

2025年3月31日 星期一

分析师推荐

【东兴银行】银行行业：国有行注资方案落地，补充资本促长期稳健发展（20250331）

事件：3月30日，建行、中行、交行、邮储四家国有大行发布定增方案，合计拟募集资金5200亿，其中财政部认购5000亿。本次增资将进一步夯实大行核心一级资本，提升支持实体经济能力，从月初两会明确注资总规模到各行注资方案公布间隔不久，预计相关监管审批将较快落地。

点评：

定增规模及参与方：财政部合计认购5000亿，中国烟草、中国移动、中国船舶合计认购200亿。建行、中行拟定增规模分别为1050亿、1650亿，全部由财政部认购，完成后财政部持股比例由0%提升至4.33%、8.48%。交行拟定增规模为1200亿，其中财政部认购1124亿，中国烟草、双维投资（中国烟草全资子公司）分别认购45.8亿、30亿；完成后财政部持股比例由23.88%提升至34.80%，成为交行控股股东。邮储定增规模为1300亿，其中财政部认购1,175.80亿，主要股东中国移动、中国船舶将分别认购78.54亿、45.66亿；定增完成后财政部持股比例将由0%提升至15.54%，成为邮储第二大股东。

定价介于市价和每股净资本之间，实现溢价发行。本次建行、中行、交行、邮储定增定价分别为9.27、6.05、8.71、6.32元/股，定价介于市价和每股净资本之间，较前20个交易日a股股票均价实现了溢价发行。对应2024年末每股净资产分别为0.73、0.74、0.67、0.76倍PB。本次发行是国家推动经济高质量发展和维护金融安全的重要政策，溢价发行彰显了财政部对大型商业银行的坚定信心和大力支持。

短期摊薄股息，长期有助于提升服务实体经济能力和可持续性。本次定增完成后，建行、中行、交行、邮储核心一级资本充足率将分别提升0.48pct、0.86pct、1.27pct、1.51pct至14.96%、13.06%、11.51%、11.07%。短期内，由于股本与净资产规模增加，将摊薄ROE、股息率等财务指标。静态测算对建行、中行、交行、邮储ROE的摊薄分别有0.34pct、0.62pct、1.05pct、1.41pct；A股股息率分别摊薄0.2pct、0.37pct、0.86pct、0.86pct至4.49%、3.95%、4.65%、4.16%；H股股息率分别摊薄0.34pct、0.6pct、0.51pct、0.98pct至6.18%、5.13%、5.35%、4.72%。长期来看，本次注资将提升大行服务实体经济能力，夯实抵御风险的屏障，有助于增强长期可持续盈利能力。

投资建议：本次财政部向四家国有大行注资5000亿，定价介于市价和每股净资本之间，实现溢价发行，彰显了财政部对大型商业银行的坚定信心和大力支持。尽管短期对股息率等财务指标有所摊薄，但长期来看将提升大行服务实体经济能力，夯实抵御风险的屏障，有助于增强长期可持续盈利能力。全年来看，在积极宏观政策推动下，银行经营基本面有望保持稳健；险资等

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,351.31	-0.67
深证成指	10,607.33	-0.57
创业板	2,128.21	-0.79
中小板	6,647.84	-0.58
沪深300	3,915.17	-0.44
香港恒生	23,119.58	-1.31
国企指数	8,516.55	-1.05

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
信凯科技	12.80	基础化工	20250331
泰禾股份	10.27	基础化工	20250331

*价格单位为元/股

A股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

中长线资金配置确定性较强，建议关注银行板块配置价值。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

（分析师：**林瑾璐** 执业编码：**S1480519070002** 电话：**021-25102905** 分析师：**田馨宇** 执业编码：**S1480521070003** 电话：**010-66554013**）

【东兴非金属材料】北新建材（000786.SZ）：稳健发展运营升，两翼增长待发力（20250328）

北新建材发布 2024 年年度报告，全年实现营业收入 258.21 亿元，同比增长 15.14%；归母净利润 36.47 亿元，同比增长 3.49%；扣非归母净利润 35.58 亿元，同比增长 1.8%。实现每股收益为 2.16 元。

