

首席周观点：2025 年第 3 周

2025 年 1 月 16 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业 2025 年投资展望 III：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现

工业金属：铜铝供需结构持续优化，行业高景气度延续

铜：供应缺口或仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。经我们测算，2024-2027 年全球累计阶段性铜消费总量或上涨 11.3%至 11345 万吨，其中至 2027 年中国的四大行业用铜量或增长 324 万吨至 1442 万吨（CAGR 6.6%）。供给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能，而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

铝：铝土矿市场供需结构性优化或推升行业高景气延续。中国铝土矿供给已显现结构性收缩，自给率可供消耗时间仅为 7.53 年，20-23 铝土矿产量年均复合增长率-11%，进口依赖度已升至 83.9%且进口来源国呈现高集中性特点（CR2=94.7%）。铝土矿的需求增长源于全球氧化铝产业的显著扩张，按产能角度计算，截止 23 年全球铝土矿年消费量或增至约 3.76 亿吨，中国铝土矿年消费量增至 2.06 亿吨；铝土矿需求总量十年间分别增长 1.76 亿吨（+88%）及 1.4 亿吨（+112%）。

贵金属：多因素共振推动定价重心上移。

黄金：黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌，即供需基本面将决定黄金定价的底部中枢。全球矿产金供应已进入低增长阶段，矿金产出成本提升与供给增速承压相印证。黄金需求具有强韧性及强弹性。全球黄金年均消费量均值约 4350 吨，其中央行购金连续两年升至 1000 吨之上，推动黄金需求曲线右移 20%以上并带动黄金现货溢价攀升；随着利率环境的常态化回归，全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年均水平将带来黄金实物需求弹性的显现（约增长 451 吨/年）。黄金传统金融市场定价层面：避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。我们认为本轮降息期间黄金或有 27.3%的上涨空间，对应美元黄金目标价或至 3315 美元/盎司。

铂金：供需状态或已进入结构性短缺。2023 年全球铂金供需缺口为 9.2 吨，根据我们的预测，2024 年或继续维持 9.6 吨的供应缺口，主因矿产铂金供应疲软、回收铂金增速缓慢，以及铂金需求复苏共振所致。在矿产铂金供应端，预计 2024 年全球矿产铂金供应量为 168.7 吨，较 2023 年将下降 2.78%（4.8 吨）。需求方面，汽车催化用铂或进入持续扩张期，而工业需求预计保持稳定增长，首饰铂金需求预计在 2024 年会迎来上行的拐点，随着氢能的发展，也将带来氢能铂金需求结构性的增长。考虑到全球铂金的供给刚性状态以及需求有弹性的预期，我们通过量化拟合相关数据发现，2024-2027 年间全球铂金市场或进入结构性短缺周期，平均每年供给缺口约 14.4 吨，占当年需求约 6% 左右。

金属行业仍处于高景气周期中。从盈利能力观察，行业整体盈利能力出现优化，平均毛利率至 24Q3 已升至 11.19%。其中产业链利润向上游矿采选端集中趋势加剧，至 24M8 矿采选行业平均毛利已达到 41.03%（为自 2007 年以来高位），反映供给刚性背景下上游溢价能力与盈利弹性的增强。从运营能力观察，行业整体负债率由 55.24% 降至 50.24%，行业销售期间费用率由 3.46% 降至 2.77%，流动比率及速动比率升至 1.36 及 0.88，综合显示行业经营能力的增强（21Q1-24Q3）。从回报能力观察，行业平均 ROE 由 2.49% 升至 8.31%，平均 ROA 由 0.98% 升至 3.53%（21Q1-24Q3）；此外行业股息率由 0.56% 升至 1.81%（能源金属板块股息回报率最高），现金分红总额由 160.96 亿元增至 472.76 亿元（2021-2024），整体显示行业盈利回报能力的实质性提升。

金属行业配置属性增强，基金持仓比例显著攀升。有色金属行业基金持仓比例由 2022 年 Q1 的 4.43% 增至 2024 年 Q3 的 4.80%，其中能源金属及其他金属自 22Q1 持仓结构出现分化。能源金属持仓回落明显（2.34%→0.34%），但工业金属（1.39%→3.35%，其中铜 0.84%→2.56% 增幅明显）、贵金属（0.26%→0.78%）及金属新材料（0.04%→0.10%）同期持仓出现趋势性增加。鉴于同期基金持仓比例提升幅度明显大于行业总市值比例提升幅度（基金持仓+37BP，行业同期市值占比+20BP），可有效反映行业配置属性已出现的实质性优化。

