

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-17

宏观策略

2025 年 01 月 17 日

2024 年 12 月美国 CPI 数据点评：美国 CPI 触及短期高点，料阶段性下行

核心观点：逊于预期的 12 月核心 CPI 令此前拥挤的强美元交易降温，但当前美元指数与美债利率仍偏高，反映市场仍担忧 24Q4 连续回升的 CPI 同比增速与特朗普减税、关税、移民政策将加大美国通胀回 2% 的难度。我们预期 2025 年美国通胀“先抑后扬”，1-4 月特朗普政策难以对通胀产生影响，且高基数、页岩油增产预期、居住通胀下行趋势料“趁虚而入”，给 1-4 月通胀带来短暂的下行压力，这将导致：①市场对 1-4 月通胀的下行过度外推；②通胀可能在 4 月触及 2%，给市场带来通胀目标实现的错觉，最终导致当前拥挤的强美元叙事迎来阶段性反转。

宏观点评 20250115：“哑铃”风格涨幅居前

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，红利和小微盘涨幅居前。沪指下跌 0.43% 至 3227.12 点，较 24 年末下跌 3.72%；创业板指下跌 1.82% 至 2037.93 点，较 24 年末下跌 4.84%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.64% 至 3796.03 点，较 24 年末下跌 3.53%；中证 500 下跌 0.89% 至 5522.46 点，较 24 年末下跌 3.55%。行业层面，传媒上涨 1.29%，银行上涨 0.81%，社会服务上涨 0.51%，综合下跌 3.11%，国防军工下跌 1.80%，有色金属下跌 1.30%。市场成交额为 12118.85 亿元，较前一交易缩量 1601.09 亿元，北向资金总成交 1845.14 亿元；南向资金净买入 121.83 亿元。

板块方面，大量美国用户注册小红书，小红书概念股走强，叠加《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》的发布和即将开始的“抖音商场年货节”，文化传媒股集体拉升，传媒板块走高。《2025 年中国宠物行业白皮书》显示 2024 年宠物经济市场规模突破 3000 亿元，宠物板块延续昨日强势，继续高开高走，宠物经济指数上行。上海全面推行建筑“光伏+”应用，光伏板块上涨。雷鸟 ChatBird 入选年度 AI 应用榜单，产品市场认可度高，虚拟人指数上行。观点 两融余额快速下行后今日略有回升，小幅反弹后，市场增量资金仍然不足，市场在低位附近震荡。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，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

固收点评 20250113：渝水转债：水利行业的新星

我们预计渝水转债上市首日价格在 115.03~127.91 元之间，我们预计中签率为 0.0083%。

行业

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

推荐个股及其他点评

广电计量 (002967): 2024 年报预告点评: 业绩超预期, 战略转型+精细化管理兑现

盈利预测与投资评级: 公司业绩超预期, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 3.3 (原值 2.7) /3.8 (原值 3.7) /4.7 (原值 4.6) 亿元, 当前市值对应 PE 为 29/25/20X, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化等。

