

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-16

宏观策略

2025 年 01 月 16 日

宏观点评 20250113：成交额较上日收缩，小盘股反弹强于大盘股

事件 A 股今日成交额较上个交易日缩量，两融余额再次下降，小盘股表现好于大盘股。沪指下跌 0.25% 至 3160.76 点，较 24 年末下跌 5.70%；创业板指上涨 0.36% 至 1982.46 点，较 24 年末下跌 7.43%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.27% 至 3722.51 点，较 24 年末下跌 5.40%；中证 500 上涨 0.23% 至 5381.70 点，较 24 年末下跌 6.01%。行业层面，有色金属上涨 1.81%，美容护理上涨 1.19%，房地产上涨 1.12%，家用电器下跌 2.45%，银行下跌 1.16%，纺织服饰下跌 0.72%。市场成交额为 9762.08 亿元，较前一交易日缩量 1867.49 亿元，北向资金总成交 1567.33 亿元；南向资金净买入 65.72 亿元。

板块方面，特朗普政策的不确定性抬升金银风险溢价，再通胀预期提升，贵金属板块走高。在国新办会议中，调整房地产相关税收政策，降低交易、开发环节的税收负担，同时研究扩大专项债使用范围，允许用于房地产相关的“两个领域”，房地产板块涨幅达 1.12%。油价延续上周上行的趋势，1 月 10 号布伦特、WTI 油价分别为 80.99、77.30 美元/桶，油气开采指数和石油化工板块上涨。12 月我国钢材月度出口呈现环比、同比均增长态势，同比增长 25.9%，钢价多数上升，板块上涨。台积电亚利桑那州工厂已开始生产 4nm 芯片，并有望于 2025 上半年实现量产，光刻机指数上行，计算机板块上涨。中远海能、中远海控两大海运龙头利润同比大幅度增长，海运行业利润有望释放，海运股走强。近期稀土精矿价格迎来首季开门红，有色金属板块上涨。春节临近，返乡和出行预定订单峰值到来，车票、机票和酒店预订量激增，旅游板块上行。观点 在两融成本线支撑下，市场在前期低点附近震荡。市场增量资金仍然不足，两融余额快速下行后未有接续，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

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

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

推荐个股及其他点评

中微公司（688012）：2024 年报预告点评：营收持续高增，平台化布局加速

营收持续增长，净利润同比下滑主要受投资收益减少、研发投入高增

等影响：公司预计 2024 年实现收入 90.7 亿元，同比+44.7%；其中刻蚀设备销售约 72.8 亿元，同比+54.71%，MOCVD 设备销售约 3.8 亿元，同比-18.1%，LPCVD 薄膜设备 2024 年实现销售约 1.56 亿元。营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单，其中 LPCVD 2024 年累计出货超 100 个反应台。公司预计实现规模净利润 15.0-17.0 亿元，同比下降 16.0-4.8%，主要系公司研发投入显著增加，研发支出同比+94.1%，以及 2023 年同期基数较高（公司出售拓荆科技股权收益 4.06 亿元）；预计期间扣非净利润为 12.8-14.3 亿元，同比+7.4%-20.0%。2024Q4 公司预计实现收入 35.6 亿元，同比+73.0%；归母净利润 5.9-7.9 亿元，同比-6.2%至+25.7%，归母净利润中值为 6.9 亿元，同比+9.7%；扣非净利润 4.7-6.2 亿元，同比+2.0%至+34.7%，扣非净利润中值为 5.4 亿元，同比+17.9%。Q4 盈利能力受研发投入高增影响有所下降：24Q4 公司营收和毛利润预告对应的毛利率为 42.8%，同比-3.0pct/环比-0.9pct；营收和归母净利润预告中值对应的归母净利率为 19.4%，同比-8.7pct/环比+0.2pct；营收和扣非净利润预告中值对应的扣非净利率为 15.2%，同比-5.4pct/环比-0.8pct。刻蚀产品持续领先，镀膜产品拓展顺利：（1）CCP 设备：在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖，且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑；截止 2024Q3 已交付 3800 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 ≥60:1 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 ≥90:1 深宽比刻蚀技术。（2）ICP 设备：Primo Nanova®ICP 在客户端安装腔体数量近三年 CAGR 超 70%，在先进逻辑芯片、DRAM 和 3D NAND 产线验证推进顺利并取得客户批量订单。公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。（3）MOCVD 设

