

2025 年 3 月 20 日 星期四

分析师推荐

【东兴金属】山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高（20250319）

事件：公司发布 2024 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.6%；实现归属上市公司股东净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%；基本每股收益 0.78 元/股，同比增长 52.58%。全球黄金价格中枢持续攀升，公司降本增效成果明显，多因素共振推动公司业绩创历史新高。

公司资源储量持续增厚。截止 24 年底，公司共拥有 6 个矿山企业，其中在产金矿 3 座（黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦），在产铅锌银多金属矿 1 座（玉龙矿业），停产待恢复矿山 1 座（华盛金矿），及在建矿山一座（纳米比亚 Osino）。截止 24 年末，公司拥有金金属储量 137 吨，铅金属储量 7.22 万吨，锌金属储量 12.85 万吨，银金属储量 77.42 万吨。公司持续开展矿产资源勘查工作并取得有效突破。公司 2024 年年度勘探投资 1.76 亿元，其年度探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.72 吨、铅 5930 吨、锌 13288 吨。24 年 8 月，公司控股子公司吉林板庙子与吉林省自然资源厅签订《矿业权出让合同》，取得了吉林省通化县果松镇南岔村岩金矿普查探矿权，勘查面积 15.08 平方千米，有助于吉林板庙子在保有资源稳定下保持探采平衡。24 年 9 月，公司控股子公司内蒙古玉龙矿业 1118 高地铅锌矿探矿权已转为采矿权，矿权面积 3.4821 平方公里，采用地下开采方式且生产规模达到 99 万吨/年，主要矿产品为银、锌、铜及铅。考虑到玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带且是世界级有色金属矿床（银、铜、铅、锌、金）重点地区，探转采的有效执行将进一步优化公司的矿产成长性。此外，24 年 8 月末，公司已正式完成 Osino 公司 100%间接控股的收购交割并将新增 127.2 吨黄金资源量，公司整体资源储备将进一步增厚。而至 25 年 1 月，公司与芒市海华开发有限公司签订协议，收购其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权与勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，其勘探面积分别为 35.6 平方公里和 20.38 平方公里，公司资源潜力得到持续增强。截止报告期末，公司在国内持有 16 宗探矿权，勘探面积合计 187.08 平方公里；公司 Osino 矿山在纳米比亚还拥有约 5638 平方公里探矿权，探矿前景广阔，公司资源储量在未来有望继续提升。

公司多金属产量稳定强增长。公司矿选能力持续优化，多金属产量均稳步增长且超额完成年度生产任务。报告期内，公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%；实现铅产量 12742 吨，同比增长 34.2%；实现锌产量 17145 吨，同比增长 3.89%；实现银产量 196 吨，同比增长 1.57%。从公司矿金远期产出角度观察，公司 24 年收购的纳米比亚 Osino 项目或在 2026 年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量，结合公司其他矿产出项目数值推测，至 2026 年公司较大概率完成矿产金年产量 15 吨的规划目标，这意味着公司是国内成

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,408.95	-0.51
深证成指	10,879.49	-0.91
创业板	2,200.03	-1.00
中小板	6,771.27	-0.90
沪深 300	3,974.99	-0.88
香港恒生	24,291.95	-2.23
国企指数	8,950.18	-2.33

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
浙江华业	20.87	机械设备	20250317
开发科技	30.38	机械设备	20250318

*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
江南新材	10.54	有色金属	20250320

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

长性最优的矿产金公司之一。

公司矿产金业务成本优势持续强化。公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。得益于黄金价格上涨、矿山产能效率提升及降本增效新举措执行，公司矿产金毛利水平呈现持续优化迹象。报告期内，公司矿产金毛利率已由 23 年的 60.76% 升至 24 年的 73.54%，公司合并摊销后的矿产金克成本已由 23 年的 176.42 元/克降至 145.4 元/克，同比下降 17.6%。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别升至 52.43%、44.12% 及 46.87%，有效显示公司回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及资源综合利用率的提升。考虑到黄金价格运行中枢的趋势性抬升，叠加公司资源综合利用效率的实质提高，预计公司单位产出成本将延续持续优化态势，这有助于公司后期估值弹性的释放。