点评：

石膏板销量总体稳定，两翼内生外延快速发展。公司 2024 年全年营业收入同比增速较前三季度回落 4.30 个百分点，主要是石膏板、龙骨和防水工程业务营业收入同比下滑所致，其中石膏板（营业收入占比 50.76%）同比下滑 4.79%；龙骨（营业收入占比 8.86%）同比下滑 0.13%；防水工程（营业收入占比 1.59%）同比下滑 8.09%。

但在地产行业持续下行，石膏板需求受到持续影响的情况下，公司石膏板销量总体稳定。2024 年销售石膏板 21.71 平方米，同比仅下滑 0.05%，石膏板产能利用率达到 66.52%，为公司市占率持续提升打下基础。公司防水材料业务（营业收入占比 12.86%）逆势保持持续增长，同比增 19.23%；涂料业务通过收购嘉宝莉营业收入高增 327.99%，公司通过内生和外延双轮驱动两翼业务的快速发展。浙江大桥的并购将进一步带动公司涂料业务的发展，实现公司向消费类建材综合制造商和服务商转型。

嘉宝莉并表提升费用率影响利润增长。嘉宝莉的并表提升公司的销售和管理费用率，2024 年公司销售费用率为 5.59%，同比提高 1.35 个百分点，这和嘉宝莉 2C 模式下的销售费用率较高有关。叠加管理费用率同比提高 0.74 个百分点，公司 2024 年利润同比增速较前三季度减少，营业利润率同比增速较前三季度扩大 9.9 个百分点。但 2024 年公司毛利率同比持平在 29.88%，扣非后净资产收益率同比仅下降 1.26 个百分点。

运营效率持续提升，显现公司竞争力和并购整体效果较好。2024 年公司营业周期为 83.03 天，同比减少 10.54 天，运营效率明显提升。其中，存货周转天数为 51.58 天，同比减少 9.32 天；应收账款周转天数为 31.45 天，同比减少 1.23 天。另外，固定资产周转天数同比也减少 10.65 天，生产运营效率提升明显。在行业总体需求低迷的环境下，公司依然能够进一步提升自身的运营效率，显现出公司对于市场的控制力。也显现出公司和嘉宝莉合并后总体经营保持较好的状态。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 44.79、50.63 和 56.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.65、3.00 和 3.35 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 10.85、9.60 和 8.59 倍。考虑到公司在需求低

迷期运营能力持续向上，一体石膏板业务总体稳定，两翼业务防水材料和涂料逆势内生和外延下的较快发展，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：行业景气度低迷持续超出预期。

(分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088)

重要公司资讯

- 1、邮储银行：**拟向财政部、中国移动集团和中国船舶集团发行 A 股股票 募集资金总额为 1300 亿元。邮储银行(+0.19%)公告称，拟向财政部、中国移动集团和中国船舶集团发行 A 股股票，募集资金总额为 1300 亿元，用于补充核心一级资本。中国移动集团和中国船舶集团为该行关联方，其拟参与认购本次发行的股份构成关联交易。本次发行尚需股东大会审议通过、国家金融监督管理总局核准、上海证券交易所审核通过、中国证券监督管理委员会作出予以注册决定后方可实施。(资料来源：同花顺 iFind)
- 2、茶百道：**2024 年利润下降 58.3%。截至 2024 年 12 月 31 日止年度，公司收入为人民币 49.18 亿元，较去年同期减少 13.8%。公司年内利润为 4.8 亿元，同比下降 58.3%。由于市场竞争加剧，公司加大了对加盟商的政策支持及市场营销投入，导致毛利率从去年同期的 34.4%下降至 31.2%。2024 年，公司门店数量增加至 8395 家，同比增长 7.6%。此外，公司于国内市场推出 60 款新品，并扩展了境外业务。公司计划继续扩张门店网络，加强研发及供应链能力以应对市场竞争。(资料来源：同花顺 iFind)
- 3、英伟达：**大陆特供 GPU 爆单。DeepSeek 引发科技圈震动后，国内公司开始排队购买服务器，本地部署 DeepSeekAI 模型，导致英伟达。特供大陆的 H20GPU 直接“爆单”。根据记者从一位与新华三有合作的 GPU 模组渠道商处了解到，今年开年因为 DeepSeek 带动了国内算力需求短期内飙升，腾讯、阿里在内的几家头部互联网大厂客户年后追加了 H20 服务器的大单，将市场需求直接“拉爆了”。()。(资料来源：界面新闻，同花顺 iFind)
- 4、DeepSeek：**2 月新访问量力压 ChatGPT，增长势头强劲。专注于人工智能(AI)领域的分析平台 aitoools.xyz 发布的最新报告显示，中国 AI 创业公司 DeepSeek 正在以惊人的速度崛起，成为全球增长最快的人工智能工具，其在 2025 年 2 月的新网站访问量超越了行业巨头 OpenAI 旗下的 ChatGPT。具体来看，DeepSeek 在 2025 年 2 月录得了 5.25 亿次新的网站访问量，而 ChatGPT 同期的新访问量为 5 亿次。从整个 AI 行业来看，2025 年 2 月全球 AI 工具的总访问量达到了 120.5 亿次，吸引了 30.6 亿独立访客与各类 AI 工具进行互动。(资料来源：同花顺 iFind)

