

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-18

宏观策略

2025 年 02 月 18 日

宏观点评 20250217：特殊时点，民企座谈会提振市场信心

本次会议的重要意义与 2018 年民营企业座谈会一致，参考上次会后资本市场情绪显著提升，创业板指开启了一轮结构性牛市。2018 年初，贸易摩擦引发资本市场动荡，民营企业质押风险快速提升，加上舆论场出现了“民营经济离场论”等错误言论，影响社会预期和信心。11 月总书记亲自主持召开民营企业座谈会并发表讲话，会议整体规格较高，在民企和资本市场信心持续走弱之时起到了“强心针”的作用。座谈会重申了“两个毫不动摇”，驳斥了“退场论”等错误观点，明确“三个没有变”，即非公有制经济地位、支持政策和发展环境方针不变，明确提出“民营企业和民营企业家是我们自己人”，显著缓解了市场对民营经济前景的担忧，增强了企业家和投资者的长期信心，提振了资本市场情绪。座谈会后，政府明确提出“对有股权质押平仓风险的民营企业采取特殊措施”，并联合地方政府、金融机构推出纾困基金，缓解了市场恐慌情绪，避免了系统性风险发生，有效地稳定了资本市场。座谈会召开后，A 股结束了此前持续下跌的趋势，2019 年创业板指开启了一轮结构性牛市，全年涨幅达 43.8%。

本次座谈会也将成为新一轮民企和科技乘风发展的起点，资本市场预计将显著受益。截至 2025 年 2 月 14 日，民营企业总市值占比已从 2018 年初的 29% 提升至 37%，民营经济在资本市场的重要程度逐步提升。在当前民营企业带来科技新突破的背景下，再次召开座谈会，体现了高层稳经济、稳市场主体的决心。关注后续金融、立法、营商环境等一揽子政策落地进展，进一步提振市场信心和情绪。风险提示：政策理解偏差的风险；后续政策落地节奏偏慢；2018 与当前历史环境未必完全可比。

宏观量化经济指数周报 20250216：房地产“白名单”机制带动信贷改善
在 2024 年 GDP 增速 U 型增长、2025 年 1 月份新增贷款和社融创历史新高的情况下，短期内兑现降准和降息的迫切性不高，有效融资需求还有待 2 月份数据做进一步检验。

海外周报 20250216：数据噪音放大美债利率波动，短期上行空间有限

核心观点：本周公布的美国 CPI、PPI、零售销售数据虽有 1 月季节性噪音，但其频频大幅超预期仍加剧了市场波动，美债利率冲高回落，全周振幅明显，基本面交易仍未有明确的主线。本周特朗普“对等关税”提上日程，落地速度相较预期温和，市场风险情绪边际缓和。向前看，未来两周海外重要经济数据较少，特朗普内政外交的不确定性或是大类资产的主导因素。在 1 月经济数据冲击、特朗普前期关税政策冲击影响边际趋缓后，短期内美债利率进一步大幅上行的空间料较为有限。

宏观深度报告 20250215：如何预期“土储专项债”发行规模？

展望 2025，“土储专项债”实际发行规模可能相对有限。假设 2025 年“土储专项债”的发行地区集中于经济基础相对较好、债务水平相对较低的“地方债自审自发”试点省份，全国“土储专项债”发行规模可能约为 5707 亿元，占全年专项债务新增限额预期值的 13.3%。风险提示：

(1) 本文仅就广东省下属各地级市自然资源部门披露的闲置土地收回收购计划进行了统计，并未统计区县级数据。(2) 地方政府披露的拟收购价

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

格可能隐含了拿地成本以外的建安费用，如此可能导致收购单价及折价率的测算不够准确。(3)部分拟收购土地的拿地成本等数据缺失，样本偏差可能导致平均折价率的测算不够准确。(4)测算实物财政支出、“土储专项债”发行规模时所采用的若干假设可能与未来实际值不符。

固收金工

固收周报 20250217：流动性中性偏紧环境如何破局？

关于银行体系缺乏流动性的原因，我们认为和信贷开门红的诉求相关。1月新增人民币贷款 51300 亿元，同比多增 2100 亿元，其中中长期贷款 39535 亿元，同比多增 163 亿元，短期贷款及票据融资 11754 亿元，同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色，总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增，结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏，但多数贷款仍将于一季度投放，在这样的情况下，银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。

固收周报 20250216：2025 年转债配置之三大胜负手

我们整体维持前期观点，转债市场目前存在一定结构性机会，尤其配置盘较青睐的中低价标的中，仍存在在 3 月、6 月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。

固收点评 20250215：二级资本债周度数据跟踪（20250210-20250214）

本周（20250210-20250214）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 1252 亿元，较上周增加 724 亿元。

固收点评 20250215：绿色债券周度数据跟踪（20250210-20250214）

本周（20250210-20250214）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 163.62 亿元，较上周增加 163.62 亿元。绿色债券周成交额合计 476 亿元，较上周增加 121 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

老铺黄金（06181.HK）：公司发布股权激励计划，春节销售旺引领市场热度

盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025 年春节这一波销售亮眼超预期，近期公司发布了股权激励计划更彰显了长期信心，我们上调公司 2024-2026 年从 10/ 13/16 亿元至 12.3/21.6/30.3 亿元，对应 2025-2026 年 PE 为 33/23 倍，维持“买入”评级。

伊力特（600197）：提能蓄力启新程，不负西域好风光

新疆白酒龙头，改革虽“缓”不怠。公司革故鼎新筹谋突破，围绕公司治理、人才储备、品牌宣传、渠道多元化建设等方面逐步推动底层机制转变，八年徐行渐起波澜。2023 年底，外聘高管董事李小刚、副总经理李长春上任以来，推动公司进行品牌、产品、渠道、区域布局等多方面战略梳理。产品方面，主要聚焦 500~1000 元伊力王酒系列、200~500 元伊力特壹号窖系列，补充 100~400 元大新疆系列，突出英雄文化、冰川生态等差异化元素，并对伊力王、壹号窖产品进行打磨更新。渠道方面，模式变革循序渐进、更具章法，1 是梳理优化核心产品渠道价格体系及利润设

置，推动部分系列产品实行价格双轨制。2 是推动伊力王经销商成立伊力王商会，以便合力推动市场开拓及价格维护。3 是指导大小老窖总经销产品成立平台公司进行专业化管理。商务需求向好叠加消费升级，疆酒龙头帆乘风扬。新疆近年白酒市场容量逐步扩张，我们估算 2023 年销售规模近 60 亿元，2019 年以来基本保持约 10% 的复合增速水平，在投资需求带动下，高端、次高端价位贡献主要消费增量，同时近 3 年来中高端 100~300 元价位也逐渐趋于活跃。公司作为新疆龙头品牌，两大核心单品伊力王、小老窖分别在当地商务、大众主流价格带稳定占据领先份额，长期经营下渠道壁垒相对深厚，消费者忠诚度高。目前公司在强化伊力王渠道管理及品牌推广以抓抢次高端扩容机遇的同时，也在有序补充 100~300 元产品卡位，以便及时跟上居民消费升级步伐，看好未来发展受益新疆白酒消费扩容机遇。

盈利预测与投资评级：公司目标进取，改革图新，在职业经理人操盘下，公司产品矩阵更新、渠道模式改进明显，内生潜力有望逐步释放。我们预计 2024~26 年归母净利润为 3.4/3.9/4.7 亿元（前值 3.4/4.0/4.7 亿元），同比-0%、+16%、+20%，对应 PE 为 22/19/16x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济向好不确定性；疆外品牌进入加剧竞争；省内次高端价格带容量不足；疆外市场扩张低于预期；食品安全问题。

舜宇光学科技 (02382.HK)：2024 年盈利预告点评：业绩超预期，手机高端化+智驾渗透有望助力公司增长

投资要点 事件：舜宇光学发布 2024 年业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 26.4-27.5 亿元，同比+140%至+150%，超市场一致预期。

手机：高端化见效，ASP 与毛利率提升 1) 2024 年公司手机镜头出货量为 13.2 亿件，同比+13.1%。根据 Canalys，2024 年中国大陆智能手机出货量达 2.85 亿台，同比+4%，受益国补 2025 年手机出货量仍具上行动力。公司持续推进产品结构改善，2024H1 6P 及以上产品出货量为 1.6 亿件，同比+23%，驱动 ASP 同比增长超 20%，手机镜头毛利率提升至 20%左右。公司大像面潜望式产品实现量产，多群组潜望式手机镜头完成研发，有望迅速承接潜望式镜头下沉至低端机型的增量需求。我们预计随手机出货复苏、光学环节竞争改善、公司 A 客户份额提升及产品结构改善，2025 年镜头有望量价齐升。2) 手机摄像模组出货量为 5.3 亿件，同比-5.9%。手机模组高端化成效显著，双群组内对焦潜望式产品已实现量产，2024H1 手机模组毛利率在 6-8%，全年有望实现公司毛利率提升至 6-10% 的指引。我们认为 AI 手机渗透率提升有望驱动多摄高端机型销量提升，释放摄像模组需求。

汽车：稳健增长持续布局，保持高盈利能力 1) 2024 年公司车载镜头出货量为 1.0 亿件，同比+12.7%。2024H1 毛利率稳定在 40%左右，目前公司已完成自动加热 ADAS 车载镜头的研发并获得汽车 OEM 项目定点；车载模组方面，8MP 市占率保持全球第一，持续迭代新品，2024H1 完成长距激光雷达模组及全固态补盲激光雷达研发并获得多个定点。2) 2025M2 比亚迪发布“智驾平权”战略，10/15/20 万级车型全系标配智驾系统，10 万以下车型多数搭配。龙头迈进智能化有望引领行业新一轮配置竞争，吉利、长安、奇瑞等厂商下放智驾功能至 10 万+价位车型。我们认为公司作为车载镜头龙头有望充分受益智驾方案下沉及高阶智驾渗透，车载镜头及模组保持高盈利能力。

盈利预测与投资评级：我们认为公司手机产品高端化有望持续，同时汽车产品受益于智驾渗透，因此我们将公司 2024/2025/2026 年预期归母净利润由 23.0/29.1/34.5