回报能力行业领先，资产负债率全国最低。报告期内，公司回报能力持续增强，维持行业领先地位。公司的 ROE 由 23 年的 12.68% 升至 24 年的 17.71%（24Q3 年申万黄金行业平均 7.09%），销售净利率因为金属贸易业务的大幅增长而略有回落，由 23 年的 19.35% 降至 24 年的 17.89%（24Q3 申万黄金行业平均 7.12%）；同期公司资产负债率由 17.98% 升至 18.57%（24Q3 申万黄金行业平均 40.48%），公司是国内资产负债率极低的矿金企业，有助公司融资能力与资金成本优势的进一步强化。

盈利预测与投资评级：考虑到黄金传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。鉴于黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵。而锌铅价格或在基本面供给仍显刚性下维持稳定。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 147.91 亿元、168.59 亿元、184.31 亿元；归母净利润分别为 30.72 亿元、37.72 亿元及 44.70 亿元；EPS 分别为 1.11 元、1.36 元和 1.61 元，对应 PE 分别为 16.68x、13.59x 和 11.47x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险，应收账款核心客户占比过高风险。

（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）

【东兴地产】统计局 70 城房价数据点评：2 月一线城市新房价格环比上涨，各线城市二手房价格继续下行（20250317）

环比：2 月一线城市新房价格环比上涨，各线城市二手房价格继续下行

2 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 -0.1%，前值为 -0.1%。一线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 0.1%，前值为 0.1%。其中，北京、上海、深圳、广州当月环比增速分别为 0.1%、0.2%、0.4%、-0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 0.0%，前值为 0.1%；三线城市新建商品住宅销售价格指数环比增速为 -0.3%，前值为

-0.2%。

2 月份，70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速为-0.3%，前值为-0.3%。一线城市二手住宅价格指数环比增速为-0.1%，前值为 0.1%。其中，北京、上海、深圳、广州当月环比增速分别为 0.0%、-0.4%、0.3%、-0.3%。二线城市二手住宅价格指数环比增速为-0.4%，前值为-0.3%；三线城市二手住宅价格指数环比增速为-0.4%，前值为-0.4%。

同比：2 月各线城市新房及二手房价格同比降幅均有所收窄。

2 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-5.2%，前值为-5.4%。一线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-3.0%，前值为-3.4%。其中，北京、上海、深圳、广州当月同比增速分别为-5.5%、5.6%、-4.4%、-7.8%。二线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-4.7%，前值为-5.0%；三线城市新建商品住宅销售价格指数同比增速为-5.9%，前值为-6.0%。

2 月份，70 个大中城市二手住宅价格指数同比增速为-7.5%，前值为-7.8%。一线城市二手住宅价格指数同比增速为-4.9%，前值为-5.6%。其中，北京、上海、深圳、广州当月同比增速分别为-2.9%、-2.1%、-5.3%、-9.4%。二线城市二手住宅价格指数同比增速为-7.4%，前值为-7.6%；三线城市二手住宅价格指数同比增速为-8.0%，前值为-8.2%。

投资建议：多种政策工具的协同发力有望推动房地产市场逐步企稳。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。“白名单”力度加大，对于仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产大幅减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

重要公司资讯

1、**腾讯控股：**24 年集团收入为 6602.57 亿元，同比增长 8%。毛利为 3492.46 亿元，同比增长 19%。年度盈利为 1964.67 亿元，同比增长 66%。每股基本盈利为 20.94 元人民币，同比增长 72%。董事会建议派发末期股息每股 4.5 港元，较去年的 3.4 港元增长 32%。此外，公司计划至少回购价值 800 亿港元的股份。公司表示受益于 AI 赋能的广告平台升级及视频号用户参与度提升，2024 年第四季度收入实现双位数增长。（资料来源：同花顺 iFinD）

