

2025 年 1 月 17 日 星期五

分析师推荐

【东兴交通运输】航空机场 12 月数据点评：中型航司加大运力投放，三大航维持克制（20250116）

事件：上市航司发布 12 月运营数据，国内航线依旧处于淡季，表现较为平淡；国际航线进入旺季，中型航司表现较为亮眼。

国内航线：中型航司加大运力投放，三大航维持克制

国内市场方面，12 月国内航线依旧处于淡季，行业需求端环比变化不大，上市公司运力投放环比 11 月提升 1.9%，相当于 19 年同期的 117.0%，同比去年则微增 1.4%。

大型航司对于四季度行业需求不足的现状认识比较充分，因此总体上维持了谨慎的运力投放策略。但与之相对的是，海航与中型航司运力投放较为积极，春秋、吉祥与海航的运力投放环比增长分别为 8.1%、7.2%和 6.1%，运力投放增速明显高于三大航，我们认为这样做主要是出于提前布局春运的考虑。

客座率方面，在运力投放略微提升的情况下，12 月上市航司整体客座率环比下降约 1.3pct，客座率与运力投放此消彼长的现象依旧存在，说明目前国内需求端依然偏弱。东航与南航客座率优先的销售策略并未改变，客座率高出 19 年同期 3 个百分点左右。三大航中的两家坚持高客座率策略使得 12 月行业整体客座率虽然环比下降，但依旧高于 19 年同期 1.8pct；与之相对的，国航则更重视维持票价，客座率略低于 19 年同期。

国际航线：旺季到来，中型航司表现较为突出

国际航线方面，旺季到来，行业需求回暖。12 月上市航司国际航线运力投放相当于 19 年同期的 95%左右，环比 11 月运力投放提升约 11.5%。客座率方面，12 月客座率环比 11 月基本持平，较 19 年同期则提升 0.4pct。考虑到 11 月时国际线整体客座率较 19 年同期还高出 2.4pct，12 月航司的运力投放策略可能略显激进。

分航司看，12 月三大航客座率分化依旧较为明显。东航与南航客座率较 19 年同期分别提升 3.5%和 3.8%，国航则同比下降 4.0%，情况与 11 月时类似，即三大航在优先保证客座率还是优先保证票价的选择上出现了一定分歧，并做出了不同的选择。

中型航司 12 月表现较为亮眼，吉祥与春秋运力投放分别提升 32.2%和 19.8%，同时客座率环比分别提升 2.4%与 5.0%，运力投放与客座率都有明显提升。这说明中型航司较为灵活的运力投放策略使得其在旺季相对大型航司更加受益。

投资建议：国内航线供给过剩的情况依然存在，需要通过国际航线的恢复带

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,241.82	0.18
深证成指	10,161.32	0.6
创业板	2,067.27	0.78
中小板	6,238.88	0.63
沪深 300	3,812.34	0.31
香港恒生	19,584.06	0.31
国企指数	7,108.81	0.14

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

走堆积在国内的过剩运力，建议重点关注后续北美航线的恢复情况。近期则需要关注即将到来的春运。总体来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴宏观】再通胀风险取决于财政货币政策节奏——美国 12 月 CPI 数据点评 (20250116)

美国 12 月 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.3%；同比 2.9%，预期 2.9%，前值 2.7%。

核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%；同比 3.2%，预期 3.3%，前值 3.3%。

主要观点：

服务类价格环比回升，商品价格引导通胀波动。

季节性通胀回升较为良性，或持续至 1~2 月。

通胀是多重因素共振的结果，再通胀风险的大小取决于财政和货币政策的节奏。

维持美国十年期国债利率上限 4.75~5%，1、2 月容易出利率高点。

标普 500 处于泡沫 (30%)，维持中性略偏积极。

商品价格环比减速，服务类环比回升。通胀环比继续回升 (0.39%，前值 0.31%)，核心通胀下降 (0.22%，前值 0.31%)。拉动通胀的主要来自能源 (2.6%)，贡献了超过 40% 的通胀。核心商品环比 0.1%，前值 0.3%，带动核心通胀减速。住宅环比稳定，而住宅以外的服务类环比 0.4%，终结了连续 3 个月的环比减速。核心商品的波动与最近几个月的通胀表现相关性略有升高。分项中上涨的有机票 3.9%、二手车 1.2%、新车 0.5%、医疗 0.1%、车险、休闲、服饰和教育，下降的有个人护理 -0.2%、通信和酒。(图 6、7)

季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月。受大选及圣诞节影响，原油价格往往在年末处于低位。1 月原油价格出现明显反弹，而最近 (核心) 通胀的回升主要由商品价格主导，服务业没有出现翘尾。预计通胀回升可持续至 2025 年 1~2 月。

