

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-24

宏观策略

2025 年 01 月 24 日

宏观点评 20250123: 春节期间海外市场交易指南

核心观点: 春节期间, 海外市场将迎来密集的数据发布期和央行议息会议, 特朗普对 2 月 1 日加征关税的表态是否、如何落地也将得到验证。我们预期 24Q4 美国 GDP 保持 2.5% 以上的稳健增长, 1 月 FOMC 会议不降息, 但应关注美联储是否对特朗普政策给经济、通胀的影响有更多分析评估。春节期间连续、密集公布的经济数据与特朗普新政的不确定性将加剧海外市场的波动, 或给节后国内市场带来一次性外溢冲击, 可适当降低仓位对海外的敞口暴露。此外, 节后公布的 1 月非农、CPI 数据料加速当前偏强的美元指数、偏高的美债利率的回落。

宏观点评 20250122: 市场成交额稳定, 通信行业涨幅居前

事件 A 股今日成交额较上个交易日小幅收缩, 仍然稳定在 1.2 万亿附近, 行业热点匮乏, 红利板块连续四日下跌, 仅通信板块收涨。沪指下跌 0.89% 至 3213.62 点, 较 24 年末下跌 4.12%; 创业板指下跌 0.54% 至 2101.03 点, 较 24 年末下跌 1.89%; 风格指数方面, 代表大盘股的沪深 300 下跌 0.93% 至 3797.02 点, 较 24 年末下跌 3.50%; 中证 500 下跌 0.48% 至 5607.06 点, 较 24 年末下跌 2.07%。行业层面, 通信上涨 1.71%, 电子下跌 0.05%, 钢铁下跌 0.15%, 房地产下跌 3.42%, 传媒下跌 1.97%, 银行下跌 1.84%。市场成交额为 11477.05 亿元, 较前一交易日缩量 698.49 亿元, 北向资金总成交 1569.79 亿元; 南向资金净买入 41.71 亿元。 板块方面, 业绩预告密集披露期将至, 业绩预喜股活跃。最新消息, OpenAI 等推出“星际之门”计划, 在人工智能基础设施方面至少投资 5000 亿美元, 创造 10 万个工作岗位, 算力、液冷服务器、数据中心电源概念股走强。工信部信息通信发展司司长 1 月 21 日在国新办新闻发布会上表示, 2025 年工信部将继续抓好“建、用、研”, 推动信息通信业发展实现三个“升级”, 试点部署万兆光网, CPO 概念股和 5G 概念股上涨, 光纤光缆股大涨, 通信板块走高。COMEX 黄金 2768 美元/盎司, COMEX 白银 31.58 美元/盎司, 贵金属板块上涨。 观点 市场从低位小幅反弹后, 活跃度逐级提升, 市场增量资金仍然不足, 对于特朗普上台后的政策变化预期和业绩预期仍在制约市场风险偏好, 因此场内行业开始风格切换, 市场在窄幅区间内震荡。临近春节, 市场资金在本周内可能将继续活跃, 方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局, 主线有待明朗。长期来看, 政策增量与转向已经有明确动向, 落地的速度也在进一步加快, 在预期证伪之前, 市场情绪底部有支撑, 整体仍有向上空间。 风险提示: 市场风格变化, 资金进场意愿不足, 政策落地不及预期

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250120: 城投挖系列 (十三) 之强链赋能, 豫州展翼:

河南省城投债现状 4 个知多少

总结与观点: 1) 我们认为河南省城投债的利差空间已大幅压缩, AAA 及 AA+ 高评级城投债利差水平已基本拟合, 而 AAA 与 AA 级之间仍存在约

50BP 的少量压降空间，因此针对河南省城投主体采取资质下沉策略尽管仍具备收益空间，但性价比或较过往显著降低，故建议搭配久期策略。2) 当前，10 万亿元化债组合拳打响，在 2028 年以前中短期债券因受益于化债逻辑而安全性提升，但与此同时城投板块因新增融资受限叠加高息资产置换故“资产荒”趋势大概率延续，供需失衡或将导致河南省城投债收益率随板块走势震荡下行，利差预计将在资金面宽松时期进一步收窄。因此，机构投资者可在河南省高评级城投债个券中适度放宽久期至 5 年、在中评级城投债个券中适度放宽久期至 3-5 年区间以增厚收益，同时博弈新发长期债券的配置机会。3) 此外，河南省内不同地市的经济财政状况和债务负担差异较大，信用资质较优的城投主体基本集中于省级和郑州市级，因此郑州市仍系值得优先关注的区域，同时可根据地方产业资源、融资环境、化债政策进展等方面挖掘具有收益潜力的地区，捕捉市场化转型相关机会。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