- 5、**华为**：2024 年全球销售收入 8,621 亿元人民币 净利润 626 亿元。华为今日发布 2024 年年度报告，报告显示，华为经营结果符合预期，实现全球销售收入 8,621 亿元人民币，净利润 626 亿元人民币。2024 年研发投入达到 1,797 亿元人民币，约占全年收入的 20.8%，近十年累计投入的研发费用超过 12,490 亿元人民币。（资料来源：同花顺 iFind）

经济要闻

- 1、**中国人民银行**：近日召开 2025 年金融稳定工作会议。会议强调，中国人民银行金融稳定系统要持续用党的创新理论武装思想、指导实践，做好 2025 年金融稳定工作。坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，及时有效防范化解重点领域金融风险 and 外部冲击。强化科技赋能，持续优化风险监测预警工作框架，完善系统性风险评估和认定机制。坚持市场化、法治化原则，推动建立权责对等、激励约束相容的金融风险处置责任机制。探索拓展中央银行宏观审慎和金融稳定功能，丰富维护金融稳定的政策工具箱，充实存款保险基金、金融稳定保障基金等化险资源，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。（资料来源：中国人民银行官网，同花顺 iFind）
- 2、**中国物流与采购联合会**：30 日公布今年前两个月物流运行数据。数据显示，我国物流行业实现平稳开局，市场规模持续扩张，供给端韧性进一步增强，结构性调整更趋明显。今年 1—2 月份，我国社会物流总额，即经济运行中的物流实物量价值总和为 56.3 万亿元，同比增长 5.3%。从结构看，工业品物流总额同比增长 5.9%，比上年全年加快 0.1 个百分点。在科技与产业创新融合推动下，高技术制造相关物流需求快速增长。1—2 月份，高技术制造相关物流需求同比增长 9.1%，较上年全年加快 0.2 个百分点。（资料来源：央视新闻，同花顺 iFind）
- 3、**国务院国资委**：相关负责人在中国电动汽车百人会论坛上表示，下一步将对整车央企进行战略性重组，提高产业集中度。据证券时报·数据宝统计，A 股市场中布局汽车整车业务的中央国有企业上市公司共有 4 家，包括东风股份、江铃汽车、一汽解放、长安汽车。地方国有企业共有 9 家，包括上汽集团、广汽集团等，地方国有企业与中央国有企业合计占总数的 60% 以上。按照年报、业绩快报、预告净利润下限（无下限则取公告数值）顺序计算，19 家整车板块上市公司公布 2024 年度业绩相关公告，其中赛力斯、安凯客车预计扭亏为盈，中通客车、宇通客车、金龙汽车等 7 股预计归母净利润同比增长，ST 曙光、海马汽车亏损减少，报喜比例为 57.89%。（资料来源：证券时报，同花顺 iFind）
- 4、**中国证监会**：发布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》，自公布之日起施行。其中提到，禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺

