

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-11

宏观策略

2025 年 02 月 11 日

宏观深度报告 20250210：如何应对透支：“国补”扩围至服务消费补贴——挖掘消费空间系列三

近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复（2024 年缺口-2.5%），制约了消费复苏。消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务，以实现消费的稳定增长。另外，商品消费补贴容易出现需求透支。上轮“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93%下降至 2.80%；“家电下乡”则在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初。

风险提示：（1）上轮“家电下乡”和“以旧换新”和当前的社会经济环境有差异，部分结论涉及历史比较，需要注意历史环境不可比的风险问题；（2）补贴服务消费过程中，补贴资金的监管与成本控制是易被忽视的风险点。服务消费场景复杂，涉及众多服务提供商和消费者，补贴资金的发放、使用和核销环节较多，增加了监管难度。与商品消费补贴相比，服务消费补贴可能更难确保资金流向真正需要扶持的领域和群体，容易出现补贴资金被滥用、套取等问题。（3）关注行业依赖和价格扭曲风险。无论是商品消费还是服务消费，过度强调补贴，可能会使企业和消费者对补贴产生过度依赖，进而扭曲市场正常运行机制。长期的补贴可能导致部分服务企业将经营重心放在争取补贴上，而非提升自身服务质量、创新经营模式和提高生产效率。

宏观量化经济指数周报 20250209：返工节奏偏慢，生产端修复弱于去年同期

由于春节错位的季节性原因，1 月份单月数据还难以反映实体经济流动性改善的状况，应将 1 月和 2 月数据合并在一起检验有效融资需求是否出现实质性好转。

宏观周报 20250209：一个择券角度

市场观点和择券思路：（1）回撤空间的考量权重需提升，适当减配进攻品种，提高防御属性仓位。（2）看转股溢价率个券普遍偏贵，难以下手，择券的有效性下降，可以考虑从绝对价格的角度入手，重视风险收益比。

宏观点评 20250208：1 月非农：强弩之末

核心观点：1 月美国新增非农弱于预期，但失业率与时薪均超预期改善，导致市场交易“强非农”，交易员最新预期美联储 3 月降息概率仅 10%，全年降息次数由 1.75 次压至 1.5 次。我们认为，1 月非农或是强弩之末，由极寒天气带来的工时减少、时薪环比大增难以持续。2 月开始，特朗普驱赶非法移民、马斯克裁撤政府官员对非农就业的影响将逐步显现，未来一个季度美国非农与通胀料超预期下行，美联储降息存在前置可能，美元指数、美债利率料出现阶段性走弱。

非农数据：新增非农弱于预期，但前值上修，失业率与时薪增速均超预期走强。1 月美国新增非农 14.3 万，较预期 17.5 万低 1.05x，前值由 25.6 万上修至 30.7 万，前两个月合计上修 10 万。失业率 4.01%，预期 4.1%，前值 4.09%。劳动参与率 62.62%，预期 62.5%，前值 62.51%。时薪环比+0.48%，预期+0.3%，前值+0.25%；

晨会编辑 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

同比+4.06%，预期+3.8%，前值由+3.9%上修至+4.05%。仅看表观数据，1月非农似乎反应的是美国劳务市场的供需两旺，且需求改善更多，导致时薪与失业率均超预期走强。风险提示：市场波动风险；经济数据超预期过度偏离风险；海外地缘摩擦风险。

固收金工

固收周报 20250209：建议预先建构转债配置池

节前（0120-0127）节后（0205-0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破4.5%次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至151日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于1）特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2）国产AI大模型deepseek的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。国内方面受益于这一系列变化，港股、A股整体表现不俗，恒生科技、双创领涨，彰显中国泛科技资产的估值重塑。转债市场受益于权益拉动，实现普涨，风格方面高价领涨，中价、低价涨幅接近，一方面反应光伏、锂电权重转债标的在这一波反弹中扮演重要角色，另一方面反应转债估值仍然存在抬升空间。展望后市，我们建议保持合理乐观的同时维持谨慎，仓位适中，组合均价维持低位。具体来说建议采取哑铃策略，一方面在配置层面，积极识别高评级低价标的中的瑕疵成分，在临近年报季前，预先建构配置池，在年报利空充分释放后择机大额吸筹配置；另一方面在交易层面，围绕AI+、新材料等题材主线，积极进行交易。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、本钢转债、紫银转债、中装转2、首华转债、维尔转债、鲁泰转债、蓝帆转债。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：大秦转债、中信转债、贵广转债、海环转债、伊力转债、核建转债、美锦转债、利群转债、和邦转债、万凯转债。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。

固收周报 20250209：资金利率回落，如何展望后市？

春节前资金利率明显抬升，节后逐渐回落，带动短端和长端债券收益率下行，展望2月，流动性情况将如何演绎？美国2024年四季度GDP增速、12月PCE、1月PMI、1月非农就业等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？

固收点评 20250208：二级资本债周度数据跟踪（20250127-20250207）

本周（20250127-20250207）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528亿元，较上周减少912亿元。

固收点评 20250208：绿色债券周度数据跟踪（20250127-20250207）

本周（20250127-20250207）银行间市场及交易所市场无新发行绿色债券，合计发行规模约0亿元，较上周减少79.74亿元。绿色债券周成交额合计355亿元，较上周减少131亿元。

行业

推荐个股及其他点评

华峰测控（688200）：AI 带动端侧 SoC 需求，发行可转债自研 ASIC 芯片&提升测试机产能

AI 终端爆发，带动 SoC 芯片需求：SoC 芯片是各类硬件设备的主控单元，承载着运算控制等核心功能，是硬件的“大脑”。伴随 DeepSeek 的推出，其低成本、高性能、开源模式，带来上游的推理芯片、训练芯片的不断进步，推动 AI 的端侧应用和硬件发展，进而带动 SoC 芯片需求。

高端 SoC 测试机市场广阔，亟待国产突破：SoC 芯片的高度集成性使其测试难度较大，例如不同功能模块间的交互测试、复杂的信号处理和高速数据传输测试等，对测试机也提出了高要求，如需要具备多通道测试能力、较高的测试频率、灵活的配置能力等。2023 年 SoC 测试机市场规模约 33 亿美元，其中爱德万和泰瑞达合计占比约 80%，尤其爱德万的 V93000 为拳头产品，国内华峰测控 STS8600、长川科技 D9000 均对标 V93K。

