

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-19

宏观策略

2025 年 03 月 19 日

宏观点评 20250317：开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评

1-2 月经济供给强于需求，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给端，工业（+5.9%）强于服务业（+5.6%），1-2 月经济增速预计在 5%-5.5%；需求端，制造业投资和基建投资偏强，消费和房地产仍然偏弱，供给强于需求的结果是工业产销率降至 20 年来的历史低点。往后看，出口和房地产增速可能边际回落，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1 高 Q2 低，Q3Q4 回升”的 U 型增长节奏可能在今年重现，要实现 5% 的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

晨会编辑 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

海外周报 20250316：通胀与关税担忧持续，黄金破 3000 创新高

核心观点：本周公布的美国通胀数据全面不及预期，但仍未缓解市场对于关税不确定性下通胀前景的担忧，降息预期略有降温。政策方面，本周美国的钢、铝关税生效，欧盟和加拿大对美国发起反制关税，加之特朗普发言对美股大跌、“制造衰退论”的回应平淡，政策不确定性对风险资产的打击延续，黄金则突破 3000 美元/盎司创下历史新高。下周关注 3 月美联储 FOMC 会议，重点关注点阵图及其分布对年内降息预期的指引及分歧程度，以及美联储对失业率、通胀率的风险评估变化。

宏观量化经济指数周报 20250316：外需回暖基数走低，3 月出口或明显回升

以消费政策为催化改善消费金融需求，实体经济融资需求或延续 1-2 月份的平稳态势

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

核心观点：当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

风险提示：（1）财政政策力度不及预期：若财政政策的实际实施力度未能达到市场预期，可能无法充分刺激经济增长。（2）海外政策对经济的扰动超预期：海外政策的不确定性因素较多，需考虑由此带来的潜在

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

综合来看，我们认为伴随中低价标的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与

主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈新旧顺周期标的的下修、交易性标的的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。

固收点评 20250316: 绿色债券周度数据跟踪 (20250310-20250314)

本周 (20250310-20250314) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 81.10 亿元，较上周增加 36.20 亿元。绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周减少 88 亿元。

固收点评 20250315: 二级资本债周度数据跟踪 (20250310-20250314)

本周 (20250310-20250314) 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 2390 亿元，较上周增加 463 亿元。

行业

电子行业深度报告：如何展望 GPT-5 带来的算力增长？从参数量、时间表、影响力三重视角——算力需求看点系列

GPT-5 预训练情况如何测算？我们基于普遍应用的算力供给需求公式，讨论公式中的核心参数变化趋势，以此给出我们的判断。已知 GPT-4 参数量为 1.8 万亿，在 2.5 万张 A100 上训练 90-100 天。已知 GPT-4.5 的计算量约为 GPT-4 模型的 10 倍，假设 Scaling Law 持续奏效，假设其具有 3w-5w 张 H100 的训练资源，其他条件与 GPT-4 基本保持一致，则可以推测，1) GPT-4.5 模型参数量约为 5.7 万亿，2) GPT-4.5 模型训练用时大约需要 148-247 天。关于 GPT-5：假设达到比 GPT-4 强 100 倍的运算能力，其他假设相同的情况下，可测算得到 1) GPT-5 模型参数量约为 18 万亿，2) 模型训练用时大约需要 203-225 天。GPT-5 推出对 AI 行业有何影响？影响#1 虽然业内对于大模型发展的方向仍处于激烈讨论中，但头部大模型厂商的万卡集群建设未曾停歇。聚焦国内市场，从 GPT-4 能力的大模型发布时间表来看，普遍比 GPT-4 晚一年的时间。由此我们预计，GPT-5 若引发新一轮 AI 热潮，更多大集群的建设会提上日程。影响#2 24/12 月，ChatGPT 周活跃用户数已经超过 3 亿，目标是在未来一年内达到 10 亿用户。据“推理需求=2×参数量×token”的计算公式，在其他条件不变的前提下，2025 年推理市场空间有望达到 2024 年的三倍；若 GPT-5 带动参数量大幅提升（按 18 万亿计算），假设 26 年 ChatGPT 总体推理消耗的 tokens 为 25 年的 2 倍，按二八法则假设 26 年 tokens 消耗中仅有 20% 为 GPT-5 的需求，则综合下来 26 年推理算力需求有望达到 25 年的 5.6 倍左右。

计算机行业跟踪周报：国内 AI 基建时代到来，算力租赁迎来春风

投资建议：AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。大厂和国家政府投建算力才刚刚开始，我们推测运营商后续也会加入。建算力第一步是购买算力卡，同时部分需求有望通过“以租代买”形式完成，算力租赁厂商率先受益。相关标的：大厂线：宏景科技、协创数据、润建股份、锦鸡股份、朗科科技、利通电子、弘信电子、海南华铁等。政府线：云赛智联、铜牛信息、深桑达 A、中国联通等。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

客车 3 月月报：2 月行业同比增长，出口表现优于国内

投资建议：【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。

我们预计 2024~2026 年归母净利润为 40.6/46.3/55.5 亿元，同比+124%/+14%/+20%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 1.8/4.4/6.4 亿元，同比+134%/+153%/+45%，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

工程机械行业点评报告：1-2 月小松开工小时数同比增长 13%，板块回调建议重点布局

风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

中能股份（600642）：火电红利标杆，优质地区核心资产

盈利预测与投资建议：优质地区电量电价有支撑，火电核心资产高股息标杆。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 39.8/40.5/41.4 亿元，对应 PE11.1/11.0/10.7 倍（2025/03/17），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：区域用电需求增长不及预期，煤炭价格波动，来水波动，电改趋势下电价的波动

招商蛇口（001979）：2024 年报点评：销售排名稳固，积极回购注销

盈利预测与投资评级：考虑到近年来房地产市场下行，公司毛利率水平或受到影响，同时考虑计提减值因素，下调其 2025/2026 年归母净利润至 41.7/43.5 亿元（前值为 115.5/135.3 亿元），2027 年归母净利润为 48.7 亿元，对应 EPS 为 0.46/0.48/0.54 元，对应 PE 分别为 21.1X/20.2X/18.0X。公司作为地产龙头央企，销售稳健富有韧性、跻身行业前五，投资聚焦高能级城市，我们看好公司中长期发展，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

芯碁微装（688630）：直写光刻龙头，半导体接力 PCB 持续成长

激光直写设备龙头，技术延伸快速成长：公司成立于 2015 年，是 LDI 技术平台性企业，公司成立以来快速成长，产品覆盖 PCB 直写、IC 载板、先进封装等领域。公司业绩快速增长，2024 年快报预告实现营收 9.54 亿，归母净利 1.65 亿元，2019-2024 年营收 CAGR 约为 36%，归母净利 CAGR 约为 28%。PCB 设备为公司营收主力且持续增长。泛半导体设备占比较小，2023 年营收占比已提升至 23%，同时毛利率远高于 PCB，预计将成为增长的主力。PCB 领域：产品结构升级，海外需求持续增长：直接成像是一种主要的 PCB 光刻技术，在 PCB 领域具备技术优势&成本优势，中高端 PCB 制造主要看重其技术优势，中低端 PCB 主要看重其灵活性和成本优势。从下游看，行业规模增长+产品结构高端化+精细度提升，将会带来直写光刻设备需求增长。在 PCB 成像设备市场，2023 年全球/中国销售额为 9.16/4.94 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 6.3/10.1%。而芯碁 2018-2023 年 PCB 设备收入 CAGR 高达 62%，阿尔法显著，主要系高端化+国际化+大客户等战略效果明显，预计未来 AI 带来的高端 PCB 需求和产能的转移将会驱动公司设备需求进入繁荣期。泛半导体：持续开拓快速增长的新兴市场。直写光刻是微纳光刻的重要细分市场，直写光刻在具有衬底翘曲、基片变形的光刻需求时，自适应调整能力强，具有成品率高、一致性好的优点，相比掩膜光刻还具有高灵活性、低成本以及缩短工艺流程优点。公司产品主要应用于先进封装、掩模版制造、IC 封装、

FPD 制造等领域。先进封装空间较大，预计 2025 年大陆先进封装市场规模超过千亿，直写光刻在先进封装中的优势包括重布线灵活、无掩模、成本低、适合大尺寸封装等，可以解决 Fan-out 的技术问题，近年来在晶圆级封装领域逐渐兴起，公司目前已有多个设备交付华天科技、绍兴长电、盛合晶微等头部企业。同时公司在掩模版制版、引线框架、新型显示、新能源光伏等领域积极布局，打造持续的成长动力。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收为 9.54/13.95/18.71 亿元，归母净利润为 1.65/3.17/4.51 亿元，P/E 倍数为 49/26/18×。公司技术上处领先地位，同时底层技术具备强大的平台延伸特点，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，竞争加剧风险，应用开拓不及预期

应流股份 (603308): 高端铸造领域龙头, “两机” 构筑新增长极

风险提示：资本开支不及预期，下游行业需求不及预期，国产化进程不及预期，国际贸易摩擦

招商积余 (001914): 2024 年报点评: 利润率现金流双改善, 业务提质增效稳健发展

盈利预测：公司作为非住业态龙头物管企业，背靠央企开发商，不断提升市场化拓展能力，内生外拓均有保障。考虑房地产市场下行及物管行业竞争加剧，我们调整 2025-2026 年公司归母净利润分别为 9.4/10.4/亿元（原值为 9.9/11.4 亿元），预计 2027 年归母净利润为 11.4 亿元。对应的 EPS 为 0.89/0.98/1.08 元，对应的 PE 为 12.2X/11.1X/10.1X，维持“买入”评级。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；市场化拓展不及预期；收并购投后管理不及预期。