亿元上调至 26.9/33.2/42.4 亿元,最新收盘价对应 PE 分别为 35.6/28.8/22.6 倍,维持“买入”评级。风险提示:产品结构优化不及预期,车

安徽合力 (600761): 母公司与华为签署深化合作协议,赋能智能物流业务等板块

盈利预测与投资评级: 2024 年四季度叉车内需仍偏弱,出于谨慎性考虑,我们调整公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0(原值 14.6)/16.0(原值 16.8)/18.1(原值 19.3) 亿元,当前市值对应 PE 为 12/11/10X,维持“买入”评级。风险提示:地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

天准科技 (688003): 先发布局智驾与机器人,看好新兴业务加速产业化【勘误版】

消费电子、PCB、半导体、智能驾驶、机器人业务全面布局,充分受益量/检测国产替代加速: 作为消费电子视觉量检测、PCB 设备龙头,公司积极布局半导体、智能驾驶、机器人等领域,打开成长空间。(1) 消费电子业务: 公司稳固视觉量检测业务基本盘的同时,随着行业进入新的创新周期,公司积极配合客户相关样机研发,有望带来新增量。(2) PCB 业务: PCB 激光直接成像设备 (LDI) 持续升级,设备销量稳步提升; PCB AOI/AVI 设备持续扩大销售; 激光钻孔设备与高速贴片机已通过客户量产验证,并形成批量销售。(3) 半导体业务: 公司子公司苏州矽行首台 65nm 工艺节点明场纳米图形晶圆缺陷检测设备通过客户验收,客户已开始验证 40nm 工艺节点设备。德国子公司 Muetec 完成 40nm 套刻 (Overlay) 测量设备的开发,公司光学测量设备持续获得英飞凌、欧司朗等大客户订单。(4) 智能驾驶业务: 公司与英伟达、地平线公司深度合作,基于地平线 J5、J6、英伟达 Jetson 芯片落地了智能网、无人物流车、低空应用场景的 AI 底层技术和软硬件产品。公司 L4 自动驾驶控制器产品现已合作国内外 100 余家客户,产品覆盖 Robotaxi、Robobus、Robotruck、工程车辆、低速无人配送车、清扫车等 L4 应用场景。(5) 机器人业务: 子公司天准星智推出机器人智能控制器,基于 NVIDIA Jetson AGX Orin 嵌入式 GPU 模组开发,其算力可达 275TOPS,能够满足高清图像处理、大语言模型及数据实时分析等复杂场景的运算需求。 Q3 业绩短期承压,主要受光伏、电子行业客户验收放缓影响: 2024Q1-Q3 公司实现营收 8.51 亿元,同比-3.1%, 2024Q1-Q3 实现归母净利润-0.14 亿元,同比转亏,主要受光伏、电子行业客户验收延缓影响。Q3 单季营收为 3.10 亿元,同比-15.1%,环比-10.9%; 归母净利润为 0.13 亿元,同环比-65.8/+7.0%。

盈利能力略有下滑,持续维持高研发投入: 2024Q1-Q3 毛利率为 39.41%,同比-1.0pct,主要受光伏行业周期波动影响; 销售净利率为-1.61%,同比-6.3pct; 期间费用率为 42.81%,同比+3.5pct,其中销售费用率为 14.48%,同比+1.1pct,管理费用率为 7.71%,同比+1.1pct,研发费用率为 19.93%,同比

盈利预测与投资评级: 2024 年四季度叉车内需仍偏弱,出于谨慎性考虑,我们调整公司 2024-2026 年盈利预测为 14.0(原值 14.6)/16.0(原值 16.8)/18.1(原值 19.3) 亿元,当前市值对应 PE 为 12/11/10X,维持“买入”评级。风险提示:地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

瀚川智能 (688022): 战略调整导致一次性费用增加,看好公司高毛利汽车电子业务加速放量【勘误版】

回归汽车核心主业,新能源业务调整效果显著: (1) 汽车核心主业: 公司汽车装备涵盖 6 大智能制造产品线,包括插针机、线束、连接器、传感器、电控等自动化解决方案。瀚川批量出货的插针机效率高于国际龙头企业 Komax 的同时,其价格更低且良率更高。客户涵盖大陆集团、博世、采埃孚等全球前十大零部件厂商,以及泰科电子、莫仕等连接器龙头企业,与安波福、马勒、比亚迪等建立长期合作,成功进入欧美企业供应。

(2) 新能源业务: 公司进行战略调整, 优化团队架构, 重新聚焦日韩高毛利订单。对于拟新接订单, 设定严格的订单承接标准, 对订单的毛利率, 净利率, 付款条件、付款形式以及客户的信用状况及付款能力进行评估, 保证公司订单回款顺利。

Q3 业绩短期承压, 主要系计提较多存货减值: 2024Q1-Q3 公司实现营收 4.67 亿元, 同比-61.2%, 2024Q1-Q3 实现归母净利润-3.14 亿元, 同比转亏, 主要系计提了较多存货减值。Q3 单季营收为 0.47 亿元, 同比-90.5%, 环比-69.8%; 归母净利润为-1.88 亿元。盈利能力受一次性战略调整费用影响承压, 静待公司高毛利汽车业务放量: 2024Q1-Q3 毛利率为 17.59%, 同比-4.62pct; 销售净利率为-69.55%, 同比-70.4pct。期间费用率为 65.03%, 同比+38.11pct, 其中销售费用率为 18.86%, 同比+9.60pct, 管理费用率为 29.66%, 同比+20.98pct, 研发费用率为 10.82%, 同比+3.31pct, 财务费用率为 5.70%, 同比+4.22pct。

合同负债显著增长, 负现金流情况显著改善: 截至 2024Q3 末公司合同负债为 3.27 亿元, 同比+194.4%, 存货为 9.75 亿元, 同比+3.0%。2024Q3 公司经营活动净现金流为-0.12 亿元, 同环比显著改善。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-11.1/0.7/1.2 亿元, 2025-2026 年 PE 分别为 36/20 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

国安达 (300902): 消防安全领军企业, 低空经济有望打造第二成长曲线
我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为-0.15 亿元、0.42 亿元、0.86 亿元, 对应增速分别为-140%、378%、103%, 对应 PE 分别为-215、78/、38 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

国光电气 (688776): 核工业开拓新增长极, 微波器件筑牢基本优势, 双支柱构建发展新格局

盈利预测与投资评级: 国光电气作为国内领先的微波电真空器件及核工业设备供应商, 其业务布局多元且极具前瞻性。在微波器件领域, 公司已成为国内微波电子器件的主要科研生产基地之一。在核工业设备领域, 公司生产的偏滤器、屏蔽模块等设备在聚变设备中发挥着重要作用, 随着国内可控核聚变项目的推进, 该业务有望迎来更大的发展空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.75/1.28/1.67 亿元, 对应 PE 分别为 75/44/34 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 1) 技术升级替代风险; 2) 研发失败和成果转化风险; 3) 业绩增长持续性风险; 4) 第一壁 (FW) 和核用泵产品量产风险。

科华数据 (002335): 数据+数能双星驱动, AI+出海两翼腾飞【勘误版】

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为: 5.5/7.1/9.7 亿元, 同比+8.4%/29.9%/36.1%, 对应 PE 为 32x/25x/18x。考虑 1) 海外光储市场高景气, 公司新能源业务海外布局加速, 预计明后年盈利能力随海外市场拓展继续提升; 2) 人工智能爆发, 驱动公司智慧电能和智算中心业务需求提升, 我们给予公司 2025 年 30xPE, 对应目标价 46 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、国际贸易及行业政策变动风险、海外拓展不及预期、AI 需求不及预期。

大商股份 (600694): 东北零售龙头迎新帅, 优质资产调改或迎重估新机遇

盈利预测与投资评级: 我们预计 2024~26 年公司归母净利润为 5.9/ 6.5/ 7.0 亿元, 同比+17%/+10%/+8%, 对应 2 月 13 日收盘价为 14/ 12/ 11 倍 P/E。整体上看, 大商股份的 PE、PB 估值均低于行业平均水平。叠加公

司换帅带来未来潜在经营改善的可能，首次覆盖，给予“买入”评级。。

科华数据（002335）：数据+数能双星驱动，AI+出海两翼腾飞

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为：5.5/7.1/9.7 亿元，同比+8.4%/29.9%/36.1%，对应 PE 为 24x/19x/14x。考虑 1）海外光储市场高景气，公司新能源业务海外布局加速，预计明后年盈利能力随海外市场拓展继续提升；2）人工智能爆发，驱动公司智慧电能和智算中心业务需求提升，我们给予公司 2025 年 25xPE，对应目标价 39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、国际贸易及行业政策变动风险、海外拓展不及预期、AI 需求不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250217：特殊时点，民企座谈会提振市场信心

