

2025 年 3 月 19 日 星期三

分析师推荐

【东兴金属】四川黄金（001337.SZ）：资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头（20250319）

投资要点：

公司业务主要围绕梭罗沟金矿矿山建设、开采、选矿及金精矿、合质金的销售展开。公司委托供应商完成剥离、爆破、铲装及运输等矿山作业，独立完成选矿工作，将采出的原生矿和氧化矿通过浮选与喷淋浸出得到金精矿与合质金产品，随后销售给下游冶炼或精炼企业。经过多年发展，公司已成为国内主要的金矿采选企业之一，系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。

公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升。梭罗沟矿区方面，截止 23 年底，梭罗沟矿区保有金金属量 57914 千克，其中采矿许可证范围内金矿保有资源储量 935.6 万吨，含金金属量 29786 千克。梭罗-挖金沟矿区方面，截止 23 年底梭罗沟-挖金沟矿区合计保有金金属量 4022 千克，平均品位 2.73g/t，其中已备案金金属储量 1332 千克，平均品位 1.99g/t；2022 年，在其探矿权范围内，新增控制和推断矿石量 80.70 万吨，含金金属量 2690 千克，平均品位 3.33g/t。公司不断增加资源勘查的资金投入，2022、2023 年公司分别投入勘查资金 3294.19 万元与 6434.32 万元。2017-2022 年间，梭罗沟矿区新增金金属量 21380 千克；2023 年新增金金属量 6748 千克，平均品位 2.72g/t，但 2017-2023 年间新增储量尚未评审备案。通过不断的资源勘查，梭罗沟矿区 2017-2023 年间共新增金金属保有储量 28128 千克，占现有总储量 48.6%，显现出公司勘查工作的持续有效。

公司金精矿产量稳定提升，年均产能利用率高达 107%。公司原生矿石选厂产能为 60 万吨/年，由于其对实际生产过程中随采出的低品位氧化矿、混合矿和副产矿收集、堆存并利用，因此实际利用矿石量超过证载规模。2018-2023 年间，公司原生矿石入选量 CAGR 为 2.7%，由 60.94 万吨升至 69.49 万吨，以 60 万吨/年的产能计算，年均产能利用率高达 107%。2021-2023 年间，金精矿（金金属量）产量 CAGR 为 4.5%，由 21 年的 1.53 吨升至 23 年的 1.67 吨，公司金精矿产量稳定提升。通过原生矿石入选量与实际黄金金属产出量计算，2021-2023 年间实际矿石品位分别为 2.36g/t、2.41g/t 和 2.40g/t，较为稳定。根据 24H1 半年报披露，公司金精矿销售量同比增长持续。

公司金精矿产品毛利率稳定，在行业中比较优势明显。2018-2023 年间，公司金精矿平均毛利占比高达 97.7%，为公司盈利做出主要贡献。此期间内，公司金精矿平均毛利率为 53.12%，24 年 H1 毛利率为 53.05%，毛利水平较为稳定。金精矿生产属于上游采选环节，相较下游黄金的冶炼和精炼等本身

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,426.43	-0.1
深证成指	10,979.05	-0.32
创业板	2,222.35	-0.28
中小板	6,832.9	-0.21
沪深 300	4,010.17	0.06
香港恒生	24,771.14	0.12
国企指数	9,163.67	-0.15

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
恒鑫生活	39.92	轻工制造	20250319

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

便具有明显的毛利优势；受益于公司的生产技术优势与成本控制能力，公司金精矿产品在国内可比上市公司中具有利润的比较优势：我们统计了七家黄金上市公司类似产品 2023 年的毛利率，公司金精矿产品毛利率为 53.80%，高出平均值（49.20%）4.6 个百分点；而根据 24H1 六家黄金上市公司已公布的数据，公司金精矿产品毛利率为 53.05%，仍高于均值水平（53.03%），但差额拉小至 0.02%。从单位成本角度观察，公司金精矿产品成本优势明显：公司 2023 年金精矿单位克金成本仅为 161.2 元/克，为平均值（201.2 元/克）的 80%，其成本优势得益于公司生产技术的成熟度及其较高的黄金资源品位（3.37g/t）和金精矿品位（55.6g/t）。但考虑到 25 年起公司将部分转为地下开采，折旧摊销费用或对其 25 年采矿成本及毛利水平造成一定影响。