2、**中国平安：**2024 年集团实现归属于母公司股东的营运利润为 1218.62 亿元，同比增长 9.1%；归属于母公司股东的净利润为 1266.07 亿元，同比

大幅增长 47.8%；营业收入为 10289.25 亿元，同比增长 12.6%。拟派发 2024 年末股息每股现金人民币 1.62 元，派发全年股息每股现金人民币 2.55 元，同比增长 5%，基于归母营运利润计算的现金分红比例为 37.9%，分红总额连续 13 年保持增长。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 3、**韵达股份**：据国家邮政局网站，韵达快递部分加盟企业对协议客户安全管理存在重大漏洞，导致涉诈骗宣传品进入寄递渠道，造成受害人重大财产损失。上海韵达货运有限公司对其加盟商管理缺位，负有未按规定实行安全保障统一管理责任，国家邮政局依法对上海韵达货运有限公司进行立案调查。韵达回应称已立即部署整改工作。后续公司将持续强化管理及加盟网点管控，优化快递查验流程，加大对加盟网点的培训力度，提升识别伪装物品的专业能力，坚决杜绝此类事件再次发生。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、**三一重工**：公司董事长向文波提议以 10 亿至 20 亿元资金回购公司股份，回购价格上限不超过董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。本次回购的股份将用于员工持股计划公司董事会将尽快制定回购股份方案并履行审批程序及信息披露义务。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、**吉利汽车**：2024 年公司总收入达 2402 亿元，同比增长 34%，创历史新高；归母净利润 166 亿元，同比大增 213%；扣非后归母净利润 85 亿元，同比增长 52%，经营盈利能力显著提升。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

- 1、**美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50% 之间**：这是自 1 月底会议以来，美联储再次决定维持利率不变。美联储决策机构联邦公开市场委员会在当天发表的声明中说，近几个月来美国失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然稳固，但通货膨胀仍“一定程度上处于高位”。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上被问及通胀预期较高有多少是由关税引起时，他回答说“很大一部分”，但他同时指出对此进行精确评估“非常困难”。当被问及美国经济衰退风险时，鲍威尔表示，一些预测者已略微上调衰退的可能性，但衰退风险“仍然处于相对温和的水平”。（资料来源：央视新闻，同花顺 iFinD）
- 2、**金价再创新高**：3 月 20 日，伦敦金现货价格盘中触及 3056.26 美元/盎司，再次创下历史新高。今年伦敦金现货价格涨幅已达到约 16.25%。消息面上，美联储维持利率不变并暗示年内降息，一定程度给金价提供了上涨动能。（资料来源：证券日报，同花顺 iFinD）