测试机龙头自研 ASIC 芯片，助力高端 SoC 测试机研发：SoC 测试机最核心的部件是测试板卡，根据要测试芯片的不同，插入不同板卡，而板卡也需要相关配套芯片来实现测试功能，国内测试机在 800 兆及以下基本采用常规 FPGA，1.6G 及以上的高端芯片无法再用 FPGA，海外龙头在 800 兆以上高端机型也都使用自研 ASIC 芯片。华峰测控 1 月 25 日发布可转债发行预案拟募资不超过 10 亿元，其中 7.59 亿元投入基于自研 ASIC 芯片测试系统的研发创新项目，2.41 亿元投入高端 SoC 测试系统制造中心建设项目，助力公司打造全新一代基于自研 ASIC 芯片的国产化测试系统，减少对外部专用芯片供应商资源的依赖。

盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气复苏进度，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 3.4/4.6/5.4 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 47/35/30X，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，技术研发不及预期。

斯莱克（300382）：拟在美国建设电池结构件产能，看好公司充分受益于 4680 扩产

事件：公司公告拟在美国开展电池结构件业务，将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线，供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂（60-70GWh），与客户深度绑定，从而规避供应链及政策等风险。

4680 量产技术突破，大规模量产在即：（1）特斯拉：已完成 9 系正极和干法电极的批量生产，4680 产能有望 2025 年开始大规模放量，优先供应 Cybertruck；（2）LG：梧仓工厂已开始 4680 量产，目前产能爬坡中，其良率已达到特斯拉要求，预计 2025 年将在美国进行大规模扩产；（3）松下：已为 4680 量产做好准备，后续将在美国超级工厂生产，并将部分日本本土产能改为 4680 产线；（4）三星：已开始 4680 小规模量产，进入批量试验阶段，后续产能有望加速放量。

4680 大圆柱电池壳体对一致性及散热有高要求，公司 DWI 生产工艺适配：4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质电池壳体，与小圆柱电池壳相比，大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、自动化程度及生产速度方面具有优势。（1）壳体一致性高：传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节，而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术，熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题；（2）材料利用率

高：斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%，而单机生产的电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%，因此该生产线能够显著降低电池壳成本；（3）自动化程度高：产线自动化程度高，非常适合人效低的美国市场；（4）产能高：斯莱克采用生产线模式，应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍，目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。

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

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。

思摩尔国际（06969.HK）：全球雾化科技龙头迎政策拐点，布局加热不燃烧打造第二曲线

盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，与大客户绑定深耕雾化电子赛道，加大研发投入发展多元业务，未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严，加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 13.2/16.6/22.4 亿元，对应 PE 为 60/48/36 倍，未来率先受益于电子烟格局改善、加热不燃烧放量释放业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

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

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已经达到 2.5s，优势一代设备达到 2s，而国际龙头企业 Komax 插针机是 6s，优势一代是 4.5s，并且瀚川的插针机价格更低，良率达到 98%。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+5.2%。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-11.1/0.7/1.3 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 36/19 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。

华兴源创（688001）：公司有望充分受益于消费电子行业回暖，半导体检测业务构筑第二增长极

检测设备平台型企业，Micro-OLED 和半导体检测设备成重要增长点：平台化布局检测企业，公司充分受益于新显示技术放量、半导体检测设备快速增长。1）消费电子业务：公司积极布局用于微显示器件测试的新设备，据 IHS 预测，2026 年全球 Micro-LED 显示器出货量将达 1,550 万台，CAGR 达 99.00%。公司 Micro-OLED 检测设备在 2023 年已获得北美消费电子厂商和核心器件龙头企业认证并完成了量产线的订单验收；2）半导体业务：在后道测试领域，公司产品覆盖测试机（SOC、射频等）、分选机（平移式、转塔式等），并积极布局前道晶圆缺陷检测设备，陆续进入量产阶段，构筑公司第二增长极。 Q3 业绩短期承压，静待消费电子行业回暖：2024Q1-Q3 公司实现营收 12.76 亿元，同比-4.6%，2024Q1-Q3 实现归母净利润-0.51 亿元，同比转亏。Q3 单季营收为 4.39 亿元，同比-2.8%，环比-21.2%；归母净利润为-0.82 亿元，同环比扭亏。

盈利能力短期承压，静待公司新产能释放：2024Q1-Q3 毛利率为 47.98%，同比-8.0pct；销售净利率为-4.01%，同比-18.3pct，主要系公司新建产能处于爬坡阶段，初期折旧较高。期间费用率为 54.19%，同比+13.9pct，其中销售费用率为 13.43%，同比+3.7pct，管理费用率为 16.09%，同比+5.4pct，研发费用率为 23.02%，同比+2.4pct，财务费用率为 1.65%，同比+2.46pct。Q3 单季毛利率为 42.39%，同比-9.7pct，环比-6.6pct；销售净利率为-18.75%，同环比转负。

宏观策略

宏观深度报告 20250210：如何应对透支：“国补”扩围至服务消费补贴——挖掘消费空间系列三

核心观点：近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复（2024 年缺口 -2.5%），制约了消费复苏。消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务，以实现消费的稳定增长。另外，商品消费补贴容易出现需求透支。上轮“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93% 下降至 2.80%；

“家电下乡”则在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初。

一、需求不足：一个服务消费视角 我国居民消费率偏低，主要是因为服务消费率低，商品消费率与其他国家差距不大。2023 年我国居民消费占 GDP 的比例为 39.6%，明显低于国际平均水平。在商品消费方面，我国与其他经济体的差距并不明显。8 个经济体的商品消费率平均为 25.1%，而我国为 18.9%，只相差 6.2 个百分点。但在服务消费上，差距非常显著，8 个经济体的服务消费率平均达到 34.2%，而我国仅为 20.7%，相差 13.5 个百分点，是商品消费差距的 2 倍多。由此可见，我国居民消费率的提升空间主要来自于服务消费。这意味着，如果我国的服务消费占 GDP 比重能够提高到主要经济体的平均水平，那么我国的总体居民消费率将达到 53.1%，与日本持平，超过韩国和法国，从而彻底弥合中国居民消费率和全球的差距。可以说，服务消费潜力的释放，是我国扩大内需、提振消费的关键所在。 如果没有消费升级，总需求里消费的比重不会提高。按照经济发展的正常逻辑，在工业化后期，有两个消费转型同时发生，一是总需求里消费的比重提高，从投资到消费的转型；二是消费升级，从必需品消费到耐用品消费到服务消费。需要注意的是，消费比重提高和消费升级是紧密联系、同时发生的。换句话说，如果没有从商品到服务的消费升级，消费比重不会提高，这是因为全社会商品消费需求终有饱和的一天，而服务消费需求可以不断衍生、增长。对于日本而言，服务消费的增长是过去 40 年消费率提高的主要原因。1980-2023 年，日本的居民消费率从 51.1% 提高到 53.1%，提高了 2 个点，其中商品消费率下降了 4.1 个点，服务消费率提高了 6.2 个点。 近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复，制约了消费复苏。2024 年，我国居民服务消费支出相比于疫情前的趋势值还有 2.5% 的缺口；相比之下，商品消费支出已经比疫情前的趋势值高 2.9%。 消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务。2024 年 12 月中央经济工作会议提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动”，目前中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新首批资金 810 亿元。我们认为消费补贴作为提振消费的重要政策，短期可以通过补贴商品消费来实现内需的快速扩大，但商品补贴带来的需求增长如同潮汐，快速上涨、快速减退，存在透支未来的风险。中长期来看，需要转向服务消费补贴，以实现扩大内需的细水长流。