2025年2月17日，习近平总书记出席民营企业座谈会，并发表重要讲话。从时间点来看，本次会议有三个重要背景：一是时间在特朗普上台、加征关税落地后，此时召开会议与2018年民营企业座谈会的时间点比较相似。关税带来出口冲击，对民企的影响普遍大于国企，2024年我国总出口中民企占比约64.9%。在此时召开会议，体现了中央对民营企业的支持和呵护，也有助于稳定社会预期和信心。二是时间在民营企业取得重大突破之际。春节期间的两大亮点是文娱领域的《哪吒2》、科技领域的Deepseek，前者已经打破诸多票房纪录，后者更是在美国出口管制倒逼下实现算力效率优化，表明美国对华技术遏制并没有打断中国科技进步。这二者都离不开中国民营企业，也是中国经济的活力所在，因此我们看到本次民营企业座谈会的一大特点是具有较高的科技含量。三是会议时间在两会之前，意味着后续支持民营经济和科技创新的政策，可以在政府工作报告中部署，需要走法律流程的话，也能抓住两会这个时间窗口。整体来看，此时召开会议，释放了鼓励支持民营经济发展的积极信号，对于激发市场活力、增强发展动力具有重要意义。对此，我们理解如下：第一，强法治乃民营企业发展之根基。推进立法、加强权益保护、规范涉企执法，是近期支持民营企业发展的重点。去年底以来，社会上出现了对于民营企业的“远洋捕捞”式违规执法，影响了社会预期和信心，9月政治局会议以来，中央高层注意到了这个问题并已经开始着手解决。如9月政治局会议提出“要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境”。随后10月，司法部、国家发改委发布《民营经济促进法》草案征求意见稿，在法律层面再次明确，民营企业及其经营者的人身权利、财产权利等合法权益受法律保护。12月中央经济工作会议提出“开展规范涉企执法专项行动”后，12月16日国务院以“加快落实行政执法量权基准制度，进一步提升行政执法规范化水平”为主题，进行第十一次专题学习，再次强调这一问题。第二，重创新是民营企业前行之动能。在新型举国体制中，企业是科技创新的主体，平台企业更要在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。春节期间Deepseek横空出世，再次表明中国民营企业也能在前沿科技竞争中发挥引领作用，而不仅仅是作为跟随者亦步亦趋。在新型举国体制里，企业是科技创新的主体，2023年在全社会研发经费中的占比达到79.3%，政府则更多发挥组织作用。早在2022年中央经济工作会议就指出“完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位”；今年2月8日，习近平总书记在听取吉林省委和省政府工作汇报时再次强调“强化企业创新主体地位，优化创新生态，力争在一批重大科技专项上取得新突破”。第三，增信心为民营企业壮大之要义。本次会议的重要意义与2018年民营企业座谈会一致，参考上次会后资本市场情绪显著提升，创业板指开启了一轮结构性牛市。2018年初，贸易摩擦引发资本市场动荡，民营企业质押风险快速提升，加上舆论场出现了“民营经济离场论”等错误言论，影响社会预期和信心。11月总书记亲自主持召开民营企业座谈会并发表讲话，会议整体规格较高，在民企和资本市场信心持续走弱之时起到了“强心针”的作用。座谈会重申了“两个毫不动摇”，驳斥了“离场论”等错误观点，明确“三个没有变”，即非公有制经济地位、支持政

策和发展环境方针不变，明确提出“民营企业和民营企业是我们自己人”，显著缓解了市场对民营经济前景的担忧，增强了企业家和投资者的长期信心，提振了资本市场情绪。座谈会后，政府明确提出“对有股权质押平仓风险的民营企业采取特殊措施”，并联合地方政府、金融机构推出纾困基金，缓解了市场恐慌情绪，避免了系统性风险发生，有效地稳定了资本市场。座谈会召开后，A股结束了此前持续下跌的趋势，2019年创业板指开启了一轮结构性牛市，全年涨幅达43.8%。本次座谈会也将成为新一轮民企和科技乘风发展的起点，资本市场预计将显著受益。截至2025年2月14日，民营企业总市值占比已从2018年初的29%提升至37%，民营经济在资本市场的重要程度逐步提升。在当前民营企业带来科技新突破的背景下，再次召开座谈会，体现了高层稳经济、稳市场主体的决心。关注后续金融、立法、营商环境等一揽子政策落地进展，进一步提振市场信心和情绪。风险提示：政策理解偏差的风险；后续政策落地节奏偏慢；2018与当前历史环境未必完全可比。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券
 分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250216：房地产“白名单”机制带动信贷改善

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年2月16日，本周ECI供给指数为50.17%，较上周回升0.09个百分点；ECI需求指数为49.88%，较上周回升0.04个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.95%，较上周回升0.09个百分点；ECI消费指数为49.59%，较上周回落0.03个百分点；ECI出口指数为50.27%，较上周回升0.05个百分点。月度ECI指数：从2月前两个周的高频数据来看，ECI供给指数为50.17%，较1月回落0.28个百分点；ECI需求指数为49.86%，较1月回落0.03个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.90%，较1月回落0.11个百分点；ECI消费指数为49.60%，较1月回升0.13个百分点；ECI出口指数为50.24%，较1月回落0.16个百分点。从ECI指数来看，节后工业生产的修复仍在延续，随着返工进程的推进基本已恢复至去年同期水平，需求端则出现结构性分化，地产销售和出口呈现平稳修复的态势，而基建和乘用车零售同比表现较为低迷，但预计随着财政政策的逐步发力，需求端仍将保持边际回暖的态势。地产方面，节后11天（初八到初十八）30大中城市商品房日均成交面积录得15.29万平方米，较去年同期回升12.80%，而根据中指研究院相关数据，2025年1月北京二手商品住宅成交12480套，为2022年以来同期成交套数最高值，均指向地产销售平稳修复；基建方面，2月12日石油沥青装置开工率录得25.9%，截至2月13日（农历正月十六），全国13532个工地开复工率劳务上工率和资金到位率分别录得23.5%、27.5%和35.0%，多项数据均低于去年农历同期，指向基建投资的修复偏慢，仍待财政资金的支持落地。ELI指数：截至2025年2月16日，本周ELI指数为-1.24%，较上周回落0.03个百分点。有效融资需求还需2月份数据合并检验，短期内兑现降准和降息的迫切性不高。由于2025年春节较2024年春节提前，1月份新增贷款容易受到工作日减少的影响，然而2025年1月金融机构口径新增贷款达到5.13万亿，在2024年同期创下历史最高值的基数上同比多增2100亿元，剔除非银金融贷款之后的实体经济新增人民币贷款达到5.22万亿，同比多增3,799亿元，春节假期对贷款投放影响的“消失”，或反映出由于预期今年年内贷款利率保持下行，加之去年四季度储备的贷款项目配合“早投放早收益”的冲动，不但冲抵了春节效应，

而且对冲了“化债”对存量贷款的影响。从新增社融看，在表内贷款同比多增 3,799 亿和政府债券融资同比多增 3,986 亿元的共同推动下，社融创下单月历史记录，新增社融 7.07 万亿，同比多增 5,866 亿元，截至 2024 年末，新增贷款和社会融资规模增速分别下降 0.1 个百分点至 7.5% 和持平于 8.0%。从结构上看，2025 年 1 月份非金融企业融资支撑贷款超预期增长，其中企业部门的长期贷款和短期贷款分别新增 3.46 万亿和 1.74 万亿，分别同比多增 1,500 亿元和 2,800 亿元，对公贷款高增长的来源一方面或是 2024 年四季度储备项目的集中投放；另一方面或来自房地产融资“白名单”机制有效运行，金管局 1 月份曾披露数据显示，截至 1 月 22 日，房地产“白名单”项目贷款增加 5700 亿。相比之下，居民部门融资合计新增 4,438 亿元，同比少增 5,363 亿元。但是不应孤立看待 1 月份单月数据，还应结合 2 月份金融统计量做综合评估，以确认有效融资需求回暖的持续性，春节期间居民消费景气度是否好转有待 2 月份数据做进一步验证。货币：流动性继续改善。2025 年 1 月末 M2 回落 0.3 个百分点至 7.0%，修正口径 M1 同比增速从 1.2% 回落至 0.4%，两者“剪刀差”环比扩张至 6.6%。从存款端拆分部门来看，2025 年 1 月非金融企业和居民存款分别减少 2,060 亿元和增加 5.52 万亿，分别同比少增 1.35 万亿和同比多增 2.99 万亿，表明春节前由于发放奖金和工资的原因，存款从企业端转移到居民端，这一部分往往在春节后再次出现回流。非银金融机构存款减少 1.11 万亿，同比少增 1.66 万亿；财政存款增加 3,324 亿元，同比少增 5,280 亿元。由于 2025 年 1 月股市趋于震荡走弱，存款向股市转移的速度继续减缓，但财政存款向企业存款的转移继续改善企业流动性，对企业流动性来说，原口径 M1 的指引作用更强。货币政策宽松还需要“择机”。结合近期央行发布的 2024 年四季度货币政策执行报告，在坚持“实施好适度宽松的货币政策、强化逆周期调节”政策基调之上，也认为应“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，在 2024 年 GDP 增速 U 型增长、2025 年 1 月份新增贷款和社融创历史新高高的情况下，短期内兑现降准和降息的迫切性不高，有效融资需求还有待 2 月份数据做进一步检验。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）

海外周报 20250216: 数据噪音放大美债利率波动，短期上行空间有限
 核心观点：本周公布的美国 CPI、PPI、零售销售数据虽有 1 月季节性噪音，但其频频大幅超预期仍加剧了市场波动，美债利率冲高回落，全周振幅明显，基本面交易仍未有明确的主线。本周特朗普“对等关税”提上日程，落地速度相较预期温和，市场风险情绪边际缓和。向前看，未来两周海外重要经济数据较少，特朗普内政外交的不确定性或是大类资产的主导因素。在 1 月经济数据冲击、特朗普前期关税政策冲击影响边际趋缓后，短期内美债利率进一步大幅上行的空间料较为有限。大类资产：美债利率冲高回落，市场风险情绪边际缓和。美国重要经济数据的持续超预期主导了本周美债利率走势，叠加关税政策影响，美债利率与美元走势阶段性分化：全面超预期的 1 月美国 CPI 引致美债利率飙升，但后续公布的 PPI、零售销售数据令降息预期升温，美债利率回吐本周全部涨幅；本周特朗普宣布“对等关税”但落地时间延后，市场风险情绪暂缓，美元指数下行。本周（2 月 10 日至 14 日）美债利率冲高回落，10 年美债利率最高上破 4.65%，最新收于 4.476%，全周降 1.9bps，振幅达 20bps，2 年美债利率降 3bps 至

4.259%；美元指数自周内 108.5 的高位回落至 106.8，为去年 12 月中旬以来新低，降幅达 1.23%。本周特朗普签署“对等关税”备忘录，其实际落地时间相比预期更晚，市场对全面、激进关税的担忧暂缓，风险情绪边际缓和，全球股市普遍上涨，标普 500、斯托克 600、日经 225 指数全周分别上涨 1.47%、1.78%、0.93%。而受中国科技股估值信心提振影响，中国资产本周大涨，恒生指数、恒生科技、美股中概指数分别大涨 7.04%、11.4%、72.9%。