的限售期内出借股份。为了落实《关于加强上市公司监管的意见(试行)》有关禁止限售股转融通出借的要求,做好与《上市公司股东减持股份管理暂行办法》第十八条有关上市公司股东不得通过转融通出借存在不得减持情形股份规定的衔接,回应市场关切,删除《承销办法》第二十一条第三款有关参与IPO战略配售的投资者可以在承诺的限售期内出借获配证券的规定。(资料来源:同花顺 iFinD)

- 5、**中共中央办公厅、国务院办公厅:**印发了《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》。主要目标是:到2030年,力争累计建成高标准农田13.5亿亩,累计改造提升2.8亿亩,统筹规划、同步实施高效节水灌溉,新增高效节水灌溉面积8000万亩;到2035年,力争将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田,累计改造提升4.55亿亩,新增高效节水灌溉面积1.3亿亩。(资料来源:新华社,同花顺 iFinD)
- 6、**财政部:**截至2月末全国地方政府债务余额492859亿。3月28日,财政部发布2025年2月地方政府债券发行和债务余额情况:2025年2月,全国发行新增债券4966亿元,其中一般债券1046亿元、专项债券3920亿元。全国发行再融资债券8091亿元,其中一般债券130亿元、专项债券7961亿元。合计,全国发行地方政府债券13057亿元,其中一般债券1176亿元、专项债券11881亿元。截至2025年2月末,全国地方政府债务余额492859亿。其中,一般债务169153亿元,专项债务323706亿元;政府债券491255亿元,非政府债券形式存量政府债务1604亿元。(资料来源:同花顺 iFinD)
- 7、**市场监管总局:**将加快推进人工智能领域国家标准研制工作。市场监管总局召开例行发布会,宣布将围绕人工智能领域发布一系列国家标准,以引领行业规范发展。据新闻发言人王秋革介绍,去年年底,市场监管总局会同有关部门印发《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南》,对人工智能标准化工作进行新一轮规划。今年以来,已发布人工智能大模型通用要求、测评指标与方法、服务能力成熟度评估等国家标准。近期,将加快推进人工智能国家标准研制工作,持续健全人工智能领域国家标准。(资料来源:央视新闻,同花顺 iFinD)
- 8、**工信部:**将健全未来产业1+N政策体系 制定出台生物制造、量子科技、具身智能、原子级制造等细分领域的产业政策。在3月28日的2025中关村论坛年会未来产业创新发展论坛上,工业和信息化部总工程师谢少锋在致辞时表示,下一步,工信部将强化顶层设计。健全未来产业1+N政策体系,制定出台生物制造、量子科技、具身智能、原子级制造等细分领域的产业政策,引导未来产业科学精准布局。结合国家科技创新高地布局,支持地方因地制宜发展未来产业,构建贯穿创新链、产业链、资金链、人才链深度融合的未来创新产业生态。建设未来产业投入增长

机制，引导政府投资基金加大未来产业的投入力度，支持地方在未来产业基金方面先行先试，不断激发产业创新活力。（资料来源：财联社，同花顺 iFinD）

9、国务院就业促进和劳动保护工作领导小组：提高劳动者特别是低收入劳动者工资水平。国务院就业促进和劳动保护工作领导小组 3 月 27 日发布《加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容支持重点群体就业创业实施方案》。方案提出，鼓励企业更多吸纳就业。对用人单位新招用符合条件人员就业的，及时落实各项就业政策。研究将符合条件的社会组织纳入一次性扩岗补助政策范围。延续国有企业一次性增人增资政策实施期限至 2026 年底。统筹用好各类产业基金促进就业，支持企业加大人力资本投入，提高劳动者特别是低收入劳动者工资水平。（资料来源：中国新闻网，同花顺 iFinD）