通胀回升风险取决于政策节奏。对外关税，对内减税客观上有利于通胀上行。但特朗普的回归，表明基层对通胀和非法移民的容忍度降低。随着服务业价

格趋于稳定，商品价格的波动对通胀的影响或有所上升。这意味着政策落地的节奏上必须考虑到通胀压力。

政策传导需要时间。特朗普第一任期于执政第一年 2017 年 12 月正式通过减税法案，照此推测，第二任期的减税法案落地最快在 2025 年下半年，减税对通胀的影响最快也要到 2025 年四季度才会体现。其关税政策的落地时间也会随着与各国重新谈判而有所变化。即使政策落地速度加快，从政策面传导到宏观总量也需要一段时间。因此，即使通胀的不确定性客观上行，在不考虑美联储政策的背景下，节奏上可能没有那么快体现在宏观数据中。

通胀是多重因素共振的结果，美联储政策利率的节奏也可控制通胀趋势。以 1984~1986 年降息周期为例，当时降息的出发点为强美元以及里根减税政策带来的财政赤字压力，需要降低利率水平。整个降息周期不是一蹴而就，期间嵌套了两次加息小周期，最终，降息和财政赤字并没有使得通胀反弹。从 80 年代的减税、强美元、货币政策来看，通胀最终取决于政策利率的相对位置和节奏。只要油价稳定，降息节奏不过快，存在再现 80 年代降息与通胀同时下行的可能。

但鲍威尔任期内的货币政策，除去 2018 年的加息过快以外，总体偏向宽松。在吸取了 2019 年年初由于加息过快导致了钱荒的后果后，鲍威尔的货币政策一直滞后于经济，特别滞后于通胀。其风格为数据引领政策走向，这客观上造成了货币政策的前瞻性较差。市场对其控制通胀的信心不及 80 年代的沃克尔，这也是市场对通胀上行担忧的原因之一。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，期限利差逐渐修复。我们的模型并不支持美十债有效突破 5%。极端情况下，若美十债接近 5%，则美股可能再次迎来震荡。此外，参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落，高通脹背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，美国国债利率期限结构有望完全修复。

1、2 月容易出利率高点。12 月通胀数据消减了市场对短期通胀压力的担忧，当天美十债利率显著下行。鉴于通胀的季节性特点（年末到来年年初通胀容易上行），叠加特朗普执政初期的政策节奏尚未完全落地，以及美联储鹰派态度模糊，1~2 月的市场情绪容易激化，较易带动利率出现阶段性高点。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极。当前标普 500 超出长期趋势 29%。建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。（图 13、

14)

配置方面，建议适度增配 1 年期以内的利率短债，同时在美十债接近 5% 时适度增配长债；美股建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。

风险提示：海外地缘政治风险上升。

(分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

重要公司资讯

1. **中国中免**：2024 年净利润同比下降 36.50%。(资料来源：同花顺)
2. **航天长峰**：预计 2024 年年度净利润亏损 2.25 亿元到 2.68 亿元。(资料来源：同花顺)
3. **腾景科技**：预计 2024 年净利润同比增长 51.24% 至 80.05%。(资料来源：同花顺)
4. **盛景微**：预计 2024 年净利润同比减少 88.19% 到 91.79%。(资料来源：同花顺)
5. **华大智造**：预计 2024 年年度净利润亏损 5.54 亿元到 6.7 亿元。(资料来源：同花顺)

经济要闻

1. **国务院**：苏州首版国土空间总体规划获国务院批复。近日，国务院正式批复《苏州市国土空间总体规划(2021-2035 年)》，这是苏州历史上第一部“多规合一”的国土空间总体规划。国务院批复明确，苏州是东部地区重要的中心城市，国家历史文化名城，全国性综合交通枢纽城市。批复中要求苏州发挥全国先进制造业和高新技术产业基地、区域性科技创新高地、综合型现代物流中心、具有江南水乡特色的国际旅游目的地等功能，奋力谱写中国式现代化建设苏州篇章。到 2035 年，苏州市耕地保有量不低于 193.77 万亩，其中永久基本农田保护面积不低于 172.81 万亩；生态保护红线面积不低于 1950.71 平方千米；城镇开发边界面积控制在 2651.83 平方千米以内；单位国内生产总值建设用地使用面积下降不少于 40%；用水总量不超过上级下达指标，其中 2025 年不超过 103.0 亿立方米。(资料来源：同花顺)
2. **商务部：加强消费者个人信息安全保护**。商务部流通发展司司长李佳路 1 月 16 日在商务部专题发布会上表示，参与企业要坚持诚信守法经营、履行好企业责任，加强自律，不得变相涨价、以次充好、以旧充新，不得发布任何虚假性、误导性信息，不得利用自身大数据优势作出有违消费者意愿的行为，同时加强消费者个人信息安全保护。商务部将会同相关部门强化动态跟踪，加大监督检查力度，依法严肃查处骗取、套取国家补贴资金的单位或个人，涉嫌犯罪的将移交司法机关追究刑事责任。(资料来源：同花顺)
3. **上海市发改委：鼓励更多民企参与城市更新、民生发展等领域项目建设和运营**。上海市政府副秘书长、市发展改革委主任顾军表示，2025 年上海将根据中央有关部署和市委、市政府工作要求，突出重点、用好政策，加强重大项目储备和推进，不断提升投资的质量效益。全年安排市重大工程投资计划 2400 亿元，全力推动重大项目建设增速提效。完善民营企业参与重大项目建设长效机制，规范实施政府和社会资本合作新机制，积极向社会资本开展