海外经济：1 月美国经济数据受季节性、寒冷天气和加州山火等扰动因素影响，噪音较大，但仍带动降息预期周内反复“横跳”。本周公布的美国 1 月 CPI 数据全面超预期，而后续公布的 PPI 虽仍大超预期，但关键分项指引 1 月 PCE 通胀或相较 CPI 更加温和；周五公布的零售销售大幅不及预期，降息预期再度升温。周三公布的 1 月美国 CPI 环比+0.47%，预期+0.3%，前值+0.36%；核心环比+0.446%，预期+0.3%，前值+0.21%；CPI 同比+3.0%，核心同比+3.26%，均较前值超预期反弹。1 月 CPI 虽有季节性的价格重置、季调因子年度更新、加州山火的影响等扰动，全面大超预期的 CPI 仍令市场交易通胀升温与降息延后，10 年美债利率飙升至 4.65%。周四公布的美国 1 月 PPI 同比+3.5%，预期+3.3%，前值由+3.3%上修至+3.5%；核心 PPI 同比+3.6%，预期+3.3%，前值由+3.5%上修至+3.7%，尽管分项全面超预期且前值上修，但其与 PCE 相关的分项如航空服务、医疗保健、金融服务等环比降温，暗示的 1 月 PCE 可能相较 CPI 更温和，因而数据发布后市场交易降息预期的升温，美债利率下行。周五公布的 1 月美国零售销售大幅不及预期：环比-0.9%，预期-0.2%；核心对照小组环比-0.8%，预期+0.3%，其中绝大多数项目如机动车、运动商品等环比大降，虽有恶劣天气和自然灾害的影响，大幅不及预期的零售数据仍令市场交易降息预期的回升，美债利率延续回落。主要受本周较弱的零售销售数据影响，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.94%下调至最新的+2.34%，纽约联储 Nowcast 模型将预测值由+3.12%下调至+3.015%。

海外政治：对等关税提上日程，特朗普内政外交争议不断。本周特朗普内政外交动作频繁，尽管“对等关税”落地冲击好于预期，但马斯克政府效率部门改革大刀阔斧、特朗普同俄罗斯总统普京通话推进俄乌冲突的解决，内政外交仍争议不断。在经贸议题上，特朗普于本周四签署《对等贸易及关税备忘录》，要求对美国贸易伙伴及其采取的关税、歧视性域外税、非关税壁垒、操纵汇率等行为进行调查，并基于调查结果采取补救措施（采取对等关税）。商务部长提名人霍华德·卢特尼克表示，上述调查应在 4 月 1 日之前完成。从备忘录内容来看，特朗普将着眼于更为宽泛的贸易对象和商品，或预示着美国互惠贸易立场的根本性转变。但其选择经由调查后决定关税细节而非直接签署行政命令加征关税，或意味着特朗普并不倾向于在短期内大规模加征关税。在内政议题上，马斯克辖下的政府效率部（DOGE）持续掀起波澜。本周一，特朗普签署行政命令授权政府效率部能够与联邦机构进行协调，以削减工作岗位并限制招聘。而政府效率部的裁员建议在本周内持续受到司法系统和被裁员者的反对。此外，据 NBC 报道，目前仅 7.5 万名美国公务员接受了特朗普政府提出的自愿辞职并获得离职补偿金的方案，占 240 万名联邦文职雇员的约 3%，远低于此前设定的 5%-10% 目标。在外交议题上，本周三特朗普同俄罗斯总统普京进行通话，同意开始就结束乌克兰战争进行谈判，并表示期待与普京的会面。在结束同普京的通话后，特朗普与乌克兰总统泽连斯基交换意见。然而，上述外交行动令欧盟和乌克兰倍感压力，担心美国可能谋求在没有欧洲和乌克兰参与的情况下与俄达成协议。总体

上看，俄乌冲突的和平进程仍然面临较大的不确定性。 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）

宏观深度报告 20250215：如何预期“土储专项债”发行规模？

截至 2025 年 2 月 13 日，广东省已有至少 11 个地级市披露了拟收购存量闲置土地相关信息。涉及地块共 74 宗，其中 59 宗完整披露了土地面积、拟收购价格等信息，土地面积合计达 262.35 万平方米，拟收购价格合计达 192.46 亿元，拟收购单价平均为 7336.05 元/㎡。广东省披露的闲置土地收购计划目前呈现出三大特征： 1.拟收购的土地使用权人约 85%为地方国企。据统计，59 宗数据完整的拟收购存量闲置土地共涉及 46 家土地使用权人，在剔除 3 家暂时无法确定实控人的企业后，剩余 43 家企业中仅有 2 家为民营企业，其他 41 家企业均为地方国企（39 家）或央企（2 家）。从具体成因看，一方面，目前各地土储中心基本只接受尚未被用于融资的闲置净地收储，但许多民营房企融资难度、现金流压力相对较高，可能无力获得解除地块抵押的周转资金，最终难以满足收购要求。另一方面，在财预[2022]126 号文发布之前，部分地方政府可能存在协调本地国企托底拿地以稳定土地出让市场、满足政府性基金预算收入目标的行为。当前，部分地方政府可能也存在使用“土储专项债”帮助相关国企管控债务风险的倾向。 2.以拿地成本数据可得的 35 宗土地为样本测算，政府拟收购单价较拿地成本平均折价约 15.3%。在历史拿地成本数据可得的 37 宗土地中，梅州 2 宗土地为协议出让，剩余 35 宗土地为招拍挂出让。以后者 35 宗土地为样本测算，相关土地的面积合计达 145.33 万㎡，政府拟收购价格合计达 120.77 亿元，拟收购单价平均为 8310.30 元/㎡，与相关土地的拿地成本平均为 9806.54 元/㎡相比，拟收购单价平均折价约 15.3%。 3.过半拟收购土地在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回的风险。根据《闲置土地处置办法》，除政府行为等原因导致土地闲置外，未动工开发满 2 年的闲置土地由市、县国土资源主管部门依法报批后，地方政府可无偿收回国有建设用地使用权。在能够获取“约定开工时间”的 24 宗土地中，有 15 宗土地的“约定开工时间”早于 2023 年 12 月末，即如果相关地块继续闲置，那么上述地块在 2025 年可能面临地方政府有权无偿收回国有建设用地使用权的风险。 展望 2025，“土储专项债”实际发行规模可能相对有限。假设 2025 年“土储专项债”的发行地区集中于经济基础相对较好、债务水平相对较低的“地方债自审自发”试点省份，全国“土储专项债”发行规模可能约为 5707 亿元，占全年专项债务新增限额预期值的 13.3%。 风险提示：（1）本文仅就广东省下属各地级市自然资源部门披露的闲置土地回收收购计划进行了统计，并未统计区县级数据。（2）地方政府披露的拟收购价格可能隐含了拿地成本以外的建安费用，如此可能导致收购单价及溢价率的测算不够准确。（3）部分拟收购土地的拿地成本等数据缺失，样本偏差可能导致平均溢价率的测算不够准确。（4）测算实物财政支出、“土储专项债”发行规模时所采用的若干假设可能与未来实际值不符。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收周报 20250217：流动性中性偏紧环境如何破局？

观点 流动性持续中性偏紧，何时能够缓解？同时央行 2024 年四季度货币政策执行报告发布，如何看待后续货币政策落地节奏？ 2025 年开年以来，以 DR007 和 R007 为代表的资金利率始终高于以 7 天期逆回购利率为代表的政策利率。同时，以春节前和春节后为分界线，年前 R007 和 DR007 之间的利差较大，表明非银机构缺钱程度更甚，而年后两者的利差趋于收敛，甚至代表隔夜融资成本的 DR001 和 R001 之间出现倒挂，银行的缺钱程度大于非银。关于银行体系缺乏流动性的原因，我们认为和信贷开门红的诉求相关。1 月新增人民币贷款 51300 亿元，同比多增 2100 亿元，其中中长期贷款 39535 亿元，同比多增 163 亿元，短期贷款及票据融资 11754 亿元，同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色，总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增，结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏，但多数贷款仍将于一季度投放，在这样的情况下，银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。针对这一现状，最直接的解决方法便是央行通过降准投放流动性，相较于买断式逆回购和公开市场操作投放的流动性更加长期和低成本。而央行目前对于货币政策的态度，可以通过最新发布货币政策执行报告窥见一二，新增了“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”这一表述，长期来看支持性的货币政策立场不变，但短期内相机抉择性提升，降准节奏或快于降息，债市短期将保持震荡，追涨性价比降低，等待“跌出来的机会”。

美国 1 月 CPI、PPI 等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ 上周（0210—0214）海外、国内方面格局上基本延续跨年行情，相关题材表现亮眼。在周中 CPI 数据公布后，10 年期美债收益率向上突破至 4.6% 以上，之后又再次跌至 4.5% 以下。本周美国 1 月 CPI 数据虽远高于市场预期，但不排除季节因素等噪声的干扰，不一定预示着通胀回落的反转。但即使存在噪声的干扰，美联储在一季度降息的可能性也已是极小。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 1 月 CPI、PPI 均超预期上升，通胀出现回升迹象。2 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 1 月 CPI 同比涨幅从去年 12 月的 2.9% 上升至 3.0%，高于预期值 2.9%；CPI 环比上升 0.5%，大于前值 0.4% 和预期值 0.3%。剔除波动较大的食品和能源价格后核心 CPI 同比上涨 3.3%，预期值 3.1%，前值 3.2%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，预期值 0.3%，前值 0.2%。从 CPI 结构来看，1 月能源通胀同比为 0.8%，2024 年 12 月为 -0.3%；食品通胀同比增长维持 2.5%；核心服务通胀的 1 月份同比增长 4.3%，上月为 4.5%。美国 1 月 PPI 同比增速维持 3.5%，高于预期值 3.3%；环比上升 0.4%，高于预期值 0.3%，低于前值 0.5%。1 月核心 PPI 同比上涨 3.6%，预期值 3.3%，前值 3.7%；核心 PPI 环比上涨 0.3%，预期值 0.3%，前值 0.4%。美国 1 月 CPI 数据远高于市场预期，已连续 4 个月反弹。1 月份能源通胀由负转正，核心商品对通胀下行的贡献进一步减弱，是美国 1 月份 CPI 反弹的主要原因。

