积 271 万平方米，权益投资额 294.6 亿元，其中北京/上海/广州的新增土储分别为 54 万/30 万/110 万平方米，占新增土储比例分别为 19.7%/11.1%/40.4%。截至 2024 年底，公司总土地储备 1971 万平方米，城市布局进一步优化，一二线城市占比达 96%，其中北京/上海/广州的土地储备分别为 100/86/652 万方。此外，公司积极盘活存量土地，实现广州 3 宗地块的收储，累计可盘活资金约 135 亿元，进一步优化存量土储结构。 债务结构持续优化，融资成本进一步压降。公司多元化融资渠道畅通，债务结构持续优化，截至 2024 年底，公司短债占比约 22%，加权平均借贷成本下降 33bp 至 3.49%，融资成本在行业中处于领先地位。 盈利预测与投资评级：考虑到房地产市场下行及行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年

归母净利润预测至 11.0/11.6 亿元（原值为 34.9/35.8 亿元），预计 2027 年归母净利润为 12.2 亿元。对应的 EPS 为 0.27/0.29/0.30 元，对应的 PE 为 16.7X/15.9X/15.1X。公司投资聚焦一二线城市，深化 TOD 全国布局，双国资股东禀赋优势，我们看好公司中长期发展及穿越周期的能力，维持“买入”评级。风险提示：行业下行压力超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦）

华鲁恒升（600426）：产品销量稳步增长，项目建设顺利推进

投资要点 事件 1: 2025 年 3 月底，荆州市生态环境局发布了华鲁恒升（荆州）有限公司年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目（重新报批）环境影响报告书报批前的公示。事件 2: 2024 年，华鲁恒升实现营收 342.26 亿元（同比+25.55%）；实现归母净利润 39.03 亿元（同比+9.14%）；实现扣非净利润 38.70 亿元（同比+4.49%）。2024Q4 实现营收 90.46 亿元（同比+14.31%，环比+10.26%）；实现归母净利润 8.54 亿元（同比+31.61%，环比+3.52%）；实现扣非净利润 8.11 亿元（同比+1.38%，环比-1.38%）。产品销量稳步增长，季度环比持续修复。2024 年，公司主营四大业务板块：新能源新材料/化学肥料/有机胺/醋酸及衍生物，销量分别同比+17.12%/+44.54%/+12.62%/+116.72%，营收分别同比+6.18%/+28.56%/-6.13%/+98.34%。公司凭借低成本煤气化技术优势、柔性联产能力及稳定客户资源，在行业整体承压背景下仍保持较高毛利率水平，并通过原料煤价下降，扩大利润空间。公司保持运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设：2024 年，公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司产品扩能增产；酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。盈利预测与投资评级：由于公司主营产品处于周期底部，并且考虑到公司后续项目投产进度，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 43、47 亿元（此前为 55、68 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 51 亿元。按 2025 年 4 月 3 日收盘价，对应 PE 分别 11、10、9 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动和油价下行风险；产品需求不及预期；行业产能大幅扩张；煤炭价格剧烈波动。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

中海油服（601808）：深海科技蓬勃发展，公司业绩稳健未来可期

投资要点 事件：2025 年 3 月中旬，《2025 年政府工作报告》首次将“深海科技”纳入新质生产力培育方向，明确提出推动其与商业航天、低空经济等新兴产业“安全健康发展”。2024 年公司营业收入同比+9.5%，归母净利润同比+4%：2024 年，公司实现营业总收入 483 亿元（同比+9.5%）；实现归母净利润 31 亿元（同比+4%）。其中 2024Q4，公司实现营业总收入 146 亿元（同比+0.3%，环比+31.5%）；实现归母净利润 6.9 亿元（同比-6.4%，环比-18.8%）。公司四大业务板块表现亮眼：1）钻井服务：2024 年，公司运营 48 座自升式钻井平台、14 座半潜式钻井平台。受中国南方片区台风季影响，2024 年公司钻井平台作业日数为 17502 天（同比-1.3%）。但公司平台日费同比提升，自升式、半潜式钻井平台日费 7.5、14.3 万美元/天，同比+1.4%、+7.5%。2）油田技术服务：“璇玑”高端油气技术装备品牌成功发布；“璇玑”系统规模化应用能力不断增强；“海弘”完井系统实现软件、工具和实验检测平台全系列规模化应用，有效提升我国海上完井产业自主化水