- 3、**住建部提出要坚决稳住楼市：**住建部召开理论学习中心组学习（扩大）会议。会议要求，要持续推进城市更新，坚持问题导向和目标导向，开展城市体检，找准人民群众急难愁盼问题和城市发展短板弱项，下功夫实施一批惠民生、防风险、促发展的更新项目。要坚决稳住楼市，持续巩固“四个取消、四个降低、两个增加”房地产政策“组合拳”效果，继续打好“保交房”攻坚战，加力实施城中村和危旧房改造、推进收购存量商品。（资料来源：中国建设报，同花顺 iFinD）
- 4、**油价下调：**国家发展改革委网站消息，根据近期国际市场油价变化情况，按照现行成品油价格形成机制，自 2025 年 3 月 19 日 24 时起，国内汽、柴油价格（标准品，下同）每吨分别降低 280 元和 270 元。（资料来源：发改委，同花顺 iFinD）
- 5、中国民航局网站发布《X3-F 型航空器专用条件征求意见稿》：记者注意到，X3-F 即为小鹏汇天“陆地航母”飞行汽车的飞行体(代号 X3-F)。对此，小鹏汇天相关负责人向记者表示，该征求意见稿的发布，可作为未来同类航空器型号合格审定的通用审定基础，促进更多同类航空器的审定工作开展。对于飞行汽车适航审定进展，小鹏汇天表示，公司后续将按照原定计划推进型号取证工作，希望在 10 月完成符合性验证工作，取得型号合格证。（资料来源：中证金牛座，同花顺 iFinD）
- 6、**A 股公司并购重组明显升温：**据上海证券报记者不完全统计，截至 3 月 19 日，今年已有近 300 家上市公司首次披露并购重组事项(剔除增资等)，比去年同期增长 12%。其中，至少有 27 个项目构成重大资产重组，较去年同期增长 286%，其中不乏跨界并购、借壳上市等多种类型。A 股公司掀起并购重组新浪潮的背后，既有传统行业的整合突围，也有新兴产业的跨界卡位。而政策、产业与资本的“三重奏”成为此轮并购重组浪潮的主要驱动力。值得注意的是，近 300 单并购交易中，上市公司市值低于 50 亿元的案例约占四成，显示中小企业积极通过并购实现产业转型升级。进一步剖析上述案例，可以发现此轮并购重组具有四大特征：产业链纵向整合成主流、跨界并购闸门频开、国资与民企的并购版图各具特色及跨境并购升温。（资料来源：上海证券报，同花顺 iFinD）
- 7、**商务部介绍 1-2 月我国对外投资合作情况：**1-2 月我国对外非金融类直接投资 229.7 亿美元，同比增长 9.1%。其中，我国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资 55.2 亿美元，同比增长 17.6%。1-2 月，我国对外承包工程完成营业额 183.4 亿美元，同比下降 5.6%。新签合同额 353.4 亿美元，同比增长 28.7%。其中，我国企业在共建“一带一路”国家承包工程完成营业额 150.6 亿美元，同比下降 5.2%；新签合同额 309.2 亿美元，同比增长 33.7%。（资料来源：商务部，同花顺 iFinD）

- 8、**3月贷款市场报价利率(LPR)出炉, 1年期为3.1%, 5年期以上为3.6%, 已连续5个月维持不变。**东方金诚首席宏观分析师王青指出, 3月LPR报价保持不变, 符合市场预期。一方面, 作为LPR报价的定价基础, 3月以来政策利率, 即7天期逆回购利率保持稳定, 已在很大程度上预示当月LPR报价会保持不变。另一方面, 最新数据显示, 受各类贷款利率持续下行牵动, 2024年四季度商业银行净息差降至1.52%, 较上季度下行0.01个百分点, 在1.80%的警戒水平之下再创历史新低。另外, 年初以来DR007和银行同业存单到期收益率上行明显, 银行边际资金成本也有上升, 这意味着本月报价行下调LPR报价加点的动力不足。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 9、**OpenAI 星门项目首个数据中心将可容纳多达 40 万个英伟达芯片:** OpenAI 规模 1000 亿美元的星门(Stargate)基础设施合资企业第一个数据中心综合体, 将可容纳多达 40 万片英伟达 AI 芯片。据开发商 Crusoe 称, 该项目位于得克萨斯州小城阿比林, 建设工作将于 2026 年年中完成, 功率容量为 1.2 吉瓦; 该公司定于周二宣布下一阶段的发展计划。虽然该设施大到足够容纳数十万个先进 AI 芯片, 但目前尚不清楚已经计划部署多少。(资料来源: 界面新闻, 同花顺 iFind)
- 10、**苹果推迟采用 2nm 工艺:** 苹果预计将沿用台积电 N3P 工艺制造 A20 芯片, 推迟采用 2nm 工艺, 但将采用 CoWoS 封装。该芯片预计将于 2026 年底与 iPhone 18 系列同时亮相。(资料来源: 界面新闻, 同花顺 iFind)