工业金属板块相关标的：紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业；

贵金属板块相关标的：山金国际、赤峰黄金、紫金矿业、玉龙股份、山东黄金、中金黄金、贵研铂业；

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 年投资展望：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现》，2024-12-24



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：先进封装行业：CoWoS 五问五答

Q1: CoWoS 是什么？ CoWoS 严格来说属于 2.5D 先进封装技术，由 CoW 和 oS 组合而来：先将芯片通过 Chip on Wafer (CoW) 的封装制程连接至硅晶圆，再把 CoW 芯片与基板 (Substrate) 连接，整合成 CoWoS。核心是将不同的芯片堆叠在同一片硅中介层实现多颗芯片互联。CoWoS 自 2011 年经台积电开发后，经历 5 次技术迭代；台积电将 CoWoS 封装技术分为三种类型——CoWoS-S、CoWoS-R、CoWoS-L，不同类型在技术特点和应用有所区别。

Q2: CoWoS 的优势与挑战？ CoWoS 的目前具有：高度集成、高速和高可靠性、高性价比等优势。但与此同时 CoWoS 面临：制造复杂性、集成和良率挑战、电气挑战、散热的挑战。

Q3: 产业市场现状？ 后摩尔时代，先进制程工艺演进逼近物理极限，先进封装 (AP) 成了延续芯片新能持续提升的道路之一。2025 年中国先进封装市场规模将超过 1100 亿元，年复合增长率达 26.5%。CoWoS 先进封装技术主要应用于 AI 算力芯片及 HBM 领域。英伟达是 CoWoS 主要需求大厂，在台积电的 CoWoS 产能中，英伟达占整体供应量比重超过 50%。目前，HBM 需要 CoWoS 等 2.5D 先进封装技术来实现，HBM 的产能将受制于 CoWoS 产能，同时 HBM 需求激增进一步加剧了 CoWoS 封装的供不应求情况。

Q4: 中国大陆主要有哪些企业参与？ 目前国内长电科技、通富微电、华天科技等企业参与。长电科技拥有高集成度的晶圆级 WLP、2.5D/3D、系统级 (SiP) 封装技术和高性能的 Flip Chip 和引线互联封装技术；通富微电超大尺寸 2D+ 封装技术及 3 维堆叠封装技术均获得验证通过；华天科技已掌握了 SiP、FC、TSV、Bumping、Fan-Out、WLP、3D 等集成电路先进封装技术，持续推进 FOPLP 封装工艺开发和 2.5D 工艺验证。

Q5: CoWoS 技术发展趋势？ CoWoS-L 有望成为下一阶段的主要封装类型。CoWoS-L 结合了 CoWoS-S 和 InFO 技术的优点，使用中介层与 LSI 芯片进行芯片间互连，并使用 RDL 层进行功率和信号传输，从而提供最灵活的集成。在电气性能方面，CoWoS 平台引入第一代深沟槽电容器 (eDTC) 是用于提升电气性能，通过连接所有 LSI 芯片的电容，CoWoS-L 搭载多个 LSI 芯片，可以显著增加 RI 上的总 eDTC 电容。

投资建议：随着大算力时代的蓬勃兴起，先进封装是提升芯片性能的关键技术路径，AI 加速发展驱动先进封装 CoWoS 需求旺盛，先进封装各产业链将持续受益；受益标的：长电科技、通富微电、华天科技、艾森股份、天承科技、华大九天、广立微、概伦电子。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、贸易摩擦加剧，

参考报告：《先进封装行业：CoWoS 五问五答》，2025-01-08



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

固定收益：货币政策支持性立场不变，阶段性注重利率和汇率超调风险

事件：国务院新闻办公室1月14日举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，中国人民银行副行长宣昌能和国家外汇管理局副局长李斌介绍金融支持经济高质量发展有关情况并答记者问。