行业

推荐个股及其他点评

电连技术 (300679): 2024 年业绩预告点评: 符合预期, 25 年智驾下沉驱动汽车景气持续

Q4 业绩符合预期: 公司预告 2024 年实现归母净利润 5.86-6.86 亿元, 同比增长 65%-93%, 实现扣非归母净利润 5.7 亿元-6.7 亿元, 同比增长 64%-92%, 公司预告 2024 年归母净利润中值 6.36 亿元, 扣非归母净利润中值 6.2 亿元。对应 Q4 单季归母净利润 1.27-2.27 亿元, 同比 17%-109%, 环比-16%~51%, Q4 单季扣非归母净利润 1.27-2.27 亿元, 同比 13%-102%, 环比-15%~52%。预告业绩符合市场预期。智驾向更低价格带车型加速渗透, 国内车载高频高速连接器龙头迎业绩高增期: 2025 年以比亚迪为代表的自主品牌车企, 计划将智驾下沉至更低价格带车型, 高速 NOA 级别智驾有望普及至 10-15 万车型, 据 NE 时代智能车统计, 10 万-20 万车型占国内整车销量约 49%, 而 2025 年 1-10 月国内 10 万-20 万车型中高速 NOA 及以上级别智驾渗透率仅 1%, 自主品牌发力有望加速高阶智驾渗透驱动智驾产业链迎业绩高增期。公司是国内汽车高频高速连接器龙头, 产品价格相较海外厂商更具优势, 有望充分受益智驾向更低价格带车型渗透趋势, 公司客户涵盖比亚迪、赛力斯、长安、长城、吉利、理想等知名汽车厂商, 当前国内车企订单加速上行。长期维度看, 国内层面公司有客户端份额持续提升空间, 海外层面公司加速发力海外 tier1 订单及北美客户拓展, 有望进一步构筑海外长期成长空间。3C 补贴有望刺激消费电子全面回暖, 公司是安卓系射频连接器及组件核心供应商有望充分受益: 公司是 HOVM、传音、三星等安卓头部终端企业的射频连接器等产品核心供应商, 份额近年来保持相对稳定, 有望持续受益消费电子终端需求复苏, 2024 年消费电子业务受益下游需求复苏实现稳健增长。1) 短期维度看, 伴随手机终端出货量持续回升, 公司消费电子板块产品收入有望持续提升; 2) 长期维度看, 公司射频及普通 BTB 连接器产品受益核心客户导入, 产品持续稳定量产出货, 公司 BTB 产品在核心客户端进一步突破提升单机用量, 叠加核心客户销量提升贡献新业绩增量, 长期有望受益 BTB 产品头部客户导入及国内 5G 毫米波落地打开需求增量空间。盈利

预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 6.2/8.8/10.9 亿元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 40/28/23 倍。风险提示：消费电子市场需求不及预期；智能化及新能源汽车销量不及预期；

南网能源（003035）：生物质加速退出聚焦节能优势主业，减值落地压力释放重回成长

盈利预测与投资评级：因生物质资产减值，我们下调 2024 年归母净利润预测从 3.03 至 -0.59 亿元，报表压力释放质量提升，聚焦工业建筑节能优势主业稳步提升，我们维持 2025-2026 年归母净利润预测 3.71/4.97 亿元，对应 25-26 年 PE 42/32 倍（2025/1/22），维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

信德新材（301349）：2024 年业绩预告点评：24 年出货翻番以上增长，盈利拐点将至

盈利预测及投资评级：考虑 Q4 新增减值及费用影响盈利，但我们预计 25 年盈利触底回升，我们下调公司 2024 年，上调 2025 年-2026 年归母净利润预期至 -0.3/0.7/1.3 亿元（原预期 0.1/0.7/1.3 亿元），同比 -181%/+315%/+88%，25-26 年对应 PE 为 49/26 倍，考虑公司为包覆材料龙头，行业即将迎来拐点，后续利润有望快速修复，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

新奥股份（600803）：股权激励计划锁定业绩稳增，24-27 年核心利润复增不低于 7%，红利属性彰显

盈利预测与投资评级：股利分配+特别派息，2024-2025 年分红不低于 1.03/1.14 元每股，对应 2024-2025 年股息率 5.0%/5.5%（估值日 2025/1/22），彰显红利属性。顺价持续推进，公司零售气价差有望进一步修复；平台交易气量持续增长，单方转售利润受全球气价回归影响而缩窄，我们下调 2024-2026 年公司归母净利润至 52.3/52.9/60.9 亿元（原值 54.6/60.6/78.2 亿元），EPS 1.69/1.71/1.97 元，对应 PE 12.2/12.1/10.5 倍（估值日 2025/1/22）。虽然直销气单方利润存在下滑风险，但公司通过股权激励锁定整体业绩稳增；叠加固定金额分红，红利属性凸显，维持“买入”评级。

赛恩斯（688480）：2024 年年度业绩预告点评：业务结构改善，紫金合作持续推进

盈利预测与投资评级：我们下调公司 2024 年、维持 2025-2026 年归母净利润预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.92（原值 2.02）/2.15/2.67 亿元，同比增加 112.35%/11.85%/24.56%，当前市值对应 2024-2026 年 PE 14.0/12.5/10.0 倍（估值日期 2025/1/22）。维持“买入”评级。

蔚蓝锂芯（002245）：2024 年业绩预告点评：Q4 业绩超市场预期，BBU 打造第二增长曲线

盈利预测与投资评级：考虑到下游需求持续向好，我们上修公司 24-26 年归母净利至 4.7/6.5/8.0 亿元（原预期 4.0/6.0/6.9 亿元），同比 +234%/+38%/+23%，对应 PE 为 29x/21x/17x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20250123: 春节期间海外市场交易指南

核心观点: 春节期间, 海外市场将迎来密集的数据发布期和央行议息会议, 特朗普对 2 月 1 日加征关税的表态是否、如何落地也将得到验证。我们预期 24Q4 美国 GDP 保持 2.5% 以上的稳健增长, 1 月 FOMC 会议不降息, 但应关注美联储是否对特朗普政策给经济、通胀的影响有更多分析评估。春节期间连续、密集公布的经济数据与特朗普新政的不确定性将加剧海外市场的波动, 或给节后国内市场带来一次性外溢冲击, 可适当降低仓位对海外的敞口暴露。此外, 节后公布的 1 月非农、CPI 数据料加速当前偏强的美元指数、偏高的美债利率的回落。