宏观策略

宏观点评 20250113：成交额较上日收缩，小盘股反弹强于大盘股

事件 A 股今日成交额较上个交易日缩量，两融余额再次下降，小盘股表现好于大盘股。沪指下跌 0.25% 至 3160.76 点，较 24 年末下跌 5.70%；创业板指上涨 0.36% 至 1982.46 点，较 24 年末下跌 7.43%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.27% 至 3722.51 点，较 24 年末下跌 5.40%；中证 500 上涨 0.23% 至 5381.70 点，较 24 年末下跌 6.01%。行业层面，有色金属上涨 1.81%，美容护理上涨 1.19%，房地产上涨 1.12%，家用电器下跌 2.45%，银行下跌 1.16%，纺织服饰下跌 0.72%。市场成交额为 9762.08 亿元，较前一交易日缩量 1867.49 亿元，北向资金总成交 1567.33 亿元；南向资金净买入 65.72 亿元。

板块方面，特朗普政策的不确定性抬升金银风险溢价，再通胀预期提升，贵金属板块走高。在国新办会议中，调整房地产相关税收政策，降低交易、开发环节的税收负担，同时研究扩大专项债使用范围，允许用于房地产相关的“两个领域”，房地产板块涨幅达 1.12%。油价延续上周上行的趋势，1 月 10 号布伦特、WTI 油价分别为 80.99、77.30 美元/桶，油气开采指数和石油化工板块上涨。12 月我国钢材月度出口呈现环比、同比均增长态势，同比增长 25.9%，钢价多数上升，板块上涨。台积电亚利桑那州工厂已开始生产 4nm 芯片，并有望于 2025 上半年实现量产，光刻机指数上行，计算机板块上涨。中远海能、中远海控两大海运龙头利润同比大幅度增长，海运行业利润有望释放，海运股走强。近期稀土精矿价格迎来首季开门红，有色金属板块上涨。春节临近，返乡和出行预定订单峰值到来，车票、机票和酒店预订量激增，旅游板块上行。观点 在两融成本线支撑下，市场在前期低点附近震荡。市场增量资金仍然不足，两融余额快速下行后未有接续，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

中微公司（688012）：2024 年业绩预告点评：营收持续高增，平台化布局加速

投资要点 营收持续增长，净利润同比下滑主要受投资收益减少、研发投入高增等影响：公司预计 2024 年实现收入 90.7 亿元，同比+44.7%；其中刻蚀设备销售约 72.8 亿元，同比+54.71%，MOCVD 设备销售约 3.8 亿元，同比-18.1%，LPCVD 薄膜设备 2024 年实现销售约 1.56 亿元。营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单，其中 LPCVD 2024 年累计出货超 100 个反应台。公司预计实现规模净利润 15.0-17.0 亿元，同比下降 16.0-4.8%，主要系公司研发投入显著增加，研发支出同比+94.1%，

以及 2023 年同期基数较高（公司出售拓荆科技股权收益 4.06 亿元）；预计期间扣非净利润为 12.8-14.3 亿元，同比+7.4%-20.0%。2024Q4 公司预计实现收入 35.6 亿元，同比+73.0%；归母净利润 5.9-7.9 亿元，同比-6.2%至+25.7%，归母净利润中值为 6.9 亿元，同比+9.7%；扣非净利润 4.7-6.2 亿元，同比+2.0%至+34.7%，扣非净利润中值为 5.4 亿元，同比+17.9%。Q4 盈利能力受研发投入高增影响有所下降：24Q4 公司营收和毛利润预告对应的毛利率为 42.8%，同比-3.0pct/环比-0.9pct；营收和归母净利润预告中值对应的归母净利率为 19.4%，同比-8.7pct/环比+0.2pct；营收和扣非净利润预告中值对应的扣非净利率为 15.2%，同比-5.4pct/环比-0.8pct。刻蚀产品持续领先，镀膜产品拓展顺利：（1）CCP 设备：在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖，且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑；截止 2024Q3 已交付 3800 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。（2）ICP 设备：Primo Nanova® ICP 在客户端安装腔体数量近三年 CAGR 超 70%，在先进逻辑芯片、DRAM 和 3D NAND 产线验证推进顺利并取得客户批量订单。公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。（3）MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位，并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。（4）薄膜沉积设备：公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，已通过客户现场验证，并获得客户重复量产订单，公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛设备也在稳步推进；EPI 设备也已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件客户的工艺验证，并获得了客户的高度认可。成立成都子公司，大力发展 CVD、ALD 等关键设备研发与生产：公司计划于 2025-2030 年期间投资约 30.5 亿元成立成都子公司，建设研发中心、生产基地及配套设施。该项目将主要用于开展 CVD、ALD 及其他关键设备的研发与生产工作，预计 2030 年年销售额将达 10 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 16.8/24.3/34.0 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 35/26/20 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

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>