点评：

1、关于下阶段货币政策安排，“宏观经济政策还将进一步强化逆周期调节，支持实现全年经济社会发展目标。新增表述，“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。或可理解为，货币政策坚持支持性立场不变，但阶段性将兼顾利率和汇率走势，稳定预期。为实现推动社会综合融资成本下降的目标，宣副行长亦明确指出会综合施策拓展利率政策空间，包括继续强化利率政策执行、兼顾好内外平衡和加快补充银行资本金。尤其是兼顾好内外平衡，明确表态“针对外部环境变化可能带来的不利影响，我们将多措并举，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，为根据国内经济金融形势需要进行调控奠定良好基础”，可见短期内，货币政策将综合考量多重因素，具有一定的相机决策性。

2、对于近期关注度较高的利率下行过快和汇率贬值压力，宣副行长的表态均显示了货币政策阶段性决策考量主要是针对市场单边一致性预期强化所带来的利率和汇率超调风险。

对于外汇市场，表述为“坚持市场在汇率形成中起决定作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，同时综合施策，稳定预期，采取公开宣示央行立场、用好宏观审慎管理工具等一系列有力措施，防范汇率超调风险”

对于债券市场相关问题，提到为“经过多年发展，我国国债收益率曲线已经基本具备了金融市场定价基准作用。国债收益率水平不仅关系到国家财政筹资成本，更是关系到整个金融市场的稳定发展。”，“人民银行加强了宏观审慎管理，多次提示风险，强化市场监管，并且在一级市场发行较少的时间段，暂停在二级市场买入操作，转而使用其他工具投放流动性，这样能够避免影响投资者的配置需要，加剧供需矛盾和市场波动，目的就是希望市场能够行稳致远。”

3、综合考虑国债供给、央行宽松节奏和银行信贷开门红情况，短期内资金面或略趋紧。（1）央行暂停国债买入操作，或预示着短期内降息降准节奏也将综合考虑多种因素，包括政府债供给、汇率贬值压力和债券收益率曲线变化。观察12月以来，央行流动性投放已经采取了配合为主的态度，其中税期前和跨年前的净投放都弱于季节性，仅在税期走款期间的投放偏积极，降准也尚未落地，主要是通过大额买断式逆回购和国债净买入对冲流动性缺口。（2）过去5年，1月政府债净融资平均在4500亿元左右，净融资规模不算高。2025年财政政策更加

积极要求下，政府债发行节奏前置，但预计 1 月不会明显高于往年均值，仍比较平稳。政府债供给压力阶段性缓释或与央行暂停国债买入操作形成部分对冲。（3）银行信贷开门红储备情况或较好，且监管对银行加大信贷投放力度亦有要求。观察国股行票据转贴现利率，12 月底前几个交易日，3M 转贴现利率上行。银行在年初加大信贷投放力度，尤其国有银行投放加力和前置，导致银行资金融出下降，对市场流动性或有一定影响。综合来看，1 月资金面或略趋紧，增加债券市场交易难度，但目前险资和农商行等机构债券配置需求仍较强，利率债窄幅波动可能性更高。

投资建议：短端利率下行需待 OMO 降息实际落地，长端利率阶段性低位窄幅震荡。当前长端利率点位已较充分体现了货币宽松预期。展望 Q1，货币政策宽松节奏需综合考虑多重因素，阶段性受到汇率贬值压力和利率风险隐患的掣肘。在此背景下，我们预计长端利率或低位窄幅震荡；短端利率下行空间的进一步打开需待 OMO 降息的实际落地。

我们全年观点维持不变。全年来看，货币政策以我为主、坚持支持性立场不变、宽松方向明确，逆周期政策加力但经济基本面尚难明显改善，机构配置需求仍强劲，利率大幅回调概率较低，震荡下行仍是大概率事件。

风险提示：政策变动超预期、投资者风险偏好边际变化可能带来资金面冲击、地缘政治风险等。

参考报告：《东兴固收：货币政策支持性立场不变，阶段性注重利率和汇率超调风险》，2025-01-15

银行行业：政府债支撑社融增速回升，居民部门延续改善趋势

观点总结：在政府债的支撑下，12 月社融同比多增，存量社融增速提升至 8%，略超市场预期；但信贷需求仍待修复。其中，居民部门，在按揭早偿压力缓解、地产销售回暖下，中长贷连续两个月修复。企业部门，融资需求仍然偏弱，并且存量贷款受隐债置换的扰动，整体仍然少增、票据冲量明显。得益于地产销售、耐用品消费改善带来的企业存款活化效应，以及化债资金加速拨付，M1 增速延续回升态势。展望 25 年，在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策下，政府债有望维持高速扩张支撑社融增长，企业、居民融资需求有望逐步修复，但在外部环境不确定性、隐债置换扰动下，预计信贷增速低于社融。