海外经济: 欧美 PMI、美国地产数据、欧美 GDP、美国 PCE、欧元区失业率与通胀率、美国就业数据。2025 年春节假期在 1 月末 2 月初期间, 正值海外经济数据密集公布时期, 投资者应警惕春节期间连续、密集公布的经济数据加剧海外市场的波动, 并在节后迅速给国内市场带来外溢的风险。从时间线上看, 春节假期主要公布的经济数据有:

1 月 24 日标普全球将公布欧美 PMI, 分析师预期 SPG 美国制造业 PMI 录得 49.8, 前值 49.4, 欧元区制造业 PMI 录得 49.7, 前值 49.6。若美国制造业 PMI 受特朗普制造业回流政策预期影响而超预期回升至荣枯线, 可引发大宗商品新一轮制造业复苏的交易。1 月 24-30 日美国将陆续公布 12 月成屋销售、新屋销售与房价数据。受美联储 100bps 降息落地、特朗普承诺将改善居民购房能力等影响, 近期美国地产数据多好于预期, 市场对地产部门底部修复的预期进一步抬升, 12 月地产数据将进一步检验美国地产的底部复苏是否具有可延续性。1 月 30 日 BEA 将公布 24Q4 美国 GDP。受近期强劲的非农就业、零售贸易、新屋开工等数据影响, 最新亚特兰大联储 GDPNow 模型预测 24Q4 美国 GDP 环比年率为 +3.0%, 纽约联储 Nowcast 模型预测值为 +2.56%, 彭博分析师一致预期为 +2.6%。2022 年以来, 市场对 Nowcast 关注度的显著提升削弱了 GDP 带来的波动, 但投资者可在 GDP 库存分项中寻找特朗普上台后美国企业提前补库的信号。1 月 30 日、2 月 3 日将分别公布 12 月欧元区失业率、1 月欧元区 CPI。11 月欧元区失业率维持在 6.3% 的历史低位, 连续四个月保持不变; 欧元区 12 月 CPI 由 2.2% 反弹至 2.4%, 连续第二个月超过欧洲央行 2% 的目标, 但该反弹主要是由能源价格推动。预计欧元区失业率仍将保持低位, CPI 在能源价格波动的影响下或进一步走高。1 月 31 日 BEA 将公布 12 月美国 PCEPI。12 月不及预期的核心 CPI、PPI 意味着 12 月 PCEPI 应较为温和, 分析师预期 12 月 PCEPI、核心 PCEPI 环比分为 0.3%、0.2%。2 月 3 日、5 日将分别发布 1 月美国 ISM 制造业、服务业 PMI。12 月 ISM 制造业在生产、新订单、库存、进口分项的显著改善下超预期回升。PMI 报告显示, 制造业 PMI 库存分项的超预期反弹部分来自企业担忧关税带来的抢订单行为, 1 月制造业 PMI 可检验这一趋势的可持续性。2 月 4 日、5 日将分别公布 12 月美国职位空缺、1 月 ADP 就业数据。这两个数据一定程度可预告 1 月非农数据的强弱。我们预期非法移民在特朗普上台前或开始退出劳务市场, 投资者需关注特朗普移民政策是否提前冲击到美国非法移民的就业。此外, BLS 将根据 QCEW 与移民署数据分别修正 CES 企业非农、CPS 居民就业, 需关注 2024 年新增非农是否显著下修、失业率是否显著上修的风险。

海外政策: 美联储 FOMC、ECB 议息会议, 25Q1 美国财政部再融资会议。1 月 FOMC 会议: 北京时间 1 月 30 日凌晨 3:00, 美联储将公布

1月议息会议决议。近期美联储官员发言多在表达对特朗普政策的不确定性和通胀上行风险的担忧，在大超预期强劲的12月非农数据发布后，市场充分定价1月不降息，全年降息预期仅1.6次。投资者可关注1月FOMC会议上Powell是否对特朗普政策有更多的分析评价。

1月ECB议息会议：1月30日21:15，欧央行将公布1月议息会议决议。当前掉期市场基本定价1月降息1次/25bps。近期欧元增长的乏力、通胀如期下行背景下，欧央行官员发言普遍鸽派，市场也因此对欧央行降息周期计价较为充分，预期2025全年降息4次、政策利率回到2%。对于1月会议，重点同样更多在于欧央行对于特朗普潜在政策不确定性影响的评估。

25Q1美国财政部再融资会议：2月3日、5日美国财政部将发布25Q1再融资会议材料，公布2025年2月至4月的发债计划，及对5月至7月发债计划的建议。当前时点下，两个因素放大了美国财政和债务问题对市场的影响：第一，近期财政部长耶伦表示，由于美国公共债务已于1月中旬触及上限，财政部已于1月21日开始采取非常措施以维持政府运转，而债务发行暂停期也随之开始，并持续至3月14日。这一时期，财政部的中长期债券发行受限，因而其对未来债务发行的计划和预测将十分重要。第二，特朗普正式就职后，市场对美国今年和中长期内债务路径的预测将随之更新。CBO最新1月的预算和经济展望报告下调了基准情形下2025财年美国预算赤字预期至1.87万亿美元，赤字率约为6.2%，低于上一财年的6.4%；但若考虑延长减税法案，则债务率在长期中更高。一季度再融资会议材料将同时公布一级交易商等不同市场主体对美国未来几年的赤字率预测，这将成为观察美国官方机构评估特朗普政策与影响的重要参考之一。