二、面向商品消费的补贴具有透支需求的风险 2007-2013 年的“家电下乡”和“以旧换新”为例，我们发现“家电下乡”和“以旧换新”都存在透支需求的问题，在补贴政策结束后体现的最为明显。2013 年初家电下乡结束，农村家电支出占消费支出的比例在 2013 年是 1.97%，2015 年快速下降至 1.58%；从农村家电消费总额来看，2015 年比 2013 年

缩水了 6.5%。另一方面，在补贴政策结束之前，“家电下乡”和“以旧换新”已经出现了需求透支。“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93% 下降至 2.80%。“家电下乡”则在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。

三、“国补”何时从补贴商品转向补贴服务？怎么看这轮“以旧换新”的透支问题？2009-2011 年“以旧换新”带来的换新销售率约为 6%。2009 年开始 9 省市试点 5 类家电“以旧换新”，在以旧换新开始前的 2008 年，我国 5 类家电保有量为 15.3 亿台左右（城镇 11.3 亿台+农村 4 亿台），三年换新销售 9248 万台家电，换新销售率约 6%。假设比照上轮“以旧换新”，三年换新销售率从 6% 提高到 10%，2024 年已经换新销售 0.6 亿台家电，乐观情况下，2025 年预计销售 1.8 亿台（假设不出现透支），2026 年家电换新销量可能下降至 0.9 亿台。悲观情况下 2025 年下半年可能出现透支风险。考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初。目前部分财政压力较小的地区有地方性的服务消费补贴，如地区餐饮券和电影券等，但这类补贴存在两个问题，一是地区不平衡，东部发达地区有余力提供补贴，中西部财政压力较大的地区缺乏足够的补贴资金。二是地方补贴覆盖面不广，往往只有部分人能够抢到，这就导致地方补贴对于整体消费的拉动作用相对有限。考虑到今年下半年或者明年可能会出现耐用消费品需求透支问题，需要尽快出台服务消费的“国补”政策，实现消费的稳定增长。

补贴服务消费的两个经济意义：一是服务消费具有即时性的特点，政策带来的需求释放是细水长流，可以弥补商品补贴带来的需求透支问题。二是商品消费补贴更多进入工业和投资部门，服务消费补贴更多进入居民部门，更有助于解决当前需求不足的问题，激活经济循环。

风险提示：（1）上轮“家电下乡”和“以旧换新”和当前的社会环境有差异，部分结论涉及历史比较，需要注意历史环境不可比的风险问题；（2）补贴服务消费过程中，补贴资金的监管与成本控制是易被忽视的风险点。服务消费场景复杂，涉及众多服务提供商和消费者，补贴资金的发放、使用和核销环节较多，增加了监管难度。与商品消费补贴相比，服务消费补贴可能更难确保资金流向真正需要扶持的领域和群体，容易出现补贴资金被滥用、套取等问题。（3）关注行业依赖和价格扭曲风险。无论是商品消费还是服务消费，过度强调补贴，可能会使企业和消费者对补贴产生过度依赖，进而扭曲市场正常运行机制。长期的补贴可能导致部分服务企业将经营重心放在争取补贴上，而非提升自身服务质量、创新经营模式和提高生产效率。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观量化经济指数周报 20250209：返工节奏偏慢，生产端修复弱于去年同期

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 2 月 9 日，本周 ECI 供给指数为 50.13%，较节前回落 0.28 个百分点；ECI 需求指数为 49.84%，较节前回落 0.04 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.86%，较节前回落 0.12 个百分点；ECI 消费指数为 49.62%，较上周回升 0.12 个百分点；ECI 出口指数为 50.22%，较节前回落 0.16 个百分点。月度 ECI 指数：从 2 月第一个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.13%，较 1 月回落 0.32 个百分点；ECI 需求指数为 49.84%，较 1 月回落 0.05 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.86%，较 1 月回落 0.15 个百分点；ECI 消费指数为 49.62%，较 1 月回升 0.15 个百分点；ECI 出口指数为 50.22%，较 1 月回落 0.18 个百分点。从 ECI 指数来看，春节期间商品消费和服务消费的回暖或带动

社零边际有所修复，但节后工业生产修复情况均弱于去年节后同期，地产销售同比增速也有所下滑，经济修复的结构性差异较为明显，指向一季度经济增长或仍需政策适当加码。工业生产方面，受节后返节奏偏慢的影响，主要行业开工率节后修复情况弱于去年同期，北上广深四个城市初七至初十的人口净流入指数均值分别录得 12.75、11.54、12.64 和 15.23，较去年同期分别回落 10.84%、14.21%、11.67% 和 9.04%。此外，根据百年建筑调研的相关数据，节后工地开工率和劳务上工率均低于去年节后同期，且处于近五年偏低位置，进一步指向节后劳动力返工情况偏弱；消费方面，从节间“以旧换新”相关数据来看，手机在内的扩容品类增速较高（据天猫数据显示，截至 1 月 30 日 24 点，春节前三天手机品类成交同比增长超 50%），而家电（根据商务部数据，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上）、汽车（根据乘联会数据，1 月乘用车零售同比回落 9%、环比回落 30%）等品类增速有所放缓，指向“以旧换新”旧品类对社零的拉动或有所减弱，而扩容品类有望成为拉动社零增长的主要动力。ELI 指数：截至 2025 年 2 月 9 日，本周 ELI 指数为 -1.18%，较上周回升 0.03 个百分点。预计 2025 年 1 月社融或同比多增。“早投放早收益”的冲动或继续支撑贷款“开门红”，但是由于 2024 年 1 月份新增贷款高达 4.92 万亿，创下历史新高，且 2025 年 1 月份银行工作日少于 2024 年 1 月，因此新增贷款同比多增的概率较低。从国股银票转贴现利率看，2025 年 1 月末 3 个月期票据利率回升至 1.75%，月度均值达到 1.69%，相比 2024 年 12 月份月均值 0.28% 环比回升 1.41 个百分点，显示银行为 2024 年四季度储备的贷款项目积极放款，预计 2025 年 1 月新增贷款 4.7-4.9 万亿，同比少增约 2000-200 亿元。但是在政府债券融资同比多增的带动下，1 月社融或同比多增，根据 Wind 统计数据显示，1 月政府债券净融资规模 9292 亿，同比多增约 5939 亿，前置发力的贷款和政府债融资或推动社融增长 6.8 万亿左右，相比 2024 年 1 月份同比多增大约 3000 亿元，社融存量增速或稳定在 8.0%。由于春节错位的季节性原因，1 月份单月数据还难以反映实体经济流动性改善的状况，应将 1 月和 2 月数据合并在一起检验有效融资需求是否出现实质性好转。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）