投资项目推介，通过积极有效的政策措施，鼓励更多民营企业参与城市更新、民生发展、产业集聚等领域项目建设和运营。（资料来源：同花顺）

4. 市场监管总局：开展羊绒衫、羽绒服等纺织品假冒伪劣突出问题专项整治。为切实保障人民群众切身利益，市场监管总局决定于今年1月至3月对羊绒衫、羽绒服等纺织品假冒伪劣突出问题开展为期3个月的专项整治。本次专项整治将紧紧围绕羊绒衫、羽绒服、羽绒被、蚕丝被等价格相对较高且消费者难以辨别纤维含量的纺织品开展集中整治攻坚，全面清理纺织品以假充真、以次充好、虚假标注、网售直播“货不对板”等市场乱象，强化线上线下一体化监管，全链条打击违法生产经营行为，切实提升羊绒衫、羽绒服等纺织品质量水平，促进行业规范发展。（资料来源：同花顺）

5. 商务部：将适时依法增列战略资源领域两用物项出口管制。中方高度重视出口管制工作，注重借鉴国际通行做法，持续加强和完善出口管制体系建设，根据实际情况调整完善两用物项出口管制清单。战略资源相关物项具有明显的军民两用属性，中方将充分参照国际惯例，更好履行防扩散等国际义务，并根据自身维护国家安全等需要，适时依法增列有关战略资源，加强出口管制。中方对相关物项实施出口管制，体现了中国政府负责任的大国担当。同时，中方将坚定不移推进高水平开放，愿与有关国家和地区加强出口管制领域对话合作，维持全球产业链供应链稳定。（资料来源：同花顺）

6. IT 桔子：1月1日至1月15日，低空经济领域已发生7起投融资事件，金额共计12.9亿元。“低空经济领域投融资活跃，说明投资者对其未来发展抱有充足信心。低空经济项目在投资回报率方面具备较大潜力，火热的投融资趋势有望在2025年全年得到延续。”陕西巨丰投资资讯有限公司高级投资顾问丁臻宇对记者表示。记者梳理发现，上述7起投融资事件全部与低空飞行器相关，其中，5起所筹资金用于无人机的研发和生产。（资料来源：同花顺）

7. 中国汽车工业协会：坚决反对拜登政府禁止使用中国智能网联汽车软硬件的规则。中国汽车工业协会强烈反对拜登政府破坏全球智能网联汽车产业生态的错误行为。我们认为，拜登政府单方面采取行政限制措施，强行切断与特定国家的经贸往来和产业合作，不仅破坏了全球汽车市场的公平竞争，也将对全球产业链造成深远且恶劣的影响。最终损害的是美国业界和消费者的利益。我们呼吁拜登政府客观审视经贸问题，避免将其政治化和泛安全化，并废止规则中针对中国的相关禁止条款。全球汽车产业应深化合作，共同推动智能网联汽车产业的健康和可持续发展。（资料来源：同花顺）

8. 上海经信委：将打造低空智能、商业航天、人形机器人、脑机接口等标志性产品。上海市经济信息化委主任张英在会上表示，2025年将出台推动产业创新体制机制改革的政策措施，增加高质量产业科技供给，实施新产业标准领航计划，多层次培育创新型企业，并依托三级企业技术中心，加强细分领域关键共性技术研发和转化，布局建设一批未来产业创新赛道，打造低空智能、商业航天、深海探索、人形机器人、脑机接口等具有竞争力的标志性产品。（资料来源：同花顺）