平。3) 船舶服务: 公司加强船舶资源池能力建设, 年度作业规模大幅提升, 接连斩获大额度、长周期、高价值海外项目; 成功开拓东南亚市场新客户, 全面强化海上船舶服务统筹能力; 首次进入非洲市场圆满完成船舶服务项目, 市场渗透力进一步加强。4) 物探服务: 公司合理配置国内外装备资源, 有效释放物探作业产能, 2024 年物探海外项目新签合同额、海外收入均创历史同期纪录。公司自研“海脉”成功入选我国第四批能源领域首台(套)重大技术装备名单; “海经”海洋地震勘探拖缆成套装备圆满完成东南亚海外地震勘探技术服务作业, 获得海外市场充分认可。中海油海上油气资本开支维持高位, 公司直接受益: 2025 年中海油计划资本支出总预算为 1250-1350 亿元, 其中, 勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%; 中国、海外预计分别占 68%、32%。中海油保持稳健的资本开支水平, 将增加海上工作量, 有利于增厚公司业绩。盈利预测与投资评级: 基于公司项目开展&钻井平台交付情况, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 43、47 亿元(此前为 44、52 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测值为 50 亿元。按 2025 年 4 月 3 日收盘价, 对应 PE 分别 16、14、13 倍。考虑中高油价背景, 叠加深海科技蓬勃发展, 油服行业持续高景气, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动和油价下行风险; 地缘政治风险; 汇率波动风险; 作业进展不及预期的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

比亚迪(002594): 3月销量点评: 销量环增 17%, 兆瓦快充打造油电同速

投资要点 3月销量 38 万辆、同增 25%、出口持续强劲。比亚迪 3 月销 37.7 万辆, 同环比+25%/+17%, 含海外销 7.2 万辆, 同环比+88%/+8%, 继续保持强劲态势。公司 3 月推出超级 e 平台, 打造 10C 兆瓦级快充, 大幅提升快充性能。此外, 公司 3 月接连发布新车, 包括腾势 N9/秦 LEV/海狮 05 EV/仰望 U7, 搭配天神之眼智驾系统, 助力后续销量持续向上。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, 智驾占比 60-80%, 出口翻番至 80 万辆+。插混份额略降至 55%、高端品牌新车持续发布。比亚迪 3 月插混乘用车销 20.5 万辆, 同环比+27%/+6%, 占比 55.3%, 同环比+1.7/-5.5pct; 纯电乘用车销 16.6 万辆, 同环比+18.7%/+33%, 占比 44.7%, 同环比-1.7/+5.5pct。高端车型方面, 腾势销 12620 辆, 环增 48%; 仰望销 133 辆, 环增 27%; 方程豹销 8051 辆, 环增 63%, 高端品牌持续发力, 腾势 N9 售价 38.38 万起, 搭载天神之眼 B, 仰望 U7 售价 62.8 万起, 搭载天神之眼 A, 方程豹钛 3 售价 13.98 万起, 搭载天神之眼 C。结构方面, 比亚迪 3 月本土销量 32.2 万辆, 同减 6%, 海外销 7.2 万辆, 同增 88%, 高端销量 2.1 万辆, 同减 30%, 出口+高端化进一步贡献增量。3 月电池装机同增 73%、二代刀片 10C 倍率超预期。比亚迪 3 月装机 20.3GWh, 同环比 +73%/+22%, 1-3 月累计装机 52.5GWh, 同增 77%。二代刀片最大充电倍率 10C, 降低电池内阻 50%, 路径产热降低 50%, 高温寿命提升 35%, 综合性能超预期。25 年看, 我们预计动力自供 260GWh, 外供 25gwh, 储能 40gwh, 电池实际出货 325gwh, 同增 30%+。盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 25-27 年归母净利 531/651/781 亿元的预期, 同增 32%/23%/20%, 对应 PE 20/17/14x, 给予 25 年 28x, 目标价 489 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期、下游竞争加剧、原材料价格波动。

(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)