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 9.42/11.04/12.64 亿元，归母净利润分别为 3.43/4.16/4.92 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.99/1.17 元/股，对应 PE 分别为 27.39X/22.56X/19.08X。考虑到公司黄金资源持续增储，金精矿毛利率行业领先，回收率提升带动产量增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

（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）

【东兴交运】航空机场 2 月数据点评：国内线供给端“挤水分”，国际淡季差异依旧较大（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）

重要公司资讯

1、**小米集团：**公司全年收入达 3659 亿元，同比增长 35%，创历史新高；经调整净利润为 272 亿元，同比增幅 41.3%；2024 年智能电动汽车收入人民币 321 亿元。总裁卢伟冰在 2024 年业绩会上称，小米将投入总研发经费的 1/4，大约 70 至 80 亿左右到 AI 中。长期来看，AI、OS 和芯片三项被列为小米核心技术。短期来看，小米要做好 AI 基建，开发语言大模型、多模态大模型等 AI 技术，搭建 AI 大模型落地的应用场景，比如超级小爱、智能座舱、智能驾驶等，小米内部也会利用 AI 技术进行内部提效。（资料来源：财联社、同花顺 iFind）

2、**华友钴业：**公司发布公告称，其控股子公司天津巴莫近日与卫蓝新能源签订战略合作协议，双方将在固态电池领域开展合作，并共享固态电池行业资源，合作期限为 5 年。公告称卫蓝新能源是中国科学院物理研究所固态电池产学研孵化企业，是国内领先的混合固液/全固态锂电池研发企业，拥有先进的固态电池开发制造技术；天津巴莫是国内固态电池用正极材料生产商。双方在固态电池领域的优势具有互补性，其合作宗旨是通过双方的紧密合作，打造双赢、可持续发展的战略合作伙伴关系。（资料来源：同花顺 iFind）

3、**智微智能：**拟不超 30 亿元 采购服务器布局算力业务。公司公告，根据经营发展需要，公司拟向多家供应商采购服务器，并签署相关采购合同，采购合同总金额预计不超过 30 亿元。公司购买服务器主要用于公司算力相关业务，采购资金为公司自有资金及自筹资金。本次交易金额占公司最近一期经审计净资产的 50%以上，亦达到了智微智能最近一期经审计

总资产的 50%以上，尚需提交公司股东大会审议，该项交易目前不存在需要履行的其他审批程序，亦不存在重大法律障碍。(资料来源：同花顺 iFinD)

- 4、**新研股份**：因 2024 年度经审计期末归母净资产为负，根据相关规定，公司股票自 3 月 20 日起将被实施退市风险警示，股票简称变更为“*ST 新研”。同时，公司 2024 年营收大幅下滑 44.16%，亏损规模由上年同期的 1.33 亿元进一步扩大至 3.19 亿元。(资料来源：同花顺 iFinD)
- 5、**中国联通**：2024 年营业收入 3896 亿元，同比增长 4.6%；净利润 90.3 亿元，同比增长 10.5%；扣非净利润 66.99 亿元，同比下滑 10.6%。预计 2025 年固定资产投资在人民币 550 亿元左右，其中，算力投资同比增长 28%；此外，为人工智能重点基础设施和重大工程专项作了特别预算安排。(资料来源：同花顺 iFinD)