10、《求是》杂志：4 月 1 日将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《朝着建成科技强国的宏伟目标奋勇前进》。文章强调，科技兴则民族兴，科技强则国家强。党的十八大以来，党中央深入推动实施创新驱动发展战略，提出加快建设创新型国家的战略任务，确立 2035 年建成科技强国的奋斗目标，不断深化科技体制改革，充分激发科技人员积极性、主动性、创造性，有力推进科技自立自强，我国科技事业取得历史性成就、发生历史性变革。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报

【东兴银行】常熟银行（601128.SH）：盈利保持双位数增长，小微风险有所上行——2024 年年报点评（20250330）

事件：3月27日，常熟银行公布2024年年报，实现营收、拨备前利润、净利润109.1亿、68.5亿、38.1亿，分别同比+10.5%、+10.9%、+16.2%。加权平均ROE为14.15%，同比提升0.46pct。年末不良贷款率0.77%、环比持平，拨备覆盖率500.5%、环比下降28pct。点评如下：

营收保持韧性、拨备反哺，共同支撑利润高增长。营收方面：常熟银行全年实现营收109.1亿，同比增长10.5%，保持双位数增长、但环比前三季度放缓0.8pct。其中，净利息收入同比+7.5%，增速环比+1.4pct，主要得益于净息差降幅收窄。其他非息收入同比+25.9%，增速环比-14.3pct，对营收增速边际有所拖累。利润方面：在拨备反哺之下，归母净利润同比+16.2%，预计业绩增速保持在上市银行第一梯队。但利润增速环比前三季度放缓2pct，主要是管理费用增速有所抬升。

资产端：受零售需求疲弱拖累，信贷增速有所放缓。年末总资产、贷款分别同比+9.6%、+8.3%，增速环比放缓0.8pct、1.4pct。其中，对公、零售贷款分别同比+16.1%、+2.2%，票据贴现同比+23.8%，反映零售需求疲弱，存在票据冲量行为。细分零售贷款来看，下半年经营贷、消费贷、信用卡规模均有所压缩，分别减少6.4亿、2.4亿、7.3亿；按揭贷款规模小幅增长4.1亿。经营贷占总贷款的比重较年初下降1.6pct至38.8%。在行业风险阶段性、周期性抬升，且需求偏弱的环境下，常熟银行小微业务存在主动控量、平衡风险收益的倾向。但公司仍然坚持做小做散战略，并加大信保类贷款投放，小微业务保持较强定价优势。30万元（含）以下、30万元-50万元（含）经营贷占比分别较年初提高1pct、0.4pct至31.8%、13.2%，户均贷款规模下降1.2万至30.1万；信保类经营贷占比52.7%，较年初提高2.2pct。得益于结构上的优化，全年个人贷款收益率同比提高7bp至6.8%。贷款收益率、生息资产收益率同比分别下降18bp、23bp至5.63%、4.77%，相较于同业仍处于较高水平。

负债端：存款增长良好，但延续定期化趋势。年末存款同比+15.6%，活期存款占比18.1%、环比下降0.6pct。随着高成本存款陆续到期续作重定价，存款付息率同比下降8bp至2.2%。净息差同比下降15bp至2.71%，绝对值仍处在行业领先水平。考虑公司定期存款占比高较高，预计今年负债成本仍有较大改善空间，有望部分对冲资产端下行压力，支撑其息差领先地位。

资产质量总体稳健，零售风险暴露仍需关注。年末常熟银行不良贷款率0.77%、环比持平，整体资产质量优异。但受居民部门收入预期偏弱、房价下跌导致资产负债表受损等影响，零售风险仍处于暴露周期。年末零售贷款不良率0.94%，较年中上升3bp；其中，经营贷、信用卡贷款不良余额较年中增加32亿、20亿，不良率分别提高4bp、140bp至0.95%、4.14%。从不良核销处置和生成情况来看，全年不良核销30亿，同比多核13.3亿；加回核销后不良净生产率为1.43%，同比提高51bp。从前瞻性指标来看，关注率和逾期率较年初分别提高32bp、20bp至1.49%、1.43%，仍存在不良生成压力。但考虑公司不良认定标准严格，拨备计提充分，当前拨备覆盖率维持在500%以上的同业领先水平，资产质量阶段性承压对盈利影响有限。后续资产质量有望伴随经济修复而改善。