宏观策略

2024 年 12 月美国 CPI 数据点评：美国 CPI 触及短期高点，料阶段性下行

核心观点：逊于预期的 12 月核心 CPI 令此前拥挤的强美元交易降温，但当前美元指数与美债利率仍偏高，反映市场仍担忧 24Q4 连续回升的 CPI 同比增速与特朗普减税、关税、移民政策将加大美国通胀回 2% 的难度。我们预期 2025 年美国通胀“先抑后扬”，1-4 月特朗普政策难以对通胀产生影响，且高基数、页岩油增产预期、居住通胀下行趋势料“趁虚而入”，给 1-4 月通胀带来短暂的下行压力，这将导致：①市场对 1-4 月通胀的下行过度外推；②通胀可能在 4 月触及 2%，给市场带来通胀目标实现的错觉，最终导致当前拥挤的强美元叙事迎来阶段性反转。通胀数据：美国 12 月核心 CPI 意外降温。12 月美国 CPI 同比+2.89%，预期+2.9%，前值+2.75%；核心 CPI 同比+3.24%，预期+3.3%，前值+3.32%。CPI 环比+0.39%，预期+0.4%，前值+0.31%；核心 CPI 环比+0.23%，预期+0.3%，前值+0.31%。逊于预期的核心 CPI 数据发布后，此前一度拥挤的强美元交易降温，美联储降息预期从 9 月前置至 6 月，美元指数、美债利率回落，美股&大宗商品上涨。数据结构：超级核心通胀降温，与时薪环比走弱相对应。①核心商品：环比+0.05%，前值+0.31%，其中新车、二手车分别拉动环比+0.092%、+0.125%。9 月以来，核心商品 CPI 在机动车分项的带领下已连续 4 个月正增长。领先指标 Manheim 二手车显示，未来 2 个月二手车 CPI 同比增速料延续反弹。②居住通胀：环比+0.26%，前值+0.34%，同比+4.57%，前值+4.73%。其中 OER（业主住所等价租金）、RPR（主要住所租金）环比均较前值反弹，显示上月部分因纽约样本异常造成的 OER 环比大幅下跌并未持续。此外，高波动的酒店住宿环比由+3.16%骤降至-0.95%，是本月居住通胀降温的主要贡献。居住通胀与房价原有的 16 个月领先滞后关系已被打破：从方向上看，12 月居住通胀同比仍在回落，但 16 个月前的房价已开始反弹；从幅度上看，1988 年以来居住通胀相对跌幅都大于房价，但本轮居住通胀较房价此前轨迹仍有 1/3 的下跌空间，因此我们预期 25Q1 美国居住通胀料延续下行。③非居住核心服务：环比由+0.19%升至+0.28%，但受酒店大幅回落拖累，超级核心通胀（包括居住服务的酒店住宿）环比由+0.34%降至+0.21%。超级核心通胀中，高波动的机票分项环比由+0.37%飙升至+3.93%，高黏性的车险分项环比由+0.13%升至+0.4%，构成交运服务环比由-0.03%升至+0.5%的主因。但同时，受休闲娱乐、医疗服务、酒店价格大跌影响，12 月超级核心通胀仍然环比下行，这与 12 月回落的时薪增速相呼应。④通胀扩散程度：12 月 CPI 扩散程度继续改善，更多项目的环比折年增速从 >4% 区间回到 [2, 4]% 区间，增速大于过去 5 年均值的项目占比也在震荡回落。通胀前景：2025 年美国通胀料“先抑后扬”，造成这一走势的原因有二：①特朗普政策对通胀的推升存在时滞；②高基数、页岩油增产预期、居住通胀下行趋势料“趁虚而入”，给 1-4 月通胀施加一个短暂的下行压力。虽然从全年维度来看，特朗普的减税、关税、移民政策将分别从需求、商品供给、劳务供给层面推高美国通胀，但我们预期其影响不是立竿见影的：①减税政策落地或在 25Q3。政策涉及内容较多，大概率将启用协调程序，我们基准预期其将在 25Q3 落地，因此其带来的需求侧通胀不会在 1-4 月的数据中体现；②移民政策对工资通胀的影响存在约 8 个月的滞后性。历史数据显示，因为工资黏性，劳务供需缺口领先工资 8 个月，