经济要闻

- 1、**美俄总统通电话**：俄罗斯总统网站称，俄总统普京与美国总统特朗普通电话，就特朗普提出的 30 天停火倡议，俄方提出一系列重要主张，包括确保对俄乌双方整个接触线上的停火进行有效管控、停止乌境内强制动员和重新武装乌军部队。声明说，两国元首在通话中就乌克兰局势“详细、坦诚地”交换了意愿。普京重申俄方对和平解决冲突的基本承诺，并表示俄方愿与美方共同努力探讨实现全面、可持续和长期解决方案的途径，同时要考虑到消除乌克兰危机根源和俄在安全领域的合法利益。(资料来源：新华社、同花顺 iFinD)
- 2、**美商务部禁止在政府设备上用 DeepSeek**：据路透社消息，美国商务部各部门最近几周通知工作人员，中国人工智能(AI)模型深度求索(DeepSeek)已被禁止在其政府设备上使用。外交部发言人毛宁在回应外媒记者“对此有何评论”的提问时表示，中方一贯反对泛化“国家安全”概念，将经贸和科技问题政治化，我们也将坚定维护中国企业的合法权益。(资料来源：环球时报、同花顺 iFinD)
- 3、**国家能源局发布 2 月份全社会用电量等数据**：2 月份，全社会用电量 7434 亿千瓦时，同比增长 8.6%。从分产业用电看，第一产业用电量 98 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 4624 亿千瓦时，同比增长 12.4%；第三产业用电量 1420 亿千瓦时，同比增长 9.7%；城乡居民生活用电量 1292 亿千瓦时，同比下降 4.2%。(资料来源：国家能源局、同花顺 iFinD)
- 4、**证监会就《中国证监会派出机构监管职责规定》公开征求意见**：一是明确派出机构根据法律、行政法规规定以及中国证监会的授权实施行政备

案。二是明确派出机构对公开发行股票并上市辅导工作的监管职能。三是明确将网络和信息安全、投资者保护、诚信监督和约束等事项纳入日常检查事项。四是明确派出机构可以按照规定审理中国证监会相关职能部门交办的案件。(资料来源：央广网、同花顺 iFinD)

- 5、**《苏州市加快发展 AI 芯片产业的若干措施》公开征求意见：**其中提到，做强骨干核心企业。聚焦 GPU 通用型芯片、ASIC 专用型芯片、FPGA 半定制化芯片、存算一体芯片、硅光芯片等重点方向，加大招商力度，加快引育一批带动性强的优质项目、头部企业，对重点项目在空间保障、场地建设、人才引进等方面予以综合支持。推动 AI 芯片企业通过兼并重组等方式提升资源整合能力，向产业链上下游布局拓展业务，对优质 AI 芯片企业开展并购重组，鼓励县级市(区)对企业实施兼并重组给予奖励。对 AI 芯片企业获评制造业单项冠军、国家专精特新“小巨人”，分别给予 100 万元、40 万元奖励。对获得认定的 AI 芯片高新技术企业，给予最高 100 万元支持。(资料来源：证券时报、同花顺 iFinD)
- 6、**部分银行消费贷利率已降至 2.49% 刷出年内新低：**记者从业内了解到，北京银行“消费京 e 贷”为部分客户发放限时优惠券后利率可降至年化 2.5%，宁波银行“宁来花·直接贷”叠加专享优惠券后利率最低可降至年化 2.49%。开年以来银行消费贷市场竞争激烈，利率下行趋势明显，相关产品利率已经接连跌破“2.6”、“2.5”两大关口。(资料来源：财联社、同花顺 iFinD)
- 7、**非银支付机构监管趋严 多家单位被“退群”：**中国支付清算协会(PCAC)再次发布《关于注销会员资格的公告》，共有 6 家单位会员资格被取消。今年以来，在非银行支付机构监管不断强化的趋势下，中国人民银行的各地分支机构也频频开出了高额罚单。中国支付清算协会发布的公告显示，按照《中国支付清算协会章程》《中国支付清算协会会员管理办法》等相关规定，经审议，中国支付清算协会决定注销北京银联商务有限公司、广东银结通电子支付结算有限公司等 6 家单位会员资格，即日起生效。(资料来源：证券时报、同花顺 iFinD)
- 8、**30 年期国债期货价格再创年内新低：**3 月 18 日，30 年期国债期货主力合约收报 113.7 元，较前一日下跌 0.1%；盘中最低跌至 113.56 元，创出今年以来新低。仅一个多月时间，债市的看涨预期已经发生逆转，不少机构积极调整投资策略，谨慎应对市场波动。中信期货研究所指出，目前的情况一是资金面持续偏紧，市场对资金面转松的预期随之有所变化，短端调整压力向长端传导。二是市场前期对于宽货币的预期过于强烈，近期央行多次提到“择机降准降息”，降准降息可能面临一定制约因素，整体节奏或有所推迟。三是财政发力预期升温以及股债“跷跷板”效应，可能也对债市形成一定压力。(资料来源：证券时报、同花顺 iFinD)