德赛西威 (002920): 2024 年年报点评: 双智驱动业绩高增, 海内外订单齐突破

盈利预测与投资评级：考虑到下游车企竞争加剧或对供应链盈利水平产生影响，我们维持公司 2025~2026 年营收预测为 369/462 亿元，预计 2027 年营收为 565 亿元，同比分别+34%/+25%/+22%；下调 2025~2026 年归母净利润为 27.6/36.7 亿元（原为 30.8/39.6 亿元），预计 2027 年归母净利润为 47.1 亿元，同比分别+37%/+33%/+28%，对应 PE 分别为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

华发股份 (600325): 2024 年报点评: 结转及减值拖累业绩, 积极回购提振信心

盈利预测与投资评级：考虑到近年来房地产市场下行，公司销售规模受到影响并进一步影响结转规模，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 10.3/11.4 亿元（原预测为 21.1/22.4 亿元），预计 2027 年归母净利润为 13.2 亿元。对应的 EPS 为 0.37/0.41/0.48 元，对应的 PE 为 15.5X/14.0X/12.1X，中长期看，公司具备国资股东优势，立足珠海、面向全国，销售业绩稳步增长，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；房价下跌超预期。

361 度 (01361.HK): 2024 年业绩点评: 营收破百亿, 期待超品店表现

盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服品牌，24 年在国内消费偏弱环境下，在大装专业产品矩阵、童装、电商多引擎驱动下保持稳健增长。公司 24 年推出超品店探索新零售业态，2025 年目标开店 100 家，有望贡献增长。考虑终端环境偏弱，我们将 25-26 年公司归母净利润预测分别从 13.29/15.48 亿元小幅调至 13.04/14.58 亿元，增加预测 2027 年归母

净利润 16.16 亿元，对应 25-27 年 PE7/6/5X，维持“买入”评级。 风险提示：渠道库存风险，坏账减值风险。

宏观策略

宏观点评 20250317：开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评

核心观点：1-2 月经济供给强于需求，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给端，工业（+5.9%）强于服务业（+5.6%），1-2 月经济增速预计在 5%-5.5%；需求端，制造业投资和基建投资偏强，消费和房地产仍然偏弱，供给强于需求的结果是工业产销率降至 20 年来的历史低点。往后看，出口和房地产增速可能边际回落，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1 高 Q2 低，Q3Q4 回升”的 U 型增长节奏可能在今年重现，要实现 5% 的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。

（1）工业生产主要由装备制造业带动。工业增加值同比+5.9%，采矿业同比+4.3%，制造业+6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业+1.1%。装备制造业增加值同比增长 10.6%，是工业生产的主要拉动。分产品看，新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长 47.7%、30.2%、27.0%。

（2）4.0% 的社零增速相比去年并不弱，但要关注持续性。第一，消费相比去年而言并不弱，去年 Q4 社零增速 3.8%、全年 3.5%，今年 1-2 月 4.0%。第二，从预期来看，低于 Wind 一致预期 4.5%。第三，增速偏低有补贴节奏的影响，2025 年“以旧换新”补贴从 1.20 才开始，过去两个月近三分之一的时间里没有消费补贴。第四，服务零售同比+4.9%>餐饮收入+4.3%>商品零售+3.9%，春节旅游出行和电影票房对服务消费带动较大。第五，1-2 月出口压力尚未完全显现，尽管出口增速下降，但贸易顺差比去年同期增加约 460 亿美元，二季度后如果出口压力加大、房地产边际走弱，消费增速可能需要提高到 5% 及以上。分品类来看，以旧换新的部分产品出现走弱迹象，家电销售增速自去年 9 月以来首次下降到 20% 以内，1-2 月同比+10.9%，汽车销售增速也从去年 9 月来首次转负，1-2 月同比-4.4%。但新纳入以旧换新的产品增速仍然较高，通讯器材类销售增速同比 26.2%。

（3）制造业投资同比+9%，设备更新仍然是主要动能，设备购置同比+18%，贡献了 62.3% 的固定资产投资增速。分行业来看，装备制造业投资是重要贡献，铁路船舶航天等其他运输设备制造业投资+37.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 31.6%，汽车制造业投资同比+27%，通用设备制造业投资+21.6%。

（4）广义基建投资+10%（去年全年+9.2%），狭义基建投资+5.6%（去年全年+4.4%），均好于预期，主要是水利、电热燃水、市政等行业拉动。分行业来看，水利投资维持高位，同比+39.1%（去年全年+41.7%），电热燃水行业投资同比+25.4%。交通投资同比仅 2.7%，远低于去年全年的 5.9%，主要是铁路投资从去年的 13.5% 降至 0.2%，公路投资从-1.1% 降至-3.2%。从资金逻辑来看，大规模化债带动地方政府资金面改善，今年地方基建项目有明显回暖。市政投资虽然仅增长 2.6%，但此前两年都是负增长，相比去年全年的-3.1%，今年增速有明显回升。

（5）房地产继续边际走弱，住宅销售自 11 月来首次转负。Q4 以来，上轮政策的效果在边际递减，但房地产市场仍然远好于去年上半年。商品住宅销售面积在去年 11 月首次转正，为+4.3%，12 月为+3.7%，1-2 月进一步降至-3.4%，销售边际走弱，但仍然远高于去年 1-2 月的-24.8%。房价呈现同样趋势，一线城市二手房价环比增速在去年 10 月首次转正，经历了 4 个月的增长后，今年 2 月再次转负，为-0.1%。销售的好转从去年 Q4 以来已经传导至房企资金面，但尚未传导至房地产投资。1-2 月自筹资金支撑房企资金面，销售回款和贷款跟随市

场销售边际走弱。房企到位资金增速-3.6%，降幅明显收窄（去年全年为-17%，最高是11月当月的-5%）。资金中，主要是房企自筹资金改善，贷款、定金及预收款、按揭贷款这三项相比于Q4同比增速都在下降，国内贷款同比-6.1%，去年11月为-3.9%；定金及预收款同比为-0.9%，去年11月为6.3%；按揭贷款为-11.7%，去年最高是12月的4.4%。房地产投资同比-9.8%，其中施工面积同比-9.1%，新开工-29.6%，竣工-15.6%。（6）整体来看，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给强需求弱的格局仍在延续，工业产销率创二十多年历史同期最低，1-2月工业产销率仅为95.5%，此前20年历史同期最低点是2023年1-2月的95.8%。房地产边际走弱+国内消费不及预期，是需求端的主要压力所在，但未来出口形势并不明朗，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1高Q2低，Q3Q4回升”的U型增长节奏可能在今年重现，要实现5%的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

海外周报 20250316：通胀与关税担忧持续，黄金破3000创新高

核心观点：本周公布的美国通胀数据全面不及预期，但仍未缓解市场对于关税不确定性下通胀前景的担忧，降息预期略有降温。政策方面，本周美国的钢、铝关税生效，欧盟和加拿大对美国发起反制关税，加之特朗普发言对美股大跌、“制造衰退论”的回应平淡，政策不确定性对风险资产的打击延续，黄金则突破3000美元/盎司创下历史新高。下周关注3月美联储FOMC会议，重点关注点阵图及其分布对年内降息预期的指引及分歧程度，以及美联储对失业率、通胀率的风险评估变化。大类资产：美股持续大跌，黄金突破3000美元/盎司创下历史新高。本周公布的美国通胀数据不及预期回落，但仍未缓解市场对于关税和通胀前景的担忧；本周特朗普在采访中淡化对美股大跌和“制造衰退论”的关注，美股经历“黑色星期一”，本周延续大跌。全周（3月10日至14日）来看，美债利率震荡上行，10年美债利率升1.2bps至4.312%，2年美债利率升1.7bps至4.017%；标普500、纳斯达克指数分别下跌2.27%、2.43%。受关税不确定性、美国衰退预期的影响，本周黄金强势上涨，周五上破3000美元/盎司创新高，一度触及3005美元/盎司。向前看，警惕美元信用长期叙事下的黄金上涨行情受到来自美国紧财政强化财政纪律、中美关系阶段性缓和重启美债外储带来的短期冲击。海外经济：2月美国通胀降温，但市场反应偏谨慎。本周公布的美国经济数据进一步暂缓衰退担忧，通胀数据全面低于预期但市场反应偏谨慎，通胀预期的再度反弹令市场降息预期有所降温，最新联邦基金期货预期6月降息概率93%，全年降息2.6次/65bps。通胀方面，2月通胀数据全面不及预期，但市场并不“买账”。周三公布的美国2月CPI环比/核心环比+0.2%/+0.2%，预期+0.3%/+0.3%，前值+0.5%/+0.4%；CPI同比/核心同比+2.8%/+3.1%，预期+2.9%/+3.2%，前值+3%/+3.3%，主要分项均不及预期0.1%。数据发布后，美债利率大跌后迅速反弹，降息预期波动不大，原因在于：①核心商品环比稳定在疫情前水平附近，且市场担忧后续关税冲击使之进一步下行空间有限；②从结构上看，由于核心服务通胀的回落来自机票、车险等高波动分项，且因CPI和PCE统计口径的差异，不及预期的CPI并不一定对应美联储更关注的PCE通胀大幅回落。相应地，周四2月PPI数据同样全面不及预期，但上述分项表现强劲，因此市场预期2月PCE通胀环比或仍在+0.3%的较高中枢。通胀预期方