9. 经济参考报：政策组合拳协同发力 持续激发楼市活力。开年之际，记者在多地探访了解到，在一系列政策组合拳作用下，一线城市和部分热点二线城市房地产交易持续回暖，房地产市场呈现积极变化。近期以来，多地发布房地产新政，一些城市延长部分房地产政策期限，从供需两端发力落实各项存量政策和增量政策，巩固楼市止跌回稳态势。记者在调研中了解到，不少房企摩拳擦掌，针对即将到来的新春返乡购房季展开促销活动，希望抓住这波流量。此外，他们也在准备迎接三四月份的传统销售旺季。克而瑞研究中心市场研究总监马千里表示，2024年房地产市场整体呈现出“前低后高”趋势，四季度以来“止跌回稳”主基调清晰明确，提振了市场信心。开年后，多个城市发布和追加稳定房地产市场的政策，一些城市延长部分房地产政策

期限。“政策到位及时，有利于释放春节返乡人群的置业需求。”（资料来源：同花顺）

10. 中国摩托车商会：2024 年我国摩托车产销双增，出口再创新高。2024 年我国摩托车行业整体表现良好，产销实现小幅增长。外贸出口持续攀升，再创历史新高。2024 年 1—12 月，全行业完成燃油摩托车产销 1656.45 万辆和 1645.62 万辆，同比增长 13.86%和 12.99%；电动摩托车产销 340.63 万辆和 346.66 万辆，同比下降 35.32%和 27.96%。2024 年 1—12 月，共产销摩托车 1997.08 万辆和 1992.28 万辆，产销量同比增长 0.79%和 2.82%。2024 年 1—12 月，摩托车生产企业产品出口总额 88.31 亿美元，同比增长 25.15%。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴电力设备及新能源】电力设备及新能源行业：零碳园区有望催化光-储-氢应用需求释放（20250116）**

事件：2024 年 12 月中央经济工作会议中确定“协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型”为今年八项重点任务之一，其中首次明确提出“建立一批零碳园区”的概念，过往国家级文件中使用表述为“低碳、近零碳园区”，我们认为该变化或将催生板块各细分领域潜在需求的释放。

零碳模式深度契合“双碳”目标。零碳园区指在规划建设管理等维度，通过能源转型、资源循环利用、产业转型、生态建设和碳管理等方式，使园区在系统层面基本实现“碳中和”。目前我国国家级与省级工业园区超 2,700 家，能源消费总量占比 40%并贡献近 31%的 CO₂ 排放量，因此工业园区的节能降碳是实现我国提出的“双碳”战略目标的重要实现路径之一，此次的表述升级亦可验证国家层面对其的重视程度，同时各地政府持续加码，目前已有近 30 个省级行政区出台政策规划低碳/近零碳园区与工厂。

用户侧光储装机有望得到提振。现有工业园区将从能耗与能效两个维度实现零碳转型，从能耗角度园区将提升自身绿色可再生能源的供给能力，扩产新增负荷将从传统能源转向可再生能源电量构成；从能效角度，园区需提升综合能源利用效率，并根据可再生能源供应谷峰变化配置增量储能设施。各工业园区转向零碳模式有望促进用户侧工商业分布式光伏与储能装机规模的提升：24Q1-Q3 我国分布式工商业光伏新增装机功率 62.4GW，同比+83%，我们认为零碳园区项目的持续推进有望维持工商业光伏装机高增趋势；2024 年新增新型储能装机容量 109.8GWh，同比+136%，其中工商业储能占 6.7%，年内新增并网项目达 950 个，我们认为零碳园区的建设有望催生更多工商业储能项目需求，当前工商业储能装机占比仍处低位，未来需求有望进一步释放。

氢能助力零碳园区多场景/能源体系协同。零碳园区强调生态建设与整体园区的“碳中和”，意味着除园区自身业务外，园区内如交通运输等其他用能场景亦需要同步实现绿色清洁化转型，现阶段已有园区通过运载车辆电动化+配套建设充电桩/换电站推动园区内运输场景的脱碳进程，此外工业园区还可通过引入氢能应用实现园区内交通运输（燃料电池重卡）、储能调峰（氢储能）以及供热（热电联产）等多场景的协同脱碳，并实现电-氢-电/热/燃料等多能源体系的串联协同，构建园区级能源互联网，并可有效缓解用电高峰期电网与负荷侧的压力。氢能仍旧是我国能源体系长期发展中的重要一环，我们认为也将作为零碳园区推进中的重点方向，同时零碳园区也将加速氢能在终端应用场景的示范推广，推动产业链降本与商业化进程。

投资建议：《2024-2025 年节能降碳行动方案》中对重点行业节能降碳与 CO₂ 减排均已提出明确目标，节能降碳势在必行，因此我们认为此次零碳园区建设任务规划执行力度较强，建议关注相关示范项目中对分布式工商业光伏、储能以及园区内包括制氢与燃料电池汽车等相关应用的需求增量，关注传统项目与新建项目的招投标情况。相关受益标的：通威股份、宁德时代、阳光电源。

风险提示：政策规划与执行力度不及预期、市场需求不及预期、行业竞争激烈度超预期

（分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108）

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

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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。