

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-21

宏观策略

2025 年 01 月 21 日

宏观点评 20250120：市场震荡收涨，中游制造和消费涨幅居前

事件 A 股今日成交额较上个交易日略放量，中游制造和消费涨幅居前。沪指上涨 0.08% 至 3244.38 点，较 24 年末下跌 3.20%；创业板指上涨 1.81% 至 2104.73 点，较 24 年末下跌 1.72%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.45% 至 3829.68 点，较 24 年末下跌 2.67%；中证 500 上涨 0.48% 至 5614.33 点，较 24 年末下跌 1.95%。行业层面，电力设备上涨 2.16%，纺织服饰上涨 1.58%，社会服务上涨 1.25%，煤炭下跌 1.26%，石油石化下跌 1.02%，建筑材料下跌 0.68%。市场成交额为 11962.92 亿元，较前一交易日放量 452.10 亿元，北向资金总成交 1622.23 亿元；南向资金净买入 13.48 亿元。

板块方面，2025 年春节档电影市场迎来开门红，预售总票房破 2 亿，刷新中国影史春节档预售最快破 2 亿纪录，影视股持续走强。近期多地启动新一轮消费券发放工作，家电、手机等本地换新补贴政策陆续公布，消费活跃，零售股上涨。2025 年春节、情人节等促消时点频至，消费高频、数据复苏力度可期，食品股、酿酒股上涨。多地已启动文旅消费刺激政策，并通过在线平台发放消费券，春假延长有利于旅游需求集中释放，旅游股上涨。近期流感病毒阳性率持续上升，其中 99% 以上为甲流，国家医保局举行医保部门“保障人民健康赋能经济发展”主题新闻发布会，医药生物股走强。英伟达 Blackwell 已全面投入生产，算力概念股反复活跃。作为服务器连接以及在解耦合式交换机和路由器中用作互连，高速铜缆的销售不断增长，并且黄仁勋近日表示尽可能继续使用铜技术，铜缆高速连接概念股拉升。北京大学固态电池材料技术获得突破，比亚迪今日取得多项电车相关专利，电池、固态电池板块上涨，电力设备板块涨幅达 2.16%。

观点 市场从低位小幅反弹后，活跃度逐级提升，但对于特朗普上台后的政策变化预期和 A 股业绩预期仍在制约市场风险偏好，叠加市场增量资金暂时不足，场内开始风格切换，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、制造和红利四大方向轮动的格局，主线有待明确。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

宏观深度报告 20250119：“新官上任三把火”：特朗普将如何对非法移民“重拳出击”？

核心观点：回顾特朗普 1.0 时期，我们发现特朗普多次利用总统行政令推动相关移民政策快速落地，但其政策因保守主义特征招致诸多舆论批评和“深蓝州”政府的反对，部分政策被迫终止或是在拜登继任后被迅速撤销。而本次特朗普 2.0 政府将移民问题放在其政策的核心领域。从内容上看，移民核心的政策在于大规模遣返非法移民。从时间维度上看，特朗普或于上台后数日内发布行政命令宣布开启遣返移民的相关措施，但受制于司法斗争与国会拨款争议等因素，其难以在短期内真正实现其“大规模”的驱逐非法移民的目标。此外大规模遣返在社会舆论层面和一线执法

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

人员实际操作层面上也面临相应的挑战，这些因素也令特朗普移民政策效的最终果面临诸多不确定性。风险提示：特朗普再度遇刺；特朗普政策出台顺序、幅度与市场预想有偏差；全球地缘冲突加速恶化。

宏观量化经济指数周报 20250119：资金到位率回暖，基建实物工作量逆季节性回升

石油沥青装置开工率连续两周回暖，延续了强于季节性的表现，而地产相关的商品房销售面积及建材价格数据则有所回落。

宏观周报 20250119：特朗普就职首日，哪些政策会首发？

核心观点：北京时间1月21日凌晨，特朗普将正式宣誓就任美国总统。当天最大的看点除了总统就职演讲外，更在于特朗普或将密集签发的总统行政令。结合特朗普团队近期对政策表态及市场预期来看，移民、关税、外交、能源预计将是特朗普就职当天政策的密集首发领域。其中，特朗普大概率颁布驱赶和限制非法移民政策、有一定概率以总统行政令方式落地部分或特定关税。需警惕特朗普政策超预期给市场带来更大的波动、以及对非美国国家的关税冲击风险。

宏观点评 20250117：大盘小幅收涨，科技板块活跃

观点 今日在科技板块带动下市场震荡回升，小幅反弹后，市场增量资金接续能力仍然偏弱，场内行业开始风格切换。在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，1月20日特朗普就职演说是较为一致预期市场波动的时点，下周市场可能会迎来资金避险，市场短期可能仍然呈现震荡格局。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，短期调整后整体仍有向上空间。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

固收金工

固收深度报告 20250120：大道至简，四维度看产业债行业机会

从净融资额维度来看，非银金融、公用事业、建筑装饰行业在债券市场新增供给方面或有明显助力，值得关注产业债配置机会的机构投资者加以关注。从高收益率存量占比维度来看，尽管家用电器行业凭借长期积累的品牌优势、相对成熟的技术研发体系以及广泛的市场渠道布局，应对成本上升时有一定的韧性与回旋余地，而纺织服饰行业经行业调整与结构优化后，在产业链整合与品牌升级中有望释放潜力，但短期内家用电器及纺织服饰行业所属企业预计仍受制于融资成本的推高以及融资需求的不降，故在低利率时代其存续债券及新发债券或将维持相对可观的收益水平，适宜追求绝对收益的机构投资者择优关注。从违约率维度来看，除2024年期间未发生违约的行业以外，食品饮料、医药生物、有色金属行业的违约率较低且行业在2025年期间具备优良的发展基础来助力资质改善，故行业内个券的信用风险预计将趋于可控，持有到期安全垫有望增厚并助力提升配置个券的收益风险性价比。从换手率维度来看，通信、美容护理、国防军工和轻工制造四个高换手率行业或可作为在整体流动性风险偏高的产业债板块中“短中取长”的选项，建议投资风格偏交易属性且意图挖掘产业债机会的投资者予以关注。

固收周报 20250119：资金紧张何时休？

大多投资者预期央行不可能收紧资金面，因此在配置需求推动下长债收益率下行，曲线走平。我们对债市仍然长期看多，但短期行情或较为鸡

肋，需要等待降息或“类降息”的措施落地，推动一波广谱利率下行。

固收周报 20250119: 25 年以来高价转债“减震”效果同样出色

本周（0113 - 0117）海外方面在特朗普就职前一周出现两方面积极的变化，一方面在表观上受包括美国 12 月通胀数据回落影响，美债收益率、美元在前期冲高后有所回落，同时风险类资产收涨，股债双牛，通胀回落的可持续迹象会扩大联储后市降息的可操作空间；另一方面在地缘上，中美在官方、民间两条渠道释放双边关系缓和迹象，中方将派遣国家副主席韩正赴美出席于 1 月 20 日举行的特朗普总统就职典礼，同时更加令人欣喜的是中美民间交流的拓宽，在面对中美关系近些年难航的局面时，习主席曾在多个场合提到“中美关系希望在人民，基础在民间，未来在青年，活力在地方”，这是在提醒我们不应低估民间交流在重塑地缘格局上所扮演的重要角色。国内权益市场从近几周持续的下挫中有所恢复，但距离跨年前的点位仍有差距，转债在这一过程中凸显出两方面特征：1）振幅、波动均小于权益，其中低价“减震”效果最佳；2）无论是综合指数还是高、中、低价风格指数，均已经恢复到跨年前点位水平。这体现了我们前期在 2024 年最后一周 1223 - 1227 观点中所强调的转债在资产组合中所能扮演的角色。为何高、中、低价风格均呈现这一特征？正常来说，高价股性更强，较难呈现低价一般的“减震”效果，但目前从指数层面来看，高价的“减震”效果同样出色。我们猜测这同前期我们在构建资产组合三条建议中的第三条或有关联，即伴随优质标的非自然退市增多，市场回报率下降导致企业再融资需求不足，要对转债出现“资产荒”有所准备。目前来看，这一“荒”的稀缺性或主要体现在高评级、好赛道、性价比上，考虑到“荒”的系统性，从交易层面投资人可适度提高对高价标的的容忍度。

固收点评 20250118: 二级资本债周度数据跟踪（20250113-20250117）

本周（20250113-20250117）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。本周（20250113-20250117）二级资本债周成交量合计约 1119 亿元，较上周减少 744 亿元。

固收点评 20250118: 绿色债券周度数据跟踪（20250113-20250117）

本周（20250113-20250117）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 14 只，合计发行规模约 75.06 亿元，较上周减少 24.75 亿元。本周（20250113-20250117）绿色债券周成交额合计 447 亿元，较上周减少 24 亿元。

行业

公用事业行业跟踪周报: 2025 年国家电网投资有望首次超 6500 亿元，四川/广西公告 25 年政府授权合约机制

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【中能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广

核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

工程机械行业点评报告：12 月叉车销量同比+12%，出口引领增长

2024 年 12 月叉车行业合计销量 11.1 万台，同比增长 12%，其中国内销量 6.7 万台，同比上升 10%，环比增长 11%，出口销量 4.4 万台，同比增长 15%、环比下降 0.3%。受益逆周期调节政策落地等影响，12 月内销同比增速有所修复，出口延续增长趋势。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

环保行业跟踪周报：推进“十四五”生态环境领域重大工程实施，瀚蓝重组顺利推进&英科再生业绩超预期

公司跟踪：1) 瀚蓝环境：重组获发改委 ODI 备案+子公司增资完成，24 年化债超预期，“地方化债-促进重组-国企成长”闭环！1 月 16 日，公司公告国家发改委对瀚蓝（佛山）并购粤丰环保不超过 92.78%股权的项目予以备案，后续将继续推进商务部、外管局等相关备案工作。1 月 17 日，公司公告瀚蓝佛山注册资本 46 亿元已完成实缴，交易先决条件陆续达成。2) 英科再生：24 年归母预计同增 51%-69%超预期，经营性盈利显著提升。公司发布业绩预告，预计 24 年归母净利润 2.96-3.30 亿元，同增 51%-69%，扣非归母净利润 2.80-3.10 亿元，同增 47%-63%。再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，锚定可再生塑料高值化利用的终端制品以及全球渠道，新产品开发+新渠道开拓增收，内部运营提效，盈利能力逐季提升。

建筑材料行业跟踪周报：业绩预告或是利空出尽

周观点：（1）公司业绩预告陆续出炉，工程类公司业绩超预期下滑的居多，原因以减值计提、毛利率下降为多。但我们认为更多是 2024 年利空出尽，为 2025 年轻装上阵打基础。一方面消费政策已出，而地产政策预期再起，另一方面行业出清迎来格局改善。仍然首选居住产业链的消费端公司，例如兔宝宝、欧派家居、北新建材、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、公牛集团、萤石网络等。其次是财政加杠杆的方向也值得关注，西南水利建设相关的民爆和水泥公司，供给侧比较集中，例如易普力、华新水泥等。利空出尽的工程类公司也值得关注，例如坚朗五金、东方雨虹等。

（2）在相当长的时间里，地产链将经历去产能的磨底出清过程。转型压力和 IPO 政策收紧增加了并购重组双方的意愿，但年初的对价差异较为明显。随着全年业绩落地和经济预期统一，双方对价差异有望明显收窄。类似于 1999 年和 2015 年，资本市场对并购重组的认可也是推波助澜的作用。我们建议关注存在并购重组预期的个股，或者已经公告持有新兴产业资产的个股，例如上海港湾（控股钙钛矿卫星组件）、诚邦股份（控股存储模组资产）、上峰水泥（参股半导体芯片资产）等等。（3）全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品，中国企业也将获得加快参与全球建设的机遇。而且美元降息趋势下，新兴地区经济建设有望进入快车道，工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与

中小盘、社服共同覆盖)。另外,在脱钩断链和可能的高关税政策下,关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司,例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期。

建筑装饰行业跟踪周报: 12月基建投资有所加快,关注政策持续发力效果

周观点: (1) 12月基建投资累计同比增速较上月加快0.2pct至4.4%,财政政策发力对投资端的拉动有所显现,投资结构上水利/航空/铁路分别增长40.7%/20.7%/13.5%,增速持续表现亮眼,道路运输业投资累计降幅收窄0.8pct至1.1%。2024年12月建筑业商务活动指数为53.2%,较11月上升3.5个百分点,创6月以来新高,预计此前增量政策对投资端和实物量的效果预计将会逐渐显现,展望25年上半年仍需关注增量财政政策对实物量需求的影响。此前国务院国资委发布央企市值管理工作若干意见,明确提出要将市值管理作为一项长期战略管理行为,将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核,近期召开了中央企业负责人会议,2025年“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化,我们认为国资考核的优化将促进央企进一步提升经营质量,叠加地方化债落地,建筑央企报表质量有望改善。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会,推荐中国交建、中国电建、中国中铁,建议关注中国核建、中国化学等。(2) 出海方向: 第四次“一带一路”建设工作座谈会召开,共建“一带一路”已经进入高质量发展新阶段,以互联互通为主线,统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设,统筹巩固传统领域合作和稳步拓展新兴领域合作等。2024年1-10月我国对外承包工程业务完成营业额同比增长3.2%,新签合同金额同比增长16.6%,对外投资平稳发展;特朗普胜选后预计外交博弈、贸易摩擦或加剧,一带一路战略推进政策有望加码,预计基建合作是重要形式,海外工程需求景气度有望保持,海外工程业务有望受益,后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块,个股推荐中材国际、上海港湾,建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点,新业务增量开拓下的投资机会:《2024-2025年节能降碳行动方案》发布,在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下,装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高,有相关转型布局的企业有望受益,建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等;低空经济各地方政策催化不断,建议关注建筑和基建设计院板块,相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

食品饮料行业跟踪周报: 白酒春节前瞻: 降速筑底, 破而后立

节前动销: 大众消费有待启动,商务需求持续探底。参考多地渠道调研反馈,2025年春节白酒旺季氛围尚待启动,其中节前大众消费仍相对偏淡(需重点观察节前一周),商务及企业礼赠需求则持续走弱。1) 居民端: ①受收入预期影响,自饮、聚饮消费相对偏淡。②返乡家宴及婚宴需求将是大众消费的重要承托项。一方面,部分酒店及终端反馈年后宴席预订场次同比稳中有升;另一方面,参考2025年春运客票预订及目前客流数量,预计2025年春节返乡人数有望实现同比增长,春节假期宴席氛围具备较好的客群基础。2) 企业端: 目前宏观刺激政策效果尚待传导,节前企业年会、团购及送礼需求继续走弱,预计2025年春节期间高端、次高端白酒动销同比降幅较2024中秋国庆略有收窄,但仍然承压。渠道备货:

终端拿货进一步走弱，库存及价盘是主要堵点。回顾 2024 年，虽然上市酒企陆续自 24Q2 逐步淡化回款要求，优先推进控货稳价工作，但相较弱势的需求表现，酒企全年供给仍显得相对宽松，渠道去库尚未取得实质性进展。2025 年春节，在动销走弱背景下，渠道库存及价盘压力对渠道拿货影响更为突出。1) 终端层面：面对消费需求的不确定性，面对上市酒企动销表现相对较好的产品，终端拿货意愿也有所走弱，1 是烟、酒动销走弱令流通终端资金周转进一步承压；2 是弱势供需导致白酒批价普遍回落，价盘倒挂亦削弱终端拿货意愿。2) 经销商层面：2025 年春节开门红期间，经销商垫资回款比例及库存水平相应走高，预计回款压力将自节后进一步传导至酒企侧。行业投资建议：白酒维持“节奏优于个股”判断，建议低位适度布局，大众品个股突出，四维度边际变化选股。白酒：推荐产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘，关注销售规模及估值修复空间较大的泸州老窖、珍酒李渡。大众品：头部品种重点持续推荐东鹏饮料、安井食品、伊利股份。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐三只松鼠，万辰集团，稳健推荐盐津铺子，关注西麦食品、甘源食品。饮料推荐强回购品种承德露露，以及第二曲线具有想象空间的百润股份；乳业推荐蒙牛乳业，关注新乳业，弹性推荐布局妙可蓝多。风险提示：消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、成本红利衰减及食品安全风险。

计算机行业深度报告：《面对海外低空经济担忧的思考》

投资建议与相关标的：1. 国家级部门和顶层设计的落地，各地政府将会推动低空经济基础设施建设和落地，因此各基础设施企业有望获得直接订单加持，成为率先受益的方向。低空经济基础设施各环节领军标的：空管：莱斯信息；监视：四创电子、纳睿雷达。2. 试点城市具有重要意义，是未来低空经济实现规模化建设的重要路径。国家有望通过开展试点城市的模式，来探索出低空经济的可行商业模式，助力低空经济的真正落地。第一批低空试点城市：深圳：深城交；重庆：宗申动力；成都：四川九洲；苏州：苏交科；杭州：浙江交科；合肥：四创电子。3. 政府正积极出台鼓励政策扶持 eVTOL 发展，目前 eVTOL 环节主流玩家均处于取证（TC 证）过程中，作为具备庞大产业链条的产业，未来催化不断。整机：万丰奥威；引擎：宗申动力；电机：卧龙电驱。4. 亿航智能近期有望拿到商业运营证，提振上下游合作伙伴景气度。电机：英博尔；飞控：纵横通信；应用：西域旅游、祥源文旅。5. 无人机环节存在结构性机会，政府渗透率提升+低空航线探索+军用需求共振。无人机：国安达、绿能慧充、纵横股份。

电力设备行业跟踪周报：人形机器人和 AI 电气成长空间大、锂电和海风底部有向好预期

投资策略：储能：美国大储需求持续旺盛，因 26 年储能电池关税增加，当前已进入加单抢装期；欧洲、中东、拉美等新兴市场大储需求大爆发，大储龙头订单充足，有望连续翻倍以上增长，国内光储平价时代，24 年储能招标 118Gwh，同增 72%；亚非拉、南亚及乌克兰等新兴市场光储平价拉动户储和工商储增长；欧美降息，有望带动户储和光商储好转；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 50%左右，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：国内 24 电动车销 1287 万

辆，同比增 36%，由于 25 年以旧换新政策延续+购置税退坡抢装，销量预期上修至 25% 增长。同时大储需求超预期，24 年储能电池上修 10% 至 330gwh+，25 年继续维持 50% 增长，全球 25 年锂电需求增速上修至 30%。短期看，1 月排产受春节影响，环比下降 10-15%，淡季不淡，预计春节后排产将迅速回升，且供需关系持续好转，年底价格谈判即落地，盈利看铁锂和 6f 盈利将改善。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德时代、比亚迪、裕能、亿纬、科达利、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。

医药生物行业跟踪周报：海外创新药峰会国产成果丰硕，建议关注百利天恒、科伦博泰、百济神州等

JPM 大会顺利召开，关注国际制药巨头和国产 biotech 公司最新动向：第 43 届摩根大通医疗健康年会(简称 JPM 大会)于当地时间 2025 年 1 月 13 日至 16 日在美国旧金山顺利举办。本次 JPM 大会有近 30 家中国公司出席，包括恒瑞医药、百济神州、信达生物、百利天恒等，反映出国产创新药越来越强的全球竞争力。我们对百济神州、信达生物、科伦博泰、三生制药、百利天恒等国产创新药龙头公司，以及罗氏、强生、默沙东、阿斯利康、礼来、诺华、辉瑞、安进、艾伯维等国际制药巨头的最新研发进展和 2025 年核心催化剂等做了系统梳理，详细见正文。

商贸零售行业跟踪周报：景区公司数据总览：24 年客流增速收窄，预计 25 年春节出游高景气

投资建议：建议关注春节期间有增量的九华旅游、天目湖、长白山、众信旅游，以及未来有产能扩张或交通改善预期的峨眉山 A、丽江股份、黄山旅游、西域旅游、祥源文旅等。

非银金融行业跟踪周报：保险储蓄类需求仍旺盛；1 月成交量环比下降
行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

原油周报：美国原油库存下降，需求预期升温推动国际油价上涨

n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。n n【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

煤炭开采行业跟踪周报：需求弱势持续，库存累库，煤价小幅下跌

估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配

置变化,预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的,且低估值标的:广汇能源、昊华能源。风险提示:下游需求不及预期;保供力度强于预期,煤价大幅下跌。