面，周五公布的3月密歇根大学消费者1年通胀预期升至4.9%，预期和前值4.3%，5-10年通胀预期3.9%，预期3.4%，前值3.5%，但其中，共和党和民主党消费者通胀预期的分歧也达到新高。增长方面，职位空缺好于预期，消费者信心大跌。1月美国职位空缺录得774万，预期760万，前值由760万下修至750.8万；自主离职率上升，企业裁员率下降，劳务市场状况边际改善，企业招聘率则持平前值。3月密歇根大学消费者信心指数初值57.9，创2022年11月以来的最低，预期63，前值64.7，不同党派消费者信心的分歧同样显著。主要受核心CPI结构、职位空缺数据影响，纽约联储Nowcast模型将预测值由上周的+2.67%小幅上调至+2.69%。货币政策：关注下周美日英“超级央行周”。周四2:00，美联储将公布3月FOMC利率决议。根据彭博3月14日对45名分析师的调查，分析师一致预期3月不降息，并将分别于9、12月各降息25bps，显示市场对美联储降息预期仍十分谨慎。3月会议重点关注：①点阵图的分布指引年内降息几次预期，以及分歧有多大；②对未来失业率、通胀率的风险评估是否有所变化。综合近期美联储官员对于美国经济和降息预期的发言，预期3月会议声明和经济预测对于通胀和降息前景的表态仍偏谨慎，关注发布会上鲍威尔对特朗普关税政策对通胀上行风险的评估、近期金融市场震荡的回应。此外，考虑到2月美联储半年度货币政策对于缩减资产购买进度的表述，以及近期美联储负债端流动性“缓冲垫”隔夜逆回购再次降至1262亿美元的低位，美联储或在3月会议上宣布暂缓或暂停缩减资产购买的步伐。我们认为，当前美联储对通胀上行风险的重视大于对增长前景的关注，后续或存在纠偏。一方面，上半年通胀仍有望在基数和居住通胀的带动下趋势下行，且特朗普的紧财政政策思路已经给居民消费信心、消费预期和油价带来较为显著的拖累，这也有利于带动通胀降温；另一方面，下半年特朗普政策或转向推进减税新政，而关税对通胀滞后的上行影响也将逐步显现，下半年通胀黏性或进一步凸显，使得降息更为困难。因此，我们仍倾向于上半年通胀和增长预期的走弱、美股大跌对金融稳定性的负面冲击将使得美联储有机会前置降息。日央行方面，本周Rengo“春斗”结果出炉，平均工资涨幅为5.46%，超过去年的5.28%；基本工资涨幅3.84%，去年为3.56%，大致符合预期。市场普遍认为此次春斗薪资增长偏强，但不足以促使日本央行提前加息。而本周日央行行长植田和男表示，未来进口推动的通胀可能趋缓，而薪资将继续稳步上涨，预期实际工资和消费在未来将逐步改善。综合来看，市场预期3月日央行暂停加息，但需关注会议对未来通胀前景和加息路径的评估。海外政治：美国政府停摆危机解除，关注25Q2紧财政力度。3月14日，美国参议院以54票对46票通过了一项由共和党起草的持续决议，为政府提供资金至9月30日，避免了因2025财年拨款法案尚未通过而引发的政府停摆风波。9月30日也是2025财年的最后一天。最新的持续决议延长了2024财年的资金水平，增加了约60亿美元国防开支和移民执法，减少约130亿美元的非国防自主开支，包括撤销了2022财年在税收、气候和健康法案中的202亿美元资金。其中，在营养补充计划、失业保险、医疗补助、小企业救灾管理局贷款等民生领域的拨款资金有所延长。此前，民主党因不满非国防支出削减的幅度、以及法案没有包括约束政府效率部门支出而反对这一方案，但最终参议院少数党领袖舒默宣布赞同这一方案，为法案在参议院通过起到了决定性作用。舒默认为，若因持续决议无法通过而导致政府停摆，则可能使得特朗普与马斯克进一步推进削减联邦政府开支与裁员，给经济带来更大的负面影响。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发

通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

(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)

宏观量化经济指数周报 20250316: 外需回暖基数走低, 3月出口或明显回升

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 3 月 16 日, 本周 ECI 供给指数为 50.39%, 较上周环比持平; ECI 需求指数为 49.95%, 较上周环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.98%, 较上周回落 0.04 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较上周回升 0.02 个百分点; ECI 出口指数为 50.31%, 较上周环比持平。 月度 ECI 指数: 从 3 月前两周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.39%, 较 2 月回升 0.11 个百分点; ECI 需求指数为 49.95%, 较 2 月回升 0.06 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 50.00%, 较 2 月回升 0.06 个百分点; ECI 消费指数为 49.70%, 较 2 月回升 0.09 百分点; ECI 出口指数为 50.31%, 较 2 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看, 3 月份经济修复的动能仍在延续, 需求端的结构性分化仍旧明显, 商品消费、地产销售和出口维持较高景气度, 而基建和服务消费则偏弱, 整体来看一季度经济增速有望达到 5% 以上。地产方面, 春节假期以来主要大中城市商品房销售面积同比增速有所收窄, 且在本周再度转负, 需重点关注 4 月份地产小阳春的成色; 消费方面, 随着各地以旧换新政策的逐步推进, 3 月份乘用车零售增速明显回暖。在政策层面, 深圳市率先发布了超长期特别国债资金加力扩围支持消费品以旧换新的实施方案, 商品消费的活力有望进一步释放; 出口方面, 2 月全球制造业 PMI 指数延续回升, 录得 2024 年 7 月以来的新高 50.6%, 而韩国 3 月前 10 日出口增速也由 2 月的 0.5% 回升至 2.9%, 均指向外需有所回暖, 叠加去年 3 月的低基数, 我国 3 月出口增速或出现明显修复。 ELI 指数: 截至 2025 年 3 月 16 日, 本周 ELI 指数为 -1.36%, 较上周回落 0.20 个百分点。三方面因素或持续改善融资需求。2025 年 1-2 月金融统计数据显示, 从“量”上看, 虽然 1-2 月金融机构口径新增贷款 6.14 万亿, 同比少增 2300 亿, 但是剔除非银金融之后的实体经济新增人民币贷款则累计新增 5.87 万亿元, 同比多增 548 亿元, 实体经济融资与去年同期相比基本持平; 从“价”上看, 2 月份企业新发放贷款加权平均利率约 3.3%, 同比下降约 40 个基点; 个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%, 同比下滑约 70 个基点, 贷款利率保持在历史低位水平, 尽管去年 11 月至今年 2 月“降准”和“降息”缺席, 但前期“一揽子”增量政策仍在推动利率下行。从结构上看, 预计有三方面因素或继续推动实体经济融资需求改善: (1) 积极财政政策持续发力, 1-2 月份政府债券融资同比多增 1.49 万亿, 而财政存款则同比多增 1.11 万亿, 显示 1-2 月财政“融资大于支出”, 3 月是季节性的财政支出大月, 财政支出将补充非金融企业流动性, 支持融资需求向好; (2) 非金融企业中长期贷款或延续回升, “两会”后超长期特别国债支持的“两重”等政府投资规模或将加码, 带动非金融企业中长期贷款需求回暖; (3) “消费贷”等支持性政策或推动居民部门短期融资回暖, 在去年“调降存量房贷利率”等政策支持下, 居民部门提前还贷意愿下降, 中长期贷款需求趋于稳定, 但是短期融资波动较大, “两会”以来, 金融监管部门鼓励金融机构在风险可控前提下, 加大个人消费贷款投放力度, 在额度、期限、利率等方面增加消费金融供给, 预计“消费贷”或“量增价降”, 以刺激居民部门短期融资需求回暖。综合以上三方面因素的作用, 以财政支出为支点撬动非金融企业部门中长期融资、同

时补充实体经济流动性，以消费政策为催化改善消费金融需求，实体经济融资需求或延续 1-2 月份的平稳态势。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋)

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

观点 存量规模和结构分析：1) 当前中资美元城投债存量规模为 693 亿美元，覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区。从区域分布来看，东部沿海经济发达省份占据中资美元城投债存量债券的主导地位，其中浙江省、山东省和江苏省位居前三，凸显了城投美元债发行的区域集中性，表明中资美元城投债的发行与地方经济实力、财政稳健性及国际投资者偏好相关度较高，即东部地区信用资质较高、政府支持预期明确，更容易打通境外融资渠道。2) 全国中资美元城投债的存量加权平均票面利率约为 5.28%，其中地方财政经济实力较强的地区因信用资质较优，发行主体无需抬升融资成本来吸引资金，故票面利率以 5-6% 为主，而弱资质地区往往需要提供更高的风险补偿，同时更高的市场风险溢价亦限制该类地区通过发行境外债这一渠道来募集资金，故票面利率以 6.5% 以上居多。3) 期限结构：存量中资美元城投债呈现明显的久期偏短特征，剩余期限基本均在 3 年以内，一方面表明近年来发行的中资美元城投债的期限总体偏短，或受到境外市场融资成本的限制，另一方面表明存量中资美元城投债中将有较大比例的债券在短期内面临集中到期，故对地方偿债能力及再融资能力提出严峻考验，尤其在中央大力强化化债、境内融资监管趋严的背景下，“借新还旧”渠道收窄的压力或在未来 3 年期间激增。票面利率结构：存量中资美元城投债的票面利率主要集中于 5%-7% 的区间内，相对较高的票面利率不仅意味着发行城投美元债较多的地区需承担更为高昂的利息负担，信用风险相应抬升，但同时亦表明票息收益空间较境内债明显可观，故围绕债券的安全性进行博弈或可为债券投资者打开获利空间。债项评级结构：中资美元城投债市场以投资级和无评级债券为主，高收益级债券占比较小。行业分布结构：城投平台中从事基础设施建设相关行业的企业在中资美元债的发行中占据主导地位，表明中资美元城投债的发行或主要服务于基建领域的融资需求。