每日研报

【东兴策略】总量双周报：指数有望强势突破，消费迎来重要拐点（20250318）

主要观点：

宏观：增量政策稳步推进，外部不确定性上升。2025 年政府工作报告设定的 2025 年的 GDP 目标为 5%，财政赤字率 4%，以及 CPI 目标 2%，均符合市场预期。政策基调的连续性较强。财政总基调仍为加大力度。财政赤字率大幅提升 1 个百分点，涨幅显著，完成了去年 12 月会议中提出的工作要求。同时，增加了超长期特别国债发行规模，新增特别国债以维护银行体系稳定。财政支出方向上，与 2024 年的工作报告向科技创新和制造业倾斜相比，今年更注重惠民生、促消费和三保底线，并明确加快资金拨付，尽快形成实物支出，以提升财政政策效率。货币政策同样延续了 12 月经济工作会议中的“适度宽松”，再次提及适时降准降息。此外，明确优化创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。在去年 12 月会议精神中，仅在总基调中提及稳楼市股市，而在本次报告中明确将楼市股市与货币政策挂钩。CPI 目标为近几年新低。2 月 CPI 数据再次回落亦表明经济走出低通胀环境仍需时间。消费地位显著提升。从去年的“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”，增强消费和投资对经济增长的拉动作用，到今年的“促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。报告对内需的理解更为全面，从侧重投资转变为消费和投资，更大力度支持两重两新。“消费”在政府工作报告第二部分中的频率从去年的 16 次提升到 28 次。报告提出以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级，打造新的经济增长点。今年以旧换新政策延续了去年的力度。投资上，中央预算内将更大力度支持“两重”建设。和去年相比，今年新提出加大服务业投资力度，与第二项工作任务中的现代服务业相呼应。海外方面，美国非农就业和通胀数据均不及预期。预计下半旬的美联储会议将维持当前利率，美国资本市场短期震荡或将继续。

A 股策略：指数有望强势突破。我们上周重点强调了要重视消费，从周五指数全面上涨来看，大消费接替前期大科技板块成为领涨核心。一方面政策催化是行情启动的催化剂，两会后政策持续落地是我们看好消费的重要依据，从目前政策导向来看，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》。行动方案部署了 8 方面 30 项重点任务，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策。国家通过综合性方案解决消费问题的态度是十分坚决的，启动消费不是依靠某个政策，而是全方位综合性提出整体方案，无论是金融机构，还是上至部委，下至各地区，都从自身角度出发推出刺激消费政策。从内蒙生育政策落地来看，未来各地都有可能出台类似政策，要重视政策对生育刺激的后续效果，我们认为，政策刺激力度还是比较大的。前期，我们一直强调大科技板块是最核心板块，短期调整更多是交易层面的节奏问题，展望后市，大科技板块仍然是重点关注方向，从产业角度来看，仍然存在较大的想象空间，短期在财报期，市场关注度更倾向于业绩和基本面，对于该板块短期会有一定的估值压力，后市仍是热点轮动的重要方向，仍然维持科技板块是贯穿全年的判断。综合来看，指数在大消费崛起之后，市场重回价值的倾向比较明显，伴随大金融的保驾护航，指数有望强势突破。

消费有望迎来重要拐点。以《提振消费专项行动方案》出台为标志，消费有望迎来重要拐点，我们一直以来强调消费恢复是政策驱动为主，依靠经济恢复进而恢复消费的过程将是漫长而缓慢的，两会对消费基调就是加大政策力度，而政策真正落地之时就是消费拐点出现的重要标志。未来作为经济的重要抓手，刺激消费将会催生

A股消费股的慢牛行情，即使短期业绩没有那么快恢复，但如果市场中期预期改变，则估值可以提前反应，当业绩真的出现明显改善的时候，市场再考虑合理估值的定位问题，目前仍处在市场预期改善阶段，处于行情中期的初始阶段，可以继续从中期角度关注消费板块，目前仍是中期行情的底部阶段，我们看好消费的中长期投资价值仍有较大的发掘空间。

投资建议：关注消费板块的重要拐点，积极配置消费板块，同时由于市场风格更加均衡，消费和顺周期品种的机会显著增加，以大金融为代表的个股在年报期也有较好的业绩预期，建议更加偏重价值，降低题材预期，以消费为主线均衡配置，同时对于政策催化明显的军工板块也值得特别关注，尤其是以无人机、导弹为代表的细分板块可重点关注。