大炼化周报:国际油价宽幅上涨表现强势,长丝市场重心震荡上行

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2364.89元/吨,环比+50.38元/吨(环比+2.18%);国外重点大炼化项目本周价差为920.97元/吨,环比+14.33元/吨(环比+1.58%)。【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为7243/7621/8407元/吨,环比分别+143/+71/+107元/吨,POY/FDY/DTY行业周均利润为44/29/-46元/吨,环比分别-60/-107/-83元/吨,POY/FDY/DTY行业库存为5.8/12.6/17.3天,环比分别+1.2/-0.2/-0.1天,长丝开工率为85.67%,环比-1.54pct。下游方面,本周织机开工率为42.46%,环比-8.81pct,织造企业原料库存为11.44天,环比-0.84天,织造企业成品库存为23.82天,环比+0.32天。【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油/航煤价格上升。国外成品油:本周美国汽油/柴油/航煤价格上升。【化工板块】本周PX均价为887.57美元/吨,环比+45.00美元/吨,较原油价差为296.21美元/吨,环比+15.52美元/吨, PX开工率为88.01%,环比-3.36pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

基础化工周报:聚氨酯价格上升

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为18520/18180/13829元/吨,环比分别+200/+80/+899元/吨,纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为5289/5960/991元/吨,环比分别+114/-1/+463元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1448/4652/609/4914元/吨,环比分别+57/+89/-14/+141元/吨。②本周聚乙烯均价为8225元/吨,环比-85元/吨,乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1247/1920/-523元/吨,环比分别-117/-14/-194元/吨。③本周聚丙烯均价为7350元/吨,环比+0元/吨,PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-382/1536/-713元/吨,环比分别-80/+40/-141元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2379/1649/4091/2780元/吨,环比分别-10/+2/+115/+12元/吨,合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为286/-62/-231/87元/吨,环比分别-32/-12/+299/-4元/吨。【相关上市公司】化工白马:万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

机械设备行业跟踪周报:看好景气度上行确定的工程机械;推荐人形机器人量产将近机会

风险提示:下游固定资产投资不及市场预期;行业周期性波动风险;地缘政治及汇率风险。

金融产品跟踪周报: A 股行情左侧见底,等待右侧,建议增配小盘成长类 ETF

下周(2025.1.20-2025.1.24)A股市场行情展望: 观点:左侧见底,等待右侧。日线级别上,高频宏观模型开始逐渐从负向信号向0值收敛。

同时港股中恒生指数风险度到达了 18.54，纳指金龙风险度到达了 18.77，富时中国 A50 期货风险度到达了 9.93。这些都是 A 股左侧见底的信号。1 月 17 日周五午盘的时候，以中芯国际为代表的科技股带领指数选择了向上突破的方向。同时周五晚上中美领导人友好通话，美股的纳指金龙单日上涨了 3.18%。因此我们判断下周一大盘指数开盘可能会是一个高开，并且下周全周可能也会是正收益。后续可能会有几个风险点：1、特朗普上任后，随时可能发生预期外的事件影响市场；2、短线依然有调整压力，分时级别上，周五早盘一度超过 4000 家下跌，午盘指数冲高回落，尾盘跌停家数增加，万得全 A 指数 30 分钟级别的风险度到达了 95.47，这些都证明了大盘指数在技术层面上有短期小幅度调整的需求，因此周一如果大盘指数高开后，可能会选择小幅度调整；3、大盘指数本周五的上涨和下周一可能的高开，会在日线级别上形成加速上涨。如果大盘选择了小概率上攻的走势，那么由于筑底时间不够充分，快慢均线距离依旧较远，最后造成的结果可能就是后续上涨空间需要降低预期。所以我们的结论是 A 股本周发出左侧见底的信号，但右侧信号暂时还未发出。我们建议投资者可以根据各自的风险偏好选择左侧或右侧进行布局。具体方向上推荐小盘成长风格。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续行情会逐渐从大盘价值风格转向小盘成长风格。因此从基金配置的角度，我们建议适量减配红利类 ETF，增配科技类 ETF 和小盘方向的 ETF。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

汽车周观点：1 月第 2 周乘用车同比-9.5%，继续看好汽车板块

本周行业核心变化：1) 理想汽车德国研发中心成立，负责造型设计-功率半导体-智能底盘-电力驱动；2) 长城汽车公布 2024 全年业绩预告，预计实现归母净利润 124~130 亿元，同比+76.60%~+85.14%；3) 零跑汽车公布 2024 年全年业绩预告，2024Q4 公司预计实现不低于 118 亿元营收，同环比预计+123.5%/+19.6%，Q4 单季度盈利转正，表现超预期；4) 瑞鹄模具发布 2024 年业绩预告，2024Q4 归母净利润中值 0.99 亿元；投资成立机器人子公司。n2025 年 1 月观点：优选红利风格。1 月金股【宇通客车+上汽集团】。【宇通客车】：红利股汽车首选！低估值+高分红+高成长！1 月核心催化剂（12 月产销超预期+2024 年业绩预告）【上汽集团】：国企改革落地关键期！1 月核心催化剂（静待或有合作落地+2024 年业绩预告（合资减值风险释放））n2025 全年观点：全面拥抱 AI（All in 汽车智能化+布局机器人）。2025 年是汽车智能化拐点之年，开启 3 年周期推动国内电动化渗透率实现 50%-80%+的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段，零部件格局或上演强者恒强（且寻找机器人/全球化第二增长曲线）！AI 成长风格 2025 年优选组合：整车【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】，零部件【德赛西威+拓普集团+地平线机器人+伯特利+新泉股份】！红利风格 2025 年优选组合：【宇通客车+福耀玻璃+中国重汽 A-H】 风险提示：全球经济复苏力度低于预期。如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。uL3-L4 智能化技术创新低于预期。如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。u 全球新能源渗透率低于预期。如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。u 地缘政治不确定性风险增大。

有色金属行业跟踪周报：美元现高位筑顶迹象，有色金属普涨

铜：美元高位回落铜价上涨，下游需求进一步下降限制铜价上涨空间。截

至 1 月 17 日，伦铜报收 9,182 美元/吨，周环比上涨 1.19%；沪铜报收 76,540 元/吨，周环比上涨 1.69%。供给端，截至 1 月 17 日，本周进口铜矿 TC 均价下跌至 4.7 美元/吨，表明矿端紧缺现象持续存在；海关总署数据显示，中国 1-12 月铜矿砂及其精矿进口量为 2,811.4 万吨，同比增加 2.1%；需求方面，临近春节，终端需求以刚需备货为主，新增订单逐步减少，下游需求预计进一步减少；宏观方面，美国核心 CPI 低于预期，市场开始修正此前过于悲观的降息预期，市场风险偏好有所回升，本周海内外铜价环比上涨，我们预计由于下游接货意愿不强，基差走弱，短期铜价进一步上涨空间有限。 铝：欧盟执委会计划进一步限制俄罗斯原铝进口，海内外铝价环比上涨。截至 1 月 17 日，本周 LME 铝报收 2,681 元/吨，较上周上涨 4.36%；沪铝报收 20,470 元/吨，较上周上涨 1.61%。供应端，本周电解铝理论行业运行产能 4342 万吨，预计电解铝供应短期稳定；需求端，临近春节，下游需求逐步减少，随着铝价上涨，下游加工企业开工率下降明显，本周铝板企业开工率环比下降 0.5%，铝棒企业开工率环比下降 0.03%，电解铝的理论需求有所下降。本周由于欧盟执委会计划在第十六轮制裁中提议禁止进口俄罗斯原铝，海外担忧铝供应产生缺口，推动外盘铝价上涨；氧化铝价格快速下行，电解铝利润开始走阔，或刺激电解铝企业后续加快复产，对铝价形成利空，预计短期电解铝维持震荡走势。 黄金：美元指数现高位筑顶迹象，黄金维持震荡向上走势。截至 1 月 17 日，COMEX 黄金收盘价为 2740.00 美元/盎司，周环比上涨 0.83%；SHFE 黄金收盘价为 640.68 元/克，周环比上涨 0.82%。本周，美国 12 月核心 PPI 年率录得 3.5%，低于预期的 3.8%；美国 12 月核心 CPI 年率未季调录得 3.2%，低于预期的 3.3%；美国 12 月零售销售月率录得 0.4%，低于预期的 0.6%。本周美国经济数据大幅缓和了市场对于降息幅度的悲观预期，此外，美联储鹰派理事沃勒“转鸽”，表态支持美联储于 2025 年继续降息 3-4 次。截至 1 月 17 日，美元指数环比下跌 0.2%，跌破 110 关口；美国十年期国债收益率环比下跌 3.41%，海外风险偏好回升，我们认为当下市场已对通胀韧性充分计价，美元指数高位筑顶概率较大，预计黄金价格短

保险Ⅱ行业点评报告：上市险企 12 月保费点评：预计储蓄需求依旧旺盛，将带动寿险开门红延续增长；财险保费有望稳中有升

【事件】上市险企披露原保费收入：1) 中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华保险、人保寿险全年累计同比分别+4.7%、+7.8%、+2.4%、+2.8%、+5.3%；12 月单月原保费同比分别+1.9%、-5.6%、+8.9%、+19.1%、+1.3%。其中新华 12 月单月增速环比+8.6pct，国寿、平安、人保 12 月单月增速环比分别-2.3pct、-4.1pct、-1.3pct，太保 12 月单月增速环比转正。2) 人保财险、平安产险、太保产险、众安财险全年累计同比分别+4.3%、+6.5%、+6.8%、+13.4%；12 月单月保费同比分别-4.4%、+3.4%、+4.1%、+6.2%，其中太保增速环比提升 1.1pct，人保、平安、众安增速环比分别下滑 13.6pct、6.3pct、17.5pct。投资建议：低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率下滑至 1.64%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。同时，地产相关利好政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反

应较为充分。2025 年 1 月 17 日保险板块估值 0.53-0.82 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

人形机器人行业 2025 年度策略：人工智能的终极载体，量产在即开启十年产业大周期

投资主线： 1) T 链（特斯拉）：推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【鸣志电器】【双环传动】；建议关注【贝斯特】【北特科技】【五洲新春】【安培龙】【双林股份】等。 2) 华为机器人产业链：推荐【赛力斯】【雷赛智能】；建议关注【兆威机电】【中坚科技】【拓斯达】【埃夫特】【禾川科技】【祥鑫科技】【柯力传感】【豪能股份】【蓝黛科技】等。 3) 其余链条：推荐【伟创电气】；建议关注【中大力德】【长盛轴承】【建设工业】等。 风险提示：人形机器人产业化不及预期、技术迭代导致现有零部件不再应用、国际贸易摩擦及大客户依赖风险等。

推荐个股及其他点评

龙净环保（600388）：紫金矿业拟控股藏格矿业，龙净环保绿色矿山需求持续扩张

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润 11.5/14.8/20.3 亿元，同比增长 126%/28%/37%，对应 2024-2026 年 PE 13/10/8x (2025/1/17)，维持“买入”评级。 风险提示：紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期，紫金矿业矿山扩产进度不及预期，电化学储能竞争加剧

晶科能源（688223）：2024 年业绩预告点评：Q4 国内占比提升业绩承压，组件出货维持龙一

盈利预测与投资评级：考虑组件价格恢复不及预计，我们下调 24-26 年归母净利润至 1.0/40.8/60.6 亿元(前值为 7.84/40.80/60.61 亿元)，同比-99%/+3978%/+48%，考虑后续行业价格有望回暖，公司全球化持续推进，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

完美世界（002624）：2024 年业绩预告点评：转型期利润承压，关注新游业绩弹性

盈利预测与投资评级：考虑到《诛仙世界》摊销周期较长及《异环》测试数据良好，我们下调 2024-2025 年并上调 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年 EPS 为-0.62/0.36/0.67 元（前值为-0.31/0.49/0.60 元），对应当前股价 PE 分别为-27/14 倍。看好公司新游周期兑现，驱动盈利能力回升，维持“买入”评级。 风险提示：新游表现不及预期，行业竞争加剧，行业监管趋严风险。

通威股份（600438）：2024 年业绩预告点评：价格低位+减值影响全年业绩承压，经营现金维持净流入

盈利预测与投资评级：考虑光伏各环节价格下降超预期，我们预计 24-26 年归母净利润为-72.1/35.9/63.2 亿（前值-49.8/38.3/65.4 亿元），同比-153%/+150%/+76%，随光伏产业链价格逐渐恢复维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

明阳智能（601615）：国内海风龙头，出海订单持续落地

国内海风保持龙头地位：公司成立于 2006 年，2019 年在上交所主板上市。主营业务为风机及其核心部件的研发、生产、销售，以及新能源电站投资运营。根据 CWEA 统计，2023 年公司新增风电装机 10.18GW，市占率 12.8%，位列全国第四。其中，海风新增装机 2.94GW，市占率 40.9%，

位列全国第一。公司是国内紧凑型半直驱技术的领军者，经历数十年摸索、迭代，奠定海上风电龙头地位。2023 年实现营收 279 亿元，同比-9%，受成本、费用及减值影响，归母净利润 3.72 亿元，同比-89%。短期业绩承压：公司 24Q1-3 营收 202.4 亿元，同比-4.1%，归母净利润 8.1 亿元，同比-34.6%，毛利率 15.2%，同比-0.6pct，归母净利率 4%，同比-1.9pct；其中 24Q3 营收 84.4 亿元，同环比-18.8%/25.6%，归母净利润 1.5 亿元，同环比-74.2%/-58.5%，毛利率 10.3%，同环比-2.9/-7pct，归母净利率 1.8%，同环比-3.8/-3.6pct。

思源电气（002028）：2024 年业绩快报点评：业绩符合市场预期，盈利能力持续提升

事件：公司发布 24 年业绩快报，公司实现营收 154.58 亿元，同比+24%，实现归母净利润 20.87 亿元，同比+34%，扣非归母净利润 19.14 亿元，同比+35%，其中 24Q4 实现营收 50.51 亿元，同比+30%，归母净利润 5.95 亿元，同比+45%，扣非归母净利润 5.08 亿元，同比+64%。业绩符合市场预期。盈利能力持续提升。公司 24 年实现归母净利率 13.5%，同比+0.98pct，实现扣非归母净利率 12.38%，同比+0.97pct，其中 24Q4 实现归母净利率 11.78%，同比+1.19pct，实现扣非归母净利率 10.06%，同比+2.07pct。盈利能力持续提升，我们认为主要系公司海外收入占比提高+成本管控所致，公司不断挖掘企业经营各环节的潜力，推动公司高质量发展。国内市场基本盘稳健，海外市场开疆拓土。1）国内市场，截至 24 年 11 月，国内电网基建完成额约 5290 亿元，同比+19%，国内电网建设高景气。24 年国网变电物资招标金额同比+8%，公司国网变电物资市场份额约 5%，同比 23 年有所下降，主要系公司变压器业务放弃国内、聚集海外优质市场所致。我们预计公司 24 年网内稳健增长+网外集中式新能源快速增长，展望 25 年，国内网内有望实现个位数增长，网外增速维持较快增长，国内市场基本盘稳健。2）海外市场，根据海关数据，2024 年变压器/高压开关出口金额同比+28%/26%，电力设备需求旺盛，公司持续拓展海外市场，我们预计公司 24 年海外收入有望实现翻倍增长。展望 25 年，海外高压电力设备仍供不应求，公司海外业务有望维持 50%以上增长。盈利预测与投资评级：考虑到子公司烯晶碳能有望实现盈利、海外收入占比持续提升，我们上修公司 24-26 年归母净利润分别为 20.7（+0.2）/27.2（+1.3）/35.2（+4.7）亿元，同比+34%/30%/30%，现价对应估值分别为 28x、21x、16x，考虑到公司是国内电力设备出海龙头，经营 α 强，参考当前 24 年 PE，给予公司 25 年 28x PE，对应目标价 98.0 元/股，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

保利发展（600048）：2024 年业绩快报点评：计提减值业绩承压，积极调整投资布局

盈利预测与投资评级：政治局会议以来，房地产政策密集出台，我们认为 2025 年市场有望筑底企稳，公司作为行业龙头央企，估值有望逐步修复。我们调整公司 2024/2025/2026 年归母净利润至 50.2/55.2/65.5 亿元（原预测为 126.9/137.2/147.8 亿元），EPS 调整为 0.42/0.46/0.55 元（原预测为 1.06/1.15/1.23 元），对应 PE 分别为 20.7X/18.8X/15.8X。公司经营稳健，融资渠道畅通，积极布局高能级城市，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。

永兴材料（002756）：2024 年业绩预告点评：Q4 业绩符合预期，成本优势显著

盈利预测与投资评级：由于 24 年锂价已见底，预期 25-26 年价格中枢有望抬升，我们下调 2024 年盈利预测，上调 2025-2026 年盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润为 11.3/10.0/12.1 亿元(原预期为 11.4/7.5/12.0 亿元)，同比-67%/-11%/+21%，对应 PE 为 19x/22x/18x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

宏观策略

宏观点评 20250120：市场震荡收涨，中游制造和消费涨幅居前

事件 A 股今日成交额较上个交易日略放量，中游制造和消费涨幅居前。沪指上涨 0.08% 至 3244.38 点，较 24 年末下跌 3.20%；创业板指上涨 1.81% 至 2104.73 点，较 24 年末下跌 1.72%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.45% 至 3829.68 点，较 24 年末下跌 2.67%；中证 500 上涨 0.48% 至 5614.33 点，较 24 年末下跌 1.95%。行业层面，电力设备上涨 2.16%，纺织服饰上涨 1.58%，社会服务上涨 1.25%，煤炭下跌 1.26%，石油石化下跌 1.02%，建筑材料下跌 0.68%。市场成交额为 11962.92 亿元，较前一交易日放量 452.10 亿元，北向资金总成交 1622.23 亿元；南向资金净买入 13.48 亿元。

板块方面，2025 年春节档电影市场迎来开门红，预售总票房破 2 亿，刷新中国影史春节档预售最快破 2 亿纪录，影视股持续走强。近期多地启动新一轮消费券发放工作，家电、手机等本地换新补贴政策陆续公布，消费活跃，零售股上涨。2025 年春节、情人节等促销时点频至，消费高频、数据复苏力度可期，食品股、酿酒股上涨。多地已启动文旅消费刺激政策，并通过在线平台发放消费券，春假延长有利于旅游需求集中释放，旅游股上涨。近期流感病毒阳性率持续上升，其中 99% 以上为甲流，国家医保局举行医保部门“保障人民健康赋能经济发展”主题新闻发布会，医药生物股走强。英伟达 Blackwell 已全面投入生产，算力概念股反复活跃。作为服务器连接以及在解耦合式交换机和路由器中用作互连，高速铜缆的销售不断增长，并且黄仁勋近日表示尽可能继续使用铜技术，铜缆高速连接概念股拉升。北京大学固态电池材料技术获得突破，比亚迪今日取得多项电车相关专利，电池、固态电池板块上涨，电力设备板块涨幅达 2.16%。

观点 市场从低位小幅反弹后，活跃度逐级提升，但对于特朗普上台后的政策变化预期和 A 股业绩预期仍在制约市场风险偏好，叠加市场增量资金暂时不足，场内开始风格切换，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、制造和红利四大方向轮动的格局，主线有待明确。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）

宏观深度报告 20250119：“新官上任三把火”：特朗普将如何对非法移民“重拳出击”？

核心观点：回顾特朗普 1.0 时期，我们发现特朗普多次利用总统行政令推动相关移民政策快速落地，但其政策因保守主义特征招致诸多舆论批评和“深蓝州”政府的反对，部分政策被迫终止或是在拜登继任后被迅速撤销。而本次特朗普 2.0 政府将移民问题放在其政策的核心领域。从内容上看，移民核心的政策在于大规模遣返非法移民。从时间维度上看，特朗普或于上台后数日内发布行政命令宣布开启遣返移民的相关措施，但受制于司法斗争与国会拨款争议等因素，其难以在短期内真正实现其“大规模”的驱逐非法移民的目标。此外大规模遣返在社会舆论层面和一线执法人员实际操作层面上也面临相应的挑战，这些因素也令特朗普移民政策效的最终效果面临诸多不确定性。