宏观周报 20250209：一个择券角度

回撤空间的考量权重提升，择券重视绝对价格 转债市场配置力量再度增强：30Y 国债利率创新低股票赚钱效应较佳。市场表现出 2 个特征：（1）估值与 2024 年高点相当；（2）流动性向好。市场观点和择券思路：（1）回撤空间的考量权重需提升，适当减配进攻品种，提高防御属性仓位。（2）看转股溢价率个券普遍偏贵，难以下手，择券的有效性下降，可以考虑从绝对价格的角度入手，重视风险收益比：1、进攻端，当下转债性价比 < 股票，可用股票博取上涨收益。偏股型品种转股溢价率中位数已经超过 2017 年以来 72% 分位数位置，个券维度超跌正股的风险在增强；该数据也需要考虑当下强赎倾向的票在增多，转股溢价率会有一定压制。此时考虑两种情形：一是，如果主线行情持续：趋势上的进攻品种仍有动能继续增长，进而推动转债继续增长，但是转股溢价率已较高，弹性弱于股票，而且回撤风险并不低于股票，此时以二级债基、偏债混基金等为代表的能够参与股票的固收+基金，以及偏好弹性方向的年金资金，或会更青睐于超配股票。保险资金中固收资金追求绝对收益，重视回撤和波动性，所以高价转债

整体参与度普遍相对较低，或更多通过基金间接参与。而含权仓位中以转债为主的一级债基和转债基金、能够做 T+0 的券商、风偏较高的保险固收资金（直投仓位）可继续参与此类转债，不过对于换手率、择时的要求更高。尤其是一级债基，回撤控制要求较严，不乏有赛道内高切低的资金互割风险。正股替代品种仓位，可选择 15% 以内溢价率的个券，15% 以上个券已经出现超跌现象。除掉或有强赎倾向的个券，机器人、deepseek 等 AI 相关个券满足此条件的仅剩约 20 只，趋少。二是，如果主线行情出现阶段性回调：进攻性品种的溢价率会使得转债“越跌越贵”，甚至超跌，回撤幅度或可折损此前上涨收益。

2、转债底部支撑性增强+重视转债自身周期性：（1）转债流动性向好+30Y 国债和 10Y 国债持续走低且还有降息预期+股市有赚钱效应，指向债底的支撑性或更进一步加强，转债易上难下。（2）今年部分转债自身逻辑或强于正股逻辑，未来或会有较多个券可以通过条款配合期权价值兑现实现强赎，或至少迎来一波上涨行情。择券思路如下：

（1）测算回撤潜在空间<上涨潜在空间个券，重视期权博弈价值点，优选好上量的个券。若市场回调，该类个券越跌越有吸引力。①临期券，有偿还意愿且有偿还能力的券，可以以到期赎回价为底，并关注促转股意愿。②非临期券，关注债底、正股基本面和行业景气度，优选平衡券，偏债中需关注促转股意愿。可关注例如恒邦、龙星、闻泰、利群、鲁泰、华正、起帆、昌红、凤 21、仙乐等。相反，回撤潜在空间>上涨潜在空间，且期权价值兑现点暂不明确的票，可认为相对偏贵。（2）债底附近+YTM 大于 1.8% 的个券，关注发行人的意愿，优选临期。若降息预期兑现，该类型转债的“稀缺性”进一步凸显，更难买到优质筹码。例如回天、永 22、天 23、科顺、嘉元等。（3）红利转债。一是除金融外，较多正股已调整一段时间；二是部分公司重视 ROE 和分红率，或不倾向于增加股本，转债的价格空间打开。可以关注川恒、皖天等。（4）流动性向好，在年报披露之前，可以关注超低价和低评级个券，尤其是下修概率较大的个券。2 月是调低评级小高峰，业绩预告出完，评级机构会进行跟踪，所以要重点关注 AA 和 AA-评级的出库风险。风险提示：（1）市场流动性显著收缩；（2）新“国九条”影响下，避险情绪升温，信用风险定价超预期；（3）政策发力和国内经济修复不及预期；（4）外围市场扰动。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：董含星）

宏观点评 20250208：1 月非农：强弩之末

核心观点：1 月美国新增非农弱于预期，但失业率与时薪均超预期改善，导致市场交易“强非农”，交易员最新预期美联储 3 月降息概率仅 10%，全年降息次数由 1.75 次压至 1.5 次。我们认为，1 月非农或是强弩之末，由极寒天气带来的工时减少、时薪环比大增难以持续。2 月开始，特朗普驱赶非法移民、马斯克裁撤政府官员对非农就业的影响将逐步显现，未来一个季度美国非农与通胀料超预期下行，美联储降息存在前置可能，美元指数、美债利率料出现阶段性走弱。非农数据：新增非农弱于预期，但前值上修，失业率与时薪增速均超预期走强。1 月美国新增非农 14.3 万，较预期 17.5 万低 1.05x，前值由 25.6 万上修至 30.7 万，前两个月合计上修 10 万。失业率 4.01%，预期 4.1%，前值 4.09%。劳动参与率 62.62%，预期 62.5%，前值 62.51%。时薪环比+0.48%，预期+0.3%，前值+0.25%；同比+4.06%，预期+3.8%，前值由+3.9%上修至+4.05%。仅看表观数据，1 月非农似乎反应的是美国劳务市场的供需两旺，且需求改善更多，导致时薪与失业率均超预期走强。年度校准：2024 年非农就业显著下修。按照惯例，每年 2 月发布 1 月非农数据的同时，BLS 会对前一年数据进行年度校准（详见报