海外政治：关注特朗普对2月1日加征关税的表态是否真实落地。北京时间1月21日就职当日，特朗普宣布其将于2月1日对墨西哥和加拿大的商品征收25%的关税。周三，特朗普表示正在考虑对来自中国全部进口产品施加无差别10%的关税，预计最早将于2月1日生效。由于特朗普在就职演讲和首日行政令并未涉及具体的关税措施，市场一度大幅放松了美国对华关税的担忧情绪。但随后上述特朗普对关税表态的快速反转，再度印证了特朗普政策的高度不确定性，并放大了市场波动。春节期间，关注在25%关税威胁下，墨西哥和加拿大将与美国达成何种协议、关税威胁是否真实落地；同时，关注特朗普对华10%关税的表态后续如何演绎，及其对海外风险资产情绪的影响。截至最新，Polymarekt预期特朗普于3月前对墨西哥、加拿大加征关税概率分别为79%、64%，Kalshi预期特朗普今年内对墨西哥、加拿大加征关税概率分别为90%、88%；但同时，Polymarekt预期特朗普于3月、2月前对墨西哥和加拿大加征25%关税概率分别为29%、10%，百日新政内对华加征40%的概率仅为9%。可见，当前市场对于特朗普今年内加征关税预期较为充分，但并不预期将有大幅、激进的加关税措施，且不认为今年内国会将通过提高关税相关法案，显示市场仍预期特朗普的关税策略是渐进、交易型的，且不是今年施政的重心，剧烈的关税冲击仍是尾部风险。

风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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；通胀下行速率不及预期。

（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）

宏观点评 20250122：市场成交额稳定，通信行业涨幅居前

事件 A股今日成交额较上个交易日小幅收缩，仍然稳定在1.2万亿附近，行业热点匮乏，红利板块连续四日下跌，仅通信板块收涨。沪指下跌0.89%至3213.62点，较24年末下跌4.12%；创业板指下跌

0.54%至 2101.03 点，较 24 年末下跌 1.89%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.93%至 3797.02 点，较 24 年末下跌 3.50%；中证 500 下跌 0.48%至 5607.06 点，较 24 年末下跌 2.07%。行业层面，通信上涨 1.71%，电子下跌 0.05%，钢铁下跌 0.15%，房地产下跌 3.42%，传媒下跌 1.97%，银行下跌 1.84%。市场成交额为 11477.05 亿元，较前一交易日缩量 698.49 亿元，北向资金总成交 1569.79 亿元；南向资金净买入 41.71 亿元。板块方面，年报预告密集披露期将至，业绩预喜股活跃。最新消息，OpenAI 等推出“星际之门”计划，在人工智能基础设施方面至少投资 5000 亿美元，创造 10 万个工作岗位，算力、液冷服务器、数据中心电源概念股走强。工信部信息通信发展司司长 1 月 21 日在国新办新闻发布会上表示，2025 年工信部将继续抓好“建、用、研”，推动信息通信业发展实现三个“升级”，试点部署万兆光网，CPO 概念股和 5G 概念股上涨，光纤光缆股大涨，通信板块走高。COMEX 黄金 2768 美元/盎司，COMEX 白银 31.58 美元/盎司，贵金属板块上涨。观点 市场从低位小幅反弹后，活跃度逐级提升，市场增量资金仍然不足，对于特朗普上台后的政策变化预期和业绩预期仍在制约市场风险偏好，因此场内行业开始风格切换，市场在窄幅区间内震荡。临近春节，市场资金在本周内可能将继续活跃，方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局，主线有待明朗。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，整体仍有向上空间。风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收深度报告 20250120：城投挖系列（十三）之强链赋能，豫州展翼：河南省城投债现状 4 个知多少

观点 河南省概况：1) 经济：2023 年 GDP 总量接近 6 万亿元，全国位列第 6，同比增速约 4.10%，低于全国平均水平，经济总量较大但增长乏力。2) 财政：2023 年一般公共预算收入为 4,518.10 亿元，位列全国第 8，同比增长 6.20%，但税收收入占比仍处于全国偏低水平，约 63.20%；财政自给率为 40.88%，位列全国第 17，综合财政实力处于全国中游。3) 产业：2015 至 2023 年期间呈现第一产业保持稳定、二三产业占据主导且第三产业比重明显提升的发展趋势；目前在工业结构调整和产业升级方面不断努力，并把促消费、提升消费结构、培育消费新业态作为发力点，为第三产业创造更多发展空间。4) 地方债务：2018 年以来地方债务负担持续加重，负债率和债务率水平连年提升，当前债务负担居全国中游水平，在控制债务风险方面表现较为稳健；2020 年以来城投存量占比及城投债务率大幅增长，从资金需求端考虑，疫情后出台政策推动经济复苏，明显增加当地财政压力，同时为支持传统产业转型和高科技产业培育亦需要大量资金；从资金供给端考虑，“三道红线”政策导致地产开发商资金链紧张，对土地需求减少，同时购房需求趋于保守，房地产市场降温致使省内土地出让收入下降，加剧当地政府的财政压力。存量城投债及主体现状：1) 河南省城投债存量余额约 4,842.17 亿元，加权平均票面利率约 3.94%，表明河南省城投主体历史融资规模居全国中上游水平，融资成本处于全国中游水平，一方面源于河南省在推进中原城市群建设、促进中部地区崛起、加快融入“一带一路”建设、推动交通区位优势向枢纽经济优