盛弘股份 (300693): 2024 年年报点评: 业绩略超预期, AIDC 带动业绩弹性

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 营业收入 30.36 亿元, 同比+14.5%; 归母净利润 4.29 亿元, 同比+6.5%, 数字略高于业绩快报结果 (业绩快报披露归母净利润 4.26 亿元); 扣非后归母净利润 4.17 亿元, 同比+9.5%。24Q4 营收 9.41 亿元, 同环比+2.5%/41.7%; 归母净利润 1.58 亿元, 同环比+22.1%/+77.8%。 电能质量: 24 年稳增、25 年 AIDC 有望拉动高速增长。24 年实现收入约 6 亿元, 同增 13%。25 年因国内外数据中心建设加速, 收入占比有望进一步提升。此外, 公司自主开发 HVDC 以及海外数据中心的能源配套产品, 有望开发新增量。 充电桩: 保持龙头优势、25 年欧洲收入占比将继续提升。24 年实现收入 12 亿元, 同增 43%。25 年欧洲、东南亚等市场拓展兑现, 我们预计保持较高增速。 储能 PCS: 国内价格战营收及盈利短期承压、25 年有望扭转。24 年实现收入近 8.6 亿元, 同比下滑 6%, 毛利率有所下滑, 主要是 1) 国内 24 年储能 pcs 价格战, 2) 海外欧美储能需求有所下滑。25 年公司加大欧美及东南亚市场开拓, 叠加国内工商储继续上量, 我们预计 25 年公司储能 PCS 业务盈利有望进入拐点。 盈利预测与投资评级: 考虑公司海外储能存在关税风险, 我们下调 2025~2026 年业绩预期, 归母净利润分别为 5.6/6.8 亿元 (前值为 5.9/7.3 亿元), 同增 31.3%/21.4%, 27 年归母净利润 8.2 亿元, 同增 19.7%, 对应 PE 为 18.2/15.0/12.5x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男
证券分析师: 胡隽颖)

顺丰同城 (09699.HK): 2024 年年报点评: 利润稳健释放, 看好 2025 年继续成长

投资要点 2024 年公司收入实现 157.46 亿元 (yoy+27.1%); 归母净利润为 1.325 亿元 (yoy+161.8%), 实现利润大幅增长, 归母净利率同比提升 0.4 pct 至 0.8%。 2B 同城配送业务份额进一步提升, 非餐及下沉市场贡献增量。公司 2024 年同城配送服务收入实现 91.21 亿元, 同比增长 23.5%; 订单量同比增长 30%。1) 2024 年面向商家的同城配送业务收入同比增长 28.1%, 达 66.88 亿元, 新增合作门店超过 7500 家, 活跃商家规模达 65 万, 同比增长 39%。其中 KA 客户增长势头强劲, 新签订单收入实现高双位数增长, 连锁客户占比提升带来业务稳定性提升。品类上, 2024 年茶饮配送收入同比增长 73%, 商超便利、美妆、医药、母婴等零售品类收入同比实现高双位数增长。区域上, 下沉市场贡献更多增量, 县域收入同比增长 121%。2) 面向消费者的同城配送服务收入同比增长 12.2%达 24.33 亿元, 主要得益于活跃消费者规模持续扩大 (达 2341 万人)、老客户强劲复购、同城自有渠道收入快速增长及同城快递需求加速渗透。 最后一公里业务持续拓展及深化, 实现较快增长。2024 年公司最后一公里配送服务收入为 66.25 亿元, 同比增长 32.5%, 主要得益于: 1) 为派件环节提供支持的服务规模稳步提升, 公司积极把握电商平台退货率提升的趋势, 发展电商退货物流业务, 退货回仓单量翻倍提升; 2) 同城物流提速服务及非主要客户最后一公里配送客户群的合作收入翻倍提升。在为揽收环节提供支持的服务中, 公司在节假日、电商大促等快递高峰期与主要客户强化协同, 2024 年日均揽收环节支持服务订单量突破