特朗普 1.0 移民政策回顾：以总统行政命令加快实施进度，保守主义

特征招致诸多争议。具体来看，特朗普 1.0 的移民政策主要涵盖四大方向。①扩建美墨边境隔离墙：在正式开启第一任期后的第五天，特朗普便签署了行政命令指示美国政府着手探索利用现有联邦财政资源来推进美墨边境墙的建设。②重组人事岗位，加强移民执法：特朗普通过任命移民政策立场相契合的官员，以更有效地推进其移民议程，同时其也对“优先驱逐出境”政策进行了显著调整，拓宽了其涵盖的人员范畴，增强了边境执法力度。③暂停或推迟合法居留的身份认定：特朗普上任后通过行政命令针对部分国家实施了一系列严格的入境限制措施（旅行禁令），并通过移民保护协议禁止处于审查阶段的移民进入美国境内，同时也取消了对部分国家难民的临时保护身份。④非法移民“零容忍”政策：将非法入境的移民儿童从其父母或监护人身边分离，并起诉非法入境的成年人，以此作为对非法移民行为的高压监管手段。在首任任期内，特朗普大多利用总统行政令推动相关移民政策快速落地，但其政策因保守主义特征招致诸多舆论批评和“深蓝州”政府的反对，部分政策被迫终止或是在拜登继任后被迅速撤销。特朗普 2.0 的移民政策落地展望：迅速发布行政命令，但遣返非法移民政策的效果面临诸多挑战。本次特朗普 2.0 政府自竞选宣传起便将移民问题摆在其政策的核心领域。相较于 1.0 时期的移民政策而言，本次移民政策的最大增量便是大规模遣返非法移民。在共和党党纲和竞选活动中，特朗普也多次提及“美国历史上最大的非法移民遣返行动”。在特朗普于 1 月 20 日开启第二任期伊始，我们认为特朗普将采取与首个任期相似的移民政策策略。从时间维度上看，特朗普或于上台后数日内发布行政命令，旨在撤销并逆转拜登政府期间对移民政策所实施的宽松措施，并采取相应措施进行大规模的非法移民的驱逐。这一系列举措预计将紧密遵循其首任期内所确立的限制性移民框架，核心目标在于显著减少非法移民流入和当前在美国境内的非法移民。但从落地节奏上看，特朗普虽能迅速发布遣返命令，但受制于司法斗争与国会拨款争议等因素，难以在短期内实现其“大规模”的驱逐非法移民的目标。此外，大规模遣返在社会舆论层面和一线执法人员实际操作层面上也面临相应的挑战，这些因素也令特朗普移民政策的最终效果面临诸多不确定性。风险提示：特朗普再度遇刺；特朗普政策出台顺序、幅度与市场预想有偏差；全球地缘冲突加速恶化。

（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 20250119：资金到位率回暖，基建实物工作量逆季节性回升

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 1 月 19 日，本周 ECI 供给指数为 50.46%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.88%，较上周回落 0.03%。从分项来看，ECI 投资指数为 50.01%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.45%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.38%，较上周回落 0.04 个百分点。月度 ECI 指数：从 1 月前两个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.47%，较 12 月回落 0.07 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 12 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.03%，较 12 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.46%，较 12 月回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.40%，较 12 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看，春节假期前供给端和需求端均表现出较强的季节性特征，受春节错位影响工业生产同比读数或偏弱，但与去年节前同期相比仍偏强，而需求端则仍处于分化，投资端延续修复而出口端和消费端均

有所回落。消费方面，节前乘用车零售延续走弱态势，以旧换新新政效果仍待时间显现，而航班执飞率、地铁出行人数以及春节预售票房等服务消费相关数据明显回暖；投资方面，石油沥青装置开工率连续两周回暖，延续了强于季节性的表现，而地产相关的商品房销售面积及建材价格数据则有所回落。 ELI 指数：截至 2025 年 1 月 19 日，本周 ELI 指数为 -0.68%，较上周回升 0.91 个百分点。居民和政府双部门成为推升社融的主要支撑。2024 年全年金融数据已经收官，从收官数据看，“化债”是影响新增贷款和新增社融的主要因素，一方面“化债”导致低息债券置换高息贷款，新增贷款规模连续少增，2024 年 12 月金融机构口径新增贷款 9,900 亿元，同比少增 1,800 亿，剔除非银金融贷款之后的实体经济新增人民币贷款 8,407 亿元，同比少增 2,685 亿元；另一方面，从新增社融看，在政府债券融资同比多增 8,288 亿元的带动下，2024 年 12 月新增社融规模 2.86 万亿，同比多增 9,249 亿元，政府债融资成为拉升社融的主力。但是不受“化债”影响的居民部门融资却持续回暖，2024 年 12 月份居民部门短期和中长期融资分别新增 3,000 亿元和 599 亿元，分别同比多增 2,100 亿元和同比少增 171 亿元，显示不仅“提前还贷”诉求下降，而且消费贷款需求也出现回暖。2024 年居民融资回暖和政府“化债”成为融资需求的主要支撑，叠加 2024 年末支付工资与年终奖等因素，存款形成“从财政到企业、从企业到居民”的转移，2024 年 12 月非金融企业和居民存款分别增长 1.81 万亿和 2.19 万亿，分别同比多增 1.49 万亿元和 2,120 亿元，财政存款减少 1.67 万亿，同比多减 7,504 亿元，但是由于 2024 年 12 月股市趋于震荡，存款向股市转移的速度减慢，非银金融机构存款减少 3.17 万亿，同比多减 2.64 万亿。2024 年四季度铺排的一揽子政策在 2025 年一季度持续生效，实体经济流动性仍在持续改善。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 20250119：特朗普就职首日，哪些政策会首发？

核心观点：北京时间 1 月 21 日凌晨，特朗普将正式宣誓就任美国总统。当天最大的看点除了总统就职演讲外，更在于特朗普或将密集签发的总统行政令。结合特朗普团队近期对政策表态及市场预期来看，移民、关税、外交、能源预计将是特朗普就职当天政策的密集首发领域。其中，特朗普大概率颁布驱赶和限制非法移民政策、有一定概率以总统行政令方式落地部分或特定关税。需警惕特朗普政策超预期给市场带来更大的波动、以及对非美国国家的关税冲击风险。 大类资产与海外经济：美债利率下行带动风险资产反弹，24Q4 美国 GDP 预测值上修。受意外不及预期的 12 月核心 CPI、以及美联储理事沃勒鸽派言论影响，本周（1 月 13 日至 17 日）美债利率自前期高位回落，10 年美债利率一度下破 4.6%，全周降 13.2bps 至 4.627%，2 年美债利率降 9.6bps 至 4.283%，美元指数自周内 110.2 的高位回落至 109.4。紧货币&高利率情绪的边际缓解带动全球股市与大宗商品反弹，标普 500、欧洲斯托克 600、恒生指数分别上涨 2.91%、2.37%、2.73%，黄金、原油和铜收涨。而本周日本央行频频暗示 1 月有较大概率加息，拖累日股下跌。美国经济方面，受本周好于预期的零售贸易、新屋开工与工业产值等数据影响，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 24Q4 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.73%再度上调至最新的+3.0%，纽约联储 Nowcast 模型将预测值由+2.36%上调至+2.53%。 下周关注：特朗普正式“重返”白宫。美东时间 1 月 20 日上午，美国第 47 任总统

特朗普的就职典礼将于国会大厦举行。当天中午 12:00 (北京时间 1 月 21 日凌晨 1:00), 特朗普将正式宣誓就任总统并发表就职演讲。随后, 新任总统特朗普将前往参议院会议厅外的总统房间, 签署上任第一天行政令、提名、备忘录或公告。当天下午, 总统和副总统还将在国会大厦前进行军队检阅, 并参与随后的一系列活动并在不同场合发表讲话。出席总统就职典礼的人士除了美国历任前总统、外国领导人等外, 还包括特朗普团队邀请的科技企业高管, 如 X 和特斯拉 CEO 马斯克、Meta 的 CEO 扎克伯格、以及 TikTok 的 CEO 周受资。值得一提的是, 由于天气极度寒冷, 今年的就职典礼将在美国国会大厦圆形大厅内举行, 而不是传统的国会大厦前广场。而上一次因寒冷的气温而将就职典礼移至室内是 1985 年罗纳德·里根总统的就职典礼。

就职典礼看点: 特朗普就职首日, 哪些政策会首发? 就职典礼当天最大的看点除了总统就职演讲外, 更在于特朗普或将密集签发的总统行政令。相较于需通过国会立法流程的各类议案, 如国内税收相关法案, 美国总统可通过签署行政命令的方式行使其行政权, 直接落地外交、外贸等领域政策。历史上, 大多数美国总统在就职当天仅签署个别行政令, 如 2017 年特朗普在第一任期就职当天签署了一项最大化减少奥巴马《平价医疗法案》经济负担的行政令。而 2021 年拜登总统在就职当天创纪录地签署了多达 17 项行政令, 包括疫情期间的“口罩令”、重新加入世界卫生组织和巴黎气候协定、暂停学生贷款等, 其中多数为推翻特朗普任期内的行政令。而对于第二任期, 此前特朗普已表示将在进入白宫的第一天发布 100 多项行政令, 以迅速实现其 MAGA 愿景。鉴于特朗普首个任期内“百日新政”的高效实施, 市场普遍预期其第二任期将延续类似节奏, 对民主党政府既有政策进行系统性“反转”。博彩网站 Polymarket 显示, 市场预期有 42% 的概率特朗普在第一天签署的行政令数量将大于 40 条; Kalshi 隐含市场预期特朗普在就职首日签署行政令数量为 40.4 条。其中, 移民、关税、外交、能源预计将是特朗普就职当天政策的密集首发领域。此外, 市场普遍预期特朗普在第二任期的总统行政权力将得到大大强化, Kalshi 显示, 市场预期特朗普在百日新政内宣布国家紧急状态的概率达 77% (图 16)。

移民: 移民遣返是特朗普政策的第一优先级。去年 11 月 18 日, 特朗普曾在 Truth Social 上确认, 其上台后将宣布国家进入紧急状态并通过军队遣返在美非法移民。从特朗普及其团队在近期的表态来看, 可能签署的行政令包括: 大规模驱逐非法移民、重新扩建美墨边境隔离墙、针对部分国家的严格边境限制措施、重组人事岗位以加强移民执法等。Polymarket 显示, 市场预期特朗普在就职首日遣返移民的概率达 87%; Kalshi 显示, 市场预期特朗普首日阻止非法移民入境的概率为 66%。

关税: 或落地少许、特定关税。关税问题是特朗普当选后表态最多的领域之一。去年 11 月 25 日, 特朗普在 Truth Social 称将在 1 月 20 日当日签署行政令向墨西哥和加拿大收取 25% 的关税。1 月 8 日, CNN 报道特朗普考虑就新的关税计划宣布国家经济紧急状态 (IEEPA); 而本周二, 彭博称“特朗普团队考虑逐渐增加关税”。此外, 本周特朗普表示, 希望通过组建“对外税务局”, 强化对外国的关税及其他税费的征收。而据华尔街日报在 1 月 17 日的最新报道, 特朗普正通过援引 IEEPA 以行政令方式立即落地部分关税。当前, 特朗普的关税方案仍显“扑朔迷离”, 而众多迹象显示, 以行政令方式落地小幅、特定关税的可能性并不低。Kalshi 显示, 市场预期特朗普在下周二前加征关税的概率为 64%; 预期在首 48 小时对中国、墨西哥加征关税的概率分别为 45%、34%。而与此同时, 我们也预期特朗普并不会在短期内对华采取激进、大幅加征关税策略。Polymarket 显示,

市场预期特朗普在百日新政内对华加征 40%关税的概率仅为 13%。

外交：聚焦结束俄乌冲击、或重启“退群”策略。外交政策是总统行政权力最为集中的领域之一，也是特朗普的重要政策关注点。竞选期间，特朗普最为引人瞩目的承诺之一是在上任后 24 小时内结束乌克兰战争、甚至更早。去年 12 月，特朗普曾与乌克兰总统泽连斯基会面、随后呼吁立即停火。而近期，特朗普在对外领域频频有“惊人”言论。如特朗普曾表示“如果加拿大解决不了边境问题，加拿大可以成为美国第 51 个州”；“不排除采用军事或经济胁迫手段控制巴拿马运河和格陵兰岛”。考虑到特朗普在对外政策的关注度，我们认为，就职首日特朗普有较大概率以签署行政令的方式促进俄乌和谈、加速解决俄乌冲突。此外，特朗普或在首日重启其标志性的“退群”策略，即再度退出巴黎气候协定等国际协议或组织，强化其交易型外交取向。

其他：赦免国会骚乱者、关注能源与社会议题。特朗普曾多次表示计划赦免在 2021 年 1 月 6 日美国国会大厦袭击事件中的大多数骚乱者。Polymarket 显示，市场预期特朗普在就职首日签署这一行政赦免令的概率为 74%；Kalshi 显示，市场预期特朗普首日赦免至少 100、50 人的概率分别为 54%、62%。此外，市场普遍预期特朗普将在能源政策、跨性别等社会议题上以行政令的方式迅速实践其政策承诺，例如，11 月，特朗普曾在竞选活动上表示将终止 2021 年拜登政府的电动车“强制令（mandates）”，在近期的新闻发布会上，特朗普还表示将撤销拜登政府的海上钻井禁令、扩大能源生产，而这些均有较大概率在就职首日以总统行政令落地。此外，在一些社会议题上，特朗普曾表示将在上任第一天签署行政令削减有关跨性别议题的联邦资金。Polymarket 显示，市场预期特朗普首日签署有关跨性别行政令的概率为 70%。

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）

宏观点评 20250117：大盘小幅收涨，科技板块活跃

事件 A 股今日成交额较上个交易日缩量，两融余额恢复上行，科技板块涨幅居前。沪指上涨 0.18%至 3241.82 点，较 24 年末下跌 3.28%；创业板指上涨 0.78%至 2067.27 点，较 24 年末下跌 3.47%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.31%至 3812.34 点，较 24 年末下跌 3.11%；中证 500 上涨 0.75%至 5587.29 点，较 24 年末下跌 2.42%。行业层面，电子上涨 1.77%，基础化工上涨 1.31%，国防军工上涨 1.10%，商贸零售下跌 1.78%，纺织服饰下跌 1.11%，传媒下跌 0.91%。市场成交额为 11510.82 亿元，较前一交易缩量 1419.05 亿元，北向资金总成交 1533.05 亿元；南向资金净买入 83.25 亿元。

板块方面，马斯克表示，今年目标是制造数千台擎天柱人形机器人，以后或每年翻 10 倍，机器人板块上涨。国家统计局公布 2024 年全国新能源汽车、集成电路、工业机器人产品产量分别增长 38.7%、22.2%、14.2%，半导体板块震荡走高。2024 年以来磷矿石价格维持高位，磷化工获得远高于行业和大盘的热度，对整个产业链景气度形成支撑，磷化工概念股走高。中航产融、中航电测等八家军工企业今日开始股权转让，股价冲高，国防军工板块升高。公安部 1 月 17 日发布 2024 年全国机动车保有量达 4.53 亿辆，其中汽车 3.53 亿辆；新能源汽车保有量达 3140 万辆，全年新注册登记 1125 万辆，从 2019 年的 120 万辆到 2024 年的 1125 万辆，呈高速增长态势，汽车板块上涨。美国在《出口限制条例》名单中分两批共增加了 25 个

中国实体，中国半导体行业协会表示坚定支持在中国发展的内外资半导体企业，芯片指数上行。磷矿石价格维持高位，化工板块走强。2024年一揽子增量政策出台以后，我国房地产市场成交趋于活跃，市场供需关系改善，房价有所回稳，房地产板块上涨。AI相关领域和日益智能化的汽车行业对电子元件的依赖程度不断提高，进一步推动高端PCB需求，PCB的价值量以及用量均有望得到提升，PCB板块上升。宠物经济板块市值第二的中宠股份发布2024年度业绩预告，预计实现归母净利润3.6亿元至4亿元，同比增长54.40%至71.55%，宠物经济指数连续四交易日上行。

观点 今日在科技板块带动下市场震荡回升，小幅反弹后，市场增量资金接续能力仍然偏弱，场内行业开始风格切换。在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，1月20日特朗普就职演说是较为一致预期市场波动的时点，下周市场可能会迎来资金避险，市场短期可能仍然呈现震荡格局。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，短期调整后整体仍有向上空间。

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：大道至简，四维度看产业债行业机会

观点 净融资额维度：1) 2024年不同行业净融资额呈现明显差异化，资金流动两极分化态势显著，非银金融、公用事业、建筑装饰行业在新增供给方面优势较大。2) 展望2025年，非银金融行业或进一步受益于政策上的监管规范和发展保障，在创新业务、新兴保险等领域仍具备广阔前景；公用事业行业涉及电力、燃气、水务等具备区域垄断性的业务板块，服务性质属刚需，现金流与盈利空间相对稳定，此外伴随2024年末出台的10万亿元化债力度将在2025年逐步完成“政府-城投-企业”的资金流转，多数行业内企业因与地方政府关联密切故或大概率受益于“化债”逻辑；建筑装饰行业作为基础设施建设中的重要环节，其业务体量和资金需求量与宏观经济增速及政策指引密切相关，预计将受益于存量房收储、城市更新等国家重大战略，政策利好叠加行业集中度逐渐提升，行业内龙头企业有望通过扩大市场份额实现规模化发展。因此，从净融资额维度来看，非银金融、公用事业、建筑装饰行业在债券市场新增供给方面或有明显助力，值得关注产业债配置机会的机构投资者加以关注。

高收益率存量占比维度： 1) 2024年不同行业存量债券的静态收益率占比结构性特征显著，其中家用电器、纺织服饰、轻工制造、社会服务、农林牧渔5个行业所拥有的相对高收益率债券的存量规模占该行业总存量规模比重较大，或表明该类行业在当前低利率环境下仍具备收益挖掘空间。2) 展望2025年，从政策端看，家用电器行业整体面临政策红利消退后的市场结构调整期，行业亟待重塑优势应对渠道变革，纺织服饰行业面临更新设备并改进工艺以满足日益严格的环保排放标准的压力；从需求端看，过去五年智能家居市场规模增速较快，传统家电的平均换机周期随着技术进步而有所拉长，导致维修质保等运营成本上升，纺织服饰行业中快时尚市场已渐趋饱和，频繁更新产品线将拉高行业资本投入；从产业链看，近年来家电企业为保障产品竞争力，一方面不断加大芯片研发储备的投入，另一方面需承受芯片价格上涨引发的成本

增加，纺织服饰产业链上游纺织印染环节面临环保压力下的产能受限。因此，从高收益率存量占比维度来看，尽管家用电器行业凭借长期积累的品牌优势、相对成熟的技术研发体系以及广泛的市场渠道布局，应对成本上升时有一定的韧性与回旋余地，而纺织服饰行业经行业调整与结构优化后，在产业链整合与品牌升级中有望释放潜力，但短期内家用电器及纺织服饰行业所属企业预计仍受制于融资成本的推高以及融资需求的不降，故在低利率时代其存续债券及新发债券或将维持相对可观的收益水平，适宜追求绝对收益的机构投资者择优关注。

违约率维度：1) 2024 年产业债各行业信用风险呈现较高的集中度，行业间相对不均，年内发生违约案例的行业包括房地产、非银金融、通信、农林牧渔、建筑装饰、传媒和有色金属等，其中房地产行业违约债券本金和数量均远高于其他行业。2) 展望 2025 年，多个行业在 2024 年期间未出现违约案例，在信用风险视角下表现良好，具体债券发行规模较大的行业包括公用事业、电子、钢铁、交通运输、煤炭、建筑材料、石油石化等。此外，部分于 2024 年期间仅发生过 1 起违约案例的行业同样在 2025 年有望受益于行业内部的优化管理、市场环境的有利条件以及宏观经济的稳定支持而改善其信用资质。具体而言，食品饮料行业由于消费需求刚性，叠加国家大力推动内需驱动政策，强调扩大内需、促进消费，利好该行业的销售与盈利，同时降低其债务违约风险；医药生物行业受益于健康需求的升级与老龄化趋势的加速，加之“健康中国”“银发经济”战略的政策扶持，市场空间广阔，有利于企业降低其债务违约风险；有色金属行业尽管具有一定的周期性，但新能源车和储能行业对关键金属的需求不减，尤其是锂、铜等资源在国内外市场的供需格局稳定，稳健的利润增长有助于企业降低其债务违约风险。因此，从违约率维度来看，除 2024 年期间未发生违约的行业以外，食品饮料、医药生物、有色金属行业的违约率较低且行业在 2025 年期间具备优良的发展基础来助力资质改善，故行业内个券的信用风险预计将趋于可控，持有到期安全垫有望增厚并助力提升配置个券的收益风险性价比。