驱赶非法移民后，美国劳务市场或先体现为职位空缺的提升，再体现为工资的上行压力。③有限关税对核心商品通胀提振不明显。特朗普上台后迅速落地大范围、高关税的概率较低，关税落地节奏预计较慢，2018-19 年经验也显示有限的关税对美国居民通胀的冲击有限。同时，三方面利好因素将助力美国通胀在上半年持续下行。①24Q1 的高基数：只有在+0.6%环比假设路径下，1-4 月美国 CPI 同比增速才能持平+2.9%，而 0.2-0.3%是美国 CPI 常见的环比增长中枢，因此 1-4 月美国 CPI 同比增速料出现下行。②居住通胀的滞后回落：前述居住通胀与房价领先滞后关系的失效意味着，1-4 月居住通胀大概率延续回落，成为总体通胀下行的重要助力。③特朗普能源政策下的页岩油增产预期：短期内，对伊朗制裁、欧美寒潮分别从供给和需求端给油价带来上行压力，但特朗普上台后，其鼓励传统能源、加大页岩油开采的政策预期料将在中期带给油价下行压力，拖累总体通胀下行。策略启示：时间差带来的预期差，1-4 月通胀料开启连续下行趋势，继续前置美联储降息预期。近期美元指数一度突破 110、10 年美债利率一度突破 4.8%，强美元交易的背后是市场对短期通胀上行趋势的过度线性外推和对特朗普政策的过度担忧。受低基数效应与高通胀黏性影响，24Q4 以来美国通胀持续走高，9-12 月 CPI 同比增速分别为 2.4→2.6→2.7→2.9%，对这一趋势过度的线性外推加剧市场对通胀无法回落至 2%目标的担忧。另外，去年 11 月特朗普胜选以来，市场不断强化特朗普交易，“宽财政+紧货币→强美元+高利率”的交易主线不断强化，市场正在把未来 4 年特朗普的政策影响压缩到 11-1 月集中交易，这导致强美元交易近期过度拥挤。但如前述，虽然特朗普减税、关税、移民政策均给美国通胀带来上行压力，但这些政策料难以对 1-4 月通胀带来影响，同时高基数、居住通胀滞后下行、页岩油减产预期可能“借助”特朗普政策的时间差，在上半年给通胀创造一个阶段性的下行，这将导致：①市场对 1-4 月通胀的下行过度外推；②通胀可能在 4 月触及 2%，给市场带来通胀目标实现的错觉，最终导致当前拥挤的强美元叙事迎来阶段性反转。但进入下半年，特朗普的增量减税等宽财政政策预计初具雏形、逐步推进，其对内需的刺激推升增长预期，叠加此前基数、油价、居住通胀的下行助力耗尽，5 月开始的美国通胀料再度面临上行风险，引致降息交易叙事的又一次反转。风险提示：市场波动风险；数据较预期偏离风险；海外地缘摩擦风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观点评 20250115：“哑铃”风格涨幅居前

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，红利和小微盘涨幅居前。沪指下跌 0.43%至 3227.12 点，较 24 年末下跌 3.72%；创业板指下跌 1.82%至 2037.93 点，较 24 年末下跌 4.84%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.64%至 3796.03 点，较 24 年末下跌 3.53%；中证 500 下跌 0.89%至 5522.46 点，较 24 年末下跌 3.55%。行业层面，传媒上涨 1.29%，银行上涨 0.81%，社会服务上涨 0.51%，综合下跌 3.11%，国防军工下跌 1.80%，有色金属下跌 1.30%。市场成交额为 12118.85 亿元，较前一交易缩量 1601.09 亿元，北向资金总成交 1845.14 亿元；南向资金净买入 121.83 亿元。板块方面，大量美国用户注册小红书，小红书概念股走强，叠加《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》的发布和即将开始的“抖音商场年货节”，文化传媒股集体拉升，传媒板块走高。《2025 年中国宠物行业白皮书》显示 2024 年宠物经济市场规模突破 3000 亿元，宠物板块延续昨日强势，继续高开高走，宠物经济指

数上行。上海全面推行建筑“光伏+”应用，光伏板块上涨。雷鸟 ChatBird 入选年度 AI 应用榜单，产品市场认可度高，虚拟人指数上行。观点两融余额快速下行后今日略有回升，小幅反弹后，市场增量资金仍然不足，市场在低位附近震荡。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，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