9、**三部委印发《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》：**

其中提出，利用超长期特别国债资金，对城市公交企业更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车辆车长类型。每辆车平均补贴 8 万元；其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴 4.2 万元；各地根据更新车辆和更换动力电池的需求情况和数量比例，自主确定更新新能源城市公交车的补贴标准。补贴资金由中央财政和地方财政总体按 90:10 比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按 85:15 比例分担，对中部省份按 90:10 比例分担，对西部省份按 95:5 比例分担。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担机制由省级财政确定。(资料来源：证券时报、同花顺 iFinD)

10、**惠誉将美国 2025 年经济增长预期从 2.1%下调至 1.7%：**

国际评级公司惠誉发布全球经济展望称，美国新任政府已经挑起了一场全球贸易战，这将降低美国和世界经济增长，推高美国通胀率，推迟美联储降息。惠誉将美国 2025 年的经济增长预测从 2024 年 12 月展望中的 2.1%下调至 1.7%，将美国 2026 年经济增长预测从 1.7%下调至 1.5%。(资料来源：央广网、同花顺 iFinD)

每日研报**【东兴策略】指数维持慢牛 轮动机会增加（20250312）**

指数维持震荡走势，逐步进入业绩验证期。随着两会行情逐步结束，市场关注点有望重回基本面，两会报告指明了全年的发展方向，各种题材性热点也进一步升温，特别是人工智能和机器人等题材不断发酵，市场的结构性行情愈演愈烈，市场总体成交仍维持较为活跃的态势。但随着两大核心板块不断走高，整体波动性也逐步上升，市场对于低位股补涨的预期也愈发强烈，随着3月下旬开始逐步进入上市公司年报和季报披露期，市场更加关注基本面和业绩，一些题材性个股随着业绩披露会有回调压力，市场整体表现将会更加均衡，市场结构性不会只集中在两大核心热点上，以有色、化工为代表的周期性品种开始逐步走强，红利类个股表现有望重回升势，整体指数表现我们认为将会更加良性。

重视消费和顺周期板块投资机会。消费是我们一直强调看好的方向，两会期间对消费的关注也是逐步加码，我们认为，未来消费政策逐步落地对基本面的影响会逐步显现，现在阶段布局消费正当其时，消费股有较大未来经济恢复的看涨期权价值，下跌空间有限上涨弹性较大，上周开始的白酒脉冲行情已经开始展现出一定的苗头。近期美国政策剧烈波动，美股调整趋势明显加大，随着资金开始外溢，一些顺周期品种供给出清比较彻底，价格开始出现反弹的趋势明显，顺周期品种走出底部的迹象开始显现，以有色、化工等细分行业涨价为标志，顺周期公司开始引发市场关注，尤其是化工品和小金属价格出现大涨的板块，值得重点关注。