势转化等战略规划中扮演关键角色，另一方面源于产业结构的调整升级与基础设施投资力度的持续加强，区域内城投主体融资需求较大故负债规模在全国各省市中位居前列。3) 债券存量余额以外部评级 AA+ 为主；债券剩余期限以 1-3 年区间为主；债券种类以公司债为主；票面利率以 3-5% 区间为主。4) 河南省共有城投主体 125 家，平台层级中区县级和地市级数量相当，AA 级主体数量较多。一级市场发行：1) 2024 年共发行城投债 2,165.44 亿元，发行量与偿还量水平接近，表明募资的主要用途在于“借新换旧”，新增供给较少，主要系 2023 年四季度“一揽子化债方案”导向下的城投融资端偏紧所致，预计 2025 年河南省城投债发行量仍将跟随到期偿还量变化，供给端紧平衡方向不改。2) 2024 年城投债发行平均票面利率为 2.97%，纵向对比下，河南省新发城投债的票面利率在全市场利率下行的背景驱动下较往年已明显压降，可见新增债务利息负担有所减轻；横向对比下，河南省城投债平均票面利率为中部六省最高，提示融资成本较其他省市仍有下降空间；未来河南省需乘化债之风，推动城投平台业务转型、整合中低评级平台资源，从而降低整体平台信用风险，进一步压降融资成本。3) 主体评级以 AA+ 级主体为主；发行期限以 3-5 年期为主；债券种类以公司债和中期票据居多；主体行业基本集中于工业行业。未来偿付能力：1) 2025Q1-2028Q4 预计兑付金额共计 3,658.01 亿元，其中 2025H1 及 2027H2 的兑付金额相对较大，故需警惕 2025 年上半年因再融资需求抬升、资金接续困难而可能出现的弱资质主体信用风险。2) 河南省城投债整体兑付结构与存量债券结构相符；主体评级中 AA+ 级兑付金额最大，表明短期内待偿债券集中于高评级主体，故中低评级主体兑付压力不大，适宜适度下沉攫取票息收益及价差收益。二级市场成交与收益表现：1) 成交表现：河南省城投债 2024 年全年成交量约 4,411.29 亿元，换手率约 159.86%，在二级市场中热度尚可，一方面河南省作为全国城投债发行大省之一，存量债务规模较大或可提供更多择券空间，另一方面河南省城投债票面利率在中部六省中处于高位，在整体市场利率较低的环境下或可提供相对安全且可观的票息收益，同时风险偏好偏高的投资者或可将河南省视为下沉挖掘收益的可选区域。2) 到期收益率表现：河南省城投债到期收益率总体呈现震荡下行走势。a) 2019 年中旬至 2022 年末，河南省城投债收益率走势随基准利率持续下行，且信用利差总体维持在 200BP 上下窄幅波动；b) 2022 年末“股债跷跷板”冲击导致的理财赎回潮对债市整体造成显著影响，且该冲击因信用债与利率债之间的流动性差异而引起城投板块收益率较同期国开债更大幅度的回调，河南省城投债平均收益率亦相应上行约 110BP 左右；c) 进入 2023 年后，城投板块即开启全面修复，叠加“一揽子化债方案”提振市场信心，河南省城投债平均收益率快速下行，利差快速收窄，从 2023 年初的 320BP 持续压缩至当前的 100BP。总结与观点：1) 我们认为河南省城投债的利差空间已大幅压缩，AAA 及 AA+ 高评级城投债利差水平已基本拟合，而 AAA 与 AA 级之间仍存在约 50BP 的少量压降空间，因此针对河南省城投主体采取资质下沉策略尽管仍具备收益空间，但性价比或较过往显著降低，故建议搭配久期策略。2) 当前，10 万亿元化债组合拳打响，在 2028 年以前中短期债券因受益于化债逻辑而安全性提升，但与此同时城投板块因新增融资受限叠加高息资产置换故“资产荒”趋势大概率延续，供需失衡或将导致河南省城投债收益率随板块走势震荡下行，利差预计将在资金面宽松时期进一步收窄。因此，机构投资者可在河南省高评级城投债个券中适度放宽久期至 5 年、在中评级城投债个券中适度放宽久期至 3-5 年区间以增厚收益，同时博弈新发长期

债券的配置机会。3) 此外, 河南省内不同地市的经济财政状况和债务负担差异较大, 信用资质较优的城投主体基本集中于省级和郑州市级, 因此郑州市仍系值得优先关注的区域, 同时可根据地方产业资源、融资环境、化债政策进展等方面挖掘具有收益潜力的地区, 捕捉市场化转型相关机会。风险提示: 城投政策超预期收紧; 数据统计偏差; 信用风险发酵超预期。