告《技术帖：美国非农是如何修正的——#海外经济》)。年度校准后，2024 年非农就业下修、失业率上修。①基期非农总人数下修 58.9 万，2024 全年月均新增非农由 18.6 万下修至 16.6 万：BLS 基于季度就业与工资普查 (QCEW) 提供的企业失业保险数据与更新后的季调模型对 2024 年数据进行年度校准，校准后 2024 年 3 月基期非农总人数下修 58.9 万，相较 2024 年 8 月时初步校准的-81.8 万改善，2024 年月均新增非农由 18.6 万下修至 16.6 万。数据下修一方面因为失业保险无法纳入非法移民，但月度的非农问卷则会多重统计身兼数职的非法移民，因此普查数据对非农的校准可能存在“矫枉过正”；另一方面是因为 BLS 的企业净出生死亡 (Net Birth-Death, NBD) 模型高估了由企业成立-倒闭带来的就业增长。修正后，2023 年 4 月至 2024 年 3 月，NBD 模型累计高估 25.6 万就业；2024 年 4-12 月数据相应累计下修 25.2 万。②居民调查纳入更多非法移民，2024 年 12 月失业率上修 0.1%：按照惯例，BLS 基于人口普查局最新数据，通过人口控制对居民调查数据进行年度校准。据 BLS，本次主要更新了 2022 年以来非法移民影响。校准后，2024 年美国劳动力、就业人口、失业人口分别上修 210.6、200、10.5 万人，劳动参与率、失业率、就业率分别上修 0.1%。另外，人口控制后，2025 年数据与 2024 年不可直接比较。在 BLS 公布的可比口径下，2025 年 1 月新增平民人口 17.6 万，其中 9.1 万流向劳动力，8.5 万流向非劳动力；新增就业 23.4 万，其中 9.1 万来自劳动力的增加，14.2 万来自失业的减少，这导致失业率下行 0.2%。总体来看，虽然年度校准对非农进行了较大下修，但下修幅度较初值收窄，并未给市场带来很大的负面冲击。 数据分析：数据分歧较大，时薪高增速难以持续。总体来说，市场选择交易的是好于预期改善的失业率与超预期增长的时薪，数据公布后交易员预期美联储 3 月降息概率仅 10%，全年降息次数由 1.75 次压缩至 1.5 次，美债利率相应走高。但同时，美股与美元指数走势震荡，一定程度也反映部分投资者对本次非农数据的分歧较大。一方面，部分数据确实偏强：①新增就业不差。企业问卷方面，虽然 1 月新增非农较预期低 1.05x，但 3MMA 已连续 3 个月回升，最新录得 23.4 万。另外，就业扩散指数由 56 回升至 57，就业广度仍较前值有所改善。居民问卷方面，可比口径下 1 月新增非农 23.4 万，其中全职增长 72.1 万，兼职减少 35.2 万。居民全职就业增长显著，而兼职就业较少或与 1 月南加州山火和极寒天气有关。②非农修正偏正面。月度修正对前两个月非农合计上修 10 万，幅度不低，而年度校准最终下修 58.9 万，好于初值的-81.8 万。③失业结构较好。可比口径下 1 月失业减少 14.3 万，除重返求职增加 6.2 万外，其余分项均出现不同程度减少，其中永久失业、临时失业、结束临时工作分别减少 4.7、3.9、2.5 万人。但另一方面，偏弱的数据也不容忽视：①人口控制对失业率或存在扰动。根据 BLS，可比口径下 1 月失业率下降了 0.2%，但我们通过可比口径下的劳动力、失业人数得出的降幅仅有 0.09%，且失业率下行的同时，劳动参与率与失业率均无变化，这从数学上也讲不通。②劳务供需缺口继续收敛。可比口径下，1 月劳务需求收缩 55.6 万，供给减少 14.2 万，供需缺口收窄 41.4 万至 85.6 万，劳务市场仍在收敛的过程中。③极寒天气导致时薪虚高且不可持续。受极寒天气影响，1 月有 57.3 万人无法外出务工，周工时降至 33.5 小时，周薪环比-0.08%，工时下降导致时薪环比意外走高。极寒天气结束后，我们预期时薪将回落至正常水平。 市场策略：强弩之末，政府裁员与驱赶移民料显著冲击未来一个季度的新增非农。由于 1 月非农调查期在 1 月 12—18 日特朗普就职之前，因而其并未太多体现驱赶非法移民带来的影响。2 月开始，特朗普驱赶非

法移民、马斯克裁撤政府官员对非农就业的影响将逐步开始显现。具体来说，特朗普驱赶非法移民的政策将导致：①新的非法移民无法入境就业；②在美非法移民无法正常工作，被迫退出劳务市场，或在前往深蓝州的路上；③部分非法移民将被抓捕并驱逐出境，特朗普计划2025年驱逐100万非法移民出境。而考虑到兼职就业的非法移民与政府雇员是非农就业的主力军，因此我们预期未来一个季度美国新增非农将面临较为严峻的冲击。对美国经济来说，生产者与消费者都将同时减少。但由于驱赶非法移民给劳务市场带来的是滞胀，因此结构上说这会导致失业率小幅走低，工资走高。短期来看，我们预期未来一个季度市场交易重心仍在边际变化幅度最大的新增非农上，这料让美联储前置降息，但中期看来，更有黏性的工资通胀料弱化25H2美联储降息的必要性。风险提示：市场波动风险；经济数据较预期过度偏离风险；海外地缘摩擦风险。

（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）

固收金工

固收周报 20250209：建议预先建构转债配置池

节前（0120—0127）节后（0205—0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破4.5%次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至151日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于1）特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2）国产AI大模型deepseek的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。国内方面受益于这一系列变化，港股、A股整体表现不俗，恒生科技、双创领涨，彰显中国泛科技资产的估值重塑。转债市场受益于权益拉动，实现普涨，风格方面高价领涨，中价、低价涨幅接近，一方面反应光伏、锂电权重转债标的在这一波反弹中扮演重要角色，另一方面反应转债估值仍然存在抬升空间。展望后市，我们建议保持合理乐观的同时维持谨慎，仓位适中，组合均价维持低位。具体来说建议采取哑铃策略，一方面在配置层面，积极识别高评级低价标的中的瑕疵成分，在临近年报季前，预先建构配置池，在年报利空充分释放后择机大额吸筹配置；另一方面在交易层面，围绕AI+、新材料等题材主线，积极进行交易。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、本钢转债、紫银转债、中装转2、首华转债、维尔转债、鲁泰转债、蓝帆转债。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：大秦转债、中信转债、贵广转债、海环转债、伊力转债、核建转债、美锦转债、利群转债、和邦转债、万凯转债。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）