150 万单；通过加强运营监控重点保障“半日达”场景履约，收入单量快速增长；积极开拓非主要客户最后一公里配送客户群，承接多场景同城物流服务需求。受益于规模效应及运营优化，盈利能力稳健增强。2024 年，公司通过持续技术创新与精细化运营提升整体效率，在业务拓展和成本控制上继续取得成效，毛利率同比提升 0.4pct 至 6.8%，销售费用率/研发费用率/管理费用率分别同比下降 0.2/0.1/0.1pct，推动归母净利率同比提升 0.4pct。盈利预测与投资评级：我们看好公司长期利润释放空间，同时考虑到公司短期为更好抓住行业增长机遇增加一定投入，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测从 2.73/4.53 调整至 2.47/3.62 亿元，新增 2027 年归母净利润预期 4.91 亿元，维持“买入”评级（若无特别说明，人民币兑港元汇率取 2025/4/4 数据 1 港币=0.92 人民币）。风险提示：宏观经济波动风险、即时配送行业发展不及预期、竞争风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

柏楚电子(688188)：2024 年报点评：业绩符合预期，切割头&焊接业务高速增长

投资要点 事件：2025 年 4 月 2 日，公司发布 2024 年年度报告，业绩符合预期。Q4 受股权激励费用影响增速放缓，切割头保持高速增长 2024 年公司实现营业收入 17.4 亿元，同比+23.3%，实现归母净利润 8.8 亿元，同比+21.1%；单 Q4 实现营业收入 4.4 亿元，同比+4.6%，归母净利润 1.6 亿元，同比+0.1%，Q4 公司业绩增速放缓主要系行业景气度较弱&股权激励费用增加。分下游看，①平面解决方案：2024 年实现收入 11.2 亿元，同比+11.8%。平面方案下游主要系中低功率需求及部分高功率需求，公司在中低功率系统市占率达到 60%-70%，2025 年有望受益于国内制造业景气度复苏，预计平面需求保持稳健增长。②管材解决方案：2024 年实现收入 3.8 亿元，同比+38.2%，管材切割主要系高功率需求，受益于渗透率快速提升，预计该板块继续保持较快增长。③三维解决方案：2024 年实现收入 0.37 亿元，同比+409.9%，三维方案下游主要系型钢切割，该业务处于导入期有望保持高速增长。分产品来看，切割头及智能焊接表现亮眼：①切割头：2025 年公司智能切割头业务（波刺自动化）收入 5.0 亿元，同比增长 43.7%，净利润 2.0 亿元，同比增长 83.0%，净利率高增 8.8pct 至 40.8%，公司切割头与系统组合效应进一步扩大&规模效应显现，盈利水平明显提升。②智能焊接：我们预计随着智能焊接产品进一步成熟，有望突破桥梁、船舶等更多高附加值下游，成长空间大。盈利能力维持高位，费用控制能力优异 2024 年公司销售毛利率为 79.9%，同比-0.4pct，销售净利率为 53.7%，同比+0.2pct，盈利能力维持高位。Q4 来看，公司销售毛利率/销售净利率分别为 74.9%/36.6%，同比分别-5.2/-1.8pct，销售毛利率下降主要系会计政策调整，净利率下降主要系股权激励费用影响。分产品来看，2024 年平面、管材、三维解决方案毛利率分别为 82.7%、87.5%和 80.7%，分别同比+1.0、-1.0、-7.7pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.8%/7.0%/16.2%/-1.5%，同比-0.6/+0.0/-2.4/+1.9pct，整体费用控制优异。智能焊接产业趋势确立，加速孵化新技术应用落地 1) 中期驱动力：智能焊接在钢结构领域已经进入 1-10 放量阶段，未来有望突破价值量更高的船舶、桥梁、集装箱等领域。2) 长期驱动力：公司基于自主研发的五大核心技术，持续加大对平台基础能力建设的投入，一方面公司持续加大研发投入保持技术领先性，一方面下沉终端市场。保证业务落地确定性及盈利能力，持续孵化新技术应用落地。盈利预测与投资评级：我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至

10.61/12.93 亿元 (原值为 13.07/16.74 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 15.86 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 35/29/23x, 维持“买入”评级。风险提示: 下游资本开支不及预期, 技术研发不及预期, 国产替代进程不及预期

(证券分析师: 周尔双)