(2) 美国 2 月 8 日当周首次申请失业救济人数下降，2 月 3 日当周持续领取失业金人数下降。美国劳工部 2 月 13 日公布的数据显示，截至 2 月 8 日当周，美国首次申请失业救济人数为 21.3 万人，低于前一周的 21.9 万人，也低于预期的 21.6 万人；2 月 3 日当周美国持续申请失业救济人数为 185 万，低于前值 188.2 万，也低于预期值 188.6 万。

(3) 美联储 3 月降息概率继续下降。美国达拉斯联储主席洛根表示，美联储 2% 这一通胀目标不容讨论。美国达拉斯联邦储备银行主席洛丽·洛根周五表示，美联储在未来几个月应保持谨慎，即使通胀

降至 2% 目标附近，也不一定意味着有进一步降息的空间。她的言论再次强调了利率政策需保持谨慎，不应因短期通胀回落而贸然行动。洛根表示：“即使通胀数据向好，并接近 2% 目标，我仍认为我们应保持谨慎。因为如果劳动力市场和整体经济依然强劲，这并不一定意味着有降息的空间。洛根的这番言论呼应了她上周的表态。她此前曾表示，当前的利率水平可能已接近“中性”水平，即既不会刺激经济增长，也不会过度抑制经济活动。因此，即便通胀放缓，短期内进一步降息的必要性仍存疑。”目前，货币政策究竟有多大的紧缩性仍是一个关键问题，因此我们需要谨慎行事。”截至 2 月 15 日，Fedwatch 预期 3 月降息 25bp 的概率下降至 4.0%，上周为 8.0%；2025 年 5 月在 3 月份降息的基础上再次降息的可能性下降至 0.5%，上周为 5.5%。

风险提示：财政政策力度不及预期；资金面持续紧张。

（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 20250216：2025 年转债配置之三大胜负手

上周（0210—0214）海外、国内方面格局上基本延续跨年行情，相关题材表现亮眼，转债则表现出一定跟随上的困境，表现原因或由于一方面转债属于双层估值结构，包括正股层面的市盈率/市净率的抬升，以及转股溢价率的同步抬升，因此转债的估值抬升可能会快于正股，另一方面转债作为企业再融资手段，本身存在即有其内生性，“资产荒”更是在去年极端行情后进一步深化，优质标的的稀缺导致优质标的估值已经在跨年行情中充分定价。我们整体维持前期观点，转债市场目前存在一定结构性机会，尤其配置盘较青睐的中低价标的中，仍存在在 3 月、6 月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。综上所述，2025 年相对收益的胜负手或需要考虑以下三方面如何做选择：1）信用评级是否下沉。在经历 2024 年转债市场短暂的高收益化后，部分机构强化了风控管理，导致中低评级既缺乏流动性也更容易存在错误定价的可能，这给主动性更强的资金创造了获取超额收益的机会。2）能否把握 W 型（或 V 型）机会。2024 年转债整体呈现出 W 型表现特征，震荡上行，除了权益市场的主导因素外，转债信用风险的叠加让善于择时的转债投资人获得了跑赢市场的多次良机。展望 2025 年，我们认为一方面可以把 2024 年作为参考基准，另一方面市场的折返或更浅，同时转折时点存在由于抢跑而提前的可能。3）仓位。体现在仓位轻重和仓位结构两方面，如果单纯从转债自身考虑，进一步错误定价的结构性机会或需要市场出现一定信用风险暴露作为催化，但同时如果从纯债、转债、权益大类配置的角度考虑，转债的低波动、可攻可守的特征，或给予部分高评级、中低价标的以更高的估值。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：浦发转债、建工转债、凌钢转债、国投转债、华海转债、闻泰转债、通 22 转债、精工转债、天业转债、兴发转债。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：中信转债、长信转债、海环转债、伊力转债、海亮转债、美锦转债、利群转债、核建转债、和邦转债、大丰转债。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 20250215：二级资本债周度数据跟踪（20250210-20250214）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250210-20250214）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 2 月 14 日，二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末（20250207）无变

化。 二级市场成交情况： 本周（20250210-20250214）二级资本债周成交量合计约 1252 亿元，较上周增加 724 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC（112.79 亿元）、24 工行二级资本债 02BC（48.06 亿元）和 24 浦发银行二级资本债 02A（41.25 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 833.82 亿元、181.52 亿元和 55.71 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 2 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：5.14BP、8.32BP、8.36BP；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：7.36BP、4.30BP、4.89BP；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：3.89BP、5.49BP、3.23BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250210-20250214）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，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 18 伊川农商二级 01（-8.7376%）、18 十堰农商二级 01（-6.5894%）、18 营口银行二级 02（-6.5776%），其余折价率均在-2.00%以内。中债隐含评级以 AA-、AA、A+评级为主，地域分布以福建省、浙江省、山东省和河北省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 中行二级资本债 01B（0.4072%）、24 宁波银行二级资本债 02（0.3979%）和 23 农行二级资本债 02B（0.3705%），其余折价率均在 0.37%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。 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 20250215：绿色债券周度数据跟踪（20250210-20250214）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250210-20250214）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 163.62 亿元，较上周增加 163.62 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司、中外合资企业、其他企业；主体评级多为 AAA 级；发行人地域为北京市、上海市、广东省；发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债、中期票据。 二级市场成交情况： 本周（20250210-20250214）绿色债券周成交额合计 476 亿元，较上周增加 121 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 238 亿元、161 亿元和 53 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.69%，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 184 亿元、94 亿元和 30 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 162 亿元、52 亿元和 49 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250210-20250214）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，折价成交的比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前四的个券为 22 万科 GN003（-6.1279%）、18 武汉地铁绿色债 01（-0.6728%）、24 临沂财金 GN001（碳中和债）（-0.6197%）和 22 万科 GN001（-0.6091%），其余折价率均在-0.60%以内。主体行业以房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AA(2)、AAA 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 河南债 06（0.3905%）、19 山东 36（0.3222%）和 22 宁德时代 GN001（0.3086%），其余溢价率均在 0.30%以内。主体行业以金融、房地产、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AA+评级为主，地域分布以广东省、江苏省、湖北省居多。 风险提示

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

推荐个股及其他点评

老铺黄金 (06181.HK): 公司发布股权激励计划, 春节销售旺引领市场热度

投资要点 股权激励绑定核心团队, 强化长期发展动能: 老铺黄金于 2025 年 2 月 10 日发布《2025 年股份奖励计划》公告, 拟通过向核心团队授予不超过 947.75 万股 H 股 (占已发行 H 股的 10%), 总规模达当前股本的 5.63%。激励对象包括董事 (独立非执行董事除外)、监事及核心员工, 重点聚焦高绩效员工 (上年度绩效需“优秀”) 及关键岗位 (如高级管理层、技术骨干), 覆盖广度与深度兼具。该计划旨在吸引、激励及保留核心人才, 推动公司长期战略落地。 高端定位支撑价格弹性, 2025 年新一轮提价已陆续开始: 老铺黄金凭借古法黄金工艺与高端品牌定位, 持续强化产品溢价能力。2024 年四季度以来, 金价持续走高, 高端黄金消费韧性凸显, 老铺黄金作为古法金龙头品牌, 具备更强的议价权。与此同时, 公司通过每年两次提价维持基本 40% 的毛利率, 根据相关社交媒体消费者讨论显示, 老铺黄金 2025 年第一次提价预计将在 2 月份陆续进行。 高净值人群追捧, 社交媒体热度飙升, 春节期间销售火爆: 春节期间, 老铺黄金成为高净值消费者与年轻群体的热门选择, 互联网平台涌现大量“晒单”内容。古法黄金的文化属性与保值特性契合节日送礼需求, 足金镶嵌系列因兼具时尚与收藏价值备受青睐。品牌通过主题门店 (如 SKP、万象城店) 营造高端购物体验, 吸引消费者打卡分享, 进一步扩大品牌声量。 加速布局高端商圈, 门店优化推动单店效能增长: 2024 年, 老铺黄金延续全自营+高端商圈战略, 截至 2024 年 12 月, 共开设门店 36 家, 其中, 2024 年新开设门店 6 家, 焕新门店 5 家, 主要覆盖一线及新一线城市核心商圈。2025 年公司将继续延续募集计划, 稳步推进高端重奢项目的门店拓展。 盈利预测与投资评级: 老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌, 在高净值客户中有较好的口碑, 以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位, 2025 年春节这一波销售亮眼超预期, 近期公司发布了股权激励计划更彰显了长期信心, 我们上调公司 2024-2026 年从 10/13/16 亿元至 12.3/21.6/30.3 亿元, 对应 2025-2026 年 PE 为 33/23 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 金价大幅波动、门店扩张不及预期

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

伊力特 (600197): 提能蓄力启新程, 不负西域好风光

投资要点 新疆白酒龙头, 改革虽“缓”不怠。伊力特前身为五十年代的新疆建设兵团十团农场副业加工厂所成立的酿酒组, 作为解放后伴随新疆现代化建设共同成长起来的红色品牌, 在省外品牌加速进驻新疆之前, 伊力特在相当长一段时间里在省内拥有显著的份额领先地位。此后在市场化浪潮下, 公司包销制为主的机制弊端逐渐显现。在董事长陈智领导下, 公司革故鼎新筹谋突破, 围绕公司治理、人才储备、品牌宣传、渠道多元化建设等方面逐步推动底层机制转变, 八年徐行渐起波澜。2023 年底, 公司历史性通过外部招聘引入营销专才, 市场化改革决心更甚。两位外聘高管此前分别任职于泸州老窖、沱牌