固收周报 20250209：资金利率回落，如何展望后市？

春节前资金利率明显抬升，节后逐渐回落，带动短端和长端债券收益率下行，展望2月，流动性情况将如何演绎？春节前，资金紧张带动

短端和长端债券收益率上行，而春节后季节性流动性紧张缓解，资金利率回落。下面我们将从五因素模型出发，预测2月流动性情况。从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 Δ 超额准备金 = Δ 基础货币 - Δ 货币发行 - Δ 法定存款准备金 = Δ 外汇占款 + Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 财政存款 - Δ M0 - Δ 法定存款准备金。影响超额率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。（1）2025年2月外汇占款环比增加约280亿元，对流动性有正面影响。2024年12月份外汇占款为219919亿元，环比减少425亿元，2024年9-12月的外汇占款环比变动分别为-0.12%、-0.11%、-0.18%和-0.19%。近年来我国外汇占款始终保持相对平稳，对流动性影响不大，我们预计2025年2月外汇占款环比增加约280亿元，对流动性有正面影响。（2）公开市场操作方面，央行2025年1月逆回购投放43093亿元，到期23360亿元；MLF投放2000亿元，到期9950亿元，开展17000亿元买断式逆回购操作，总共净投放28783亿元，主要是为了缓解春节前的流动性紧张，央行进行逆向对冲。随着1月下旬投放的14天期逆回购逐渐到期，预计2月传统的逆回购和MLF将转为净回笼，而买断式逆回购将继续驰援流动性。（3）2025年2月财政存款净增加2000亿元左右。财政存款通常呈现“季初增加、季末减少”的特征。我们选取了与2025年春节时间相近的2017年、2020年和2023年，2月财政存款环比变动额分别为1991亿元、379亿元和3564亿元。考虑到公共财政的季节性，我们预计2025年2月份财政存款净增加约2000亿元，会增加流动性缺口。（4）2025年2月M0环比减少14000亿元左右。M0环比增速与季节性相关，2017年、2020年和2023年2月M0的环比变动分别为-17.17%、-5.43%和-6.11%，我们预计2025年2月M0环比约减少14000亿元，对银行间流动性有一定的正面影响。（5）2025年2月法定存款准备金约增加800亿元。测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数 = 各项存款 - 非银机构存款 - 境外存款。我们预计2025年2月缴准基数环比增加约9600亿元，法定存款准备金环比增加约800亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2025年2月几乎不存在流动性缺口，央行降准降息或推迟至3月。债券方面，我们依旧维持短期震荡，长期看多的观点。一方面，短期债券透支了过多降息预期，且随着节后风险偏好的修复，“股债跷跷板”效应或压制宽松流动性影响，另一方面，今年宽财政的环境决定了货币方面需要低利率环境进行配合，10年期国债收益率仍然会随着政策利率的下行而下行。美国2024年四季度GDP增速、12月PCE、1月PMI、1月非农就业等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？节前（0120—0127）节后（0205—0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破4.5%次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至151日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于1）特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2）国产AI大模型deepseek的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。美国经济数据方面，2024年四季度GDP增速不及预期，12月PCE数据与预期持平，缓解了市场关于通胀抬升的担忧，有利于美联储保持政策灵活性，但是后续降息与否仍需关注美国整体形势。ISM公布的制造业PMI时隔数月重回荣枯线以上，非制造业PMI有所下滑但依然保持在扩张区

间，展现出美国经济的韧性。非农就业数据方面，1月数据低于预期，但上修前两个月数据，劳动力市场相对稳定，美联储降息节奏或将放缓。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2024年四季度实际GDP增速环比下跌，低于预期；12月PCE物价指数环比上升，持平预期；经济增速放缓，通胀压力有所减弱。从GDP来看，美国Q4实际GDP年化季环比增幅为2.3%（前值为3.1%），低于预期的2.6%。从构成来看，Q4个人消费支出拉动GDP环比增速2.8个百分点，是经济增长的主要推动力；私人投资拖累GDP增速1.0个百分点，主要归因于设备投资和库存投资的收缩；出口和进口均出现负增长，净贸易对GDP的贡献不明显；政府支出增长拉动GDP增速0.4个百分点，不过在特朗普寻求削减政府支出的背景下，政府支出的支撑作用可能会持续减弱。从PCE来看，美国12月PCE物价指数同比上涨2.6%（前值2.4%），环比上涨0.3%（前值0.1%）；核心PCE指数同比上涨2.8%（前值2.8%），环比上涨0.2%（前值0.1%）；均与预期持平。作为美联储非常看重的通胀指标，核心PCE指数连续三个月维持在2.8%左右，缓解了市场关于通胀加速抬升的担忧。（2）美国1月制造业PMI与非制造业PMI均处于荣枯线以上，企业信心回暖；1月新增非农就业人口数量低于预期，但大幅上修11、12月数据，劳动力市场相对稳定。美国ISM公布的1月份制造业PMI为50.9（前值49.3），高于预期值50，这次超预期上涨帮助美国制造业指数重回荣枯线以上。从重要分项指数来看，新订单指数55.1，连续第五个月实现上涨，需求回升；就业指数50.3，自5月以来首次实现扩张；自有库存指数45.9，连续五个月处于荣枯线以下，说明企业补库意愿增强，处于生产扩张周期。美国1月份非制造业PMI为52.8（前值54.1），低于预期值54.0。从重要分项指数来看，新订单指数51.3，连续第四个月下降，说明服务业订单增长放缓；就业指数52.3，达到2023年9月以来最高值，说明劳动力市场具有韧性；商业活动指数54.5，较上月有所下降，但是仍处于扩张区间。从非农就业人数来看，美国1月新增非农就业人口达14.3万人（前值30.7万人），低于预期值17.5万人；部分归因于加州山火和寒潮。另外，11月与12月的数据被合计上修10万人，印证了美国劳动力市场的韧性，美联储或将继续按兵不动。（3）美联储3月降息概率较上周下降。在1月30日的议息会议上，美联储宣布将联邦基金利率目标区间继续维持在4.25%-4.5%之间，符合市场普遍预期。美联储主席鲍威尔表示，美国经济仍然总体强劲。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。鲍威尔提到通胀下降正在“以缓慢且有时颠簸的方式”持续进行，他指出美联储无需等到美国通胀率回落至2%了才再度降息。他还指出，长期利率的上升与美联储的政策无关，长期利率的上升更多是由于期限溢价的影响。2月8日，美联储发布半年度货币政策报告。联储对经济整体做出乐观判断，指出美国整体经济状况良好，就业市场稳健并趋于平衡，通胀压力有所缓解。联储重申，要坚定致力于支持充分就业和让通胀回落到2%的双重目标，在考虑未来利率调整的程度和时机时，联储将“谨慎（careful）评估未来的数据、前景的变化和风险的均衡”。联储评价金融体系为“总体上健康且具有韧性”，但同时指出“在一系列市场，估值相对基本面而言仍较高，包括股市、公司债和住宅房地产市场”，“本已处于高位的估值压力有所增加”。本次报告对特朗普新政着墨不多，但提到“一些市场参与者还指出，美国可能对进口商品加征关税也是推动近几个月美元上涨的一个因素”。截至2月8日，Fedwatch预期2025年3月降息25bp的概率下降至8.0%，上周为17.0%；2025年5月份在2025年3月份降息的基础上再次降息的