固收点评 20250113：渝水转债：水利行业的新星

事件 渝水转债（113070.SH）于 2025 年 1 月 9 日开始网上申购：总发行规模为 19.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于收购昆明滇投污水处理资产和新德感水厂扩建工程项目 当前债底估值为 99.83 元，YTM 为 1.85%。渝水转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AAA/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、0.80%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 1.88%（2025-01-09）计算，纯债价值为 99.83 元，纯债对应的 YTM 为 1.85%，债底保护较好。当前转换平价为 93.37 元，平价溢价率为 7.10%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 07 月 15 日至 2031 年 01 月 08 日。初始转股价 4.98 元/股，正股重庆水务 1 月 9 日的收盘价为 4.65 元，对应的转换平价为 93.37 元，平价溢价率为 7.10%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.36%。下修条款为“15/30, 80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 4.98 元计算，转债发行 19.00 亿元对总股本稀释率为 7.36%，对流通盘的稀释率为 7.36%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计渝水转债上市首日价格在 115.03~127.91 元之间，我们预计中签率为 0.0083%。综合可比标的以及实证结果，考虑到渝水转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较高，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 115.03~127.91 元之间。我们预计网上中签率为 0.0083%，建议积极申购。重庆水务是重庆市最大的供排水一体化经营企业，从事自来水的生产销售、城市污水的收集处理及供排水设施的建设等业务。在我国西部地区乃至全国，在供排水一体化经营方面位居前列。公司享有重庆市政府授予的供排水特许经营权，在重庆地区供排水市场垄断地位稳固。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 6.50%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率下降，2019-2023 年复合增速为 6.50%。2023 年，公司实现营业收入 72.54 亿元，同比减少 6.74%。与此同时，归母净利润不断浮动，2019-2023 年复合增速为 -10.08%。2023 年实现归母净利润 10.89 亿元，同比减少 42.98%。重庆水务营业收入由主营业务收入和其他业务收入构成，其中，主营业务收入包括自来水销售、污水处理服务、工程施工安装、污泥处理处置等。2022 年度公司主营业务收入较 2021 年度增长 8.46%，除供排水量增加及部分地方财政污水结算单价调价影响污水

处理服务收入增加外，主要增长来自于工程施工及安装收入增长所致。2023 年度主营业务收入下降主要系第六期污水处理价格下调导致污水处理业务收入下降所致。重庆水务销售净利率和毛利率，销售费用率和管理费用率下降，财务费用率维稳上升。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 29.55%、27.98%、28.62%、24.66%和 15.09%，高于行业均值；销售毛利率分别为 42.02%、43.64%、41.37%、35.73%和 25.15%，近年低于行业均值。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

广电计量 (002967): 2024 年业绩预告点评: 业绩超预期, 战略转型+精细化管理兑现

投资要点 2024 年归母净利润同比增长 50%-81%超预期 公司发布 2024 年度业绩预告: 2024 年公司实现营业收入 31-33 亿元, 同比增长 7%-14%, 归母净利润 3.0-3.6 亿元, 同比增长 50%-81%, 扣非归母净利润 2.9-3.3 亿元, 同比增长 67%-89%。单 Q4 公司实现营收 9.4-11.4 亿元, 同比增长 1.5%-23.1%, 归母净利润 1.1-1.7 亿元, 同比增长 66%-155%。公司业绩超预期, 主要系: (1) 公司将经营重心转向战略新兴下游, 积极推进区域协同和大客户战略, 实现特殊行业、汽车、集成电路、数据科学、航空等重点领域订单增长, (2) 主动收缩食品、环境等薄弱业务及亏损实验室, (3) 精细化管理推进, 利润率持续修复。管理层换届激发新动力, 经营水平提升可持续 23 年年底广电计量管理层进行了换届调整, 新管理团队更加年轻、专业, 带领公司 (1) 将战略重点从综合性检测机构转向聚焦于服务国家产业战略、科技创新的偏物理类检测业务, 积极布局包括低空经济、民用航空、人工智能、先进核能等前沿业务领域, 培育未来发展动力, (2) 将考核重点从收入转向利润导向, 推动精细化管理, 全面实施降本增效策略。2024 年战略转型效果初现, 我们看好公司经营水平提升的持续性。股权激励落地, 绑定核心员工、彰显成长信心 2024 年 7 月 2 日, 广电计量完成了 2023 年股权激励方案的股票期权和限制性股票授予, 其中股票期权和限制性股票各 862.5 万股, 合计数量占公告日公司股本的 3%。股权激励覆盖范围广, 共覆盖董事、高管 8 人和核心骨干 615 人 (合计占公司员工总数约 10%), 高管获授权益占比 7.6%, 有望全面调动积极性。本次股权激励的利润考核目标为 2024 至 2026 年扣非归母净利润不低于 2.33/2.92/3.52 亿元, 三年复合增速 23%, 彰显增长信心。盈利预测与投资评级: 公司业绩超预期, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 3.3 (原值 2.7) /3.8 (原值 3.7) /4.7 (原值 4.6) 亿元, 当前市值对应 PE 为 32/27/22X, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

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>