舍得等一线酒企，在品牌、渠道和管理等方面拥有丰富实战经验，上任以来在产品矩阵梳理、价格管控、渠道模式调整等多方面陆续出台动作，为公司进一步注入改革活力，推动公司营销变革发生根本性变化。主动作为多路并进，全面改革开启新程。董事李小刚、副总经理李长春上任以来，推动公司进行品牌、产品、渠道、区域布局等多方面战略梳理。产品方面，主要聚焦 500~1000 元伊力王酒系列、200~500 元伊力特壹号窖系列，补充 100~400 元大新疆系列，突出英雄文化、冰川生态等差异化元素，并对伊力王、壹号窖产品进行打磨更新。渠道方面，公司模式变革循序渐进、更具章法，1 是梳理优化核心产品渠道价格体系及利润设置，推动部分系列产品实行价格双轨制。2 是推动伊力王经销商成立伊力王商会，以便合力推动市场开拓及价格维护。3 是指导大小老窖总经销产品成立平台公司进行专业化管理。区域布局方面，伊力王规划面向华北及华东 10 个省份，主要采取非流通的小商模式，招募资源型、团购型经销商。壹号窖、大新疆则规划采取区域代理模式，以地级市为单位招募流通经销商，主要面向已有一定品牌基础的 8 个省份。商务需求向好叠加消费升级，疆酒龙头帆乘风扬。新疆近年白酒市场容量逐步扩张，我们估算 2023 年销售规模近 60 亿元，2019 年以来基本保持约 10% 的复合增速水平，在投资需求带动下，高端、次高端价位贡献主要消费增量，同时近 3 年来中高端 100~300 元价位也逐渐趋于活跃。公司作为新疆龙头品牌，两大核心单品伊力王、小老窖分别在当地商务、大众主流价格带稳定占据领先份额，长期经营下渠道壁垒相对深厚，消费者忠诚度高。目前公司在强化伊力王渠道管理及品牌推广以抓抢次高端扩容机遇的同时，也在有序补充 100~300 元产品卡位，以便及时跟上居民消费升级步伐，看好未来发展受益新疆白酒消费扩容机遇。盈利预测与投资评级：公司目标进取，改革图新，在职业经理人操盘下，公司产品矩阵更新、渠道模式改进明显，内生潜力有望逐步释放。我们预计 2024~26 年归母净利润为 3.4/3.9/4.7 亿元（前值 3.4/4.0/4.7 亿元），同比-0%、+16%、+20%，对应 PE 为 22/19/16x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济向好不确定性；疆外品牌进入加剧竞争；省内次高端价格带容量不足；疆外市场扩张低于预期；食品安全问题。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜 研究助理：于思淼）

舜宇光学科技 (02382.HK)：2024 年盈利预告点评：业绩超预期，手机高端化+智驾渗透有望助力公司增长

投资要点 事件：舜宇光学发布 2024 年业绩预告，2024 公司预计实现归母净利润 26.4-27.5 亿元，同比+140%至+150%，超市场一致预期。手机：高端化见效，ASP 与毛利率提升 1) 2024 年公司手机镜头出货量为 13.2 亿件，同比+13.1%。根据 Canalys，2024 年中国大陆智能手机出货量达 2.85 亿台，同比+4%，受益国补 2025 年手机出货量仍具上行动力。公司持续推进产品结构改善，2024H1 6P 及以上产品出货量为 1.6 亿件，同比+23%，驱动 ASP 同比增长超 20%，手机镜头毛利率提升至 20%左右。公司大像面潜望式产品实现量产，多群组潜望式手机镜头完成研发，有望迅速承接潜望式镜头下沉至低端机型的增量需求。我们预计随手机出货复苏、光学环节竞争改善、公司 A 客户份额提升及产品结构改善，2025 年镜头有望量价齐升。2) 手机摄像模组出货量为 5.3 亿件，同比-5.9%。手机模组高端化成效显著，双群组内对焦潜望式产品已实现量产，2024H1 手机模组毛利率在 6-8%，全年有望实现公司毛利率提升至 6-10%的指引。我们认为 AI 手机渗透率提升有望驱动多摄高端机型销量提升，释放摄像模组需求。

汽车：稳健增长持续布局，保持高盈利能力 1) 2024 年公司车载镜头出货量为 1.0 亿件，同比+12.7%。2024H1 毛利率稳定在 40%左右，目前公司已完成自动加热 ADAS 车载镜头的研发并获得汽车 OEM 项目定点；车载模组方面，8MP 市占率保持全球第一，持续迭代新品，2024H1 完成长距激光雷达模组及全固态补盲激光雷达研发并获得多个定点。 2) 2025M2 比亚迪发布“智驾平权”战略，10/15/20 万级车型全系标配智驾系统，10 万以下车型多数搭配。龙头迈进智能化有望引领行业新一轮配置竞争，吉利、长安、奇瑞等厂商下放智驾功能至 10 万+价位车型。我们认为公司作为车载镜头龙头有望充分受益智驾方案下沉及高阶智驾渗透，车载镜头及模组保持高盈利能力。 盈利预测与投资评级：我们认为公司手机产品高端化有望持续，同时汽车产品受益于智驾渗透，因此我们将公司 2024/2025/2026 年预期归母净利润由 23.0/29.1/34.5 亿元上调至 26.9/33.2/42.4 亿元，最新收盘价对应 PE 分别为 35.6/28.8/22.6 倍，维持“买入”评级。 风险提示：产品结构优化不及预期，车载产品出货量不及预期，智能手机出货量不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦)

安徽合力 (600761)：母公司与华为签署深化合作协议，赋能智能物流业务等板块

投资要点 叉车集团与华为签署深化合作协议，公司智能物流等板块有望受益 2025 年 2 月 10 日，安徽合力控股股东安徽叉车集团与华为举行深化合作协议签约仪式，根据协议，双方将在数字化转型、智能物流、人工智能、人才培养等领域开展深化合作，实现合作共赢：

(1) 产品端，华为有望为公司的智能物流设备等提供技术支持，解决 AGV/AMR 应用端痛点问题，(2) 业务端，公司有望为华为智慧工厂解决方案提供配套硬件设备等。近年来合力加快对智慧物流领域的布局：①2023 年子公司合力工业车辆引入战略投资者，完成混改，②2024 上半年收购安徽宇锋智能，实现合力智能物流产业园顺利开园。2024 上半年，智能物流业务营收同比增长 161%。未来随华为等多方合作深入、公司主动拓展业务，智能物流板块有望成为公司第二成长曲线。物流业智能化转型为大趋势，有望为传统叉车企业打造第二成长曲线根据永恒力大致测算，物料运输中 80%的运营成本来自于人工费用。我们认为劳动力短缺、劳动力成本上升、SKU 增加等催化下，物流业、仓储业、制造业智能化转型为行业大趋势，无人叉车等智慧物流装备渗透率有望持续提升。智慧物流行业参与者众多，包括传统叉车企业，新兴专业 AGV/AMR 厂商、物流集成商等。传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势，有望脱颖而出。全球龙头丰田工业 2024 年物流解决方案事业部收入约 240 亿人民币，占工业车辆事业部营收约 20%。安徽合力近几年加速在智慧物流领域布局，但体量和收入占比相较海外叉车龙头，仍有提升空间。 2024 年行业景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道需求复苏 叉车行业需求来源于 (1) 制造业、物流业投资规模增长，对搬运工具需求提升，(2) 人工成本提升，工厂、仓库等对工作效率的要求提高，机器替人为趋势。2014-2023 年全球叉车销量 CAGR 为 8%，国内/海外分别为 15%/5%。短期来看，行业国内景气磨底，80 万台年销量以存量更新需求为主；海外需求疲软，行业新签订单增速已下滑 2 年有余 (2022-2024 年)，其中美国市场下滑幅度尤为明显。2024 年 Q4 全球龙一丰田新签订单同/环比分别提升 11%/42%，增幅转正，或反映需求企稳。2024 年 Q4，国内原材料价格仍低位震荡，且海外收入增长，占比被动提升，叉车企业利润率有望维持较高水平。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，2023 年国

内、海外锂电化率（锂电平衡重叉车占总体叉车的比重）分别为19%/13%，提升空间广阔，助力结构优化+出海。此外，随2021年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。盈利预测与投资评级：2024年四季度叉车内需仍偏弱，出于谨慎性考虑，我们调整公司2024-2026年盈利预测为14.0（原值14.6）/16.0（原值16.8）/18.1（原值19.3）亿元，当前市值对应PE为12/11/10X，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

天准科技（688003）：先发布局智驾与机器人，看好新兴业务加速产业化【勘误版】

投资要点 消费电子、PCB、半导体、智能驾驶、机器人业务全面布局，充分受益量/检测国产替代加速：作为消费电子视觉量检测、PCB设备龙头，公司积极布局半导体、智能驾驶、机器人等领域，打开成长空间。（1）消费电子业务：公司稳固视觉量检测业务基本盘的同时，随着行业进入新的创新周期，公司积极配合客户相关样机研发，有望带来新增量。（2）PCB业务：PCB激光直接成像设备（LDI）持续升级，设备销量稳步提升；PCB AOI/AVI设备持续扩大销售；激光钻孔设备与高速贴片机已通过客户量产验证，并形成批量销售。（3）半导体业务：公司子公司苏州矽行首台65nm工艺节点明场纳米图形晶圆缺陷检测设备通过客户验收，客户已开始验证40nm工艺节点设备。德国子公司Muetec完成40nm套刻（Overlay）测量设备的开发，公司光学测量设备持续获得英飞凌、欧司朗等大客户订单。（4）智能驾驶业务：公司与英伟达、地平线公司深度合作，基于地平线J5、J6、英伟达Jetson芯片落地了智能网、无人物流车、低空应用场景的AI底层技术和软硬件产品。公司L4自动驾驶控制器产品现已合作国内外100余家客户，产品覆盖Robotaxi、Robobus、Robotruck、工程车辆、低速无人配送车、清扫车等L4应用场景。（5）机器人业务：子公司天准星智推出机器人智能控制器，基于NVIDIA Jetson AGX Orin嵌入式GPU模组开发，其算力可达275TOPS，能够满足高清图像处理、大语言模型及数据实时分析等复杂场景的运算需求。Q3业绩短期承压，主要受光伏、电子行业客户验收放缓影响：2024Q1-Q3公司实现营收8.51亿元，同比-3.1%，2024Q1-Q3实现归母净利润-0.14亿元，同比转亏，主要受光伏、电子行业客户验收延缓影响。Q3单季营收为3.10亿元，同比-15.1%，环比-10.9%；归母净利润为0.13亿元，同环比-65.8/+7.0%。盈利能力略有下滑，持续维持高研发投入：2024Q1-Q3毛利率为39.41%，同比-1.0pct，主要受光伏行业周期波动影响；销售净利率为-1.61%，同比-6.3pct；期间费用率为42.81%，同比+3.5pct，其中销售费用率为14.48%，同比+1.1pct，管理费用率为7.71%，同比+1.1pct，研发费用率为19.93%，同比+1.1pct，财务费用率为0.70%，同比+0.2pct。Q3单季毛利率为40.33%，同比-3.3pct，环比+1.8pct；销售净利率为4.06%，同比-6.0pct，环比+0.7pct。合同负债&存货同比略降，看好智驾、消费电子、光伏订单回暖：截至2024Q3末公司合同负债为3.34亿元，同比-6.3%，存货为11.27亿元，同比+5.0%。2024Q3公司经营活动净现金流为-0.97亿元，环比转负。盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.7/3.0/4.2亿元，对应PE分别为53/30/22倍。首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