换手率维度：1) 2024 年全年产业债各行业二级市场成交量呈现相对显著的头部聚集效应，交通运输、建筑装饰、公用事业、非银金融、房地产 5 大行业成交表现突出，结合换手率而言，通信、美容护理、国防军工及轻工制造行业呈现相对较优的流动性溢价，年换手率均在 250% 以上。2) 展望 2025 年，通信行业借力“数字中国”和“新基建”战略，5G 建设的深化、6G 技术的探索以及物联网、大数据和人工智能的广泛应用叠加下游行业如智能制造、自动驾驶、智慧城市等对通信网络需求的进一步扩张，为该行业的业绩释放提供保障，市场关注度预计保持高位；美容护理行业在“颜值经济”时代护航下需求保持高增长，Z 世代年轻消费群体的崛起带动化妆品、护肤品等领域的渗透率逐步提升，结合国内对“提振消费”的重视，该行业市场关注度预计保持高位；国防军工行业的重要性在全球地缘政治复杂化的变化中愈发凸显，作为中国自主研发能力的代表，该行业的技术含量和产业链价值从武器装备升级到关键技术自主可控稳步提升，加之国防科技创新领域系政策长期导向，故该行业在国防预算稳定增长的背景下其市场关注度预计保持高位；轻工制造行业与我国国内需求复苏情况密切相关，在当前中国“内循环”与“外循环”并行的发展格局下，该行业有望凭借内需增长这一主要驱动力继续引起较高的市场关注度。因此，从换手率维度来看，通信、美容护理、国防军工和轻工制造四个高换手率行业或可作为在整体流动性风险偏高的产业债板块中“短中取长”的选项，建议投资风格偏交易属性且意图挖掘产业债机会的投资者予以关注。

风险提示：行业景气度分化带来结构性变化；政策与市场变化的不确定性；数据统计偏差。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250119：资金紧张何时休？

观点 临近春节，回购利率大幅上行，资金面紧张情况因何产生？后续将如何消解？ 上周五（1月10日），央行宣布暂停购债，意味着流动性投放的渠道之一消失。随后本周（1月13日-1月17日），回购利率大幅上行，1月17日DR001、R001和GC001加权均价分别收于1.8592%、2.6772%和3.4950%，较1月10日上行18bp、92bp和179bp，代表银行和非银的回购成本均有所增加，显著高于1.5%的7天期逆回购利率所代表的政策利率。 回购利率的上行背后有明显的季节性因素，我们在2024年11月29日发布的报告《如何看待暂无降准情况下的跨年流动性？》中曾经测算了1月的流动性缺口，主要受到了春节取现和财政存款的季节性影响，春节前的降准能否兑现成为关注点。 2023年10月末曾经出现过隔夜利率尾盘飙升的情况，当时面临的是跨月、政府债券集中供给和财政缴款的多重因素。资金极度紧张集中在10月31日当天，过了月末银行出钱，资金即转松。对比来看，现在正值年初，地方债发行量较少，且央行在2023年10月资金变紧的前一周净投放13700亿元，现在央行对于流动性的投放相对克制，后续仍有“子弹”可以释放。 大多投资者预期央行不可能收紧资金面，因此在配置需求推动下长债收益率下行，曲线走平。我们对债市仍然长期看多，但短期行情或较为鸡肋，需要等待降息或“类降息”的措施落地，推动一波广谱利率下行。 美国12月CPI、PPI、零售销售、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ 本周（0113-0117）海外方面在特朗普就职前一周出现两方面的积极变化，一方面在表观上受包括美国12月通胀数据回落影响，美债收益率、美元在前期冲高后有所回落，同时风险类资产收涨，股债双牛，通胀回落的可持续迹象会扩大联储后市降息的可操作空间；另一方面在地缘上，中美在官方、民间两条渠道释放双边关系缓和迹象，中方将派遣国家副主席韩正赴美出席于1月20日举行的特朗普总统就职典礼，同时更加令人欣喜的是中美民间交流的拓宽，在面对中美关系近些年难航的局面时，习主席曾在多个场合提到“中美关系希望在人民，基础在民间，未来在青年，活力在地方”，这是在提醒我们不应低估民间交流在重塑地缘格局上所扮演的重要角色。在当前美联储谨慎降息的背景下，1月暂停降息的可能性大大提高。本周CPI、PPI等数据发布，显露出美国通胀反弹的风险；同时，美国12月销售零售数据展现出美国消费端的韧性，美国领取失业金人数数据表现出劳动力市场的健康态势，这些实体经济的强劲表现也会为美联储暂停降息提供支撑。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12月CPI符合预期，核心CPI略低于预期，PPI低于预期，通胀压力仍在。美国12月CPI同比上涨2.9%，环比上涨0.4%，均符合市场预期；但是同比增幅创7月以来新高、环比增幅创3月以来新高。美国12月核心CPI同比上涨3.2%，环比上涨0.2%，均低于预期。本周早些时候发布的美国PPI数据则更温和，12月PPI同比上涨3.3%，核心PPI同比上涨3.5%，均低于市场预期。从分项来看，PPI的降温主要归功于蔬菜价格下跌、服务价格持平，但是能源价格保持增长。总体来看，美国通胀依然存在反弹风险，美联储的降息节奏可能会保持谨慎。 （2）美国2024年12月销售零售略低于预期，2025年1月劳动力市场保持健康。美国12月销售零售环比增长0.4%，低于预期值0.6%和前值0.8%；在剔除汽车、汽油后，

12月销售零售环比增长0.3%，低于预期值0.4%但高于前值0.2%。从分项来看，零售销售环比增幅最大的是各类店零售商，实现4.3%增长；环比跌幅最大的是建筑材料园林设备和物料店，遭受-2.0%下跌。总体来看，尽管增速有所放缓，但是销售数据依然体现出消费支出的韧性。从失业率数据来看，1月11日当周美国首次申请失业救济人数为21.7万人，高于预测值21.0万人和前值20.1万人；1月4日当周持续申请失业救济人数为185.9万人，低于预测值187.0万人和前值186.7万人。初次领取失业金的人数在年初往往存在波动，综合来看，美国劳动力市场保持健康，为经济整体提供支撑。（3）本周美联储2025年1月降息概率较上周下降。当地时间1月16日，美联储理事沃勒（Christopher Waller）表示，降息次数取决于通胀数据，如果取得的进展较大，美联储今年或将降息3-4次，每次25个基点；如果通胀数据粘滞，今年降息的次数或将回到2次，甚至是1次。沃勒还指出，从2024年起，通胀的粘性正在消退；因此他对通胀下降的看法可能比同事更加乐观。纽约联储主席威廉姆斯（John Williams）在本周指出，去通胀的进程仍在进行中，但仍未到达2%的目标，且需要更多时间才能实现这一目标。威廉姆斯还表示，政府政策是限制他为货币政策前景提供指导的关键；经济前景仍然有较高的不确定性，尤其是潜在的财政、贸易、移民和监管政策。堪萨斯城联储主席、美联储票委施密德（Jeffrey R. Schmid）表示，他对通胀朝着正确的方向发展保持乐观，因为新租户租约等更具前瞻性的指标都表明，通胀将进一步放松（easing）；同时，失业率略有上升，但仍处于低位。施密德赞同在未来逐步调整政策，经济的强劲态势使美联储可以保持耐心。截至1月17日，Fedwatch预期2025年1月降息25bp的概率下降至2.1%，上周为6.4%；2025年3月份在2025年1月份降息的基础上再次降息的可能性降低至0.6%，上周为2.6%。风险提示：财政政策力度不及预期；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：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250119：25年以来高价转债“减震”效果同样出色

本周（0113—0117）海外方面在特朗普就职前一周出现两方面积极的变化，一方面在表观上受包括美国12月通胀数据回落影响，美债收益率、美元在前期冲高后有所回落，同时风险类资产收涨，股债双牛，通胀回落的可持续迹象会扩大联储后市降息的可操作空间；另一方面在地缘上，中美在官方、民间两条渠道释放双边关系缓和迹象，中方将派遣国家副主席韩正赴美出席于1月20日举行的特朗普总统就职典礼，同时更加令人欣喜的是中美民间交流的拓宽，在面对中美关系近些年难航的局面时，习主席曾在多个场合提到“中美关系希望在人民，基础在民间，未来在青年，活力在地方”，这是在提醒我们不应低估民间交流在重塑地缘格局上所扮演的重要角色。国内权益市场从近几周持续的下挫中有所恢复，但距离跨年前的点位仍有差距，转债在这一过程中凸显出两方面特征：1）振幅、波动均小于权益，其中低价“减震”效果最佳；2）无论是综合指数还是高、中、低价风格指数，均已经恢复到跨年点前水平。这体现了我们前期在2024年最后一周1223—1227观点中所强调的转债在资产组合中所能扮演的角色。为何高、中、低价风格均呈现这一特征？正常来说，高价股性更强，较难呈现低价一般的“减震”效果，但目前从指数层面来看，高价的“减震”效果同样出色。我们猜测这同前期我们在构建资产组合三条建议中的第三条或有关联，即伴随优质标的非自然退市增多，市场回报率下降导致企业再融资需求不足，要对转债出现“资产荒”有所准

备。目前来看，这一“荒”的稀缺性或主要体现在高评级、好赛道、性价比上，考虑到“荒”的系统性，从交易层面投资人可适度提高对高价标的的容忍度。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、中装转2、普利转债、首华转债、蓝帆转债、维尔转债、金能转债、塞力转债、青农转债、东时转债。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、海亮转债、维格转债、海环转债、美锦转债、金埔转债、和邦转债、利群转债、泉峰转债。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 20250118：二级资本债周度数据跟踪（20250113-20250117）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250113-20250117）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年1月17日，二级资本债存量余额达43,621.75亿元，较上周末（20250113）减少10亿元。二级市场成交情况：本周（20250113-20250117）二级资本债周成交量合计约1119亿元，较上周减少744亿元，成交量前三个券分别为24建行二级资本债03BC（191.00亿元）、24浦发银行二级资本债02A（95.37亿元）和24工行二级资本债02BC（72.63亿元）。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1160亿元、361亿元和104亿元。从到期收益率角度来看，截至1月17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：1.80BP、2.58BP、7.58BP；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：3.33BP、1.37BP、6.37BP；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：1.36BP、-0.70BP、4.30BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250113-20250117）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，幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前一个券为24沧州银行二级资本债01（-0.9705%），其余折价率均在-0.90%以内。中债隐含评级以AA评级为主，地域分布以浙江省、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为23工行二级资本债01B（0.6534%）、23日照银行二级资本债01（0.6466%）、24建行二级资本债01B（0.6273%），其余溢价率均在0.60%以内。中债隐含评级以AAA-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 20250118：绿色债券周度数据跟踪（20250113-20250117）

观点 一级市场发行情况：本周（20250113-20250117）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券14只，合计发行规模约75.06亿元，较上周减少24.75亿元。发行年限多为5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级；发行人地域为天津市、浙江省、江苏省、广东省等；发行债券种类为中期票据、交易商协会ABN、一般公司债、私募公司债、企业ABS、定向工具（PPN）。二级市场成交情况：本周（20250113-20250117）绿色债券周成交额合计447亿元，较上周减少24亿元。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226亿元、148亿元和41亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约73.49%，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、有色金属和交通运输设备，分别为176亿元、101亿元

和 21 亿元、21 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 166 亿元、49 亿元和 40 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250113-20250117）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。 折价个券方面，折价率最高的个券为 22 万科 GN003（-31.6959%），其余折价率均在-1.0%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 评级为主，地域分布以广东省和北京市居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 20 遂宁绿色债（47.2153%）、22 万科 GN001（5.2826%），其余溢价率均在 1.0%以内。主体行业以公用事业和建筑为主，中债隐含评级以 AA+评级为主，地域分布以河北省和广东省居多。 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

公用事业行业跟踪周报: 2025 年国家电网投资有望首次超 6500 亿元，四川/广西公告 25 年政府授权合约机制

投资要点 本周核心观点：1）2025 年国家电网投资有望超 6500 亿元。2024 年：国家电网加快推进电网重大工程建设，1000 千伏阿坝—成都东特高压交流和±800 千伏甘肃—浙江、陕北—安徽特高压直流等工程相继开工；1000 千伏川渝、武汉—黄石—南昌、张北—胜利等一批特高压交流工程顺利投产；世界装机容量最大的抽水蓄能电站——国家电网河北丰宁抽水蓄能电站实现全面投产发电。2025 年：国家电网将聚焦优化主电网、补强配电网、服务新能源高质量发展，继续推进重大项目实施，开工建设陕西至河南特高压以及山东枣庄、浙江桐庐抽蓄电站等一批重点工程，2025 年全年国网投资有望首超 6500 亿元。2）四川/广西公告 2025 年政府授权合约机制。四川：《关于建立煤电政府授权合约价格机制有关事项的通知》印发，2025 年煤电政府授权合约价格为 0.4392 元/千瓦时。广西：《关于 2025 年广西电力市场政府授权合约机制有关事项的通知》印发，文件面向防城港核电 1-4 号机组和广西电网地调及以上的集中式风电(不含海上风电)及集中式光伏发电项目。2025 年绿电合约/常规合约价格为 0.375 元/千瓦时、0.360 元/千瓦时。核电政府授权合约价格按照标的月正向交易均价与核电合约价格基准值孰低原则确定，防城港 1 号/2 号核电合约基准价 7000 小时内按核准电价 0.4063 元/千瓦时，超 7000 小时按 0.300 元/千瓦时执行。防城港 3 号/4 号核电合约基准价全电量按照临时上网电价 0.4063 元/千瓦时执行。 行业核心数据跟踪：电价：2025 年 1 月电网代购电价同环比下降。煤价：截至 2025/1/17，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 758 元/吨，周环比下降 10 元/吨。水情：截至 2025/1/17，三峡水库站水位 168.63 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 170 米、170 米、158 米、167 米，蓄水水位相对较高。2025/1/17，三峡水库站入库流量 7200 立方米/秒，同比-5%，三峡水库站出库流量 8,090 立方米/秒，同比+19%。用电量：2024M1-11 全社会用电量 8.97 亿千瓦时（同比+7.1%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+6.8%、+5.3%、+10.4%、+11.6%。发电量：2024M1-11 累计发电量 8.57 亿千瓦时（同比+5.0%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.9%、+11.2%、+1.9%、+11.5%、+27.8%。装机容量：2024M1-11 新增装机容量，火电新增 4744 万千瓦（同比+1.9%），水电新增 998 万千瓦（同比+6.3%），核电新增 119 万千瓦（同比持平），风电新增 5175 万千瓦（同比+25.0%），光伏新

增 20630 万千瓦（同比+25.9%）。投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

工程机械行业点评报告：12 月叉车销量同比+12%，出口引领增长

投资要点 12 月叉车内/外销分别同比增长 10%/15%，出口引领增长 2024 年 12 月叉车行业合计销量 11.1 万台，同比增长 12%，其中国内销量 6.7 万台，同比上升 10%，环比增长 11%，出口销量 4.4 万台，同比增长 15%、环比下降 0.3%。受益逆周期调节政策落地等影响，12 月内销同比增速有所修复，出口延续增长趋势：12 月 PMI 为 50.1%，环比下降 0.2pct，物流业景气指数 53.1%，环比提升 0.3pct，仓储指数 50.6%，环比下降 1.8pct，均维持在景气区间。2024 年全年叉车行业销量 129 万台，同比增长 10%，其中国内销量 81 万台，同比增长 5%，出口销量 48 万台，同比增长 19%。2024 年 9 月末以来宏观政策逆周期调节力度加大，货币政策、财政政策陆续落地，且 2025 年“两重”“两新”政策仍将加力扩围，支持全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好。叉车行业景气度、电动化转型进展与宏观经济活跃度，制造业、物流业景气度直接挂钩，可期待后续内需修复趋势。受益产品结构优化，板块业绩增速稳健 2024 前三季度叉车板块业绩维持稳健增长。收入端，受国内制造业景气度下滑，大车需求减少，增速放缓，利润端，受益高毛利率海外业务、电车占比提升，增速显著强于营收。2024 前三季度叉车板块实现营收 313 亿元，同比增长 1%，归母净利润 30.4 亿元，同比增长 15%。2024 年前三季度板块销售毛利率 22.3%，同比增长 1.9pct，销售净利率 10.2%，同比增长 1.1pct。高毛利率的海外业务（各企业国内海外毛利率差约 6-9pct）和电动叉车占比提升、钢材等原材料价格同比下降，叉车板块盈利能力同比提升。景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道库存消化后需求复苏 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 7%，国内/海外分别为 13%/4%。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 Q3 龙头丰田、凯傲新签订单同比分别-3%、+2%，降幅收窄/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，助力结构优化+出海。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。市场较担心美国关税风险，我们测算美国市场占全球销量、规模比重分别约 12%、18%，且对电车诉求弱于核心市场欧洲，双龙头美国收入占比不足 10%，实际影响可控。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。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

环保行业跟踪周报：推进“十四五”生态环境领域重大工程实施，瀚蓝重组顺利推进&英科再生业绩超预期

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，光大环境，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，景津装备，伟明环保，宇通重工，美埃科技，九丰能源，龙净环保，高能环境，仕净科技，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，路德环境，盛剑科技，华特气体，金科环境，英科再生。建议关注：绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，永兴股份，军信股份，武汉控股，碧水源，海螺创业，旺能环境，重庆水务，凯美特气，三联虹普。公司跟踪：1) 瀚蓝环境：重组获发改委 ODI 备案+子公司增资完成，24 年化债超预期，“地方化债-促进重组-国企成长”闭环！1 月 16 日，公司公告国家发改委对瀚蓝（佛山）并购粤丰环保不超过 92.78% 股权的项目予以备案，后续将继续推进商务部、外管局等相关备案工作。1 月 17 日，公司公告瀚蓝佛山注册资本 46 亿元已完成实缴，交易先决条件陆续达成。2) 英科再生：24 年归母预计同增 51%-69% 超预期，经营性盈利显著提升。公司发布业绩预告，预计 24 年归母净利润 2.96-3.30 亿元，同增 51%-69%，扣非归母净利润 2.80-3.10 亿元，同增 47%-63%。再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，锚定可再生塑料高值化利用的终端制品以及全球渠道，新产品开发+新渠道开拓增收，内部运营提效，盈利能力逐季提升。生态环境部要求推进“十四五”生态环境领域重大工程实施。1 月 16 日，生态环境部推进“十四五”规划重大工程工作领导小组第五次会议中审议并原则通过《推进“十四五”生态环境领域重大工程实施 2025 年工作要点》和《2025 年中央本级能力建设项目清单》。会议强调，2025 年要锚定美丽中国建设目标，准确把握国家政策导向、资金投向，系统推进生态环境领域重大工程实施，统筹安排中央生态环境资金项目，抓住“两重”“两新”政策机遇，将“项目大谋划、谋划大项目”和“十五五”规划编制工作统筹结合，优先支持一批跨区域、跨流域、多要素协同治理的重大标志性示范工程。环保行业 2025 年度策略：化债、成长、重组共振，环保市场化新生！主线 1——环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性。1) 优质运营重估：盈利模式稳定，付费痛点解决叠加市场化改革推进，对标海外估值存翻倍空间。①固废：重点推荐【瀚蓝环境】【光大环境】【三峰环境】【绿色动力】建议关注【永兴股份】，②水务：重点推荐【兴蓉环境】【洪城环境】建议关注【北控水务集团】。2) 化债成长：建议关注【中金环境】不锈钢离心泵龙头，环保 PPP 出清中。3) 化债弹性：关注水务工程、生态修复、环卫板块。主线 2——优质成长：把握政策着力点+新质生产力。1) 政策着力点：①再生资源：关注资源价值+需求升级。关注废家电/报废汽车拆解和生物油板块。②重点投资驱动：【景津装备】压滤机龙头，宏观景气度回升后成长回归！③环卫电动化：【宇通重工】受益电动化弹性最大。2) 新质生产力：半导体洁净设备龙头【美埃科技】，光伏再生水【金科环境】。主线 3——

一重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环。建议关注【武汉控股】。行业跟踪：1）环卫装备：2024 年环卫新能源渗透率同增 5.33pct 至 13.44%。2024M1-12 环卫车销量 70157 辆（-9%），其中新能源 9432 辆（+51%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 31%/22%/7%。2）生物柴油：原料及产品价格双升，当期价差提升，美国采取措施限制 UCO 进口。2025/1/10-2025/1/16 生柴均价 7600 元/吨（周环比+1.5%），地沟油均价 5538 元/吨（周环比+0.5%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利为 472 元/吨（周环比-6.5%）。3）锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数持平，盈利小幅提升。截至 2025/1/17，三元黑粉折扣系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 76.0%/76.0%/76.0%。截至 2025/1/17，碳酸锂 7.79 万（周环比+2.9%），金属钴 16.30 万（周环比-1.2%），金属镍 12.93 万（周环比+1.5%）。根据模型测算单吨废料毛利-1.14 万（周环比+0.035 万）。4）电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/1/12-2025/1/18 氩气周均价 2.90 万元/m³（周环比持平），氦气周均价 315 元/m³（周环比持平）；氟气周均价 125 元/m³（周环比持平），氦气周均价 659 元/瓶（周环比持平）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