投资建议：市场仍然处于慢牛走势，我们仍然首选大科技核心板块，从风格上，更倾向于从极端结构向均衡结构配置，消费和顺周期品种可以逐步增配，在即将到来的业绩公布期，兼顾基本面，回避绩差公司，虽然宏大叙事想象空间巨大，但最终的产业格局尚未确定，未来注定大部分个股会回归其内在价值，在目前阶段，机器人板块由于大部分是汽车零部件或者机械公司转型，原有业绩和估值整体比较健康，更容易获得市场认可，人工智能板块估值偏高，业绩兑现不确定性仍然较高。同时，可以积极关注低位顺周期品种，尤其是涨价概念。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴宏观】美国就业市场总量尚可，但较为脆弱——美国就业数据梳理（20250310）

本文梳理了美国就业市场的相关数据以及与之关联的宏观指标。疫情周期中，各行业之间的同步性被打乱，非农数据的重要性有所增加。总体来说，就业市场数据较为滞后。4周累计初请以及PMI中的就业分项数据相对略微领先。

美国劳动力市场总量尚可，供需紧张程度和流动性均已低于疫情前高点，整体较为脆弱。在职薪资增速尚可，但工作时长持续下降，兼职占比上升。实际薪资同比仍处于周期的较高位置，是支撑消费的主要来源之一。

就业市场同步性较差。1) 扣除非周期行业的政府和医疗后的非农数据与总非农新增仍保持较大差异。2) 不同于总劳动参与率，低文凭群里劳动参与率趋势性上升，已高于疫情之前，表明低技能岗位相对高技能岗位的

需求相对较高，即就业质量有所下降。3) 周期性行业有止跌缓和的迹象，但趋势性回暖尚不明显。

特朗普当选后，边境入境人数降幅超 50%以上。

特朗普政府对联邦政府开支的审查和联邦雇员的裁减对宏观经济，特别是对就业市场而言，属于外生负面冲击。虽然对联邦雇员的裁减暂时不会反映在近期就业中，联邦政府雇员占非农也较小，被解雇的公务员暂时不会被计入非农失业数据中。但联邦政府不计入非农政府分类的合同工是正式员工的 3 倍以上，并且对联邦财政支出的审查可能对小部分联邦承包商、NGO 以及大学等机构的就业，产生即刻影响。叠加针对加拿大和墨西哥的 25%关税，增加了经济的不确定性，或对经济产生小幅短期压力。

与就业相关的宏观数据近期表现不佳。制造业 PMI 回升主要来自供应商支付以及物价上升，就业、库存、新订单等并未同步回暖。需求方面，密西根 1 年期和 5 年期通胀预期均有上扬，消费者信心指数也有回落。劳动力市场本身流动性下降，叠加特朗普改革的政策进行中又有反复，而美国经济的前低后高的特征导致年初经济往往较为温和，综合来看，至少短期内对经济活动产生波动影响不可避免。

风险提示：美国通胀上行，经济衰退。

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

【东兴食品饮料】促消费仍是经济工作主要抓手，关注食品饮料底部机会（20250311）

在今年政府工作报告中，2025 年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求等政策方向成为今年政策的重心之一。政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了基础，建议关注食品饮料底部机会。

今年政府工作报告提出，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。政策围绕制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施等三个方向延伸，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。同时，计划安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。

政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了坚实基础，我们认为今年政府工作报告在消费方面的刺激政策全面且到位，推动收入增长特别是中低收入群体的减负，对基础消费有较为显著的作用。改善消费环境的措施对于改善居民消费预期有较大的帮助。同时直接部署消费基金落实消费补贴也将对消费形成直接的促进。

虽然从基本面角度食品饮料整体消费环境仍处于低迷状态，但是随着刺激政策的不断落地经济复苏趋势确定，食品饮料消费有望追随经济复苏而复苏。建议关注宏观数据向好和政策催化下的顺周期板块消费复苏机会，继续推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等标的。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：其他食品 1.99%，其他酒类 1.01%，肉制品 0.80%，调味发酵品 0.13%，啤酒-0.07%，白酒Ⅲ-0.17%，黄酒（长江）-0.67%，软饮料-0.99%，乳品-5.17%。