(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

电连技术 (300679): 2024 年业绩预告点评: 符合预期, 25 年智驾下沉驱动汽车景气持续

事件: 公司发布 2024 年业绩预告。Q4 业绩符合预期: 公司预告 2024 年实现归母净利润 5.86-6.86 亿元, 同比增长 65%-93%, 实现扣非归母净利润 5.7 亿元-6.7 亿元, 同比增长 64%-92%, 公司预告 2024 年归母净利润中值 6.36 亿元, 扣非归母净利润中值 6.2 亿元。对应 Q4 单季归母净利润 1.27-2.27 亿元, 同比 17%-109%, 环比-16%~51%, Q4 单季扣非归母净利润 1.27-2.27 亿元, 同比 13%-102%, 环比-15%~52%。预告业绩符合市场预期。智驾向更低价格带车型加速渗透, 国内车载高频高速连接器龙头迎业绩高增期: 2025 年以比亚迪为代表的自主品牌车企, 计划将智驾下沉至更低价格带车型, 高速 NOA 级别智驾有望普及至 10-15 万车型, 据 NE 时代智能车统计, 10 万-20 万车型占国内整车销量约 49%, 而 2025 年 1-10 月国内 10 万-20 万车型中高速 NOA 及以上级别智驾渗透率仅 1%, 自主品牌发力有望加速高阶智驾渗透驱动智驾产业链迎业绩高增期。公司是国内汽车高频高速连接器龙头, 产品价格相较海外厂商更具优势, 有望充分受益智驾向更低价格带车型渗透趋势, 公司客户涵盖比亚迪、赛力斯、长安、长城、吉利、理想等知名汽车厂商, 当前国内车企订单加速上行。长期维度看, 国内层面公司有客户端份额持续提升空间, 海外层面公司加速发力海外 tier1 订单及北美客户拓展, 有望进一步构筑海外长期成长空间。3C 补贴有望刺激消费电子全面回暖, 公司是安卓系射频连接器及组件核心供应商有望充分受益: 公司是 HOVM、传音、三星等安卓头部终端企业的射频连接器等产品核心供应商, 份额近年来保持相对稳定, 有望持续受益消费电子终端需求复苏, 2024 年消费电子业务受益下游需求复苏实现稳健增长。1) 短期维度看, 伴随手机终端出货量持续回升, 公司消费电子板块产品收入有望持续提升; 2) 长期维度看, 公司射频及普通 BTB 连接器产品受益核心客户导入, 产品持续稳定量产出货, 公司 BTB 产品在核心客户端进一步突破提升单机用量, 叠加核心客户销量提升贡献新业绩增量, 长期有望受益 BTB 产品头部客户导入及国内 5G 毫米波落地打开需求增量空间。盈利预测与投资评级: 鉴于公司汽车高频高速连接器受益市场需求收入有望持续高增, 我们基本维持对公司 2024 年业绩预期, 上调 25-26 年的业绩预期, 预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 6.2/8.8/10.9 亿元 (前次预测值为 6.2/8.4/10.2 亿元), 对应 2024-2026 年 PE 分别为 40/28/23 倍, 公司是国内汽车高速连接器领先厂商, 有望充分受益高阶智驾车型加速渗透, 维持“买入”评级。风险提示: 消费电子市场需求不及预期; 智能化及新能源汽车销量不及预期; 竞争加剧的风险

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 王润芝)

南网能源(003035): 生物质加速退出聚焦节能优势主业, 减值落地压力释放重回成长

投资要点 事件: 公司公告孙公司申请破产进展的公告、关于战略规划 2025 年度重点执行计划的公告及 2024 年业绩预告。 战略调整退出生物质, 资源配置优化&报表质量提升。公司工业/建筑节能优势业务之外, 生物质综合利用业务因农林生物质行业普遍面临的燃料紧缺、价格倒挂及项目现金流短缺等问题, 项目运营效率低下, 影响报表利润, 拖累报表质量。2024 年公司坚持战略调整退出生物质综合资源利用业务, 向法院申请生物质业务全资孙公司南能昌菱公司和阳山南电公司破产, 实现资源优化配置, 减少亏损源, 发展重心聚焦节能优势主业。短期因生物质国补应收账款减值、生物质资产组资产减值以及拟破产项目委托贷款减值影响报表 2024 年利润, 切换视角未来 3 年, 公司报表压力释放质量提升, 优质节能业务成长性得到体现。 减值影响 2024 年归母净利润 5.9 亿, 减值落地重回成长。2024 年公司实现利润总额 800 万元-1,200 万元, 同比下降 97.35%-98.23%, 归属于上市公司股东的净利润亏损 4,000 万元-8,000 万元, 同比下降 112.87%-125.75%, 扣除非经常性损益后的净利润亏损 7,400 万元-11,400 万元, 同比下降 124.19%-137.27%。与生物质资产相关的减值合计影响 2024 年归母净利润约 5.9 亿元, 具体来看: 1) 1) 计提应收可再生能源补贴款减值准备, 减少 2024 年归母净利润约 2.10 亿元, 主要是因为生物质发电项目可再生能源电价附加补助核查。2) 计提生物质项目资产组资产减值准备, 减少 2024 年归母净利润约 2.88 亿元, 主要是因为农林生物质行业普遍面临的燃料紧缺、价格倒挂及项目现金流短缺等问题对公司生物质综合利用业务的累积影响愈发突出。3) 计提两家拟破产的生物质项目孙公司委托贷款减值准备, 减少 2024 年归母净利润约 0.92 亿元。若考虑生物质资产减值加回, 工业节能和建筑节能核心优势业务稳健提升, 减值落地压力释放, 聚焦节能业务重回成长。 战略规划 2025 年重点执行计划, 聚焦建筑节能+工业节能优势业务。公司公告《关于战略规划 2025 年度重点执行计划的公告》, 2025 年围绕建筑节能与工业节能 2 大优势主业, 重点推动 4 个方面: 1) 加快向“多能协同+高端服务”拓展(源网荷储一体化、交通能源系统、微能网、冷热电联供、清洁供暖制冷系统、虚拟电厂、车网互动 V2G、绿电绿证交易等); 2) 强化节能降碳核心板块(聚焦特定重点方向, 深耕优势区域, 推动节能业务规模化等发展, 将节能服务延伸至涉碳业务并提供全链条服务); 3) 打造科技创新型企业; 4) 开展有利于提高公司价值的并购重组(围绕现有优势业务, 寻求第二增长曲线、补链强链、提升关键技术水平等需求或目标实施内部整合和对外并购)。 盈利预测与投资评级: 因生物质资产减值, 我们下调 2024 年归母净利润预测从 3.03 至-0.59 亿元, 报表压力释放质量提升, 聚焦工业建筑节能优势主业稳步提升, 我们维持 2025-2026 年归母净利润预测 3.71/4.97 亿元, 对应 25-26 年 PE42/32 倍(2025/1/22), 维持“买入”评级。 风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