一级市场发行情况：1) 近年来城投平台发行美元债融资持续收紧，2024 年发行主要用于存量滚续，新增融资体量有限，主要原因或系美联储进入加息周期，美债利率快速上行，境外融资成本显著上升，其中包括中资美元债的发行成本亦大幅增加，导致城投企业发行美元债的意愿下降；同时城投平台的境内融资条件趋紧、地方债务监管进一步加强，导致城投企业境外发债的审批难度增加、发行规模受限，尤其是弱资质地区的城投主体发债难度明显攀升，叠加国内化债政策的推进打开了高息债务置换窗口，致使部分城投企业将滚续融资需求转向境内市场，降低了对境外美元债这一融资渠道的依赖。2) 2024 年全国共有 17 个地区的主体发行中资美元城投债，发行加权平均票面利率为 6.00%，融资成本已较 2023 年 6.82% 下降约 82BP，侧面提示融资成本的高低将较大程度上影响城投平台是否选择进行境外融资，资金成本在融资渠道的选择上的重要程度或进一步提升。3) 分区域来看，2024 年期间不同地区的中资美元城投债发行额和加权平均票面利率存在显著差

异，基本可分为三大梯队：第一梯队为浙江省（38 亿美元，5.6%），第二梯队包括四川、湖北、江西、山东、江苏地区（10 亿至 20 亿美元，5-7%）；第三梯队包括安徽、河南、重庆、广东、广西、福建、河北、新疆、贵州、云南和陕西地区（不足 10 亿美元，6%以上）。4）票面利率仍然以 5%-7% 区间为主，发行期限以 3 年期为主，债项评级仅包括无评级和投资级，主体行业主要为工业行业。兑付情况：1）2025 年或将成为中资美元城投债偿付压力的关键节点，其后城投平台将于 2027 年再度面临中资美元债兑付承压的挑战，对地方财政韧性及平台再融资能力提出考验。2）未来 3 年期间，浙江、山东和江苏三省的中资美元城投债的偿付压力相较其余地区而言较为显著，表明东部经济发达地区因历史举债规模较大故偿债负担较重，债务集中到期风险上升，建议加以关注该类地区的兑付资金安排；而中西部地区因债券发行量适中故近期偿付压力尚可，违约风险相对减少，但仍需关注该类地区因境内债务负担较重而可能引起的偿付资金分配不均问题，即化债工作的推进或促使平台优先偿付境内公开债，一定程度上反推境外债信用风险增加。二级市场收益表现：1）中资美元债指数走势：中资美元城投债的二级市场表现较境内城投债更为强劲，其中高收益级债券指数在观察期内涨幅较高，反映了中资美元城投债板块的风险补偿较厚，适宜追求绝对收益回报或尝试少量配置以增厚组合收益的投资者予以关注。2）到期收益率走势：中资美元城投债收益率走势呈持续下行趋势且波动较小，但高收益级和投资级别的利差压缩幅度有所不同。当债券市场处于趋势性多头市场阶段时，投资者相对更为青睐配置高收益级中资美元城投债以期攫取丰厚的票息收益和资本利得收益，而当债券市场处于多空因素交织的震荡行情或调整行情时，投资者则改为“退守”投资级别中资美元城投债以保障安全性与流动性为优先。3）当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。4）因中资美元城投债除个券的信用风险溢价和流动性风险溢价以外，同时会受到汇率波动、美债收益率波动以及海外宏观环境变化等多重因素的影响，因此投资者或更适宜从配置角度右侧布局经济发达地区、特殊再融资债发行量较大地区的强资质主体的个券，谨慎采取波段策略。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

观点 债券收益率明显波动，3 月 14 日公布 2 月金融数据，有何启示？ A1：本周（3 月 10 日-3 月 14 日），债券收益率一波三折，3 月 11 日 10 年期国债收益率触及 2025 年以来 1.8853% 的高位，随后震荡略有回落。周五降准预期随着金融数据的即将公布一度发酵，我们从总量和结构对这份数据进行分析。贷款方面，本周（3 月 10 日-3 月 14 日）新增人民币贷款 10100 亿元，同比少增 4400 亿元，其中新增中长期贷款 4250 亿元，同比少增 7612 亿元，新增短期贷款和票据融资 2252 亿元，同比多增 4587 亿元。1 月实现信贷“开门红”后，2 月新增总量和结构均走弱。结构上，新增居民贷款-3891 亿元，其中中长期贷款-1150 亿元，短期贷款-2741 亿元。新增企业贷款 10400 亿元，

同比少增 5300 亿元，其中中长期贷款 5400 亿元，同比少增 7500 亿元，短期贷款 3300 亿元，同比少增 2000 亿元。拆分开来，居民和企业端没有表现尤为亮眼的分项，财政方面 1-2 月以化债为主，更多的配套中长期贷款仍有待发力。社融方面，2 月社会融资规模 22333 亿元，其中新增政府债券便达到 16967 亿元，为主要贡献。总体来看，2 月金融数据在 1 月信贷冲量后季节性走弱，这也是降准预期发酵的原因。我们认为上半年降准有必要，给银行释放长期资金。同业存单利率高位显示银行仍然存在负债压力，但这有 1 月信贷开门红以及去年 12 月非银存款自律协议规范后的效应，而这些影响因素在边际消减，下一次降准窗口或将在 4 月打开。当前债券收益率震荡上行，我们认为 10 年期国债收益率 1.9% 左右的点位已经具备配置价值，维持长期看多观点不变。美国 2025 年 2 月 CPI、2 月 PPI、3 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A2: 上周 (0310-0314) 海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。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 2 月 CPI、PPI 均不及市场预期。3 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 2025 年 2 月 CPI 同比涨幅从 1 月的 3.0% 下降至 2.8%，低于预期值 2.9%；CPI 环比下降 0.3%，低于前值 0.7%，低于预期值 0.3%。核心 CPI 同比下降 0.2%，预期值 3.2%，前值 3.3%，为 2024 年 3 月以来最低水平；核心 CPI 环比下降 0.2%，预期值 0.3%，前值 0.4%。美国 2 月 PPI 同比增速从上月的 3.7% 降至 3.2%，低于预期值 3.3%；环比下降 0.6%，高于预期值 0.3% 及前值 0.5%。2 月核心 PPI 同比下降 0.4%，预期值 3.5%，前值 3.8%；核心 PPI 环比下降 0.6%，预期值 0.3%，前值 0.5%。分结构来看，运输服务价格暴跌：机票价格环比下跌 4%，交通运输服务整体环比下降 0.8%，成为核心服务通胀放缓的关键，能源价格环比涨幅从 1.1% 降至 0.2%，汽油价格由涨转跌；食品价格增速放缓，水果、蔬菜等非必需品价格下跌，国际原油价格下跌传导至工业品价格，叠加房地产开工偏慢拖累建材需求，使 PPI 走弱。2 月数据虽缓解短期通胀焦虑，但结构性矛盾及政策不确定性仍主导市场预期，美联储或维持“数据依赖”策略，重点关注 3 月 PCE 及关税动态。(2) 美国 3 月密歇根大学消费者指数持续回落，信心指数创十年来新低；3 月 8 日首次领取失业金人数及 3 月 1 日当周续请失业救济人数均有所回落，低于市场预期。3 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均持续下降，其中信心指数跌至十年以来最低点 57.9，低于预期 63，前值为 64.7，这一数据可能暴露出政策不确定性与通胀预期的恶性循环，若未有效干预，美国经济或面临衰退与高通胀并存的滞胀困局。从领取失业金数据来看，3 月 8 日当周美国首次申请失业救济人数为 22 万人（前值 22.1 万人），低于预测值 22.5 万人；3 月 1 日当周持续申请失业救济人数为 187 万人（前值 189.7 万人），低于预测值 188.8 万人。领取失业金人数在年初保持相对低水平，表明劳动力市场短期韧性超预期，但持续性存疑，美联储可能维持“数据依赖”立场，警惕经济韧性推高通胀预期的风险。(3) 美联储在 2025 年 1 月的议息会议上决定维持利率不变，3 月降息概率较上周下降明显。截至 2025 年 3 月 14 日，美联储在 2025 年 1 月议息会议后维持联邦基金利率目标区间于 4.25%-4.5% 不变，市场普遍预期 3 月 18-19 日的 FOMC 会

议将继续按兵不动，降息概率仅为 1%。尽管全年降息路径仍存分歧——交易员完全定价三次降息，部分经济学家则预计从 9 月开始仅两次，但特朗普政府的关税政策，如钢铝加征 25% 关税，和能源增产计划可能推升通胀 0.5-1 个百分点，叠加 2 月核心 CPI 黏性（2.9%）与失业率升至 4.1% 的复杂数据，美联储官员强调需权衡“高利率抑制通胀”与“财政紧缩拖累经济”的双重风险，年内首次降息时点或推迟至 6 月（概率 52.6%）或 9 月。美联储主席鲍威尔重申政策独立性，称“未与总统联系”，并强调无需等待通胀完全降至 2% 再行动，但需确认趋势稳固。市场短期反应积极，纳指上涨 1.22%，然而关税落地及供应链重构压力或加剧资产波动，若通胀受控且就业持续疲软，6 月或成降息起点；反之，若关税推高通胀，观望期可能延至 2026 年。当前政策转向的核心矛盾仍在于“数据依赖”，未来两月需重点关注 3 月 PCE 指标及关税政策对通胀的传导效应。截至 3 月 14 日，Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率仅为 2.0%，上周为 12.0%；5 月份降息的可能性为 28.2%，上周为 52.1%；6 月份在 5 月份降息的基础上再次降息的可能性为 19.4%，上周为 38.6%。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）