可能性降低至 1.6%，上周为 5.5%。 风险提示：宏观经济增速不及预期、政策力度不及预期、地缘风险超预期。

(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)

固收点评 20250208：二级资本债周度数据跟踪 (20250127-20250207)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250127-20250207) 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 7 日，二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末 (20250124) 无变化。 二级市场成交情况： 本周 (20250127-20250207) 二级资本债周成交量合计约 528 亿元，较上周减少 912 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC (62.10 亿元)、20 民生银行二级 (29.39 亿元) 和 24 工行二级资本债 02BC (23.60 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 386 亿元、66 亿元和 20 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 2 月 7 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：-5.33BP、-8.60BP、-9.36BP；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：-11.36BP、-6.62BP、-6.63BP；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：-8.63BP、-6.29BP、-3.05BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周 (20250127-20250207) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例和幅度均大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 23 沧州银行二级资本债 01 (-1.4735%)、23 张家口银行二级资本债 01 (-1.3693%)、24 沧州银行二级资本债 01 (-1.1569%)，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、浙江省和河北省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 21 宁波银行二级 01 (0.3976%)、22 华融湘江二级资本债 01 (0.0454%)，其余折价率均在 0.04% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、四川省和浙江省居多。 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 20250208：绿色债券周度数据跟踪 (20250127-20250207)

观点 一级市场发行情况： 本周 (20250127-20250207) 银行间市场及交易所市场无新发行绿色债券，合计发行规模约 0 亿元，较上周减少 79.74 亿元。 二级市场成交情况： 本周 (20250127-20250207) 绿色债券周成交额合计 355 亿元，较上周减少 131 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 183 亿元、132 亿元和 33 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.39%，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 145 亿元、90 亿元和 17 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为 131 亿元、41 亿元和 39 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周 (20250127-20250207) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 中燃气 GN001(两新) (-0.9093%)、22 兴兰 GV (-0.5743%)、23 绿城房产 GN002 (-0.4755%)，其余折价率均在 -0.30% 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 AA+、AAA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 万科 GN001 (5.1418%)、22 万科 GN003 (0.5507%)，

其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以公用事业和建筑为主，中债隐含评级以 AAA+、AAA 评级为主，地域分布以广东省居多。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)

行业

推荐个股及其他点评

华峰测控 (688200): AI 带动端侧 SoC 需求, 发行可转债自研 ASIC 芯片&提升测试机产能

投资要点 AI 终端爆发, 带动 SoC 芯片需求: SoC 芯片是各类硬件设备的主控单元, 承载着运算控制等核心功能, 是硬件的“大脑”。伴随 DeepSeek 的推出, 其低成本、高性能、开源模式, 带来上游的推理芯片、训练芯片的不断进步, 推动 AI 的端侧应用和硬件发展, 进而带动 SoC 芯片需求。 高端 SoC 测试机市场广阔, 亟待国产突破:

SoC 芯片的高度集成性使其测试难度较大, 例如不同功能模块间的交互测试、复杂的信号处理和高速数据传输测试等, 对测试机也提出了高要求, 如需要具备多通道测试能力、较高的测试频率、灵活的配置能力等。2023 年 SoC 测试机市场规模约 33 亿美元, 其中爱德万和泰瑞达合计占比约 80%, 尤其爱德万的 V93000 为拳头产品, 国内华峰测控 STS8600、长川科技 D9000 均对标 V93K。

测试机龙头自研 ASIC 芯片, 助力高端 SoC 测试机研发: SoC 测试机最核心的部件是测试板卡, 根据要测试芯片的不同, 插入不同板卡, 而板卡也需要相关配套芯片来实现测试功能, 国内测试机在 800 兆及以下基本采用常规 FPGA, 1.6G 及以上的高端芯片无法再用 FPGA, 海外龙头在 800 兆以上高端机型也都使用自研 ASIC 芯片。华峰测控 1 月 25 日发布可转债发行预案拟募资不超过 10 亿元, 其中 7.59 亿元投入基于自研 ASIC 芯片测试系统的研发创新项目, 2.41 亿元投入高端 SoC 测试系统制造中心建设项目, 助力公司打造全新一代基于自研 ASIC 芯片的国产化测试系统, 减少对外部专用芯片供应商资源的依赖。

盈利预测与投资评级:考虑到封测行业景气复苏进度, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 3.4/4.6/5.4 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 47/35/30X, 维持“增持”评级。 **风险提示:** 下游扩产不及预期, 技术研发不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

斯莱克 (300382): 拟在美国建设电池结构件产能, 看好公司充分受益于 4680 扩产

投资要点 事件: 公司公告拟在美国开展电池结构件业务, 将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线, 供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂 (60-70GWh), 与客户深度绑定, 从而规避供应链及政策等风险。 4680 量产技术突破, 大规模量产在即: (1) 特斯拉: 已完成 9 系正极和干法电极的批量生产, 4680 产能有望 2025 年开始大规模放量, 优先供应 Cybertruck; (2) LG: 梧仓工厂已开始 4680 量产, 目前产能爬坡中, 其良率已达到特斯拉要求, 预计 2025 年将在美国进行大规模扩产;