债券市场：相对看好短端利率投资价值，长端利率区间震荡。政府工作报告主要经济目标基本符合市场预期。2025年的GDP目标、通胀目标、赤字率分别定在5%、2%、4%，幅度与此前市场预期基本吻合；地方专项债发行规模为4.4万亿元，较2024年提升5000亿元，特别国债发行1.8万亿元，其中8000亿元支持“两重”，5000亿元支持“两新”，5000亿元用于补充大行核心一级资本，基本符合市场预期。两会央行发言人公开表态印证前期货币政策重心在防风险，央行对当前的调控效果给予肯定，或不宜对后续央行态度有过于乐观预期。整体来看，两会政策基本符合市场之前预期，对市场提振相对有限，基本面数据对债市有更长期的支撑；市场利率大幅上行，修正了年初以来的宽松定价，回归更加均衡水平，短期风险和机会在于理财和基金等机构是否会出现负反馈；预计债市仍维持偏弱震荡。2季度基本面预期差对市场影响权重或提升，若权益市场风险偏好回调，可再博弈货币宽松预期。后续重点关注央行资金投放、3月社融信贷数据和权益市场表现。我们相对看好短端利率投资价值。长端利率下行趋势形成需等待OMO降息落地。但当前机构配置需求仍强劲，资产荒延续，利率大幅回调概率较低。我们预计长端利率阶段性区间震荡。

银行：2025年政府工作报告对于宏观政策定调积极，预计在积极财政政策下，银行全年资产规模增长有望保持平稳；货币政策适度宽松、利率传导机制进一步畅通下，净息差压力可控、预计全年降幅收窄；房地产、地方平台、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，银行高股息配置价值继续突出。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：①中长期资金入市、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。②逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：当前楼市，新房与二手房成交延续回稳，二手房成交强于新房。29城新房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为9.71%，前值(1/1-03/07)为8.25%。当月累计销售面积同比增速为22.86%，上个月整月为44.57%。13城二手房年内累计销售面积(1/1-03/14)同比增速为35.30%，前值(1/1-03/07)为34.00%。当月累计销售面积同比增速为47.18%，上个月整月为89.88%。我们认为，多种政策工具的协同发力有望推动房地产市场逐步企稳。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。“白名单”力度加大，对于仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

证券：近期权益市场活跃度保持在较高水平，其中沪深京三市成交额近两周以来仅一日低于1.5万亿，两融余额也升至1.9万亿上方。潘行长在央行党委扩大会议上再次提及择机降准降息，保持流动性充裕，深化金融改

革开放，对资本市场构成直接利好。投资者信心逐步修复有助于资本市场平稳运行，后续推进改革的市场基础更加夯实。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。同时，多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加黄金等另类资产投资品的加入，有望平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值，以及保险 ETF 的投资价值。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化等。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴宏观】关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退——美国 2 月 CPI 数据点评（20250314）

美国 2 月 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.5%；同比 2.8%，预期 2.9%，前值 3%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比 3.1%，预期 3.2%，前值 3.3%。

主要观点：

能源价格主导通胀回落，季节性通胀回升结束，关税效应尚未显现。

关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。

关税的全面化引发市场对经济衰退的担忧。

标普 500 仍处于泡沫（22%），特朗普政策不确定性下降后或有入场机会。

美十债下限维持 3.7~3.9%，上限维持 4.8~5%。

能源价格的下降主导了通胀和核心通胀的回落。住所价格（环比 0.3%）贡献了几乎一半的通胀（0.2%），汽油（-1.0%）和机票价格（4.0%）的下降对冲了部分住所价格的上升，后两项价格与原油价格几乎同步。核心

通胀方面，上行的有医疗（0.3%）、二手车（0.9%）、家居（0.4%）、休闲（0.3%）、服装、个人护理和车险。而机票和新车（-0.1%）是主要的下跌分项。

我们在前两次点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。至此，季节性的通胀回升暂告一段落，而关税的影响尚未体现在 2 月物价中。3 月油价趋势性下跌或导致 3 月通胀尚可。