投资建议：由于现阶段实体有效信贷需求仍偏弱、小微贷款资产质量压力犹存，我们小幅调降 2025-2028 年盈利预测至 15.1%、14.7%、14.7%，对应 BVPS 分别为 10.76、12.47、14.44 元/股。3 月 26 日收盘价 6.96 元/股，对应 2025 年 0.65 倍 PB 估值。考虑当前积极的宏观政策持续发力，常熟银行小微业务核心优势、区域经济和村镇银行异地展业优势、以及厚实的拨备安全垫，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴金属及金属新材料】宝武镁业（002182.SZ）：成长属性持续强化的镁产业链一体化龙头（20250328）

投资要点：

央企平台赋能镁业龙头。公司成立于 1993 年，后于 2007 年在深交所上市。2018 年，宝钢金属有限公司入股，成为公司战略股东；2020 年 8 月，宝钢成为公司第二大股东，公司于同年 10 月向宝钢定增募资不超过 11.1 亿元；2023 年 9 月，定向增发完成，宝钢成为公司控股股东，公司由南京云海特种金属股份有限公司更名为宝武镁业科技股份有限公司。公司为中国镁行业一体化龙头企业，拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”的完整镁产业链，并在铝合金材料的生产及深加工业务上有所布局。公司主要产品为镁合金材料、镁合金制品、铝合金制品等，广泛应用于航空航天、大交通、新能源汽车、绿色建筑、消费电子及新基建等领域。

公司白云石资源储量雄厚。公司拥有镁矿石资源储量优势，合计拥有白云石储量约 19.7 亿吨，占中国白云石已查明储量近 10%左右（2024 年中国白云石总储量约 200 亿吨）。其中，公司的参股公司（持股比例 45%）安徽宝镁轻合金于安徽青阳拥有白云石储量 13 亿吨，控股子公司（持股比例 69.53%）巢湖云海镁业于安徽巢湖拥有白云石储量 0.9 亿吨，全资子公司（持股比例 100%）五台云海镁业于山西五台拥有白云石储量 5.8 亿吨。从各矿山采矿证观察，巢湖云海采矿权于 2022 年整合升级，白云石年产能由 150 万吨提升至 300 万吨；安徽宝镁采矿权于 2023 年 5 月 31 日生效，包含白云石年产能 4000 万吨；五台云海采矿权于 2025 年 3 月生效，包含白云石年产能 1000 万吨。至 2025 年 3 月，公司白云石合计年产能已达到 5300 万吨。公司资产的白云石除原镁生产用途外，亦可满足建材、冶金、化工和轻工等应用需求。根据智研瞻产业研究院预测，2023 年中国白云石行业市场规模约为 103 亿元，预计 2028 年将达到 182 亿元，年均复合增长率可达 12%。

公司原镁产能已进入释放周期。公司前期原镁扩产项目已见成效，原镁产能由 23 年的 10 万吨增长至 24 年底的 30 万吨，增幅达 200%。考虑到试产的进行及投达产节奏的推进，公司原镁业务已经进入加速成长期。从产能分布角度观察，公司安徽青阳宝镁产能已达到 15 万吨/年，另有 15 万吨/年产能正在建设中。此外，巢湖云海镁业原镁产能已达到 10 万吨/年，其中 5 万吨为新建产能并已于 2024 年下半年投产。五台宝镁的原镁年产能将增至 15 万吨，其中 5 万吨为已有产能，10 万吨为在建产能，预计于 2025 年年底建成。从市场占有率角度考虑，根据中国有色金属工业协会数据公布的中国原镁总产能测算（2023 年：136 万吨；2024 年：148.75 万吨），公司原镁产能市占率将由 23 年的 7.4%增至 24 年的 20.2%。以 2024 年中国原镁平均 69%的产能利用率并接近 18 个月原镁平均价格 18659 元/吨计算，24 年新建产能全部投产后，公司的原镁业务规模或由 18.7