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

本周（0310—0314）海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。国内方面周五伴随权重金融、消费股拉升，上证指数开年以来首次成功站上 3400 点，转债市场继续表现出跟随上的困境，风格方面除低价指数小幅收红以外，中价、高价指数周 k 收绿。我们认为 1) 权益方面向顺周期行业的阶段性轮动映射到转债上，会在抬升中低价标的价格中枢的同时，对高价标的价格中枢形成压制，会在抬升债性标的的交易拥挤度的同时，压缩前期相对较高的估值；2) 纯债方面的调整会对债性标的形成一定资金面的压力，同样有利于中低价标的估值的压缩；3) 因此从大类配置角度思考，前期转债低波动特质所带来的高估值，阶段性或会由于股、债不确定性边际减弱而有所回落，从而形成结构性配置的入场良机。综合来看，我们认为伴随中低价标的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈新旧顺周期标的的下修、交易性标的的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：东时转债、科华转债、天创转债、宝莱转债、蓝帆转债、正川转债、洽洽转债、华海转债、健友转债、瑞达转债。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：长信转债、海环转债、大丰转债、核建转债、伊力转债、美锦转债、海亮转债、利群转债、希望转债、鹰 19 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）

固收点评 20250316：绿色债券周度数据跟踪（20250310-20250314）

观点 一级市场发行情况：本周（20250310-20250314）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 81.10 亿元，较上周增加 36.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有

企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA 级；发行人地域为北京市、江苏省、重庆市、福建省、上海市、云南省；发行债券种类为中期票据、一般公司债、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250310-20250314）绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周减少 88 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 265 亿元、151 亿元和 40 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.75%，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 164 亿元、113 亿元和 21 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和湖北省，分别为 161 亿元、53 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250310-20250314）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 22 万科 GN003（-2.2327%）、徐租 34A3（-0.8695%），其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以金融、房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 18 广东债 22（0.6495%）、20 广东债 17（0.4645%）和 24 福州地铁 GN002（碳中和债）（0.4515%），其余溢价率均在 0.45% 以内。主体行业以公用事业、房地产、钢铁为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、山东省、江苏省、四川省居多。 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）

固收点评 20250315：二级资本债周度数据跟踪（20250310-20250314）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250310-20250314）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 截至 2025 年 3 月 14 日，二级资本债存量余额达 44,117.05 亿元，较上周末（20250307）减少 0.7 亿。 二级市场成交情况： 本周（20250310-20250314）二级资本债周成交量合计约 2390 亿元，较上周增加 463 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC（125.51 亿元）、22 建设银行二级 01（110.19 亿元）和 24 工行二级资本债 01A(BC)（100.88 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1734.40 亿元、260.27 亿元和 104.76 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 3 月 14 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：-0.19BP、2.81BP、3.81BP；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：0.80BP、5.31BP、6.31BP；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：1.16BP、3.92BP、4.92BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250310-20250314）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，折价率前三的个券为 24 乐山商业银行二级资本债 01（-1.1025%）、20 广发银行二级 02（-0.7270%）、22 通商银行二级 01（-0.6069%），其余折价率均在 -0.60% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 进出口行二级资本债 01B（0.6841%）、22 长城华西二级资本债 01（0.6260%）、21 松阳农商二级（0.5215%），其余溢价率均在 0.45% 以内。中债隐含评级以 AA-、A+、AA 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、四川省居多。 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)

行业

电子行业深度报告：如何展望 GPT-5 带来的算力增长？从参数量、时间表、影响力三重视角——算力需求看点系列

投资要点 我们如何定义 GPT 下一代大模型？我们判断 OpenAI 对大模型的产品线与预期曾进行过调整。2024 年 7 月 OpenAI 首席技术官 Mira Murati 称，GPT-5 有望在 2025 年底或 2026 年初推出。但根据 2025 年 2 月 13 日 Altman 在社交平台上表明，GPT-5 几个月后面世。我们判断，GPT-5 的发布时间或提前，或由于 DeepSeek 近期的重磅更新和亮眼表现对 OpenAI 产品版图构成了威胁，进而希望加快产品迭代步伐。自 OpenAI 在 2015 年成立以来，通过多轮融资不断扩展其技术产品布局。从时间周期来看，平均 1 年半左右 OpenAI 会获得一次新的融资。从大的模型迭代节点来看，随着 ChatGPT 把热度推高，竞争对手持续推陈出新，市场对于 OpenAI 产品迭代速度的预期在加快。

GPT-5 预训练情况如何测算？ 我们基于普遍应用的算力供给需求公式，讨论公式中的核心参数变化趋势，以此给出我们的判断。已知 GPT-4 参数量为 1.8 万亿，在 2.5 万张 A100 上训练 90-100 天。已知 GPT-4.5 的计算量约为 GPT-4 模型的 10 倍，假设 Scaling Law 持续奏效，假设其具有 3w-5w 张 H100 的训练资源，其他条件与 GPT-4 基本保持一致，则可以推测，1) GPT-4.5 模型参数量约为 5.7 万亿，2) GPT-4.5 模型训练用时大约需要 148-247 天。关于 GPT-5：假设达到比 GPT-4 强 100 倍的运算能力，其他假设相同的情况下，可测算得到 1) GPT-5 模型参数量约为 18 万亿，2) 模型训练用时大约需要 203-225 天。

GPT-5 推出对 AI 行业有何影响？ 影响#1 虽然业内对于大模型发展的方向仍处于激烈讨论中，但头部大模型厂商的万卡集群建设未曾停歇。聚焦国内市场，从 GPT-4 能力的大模型发布时间表来看，普遍比 GPT-4 晚一年的时间。由此我们预计，GPT-5 若引发新一轮 AI 热潮，更多大集群的建设会提上日程。影响#2 24/12 月，ChatGPT 周活跃用户数已经超过 3 亿，目标是在未来一年内达到 10 亿用户。据“推理需求=2×参数量×token”的计算公式，在其他条件不变的前提下，2025 年推理市场空间有望达到 2024 年的三倍；若 GPT-5 带动参数量大幅提升（按 18 万亿计算），假设 26 年 ChatGPT 总体推理消耗的 tokens 为 25 年的 2 倍，按二八法则假设 26 年 tokens 消耗中仅有 20% 为 GPT-5 的需求，则综合下来 26 年推理算力需求有望达到 25 年的 5.6 倍左右。

产业链相关公司：工业富联、沪电股份、胜宏科技、寒武纪、海光信息（与计算机联合覆盖）、龙芯中科、盛科通信（与通信联合覆盖）等。

风险提示：AI 应用进展不及预期风险，Scaling Law 放缓或失效风险，GPU 技术升级不及预期的风险，万卡集群建设不及预期风险。

(证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文)

计算机行业跟踪周报：国内 AI 基建时代到来，算力租赁迎来春风

投资要点 大厂与国家算力支出增加，算力租赁需求明确：大厂方面：2 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。政府方面：2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，全力推动中央企业融入国家算力布局。算力租赁公司最先受益，订单已经开始落地：AI 基建第一步是算力卡采购，同时，很多厂商选择“以租代买”的形式，促进了算力租赁行业的发展。

2025 年，海南华铁、宏景科技等多个算力租赁厂商算力服务订单已经发布。根据 IDC 报告，2024 年中国人工智能算力市场规模达到 190 亿美元，2028 年将达到 552 亿美元。 算力租赁的商业模式：算力租赁厂商向甲方提供算力服务对应的服务器及组网配套，提供算力服务对应的服务器及组网配套经甲方验收后，按双方约定的价格和服务时间向甲方提供算力服务。算力服务合同多为 3-5 年。根据客户要求不同，算力服务合同期限多为 3 年或者 5 年，合同金额先行定下，费用为按年或者按月支付。 算力租赁厂商的核心竞争力：稳定的拿卡能力。客户对算力需求较大，单笔订单所需服务器数量较大，对供应商的供应能力有较强要求。强力的交付、上线和后续运营能力。AI 算力服务器工作条件要求高，较快的交付、上线时间，较少的损耗和故障情况，可以显著提升业务流畅性、降低运营成本，提升盈利能力。资金周转能力。AI 算力服务订单金额较大，上市公司需要各种融资方式来完成订单要求。较强的资金周转能力决定公司能否按时完成客户的订单交付已经上线运营。 算力租赁厂商的成本构成：算力租赁的盈利=租金收入-成本，成本主要包括固定资产折旧、IDC 机房租金、运维费用等。AI 服务器的租金收入：受到市场供需关系变化和具体订单客户双方协商影响。折旧：算力服务器的折旧的周期通常为 5 年。机柜成本：由于 AI 服务器功耗较高，一台 8 卡 H100/H200 服务器通常需要 10kw 功率柜。运维和管理成本：算力服务器运行过程中需要专业人员维护。投资建议：AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。大厂和国家政府投建算力才刚刚开始，我们推测运营商后续也会加入。建算力第一步是购买算力卡，同时部分需求有望通过“以租代买”形式完成，算力租赁厂商率先受益。相关标的：大厂线：宏景科技、协创数据、润建股份、锦鸡股份、朗科科技、利通电子、弘信电子、海南华铁等。政府线：云赛智联、铜牛信息、深桑达 A、中国联通等。 风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