建筑材料行业跟踪周报：业绩预告或是利空出尽

投资要点 本周（2025.1.13-2025.1.17，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 3.61%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 2.14%、3.61%，超额收益分别为 1.47%、0.00%。大宗建材基本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 410.5 元/吨，较上周-0.3 元/吨，较 2024 年同期+40.2 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、长江流域地区、泛京津冀地区、两广地区、华北地区、东北地区、华东地区、中南地区、西北地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：西南地区（-2.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 57.4%，较上周-0.1pct，较 2024 年同期-9.1pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 32.2%，较上周-6.1pct，较 2024 年同期-10.3pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1384.3 元/吨，较上周+9.5 元/吨，较 2024 年同期-656.5 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 3915 万重箱，较上周-87 万重箱，较 2024 年同期+1012 万重箱。（3）玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格延续稳定走势，个别前期价格较低厂家报价小涨。截至 1 月 16 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流成交价维持 3500-3600 元/吨不等，全国企业报价均价在 3730.00 元/吨，主流含税送到，较上周均价（3730.00 元/吨）持平，同比上涨 19.07%，同比涨幅扩大 0.62 个百分点；本周电子纱市场整体报价暂稳，个别企业成交维持灵活成交操作。春节假期前夕，池窑厂调价意向不大，且下游提货积极性较弱。加之制品电子布库存仍有待消化，价格短期难有好转预期。周内电子纱 G75 主流报价 8300-8500 元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628 电子布报价暂稳，但局部成交存小幅灵活空间，当前报价维持 3.5-4.2 元/米不等，成交按量可谈。周观点：（1）公司业绩预告陆续出炉，工程类公司业绩超预期下滑的居多，原因以减值计提、毛利率下降为多。但我们认为更多是 2024 年利空出尽，为 2025 年轻装上阵打基础。一方面消费政策已出，而地产政策预期再起，另一方面行业出清迎来格局改善。仍然首选居住产业链的消费端公司，例如兔宝宝、欧派家居、北新建材、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、公牛集团、萤石网络等。其次是财政加杠杆的方向也值得关注，西南

水利建设相关的民爆和水泥公司，供给侧比较集中，例如易普力、华新水泥等。利空出尽的工程类公司也值得关注，例如坚朗五金、东方雨虹等。（2）在相当长的时间里，地产链将经历去产能的磨底出清过程。转型压力和 IPO 政策收紧增加了并购重组双方的意愿，但年初的对价差异较为明显。随着全年业绩落地和经济预期统一，双方对价差异有望明显收窄。类似于 1999 年和 2015 年，资本市场对并购重组的认可也是推波助澜的作用。我们建议关注存在并购重组预期的个股，或者已经公告持有新兴产业资产的个股，例如上海港湾（控股钙钛矿卫星组件）、诚邦股份（控股存储模组资产）、上峰水泥（参股半导体芯片资产）等等。（3）全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品，中国企业也将获得加快参与全球建设的机会。而且美元降息趋势下，新兴地区经济建设有望进入快车道，工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，在脱钩断链和可能的高关税政策下，关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司，例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。

大宗建材方面：玻璃：春节淡季浮法产线冷修有望加快，行业供需矛盾将得到缓解，叠加当前下游社会库存仍处较低水平，部分投机性需求释放，阶段性价格企稳反弹，我们认为应进一步观察春节前后产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有中长期成本优势保障超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃盈利有望底部反弹，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

玻纤：（1）中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域，二三线企业普遍处于亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧风电、热塑等领域继续增长，行业供需平衡修复有持续性，行业景气有望呈现震荡上行态势。（2）借助长协重定价时间窗口，短期风电、热塑产品提价有望顺利落实，中低端品类企业挺价意愿强，阶段性仍需观察新增产能释放情况，中高端产品占比更高的龙头企业盈利改善幅度更大。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、结构性盈利提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

水泥：（1）本周全国水泥市场价格环比回落 0.1%。价格下调区域主要有贵州、安徽、福建和湖南等局部地区，幅度 10-30 元/吨；价格推涨区域为广东，幅度 30 元/吨。一月中旬，由于春节临近，水泥需求大幅下滑，全国重点区域企业出货率环比下滑约 6 个百分点。价格方面，市场需求接近尾声，价格跌幅明显收窄，个别区域如广东珠三角地区为了稳定盈利，企业主动推涨价格，欲以涨止跌。预计下周大部分工程项目进入停工阶段，水泥价格也将趋于稳定。但节前行业库存保持历史同期中低位水平，有望为年后复工价格反弹奠定良好基础。（2）中期来看，水泥行业大面积亏损状态有望持续强化供给侧控制力度。结合错峰方案优化及实物需求企稳，四季度供需平衡效果已有显著改善，价格底部反弹幅度可观，我们认为将对 2025 年供给侧自律控制形成正反馈，盈利中枢有望较 2024 年反弹。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期财政政策发力也有望支撑实物需求止跌企稳，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。9 月生态环境部就碳市场工作方案征集意见，水泥行业年底有望

被纳入全国碳市场，我们认为初期虽然对成本曲线影响有限，但有望改变后段企业预期。结合产能置换办法修订以及产能产量管控等产业政策的进一步出台，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。装修建材方面：近期板块表现有所反复，仍处在磨底阶段，市场对地产链的需求担忧仍未有改变，对地产数据改善预期也较弱，此前政治局会议表态“要促进房地产市场止跌回稳”，政策拐点之下我们认为后续房地产政策有望继续加码；此前化债、保交楼等政策，对地产链上信用和资产负债表的修复影响积极。从基本面来看，市场需求仍较弱，特别是竣工需求，预计四季度收入端仍承压，部分品类市场价格竞争有所缓解，低基数下部分公司收入端有望企稳，而成本端原材料价格平稳，关注毛利率拐点。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐北新建材、兔宝宝、伟星新材、箭牌家居、东方雨虹、垒知集团等，建议关注中国联塑、三棵树等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源）

建筑装饰行业跟踪周报：12月基建投资有所加快，关注政策持续发力效果

投资要点 本周（2025.1.13-2025.1.17，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 2.95%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 2.14%、3.61%，超额收益分别为 0.81%、-0.66%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）央行发布 2024 年 12 月金融数据：2024 年 12 月社融同比增速回升 0.2pct，增量同比多增 9250 亿元，主要得益于化债下政府债融资的贡献，财政支出持续积极，与此前建筑业 PMI 的改善有所印证。居民信贷数据改善，反映消费政策和地产销售改善的效果，但企业端信贷表现仍然较弱。若后续财政政策进一步发力，地产景气企稳，基建地产链景气有望持续改善。（2）国家统计局发布 2024 年 12 月经济数据：经济数据显示抢出口背景下外需韧性延续，基建投资有所回升，制造业、地产销售延续改善趋势。12 月基建投资累计同比增速较上月加快 0.2pct 至 4.4%，反映财政政策发力下对投资端的拉动有所显现。基建投资结构上水利/航空/铁路分别增长 40.7%/20.7%/13.5%，增速持续表现亮眼，道路运输业投资累计降幅收窄 0.8pct 至 1.1%，但市政类投资仍表现疲软。地产单月销售同比-0.5%，延续企稳的态势，新开工面积单月降幅收窄至 23.0%。反映在实物需求上，12 月单月水泥产量同比-2.0%，或反映财政发力对基建链条实物需求的支撑。结合金融数据、建筑业 PMI 数据的改善，前期政策对基建地产链条景气的托底作用逐步显现，但改善持续性和空间有待观察财政发力的力度和地产政策的效果。周观点：（1）12 月基建投资累计同比增速较上月加快 0.2pct 至 4.4%，财政政策发力对投资端的拉动有所显现，投资结构上水利/航空/铁路分别增长 40.7%/20.7%/13.5%，增速持续表现亮眼，道路运输业投资累计降幅收窄 0.8pct 至 1.1%。2024 年 12 月建筑业商务活动指数为 53.2%，较 11 月上升 3.5 个百分点，创 6 月以来新高，此前增量政策对投资端和实物量的效果预计将会逐渐显现，展望 25 年上半年仍需关注增量财政政

策对实物量需求的影响。此前国务院国资委发布央企市值管理工作若干意见，明确提出要将市值管理作为一项长期战略管理行为，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，近期召开了中央企业负责人会议，2025年“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化，我们认为国资考核的优化将促进央企进一步提升经营质量，叠加地方化债落地，建筑央企报表质量有望改善。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：第四次“一带一路”建设工作座谈会召开，习总书记强调坚定战略自信，勇于担当作为，全面推动共建“一带一路”高质量发展。会议指出，共建“一带一路”已经进入高质量发展新阶段，以互联互通为主线，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，统筹巩固传统领域合作和稳步拓展新兴领域合作等。2024年1-10月我国对外承包工程业务完成营业额同比增长3.2%，新签合同金额同比增长16.6%，对外投资平稳发展；特朗普胜选后预计外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进政策有望加码，预计基建合作是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：《2024-2025年节能降碳行动方案》发布，在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源）

食品饮料行业跟踪周报：白酒春节前瞻：降速筑底，破而后立

投资要点 节前动销：大众消费有待启动，商务需求持续探底。参考多地渠道调研反馈，2025年春节白酒旺季氛围尚待启动，其中节前大众消费仍相对偏淡（需重点观察节前一周），商务及企业礼赠需求则持续走弱。1）居民端：①受收入预期影响，自饮、聚饮消费相对偏淡。②返乡家宴及婚宴需求将是大众消费的重要承托项。一方面，部分酒店及终端反馈年后宴席预订场次同比稳中有升；另一方面，参考2025年春运客票预订及目前客流数量，预计2025年春节返乡人数有望实现同比增长，春节假期宴席氛围具备较好的客群基础。2）企业端：目前宏观刺激政策效果尚待传导，节前企业年会、团购及送礼需求继续走弱，预计2025年春节期间高端、次高端白酒动销同比降幅较2024年中秋国庆略有收窄，但仍然承压。渠道备货：终端拿货进一步走弱，库存及价盘是主要堵点。回顾2024年，虽然上市酒企陆续自24Q2逐步淡化回款要求，优先推进控货稳价工作，但相较弱势的需求表现，酒企全年供给仍显得相对宽松，渠道去库尚未取得实质性进展。2025年春节，在动销走弱背景下，渠道库存及价盘压力对渠道拿货影响更为突出。1）终端层面：面对消费需求的不确定性，面对上市酒企动销表现相对较好的产品，终端拿货意愿也有所走弱，1是烟、酒动销走弱令流通终端资金周转进一步承压；2是弱势供需导致白酒批价普遍回落，价盘倒挂亦削弱终端拿货意愿。2）经销商层面：2025年春节开门红期间，经销商垫资回款比例及库存水平相应走高，预计回款压

力将自节后进一步传导至酒企侧。 酒企分化：量价表现各异，有待去库破局。基于不同价格带及区域经济 beta，当前各上市酒企量价统筹余地各有不同，库存风险释放进程亦不尽一致。1) 高端酒：茅台经过产品结构调整，认为普飞当前批价水平，已极大缓解供给消化压力，有望从容兑现“供需适配”，而五泸量价表现仍存不确定性。2) 次高端酒：当前渠道对弱势动销产品拿货意愿较低，预计多数次高端产品回款有待节后兑现，仅汾酒表现相对稳定。经过 24Q4~25Q1 挺价，预计汾酒终端数字化管理推进有望更为顺畅。3) 区域酒：开门红期间酒企打款政策同比基本保持稳定，但终端拿货进度同比回落，渠道库存或将面临动销考验，需重点跟踪节后反馈变化。 行业投资建议：白酒维持“节奏优于个股”判断，建议低位适度布局，大众品个股突出，四维度边际变化选股。白酒：推荐产品组合均衡发力、业绩增长能见度高、库存风险较早出清的贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘，关注销售规模及估值修复空间较大的泸州老窖、珍酒李渡。大众品：头部品种重点持续推荐东鹏饮料、安井食品、伊利股份。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐三只松鼠，万辰集团，稳健推荐盐津铺子，关注西麦食品、甘源食品。饮料推荐强回购品种承德露露，以及第二曲线具有想象空间的百润股份；乳业推荐蒙牛乳业，关注新乳业，弹性推荐布局妙可蓝多。 风险提示：消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险、成本红利衰减及食品安全风险。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜)

计算机行业深度报告：《面对海外低空经济担忧的思考》

投资要点 十问十答，有理有据：在科技飞速发展的当下，eVTOL(电动垂直起降)领域作为新兴前沿赛道，备受瞩目。2024 年 9 月 6 日，资深行业观察家 Bill Sweetman 发表了一篇发人深省的重磅文章——《Bursting the eVTOL bubble》(戳破 eVTOL 行业泡沫)，此文如同一石激起千层浪，引发各界广泛关注。文中犀利地提出了极具洞察力的 10 个关键问题，直击 eVTOL 行业的痛点与疑点，从技术瓶颈的攻克难题，到市场需求的真实反馈；从商业模式的可持续性探究，再到法规监管的适配困境。而当下，正是行业发展的关键节点，我们对这 10 个问题进行抽丝剥茧般的剖析。我们通过全面且细致地梳理行业现有的实际状况，整合前沿技术动态、市场调研数据、企业发展案例以及政策导向信息等诸多方面资源，为每一个问题给出清晰、合理且具有前瞻性的看法，力求还原一个真实、立体的国内 eVTOL 行业图景，为行业的稳健前行正本清源。 看好中国 eVTOL 弯道超车机会：中国的低空经济市场发展速度迅猛，具有较大发展潜力。在政策环境、基础设施和产业链配套方面，中国的低空经济市场具备较好的发展条件。随着旅游、物流、载人等应用场景的不断拓展和需求的持续增加，中国低空经济行业具备较大市场潜力。对于 eVTOL 行业的泡沫，我们认为主编主要针对的是美国市场，而中国和美国市场在政策、需求、潜力等多个方面存在较大差异。回想当年新能源汽车行业也面临同样的质疑和挑战，比如续航、动力、安全性、基础设施、经济成本、消费者认可等。随着政策的支持和技术的不断迭代，中国新能源汽车最终带领中国汽车产业实现了弯道超车。低空经济作为同样具备发展潜力的行业，在发展中同样也会遇到类似的问题。但我们同样可以看到，中国已经在无人机领域处于领先地位，eVTOL 产业链和新能源汽车产业链有较高的重叠度，很多技术和经验均可以应用于 eVTOL 上，因此我们看好国产 eVTOL 也带领中国低空经济行业实现

弯道超车。投资建议与相关标的：1. 国家级部门和顶层设计的落地，各地政府将会推动低空经济基础设施建设和落地，因此各基础设施企业有望获得直接订单加持，成为率先受益的方向。低空经济基础设施各环节领军标的：空管：莱斯信息；监视：四创电子、纳睿雷达。2. 试点城市具有重要意义，是未来低空经济实现规模化建设的重要路径。国家有望通过开展试点城市的模式，来探索出低空经济的可行商业模式，助力低空经济的真正落地。第一批低空试点城市：深圳：深城交；重庆：宗申动力；成都：四川九洲；苏州：苏交科；杭州：浙江交科；合肥：四创电子。3. 政府正积极出台鼓励政策扶持 eVTOL 发展，目前 eVTOL 环节主流玩家均处于取证（TC 证）过程中，作为具备庞大产业链条的产业，未来催化不断。整机：万丰奥威；引擎：宗申动力；电机：卧龙电驱。4. 亿航智能近期有望拿到商业运营证，提振上下游合作伙伴景气度。电机：英博尔；飞控：纵横通信；应用：西域旅游、祥源文旅。5. 无人机环节存在结构性机会，政府渗透率提升+低空航线探索+军用需求共振。无人机：国安达、绿能慧充、纵横股份。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。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

电力设备行业跟踪周报：人形机器人和 AI 电气成长空间大、锂电和海风底部有向好预期

投资要点 电气设备 6903 上涨 3.66%，表现强于大盘。（本周，1 月 13 日-1 月 17 日，下同），光伏涨 5.43%，新能源汽车涨 5.13%，锂电池涨 4.98%，核电涨 3.73%，电气设备涨 3.66%，风电涨 3.49%，发电设备涨 3.35%。涨幅前五为汇洲智能、先锋电子、佳云科技、电光科技、天融信；跌幅前五为海得控制、拓日新能、中恒电气、泰永长征、新宙邦。行业层面：储能：根据 CNESA 数据，24 年我国新增新兴储能投运装机规模 43.7GW/109.8GWh，同增 103%/+136%，累计装机 78.3GW/184.2GWh，同增 126.5%/147.5%；河南省社会科学院、国网河南经研院：2024 年，河南累计投运新型储能 84 座/1.64GW。四川省发改委：四川明确储能充放电价格机制，储能容量租赁 200-400 元/kW·年。电动车：中汽协：24 年中国汽车销 3144 万辆，同比+4.5%，电动车销 1287 万辆，同比增 36%，其中国内销量 1158 万辆，增 40%，出口 128 万辆，同比增 7%；24 年国内动力及其他电池合计销量 1040gwh，同比增 42%，国内动力合计 548gwh，增长 42%，铁锂占比 75%，同比增 57%，全年宁德占比 45%；广汽官宣：将与华为联合打造一个全新汽车品牌；比亚迪首款皮卡 Shark 6 开启首批交付：订单已突破 5500 台；比亚迪携九款车型亮相布鲁塞尔车展，元 UP 首登欧洲市场；比亚迪联手 Grab，共同在东南亚推广 5 万辆电动汽；特斯拉柏林超级工厂开始生产新款 Model Y；市场价格及周环比：钴：长江有色市场 16.30 万元/吨，-1.2%；SMM 电解钴 16.35 万/吨，-0.9%；镍：上海金属网 12.94 万/吨，+1.6%；锰：长江有色市场 1.40 万/吨，+2.1%；碳酸锂：国产（99.5%）7.37 万/吨，+2.2%；SMM 工业级 7.47 万/吨，+3.1%；SMM 电池级 7.79 万/吨，+2.8%；金属锂：SMM 61.50 万/吨，-1.2%；氢氧化锂：SMM 国产 7.0 万/吨，+0.8%；百川 7.68 万/吨，+0.7%；EC 碳酸乙烯酯 0.48 万/吨，-4.0%；前驱体：SMM 四氧化三钴 11.15 万/吨，-0.4%；硫酸镍 2.65 万/吨，+0.8%；三元 523 型 6.35 万/吨，+0.8%；正极：SMM 钴酸锂 13.79 万/吨，+0.1%；SMM 磷酸铁锂-动力 3.44 万/吨，+1.9%；三元 111 型 9.60 万/吨+1.1%；三元 523 型 10.20 万/吨，+0.5%；三元 811 型 14.30 万/吨，+0.4%；三元 622 型 12.15 万/吨，+0.4%；负极：百川石油焦 0.22 万/吨，+4.9%；隔膜：