金盘科技 (688676): 2024 年年报点评: 业绩符合市场预期, “数智”赋能+国际化全面发展

投资要点 事件: 公司发布 24 年年报, 24 年营收 69.0 亿元, 同比+3.5%, 归母净利润 5.7 亿元, 同比+13.8%, 扣非净利润 5.5 亿元, 同比+14.6%, 其中 24Q4 营收 21.0 亿元, 同比+11.0%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比-0.45%。24 年毛利率 24.3% (+1.5pct), 净利率 8.3% (+0.7pct), 24Q4 毛利率 24.6%, 同比+0.1pct; 净利率 8.1%, 同比-0.9pct。公司业绩整体符合市场预期。 新能源拖累或见底、AIDC 需求跃起增添成长新动能。1) 新能源市场略承压, 24 年公司新能源领域下游收入为 30 亿元, 同比-19%, 主要系硅料过剩导致行业新建产能大幅减少所致。24 年硅料扩产需求见底, 公司 66kV 风电产品有望在海风项目中实现应用, 风电有望成为新能源板块成长的重要下游。2) 新基建开花结果, 24 年非新能源领域收入为 37 亿元, 同比+31%, 收入占比首次超过新能源。其中 AIDC 建设需求跃起, 客户覆盖字节、阿里、百度、华为等头部大厂及运营商, 新签订单同比+604%, 公司卡位早, 国内外项目经验丰富, 数据中心等新基建预计将对收入增长有较强支撑。 坚实推进国际化战略、数字化+储能提升增长潜力。1) 全球化战略是金盘坚持执行的重要发展战略, 24 年外销收入 19.81 亿元, 同比+68%, 新签订单 33.24 亿元, 同比+67%。海外新能源+AIDC 需求高景气, 波兰工厂打开欧洲市场大门, 墨西哥基地+美国本土产能 (筹建) 承接北美市场, 本土化策略有望能够缓解美国贸易关税等负面影响。24 年新增来自 20 个国家的 890 家客户, 为未来收入增长提供强有力的支撑。2) 数字化+能源相关业务进入兑现期。24 年储能/数字化工厂收入同比+26%/74%, AI 大模型赋能数字化工厂, 挖掘生产和管理潜力, 驱动金盘实现产业升级。储能订单陆续兑现, 新一代产品蓄势待发, 期待储能出海提升远期增长潜力。 费用 Q4 改善明显、全年现金流略承压。24 年/24Q4 期间费用率为 14.45%/13.75%, 同比+1.08pct/-1.29pct, 24 年销售/管理/研发/财务费用率为 3.82%、5.1%、5.11%、0.41%, 同比+0.51、+0.91、-0.15、-0.18pct。24 年经营活动现金净额-0.37 亿元, 同比-2.42 亿元, 其中销售商品取得现金 55.35 亿元, 同比+9%。合同负债 6.44 亿元, 较年初+9%。应收账款 26.76 亿元, 较年初+2%。 盈利预测与投资评级: 考虑到 25 年美国增加关税短期订单交付可能无法及时顺价, 我们下修公司 25 年归母净利润为 8.13 亿元 (前值为 8.17 亿元), 对下游客户完成顺价后盈利能力有望恢复, 我们上修 26 年归母净利润为 10.71 亿元 (前值为 10.36 亿元), 预计公司 27 年归母净利润为 13.50 亿元, 分别同比+41%/32%/26%, 现价对应 PE 分别为 21x、16x、13x, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外业务进展不及预期, 原材料价格大幅波动, 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)

重庆啤酒 (600132): 2024 年报点评: 符合预期, 期待改善

投资要点 事件: 重庆啤酒发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营收/归母净利润 146.45/11.15 亿元, 同比-1.15%/-16.61%。单 2024Q4 营收/归母净利润 15.82/-2.17 亿元, 同比-11.45%/增亏。 消费场景受限, 量价节奏偏弱。2024 年/2024Q4 公司实现销量 297.49/31.79 万千升,