客车 3 月月报：2 月行业同比增长，出口表现优于国内

n 投资建议： Ø【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 40.6/46.3/55.5 亿元，同比+124%/+14%/+20%。维持“买入”评级。 Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 1.8/4.4/6.4 亿元，同比+134%/+153%/+45%，维持“买入”评级。 nn 风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

工程机械行业点评报告：1-2 月小松开工小时数同比增长 13%，板块回调建议重点布局

投资要点 小松 1-2 月开工小时数同比增长 13%、中大挖景气度持续回升 2025 年 2 月中国地区小松挖掘机开工小时数为 56.8 小时，同比增长 100.7%，1-2 月合计开工小时数 122.8，同比增长 13.4%，中大挖是小松在国内份额的主要支撑，开机小时数同比增长反映中大挖景气度有所回暖，这也与 1-2 月以来我国中大挖销量持续复苏相互验证。1-2 月国内小中大挖销量同比分别增长 58%/51%/9%，相较于 2024 年国内中大挖销量均下滑 8%已经明显改善。 小中大挖均有支撑、看好国内挖机市场超预期复苏 2025 年 1-2 月挖机内销超出市场预期，我们判断主要系：①挖机应用场景更加广泛：与上一轮周期挖机需求

伴生地产基建不同，此轮周期挖机更多应用场景被打开，例如小挖对应的高标准农田建设、市政工程、水利投资等，一方面得益于政策支持，另一方面也有农村劳动力日益减少的影响。人口结构是长期变量，小挖需求具备持续性。②资金端好转：根据我们草根调研，国内下游资金端从 2024Q4 开始好转，对存量及新增项目（尤其是地产和大型基建项目）均有支撑作用。③存量需求更新替换：上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年，按照挖机平均 8-10 年计算，近两年为存量需求集中更换新机节点。展望全年，我们认为水利投资高增速对小挖行成支撑，地产企稳、基建发力对中控行成支撑，矿山需求稳定对大挖销量行成支撑，叠加存量更新替换背景下，全年挖机内销值得期待。国内非挖表现同样优异、除房地产直接挂钩品种外均底部向上。根据协会数据，1 月国内平地机/压路机/摊铺机国内销量同比分别+23.9%/-4.14%/+5.66%，相比于 2024 年明显回暖，2024 年三类机型销量分别同比+17.6%/-14.4%/-19.0%，1 月即使有春节影响依然表现优异，这三类机型销量回暖侧面印证市政工程、基建等下游需求边际改善。根据我们草根调研，2 月除塔吊外，起重机、混凝土等与房地产相关性较高的产品也已经大幅回暖，我们判断主要系另一大下游风电需求有支撑，且行业销量已经跌至较低位置。我们认为 2025 年非挖回暖对国内主机厂的影响有望从利润拖累变成正向贡献，主机厂利润表现有望超预期。2 月行业出口继续回暖、行业有望迎来国内外共振。2 月挖机出口 7630 台，同比增长 12.7%，装载机 4225 台，同比增长 13.2%，1-2 月挖机/装载机累计出口增速分别为 7.4%/8.3%，出口表现持续回暖，我们判断主要系中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场需求保持高景气，欧美市场降幅逐步收窄，2025 年行业有望迎来国内外共振。投资建议：近期回调主要系市场担心 3 月销量不及预期，根据经销商调研，3 月第二周在天气（华北及华东地区雨水同比明显增加）及两会的影响下景气度环比第一周略有下滑，再加上此前板块预期较满致使回调。我们认为工程机械上行周期方向已经确定，短期回调不改全年向好趋势，板块 Q1 业绩优异，当前布局性价比较高。推荐【三一重工】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

推荐个股及其他点评

中能股份（600642）：火电红利标杆，优质地区核心资产

投资要点 核心区域综合能源供应商，项目优质火电高股息标杆。中能股份是上海国资委控股综合能源供应商，主要从事电力和油气业务。截至 2024/12/31，公司控股装机容量达到 1796 万千瓦，其中煤电/气电/风电/光伏/分散式供电分别达到 840/343/283/244/81 万千瓦。火电为公司业绩压舱石。公司深耕上海，控股火电装机中上海占比 82.7%（考虑皖电东送），积极参与布局上海风光新能源项目。2020 年以来，公司分红比例 55%+，2021-2022 年火电板块整体业绩承压下滑，公司提升 2021-2022 年分红率至 63.9%，72.6%保障股东回报，项目优质财务稳健，是火电高股息标杆，股息率（TTM）4.41%（估值日 2025/3/17）。
区域优质：上海电力需求强劲，供给格局良好。根据东吴证券公用事业 2025 年年度策略提出 2025 年关注的三条线索之一，我们关注电动化+尖峰化带来的电力容量的稀缺，尤其关注区域供需。从需求来看，上海作为中国经济中心，2024 年地区生产总值突破 5 万亿元，地区用电量 1984 亿千瓦时（全国占比 2%），同比增加 7%+，需求持续提升。

从供给来看，上海外部受电占比约 50%，2025-2027 年上海市内火电装机增量有限，且 3 年内无新增输电通道投产落地。存量电源项目集中度高，项目层面交叉持股，供给格局良好。我们预计 2025-2027 年上海电力供需偏紧张。优质区域电量、电价有支撑。 机组核心：机组优质，运营效率高。公司煤电均为大容量机组，气电均为调峰机组。基于上海电力供需，上海火电电价、利用小时数均高于全国平均。大容量先进煤电机组带来更高项目运营效率，2024H1 公司供电煤耗 281 克/千瓦时，较全国水平约低 21 克/千瓦时。公司持续加强煤炭采购管理，项目股东层面绑定煤炭资源方，保障燃煤成本可靠可控。 新能源持续扩张，海风海光竞配新机遇。截至 2024/12/31，公司新能源装机占比提升至 34%。公司加快新能源基地化、规模化开发转型，开发新疆大基地项目，推进海南海风建设，积极发参与上海市内海风海光竞配。新能源进入收获期，我们预计新疆大基地光伏 2GW 项目和海南 CZ2 海上风电 0.6GW 项目均有望在 2025 年并网贡献。上海提出深远海风是上海未来可持续发展最大的绿电资源宝库，市发改委已编制规划并获得国家批复总规模达 29.3GW。2024 年上海海风竞配规模达 5.8GW，公司积极参与上海海风项目获取。此外，上海以“风光同场”模式进行海上光伏规划布局，项目获取同场海风企业优先，公司已获取临港 1#海上光伏项目竞配建设指标，规模 49.95 万千瓦。 盈利预测与投资建议：优质地区电量电价有支撑，火电核心资产高股息标杆。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 39.8/40.5/41.4 亿元，对应 PE11.1/11.0/10.7 倍（2025/03/17），首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：区域用电需求增长不及预期，煤炭价格波动，来水波动，电改趋势下电价的波动

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

招商蛇口（001979）：2024 年报点评：销售排名稳固，积极回购注销
投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 1789.5 亿元，同比增长 2.3%；归母净利润 40.4 亿元，同比下降 36.1%。 结转带动营收小幅增长，毛利下滑计提减值拖累业绩。2024 年受益于结转规模增长，公司营业收入同比提升 2.3%。营业收入小幅增长而归母净利润下滑幅度较大的原因为：1）房地产开发业务毛利率下滑 1.5pct 至 15.6%；2）信用减值损失及资产减值损失分别同比增长 994.9%、97.0%至 15.5 亿元、44.8 亿元。 销售跻身行业前五，坚持核心城市深耕策略。2024 年签约销售面积 935.9 万平方米，签约销售金额 2193.0 亿元，销售排名稳居行业 TOP5 梯队，在行业下行周期中展现出较强的韧性。公司坚持核心城市深耕策略，在西安、长沙、合肥、南通、徐州销售金额位居首位，在上海、深圳、苏州、成都、厦门等城市销售排名位居前五。此外，2024 年公司打造多个优质标杆项目，20 余个项目首开去化率领先竞品 25%。 投资聚焦核心城市，一线城市投资占比近六成。2024 年公司获取 26 宗地块，总计容建面约 225 万平方米，拿地金额约 486 亿元，投资强度同比下降 16.5pct 至 22.2%，权益地价约 335 亿元，权益比例为 68.9%。公司坚持以销定产、聚焦核心城市的投资策略，2024 年公司在“核心 10 城”的投资金额占比达 90%，其中在一线城市的投资占比为 59%，优质的土地资源获取有助于公司未来销售规模的稳健增长。 融资优势明显，积极回购彰显信心。2024 年公司进一步压降融资成本，综合资金成本较年初下降 48bp 至 2.99%，融资成本处于行业低位，融资优势明显，全年新增公开市场融资 154.6 亿元，票面利率均为同期同行业最低水平。2024 年 10 月公司发布公告拟以集中竞价交易方式在 12 个月内回购公司 3.51-7.02 亿元股份，用于注销并减少注册资本，回购价格不超过 15.7 元/股。截至