点评：

1、社融：政府债仍是 12 月社融主要支撑。12 月社融新增 2.86 万亿，同比多增 0.92 万亿；结构上，政府债仍构成主要增量，人民币信贷同比少增有所拖累。全年社融累计新增 32.26 万亿，同比少增 3.32 万亿。年末存量社融同比+8%，增速环比改善 0.2pct。

具体来看：① 12 月政府债券新增 1.76 万亿，同比多增 8288 亿；占新增社融的 62%，主要是用于置换隐债的地方政府债发行加快。展望后续，在更加积极的财政政策定调下，提高财政赤字率，安排更大规模政府债券具有较强确定性，叠加 2.8 万亿地方化债资源，预计 25 年政府债将维持高速扩张趋势，支撑社融增长。② 社融口径人民币贷款新增 8407 亿，同比少增

2685 亿；与年末银行信贷投放季节性放缓、倾向于储备项目至来年初进行开门红投放，以及隐债置换部分平台类贷款有关。③ 表外融资：三项合计减少 1198 亿，同比少减 363 亿。其中主要是未贴现银票减少 1331 亿。④ 直接融资：企业债券减少 153 亿，同比少减 2588 亿；股票净融资 483 亿，同比少增 25 亿。

2、信贷：居民中长贷延续改善趋势、企业部门仍待修复。12 月金融数据口径人民币贷款新增 9900 亿，同比少增 1800 亿。贷款余额同比+7.6%，增速环比下降 0.1pct。分部门来看：

(1) 按揭早偿减少+地产销售回暖，带动居民中长期贷款继续修复。12 月住户贷款新增 3500 亿，同比多增 1279 亿，其中主要支撑来自中长期贷。居民短贷新增 588 亿，同比少增 171 亿。居民中长贷新增 3000 亿，同比多增 1538 亿。一方面是存量房贷利率下调后，存量与新发房贷利率利差收窄，居民早偿减少；另一方面地产销售边际回暖带动新增按揭需求增长。价格方面，12 月新发放个人住房贷款利率为 3.11%，环比提升 3bp；反映按揭需求边际改善及贷款利率自律趋严。

(2) 企业加杠杆意愿不足+化债影响存量，企业信贷同比少增。12 月企业贷款新增 4900 亿，同比少增 4016 亿，是 12 月信贷少增的主要拖累。其中，企业中长贷新增 400 亿，同比大幅少增 8212 亿；企业短贷、票据融资分别 -200 亿、+4500 亿，同比多增 435 亿、3003 亿。结合 12 月票据转贴现利率大部分时间维持低位，月内 3M 国股转贴现利率一度下行至零利率附近，票据冲量现象仍然明显。主要原因：① **企业主动加杠杆需求仍较弱。**CPI、PPI 延续低位，工业产能利用率偏低，企业部门处于去库存、优化供给阶段，本身加杠杆投资扩产意愿不足。② **地方隐债置换影响平台类贷款存量。**③ **银行倾向于储备项目至年初开门红投放。**跨年前后票据贴现利率走高，叠加货币政策例会提及要“加大货币信贷投放力度”，预计 1 月信贷投放开门红尚可，但仍存在春节和化债扰动。

3、存款：M1 增速延续低位回升，M2 增速环比提升。12 月 M1 同比-1.4%，环比改善 2.3pct；单月 M1 新增 2.01 万亿，其中 M0 新增 0.4 万亿，单位活期存款新增 1.61 万亿（同比多增 1.47 万亿）。我们认为，一方面，得益于政策加码下，地产销售、耐用品消费改善带来企业存款活化效应。另一方面，用于化债的部分特殊再融资债资金流向融资平台后，尚未用于债务置换、暂时以活期存款形式存在。25 年 1 月起，央行将启用新修订的 M1 统计口径，在原先 M0+单位活期存款的基础上增加个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，预计新口径下 M1 增速较老口径更高，且更加平滑。M2 同比增 7.3%，环比改善 0.2pct。或与政府支出加快，带动政府存款向居民、企业存款迁移有关。