关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。1) 不考虑其他政策的跟进，关税导致的通胀是一过性或是价格的永久性抬高，通胀螺旋往往是由后续政策导致，如用于对冲关税负面经济影响的宽松货币财政政策。起到与关税类似价格抬升作用的经济现象有，输入性通胀，供应链短缺（如石油危机）等。2) 关税不仅仅影响进口价格，也会提高美国本土的同业竞品以及互补品的价格。因此，美国本土价格的暴露敞口不能简单的以进口占 GDP 比重衡量。3) 全面关税提高全球关税战争的概率，冲击全球产业链的稳定，降低全球生产效率。部分产品在形成最终商品之前，可能出入多个国家，全球的关税报复将使得部分产品的实际关税成本翻倍。

价格永久性的抬高意味着生产同样一件商品的成本上升，即关税导致了供给侧技术的永久性退步。而技术的负面冲击往往导致经济回落。因此，对关税的关注点不是当下的通胀，而是以下两个方面，1) 经济实际基本面的衰退风险。关税覆盖的进口商品越多，对经济的负面冲击越大，引发全球关税战争的概率越大。这也是当市场意识到特朗普的关税政策是全面关税时，资本市场开始回撤的主要原因。根据季节性特征，美国经济和通胀往往在上半年较为温和，关税冲击可能会加剧“温和”的表现。2) 对冲的宽松政策是否过度，过度则引发通胀趋势性上升。例如 70 年代的石油危机时期，美国用扩张性财政货币政策以保证实际需求不受原油价格上升的影响。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，下限维持 3.7-3.9%。短期内美十债利率再次逼近 5% 的概率不大，目前美十债利率已计入部分经济回落，下限维持在 3.7-3.9% 附近。

美股仍处于泡沫。我们在 2 月 16 日的总量双周报中转变了对美股短期的看法。特朗普政府政策的不确定性导致了资本市场的避险情绪，也会对企业实体投资意愿不利。目前，特朗普政府的政策主要集中于对外的全面关税（影响产业链稳定）、对内裁减联邦雇员（削弱国内需求），其竞选内容中的削减监管和减税尚未落地。政策的不确定性决定美股的短期走向。长期方面，目前，标普 500 超出长期趋势仍有 22%，但尚未观察到流动性出现紧缩，暂不改变对美股的长期看法（中性略偏积极）。（图 13、14）

风险提示：海外地缘政治风险上升。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴交通运输】航空机场 2 月数据点评：国内线供给端挤水分，国际淡旺季差异依旧较大（20250319）

事件：上市航司发布 2 月运营数据，受春节错期影响，国内航线运力投放同比下降约 6.3%；国际航线由旺季转向淡季，运力投放有较明显收缩。

国内航线：上市航司 1-2 月供给端同比收缩约 1.1%，运力投放谨慎

受春节错期影响，2月上市公司国内航线运力投放同比下降约6.3%，环比1月则下降7.9%。为排除春节影响，我们加总1-2月数据，可以发现1-2月上市航司在国内航线的运力投放同比收缩了约1.1%，能够看出航司目前的国内运力投放是较为克制的。各航司中，2月运力投放同比降幅较少的是海航，仅下调1.3%，降幅较大的是吉祥，投放同比收缩了14.5%，其他航司同比降幅在5%-8%左右。

2月上市公司整体客座率环比1月提升3.7pct，较去年同期则提升约1.6pct。今年1-2月客座率表现整体优于去年。分航司看，东航与南航客座率同比提升较为明显，吉祥、春秋与海航则与去年同期基本持平。环比看，除春秋外的各航司客座率环比提升皆在3pct以上。

国际航线：运力投放环比下降较明显，国际线淡季依旧承压

2月上市航司国际航线运力投放略超过19年同期，同比去年提升约23.0%，环比1月则供给端收缩了14.8%。客座率方面，2月客座率环比1月下降0.5pct，较去年同期则下降1.6pct。