2025 年 2 月 28 日，公司已支付 1.4 亿元用于回购股份，积极回购彰显公司对于自身经营以及后续发展的信心。 盈利预测与投资评级：考虑到近年来房地产市场下行，公司毛利率水平或受到影响，同时考虑计提减值因素，下调其 2025/2026 年归母净利润至 41.7/43.5 亿元（前值为 115.5/135.3 亿元），2027 年归母净利润为 48.7 亿元，对应 EPS 为 0.46/0.48/0.54 元，对应 PE 分别为 21.1X/20.2X/18.0X。公司作为地产龙头央企，销售稳健富有韧性、跻身行业前五，投资聚焦高能级城市，我们看好公司中长期发展，维持“买入”评级。 风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

芯碁微装（688630）：直写光刻龙头，半导体接力 PCB 持续成长

投资要点 激光直写设备龙头，技术延伸快速成长：公司成立于 2015 年，是 LDI 技术平台性企业，公司成立以来快速成长，产品覆盖 PCB 直写、IC 载板、先进封装等领域。公司业绩快速增长，2024 年快报预告实现营收 9.54 亿，归母净利 1.65 亿元，2019-2024 年营收 CAGR 约为 36%，归母净利 CAGR 约为 28%。PCB 设备为公司营收主力且持续增长。泛半导体设备占比较小，2023 年营收占比已提升至 23%，同时毛利率远高于 PCB，预计将成为增长的主力。 PCB 领域：产品结构升级，海外需求持续增长：直接成像是一种主要的 PCB 光刻技术，在 PCB 领域具备技术优势&成本优势，中高端 PCB 制造主要看重其技术优势，中低端 PCB 主要看重其灵活性和成本优势。从下游看，行业规模增长+产品结构高端化+精细度提升，将会带来直写光刻设备需求增长。在 PCB 成像设备市场，2023 年全球/中国销售额为 9.16/4.94 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 6.3/10.1%。而芯碁 2018-2023 年 PCB 设备收入 CAGR 高达 62%，阿尔法显著，主要系高端化+国际化+大客户等战略效果明显，预计未来 AI 带来的高端 PCB 需求和产能的转移将会驱动公司设备需求进入繁荣期。 泛半导体：持续开拓快速增长的新兴市场。直写光刻是微纳光刻的重要细分市场，直写光刻在具有衬底翘曲、基片变形的光刻需求时，自适应调整能力强，具有成品率高、一致性好的优点，相比掩膜光刻还具有高灵活性、低成本以及缩短工艺流程优点。公司产品主要应用于先进封装、掩模版制造、IC 封装、FPD 制造等领域。先进封装空间较大，预计 2025 年大陆先进封装市场规模超过千亿，直写光刻在先进封装中的优势包括重布线灵活、无掩模、成本低、适合大尺寸封装等，可以解决 Fan-out 的技术问题，近年来在晶圆级封装领域逐渐兴起，公司目前已有多台设备交付华天科技、绍兴长电、盛合晶微等头部企业。同时公司在掩模版制版、引线框架、新型显示、新能源光伏等领域积极布局，打造持续的成长动力。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收为 9.54/13.95/18.71 亿元，归母净利润为 1.65/3.17/4.51 亿元，P/E 倍数分别为 50/26/18×。我们认为，公司技术上处领先地位，同时底层技术具备强大的平台延伸特点，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，竞争加剧风险，应用领域延展不及预期

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨）

应流股份（603308）：高端铸造领域龙头，“两机”构筑新增长极

投资要点 深耕高端铸造领域，“两机”业务构筑新增长极。公司产品主要为铸钢零部件和高温合金零部件，产品定位高端，成立初期即为艾默生、卡特彼勒、泰科等全球头部客户供应商。自上市以来，公司积极布局“两机”业务板块，为世界顶尖燃气轮机/航空发动机制造商 GE、罗尔斯罗伊斯、赛峰集团等供应相关零部件，同时积极响应燃气

轮机国产化进程，为中国航发、上海电气、东方电气等供应核心零部件。公司不断丰富产品品类，收入持续增长。2017-2023 年，公司收入从 13.8 亿元增长至 24.1 亿元，CAGR 达 9.8%，2024Q1-Q3 实现收入 19.1 亿元，同增 5.7%；归母净利润由 0.6 亿元增长至 3.0 亿元，CAGR 达 31.0%。传统业务范围广泛、客户多元，盈利能力稳定。公司的传统业务集中在石油天然气、工程矿山机械、发电、轨交、医疗设备和自动控制等领域。2020-2023 年，公司传统业务收入维持在约 12 亿元，2023 年毛利率为 30.8%，同增 0.1pct，收入规模、盈利能力保持稳定。两机业务：零部件国产替代进行时，“两机”业务空间广阔。

(1) 燃气轮机板块：燃气轮机核心壁垒在于透平叶片，对材料与工艺要求极高；透平叶片占整机价值量约 22%，是整机价值量最大的部分。我国燃气轮机起步较晚，但持续推进重燃国产化进程，应流股份与海外龙头 GE、西门子等企业深度合作，在燃气轮机国产化进程中承担了透平叶片的国产化任务，目前产品已广泛应用于国内外燃气轮机龙头企业的产品。(2) 航空发动机板块：航空发动机是国家工业技术、科技技术和综合国力的集中体现。由于航空发动机的高技术壁垒，目前商用航发均被欧美巨头垄断。2016 年，公司收购德国 SBM，引进两款涡轴发动机技术，并尝试从零部件领域延伸至航空发动机整机。目前，公司已形成核心零部件、涡轴发动机和直升机三位一体的航空航天业务基础。随着低空经济和国产大飞机的持续推进，公司有望持续受益于航空发动机国产化进程。核电行业景气度持续上升，核能材料业务稳健增长。2019 年起中国核电站审批回归常态。2019-2023 年我国核准核电机组数量分别为 4/4/5/10/10 台，2024 年已核准 11 台机组，呈上升趋势。发电侧，2023 年核能发电 4449 亿 kWh，同增 3%，占全国发电量 4.6%，维持较高水平；2023 年中国核能发电装机量达 5691 万 kW，同增 2%。公司作为中国研制生产核电站核岛核一级铸造零部件、金属保温层和乏燃料格架等核电设备的先行者，2023 年核能板块收入达 3.8 亿元，同增 17%，毛利率 40%，高于综合毛利率 36%。近年公司持续加大核能板块投入，迎合国内核电规模持续增长需求，核能材料业务有望实现持续增长。盈利预测与投资评级：应流股份深耕高端铸造行业 and 高端装备制造，随着“两机”业务的不断拓展，有望在航空发动机、重型燃气轮机国产化浪潮中充分受益。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 3.60/4.60/5.85 亿元，对应当前市值 PE 分别为 37/29/23x，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：资本开支不及预期，下游行业需求不及预期，国产化进程不及预期，国际贸易摩擦

(证券分析师：周尔双)

招商积余 (001914)：2024 年报点评：利润率现金流双改善，业务提质增效稳健发展

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 全年公司实现营收 171.7 亿元，同比增长 9.9%；归母净利润 8.4 亿元，同比增长 14.2%。营收及业绩稳步提升，物业管理业务收入与毛利率双增，资产管理业务毛利率调整。2024 公司营收同比增长 9.9%，其中物业管理业务营收 164.9 亿元，同比增长 11.7%；资产管理业务营收 6.7 亿元，同比下降 4.0%。利润率方面：2024 年公司物业管理业务毛利率 10.5%，同比提升 0.4pct，其中基础物业管理毛利率提升 1.9pct 至 10.7%，平台增值服务毛利率提升 2.0pct 至 10.5%；资产管理业务毛利率 48.0%，同比下降 2.7pct。综合毛利率 11.9%，同比提升 0.4pct。费用率方面：2024 年销管费率为 4.2%，同比下降 0.3pct。物业管理业务稳健发展，持续深耕非住业态。截至 2024 年末，公司在管项目 2296 个，同比增长

195 个；在管面积达 3.65 亿平方米，同比增长 5.8%；实现新签年度合同额 40.3 亿元，较去年基本持平，其中第三方新签年度合同额 36.9 亿元，同比增长 4.4%。公司持续深耕非住业态，非住业态营收占物业管理业务比例为 58.6%，全年新增政府公建、产业园区、金融服务等优质项目超百个，核心客户续约率达 96%。住宅业务端，公司市场化住宅拓展取得突破，全年新签年度合同额同比增长 47%。公司在物业管理领域展现出强大的市场竞争力以及稳固的客户关系。资产管理业务运营能力持续提升，商业运营业务规模稳步扩张。截至 2024 年末，公司在管商业项目 70 个（含筹备项目），其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 59 个，第三方品牌输出项目 8 个，管理面积 393 万平方米。2024 年公司在管项目集中商业销售额同比提升 30%，同店同比提升 6%；客流同比提升 34%，同店同比提升 11%。公司持有物业包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，2024 年末总可出租面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 95%，公司通过建立多元化营销渠道拓宽获客路径，以及与周边物业差异化经营的模式来构建竞争优势，保障持有物业租赁业务稳健运营。盈利预测与投资评级：公司作为非住业态龙头物管企业，背靠央企开发商，不断提升市场化拓展能力，内生外拓均有保障。考虑房地产市场下行及物管行业竞争加剧，我们小幅下调 2025-2026 年公司归母净利润分别为 9.4/10.4/亿元（原值为 9.9/11.4 亿元），预计 2027 年归母净利润为 11.4 亿元。对应的 EPS 为 0.89/0.98/1.08 元，对应的 PE 为 12.2X/11.1X/10.1X，维持“买入”评级。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；市场化拓展不及预期；收并购投后管理不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