SMM 国产 5um 湿法 1.60 元/平, -0.6%; SMM 国产 7um 湿法 0.83 元/平, -1.2%; SMM 国产 9um 湿法 0.76 元/平, -1.3%; PVDF:LFP 5.65 万元/吨, +5.6%; 三元 11.95 万元/吨, +2.6%; 新能源: 2024 年印度新增光伏装机 24.5GW; 晶澳科技: 计划在阿曼建设 6GW 高效电池+3GW 高效组件项目; 商务部对原产于美国和韩国的进口太阳能级多晶硅所适用的反倾销措施发起终审调查; 上海: 全面推行建筑“光伏+”应用、完成既有建筑节能改造 4000 万平方米以上; 内蒙古: 2025 年巩固好新能源产业领先地位 坚持风光氢储全链条发展; 根据 Solarzoom, 本周硅料 43 元/kg, 环比持平; N 型 210 硅片 1.55 元/片, 环比持平; N 型 182 硅片 1.18 元/片, 环比持平; 双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W, 环比持平; PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.70/0.69 元/W, 环比持平/持平; 玻璃 3.2mm/2.0mm 19.50/12.00 元/平, 环比持平/持平。风电: 辽宁启动 7GW 海上风电竞配。本周招标: 本周招标暂无。 本周开/中标 1.12GW。陆上 1.12GW: 1) 金风科技: 河北 0.2GW; 2) 联合动力: 河北 0.2GW, 河南 0.14GW, 湖南 0.04GW; 3) 三一重能: 湖南 0.13GW, 陕西 0.25GW; 4) 远景能源: 河北 0.05GW; 5) 运达股份: 河北 0.1GW。海上暂无。人形机器人: 马斯克表示: 如果一切进展顺利 2026 年特斯拉产量将增加 10 倍, 至 5-10 万台人形机器人, 然后在第二年再增加 10 倍; 电网: 江苏连云港: 2024 年电网侧新型储能并网规模 658MW。 公司层面: 隆基绿能: 发布业绩预告, 预计 2024 年归母净亏损 82 到 88 亿元, 同比转亏。通威股份: 发布业绩预告, 预计 2024 年归母净亏损 70-75 亿元。恩捷股份: 与北京卫蓝新能源签订《采购框架协议》, 北京卫蓝新能源将其自身需求材料的 80% 采购份额定点向公司采购。2025 年至 2030 年预计下达电解质隔膜订单不少于 3 亿平方米, 预计下达全固态电池的电解质订单不少于 100 吨。当升科技: 发布业绩预告, 预计 2024 年归母净利润 4.5-5.2 亿元, 同比下降 73%-77%。大全能源: 发布业绩预告, 预计 24 年归母净利亏损 26-31 亿元; 弘元绿能: 发布业绩预告, 预计 24 年归属于母公司所有者的净亏损为 2.5-2.7 亿元; 海优新材: 发布业绩预告, 预计 24 年归母净利亏损 4.8-5.8 亿元, 同比增亏 10%-154%。八方股份: 发布业绩预告, 预计 2024 年归母净亏损 6286-7786 万元, 同比下降 49% -61%。嘉元科技: 发布业绩预告, 预计 2024 年归母净亏损 1.95-2.65 亿元。特变电工: 发布业绩预告, 预计 2024 归母净利润为 39 -43 亿元, 同比减少 60%-64%。思源电气: 发布业绩快报, 2024 年净利润 20.87 亿元, 同比增加 33.82%。中科电气: 发布业绩预告, 预计 24 年归母净利 2.88-3.25 亿元, 同增 590%至 680%, 对应 Q4 归母净利 1.04 至 1.42 亿元, 同增 6%-45%, 环比-8%至+24%。龙蟠科技: 发布业绩预告, 预计 24 年归母净亏损 5.95 至 6.97 亿元, 同比大幅减亏, 对应 Q4 归母净亏损 2.92 至 3.94 亿元, 同比减亏 22%-42%, 环比亏损扩大 257%-381%。永兴材料: 公司发布业绩预告, 24 年归母净利 10.3-12.3 亿元, 同减 64-70%, 扣非净利 8.8-10.8 亿元, 同减 67-73%; 其中 Q4 归母净利 0.6~2.6 亿元, 同减 27-83%, 环比-71~+28%。 投资策略: 储能: 美国大储需求持续旺盛, 因 26 年储能电池关税增加, 当前已进入加单抢装期; 欧洲、中东、拉美等新兴市场大储需求大爆发, 大储龙头订单充足, 有望连续翻倍以上增长, 国内光储平价时代, 24 年储能招标 118Gwh, 同增 72%; 亚非拉、南亚及乌克兰等新兴市场光储平价拉动户储和工商储增长; 欧美降息, 有望带动户储和光商储好转; 我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 50%左右, 看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车: 国内 24 电动车销 1287 万辆, 同比增 36%, 由于 25 年以旧换新政策延续+

购置税退坡抢装，销量预期上修至 25% 增长。同时大储需求超预期，24 年储能电池上修 10% 至 330gwh+，25 年继续维持 50% 增长，全球 25 年锂电需求增速上修至 30%。短期看，1 月排产受春节影响，环比下降 10-15%，淡季不淡，预计春节后排产将迅速回升，且供需关系持续好转，年底价格谈判即落地，盈利看铁锂和 6f 盈利将改善。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德、比亚迪、裕能、亿纬、科达利、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。

工控&机器人：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，看好工控龙头；人形机器人，Musk 明确表示 25 年量产元年，26 年 10 倍增长至 5-10 万台，27 年再翻倍至 50-100 万台，大超预期，同时国内华为等入局、国产人形和相关配套企业进展也如火如荼，我们全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠及传感器环节，也看好国内人形配套企业。

光伏：①协会制定 0.69 元/W 成本线，出口退税下降至 9%，组件招投标价格开始企稳回升；②行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，24 年全球装机 490GW+，同增 20% 左右，25 年预计 10-15% 增长。产业端，主链条几乎全行业亏现金成本，供给侧改革力度超预期带动硅料价格，当前硅料、硅片、电池价格小涨，组件有待节后价格修复，Q2 走出基本面的拐点，依次看好逆变器、受益供给侧改革的硅料、玻璃、一体化组件龙头、格局好的辅材和电池新技术。

风电：10 月下旬江苏 2.6GW 外部获批是确立海风的大拐点，预计 25 年海风 13GW+，同比翻倍，陆风 24 年招标 120GW，同比翻倍，预计 25 年陆风 100GW+，同增 25%，国电投修改招标规则风机价格上涨，风电 25 年基本面好转明确，继续看好风电，推荐海缆、整机龙头、海塔、铸件龙头等。

电网：24 年电网投资增长 8%，能源局发布特高压电网建设规划做好新能源消纳，国内特高压+新能源基建，海外新能源+AI+电网升级+制造业回流，电力设备国内外需求大周期共振，25 年确定增长且可持续，继续推荐特高压、出海、柔直等方向龙头公司。

重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储爆发持续高增长）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、智能化可期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、璞泰来（负极龙头业绩拐点临近、隔膜涂覆持续高增长）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、平高电气（特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期）、许继电气（一二次电力设备龙头、柔直弹性可期）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、金盘科技（干变全球龙头、海

外订单超预期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值期待)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、赣锋锂业(碳酸锂价格见底反弹、自有矿储备比例高)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器开始放量)、华友钴业(镍钴龙头、前聚体龙头)、中伟股份(三元前聚体龙头、镍锂金属布局可观)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、艾罗能源(深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增)、盛弘股份(工商储龙头增长高、充电桩高增长)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成逐步恢复)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、恩捷股份(湿法隔膜龙头)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、泰胜风能(陆塔出口和海工开始上量、盈利改善)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态)、德方纳米(液相铁锂龙头)、昱能科技、永兴材料、中矿资源、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、美畅股份、弘元绿能、欣旺达、金风科技。建议关注:富临精工、科华数据、厦钨新能、英维克、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、良信股份、东威科技、宇邦新材、海力风电、明阳电气、新强联、通灵股份、快可电子、华电科工、中科电气、铨升科技、元琛科技、雷赛智能、信捷电气、亿晶光电、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升、岱勒新材等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕
研究助理:孙瀚博)

医药生物行业跟踪周报:海外创新药峰会国产成果丰硕,建议关注百利天恒、科伦博泰、百济神州等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 2.67%、-3.84%,相对沪深 300 的超额收益分别为 0.53%、-0.73%;本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 2.19%、-3.28%,相对于恒生科技指数跑赢-2.94%、-3.53%;A 股医药本周医疗器械本周生物制品(+3.19%)、医疗器械(+3.08%)及化学制药(+2.84%)等股价涨幅较大,医疗服务(+2.18%)、中药(+2.08%)及医药商业(+1.72%)等股价涨幅较小;本周 A 股涨幅居前大博医疗(+21.74%)、锦好医疗(+21.34%)、常山药业(+18.88%),跌幅居前*ST 普利(-15.63%)、康为世纪(-14.19%)、九典制药(-11.23%);本周港股涨幅居前和铂医药(+19.50%)、百济神州(+13.40%)、腾盛博药(+11.93%),跌幅居前来凯药业(-20.40%)、云顶新耀(-15.01%)、科迪-B(-13.38%)。涨跌

表现特点：本周大小市值个股均出现普涨，但小市值个股涨幅更加明显。首个阿斯利康「阿可替尼」获批一线治疗套细胞淋巴瘤；4 小时降低 60% IgA 肾病致病性抗体新型降解剂挺进关键 II/III 期临床：1 月 17 日，阿斯利康宣布 BTK 抑制剂 Calquence（阿可替尼）获 FDA 批准新适应症，用于联合苯达莫司汀和利妥昔单抗治疗既往未经治疗且不适合自体造血干细胞移植的套细胞淋巴瘤（MCL）成人患者。该药物是首个获准用于一线治疗 MCL 的 BTK 抑制剂。1 月 13 日，Biohaven 在 JPM2025 大会上宣布新一代降解剂 BHV-1400 的首个 I 期研究取得了初步的积极数据。数据显示，BHV-1400 可以在单次给药 4h 内迅速、强效、选择性降低 IgA 肾病患者的致病性半乳糖缺陷型 IgA1（Gd-IgA1）抗体水平，同时将 IgA 等免疫球蛋白的水平保持在正常范围内。Biohaven 计划在正式完成 I 期研究后通过加速注册途径开展关键临床。JPM 大会顺利召开，关注国际制药巨头和国产 biotech 公司最新动向：第 43 届摩根大通医疗健康年会(简称 JPM 大会)于当地时间 2025 年 1 月 13 日至 16 日在美国旧金山顺利举办。本次 JPM 大会有近 30 家中国公司出席，包括恒瑞医药、百济神州、信达生物、百利天恒等，反映出国产创新药越来越强的全球竞争力。我们对百济神州、信达生物、科伦博泰、三生制药、百利天恒等国产创新药龙头公司，以及罗氏、强生、默沙东、阿斯利康、礼来、诺华、辉瑞、安进、艾伯维等国际制药巨头的最新研发进展和 2025 年核心催化剂等做了系统梳理，详细见正文。具体思路：1) 创新药领域：百利天恒、信达生物、三生国健、奥赛康、百济神州、海思科、和黄医药、亚盛医药、迪哲医药、迈威生物、泽璟制药-U、恒瑞医药等；2) 中药领域：佐力药业、方盛制药、江中药业、华润三九、济川药业、马应龙等；3) CXO 及科研服务领域：药明康德、药明合联、康龙化成、凯莱英等；4) 高端制剂领域：人福医药、恩华药业、苑东生物等；5) 医疗服务领域：爱尔眼科、普瑞眼科、固生堂等；6) 消费医疗领域：欧普康视、爱博医疗等；7) 临床及仿制药 CRO：诺思格、泰格医药等；8) GLP1 产业链领域：诺泰生物、博瑞医药等；9) CGM 领域：鱼跃医疗、三诺生物等；10) 原料药领域：奥锐特、千红制药、华海药业、普洛药业等；11) IVD 领域：亚辉龙、新产业、安图生物等；12) 医疗耗材领域：惠泰医疗、大博医疗、三友医疗等；13) 仿创药领域：人福医药、恩华药业、仙琚制药、苑东生物、信立泰等；14) 科研服务领域：药康生物、奥浦迈、百普赛斯等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

商贸零售行业跟踪周报：景区公司数据总览：24 年客流增速收窄，预计 25 年春节出游高景气

投资要点 2024 年景区上市公司利润普遍下滑。2024 年景区上市公司增长分化，Q1-Q3 核心景区宋城演艺/黄山旅游/九华旅游/峨眉山/长白山/西域旅游/天目湖/三特索道收入同比分别+24%/-2%/+1%/-2%/+20%/0%/-15%/-4%，宋城低基数、长白山冰雪游景气增速较高。Q1-Q3 归母净利润同比分别 +28%/-30%/+1%/-7%/-3%/-8%/-29%/+16%，利润端普遍下滑，且表现弱于收入端，主要因为营收下滑、税负减免退出、景区运营成本上升。2024 年核心景区客流增速收窄。2024 年国内旅游大盘高位稳增，铁路/民航旅客运输量为 43.1/7.3 亿人次，同比+12%/18%，其中 12 月同比+3%/+18%。由于 2023 年报复性需求释放，高基数下 2024 年景区客流增速放缓。在门票减免和支付意愿承压的背景下，上市公司付费客流增速收窄，旺季部分公司客流同

比下滑。预计 2025 年客流仍为景区公司收入增长驱动，自然客流同比有高单位数增长。2025 年春节假期国内游和出入境游均增长，支持景区公司 Q1 业绩。2025 年春节假期由 7 天增加至 8 天，长途出行需求将集中释放。2025 年春运期间，铁路/民航预计发送旅客 5.1/0.9 亿人次，同比+5.5%/7.8%。受益于假期增加、申遗成功，国内游高位持续增长，其中亲子游订单占比将增至 49%，自驾游仍为主要出游方式。根据飞猪数据，春节出境游相关酒店、机票等预订量均大幅超过 2024 年同期，机票和酒店等均价同比下降。携程数据显示，春节入境游订单同比增长 203%，“240 小时过境免签”政策扩容后效果显著。2024 年春节客流占全年客流比重为中低个位数，春节出行高景气有望支持景区等相关公司 Q1 业绩。投资建议：建议关注春节期间有增量的九华旅游、天目湖、长白山、众信旅游，以及未来有产能扩张或交通改善预期的峨眉山 A、丽江股份、黄山旅游、西域旅游、祥源文旅等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖

证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧）

非银金融行业跟踪周报：保险储蓄类需求仍旺盛；1 月成交量环比下降

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2025 年 01 月 13 日-2025 年 01 月 17 日）证券行业、多元金融行业跑赢沪深 300 指数。证券行业上涨 3.87%，保险行业上涨 1.48%，多元金融行业上涨 5.44%，非银金融整体上涨 3.25%，沪深 300 指数上涨 2.14%。 证券：交易量环比下降；证监会召开 2025 年系统工作会议。1）1 月交易量大幅提升。截至 1 月 17 日，1 月日均股基交易额 13537 亿元，较上年 1 月提升 61.5%，较上月环比下降 22.9%。截至 1 月 16 日，两融余额 18316 亿元，同比提升 11.9%，较年初下降 1.8%。截至 1 月 17 日，1 月 IPO 发行 7 家，募集资金 34.74 亿元。2）证监会召开 2025 年系统工作会议。会议要求，证监会系统要努力实现支持经济回升向好与推动自身高质量发展的良性互动。①全力形成并巩固市场回稳向好势头。②深化资本市场投融资综合改革。③着力提升监管执法效能和投资者保护水平。④有力支持经济回稳向好。⑤培育更多体现高质量发展要求的上市公司。3）中介机构提供公开发行股票服务迎新规。《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》发布，主要内容包括：①明确中介机构执业规范。规定中介机构不得有配合公司实施财务造假、欺诈发行等违法违规行为。②明确中介机构的收费原则。证券公司保荐业务、会计师事务所审计业务不得以股票公开发行上市结果作为收费条件。③明确监管措施。规定证券监督管理、财政、司法行政等部门应当加强信息沟通和协调配合。4）证监会发布行政处罚裁量基本规则。主要内容包括：①明确裁量阶次和裁量情节。②明确相关处罚规则。③建立主要负责人批准或者集体讨论制度。④落实“立体追责”和“行刑衔接”。⑤加强证监会的监督指导。5）2025 年 01 月 17 日券商行业（未包含东方财富）平均估值 1.4x 2024EP/B，推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。 保险：《保险公司监管评级办法》发布；预计 25 年储蓄类产品需求仍然旺盛。1）金监总局发布《保险公司监管评级办法》，健全保险机构监管评级分类监管，预计利好经营稳健的头部公司。《办法》统一了各类型保险机构的评级框架；通过定量+定性方法进行综合评估，要求当年评级工作应于下年 3 月底前完成；评级结果分为 6 级，并设置“一票否决”机制；监管部门根据评级结果

对公司实施分类监管，扶优限劣。2) 上市险企披露 2024 年 12 月保费收入。上市寿险公司全年总保费同比+5.1%，12 月单月同比+0.9%。平安寿险全年个人业务新单保费同比+8.8%，Q4 单季同比-14.8%。太保寿险全年个险新单同比+9.1%，H2 同比+20.1%。我们认为客户保障、储蓄需求仍在，预计保险行业 2025 年保费将平稳增长。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 1 月 17 日保险板块估值 0.53-0.82 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。多元金融：1) 信托：截至 2024 年 2 季度末，全行业信托资产规模 27 万亿元，同比增长 24.5%。2024H1 信托行业净利润为 196 亿元，同比降幅为 40.6%。2) 期货：2024 年 12 月全国期货交易市场成交量为 6.55 亿手，成交额为 57.27 万亿元，同比分别下降 5.3% 和增长 19.3%。2024 年 11 月全国期货公司净利润 8.9 亿元，同比增长 31%。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

原油周报：美国原油库存下降，需求预期升温推动国际油价上涨

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周 Brent/wTI 原油期货周均价分别为 81.0/78.6 美元/桶，较上周分别+3.8/+4.3 美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.1/4.1/4.0/0.2 亿桶，环比-71/-196/+125/+77 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1348 万桶/天，环比-8 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 477 台，环比-2 台。美国活跃压裂车队本周 188 部，环比-7 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1665 万桶/天，环比-26 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 92.7%，环比 0.0pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 612/408/205 万桶/天，环比-30/+100/-130 万桶/天。 **n【美国成品油】** n1) 成品油价格和价差美国汽油、柴油、航煤周均价分别 89/108/89 美元/桶，环比+34/+8.1/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 8/27/8 美元/桶，环比-0.6/+4.0/-9.2 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.4/1.3/0.4 亿桶，环比+585/+308/+207 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 928/518/181 万桶/天，环比+40/-2/-5 万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 833/384/149 万桶/天，环比-16/+66/-23 万桶/天。 n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 4/97/94 万桶/天，环比-7/+13/+20 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 22/112/91 万桶/天，环比+2/-24/-25 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 20/23/3 万桶/天，环比+5/+1/-4 万桶/天。 **n【相关上市公司】** 推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。 **nn【风险提示】** 1) 地缘政治因素对油价出现大幅度

的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

煤炭开采行业跟踪周报: 需求弱势持续, 库存累库, 煤价小幅下跌

行业近况 本周(1月10日至1月17日)港口动力煤现货价环比下跌10元/吨, 报收758元/吨。供给端, 本周环渤海四港区日均调入量156.49万吨, 环比上周增加5.01万吨, 增幅3.31%。后临近春节, 矿山产地有序停产, 港口供给平稳, 整体预计供给呈现收缩状态。需求端, 本周环渤海四港区日均调出量151.99万吨, 环比上周减少1.26万吨, 降幅0.82%; 日均锚地船舶共96.86艘, 环比上周增加12.86艘, 增幅15.31%。库存端, 环渤海四港区库存2534.84万吨, 环比上周增加33.26万吨, 增幅1.33%。港口本周日均调出量较上周略有下降, 仍显示出需求动力不足的情况, 主要受今年气温偏高导致, 库存有所累库, 仍处高位, 对煤价产生一定压制作用。我们分析认为: 煤炭价格在2024年9-10月淡季未出现大跌, 进入10月下旬开始陆续进入传统旺季, 但2024年冬天天气气温偏暖, 下游库存去化较弱, 直至12月底产地供给收缩叠加需求稳健煤炭价格得到一定修复, 预计伴随后续春节临近, 煤炭供给紧缺逻辑加强, 煤价企稳上涨动能持续加强。
估值与建议: 仍旧关注保险资金增量; 保费收入维持正增长, 且向头部保险集中。固收类资产荒依旧, 叠加红利资产已经高位, 所以关注权益配置变化, 预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的, 且低估值标的: 广汇能源、昊华能源。
风险提示: 下游需求不及预期; 保供力度强于预期, 煤价大幅下跌。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 米宇)

大炼化周报: 国际油价宽幅上涨表现强势, 长丝市场重心震荡上行

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2364.89元/吨, 环比+50.38元/吨(环比+2.18%); 国外重点大炼化项目本周价差为920.97元/吨, 环比+14.33元/吨(环比+1.58%)。
n【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为7243/7621/8407元/吨, 环比分别+143/+71/+107元/吨, POY/FDY/DTY行业周均利润为44/29/-46元/吨, 环比分别-60/-107/-83元/吨, POY/FDY/DTY行业库存为5.8/12.6/17.3天, 环比分别+1.2/-0.2/-0.1天, 长丝开工率为85.67%, 环比-1.54pct。下游方面, 本周织机开工率为42.46%, 环比-8.81pct, 织造企业原料库存为11.44天, 环比-0.84天, 织造企业成品库存为23.82天, 环比+0.32天。
n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油/柴油/航煤价格上升。国外成品油: 本周美国汽油/柴油/航煤价格上升。
n【化工板块】本周PX均价为887.57美元/吨, 环比+45.00美元/吨, 较原油价差为296.21美元/吨, 环比+15.52美元/吨, PX开工率为88.01%, 环比-3.36pct。
n n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。
n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

基础化工周报: 聚氨酯价格上升

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为18520/18180/13829元/吨, 环比分别+200/+80/+899元/吨, 纯MDI/聚