瀚川智能 (688022): 战略调整导致一次性费用增加, 看好公司高毛利汽车电子业务加速放量【勘误版】

投资要点 回归汽车核心主业, 新能源业务调整效果显著: (1) 汽车核心主业: 公司汽车装备涵盖 6 大智能制造产品线, 包括插针机、线束、连接器、传感器、电控等自动化解决方案。瀚川批量出货的插针机效率高于国际龙头企业 Komax 的同时, 其价格更低且良率更高。客户涵盖大陆集团、博世、采埃孚等全球前十大零部件厂商, 以及泰科电子、莫仕等连接器龙头企业, 与安波福、马勒、比亚迪等建立长期合作, 成功进入欧美企业供应。(2) 新能源业务: 公司进行战略调整, 优化团队架构, 重新聚焦日韩高毛利订单。对于拟新接订单, 设定严格的订单承接标准, 对订单的毛利率, 净利率, 付款条件、付款形式以及客户的信用状况及付款能力进行评估, 保证公司订单回款顺利。Q3 业绩短期承压, 主要系计提较多存货减值: 2024Q1-Q3 公司实现营收 4.67 亿元, 同比-61.2%, 2024Q1-Q3 实现归母净利润-3.14 亿元, 同比转亏, 主要系计提了较多存货减值。Q3 单季营收为 0.47 亿元, 同比-90.5%, 环比-69.8%; 归母净利润为-1.88 亿元。 盈利能力受一次性战略调整费用影响承压, 静待公司高毛利汽车业务放量: 2024Q1-Q3 毛利率为 17.59%, 同比-4.62pct; 销售净利率为-69.55%, 同比-70.4pct。期间费用率为 65.03%, 同比+38.11pct, 其中销售费用率为 18.86%, 同比+9.60pct, 管理费用率为 29.66%, 同比+20.98pct, 研发费用率为 10.82%, 同比+3.31pct, 财务费用率为 5.70%, 同比+4.22pct。合同负债显著增长, 负现金流情况显著改善: 截至 2024Q3 末公司合同负债为 3.27 亿元, 同比+194.4%, 存货为 9.75 亿元, 同比+3.0%。2024Q3 公司经营活动净现金流为-0.12 亿元, 同环比显著改善。 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-11.1/0.7/1.2 亿元, 2025-2026 年 PE 分别为 36/20 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。 风险提示: 行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

国安达 (300902): 消防安全领军企业, 低空经济有望打造第二成长曲线

投资要点 国内消防安全领军企业: 国安达成立于 2008 年, 深耕国内应急救援行业, 致力于交通运输、电力电网、新能源、民生工程等重要领域, 专注“火灾早期探测预警与自动灭火、消防设备物联网、智能微型消防救援站”等核心技术的研发及应用。公司率先建设国内规模最大的“工业火灾防控技术研究中心”基地, 是行业内少数具备对外开展科研服务能力的企业。公司契合下游专业市场需求及自动化、智能化趋势, 先后创新性地研发推出超细干粉自动灭火装置、电池箱专用自动灭火装置、变压器固定自动灭火系统、锂电池储能柜火灾防控和惰化抑爆系统、乘客舱固定灭火系统、电动自行车停车棚智能灭火系统、高机动举高消防灭火机器人、高机动移动式压缩空气泡沫灭火装置、智能微型消防救援站等安全应急产品。 加快布局低空经济, 努力打造第二成长曲线: 公司紧跟时代步伐, 积极响应国家战略需求, 公司正积极布局低空经济产业, 拓展拓宽公司的业务范围, 力争将低空经济的产业布局发展成为公司的第二增长曲线。公司在低空经济布局主要有: (1) 公司正在大力推进民用无人驾驶航空器操控员执照培训基地和考试点建设, 并计划开展民用无人机操控员针对多元化专业应用场景的实况训练培训, 获取职业技能等级资格鉴定; (2) 建设科普研学应急救援培训基地, 为学生和公众提供一个了解低空飞行器和航空科技的平台; (3) 发挥公司的科研创新优势, 推动无人机技术在

消防灭火、应急救援、公共安全、城际生活、体育赛事、文旅娱乐等多场景应用发展等。 战略投资无人机企业科卫泰，低空产业布局再迈新台阶： 2025 年 1 月 22 日公司发布公众号，公司正式与深圳科卫泰签署股权转让及增资协议，标志着公司继开启低空经济产业新篇章后，正式挺进无人机研发制造领域。根据双方签署的协议，公司将以增资认购科卫泰新增注册资本金和受让科卫泰外部投资者持有股权的形式进行投资科卫泰公司，本次投资完成后，国安达合计持有科卫泰股权 14.91%。在投资完成后，公司将享有独家增资目标公司至持股不少于 51.02% 的不可撤销的权力。科卫泰是国内工业级无人机及无线移动视频传输系统领域的领先企业，致力于无线移动视频传输系统、多旋翼无人机系统及无线网络传输产品的研发、生产与应用。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润为-0.15 亿元、0.42 亿元、0.86 亿元，对应增速分别为-140%、378%、103%，对应 PE 分别为-215、78、38 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响；利润亏损风险。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

国光电气（688776）：核工业开拓新增长极，微波器件筑牢基本优势，双支柱构建发展新格局

投资要点 微波核工业两大业务驱动业绩增长，资质技术双重壁垒构筑行业护城河：国光电气（原国营七七六厂）专注于微波及真空应用产品与核工业配套设备。公司始建于 1958 年，是我国“一五”时期苏联援建的国家 156 项重点建设项目之一，长期致力于微波及真空应用产品的研发、生产和销售，一直承担着雷达、电子对抗装备等尖端武器、国防重点工程配套产品的研制和生产任务。近年来，国光电气在保持传统产品持续增长的同时，基于国家战略发展需求，结合自身真空技术优势，研制出大量具备国际一流水准的核工业配套设备及部件。 **核工业设备**：全球大量聚变项目建设中，科学装置点火前建设周期内设备需求确定性强：ITER 作为全球最大的核聚变实验项目，其长达数十年的建设周期，为核工业产品带来了持续且巨大的需求，国光电气为 ITER 配套了偏滤器、屏蔽模块热氦检漏设备等关键设备，不可替代性强。同时，中国在可控核聚变领域加速推进，多个项目如东方超环、中国环流三号等取得重大突破，中国聚变工程实验堆等项目也有明确建设周期和点火计划，点火前密集建设期对核工业装备需求确定性高。国光电气在核工业产品领域实现核心部件国产化，竞争优势凸显，成功研发出专用金属泵与阀门等，打破了核聚变领域极高的技术壁垒，为业绩增长提供了有力支撑。 **微波器件**：未来战争将更加依赖于电磁领域的对抗和优势争夺，这催生了对大功率、宽频带与高效率的微波电真空器件的需求，未来刚性需求将始终存在：未来复杂电磁战场环境促使对大功率、宽频带与高效率的微波电真空器件需求增加。电真空器件在雷达、通信、电子对抗等系统中应用广泛，随着整机性能提升，其刚性需求始终存在。微波电真空器件准入门槛高，国内仅“两厂两所”具备研发生产能力，国光电气作为其中唯一的民营企业，在连续波行波管等方面有技术优势。此外，低轨卫星部署加速，带动其核心部件霍尔推力器放量增长。国光电气研制的霍尔电推进器核心部件空心阴极已完成空间级验证，工程化优势明显，将充分受益于未来低轨卫星星座建设。 **盈利预测与投资评级**：国光电气作为国内领先的微波电真空器件及核工业设备供应商，其业务布局多元且极具前瞻性。在微波器件领域，公司已成为国内微波电子器件的主要科研生产基地之一。在核工业设备领域，公司生产的偏滤器、

屏蔽模块等设备在聚变设备中发挥着重要作用，随着国内可控核聚变项目的推进，该业务有望迎来更大的发展空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.75/1.28/1.67 亿元，对应 PE 分别为 75/44/34 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 技术升级替代风险；2) 研发失败和成果转化风险；3) 业绩增长持续性风险；4) 第一壁（FW）和核用泵产品量产风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