(3) 松下: 已为 4680 量产做好准备, 后续将在美国超级工厂生产,

并将部分日本本土产能改为 4680 产线；（4）三星：已开始 4680 小规模量产，进入批量试验阶段，后续产能有望加速放量。4680 大圆柱电池壳体对一致性、散热有要求，公司 DWI 生产工艺适配：4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质电池壳体，与小圆柱电池壳相比，大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、自动化程度及生产速度方面具有优势。（1）壳体一致性高：传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节，而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术，熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题；（2）材料利用率高：斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%，而单机生产的电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%，因此该生产线能够显著降低电池壳成本；（3）自动化程度高：产线自动化程度高，非常适合人效低的美国市场；（4）产能高：斯莱克采用生产线模式，应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍，目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。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 -1.5/2.7/8.6 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 23/7 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：客户需求不及预期，政策调整风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

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

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；PCBAOI/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 1.0/3.0/4.2 亿元，对应 PE 分别为 88/30/22 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)

思摩尔国际 (06969.HK)：全球雾化科技龙头迎政策拐点，布局加热不燃烧打造第二曲线

投资要点 全球雾化科技龙头，to B 模式为主发展多元业务：公司前身麦克韦尔于 2009 年在深圳成立，公司以雾化电子烟代工起家发展多元业务，2020 年在联交所上市。公司 to B 业务主要通过 ODM 模式研究、设计及制造电子雾化产品和组件、加热不燃烧产品及特殊雾化产品等，to C 业务产品为自有品牌开放式产品或 APV。2023 年公司营收 111.7 亿元，同比-8%，其中 to B 业务/to C 业务占比 83%/17%。2024 年 12 月发布股权激励计划，以市值作为绩效目标体现中长期发展信心。雾化电子烟监管趋严，加热不燃烧空间可观：雾化电子烟监管趋严，合规龙头格局优化。1) 2023 年全球雾化电子烟市场规模为 212 亿美元，同比+7%。在全球控烟减害的背景下，渗透率长期仍处于提升通道。2) 美国和欧洲各国电子烟政策和执法力度趋严，合规、换弹式产品份额或将提升。2021 年雾化电子烟 CR5 为 43%，此后略有下滑，合规龙头或将受益于格局优化。加热不燃烧空间可观，龙头公司卡位布局。1) 2023 年全球加热不燃烧规模为 345 亿美元，同比+12%，欧睿预计 2023-2028 年 CAGR 为 14%。HNB 替烟减害效果明显，主要消费国渗透率有望提升。2) HNB 进入壁垒较高，传统烟草巨头在产品研发和渠道拓展有显著优势，2023 年菲莫国际、英美烟草和日本烟草三大龙头市场份额为 71%/16%/6%，龙头公司 HNB 业务收入占比中长期将持续提升。合规龙头深度绑定大客户，HNB 有望开启第二曲线：1) 与行业龙头客户深度绑定，合规趋势下率先受益。公司与英美烟草、日本烟草、NJOY 等合作方深度绑定，监管趋严合规龙头换弹式销售率先好转。2024H1 公司一次性产品收入同比-19%，Q2 换弹式收入同比+22.5%。2) 高研发投入保持技术领先，满足客户新品研发需要。公司持续加大研发投入，2024H1 研发支出 7.6 亿元，同比+24%，增长主要来自 HNB 和雾化医疗。3) HNB 有望打造第二曲线，多元业务助力长期发展。公司与英美烟草合作的 HNB 新品 glo Hilo 和 glo Hilo plus 已在塞尔维亚上市，预计 2025 年起全面推广，销量爬坡助力打造第二曲线。此外特殊雾化、医疗雾化有望贡献增量。盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，与大客户绑定深耕雾化电子赛道，加大研发投入发展多元业务，未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严，加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 13.2/16.6/22.4 亿元，对应 PE 为 60/48/36 倍，未来率先受益于电子烟格局改善、加热不燃烧放量释放业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧)

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

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已经达到 2.5s，优势一代设备达到 2s，而国际龙头企业 Komax 插针机是 6s，优势一代是 4.5s，并且瀚川的插针机价格更低，良率达到 98%。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，同比扭亏，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-11.1/0.7/1.3 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 36/19 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）

华兴源创（688001）：公司有望充分受益于消费电子行业回暖，半导体检测业务构筑第二增长极

投资要点 检测设备平台型企业，Micro-OLED 和半导体检测设备成重要增长点：平台化布局检测企业，公司充分受益于新显示技术放量、半导体检测设备快速增长。1）消费电子业务：公司积极布局用于微显示器件测试的新设备，据 IHS 预测，2026 年全球 Micro-LED 显示器出货量将达 1,550 万台，CAGR 达 99.00%。公司 Micro-OLED 检测设备在 2023 年已获得北美消费电子厂商和核心器件龙头企业认证并完成了量产线的订单验收；2）半导体业务：在后道测试领域，公司产品覆盖测试机（SOC、射频等）、分选机（平移式、转塔式等），并积极布局前道晶圆缺陷检测设备，陆续进入量产阶段，构筑公司第二增长极。 Q3 业绩短期承压，静待消费电子行业回暖：2024Q1-Q3 公司实现营收 12.76 亿元，同比-4.6%， 2024Q1-Q3 实现归母净利润-0.51 亿元，同比扭亏。Q3 单季营收为 4.39 亿元，同比-2.8%，环比-21.2%；归母净利润为-0.82 亿元，同环比扭亏。 盈利能力短期承压，静待公司新产能释放：2024Q1-Q3 毛利率为 47.98%，同比-8.0pct；销售净利率为-4.01%，同比-18.3pct，主要系公司新建产能处于爬坡阶段，初期折旧较高。期间费用率为 54.19%，同比+13.9pct，其中销售费用率为 13.43%，同比+3.7pct，管理费用率为 16.09%，同比+5.4pct，研发费用率为 23.02%，同比+2.4pct，财务费用率为 1.65%，同比+2.46pct。Q3 单季毛利率为 42.39%，同比-9.7pct，环比-6.6pct；销售净利率为-

18.75%，同环比转负。 Q3 单季现金流环比转负，静待消费电子行业回暖，现金回流：截至 2024Q3 末公司合同负债为 0.49 亿元，同比-29.4%，存货为 8.68 亿元，同比+41.0%。2024Q3 公司经营活动净现金流为-1.46 亿元，环比转负，主要系客户回款放缓。 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-4.8/2.0/3.1 亿元，2025-2026 年对应 PE 分别为 67/45 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)

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>