合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5289/5960/991 元/吨, 环比分别+114/-1/+463 元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1448/4652/609/4914 元/吨, 环比分别+57/+89/-14/+141 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8225 元/吨, 环比-85 元/吨, 乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1247/1920/-523 元/吨, 环比分别-117/-14/-194 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7350 元/吨, 环比+0 元/吨, PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-382/1536/-713 元/吨, 环比分别-80/+40/-141 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2379/1649/4091/2780 元/吨, 环比分别-10/+2/+115/+12 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 286/-62/-231/87 元/吨, 环比分别-32/-12/+299/-4 元/吨。n【相关上市公司】化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

机械设备行业跟踪周报: 看好景气度上行确定的工程机械; 推荐人形机器人量产将近机会

1.推荐组合: 北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点:

【工程机械】12 月小松开工小时数同比+19.5%, 看好 2025 年国内中大挖景气度回升 2024 年 12 月中国区小松挖掘机开工小时数 108 小时, 同比增长 19.5%, 环比增长 2.5%, 创 3 年来新高。中大挖是小松在国内份额的主要支撑, 开机小时数破百反映中大挖景气度有所回暖, 与 12 月国内中挖销量同比增长 18%、大挖销量同比增长 20%相互验证。我们判断国内中大挖景气度上行主要受益于下游基建回款端和开工端明显复苏。展望 2025 年, 国内利好包括基建开工和资金端持续改善、雅鲁藏布江等大项目的明显拉动, 中大挖销量有望持续改善。国内中大挖景气度回暖带动主机厂销量结构持续优化, 盈利能力有望进入上行通道。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【人形机器人】产业链催化频出, 看好人形机器人量产在即人形机器人产业链催化频出: 1) 1 月 8 日, Tesla 于推特预告, 第三代 Optimus 原型机将于未来几周内发布; 2) 1 月 9 日, 马斯克于视频中提及, 25 年 Optimus 量产规划达千台级别, 26 年产量有望增加 10 倍 (5-10 万台), 27 年有望再增加 10 倍 (50 万台以上); 3) 1 月 11 日, Open AI 发布招聘信息, 显示其正重新组建机器人部门, 包括自主研发机器人及定制传感器套件。4) 1 月 15 日, 富士康与优必选宣布, 双方将就人形机器人在智能制造领域的应用建立全方位长期战略合作关系。5) 1 月 9 日, 中国科大与埃夫特子公司启智智能机器人共建具身智能实验室。展望 2025 年, 人形机器人迈入量产元年, 地方政府, 车企, 互联网大厂纷纷加码人形机器人, 产业链有望迎来密集催化期。富士康与优必选签订框架, 看好三条重要人形机器人产业链: 1) T 链主线: 推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【鸣志电器】, 建议关注【北特科技】【五洲新春】【斯菱股份】等; 2) 华为链: 推荐【雷赛智能】【赛力斯】; 建议关注【兆威机电】【中坚科技】【埃夫特】【拓斯达】等 3) 多产业链共振标的: 建议关注【豪能股份】【中大力德】【柯力传感】等。 【船舶制造】新造船市场景气度延续, 我

国船厂将迎业绩拐点 根据克拉克森, 2024 年全球新造船订单量创下 17 年以来最高, 全球船厂共签订新船订单 1.7 亿载重吨。供给刚性之下, 船价维持较高水平, 截至 2024 年 12 月 28 日, 克拉克森新造船指数较年初上涨 6%, 距离 2008 年历史峰值 1.3%。中国船厂于本轮上行周期中最为受益: 根据工信部数据, 2024 年我国造船完工量 0.48 亿 DWT, 同比增长 14%; 新接订单量 1.1 亿 DWT, 同比增长 59%, 截至 12 月底, 手持订单量 2.1 亿 DWT, 同比增长 50%。2024 年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占全球总量的 56%、74% 和 63%。随前期减值计提、低利润率订单交付, 我国船厂盈利拐点已现, 以国内最大的综合性造船龙头中国船舶为例, 2024 前三季度公司实现营业总收入 562 亿元, 同比增长 13%, 扣非归母净利润 20 亿元, 同比增长 560%, 销售毛/净利率分别为 9%/4%, 但较上一轮周期高点 25%/15% 仍有修复空间。当前造船链核心标的在手订单饱满, 且结构持续优化, 且南北船重组背景下, 国内格局、相关标的的经营质量有望改善, 继续推荐 **【中国船舶】**, 建议关注 **【中国动力】**。

【检测服务】宏观经济强相关品种, 有望受益内需复苏+政府化债 检验服务行业广泛服务于消费品、工业品、医药医学等行业, 覆盖研发、生产、流通全环节, 具备市场空间大、增速稳, 增长与宏观经济高度相关的特点。复盘历史, 全球四大龙头 SGS、BV、Eurofins、Intertek 合计收入增速可与全球 GDP 实际增速相拟合, 我国检测服务行业领先于 GDP 增长, 历史增速约为 GDP 两倍。2023 年全国检验检测市场规模约 4670 亿人民币, 2014-2023 年 CAGR 约 13%。2024 年前三季度, 检测服务板块实现营收 326 亿元, 同比下降 3% (剔除金域医学、迪安诊断后同比增长 4%), 受宏观经济放缓影响, 增速有所下降。龙头企业华测检测、广电计量 α 属性明显, 根据快报, 2024 年营收分别增长 8%、7%-14%, 显著领先于行业。2024 年前三季度, 检测服务板块实现归母净利润 21 亿元, 同比下降 39% (剔除金域医学、迪安诊断后, 同比下降 19%)。检测服务业务开展多以实验室为基础, 具备重资产属性, 行业需求下行时成本压力大, 利润增速表现弱于营收。2024 年 9 月下旬以来, 我国逆周期调节力度加大, 密集推出了一系列重要举措和增量政策, 我们看好 2025 年检测服务行业需求回升, 且随产能利用率恢复、精益管理推进, 核心标的利润弹性大。此外, 地方政府为检测机构重要客户, 行业有望受益本轮政府化债。推荐 **【华测检测】**、**【广电计量】**、**【苏试试验】**、**【谱尼测试】**。

【燃气轮机】全球 AI 数据中心扩张带动发电需求提升, 看好供应链里中国设备商潜在受益机会 AI 数据中心建设带来大量用电需求, 且对电力的可靠性、稳定性提出较高要求。由于美国电网基础设施大部分已经达到使用周期末期, 美国科技巨头选择自行投资建设如核电、地热、其他可再生能源、燃油和燃气等发电设施以获取稳定可靠的电力。其中, 燃气轮机发电具备建设周期快、电力输出稳定、发电资源要求低等特点, 有望成为短期内最优解决方案。全球燃气轮机市场主要由美国西门子、GE、三菱重工、卡特彼勒 (子公司索拉) 等主导, 国产替代空间较大, 建议关注国产品牌替代潜力: ①杰瑞股份: 公司在北美市场可供应油服行业电驱压裂设备配套的燃气轮机发电机组, 公司正在积极往数据中心领域拓展, 有望凭借在油气行业积累的经验进行国产替代。②豪迈科技: 公司可生产燃气轮机动力缸体与环类零件, 下游客户包括西门子、GE、三菱等燃气轮机龙头企业。③应流股份: 公司可生产燃气轮机动叶片, 绑定全球燃气轮机龙头 GE、西门子, 作为零部件供应商弹性较大。④联德股份: 公司为卡特彼勒燃气轮机+柴油机铸件供应商, 将直接受益。建议关注上海电气、东方电气、杭汽轮 B 等。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意
证券分析师：韦译捷)

金融产品跟踪周报：A 股行情左侧见底，等待右侧，建议增配小盘成长类 ETF

投资要点 本周(2025.1.13-2025.1.17) A 股市场行情概述：主要宽基指数近一周涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：北证 50 (9.63%)，万得微盘股日频等权指数 (6.85%)，科创 100 (6.73%)；排名后三名的宽基指数分别为：上证 50 (0.87%)，科创 50 (1.61%)，中证红利 (1.61%)。风格指数近一周涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：小盘成长 (5.55%)，中盘成长 (4.81%)，巨潮小盘 (4.73%)；排名后三名的风格指数分别为：大盘价值 (0.98%)，稳定风格 (1.45%)，国证价值 (1.79%)。申万一级行业指数近一周涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：社会服务 (6.39%)，传媒 (6.16%)，计算机 (6.14%)；排名后三名的申万一级行业指数分别为：家用电器 (0.03%)，银行 (1.31%)，公用事业 (1.36%)。下周(2025.1.20-2025.1.24) A 股市场行情展望：观点：左侧见底，等待右侧。日线级别上，高频宏观模型开始逐渐从负向信号向 0 值收敛。同时港股中恒生指数风险度到达了 18.54，纳指金龙风险度到达了 18.77，富时中国 A50 期货风险度到达了 9.93。这些都是 A 股左侧见底的信号。1 月 17 日周五午盘的时候，以中芯国际为代表的科技股带领指数选择了向上突破的方向。同时周五晚上中美领导人友好通话，美股的纳指金龙单日上涨了 3.18%。因此我们判断下周一大盘指数开盘可能会是一个高开，并且下周全周可能也会是正收益。后续可能会有几个风险点：1、特朗普上任后，随时可能发生预期外的事件影响市场；2、短线依然有调整压力，分时级别上，周五早盘一度超过 4000 家下跌，午盘指数冲高回落，尾盘跌停家数增加，万得全 A 指数 30 分钟级别的风险度到达了 95.47，这些都证明了大盘指数在技术层面上有短期小幅度调整的需求，因此周一如果大盘指数高开后，可能会选择小幅度调整；3、大盘指数本周五的上涨和下周一可能的高开，会在日线级别上形成加速上涨。如果大盘选择了小概率上攻的走势，那么由于筑底时间不够充分，快慢均线距离依旧较远，最后造成的结果可能就是后续上涨空间需要降低预期。所以我们的结论是 A 股本周发出左侧见底的信号，但右侧信号暂时还未发出。我们建议投资者可以根据各自的风险偏好选择左侧或右侧进行布局。具体方向上推荐小盘成长风格。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续行情会逐渐从大盘价值风格转向小盘成长风格。因此从基金配置的角度，我们建议适量减配红利类 ETF，增配科技类 ETF 和小盘方向的 ETF。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍)

汽车周观点：1 月第 2 周乘用车同比-9.5%，继续看好汽车板块

n 本周行业核心变化：1) 理想汽车德国研发中心成立，负责造型设计-功率半导体-智能底盘-电力驱动；2) 长城汽车公布 2024 全年业绩预告，预计实现归母净利润 124~130 亿元，同比+76.60%~+85.14%；3) 零跑汽车公布 2024 年全年业绩预告，2024Q4 公司预计实现不低于 118 亿元营收，同环比预计+123.5%/+19.6%，Q4 单季度盈利转正，表现超预期；4) 瑞鹄模具发布 2024 年业绩预告，2024Q4 归母净利润中值 0.99 亿元；投资成立机器人子公司。n2025 年 1 月观点：优选红利风

格。1月金股【宇通客车+上汽集团】。【宇通客车】：红利股汽车首选！低估值+高分红+高成长！1月核心催化剂（12月产销超预期+2024年业绩预告）【上汽集团】：国企改革落地关键期！1月核心催化剂（静待或有合作落地+2024年业绩预告（合资减值风险释放））n2025全年观点：全面拥抱AI（All in 汽车智能化+布局机器人）。2025年是汽车智能化拐点之年，开启3年周期推动国内电动化渗透率实现50%-80%+的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段，零部件格局或上演强者恒强（且寻找机器人/全球化第二增长曲线）！AI成长风格2025年优选组合：整车【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】，零部件【德赛西威+拓普集团+地平线机器人+伯特利+新泉股份】！红利风格2025年优选组合：【宇通客车+福耀玻璃+中国重汽A/H】 风险提示：u 全球经济复苏力度低于预期。如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。u L3-L4 智能化技术创新低于预期。如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。u 全球新能源渗透率低于预期。如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。u 地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇
证券分析师：孟璐）

有色金属行业跟踪周报：美元现高位筑顶迹象，有色金属普涨

投资要点 回顾本周行情（1月13日-1月17日），有色板块本周上涨4.47%，在全部一级行业中涨幅靠中前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中能源金属板块上涨7.28%，小金属板块上涨4.93%，工业金属板块上涨3.96%，金属新材料板块上涨3.85%，贵金属板块上涨3.38%。工业金属方面，美国核心CPI数据低于预期，市场风险偏好有所提升，工业金属受此消息提振价格迎来快速上涨，后续需进一步观察经济前景及需求的边际变化。贵金属方面，本周美国经济数据大幅缓和了市场对于降息幅度的悲观预期，此外，美联储鹰派理事沃勒“转鸽”，表态支持美联储于2025年继续降息3-4次，本周美元指数跌破110关口；美国十年期国债收益率环比下跌3.41%，海外风险偏好回升，我们认为当下市场已对通胀韧性充分计价，美元指数高位筑顶概率较大，预计黄金价格短期走势偏强，后续需留意特朗普政府对俄乌战局政策以及关税贸易政策的变化。 周观点： 铜：美元高位回落铜价上涨，下游需求进一步下降限制铜价上涨空间。截至1月17日，伦铜报收9,182美元/吨，周环比上涨1.19%；沪铜报收76,540元/吨，周环比上涨1.69%。供给端，截至1月17日，本周进口铜矿TC均价下跌至4.7美元/吨，表明矿端紧缺现象持续存在；海关总署数据显示，中国1-12月铜矿砂及其精矿进口量为2,811.4万吨，同比增加2.1%；需求方面，临近春节，终端需求以刚需备货为主，新增订单逐步减少，下游需求预计进一步减少；宏观方面，美国核心CPI低于预期，市场开始修正此前过于悲观的降息预期，市场风险偏好有所回升，本周海内外铜价环比上涨，我们预计由于下游接货意愿不强，基差走弱，短期铜价进一步上涨空间有限。 铝：欧盟执委会计划进一步限制俄罗斯原铝进口，海内外铝价环比上涨。截至1月17日，本周LME铝报收2,681元/吨，较上周上涨4.36%；沪铝报收20,470元/吨，较上周上涨1.61%。供应端，本周电解铝理论行业运行产能4342万吨，预计电解铝供应短期稳定；需求端，临近春节，下游需求逐步减少，随着铝价上涨，下游加工企业开工率下降明显，本周铝板企业开工率环比下降0.5%，铝棒企业开工率环比下降0.03%，电解铝的理论需求有所下降。本周由于欧盟执委会计划在第十六轮制裁中提议禁止进口俄罗斯原铝，海外担忧铝供应产生缺口，推动外盘铝价上涨；

氧化铝价格快速下行，电解铝利润开始走阔，或刺激电解铝企业后续加快复产，对铝价形成利空，预计短期电解铝维持震荡走势。黄金：美元指数现高位筑顶迹象，黄金维持震荡向上走势。截至 1 月 17 日，COMEX 黄金收盘价为 2740.00 美元/盎司，周环比上涨 0.83%；SHFE 黄金收盘价为 640.68 元/克，周环比上涨 0.82%。本周，美国 12 月核心 PPI 年率录得 3.5%，低于预期的 3.8%；美国 12 月核心 CPI 年率未季调录得 3.2%，低于预期的 3.3%；美国 12 月零售销售月率录得 0.4%，低于预期的 0.6%。本周美国经济数据大幅缓和了市场对于降息幅度的悲观预期，此外，美联储鹰派理事沃勒“转鸽”，表态支持美联储于 2025 年继续降息 3-4 次。截至 1 月 17 日，美元指数环比下跌 0.2%，跌破 110 关口；美国十年期国债收益率环比下跌 3.41%，海外风险偏好回升，我们认为当下市场已对通胀韧性充分计价，美元指数高位筑顶概率较大，预计黄金价格短期走势偏强，后续需留意特朗普政府对俄乌战局政策以及关税贸易政策的变化。风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

保险Ⅱ行业点评报告：上市险企 12 月保费点评：预计储蓄需求依旧旺盛，将带动寿险开门红延续增长；财险保费有望稳中有升

投资要点 【事件】上市险企披露原保费收入：1）中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华保险、人保寿险全年累计同比分别+4.7%、+7.8%、+2.4%、+2.8%、+5.3%；12 月单月原保费同比分别+1.9%、-5.6%、+8.9%、+19.1%、+1.3%。其中新华 12 月单月增速环比+8.6pct，国寿、平安、人保 12 月单月增速环比分别-2.3pct、-4.1pct、-1.3pct，太保 12 月单月增速环比转正。2）人保财险、平安产险、太保产险、众安财险全年累计同比分别+4.3%、+6.5%、+6.8%、+13.4%；12 月单月保费同比分别-4.4%、+3.4%、+4.1%、+6.2%，其中太保增速环比提升 1.1pct，人保、平安、众安增速环比分别下滑 13.6pct、6.3pct、17.5pct。上市寿险公司全年总保费同比+5.1%。1）Q4 平安新单增长承压，我们预计主要是受 8、9 月连续“炒停”影响导致保险需求提前释放。①平安寿险&健康险全年个人业务新单保费+8.8%，Q4 个人业务新单保费同比-14.8%，新单环比增速较 Q3 由正转负。②太保寿险全年个险新单、新单期交分别+9.1%、+9.8%，H2 分别+20.1%、+21.5%，我们预计主要是由于 Q3 保费高增长所致。2）上市寿险公司 12 月单月保费同比+0.9%，较 11 月小幅下滑 0.6pct。其中，人保寿险 12 月单月长险首年、期交首年保费分别同比-28.3%、-47.6%，降幅较 11 月分别扩大 17.4pct 和 27.1pct。人保健康险 12 月单月长险首年、期交首年保费分别同比-19.2%、+112.0%，增速较 11 月均环比下滑。3）我们认为客户保障、储蓄需求仍在，预计保险行业 2025 年开门红保费将平稳增长。据媒体报道，分红险目前已成为大部分公司主打产品，分红险产品较低的保证收益有助于降低险企负债成本，而浮动收益也可以对客户形成一定吸引力。随着预定利率动态调整机制落地，险企负债成本有望继续优化，从而降低行业利差损风险，保障长期稳健发展。产险整体增速保持稳定，人保车险、非车险增速环比均有下滑。1）人保财险、平安产险、太保产险、众安财险全年累计同比分别为+4.3%、+6.5%、+6.8%、+13.4%；12 月单月保费同比分别-4.4%、+3.4%、+4.1%、+6.2%。2）12 月人保车险保费同比+5.6%，较 11 月增速下滑 2.0pct。根据汽车工业协会数据，12 月汽车产销环比分别-2%、+5.2%，同比分别增长 9.3%和 10.5%，其中新能源车产销同比分别增长 30.5%和 34%。3）12 月人保非车险同比-31.0%，增速较 11 月下滑 45.2pct，其中意健/责任/企财/信保/货运分别同比+23.4%/-18.6%/+0.7%/-35.0%/+54.5%，较 11 月增速分别-

13.9pct/-41.2pct/+16.0pct/-39.5pct/+49.1pct/-29.4pct。我们认为，以人保财险为代表的龙头险企业务质地较好，车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控，盈利空间远超中小险企，其竞争优势在改革下半场将愈发凸显。投资建议：低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2）近期十年期国债收益率下滑至 1.64%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。同时，地产相关利好政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。3）当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 1 月 17 日保险板块估值 0.53-0.82 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增速明显放缓。

（证券分析师：孙婷）

人形机器人行业 2025 年度策略：人工智能的终极载体，量产在即开启十年产业大周期

1 人工智能的终极载体，量产在即有望开启十年产业大周期： 特斯拉 Optimus 量产在即，25 年产量有望达千台级别。马斯克在采访中表示，如果一切进展顺利 2026 年特斯拉产量将增加 10 倍，至 5-10 万台人形机器人，然后在第二年再增加 10 倍至 50-100 万台。海外产业链巨头包括英伟达、谷歌、OpenAI 等也纷纷入局人形机器人。 IT 链核心：确定性看 Tier1 和谐波减速器环节，未来变化首推灵巧手环节：从确定性角度来看，三花和拓普作为 Tier1 核心绑定特斯拉，确定性最高。零部件环节，谐波减速器由于竞争格局明朗，目前仅有哈默纳科和绿的谐波处于领先地位，而哈默那科由于产能、价格等因素，未来份额有望持续向国内产业链转移。从变化角度看，灵巧手作为人形机器人的核心部件，目前仍处在变化迭代中。 1 国内产业链：华为领衔中国具身智能产业落地，潜力巨大。 2024 年 11 月华为（深圳）全球具身智能产业创新中心正式运营，与兆威机电、拓斯达、埃夫特等 16 家企业签订合作备忘录，助力国产人形机器人进程加速落地。我们判断华为链正处于 2-3 年前的 T 链的状态，目前产业链供应格局仍未稳固，预期仍有新玩家出现，潜力巨大。 1 投资主线：