科华数据（002335）：数据+数能双星驱动，AI+出海两翼腾飞【勘误版】

投资要点 数据+数能“双星驱动”，能基+云基+新能源“一体两翼”。
重识科华数据：公司以智慧电能业务为主体，持续发力智算中心及新能源业务。AI 需求爆发有望带动公司以智慧电能和智算中心为核心的能基、云基业务需求增长，出海有望拉动公司新能源业务盈利能力提升。
新能源业务：全球大储需求多点开花，PCS 加速出海布局。行业层面，国内需求稳健增长，海外需求多地爆发。1) 国内市场储能增长降速，但由于配储时长和配储比例提升，需求仍将保持稳健增长；2) 美国市场受到政策性鼓励和经济性刺激，储能 IRR 持续提升，推动需求高增；3) 新兴市场大项目批量落地，预计 24 年全球储能装机增长 54%至 195GWh+，25 年增长 47%至 287GWh。公司层面，国内 PCS 出货龙头，加速布局海外市场。1) 公司产品多样性能稳定，持续创新，智慧液冷储能系统具有 100+项专利支撑；2) 公司是国内储能 PCS 市场上排名前列的供应商，具有相对技术和品牌优势，储能变流器及系统集成产品均已成功应用于多个示范项目，下游客户优质；3) 重视海外市场，有望贡献新增量。公司“两条腿”走路，一方面与美国头部光伏企业持续推进合作协议开拓全球业务，另一方面通过跟随国内优秀出海企业，宁德、比亚迪、中能建和中电建等开发商合作，开发中东等新兴市场。
智慧电能业务：AI 拉动数据中心需求，公司 UPS 领域优势显著。行业层面，AI 引领数据中心需求增长，UPS 不可或缺。随 AI 技术对数据中心需求不断提升，预计全球数据中心市场规模将从 2023 年的约 2000 亿美元增长到 2025 年的约 2500 亿美元，UPS 作为数据中心的重要组成有望受益。公司层面，国内市场占有率第一，产品方案有降本优势。公司 UPS 应用广泛，多个市占率榜单位列第一，产品效率高于业界平均，有显著降本优势。
智算中心业务：互联网 CAPEX 大幅提升，头部数据中心服务商有望受益。行业层面，大厂军备竞赛，需求以大规模数据中心为主。国内互联网厂商将持续加大算力投资，扩大智算中心建设。国内 BAT 资本开支自 2023Q1 起显著回暖，且重点投资 GPU、服务器等基础设施设备，体现智算中心旺盛需求。公司层面，多维度拓展+合作互联网大厂+技术创新，公司数据中心业务拐点已现。1) 公司运营 20 多个数据中心，通过合作多家国产头部 AI 芯片厂商构建国产 DeepSeek 算力生态、合作希姆计算赋能政务智能化及合作壁仞科技推动国产算力对接大模型，展现了其在异构算力平台、软硬件一体化设计与开发者生态建设方面的领先能力。2) 绑定优质客户，提高公司竞争力。公司已为超过 2,000 家企业提供数据中心及云服务解决方案，合作腾讯、阿里、字节等互联网大厂，并获得多项数据中心相关资质认证。3) 自主开发 HVDC，包括 240V、336V 两种电压制式，目前产品已应用于互联网、运营商、金融等行业的智算中心和数据机房。综上，数据中心业务拐点已现，在建项目收入可期。24Q3 数据中心业务收入增长转正，随北京智算数据中心项目投运，未来机柜的上架率及收入预计将有所提升。盈利预

测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为：5.5/7.1/9.7 亿元，同比+8.4%/29.9%/36.1%，对应 PE 为 32x/25x/18x。考虑 1) 海外光储市场高景气，公司新能源业务海外布局加速，预计明后年盈利能力随海外市场拓展持续提升；2) 人工智能爆发，驱动公司智慧电能和智算中心业务需求提升，我们给予公司 2025 年 30xPE，对应目标价 46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧、国际贸易及行业政策变动风险、海外拓展不及预期、AI 需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

大商股份 (600694): 东北零售龙头迎新帅，优质资产调改或迎重估新机遇

投资要点 大商股份是深耕东北、辐射全国的老牌零售企业：公司前身可追溯至 1937 年的大连商场。经过多年深耕发展，大商股份已形成“现代高档百货-大型综合购物中心-时尚流行百货”的生态圈，现核心业态为百货业，辅以电器、超市等多种零售业。公司在东北深耕多年，2000 年后通过并购的形式扩张进入山东、河南等省份。资产质地好、盈利能力稳定：2024Q1-3，公司收入为 52.9 亿元，同比-6.8%；归母净利润为 5.3 亿元，同比+18%。2020-23 年公司归母净利润均保持在约 5.0 亿元或以上水平，展现出较为稳健的盈利能力。稳健的盈利能力来自良好的资产质地。其一，公司自有物业占比较高，2023 年自有门店建面占比为 53%；其二，公司作为老牌百货龙头，在大连、大庆、抚顺等地具备核心商圈门店稀缺资产。这些核心资产未来有望加持公司持续产生较为稳健的业绩。 **喜迎新帅，期待经营焕新**：2024 年 12 月公司公告，陈德力先生将接替吕伟顺先生和闫莉女士，成为大商股份新任董事长和总经理。陈德力先生曾任新凯德中国区域总经理、万达商管常务副总裁（期间分别兼任营运中心总经理、招商中心总经理、综合管理中心总经理）、新城商管总裁（期间吾悦广场实现快速扩张）、宝龙商执行董事兼行政总裁。公司外聘明星职业经理人有望带来新鲜活力并改善经营。 **百货行业调改&价值重估潜力较大**，大商股份具备良好的调改基础：目前零售资产 PB 处于较低的位置，考虑其资产以历史成本入表，当前重置成本将大幅高于历史成本，百货行业重估潜力较大。大商股份具备较好的商业资产基础，具备调改提效的潜力。公司掌舵人具备丰富的行业经验，有望持续优化和推进公司门店调改。而公司核心门店的稳定盈利能力也为调改举措提供了经济基础。我们看好大商股份未来多举措调改增效的潜力（包括关闭亏损门店、对现有门店进行招调升级、打造文创网红标杆项目等）。 **盈利预测与投资评级**：我们预计 2024-26 年公司归母净利润为 5.9/ 6.5/ 7.0 亿元，同比+17%/+10%/+8%，对应 2 月 13 日收盘价为 14/ 12/ 11 倍 P/E。整体上看，大商股份的 PE、PB 估值均低于行业平均水平。叠加公司换帅带来未来潜在经营改善的可能，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，终端消费需求波动，未来调改举措的相关不确定性。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

科华数据 (002335): 数据+数能双星驱动，AI+出海两翼腾飞

投资要点 数据+数能“双星驱动”，能基+云基+新能源“一体两翼”。 **重识科华数据**：公司以智慧电能业务为主体，持续发力智算中心及新能源业务。AI 需求爆发有望带动公司以智慧电能和智算中心为核心的能基、云基业务需求增长，出海有望拉动公司新能源业务盈利能力提升。 **新能源业务**：全球大储需求多点开花，PCS 加速出海布局。行业层面，国内需求稳健增长，海外需求多地爆发。1) 国内市场储能增长降速，但由于配储时长和配储比例提升，需求仍将保持稳健增长；

2) 美国市场受到政策性鼓励和经济性刺激, 储能 IRR 持续提升, 推动需求高增; 3) 新兴市场大项目批量落地, 预计 24 年全球储能装机增长 54% 至 195GWh+, 25 年增长 47% 至 287GWh。公司层面, 国内 PCS 出货龙头, 加速布局海外市场。1) 公司产品多样性能稳定, 持续创新, 智慧液冷储能系统具有 100+ 项专利支撑; 2) 公司是国内储能 PCS 市场上排名前列的供应商, 具有相对技术和品牌优势, 储能变流器及系统集成产品均已成功应用于多个示范项目, 下游客户优质; 3) 重视海外市场, 有望贡献新增量。公司“两条腿”走路, 一方面与美国头部光伏企业持续推进合作协议开拓全球业务, 另一方面通过跟随国内优秀出海企业, 宁德、比亚迪等国内集成商和中能建、中电建等开发商合作, 开发中东等新兴市场。

智慧电能业务: AI 拉动数据中心需求, 公司 UPS 领域优势显著。行业层面, AI 引领数据中心需求增长, UPS 不可或缺。随 AI 技术不断进步, 对数据中心需求不断提升, 预计全球数据中心市场规模将从 2023 年的约 2000 亿美元增长到 2025 年的约 2500 亿美元, UPS 作为数据中心保证电源切换平滑和连续性的重要组成有望受益。公司层面, 国内市场占有率第一, 产品方案有降本优势。公司 UPS 应用广泛, 多个市占率榜单位列第一, 产品效率高于业界平均, 有显著降本优势。

智算中心业务: 互联网 CAPEX 大幅提升, 头部数据中心服务商有望受益。行业层面, 大厂军备竞赛, 需求以大规模数据中心为主。国内互联网厂商将持续加大算力投资, 扩大智算中心建设。国内 BAT 资本开支自 2023Q1 起显著回暖, 且重点投资 GPU、服务器等基础设施设备, 体现智算中心旺盛需求。公司层面, 多维度拓展+合作互联网大厂+技术创新, 公司数据中心业务拐点已现。1) 公司在全国 10 多个城市运营 20 多个数据中心, 通过合作多家国产头部 AI 芯片厂商构建国产 DeepSeek 算力生态、合作希姆计算赋能政务智能化及合作壁仞科技推动国产算力对接大模型, 展现了其在异构算力平台、软硬件一体化设计、模型优化与开发者生态建设方面的领先能力。2) 绑定优质客户, 提高公司竞争力。公司已为超过 2,000 家企业客户提供数据中心及云服务解决方案, 合作腾讯、阿里、字节等互联网大厂, 并获得多项数据中心相关资质认证, 进一步巩固了行业领先地位。3) 自主开发 HVDC, 包括 240V、336V 两种电压制式, 目前产品已应用于互联网、运营商、金融等行业的智算中心和数据机房。综上, 数据中心业务拐点已现, 在建项目收入可期。24Q3 数据中心业务收入增长转正, 随北京智算数据中心项目投运, 未来机柜的上架率及收入预计将有所提升。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为: 5.5/7.1/9.7 亿元, 同比 +8.4%/29.9%/36.1%, 对应 PE 为 24x/19x/14x。考虑 1) 海外光储市场高景气, 公司新能源业务海外布局加速, 预计明后年盈利能力随海外市场拓展持续提升; 2) 人工智能爆发, 驱动公司智慧电能和智算中心业务需求提升, 我们给予公司 2025 年 25xPE, 对应目标价 39 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧、国际贸易及行业政策变动风险、海外拓展不及预期、AI 需求不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

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>