信德新材(301349): 2024 年业绩预告点评: 24 年出货翻番以上增长, 盈利拐点将至

投资要点 事件: 公司预告 24 年归母净亏损 0.28-0.38 亿元, 同比转亏, 扣非净亏损 0.49-0.66 亿元, 对应 Q4 归母净亏损 0.13-0.23 亿元, 中值 0.18 亿元, 同环比亏损扩大 69%/160%, Q4 扣非净亏损 0.04-0.21

亿元。24 年出货翻番以上增长、25 年有望维持 25% 增长。我们预计 24 年包覆材料出货 6.4-6.5 万吨，同比翻番以上增长，其中 24Q4 出货约 1.9-2 万吨，环增 50%，销大于产进一步去库。我们预计 25Q1 出货环比进一步增长至 2 万吨+。公司现有 7 万吨产能，其中大连 4 万吨为中高温设计产能，具备高产能弹性，我们预计 25 年有望出货 8 万吨+，同比维持 25% 增长。24Q4 经营性微亏、25 年预计转盈。我们测算 24Q4 包覆材料单吨微亏，其中我们预计显泰出货 0.6 万吨+，贡献 1200 万+利润，单吨利润 0.2 万元，大连 3 万吨树脂一体化产能 8 月起投产，较此前成本下降 0.1 万元/吨，我们预计 Q4 亏损逐步收窄。25Q1 公司部分客户已小批量涨价，后续大客户有望跟随，且包覆材料谈价周期灵活，我们预计 25Q1 单吨净利扭亏转盈，25 年全年盈利稳中有升。盈利预测及投资评级：考虑 Q4 新增减值及费用影响盈利，但我们预计 25 年盈利触底回升，我们下调公司 2024 年，上调 2025 年-2026 年归母净利预期至 -0.3/0.7/1.3 亿元（原预期 0.1/0.7/1.3 亿元），同比 -181%/+315%/+88%，25-26 年对应 PE 为 49/26 倍，考虑公司为包覆材料龙头，行业即将迎来拐点，后续利润有望快速修复，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：孙瀚博）

新奥股份（600803）：股权激励计划锁定业绩稳增，24-27 年核心利润复增不低于 7%，红利属性彰显

投资要点 事件：1 月 21 日，公司发布股权激励计划，拟授予 2556 万股公司限制性股票，约占公告时股本总额 30.97 亿股的 0.83%。其中首次授予/预留 2047.50/508.498 万股，约占本计划总额 80.11%/19.89%。首次及预留限制性股票的授予价格为每股 9.79 元。首次授予部分涉及的激励对象共计 74 人，包括：公司董事、高级管理人员、核心管理/业务人员。预留授予部分的激励对象自本激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内确定，确定标准参照首次授予的标准，超过 12 个月未明确激励对象，预留权益失效。股权激励计划锁定业绩稳增，2024-2027 年核心利润复增不低于 7%。考核年度为 2025 年-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。1) 2025 核心利润不下滑。以 2024 年评估利润为基数，2024-2025 年两年累计评估利润增长率不低于 100%。2) 2026 核心利润比 2024 年增长不低于 7%。以 2024 年评估利润为基数，2026 年评估利润增长率不低于 7%，或 2024-2026 年三年累计评估利润增长率不低于 207%。3) 2027 核心利润比 2024 年增长不低于 22%，即 2024-2027 核心利润复合增速不低于 7%。以 2024 年评估利润为基数，2027 年评估利润增长率不低于 22%，或 2024-2027 年四年累计评估利润增长率不低于 329%。天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展。能源替代趋势下天然气行业需求稳步增长，我们预计 2023-2030 年国内天然气需求复增 9%。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。1) 气源：国际+国内双资源池，持续优化。截至 2024 年三季度末，公司累计签署长协超 1000 万吨/年。2) 储运：加大运输&储气布局。截至 2024/6/30，公司拥有国际运力 10 艘、灵活使用国网窗口 5.5 个。舟山三期项目将新增处理能力 350 万吨/年，2025 年 4 季度建成后总处理能力超 1000 万吨/年。3) 客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。2024H1 公司零售气毛差 0.54 元/方，同比+0.02 元/方，顺价比例达到 59%；随顺价政策逐步落地，公司价差有望进一步修复。盈利预测与投资评级：股利分配+特别派息，2024-2025 年分

红不低于 1.03/1.14 元每股，对应 2024-2025 年股息率 5.0%/5.5%（估值日 2025/1/22），彰显红利属性。顺价持续推进，公司零售气价差有望进一步修复；平台交易气量持续增长，单方转售利润受全球气价回归影响而缩窄，我们下调 2024-2026 年公司归母净利润至 52.3/52.9/60.9 亿元（原值 54.6/60.6/78.2 亿元），EPS 1.69/1.71/1.97 元，对应 PE 12.2/12.1/10.5 倍（估值日 2025/1/22）。虽然直销气单方利润存在下滑风险，但公司通过股权激励锁定整体业绩稳增；叠加固定金额分红，红利属性凸显，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