银行板块投资建议：2025 年银行主线逻辑来自：①长钱资金、被动资金推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，建议持续关注高股息标的配置价值。② 基本面预期改善带动估值修复。可跟踪宏观政策落地成效和实体需求恢复情况布局顺周期标的，建议关注有业绩释放空间的强区域性银行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

参考报告：《银行业：政府债支撑社融增速回升，居民部门延续改善趋势——12 月社融金

融数据点评》，2025-1-15



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：政府绿色建材采购扩大，加速供给端优化

2025 年采购更加注重建筑建材的绿色和高质量属性，加快落后产能淘汰。这次财政部发布的《绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准（2025 年版）》较 2022 年版本更加注重采购绿色建材对建筑品质的提升，更鼓励绿色建材生产企业开展碳足迹自评价和第三方评价，起到推动碳达峰和碳中和的重要作用；同时，2025 年的标准中还明确了必选品和可选品，并增加了 33 种绿色建材产品品类，以上体现出财政政策对更多建筑建材产品的“绿色”要求更高。政府的采购有利于高质量绿色建材生产企业的需求改善，而对于落后企业则是一种挤压。特别是在当前的行业环境下，建筑建材行业已经长时间处于历史的盈利水平低点，很多企业经营压力大，甚至停产倒闭。企业为降低成本，容易降低建筑建材产品的绿色环保品质。政府的采购方面倾向于绿色高质量的产品，将进一步加剧行业的优胜劣汰，加快行业的落后产能淘汰。

财政扶持高质量绿色企业的范围更广，有利于优秀企业更好地发展。2025 年政策实施项目的范围也有扩大：从 2022 年的医院、学校、办公楼、综合体、展览馆、会展中心、体育馆、保障性住房等政府采购项目，增加了旧城改造项目，显现出 2025 年政策的方向的变化。实施的城市也大幅扩大：2022 年之前绿色建材采购只是在南京等 6 个试点城市开展，2022 年 11 月则扩大到包括北京朝阳区等 48 个市（市辖区）。2025 年则扩大至包含各个省会城市在内的 101 个市（市辖区），实施城市范围大幅增加。政府财力对绿色建筑建材采购的支持力度加大，行业中能够保持高质量生产和绿色发展的企业受益也会越来越大。

财政政策定向发力，助力发展新质生产力，助力建筑建材行业供给端优化。扩大内需是 2025 年财政政策的重要方向。这次政府采购标准的变化体现出政策财政的发力更加精准，就是要对高质量的绿色建筑建材企业进行助力，让落后的、污染性的非绿色企业加快淘汰出市场。在建筑建材行业产能过剩的情况下，这样的举措和设备更新有着异曲同工的作用，是提升建筑建材行业综合投入产出效率的举措，是发展新质生产力的举措。这将进一步助力建筑建材行业供给端的优化，加快促进建筑建材行业供需平衡的重建，进一步推动优秀和龙头公司的市场份额的提升，进一步增强优秀和龙头企业发展和成长的确性。

投资建议：我们在 2024 年 12 月 27 日《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提出供给端优化较好的行业是 2025 年的重点方向，弹性更好。建筑建材行业景气度低迷，长时间处于历史低位（行业总体上从 2022 年 4 季度以来一直处于历史低位水平）。行业竞争剧烈持续的时间越长，对于行业供给端优化的效果会越明显。政府对于绿色建筑建材采购范围和力度的加大，符合行业政策一直以来淘汰落后产能的导向，包括前期 2024 年出台的

产品生产标准、环保标准和产能置换标准的提升，都共同发力加速建筑建材行业落后产能的淘汰，加速行业供给端优化，进一步巩固优秀和龙头公司发展和成长的确定性。我们继续推荐行业重点跟踪的标的：北新建材、东方雨虹、伟星新材、山东药玻、美畅股份、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

风险提示：房地产政策效果低于预期、地方政府采购力度低于预期。

参考报告：《政府绿色建材采购扩大，加速供给端优化》，2025-01-15



刘嘉玮 | 东兴证券非银首席分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银行业：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块