亿元增至 38.6 亿元，增长空间达到 107%。

公司镁合金业务高市占率优势或持续扩大。公司当前镁合金业务国内市占率或已超 50%。公司 2023 年镁铝合金合计产能为 35 万吨(镁合金 20 万吨, 铝合金 15 万吨), 合计产量约为 36 万吨, 综合产能利用率达到 103%。以此推算, 2023 年公司镁合金或实现满产, 产量约为 20 万吨左右。从市占率观察, 2023 年我国镁合金产量为 34.52 万吨, 公司镁合金产品当前市占率约为 58%, 为国内镁合金产业龙头。2024 年, 安徽宝镁于青阳新建成 30 万吨镁合金产能, 该项目为全球最大镁合金生产基地, 推动公司镁合金产能由 23 年的 20 万吨增长至 24 年的 50 万吨。目前, 子公司五台云海亦有 10 万吨镁合金产能在建, 预计于 25 年底建成。至 2025 年底, 公司镁合金产能将从 2023 年的 20 万吨增长至 60 万吨, 增幅高达 200%, 若全部达产, 将使公司镁合金产品市占率提升至 81%。然而, 考虑到我国镁合金偏松的供需结构和已处低位的镁价, 我们认为公司镁合金实际产量的增幅或是渐进的、根据市场需求变化调整的过程, 考虑到汽车轻量化、机器人、低空经济等新质生产力领域带来的镁合金需求增量, 公司镁合金产量的成长弹性或强化其与行业发展的共振。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 88.5/109.2/144.0 亿元, 归母净利润分别为 2.56/5.66/9.91 亿元, 对应 EPS 为 0.26/0.57/1.00 元/股, 对应 PE 分别为 49.41X/22.37X/12.77X。考虑到公司上中下游产能持续提升, 镁合金下游行业需求进入扩张周期, 或推动公司产能利用率持续优化, 公司盈利能力或得到强化, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期风险, 项目完成时间晚于预期风险, 镁价下行风险, 下游汽车行业发展不及预期风险, 下游机器人行业发展不及预期风险。

(分析师: 张天丰 执业编码: S1480520100001 电话: 021-25102914 研究助理: 闵泓朴 执业编码: S1480124060003 电话: 021-65462553)

【东兴化工】利尔化学 (002258.SZ)：业绩短期承压，草铵膦需求空间广阔 (20250328)

利尔化学发布 2024 年年报：公司 2024 年全年实现营业收入 73.11 亿元, YoY-6.87%, 归母净利润 2.15 亿元, YoY-64.34%。

核心农药产品价格同比下滑，导致营收、利润下滑。从收入端看, 2024 年公司草铵膦等核心产品面临激烈市场竞争, 虽然产销量同比增长、但销售价格同比大幅下降, 导致农药原药板块营收同比下滑 14.45%至 41.01 亿元, 农药制剂板块营收同比下滑 9.42%至 15.00 亿元。从利润端看, 受到农药产品价格下跌影响, 公司农药原药板块毛利率同比下滑 9.36 个百分点至 16.90%, 农药制剂板块毛利率同比下滑 3.35 个百分点至 16.80%, 导致公司整体利润水平大幅下滑。

行业处于周期底部，静待景气回暖。2023 年以来, 随着国内农药新增产能的投产, 加上渠道内积压的库存, 市场竞争加剧, 整体进入供大于求的趋势。预期未来, 行业经历一定时期的产能优化、整合阵痛后, 没有竞争优势的企业将逐步退出, 行业集中度将进一步加强, 具有竞争优势的原药龙头企业的发展空间将获得进一步的提升, 这也会进一步提高我国农药行业在全球的竞争力。