同比-0.75%/-8.07%，我们认为整体销量下滑主要受现饮疲软、娱乐及餐饮渠道竞争加剧的影响；24Q4 下滑幅度略有放大或与淡季去库存有关。2024 年/2024Q4 吨价（千升酒收入）分别为 4922.72/4975.15 元，同比-0.40%/-3.68%，吨价下滑或归因于：产品结构调整（经济型产品占比提升）、渠道结构变化（非现饮渠道的产品结构弱于现饮）。部分高档品牌延续增势，整体结构暂有承压。（1）2024 年本土/国际品牌实现收入 88.62/53.08 亿元，同比-3.30%/0.58%，预计嘉士伯实现双位数增长、乐堡中单位数增长、风花雪月增速或较高。（2）2024 年高档/主流/经济产品分别实现收入 85.92/52.43/3.35 亿元，同比-2.97%/-1.02%/15.56%，整体产品结构暂有承压。（3）2024 年南区/中区/西北区实现收入 43.16/59.69/38.84 亿元，同比-0.42%/-1.88%/-3.46%，南区或受云南、广西区域提振，新疆等区域市占率仍有提升。规模效应减弱，折旧摊销增加，期待来年改善。2024 年/2024Q4 公司毛利率为 48.57%/43.38%，同比-0.58/-5.41pct，毛利率下滑或归因于：（1）销量下滑致规模效应减弱；（2）产品结构略有承压；（3）佛山新酒厂于 24 年 8 月投产，折旧摊销增加，从而抵消部分大麦成本红利，2024 全年/24Q4 吨成本分别同比+0.72%/+6.51%至 2531.64/2817.14 元。费用端，2024 全年销售/管理/研发费用率同比分别+0.06/+0.19/-0.03pct，净利率同比-2.94pct 至 15.36%。2025 年追求均衡、健康、稳健的发展：

（1）产品端：在不脱离现有供应链能力范围内，挖潜更多的细分赛道机会：如风花雪月为代表的低醇、复合口味赛道以及非啤酒类产品（如 24M12 投放大理苍洱汽水）；（2）渠道端：重点开拓、聚焦非现饮渠道的空白市场；（3）成本端：①大麦、包材等大宗原材料的综合价格预计同比下滑，对全年成本形成正向贡献；②运输费用预计稳中有降；③佛山工厂预计对 2025 全年的成本端仍有负面影响。（4）费用端：预计保持稳定。盈利预测与投资评级：暂有承压，期待改善，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 12.66/13.10/13.45 亿元，同比增长 13.59%/3.50%/2.67%，对应当前 PE22.71x、21.94x、21.37x，维持“增持”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：苏钺 证券分析师：邓洁）

恒帅股份（300969）：2024 年年报点评：2024Q4 业绩短期承压，微电机龙头成长可期

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 9.62 亿元，同比增长 4.21%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比增长 5.75%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 2.58 亿元，同比下降 1.08%，环比增长 7.03%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比下降 3.53%，环比增长 4.81%。公司 2024Q4 业绩整体稍低于我们的预期。2024Q4 业绩稍低于预期，毛利率环比略有承压。2024Q4 公司实现营收 2.58 亿元，同比下降 1.08%，环比增长 7.03%，公司 2024Q4 营收同比下滑预计主要系清洗系统业务受合资客户销量下滑拖累。毛利率方面，公司 2024Q4 毛利率 32.50%，环比下降 1.45 个百分点；其中质保金从销售费用划至成本，影响 198 万元，还原后公司 2024Q4 毛利率 33.27%，同口径环比下降 0.67 个百分点。期间费用方面，公司 2024Q4 期间费用率 10.16%，环比下降 0.42 个百分点；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.87%/7.46%/4.33%/-3.50%，环比 +0.48/+1.83/+1.12/-3.85 个百分点；其中，销售费用率还原会计准则调整后为 2.64%，环比提升 1.25 个百分点，整体看销售/管理/研发费用率环比提升预计主要系年终奖的影响，财务费用率环比下降主要系汇兑收益所致。净利润方面，公司 2024Q4 实现归母净利润 0.50 亿元，