1) T 链（特斯拉）：推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【鸣志电器】【双环传动】；建议关注【贝斯特】【北特科技】【五洲新春】【安培龙】【双林股份】等。 2) 华为机器人产业链：推荐【赛力斯】【雷赛智能】；建议关注【兆威机电】【中坚科技】【拓斯达】【埃夫特】【禾川科技】【祥鑫科技】【柯力传感】【豪能股份】【蓝黛科技】等。 3) 其余链条：推荐【伟创电气】；建议关注【中大力德】【长盛轴承】【建设工业】等。 风险提示：人形机器人产业化不及预期、技术迭代导致现有零部件不再应用、国际贸易摩擦及大客户依赖风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：张良卫）

推荐个股及其他点评

龙净环保 (600388)：紫金矿业拟控股藏格矿业，龙净环保绿色矿山需求持续扩张

投资要点 事件：紫金矿业发布公告，拟通过全资子公司紫金国际控股，以每股 35 元共计 137.29 亿元收购藏格矿业 24.82% 的股份，加上此前持有的股份，合计持股比例将达 25%，取得藏格矿业控制权。龙净环保绿色矿山（矿山风电光伏、纯电动矿卡、纯电车充换电站等绿

色新能源矿山装备)需求持续扩张。紫金收购藏格,增厚铜、锂,新增布局矿产钾,龙净绿色矿山需求扩张。此次收购完成后,紫金矿业合计持股藏格矿业股权 25%,取得对藏格矿业的控制权,并实现对其财务并表。截至公告日 2025/1/16,藏格矿业分版块来看,1)钾:察尔汗盐湖项目建有氯化钾产能 200 万吨/年,增量主要来自老挝钾盐项目规划产能 200 万吨/年。2)锂:察尔汗盐湖形成电池级碳酸锂产能 1 万吨/年,通过基金参股西藏麻米错、龙木措和结则茶卡,产能增量主要来自麻米错盐湖规划的 10 万吨/年碳酸锂产能、龙木措盐湖规划的 7 万吨/年碳酸锂产能、结则茶卡盐湖规划的 6 万吨/年锂盐产能。3)铜:紫金矿业旗下西藏巨龙铜矿的第二大股东,共享西藏巨龙铜矿。龙净环保围绕绿色矿山需求,积极拓展矿山风电光伏、纯电动矿卡、纯电车充换电站等绿色新能源矿山装备等相关业务。伴随紫金矿业业务范围与矿山产能扩张,龙净环保绿色矿山需求持续成长。收购湖南创远 15.87%股权,进一步完善新能源矿山装备业务产业布局。龙净环保全资子公司龙净联晖拟以自有资金 6,349 万元受让湖南创远 15.87%股权。湖南创远是一家集采矿工艺、智能装备、集控平台于一体,实现智能装备自主作业的矿山整体解决方案供应商,技术优势包括 1)主营产品天井钻机市占率国内第一,性能参数达到国际领先水平,已实现国产替代并实现对外出口;2)矿山装备智能化能力引领行业,自主研发中 intmine 智能矿山系统,将采矿工艺、采矿装备、智能系统高度融合,实现地下及露天矿山采场无人化;3)矿山装备集成能力业内领先,整机采用模块化设计,能够适应工况更加复杂的矿山,为矿山企业降本增效。截至 2024/8/31,湖南创远净资产 2.10 亿元,2023 年营业收入/净利润 1.96 亿元/0.24 亿元。2025 年度日常关联交易预计金额,矿山绿电/绿色矿山装备提升明显。根据公司公告,2025 年公司向紫金矿业及其子公司销售产品、商品关联交易金额预计中,1)备品备件及环保设备等 5 亿元(24M1-11 实际发生 4.4 亿元);2)风光电费相关 4.5 亿元(24M1-11 实际发生 0.71 亿元);3)绿色新能源矿山装备 3.7 亿元(24M1-11 实际发生 1.0 亿元)。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2024-2026 年归母净利润 11.5/14.8/20.3 亿元,同比增长 126%/28%/37%,对应 2024-2026 年 PE 13/10/8x(2025/1/17),维持“买入”评级。风险提示:紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期,紫金矿业矿山扩产进度不及预期,电化学储能竞争加剧

(证券分析师:袁理 证券分析师:曾朵红 证券分析师:任逸轩)

晶科能源(688223):2024 年业绩预告点评:Q4 国内占比提升业绩承压,组件出货维持龙一

投资要点 事件:公司发布 2024 年业绩预告,预计归母净利润 0.8-1.2 亿,扣非归母净利润亏损 7.5-10.5 亿;测算 24Q4 归母净利润亏损 10.9-11.3 亿,扣非归母净利润亏损 12.3-15.3 亿。出货稳居龙一、Q4 国内占比提升。我们预计公司 24 年组件出货约 93GW,24Q4 出货约 25GW,环增约 5%,N 型占比约 95%+。Q4 国内抢装占比提升,美国出货环降;交付价格持续下行,测算 Q4 扣非单瓦净利亏损承压。N 型技术保持领先、GDR 持续推进。公司 TOPCon 电池量产效率 24 年底可达 26.5%,未来三年预计年均提效 0.5%至 28%;N 型 3.0 组件预计 25 年逐步推向市场,组件瓦数达 670W,保持技术领先。公司境外 GDR 持续推进,将用于美国 1GW 高效组件、山西二期基地建设及补流还款;有望强化海外产能布局,持续增强竞争力。盈利预测与投资评级:考虑组件价格恢复不及预计,我们下调 24-26 年归母净利润至 1.0/40.8/60.6 亿元(前值为 7.84/40.80/60.61 亿元),同比-

99%/+3978%/+48%，考虑后续行业价格有望回暖，公司全球化持续推进，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐铤嵘)

完美世界(002624): 2024 年业绩预告点评: 转型期利润承压, 关注新游业绩弹性

投资要点 事件: 2024 年公司预计实现营收 55-56 亿元, 同比下降 28%-29%, 归母净亏损 11-13 亿元, 2023 年为归母净利润 4.91 亿元, 扣非归母净亏损 11.2-13.2 亿元, 2023 年为扣非归母净利润 2.10 亿元。其中 2024Q4 公司预计实现营收 14-15 亿元, 同比下降 4%-11%, 环比增长 9%-16%, 归母/扣非净亏损 7.1-9.1、6.7-8.7 亿元, 亏幅大于我们及市场预期。 游戏业务: 系统梳理调整布局, 项目关停及人员调整等致利润承压。2024 年公司游戏业务预计实现归母净亏损 6.5-7.5 亿元, 扣非净亏损 6.1-7.1 亿元, 主要由于: 1) 关停《完美新世界》《灵笼》《代号 Lucking》《代号新世界》等项目, 产生人员优化补偿金, 以及计提预付 IP 保底分成款、子公司商誉、开发支出等资产减值损失, 合计亏损 4 亿元; 2) 《一拳超人: 世界》《乖离性百万亚瑟王: 环》2024 年于部分地区公测表现不及预期, 公司缩减团队规模, 产生人员优化补偿金, 及计提预付 IP 保底分成款、开发过程中形成的无形资产减值损失, 合计亏损 2.8-3.2 亿元; 3) 确认游戏投资相关损失 2.6-3.0 亿元, 包括对外联营企业投资损失、长期股权投资损失等。《诛仙世界》开启新游周期序章, 期待 25 年盈利能力回升。剔除项目关停、团队优化、投资损失等一次性影响, 2024 年公司游戏业务预计实现归母净利润 2.7-2.9 亿元, 相比 2023 年的 4.9 亿元仍有所下降, 主要系: 1) 端游及电竞产品流水稳定, 但存量手游生命周期内流水自然回落; 2) 重点端游《诛仙世界》于 2024/12/19 公测, 首 30 天流水超 4 亿元, 新游上线初期集中产生市场营销推广费用, 但流水需在玩家生命周期内递延确认为收入, 收入费用错配致 2024Q4 业绩承压。展望 2025 年, 《诛仙世界》业绩有望逐步释放, 同时《女神异闻录: 夜幕魅影》也在积极推进部分海外地区上线,《异环》2024 年 11 月首测广受玩家好评, 期待后续测试及定档进展, 新游贡献业绩增量, 叠加人员优化等降本效果将开始体现, 看好公司盈利能力稳步回升。 影视业务延续提质减量思路, 审慎梳理项目。2024 年公司影视业务预计实现归母净亏损 3-4 亿元, 扣非净亏损 4-5 亿元, 主要系: 1) 市场竞争加剧, 部分影视剧销售价格低于预期, 对应归母净亏损 1 亿元; 2) 部分库存项目预计可回收金额低于账面价值, 计提存货跌价准备, 对应归母净亏损 0.5-0.7 亿元; 3) 应收款项坏账损失 0.5-0.7 亿元; 4) 影视相关投资归母净亏损 1.0-1.4 亿元。 盈利预测与投资评级: 考虑到《诛仙世界》摊销周期较长及《异环》测试数据良好, 我们下调 2024-2025 年并上调 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年 EPS 为 -0.62/0.36/0.67 元 (前值为 -0.31/0.49/0.60 元), 对应当前股价 PE 分别为 -27/14 倍。看好公司新游周期兑现, 驱动盈利能力回升, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游表现不及预期, 行业竞争加剧, 行业监管趋严风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖

证券分析师: 陈欣)

通威股份(600438): 2024 年业绩预告点评: 价格低位+减值影响全年业绩承压, 经营现金维持净流入

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩预告, 预计归母净利润亏损 70-75 亿, 24Q4 归母净利润亏损 30-35 亿。受各环节价格大幅下降+长期资产减值约 10 亿元影响, 公司虽维持经营性现金流净流入, 全年仍

录得亏损。行业自律出货略有收窄、硅料价格逐渐抬升。我们预计 24 年公司硅料出货 45-50 万吨，其中 24Q4 硅料出货 10-12 万吨；受枯水期检修+行业自律减产，Q4 出货环降。24Q4 进入枯水期电价提升+减产影响折旧摊销，硅料成本有所提升。25 年硅料月产持续下降，行业库存有所回落，报价逐步企稳提升，我们预计春节后随排产提升硅料价格有望进一步修复。电池组件出货高增、价格承压亏损扩大。我们预计公司 24 年电池出货 85-90GW，其中 Q4 出货 28-32GW，N 型占比 90%+，环比提升 30%+。预计公司组件 24 年出货 45-47GW，同增 50%+；其中国内分布式出货超 17GW，位列分布式组件出货第一名。盈利预测与投资评级：考虑光伏各环节价格下降超预期，我们预计 24-26 年归母净利润为-72.1/35.9/63.2 亿（前值-49.8/38.3/65.4 亿元），同比-153%/+150%/+76%，随光伏产业链价格逐渐恢复维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

明阳智能（601615）：国内海风龙头，出海订单持续落地

投资要点 国内海风保持龙头地位：公司成立于 2006 年，2019 年在上交所主板上市。主营业务为风机及其核心部件的研发、生产、销售，以及新能源电站投资运营。根据 CWEA 统计，2023 年公司新增风电装机 10.18GW，市占率 12.8%，位列全国第四。其中，海风新增装机 2.94GW，市占率 40.9%，位列全国第一。公司是国内紧凑型半直驱技术的领军者，经历数十年摸索、迭代，奠定海上风电龙头地位。2023 年实现营收 279 亿元，同比-9%，受成本、费用及减值影响，归母净利润 3.72 亿元，同比-89%。短期业绩承压：公司 24Q1-3 营收 202.4 亿元，同比-4.1%，归母净利润 8.1 亿元，同比-34.6%，毛利率 15.2%，同比-0.6pct，归母净利率 4%，同比-1.9pct；其中 24Q3 营收 84.4 亿元，同环比-18.8%/25.6%，归母净利润 1.5 亿元，同环比-74.2%/-58.5%，毛利率 10.3%，同环比-2.9/-7pct，归母净利率 1.8%，同环比-3.8/-3.6pct。2026~2027 年欧洲海上风电装机有望起量：历史欧洲海风年均新增装机稳定在 3~4GW，且集中在英国、荷兰、德国、法国等资源/产业链条件、审批制度等较为成熟的国家。2022 年起欧洲各国为保证能源安全纷纷上调海风装机规划，根据 GWEC 预测，25 年底欧洲海风装机将有所起量，26~27 年年均新增装机达到 8GW+，2028 年 10GW，2029 年 17GW、2030 年 23GW。公司聚焦欧洲海风市场，24 年以来订单快速突破：24 年 7 月，德国可再生能源开发商 Luxcara 与明阳智能签订首选供应商协议，计划在 Waterkant 288MW 海上风电项目中采用明阳的海上风机。10 月 8 日，意大利开发商 Renexia 与明阳智能共同宣布，双方已正式签署 Med Wind 项目的前端工程设计（FEED）合同。该项目将在西西里岛海岸 80 公里处建设一座 2.8GW 的漂浮式海上风电场，采用明阳智能最新研发的风电机组 18MW 机型。此外，公司即将与苏格兰漂浮式海上风电开发商签订总容量达 6GW 的 Cerulean 漂浮式海上风电项目优先供应商协议，并考虑本土化建设的机会。盈利预测与投资评级：考虑到公司风机业务盈利承压，风场建设节奏稍慢，我们下调 24~25 年归母净利润至 10.3/28.5 亿元（原值为 24.4/30.3 亿元）；26 年海外订单开始批量出货，贡献业绩增量，上调 26 年归母净利润至 34.3 亿元（原值为 33.3 亿元），同比+177%/+176%/+20%，对应 PE 为 24.5/8.9/7.4X，考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、行业需求和公司出货不及预期、电站业务盈利下滑风险等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

思源电气（002028）：2024 年业绩快报点评：业绩符合市场预期，盈利能力继续提升

投资要点 事件：公司发布 24 年业绩快报，公司实现营收 154.58 亿元，同比+24%，实现归母净利润 20.87 亿元，同比+34%，扣非归母净利润 19.14 亿元，同比+35%，其中 24Q4 实现营收 50.51 亿元，同比+30%，归母净利润 5.95 亿元，同比+45%，扣非归母净利润 5.08 亿元，同比+64%。业绩符合市场预期。 盈利能力持续提升。公司 24 年实现归母净利率 13.5%，同比+0.98pct，实现扣非归母净利率 12.38%，同比+0.97pct，其中 24Q4 实现归母净利率 11.78%，同比+1.19pct，实现扣非归母净利率 10.06%，同比+2.07pct。盈利能力持续提升，我们认为主要系公司海外收入占比提高+成本管控所致，公司不断挖掘企业经营各环节的潜力，推动公司高质量发展。 国内市场基本盘稳健，海外市场开疆拓土。1）国内市场，截至 24 年 11 月，国内电网基建完成额约 5290 亿元，同比+19%，国内电网建设高景气。24 年国网变电物资招标金额同比+8%，公司国网变电物资市场份额约 5%，同比 23 年有所下降，主要系公司变压器业务放弃国内、聚集海外优质市场所致。我们预计公司 24 年网内稳健增长+网外集中式新能源快速增长，展望 25 年，国内网内有望实现个位数增长，网外增速维持较快增长，国内市场基本盘稳健。2）海外市场，根据海关数据，2024 年变压器/高压开关出口金额同比+28%/26%，电力设备需求旺盛，公司持续拓展海外市场，我们预计公司 24 年海外收入有望实现翻倍增长。展望 25 年，海外高压电力设备仍供不应求，公司海外业务有望维持 50%以上增长。 盈利预测与投资评级：考虑到子公司烯晶碳能有望实现盈利、海外收入占比继续提升，我们上修公司 24-26 年归母净利润分别为 20.7（+0.2）/27.2（+1.3）/35.2（+4.7）亿元，同比+34%/30%/30%，现价对应估值分别为 28x、21x、16x，考虑到公司是国内电力设备出海龙头，经营 α 强，参考当前 24 年 PE，给予公司 25 年 28x PE，对应目标价 98.0 元/股，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧）

保利发展（600048）：2024 年业绩快报点评：计提减值业绩承压，积极调整投资布局

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩预告暨业绩快报。预计 2024 年实现营业收入 3128 亿元，同比下降 9.8%；实现归母净利润 50 亿元，同比下降 58.4%。 结转下降拖累营收，计提减值业绩承压。近年来由于房地产市场持续下行等因素，公司销售规模逐年下滑并进一步影响结转情况，2024 年公司营业收入同比下降主要源于年内交付结转规模下降。公司归母净利润下滑幅度远超营业收入下滑幅度的主要原因：1）结转毛利率下降；2）结合市场情况公司对部分项目计提减值。 销售规模同比下降，销售排名仍位居行业榜首。受行业下行影响，公司销售规模收缩，2024 年公司累计销售额 3230 亿元，同比下降 23.5%；累计销售面积 1797 万平方米，同比下降 24.7%；销售均价 17980 元/平方米，同比上涨 1.6%。根据克而瑞销售榜单，2024 年公司全口径销售额稳居行业头把交椅。 投资规模收缩，积极布局核心城市，有望受益于专项债收储并优化土储结构。2024 年公司新获取全口径土地建筑面积 329 万平方米，同比下滑 69.4%；新获取全口径土地地价 683 亿元，同比下滑 58.2%；投资强度为 21.1%，较 2023 年下滑 17.5pct。在城市布局上，公司积极获取北京、上海、广州、成都、

西安等一线及核心二线城市的优质土地，2024 年新增土储中一线/二线城市的土地建筑面积占比分别为 31.6%/42.3%。同时公司积极与各地政府就收储事项保持沟通，后续有望通过调规、土地置换等方式盘活公司土地资源，优化土储结构。三道红线保持绿档，融资渠道畅通。截至 2024 年 9 月末，公司货币资金余额 1274 亿元，占总资产比例 9.3%；有息负债规模 3587 亿元，较年初基本持平。“三道红线”持续保持绿档水平：剔除预收款的资产负债率 65.5%，较年初下降 2.67pct，净负债率 67.0%，现金短债比 1.99。融资渠道畅通，2024 年 12 月公司新发行的一笔 5 亿元公开市场债券利率仅 2.2%，在当前的市场环境下，公司凭借自身的稳健经营及央企背景具备明显的融资成本优势。盈利预测与投资评级：政治局会议以来，房地产政策密集出台，我们认为 2025 年市场有望筑底企稳，公司作为行业龙头央企，估值有望逐步修复。我们调整公司 2024/2025/2026 年归母净利润至 50.2/55.2/65.5 亿元（原预测为 126.9/137.2/147.8 亿元），EPS 调整为 0.42/0.46/0.55 元（原预测为 1.06/1.15/1.23 元），对应 PE 分别为 20.7X/18.8X/15.8X。公司经营稳健，融资渠道畅通，积极布局高能级城市，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）

永兴材料（002756）：2024 年业绩预告点评：Q4 业绩符合预期，成本优势显著

投资要点 事件：公司发布业绩预告，24 年归母净利 10.3-12.3 亿元，同减 64-70%，扣非净利 8.8-10.8 亿元，同减 67-73%；其中 Q4 归母净利 0.6~2.6 亿元，同减 27-83%，环比-71~+28%，扣非净利 1.1-3.1 亿元，同减 16-71%，环比-37~+81%，Q4 非经常性损益主要为项目技改计提减值，符合市场预期。碳酸锂 24Q4 销量环比增加，25 年产量受技改影响，26 年新产能贡献增量。我们测算 24 全年碳酸锂销量 2.6 万吨左右，同减 4%，其中 Q4 销量 0.65 万吨+，环增 8%左右。公司 1 万吨碳酸锂冶炼产能技改项目于 25 年 1 月开工，建设期预计 9 个月，我们预计 25 年碳酸锂产量 2.5 万吨+；公司规划 26 年投产 2 万吨冶炼产能，总产能达 5 万吨。900 万吨矿山改扩建项目有望于 25 年建成，我们预计 25 年原矿产量 450 万吨，对应 3.5 万吨 LCE。盈利方面，24Q4 含税均价 7.6 万元左右，我们测算 Q4 全成本 5.2 万元左右，环比基本持平，单吨利润 1.3 万元左右，贡献近 0.9 亿元扣非净利。特钢盈利能力优异，贡献稳定利润。公司特钢业务单吨盈利维持较高水平，我们测算 24 全年特钢贡献 4.5-5 亿元利润，其中 Q4 贡献 1 亿元以上利润，环比持平，25 年将持续贡献稳定利润。盈利预测与投资评级：由于 24 年锂价已见底，预期 25-26 年价格中枢有望抬升，我们下调 2024 年盈利预测，上调 2025-2026 年盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润为 11.3/10.0/12.1 亿元（原预期为 11.4/7.5/12.0 亿元），同比-67%/-11%/+21%，对应 PE 为 19x/22x/18x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

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>