德赛西威（002920）：2024 年年报点评：双智驱动业绩高增，海内外订单齐突破

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报。2024 年实现营收 276.18 亿元，同比+26.06%，实现归母净利润 20.05 亿元，同比+29.62%，实现扣非归母净利润 19.46 亿元，同比+32.66%，收入符合预期，归母净利润由于减值等非经营因素较多略低于预期。三大主业全线增长，双智引擎动能强劲。2024 年，公司三大主营业务板块均呈现正向增长。其中，智能座舱业务实现营收 182.30 亿元，同比增长 15.36%；智能驾驶业务营收达 73.14 亿元，同比增长 63.06%。从盈利能力看，智能座舱毛利率为 19.11%，同比降低 0.91%，推测主要为质保金调入营业成本及年降影响；智能驾驶毛利率 19.91%，同比增长 3.98%。智能化业务双引擎的协同效应逐步显现，为中长期业绩增长打开全新空间。费控增效显韧性，扩产蓄势谋新篇。2024 年公司销售/管理/研发费用率同比下降彰显规模效应，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.50pct/-0.35pct/-0.88pct/+0.35pct，财务费用率增幅明显主要是人民币贬值产生汇兑损失增加所致。2024 年资产减值+信用减值 5.2 亿，其中 Q4 合计为 3.3 亿元，压低表观利润。公司经营活动产生的现金流量净额为 14.94 亿元，同比+30.89%，增长原因系销售快速增长，现金流量净额增加；投资活动产生的现金流量净额为-14.72 亿元，同比-96.32%，大幅降低原因系报告期购建固定资产的现金支出增加。2024 年末，公司在建工程余额大幅增至 4.45 亿元，较期初增长 167.38%，占总资产比重由 0.92%提升至 2.07%。该变动反映公司持续加大产能建设及技术升级投入，与公司前瞻性布局智能驾驶、智能座舱等核心业务领域的战略方向相符。国内国际订单双突破，量质齐升蓄增长动能。业务拓展方面，公司成功斩获长城汽车、奇瑞汽车、

广汽埃安、广汽丰田、小鹏汽车等国内车企新项目订单，海外层面公司获得塔塔汽车、丰田、沃尔沃、奥迪、福特、Stellantis 等国际知名车企的新订单，并且成功突破白点客户本田；2024 年海外订单规模超过 50 亿元，同比增长幅度超过 120%。新项目订单年化销售额突破 270 亿元，为未来持续增长奠定坚实基础。盈利预测与投资评级：考虑到下游车企竞争加剧或对供应链盈利水平产生影响，我们维持公司 2025~2026 年营收预测为 369/462 亿元，预计 2027 年营收为 565 亿元，同比分别+34%/+25%/+22%；下调 2025~2026 年归母净利润为 27.6/36.7 亿元（原为 30.8/39.6 亿元），预计 2027 年归母净利润为 47.1 亿元，同比分别+37%/+33%/+28%，对应 PE 分别为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

华发股份（600325）：2024 年报点评：结转及减值拖累业绩，积极回购提振信心

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司营收 599.9 亿元，同比下降 16.8%；归母净利润 9.5 亿元，同比下降 48.2%。结转规模拖累营收，业绩受多因素影响承压。2024 年受项目交付结转规模影响，公司营业收入同比下降 16.8%。归母净利润下滑幅度远超营业收入下滑幅度的原因为：（1）房地产开发销售业务毛利率同比下降 3.7pct 至 14.3%；（2）财务费用同比增加 87.0%至 5.1 亿元；（3）信用减值损失及资产减值损失分别同比增长 163.7%、15.4%至 1.3 亿元、18.4 亿元。连续 5 年进入千亿阵营，位居行业 TOP10 梯队。2024 年公司实现全口径销售额 1054.4 亿元，同比下降 16.3%；连续 5 年稳居千亿阵营，位列克而瑞全口径销售金额榜第 10 位，同比提升 4 位。分区域看，华东大区销售 461.7 亿元，销售占比 43.8%，为公司销售奠定基石；华南大区销售 320.8 亿元，销售指标增势明显；珠海大区全年完成销售 249.8 亿元，销售占比 23.7%，稳居珠海龙头地位。投资策略谨慎，聚焦核心城市，量入为出获取优质土储。2024 年公司采取量入为出的投资策略，聚焦一线和强二线城市获取优质土地，通过公开竞拍、股权合作等方式共获取位于上海、广州、成都、西安等核心城市的 6 宗土储。根据克而瑞数据，2024 年公司拿地金额 94.7 亿元，投资强度 9.0%，较 2023 年下降 23.4pct，新增项目货值 197.6 亿元。压降融资成本，积极回购提振信心。2021-2024 年公司短期有息债务规模占比持续低位，2024 年为 16.0%，同比下降 0.8pct，平均融资成本同比下降 26bp 至 5.2%。公司 2024 年 10 月发布公告，计划在未来 12 月内，以不超过 9.83 元/股的价格，回购 3 亿元-6 亿元总额的公司股份用于员工持股计划或股权激励，截至 2025 年 1 月 27 日，公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 372 万股。公司积极回购，提振市场信心。盈利预测与投资评级：考虑到近年来房地产市场下行，公司销售规模受到影响并进一步影响结转规模，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 10.3/11.4 亿元（原预测为 21.1/22.4 亿元），预计 2027 年归母净利润为 13.2 亿元。对应的 EPS 为 0.37/0.41/0.48 元，对应的 PE 为 15.5X/14.0X/12.1X，中长期看，公司具备国资股东优势，立足珠海、面向全国，销售业绩稳步增长，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；房价下跌超预期。

（证券分析师：房诚琦）

361 度（01361.HK）：2024 年业绩点评：营收破百亿，期待超品店表现

投资要点 公司公布 2024 全年业绩：2024 年收入 100.74 亿元/yoy+19.6%，归母净利润 11.49 亿元/yoy+19.5%。公司派发末期股息 10.0 港仙/股，全年派息率 45%（较去年的 40.2%同比提升）。量增驱动成人及儿童鞋服保持较快增长。2024 年成人装/童装收入分别同比增长+16.5%/+18.0%，占整体收入比重分别为 73%/29%。1）成人装：2024 年鞋类收入 42.9 亿元/yoy+22.1%，其中销量 3422 万双/yoy+20.5%，ASP125.3 元/yoy+1.4%；服装收入 30.9 亿元/yoy+15.1%，其中销量 3544 万件/yoy+13.7%，ASP87.3 元/yoy+1.2%，量价齐升趋势延续，量增为主要驱动。2）童装：2024 年鞋类收入 11.0 亿元/yoy+17.5%，其中销量 1090 万双/yoy+23.7%，ASP100.8 元/yoy-5.1%；服装收入 12.1 亿元/yoy+22.6%，其中销量 1387 万件/yoy+15%，ASP87.3 元/yoy+6.5%，儿童业务推出性价比产品，童鞋 ASP 小幅下降，销量增长显著。线上坚持差异化产品，线下渠道持续优化。2024 年线上/线下收入分别同比+12.2%/+20.5%（电商收入与流水增速之间存在差异主因计算口径，收入口径仅计入电商专供品部分），收入占比分别为 26%/74%。1）线上：坚持差异化品类，发挥专供品优势，注重“高颜值、高科技、高价值”特点，2024 年“618”期间电商销量同比增长 99%，增速行业第一；“双十一”期间飞燃系列销售额同比增长 59%。2）线下：①店数小幅净增：截至 2024 年末国内 5750 家大装销售网点（同比+16 家），2548 家童装销售网点（同比+3 家）。②渠道结构持续优化：2024 年大装单店面积 149m²（同比+11 m²），推出第十代形象店，强化品牌形象，助力销售表现；与此同时贴合市场趋势积极发展新零售，推出超品店（面积 800 m²，货品结构为 25-30%超尖货、40%二次销售品、30%高性价比产品）。童装单店面积 112m²（同比+9 m²），童装独立店占童装门店比重进一步提高至 89.1%。净利率持平，现金流状况有望改善。1）毛利率：2024 年同比+0.43pct 至 41.53%，其中大装鞋类/服装毛利率分别同比+0.5/+0.8pct 至 42.9%/41.3%，童装推出性价比商品，毛利率小幅下降。2）费用率：2024 年广告宣传/员工成本/研发开支费用率分别同比+0.1pct/-0.7pct/-0.3pct 至 12.8%/8.5%/3.4%。3）归母净利率：2024 年 11.4%，同比持平，主因对应收账款减值拨备 4232 万元（去年同期为拨回 4521 万元）、其他收益同比减少近 3000 万元。4）存货&应收账款：2024 年存货周转天数同比+14 天至 107 天，主因 25 年春节较早，公司在 24 年底提前备货；应收账款周转天数同比持平为 149 天，账龄结构有所改善，90 天内账款占比增多。5）现金流：2024 年经营活动现金流净额 6981 万元/yoy-83%，主因采购备货和支付供应商货款增多；截至 24 年末净现金 40 亿元，较年初减少约 9 亿元，随 25 年销售回款，现金流状况有望改善。盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服品牌，24 年在国内消费偏弱环境下，在大装专业产品矩阵、童装、电商多引擎驱动下保持稳健增长。公司 24 年推出超品店探索新零售业态，2025 年目标开店 100 家，有望贡献增长。考虑终端环境偏弱，我们将 25-26 年公司归母净利润预测分别从 13.29/15.48 亿元小幅调至 13.04/14.58 亿元，增加预测 2027 年归母净利润 16.16 亿元，对应 25-27 年 PE7/6/5X，维持“买入”评级。风险提示：渠道库存风险，坏账减值风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>