公司深耕草铵膦行业，行业需求空间广阔。草铵膦已成为全球第二大转基因作物除草剂。而随着跨国公司研发

的抗草铵膦基因新产品推广应用和上市，特别是国内正在从政策层面有序推进转基因作物产业化，草铵膦需求有望进一步提升。同时，由于精草铵膦的除草活性更强、作用更快、适用范围更广，符合全球农药市场“减量增效”这一大的发展方针，其需求处于快速发展的趋势，市场前景广阔。公司已率先布局精草铵膦市场，目前是国内较大规模的草铵膦、精草铵膦原药生产企业，在全球推广精草铵膦业务发展方面与跨国公司建立了长期的战略合作，未来精草铵膦将带给公司更大的市场机遇。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司作为国内草铵膦龙头企业，产品规模持续扩大，待后续农药行业景气回升后，公司的盈利水平有望得到改善。基于公司 2024 年报，我们相应调整公司 2025-2027 年盈利预测。我们预测公司 2025-2027 年净利润分别为 4.29、5.91 和 7.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.54、0.74 和 0.96 元，当前股价对应 P/E 值分别为 17、12 和 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求释放不及预期；产品价格下跌；项目建设不及预期。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴计算机】火炬电子（603678.SH）：产业拐点将至，员工持股计划业绩目标彰显信心——公司 2024 年度业绩点评（20250328）

事件：

2025 年 3 月 22 日，火炬电子发布 2024 年年度报告：公司 2024 年实现营业总收入 280,150.40 万元，同比下降 20.04%；实现归母净利润 19,451.89 万元，同比下降 38.90%。

点评：

公司 2024 年度业绩呈现整体承压态势，主动元器件逆势增长。公司 2024 年实现营收 28.02 亿元，同比下降 20.04%，归母净利润 1.95 亿元，同比下降 38.90%。1) 被动元器件实现收入 8.4 亿元，同比减少 16.36%，毛利率为 65.00%，同比下降 9.2pct。主要系行业景气度较弱及部分产品定价调整。其中脉冲电容、钽电容及超级电容逆势增长；天极科技积极推动薄膜电路业务“补位”，实现薄膜电路收入占其主营业务突破 50%。2) 主动元器件实现收入 1.5 亿元，同比增长 25.53%，毛利率为 7.68%，同比增长 0.8pct。主要系厦门芯一代 MOSFET、IGBT、模拟 IC 和第三代功率器件等半导体芯片在电动工具、家电、小型储能、电池管理系统、电机等多个细分领域稳步推动市场深度拓展。3) 陶瓷材料实现收入 1.34 亿元，同比减少-16.18%，毛利率为 51.73%，同比下滑 3.87pct，主要系为立亚化学出货量受客户订单放缓影响，出现阶段性回调。核心产品在下游应用上面取得阶段性进展，实现稳定供应。4) 国际贸易业务实现收入 16.54 亿元，同比减少 24.60%，毛利率为 14.55%，同比增加 4.1pct，主要受下游市场需求疲软、行业内部竞争加剧，影响订单需求减缓。

军用 MLCC 市场复苏在即。我国《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。3 月 14 日，国防部表示全军将高效落实“十四五”规划。2025 年全国一般公共预算安排国防支出 1.81 万亿元人民币，同比增长 7.2%。随着我国国防建设的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用 MLCC 市场复苏在即。公司为国内军用 MLCC 核心供应商，业绩有

望迎来恢复式增长。

推出第四期员工持股计划，凝心聚力共谋发展。火炬电子第四期员工持股计划覆盖不超过 178 名员工，其中包括 10 名董事、监事及高级管理人员，其余为不超过 168 名核心人员。该计划设定公司层面解锁条件为 2025 年度营业收入不低于 40 亿元或净利润不低于 5 亿元。员工持股计划受让价格为 19 元/股，总规模不超过 1,720,081 股（约占总股本 0.38%），锁定期为 12 个月，存续期 24 个月。通过该持股计划对高管人员进行激励，期望提高公司管理水平和工作效率，促进公司发展战略和经营目标的实现，业绩目标彰显公司发展信心。

公司盈利预测及投资评级：公司是我国军用 MLCC 核心供应商，MLCC 业务或迎来恢复式增长，公司非 MLCC 业务发展有望持续向好；陶瓷材料是公司布局的重点领域，第二增长曲线逐步明晰。考虑到下游装备的放量节奏，业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.10 元，1.40 元和 1.74 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求不及预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 研究助理：李科融 执业编码：S1480124050020 电话：021-65462501）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。