1-2月上市航司国际线运力投放都超越19年同期，说明国际线整体的恢复程度已经较高。但2月运力投放和客座率较1月环比皆有下降，则体现出今年国际航线淡旺季差异依旧明显，淡季依旧存在需求不足的问题。由于航空业对供需关系非常敏感，预计今年淡季国际航线依旧承压。

投资建议：从开年的数据表现，我们推测国内航线供给端今年会经历一个“挤水分”的过程，且会持续较长时间。随着国际线需求恢复，堆积在国内线过剩的运力向国际线回转，国内航线有望借此逐步缓解供给过剩的问题，并带动客座率和票价回升。总的来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴食品饮料】食品饮料行业：生育政策加码，利好国产婴配粉龙头企业（20250318）

事件：3月13日，内蒙古呼和浩特市卫健委网站发布落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程：生育一孩一次性发放育儿补贴1万元，生育二孩发放育儿补贴5万元，分5年发放，每年1万元，生育三孩及以上的发放育儿补贴10万元，分10年发放，每年1万元。

各地发放生育补贴有利于出生率的提升。2005-2023的近19年来呼和浩特市常住人口数量持续增长，由2005年的258万人增长至2023年的360万人，然而该市出生率较低，2023年呼和浩特市出生率为5.58%，低于全国的6.39%，我们认为出生率低是该市大额发放生育补贴的主要原因之一。2023年呼和浩特市城镇及农村人均可支配收入分别为5.71/2.55万元，二孩和三孩5万及10万的生育补贴刺激力度较大，推测将有效刺激出生率上升。与呼和浩特类似，湖北天门市二孩补贴也较高，加上购房补贴达到9.63万元，其中育儿补贴2.88万元，三孩补贴达到16.51万元，其中育儿补贴为3.6万元。尽管单项育儿补贴没有呼和浩特市高，但天门市同时通过减免孕育费用、保障产假待遇、强化住房保障、提供托育服务等措施提高了居民生育意愿。2024年

天门市出生人口大涨 17%，8 年来首次由降转增，因此大力度的生育政策能够明显提高出生率。2024 年，我国出生人口达到 954 万人，自 2017 年以来首次回升。这一变化主要得益于生育意愿的累积释放、生育支持政策的逐步落实以及龙年生肖偏好等因素。今年为蛇年，蛇通常被称为小龙，符合传统生肖偏好，我们认为天门及呼和浩特等城市强有力的生育政策有望带动其他城市效仿从而带动今年乃至未来全国出生率。

下线城市更为受益。我们观察到育儿补贴及出生人口数的上涨主要由低线城市推动，提高出生率将有效拉动当地消费乃至住房需求，长期来看有利于下线城市整体经济的企稳，中短期来看与婴童相关的消费需求有望回升，如奶粉、教培等。

国产奶粉上市企业有望迎来戴维斯双击。与一线城市进口奶粉占比较高相比，下线城市国产奶粉占比较高，下线城市生育率的提升利好国产奶粉销售，尤其是以中国飞鹤为主的国产品牌的销售以一岁以上的三段奶粉为主，因此出生率提升一年以后对国产奶粉的销售帮助最明显，24 年我国出生率的提升将促进 25 年国产奶粉的销售。此外，近年来随着婴幼儿奶粉配方二次注册实施以及新国标的出台提高了行业准入门槛，地方小企业以及部分外资品牌注册婴配粉产品数量受到影响。在二次注册制下，国产品牌表现突出，飞鹤、伊利、君乐宝等品牌凭借其强大的研发能力和品牌优势，顺利通过注册并获得了更多市场份额。行业集中度提升叠加潜在生育政策红利，头部婴配粉企业有望迎来利润及估值的戴维斯双击，利好中国飞鹤、伊利股份等婴配粉龙头企业。

风险提示：其他城市生育政策不及预期；生育政策落地不及预期；食品安全问题等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

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不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。