上周酒类行业公司中，涨幅前四的公司为：华润啤酒 7.63%，威龙股份 5.99%，百威亚太 5.88%，古井贡酒

4.97%；表现后五位的公司为：金种子酒-2.36%，舍得酒业-2.75%，酒鬼酒-3.22%，兰州黄河-4.89%，皇台酒业-5.35%。

港股市场回顾：上周港股必需性消费指数 1.14%，其中关键公司涨跌幅为：康师傅控股 12.90%，颐海国际 8.04%，农夫山泉 7.64%，华润啤酒 7.63%，百威亚太 5.88%，中国旺旺 3.84%，中国飞鹤 3.74%，周黑鸭 2.20%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，行业需求复苏不及预期，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）

【东兴煤炭】煤炭行业 2025 年二季度投资展望：低估值与多频次高分红兼备，红利资产具重点配置价值（20250310）

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 2 月 28 日，煤炭板块累计跌幅 13.72%。沪深 300 指数累计跌幅 1.14%，煤炭跑输沪深 300 指数 12.58 个百分点，在 30 个申万一级行业分类中排名第三十。

基本面展望：动力煤供需两弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，二季度煤价有望止跌回稳。2025 年 1-2 月煤炭价格持续下跌。前期市场受到供需两弱的影响，煤炭价格出现下跌，创下四年新低。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。需求端：即使受新能源发电方式的冲击，煤炭发电依旧是发电主力，发电量上升带动电煤需求增加，二季度煤炭发电有可能依旧将维持在发电主力的位置不变，考虑到中国火电需求预计保持韧性，若夏季水电不及预期叠加高温反复，二季度阶段性煤炭价格有望超预期。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，煤价有望止跌回稳。面对煤炭市场价格快速下滑，行业效益持续下降，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”、“推动煤炭产量控制”、“推动原煤全部入洗”、“控制劣质煤进口”、“加强行业自律”五个维度对煤炭行业发展提出倡议，煤炭供给有望有序控制，进而改善行业供需平衡，有助于减少煤价非理性波动，二季度煤价有望止跌回稳。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，当前煤炭板块 PE 为 9.77 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.20 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.29 倍，小于中位数 1.67 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：政策加码，多频次高分红和低估值，煤炭核心红利价值资产有望再起，适合充当投资收益的坚实底盘，值得重点配置。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。近期六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

红利资产得益于较高的股息率，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。2025 年二季度配置建议遵循以下思路：（1）长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴房地产】房地产周报 20250310：新房及二手房销售增速有所放缓（20250310）

新房及二手房销售增速有所放缓，住建部表示将持续推进城市更新。

房管局数据：

28 城新房本周销售面积(03/02-03/08)为 273.6 万平，前值(02/23-03/01)为 353.8 万平。

28 城新房年内累计销售面积(1/1-03/08)同比增速为 11.05%，前值(1/1-03/01)为 9.83%。当月累计销售面积同比增速为 14.24%，上个月整月为 49.26%。

13 城二手房本周销售面积(03/02-03/08)为 211.1 万平，前值(02/23-03/01)为 204.4 万平。

13 城二手房年内累计销售面积(1/1-03/08)同比增速为 30.47%，前值(1/1-03/01)为 28.97%。当月累计销售面积同比增速为 26.50%，上个月整月为 84.83%。

12 城新房及二手房本周销售面积(03/02-03/08)为 324.3 万平，前值(02/23-03/01)为 356.8 万平。

12 城新房及二手房合计年内累计销售面积(1/1-03/08)同比增速为 9.46%，前值(1/1-03/01)为 7.07%。当月累计销售面积同比增速为 17.92%，上个月整月为 53.87%。

行业要闻(3/3~3/9):

住建部部长倪虹表示, 将把 2000 年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围, 因地制宜实施改造, 鼓励地方探索居民自主改造老旧住宅; 城中村改造现在范围已经扩大到全国地级及以上城市, 下一步要继续扩大改造范围。

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、资产减值的风险等

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

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。