同比下降 3.53%，环比增长 4.81%；对应归母净利率 19.44%，环比下降 0.41 个百分点。公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局等方面拥有核心竞争力。技术研发：公司在产品自主同步研发；产品试验；模具开发设计；智能化全自动产线自主研发、设计及集成等方面具有领先技术优势。成本控制：公司通过对产品实施平台化战略，叠加产业链纵向一体化布局，智能化全自动生产，有效地提升了成本优势。客户覆盖：公司深度配套宝马、吉利、北美新能源客户、理想等主机厂以及斯泰必鲁斯、庆博雨刮、爱德夏等国际知名 Tier 1。产品拓展：微电机作为平台型技术，有较强的延展性。公司以微电机技术为核心，不断丰富应用场景和产品谱系。产能布局：公司持续推进泰国工厂和美国工厂的建设，有利于公司提高对全球客户的配套效率，扩大公司海外业务市场份额。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及清洗系统业务受到国内合资客户销量下滑的拖累，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 2.51 亿元、3.03 亿元（前值为 2.82 亿元、3.48 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 3.66 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 3.14 元、3.79 元、4.57 元，对应 2025-2027 年市盈率分别为 26.26 倍、21.73 倍、18.01 倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

保利物业（06049.HK）：2024 年业绩公告点评：收入业绩稳健增长，分红率进一步提升

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年营收 163.4 亿元，同比增长 8.5%，归母净利润 14.7 亿元，同比增长 6.8%。营收稳健增长，销管费用率压降。2024 年公司营业收入同比增长 8.5%，其中物业管理服务/非业主增值服务/社区增值服务分别实现营业收入 116.7 亿元/19.6 亿元/27.1 亿元，同比分别+15.0%/-6.4%/-3.9%。公司归母净利润增速略低于营收增速的主要原因为公司毛利率同比下降 1.4pct 至 18.3%，物业管理服务/非业主增值服务/社区增值服务的毛利率同比分别下降 0.3pct/2.7pct/1.6pct 至 14.3%/16.0%/36.8%。费用率方面：公司销售及管理费用率同比下降 1.3pct 至 6.9%。持续强化市场拓展能力，聚焦核心城市，第三方项目拓展规模保持行业领先。2024 年公司新拓展第三方项目的单年合同金额 30.1 亿元。截至 2024 年底，公司第三方项目的在管面积为 5.3 亿平方米，同比增长 0.6 亿平方米，占总在管面积比例约 65.4%；第三方项目物业管理收入同比增长 19.6% 至 49.9 亿元，占物业管理收入比例约 42.7%，同比提升 1.6pct。此外，公司聚焦核心城市，重点 50 城的新拓展第三方项目单年合同金额占比约 79.5%，其中北京、广州、上海、成都等城市的新拓展第三方项目单年合同金额均突破亿元。市场化拓展能力的提升，为公司后续发展提供坚实基础。深耕非居业态，结构显著优化。公司物业管理服务涉及住宅、商业及写字楼、公共物业等多个领域，公司深耕非居业态，2024 年新拓第三方商业及写字楼项目的单年合同金额同比增长 17.9% 至 11.1 亿元，新拓公共及其他物业的单年合同金额约 16.4 亿元。截至 2024 年底，公司住宅社区在管面积约 3.1 亿平方米，住宅社区物业管理收入同比增长 14.4% 至 67.8 亿元；商业及写字楼物业管理收入同比增长 21.2% 至 19.5 亿元；公共及其他物业管理收入同比增长 12.4% 至 29.4 亿元。公司在拓展过程中严格项目筛选，非居业态回款提升，商办业态和公服业态综合回款率分别同比提升 0.2pct/1.4pct。现金流充裕稳健，分红率提升。2024 年公司经营性净现金流 23.0 亿

元，对净利润的覆盖倍数达 1.5 倍。公司持续加强股东回报，2024 年分红比例提升 10pct 至 50%，每股股息同比增长 33.5%至 1.332 元。公司现金流充裕稳健，分红率提升积极回馈股东。 盈利预测与投资评级：公司作为行业龙头，市场化外拓兼具规模与质量，聚焦深耕优势非住业态。考虑到房地产市场下行及行业竞争加剧，我们下调其 2025-2026 年归母净利润预测至 15.9/17.1 亿元（原值为 20.1/23.7 亿元），预计 2027 年归母净利润为 18.1 亿元。对应的 EPS 为 2.88/3.09/3.28 元，对应的 PE 为 10.3X/9.6X/9.1X，公司作为行业龙头具备规模效应，背靠央企优势明显，我们认为其具备穿越周期的能力，维持“买入”评级。 风险提示：市场化外拓不及预期；利润率修复不及预期；行业竞争超预期。

（证券分析师：房诚琦）

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>