证券：继新“国九条”颁布后，房地产政策效果也有望逐步显现。同时我们看到，近期海外主流投行对内地和香港资本市场&房地产市场的观点更趋正面，内外部政策和舆论的共同发力有助于显著提升海内外各类投资者的风险偏好。结合国内更为积极的财政、货币政策支持，和二季度经济的持续复苏，“政策—宏观经济—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司中期业绩预期。

我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，并购重组仍是行业年内主线，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式和外延式并购趋势下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券ETF为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。

保险：展望全年，我们预计2024年险企负债端将延续复苏势头。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。且随着LPR的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。全年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩修复。综合来看，考虑到负债端需求回暖，地产、非标等风险暂时无法量化且在房地产利好政策加速落地之下风险逐步有序释放，保险股的投资价值有望持续回归。需要注意的是，自2021年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022年以来政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业跟踪：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块》，2024-06-05



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：以旧换新范围扩大，混动趋势延续——汽车 2024 年销量数据点评

事件：近日中汽协发布 2024 年汽车产销数据，汽车产销累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%。其中，新能源汽车产销 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，对此我们点评如下：

以旧换新政策助力需求，2025 年汽车销量有望继续增长。2024 年 4 月与 7 月我国相继出台以旧换新政策及升级版，针对 2024 年 4 月 24 日至 2024 年 12 月 31 日通过报废旧车换购新能源汽车或 2.0L 以下燃油车给予不同额度的补贴。该政策的出台有效提升了国内汽车需求，2024 年乘用车国内累计销量 2260.8 万辆，同比增长 3.1%。全年乘用车销量呈 U 形走势，尤其是国庆旺季以来单月销量同比增长显著回升，12 月销量表现强劲，乘用车国内销量 269.4 万辆，同比增长 13.6%，环比增长 4.3%。

2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布了《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，延续了 2024 年的补贴政策，并将符合条件的国四排放标准燃油车纳入报废更新补贴范围。由于 2025 年补贴政策推出时间较早且范围有所扩大，此外 2025 年为新能源汽车免征购置税的最后一年，在多种政策因素叠加下，我们预计 2025 年汽车市场有望维持稳定。

新能源汽车渗透率提升，混动趋势延续。2024 年我国新能源新车销量占汽车新车总销量 40.9%，较 2023 年提升 9.3 个百分点。混动车型占比持续提升，增速明显快于纯电动汽车。2024 年插混车型销量 514.1 万辆，同比增速为 83.3%，占比 40.0%；纯电车型销量 771.9 万辆，同比增速 15.5%，占比由 23 年的 70.4%下降至 60.0%。混动车型当前在成本、综合续航里程、补能方式等较纯电车型具有优势，而其电子电气架构在智能化方面领先燃油车，整体上容易让更大范围的消费者接受，我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景。

汽车出口份额持续扩大，纯电车型出口放缓。2024 全年我国汽车出口 585.9 万台，同比增长 19.3%。传统燃料汽车出口 457.4 万辆，同比增长 23.5%；新能源汽车出口 128.4 万辆，同比增长 6.7%。其中纯电动汽车出口 98.7 万辆，同比下降 10.4%；插混汽车出口 29.7 万辆，同比增长 193.7%。由于基础设施差异及关税影响，纯电动车型的出口有所放缓，而插混车型凭借经济性与智能化的优势，有利于在海外市场和燃油车竞争。

投资建议：综合来看，2024 年我国汽车市场在以旧换新政策助力下产销实现增长，新能源汽车渗透率不断提升，混动车型凭借多方面优势占比持续攀升。汽车出口份额也在持续扩大，

尽管纯电车型出口有所放缓，但插混车型出口增势强劲。展望 2025 年，在补贴政策范围扩大的影响下，汽车市场有望维持稳定。

整车板块，建议关注智能化：随着新能源渗透率的不断提升，汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。受益标的如华为智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733），及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

零部件板块，自下而上的策略：我们重点研究的细分行业，包括但不限于以下领域：1）汽车橡塑管路：我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。2）内燃机产业链：国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。3）铝压铸行业：该行业经历了激烈的行业竞争，我们看好爱柯迪（600933）的发展前景。公司传统铝压铸小件仍然持续提升市场份额，新能源中大件业务提升业务增量，爱柯迪具备较高的运营效率、成本控制能力。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化，主要原材料大幅上涨。

参考报告：《汽车行业：以旧换新范围扩大，混动趋势延续》，2025-01-16

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526