赛恩斯（688480）：2024 年年度业绩预告点评：业务结构改善，紫金合作持续推进

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度业绩预告，公司预计 2024 年归属于母公司所有者的净利润为 1.7~2.0 亿元，与上年同期相比，将增加 7967.21~10967.21 万元，同比增加 88.20%~121.42%。预计 2024 年归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 1.1~1.3 亿元，与上年同期相比，将增加 2471.83~5471.83 万元，同比增加 32.83%~72.68%。产品销售、运营服务收入占比提升，带动毛利率同比上行。公司预计 2024 年归属于母公司所有者的净利润为 1.7~2.0 亿元，同比增加 88.20%~121.42%，比我们的预期略低，判断主要系解决方案业务收入确认延后，未计入 2024 年度业绩中所致。公司预计 2024 年归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 1.1~1.3 亿元，同比增加 32.83%~72.68%，主要系毛利率较高的运营服务以及产品销售业务板块收入增长所致；非经常损益主要为 2024 年 2 月并购紫金药剂（现已改名为龙立化学）带来的 0.6 亿元投资收益。2024 前三季度公司销售毛利率 35.32%，同比提升 2.71pct；销售净利率 25.19%，同比提升 10.66pct；在毛利率较高的产品销售和运营服务业务的带动下，公司业务结构改善，毛利率&净利率同比提升。紫金合作持续深化，带动相关业务释放。2024H1 公司紫金矿业相关收入 0.83 亿，同比增加 14.1%，占总收入比例为 23.2%；2024H1 新增紫金澳大利亚诺顿金田项目运营、紫金黑龙江多宝山&珲春紫金&洛宁紫金产品销售等项目。公司预计 2025 年向紫金矿业销售商品/服务收入发生额 5.2 亿，期待相关业务持续推进。2024 年 2 月，公司使用自有资金 1.83 亿元收购参股子公司紫金药剂 61%股权，交易完成后，公司持有紫金药剂 100%股权；交易完成后公司新增产品铜萃取剂，带动产品销售业务高增。2024H1，紫金药剂实现主营业务收入 6092.47 万元，净利润 1508.93 万元，同比增长 11.55%、91.29%，并表后协同作用明显。股权激励目标树立信心，期待 2025 年收入确认加速。根据公司股权激励目标，2023+2024 年营收将不低于 19 亿元、2023+2024+2025 年营收将不低于 34 亿元，彰显高增信心。盈利预测与投资评级：我们下调公司 2024 年、维持 2025-2026 年归母净利润预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.92（原值 2.02）/2.15/2.67 亿元，同比增加 112.35%/11.85%/24.56%，当前市值对应 2024-2026 年 PE 14.0/12.5/10.0 倍（估值日期 2025/1/22）。维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

蔚蓝锂芯（002245）：2024 年业绩预告点评：Q4 业绩超市场预期，BBU 打造第二增长曲线

投资要点 Q4 业绩超市场预期。公司预告 24 年归母净利 4.2-5.0 亿

元，同增 198%-255%，扣非净利 3.6-4.4 亿元，同增 223%-295%；对应 Q4 归母净利 1.4-2.2 亿元，同增 264%-474%，环增 20%-90%，扣非净利 3.6-4.4 亿元，同增 244%-460%，环增 17%-90%，全年归母中值 4.6 亿元，超此前市场预期。Q4 出货超市场预期，24 年实现翻倍增长。锂电池方面，我们测算 Q4 出货 1.5 亿颗，环增 25%，24 年出货 4.4 亿颗，同比翻倍，海外客户去库存结束恢复采购，叠加智能出行等领域的拓展，25 年有望 30%+ 增长至 6 亿颗；盈利方面，锂电 Q4 单颗净利 0.7 元，环增 223%，24 年单颗净利 0.45 元，同增 300%，全年贡献 2 亿利润，随着规模效应的提升，马来工厂产能的释放，盈利预计进一步提升，25 年有望贡献 3-3.5 亿利润。LED 业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。LED 方面，我们测算 Q4 利润 0.3-0.4 亿元，环比略降，24 年贡献 1.1 亿利润，同比大幅提升，消费电子持续回暖，高端产品占比提升，25 年有望贡献 1.5 亿利润，同增 35%；金属物流方面，预计 Q4 利润 0.4-0.5 亿元，环比微增，24 年贡献 1.5-1.6 亿利润，同增 5%+，25 年有望贡献 1.6-1.7 亿利润，同增 35%，持续贡献稳定现金流。BBU 开拓新赛道，有望打造第二曲线。AI 服务器方面，英伟达 GB200 选配 BBU，GB300 后开始标配 BBU，BBU 电芯使用高倍率小圆柱，我们预计需求有望从 23 年的 3 亿颗增长至 30 年的 20 亿颗，市场空间较为广阔。公司主打倍率型产品，具备技术积累优势，25 年出货百万颗，市占率仅千分之几，但随着 26 年新品放量，后续份额有望实现突破，且盈利能力大幅优于主业，有望打造第二增长曲线。盈利预测与投资评级：考虑到下游需求持续向好，我们上修公司 24-26 年归母净利至 4.7/6.5/8.0 亿元（原预期 4.0/6.0/6.9 亿元），同比+234%/+38%/+23%，对应 PE 为 29x/21x/17x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：朱家佟）

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>