

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-14

宏观策略

2025 年 01 月 14 日

宏观深度报告 20250113: 转口贸易和企业出海——关税压力下我国出口如何突围

自特朗普 1.0 时期加征关税以来,我国出口的国别结构发生了明显变化,期间对美国、中国香港和日本的出口份额明显下滑,而流失的份额主要由东盟、俄罗斯和拉美所填充。我国对美国和日本出口份额的流失均由于关税政策的调整,而中国香港份额的减少和东盟、拉美以及墨西哥等地份额的增加则表征着我国转口贸易中转地的转移。

宏观周报 20250112: 美国 12 月 CPI 料升至短期高点,强美元行情 1 月难见拐点

核心观点: 强劲的就业市场、服务业 PMI、消费者通胀预期等数据让市场继续上修美国增长与通胀的前景,导致降息预期延后,叠加长端美债拍卖结果疲软,期限溢价飙升,共同推动 10 年美债利率向上试探 4.8%。下周公布的 12 月美国 CPI 料在低基数、高黏性的影响下继续回升至+2.9%,1 月 29 日的 FOMC 会议美联储降息希望渺茫,强经济→紧货币→强美元的交易叙事料贯穿 1 月。美元转弱或待 2 月公布 1 月非农时开启。

宏观量化经济指数周报 20250112: 如何补充央行暂停买债的流动性缺口 1 月 28 日将迎来春节假期,本月春节因素和月末因素叠合,且发生在缴准日之后,市场也将瞩目货币政策如何平熨跨月/跨假期的资金面扰动。在国债净买入暂停操作、中旬发行离岸央票“稳汇率”等背景之下,1 月中下旬货币政策或选择开展 14 天期逆回购、扩大买断式逆回购规模甚至“降准”来稳定资金面,对于“降准”来说,预计观察窗口期或在 1 月 25 日前后。

2024 年 12 月美国非农数据点评: 强非农后,紧货币与强美元还能持续多久?

核心观点: 100bps 降息的后劲儿与企业抢出口共同推动 12 月美国劳务市场意外走强,且从数据细分结构上很难看到明显的数据瑕疵。数据公布后,交易员将首次降息预期延后至 9 月,美债利率与美元指数飙升,但市场对时薪增速意外回落的选择性忽视、美股的下跌与黄金的迅速反弹意味着不同交易员对未来的分歧。短期看,1 月 15 日公布的 CPI 与 20 日特朗普的就职演讲料延续强经济→紧货币→强美元交易叙事,高企的美债利率仍易上难下;中期看,2-5 月的非农和 CPI 或连续走弱,强美元交易或迅速反转,降息仍可能前置至 3 月;长期看,特朗普政策组合仍意味着美国通胀更大的不确定性和上行风险。

宏观点评 20250110: 两融余额企稳,小微盘指数下跌幅度大于大盘指数事件 A 股今日成交额较昨日略回升,两融余额企稳,小微盘指数跌幅大于大盘指数。沪指下跌 1.33%至 3168.52 点,较 24 年末下跌 5.47%;创业板指下跌 1.76%至 1975.30 点,较 24 年末下跌 7.76%;风格指数方面,代表大盘股的沪深 300 下跌 1.25%至 3732.48 点,较 24 年末下跌 5.14%;中证 500 下跌 1.60%至 5369.28 点,较 24 年末下跌 6.23%。行业层面,有色金属下跌 0.40%,银行下跌 0.70%,机械设备下跌 1.04%,商贸零售下跌 4.22%,通信下跌 3.50%,社会服务下跌 3.24%。市场成交额

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

为 11629.57 亿元，较前一交易日放量 334.52 亿元，北向资金总成交 1539.04 亿元；南向资金净买入 46.50 亿元。

板块方面，CMX 黄金期货价格拉升至 2700 美元/盎司，CMX 白银期货价格站上 31 美元/盎司，贵金属走强。英伟达发布新型 GeForce GPU，GPU 概念指数领涨，寒武纪股价创新高。昨日，马斯克宣布建立数千台 Optimus 机器人，机器人板块连续反弹，PEEK 材料概念紧跟机器人上涨。观点 短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息等不及预期带来的负面影响在逐渐平息，市场下行接近两融资金成本线后，市场流动性随两融规模收缩而收紧的局面有所缓解，今日市场成交额进一步回升。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

固收金工

固收周报 20250112：央行暂停购债和“适度宽松”再解读的影响

央行暂停购债主要影响 3Y 以下短债。央行从 8 月份开始在网上公告开始买卖国债，8-12 月均为净买入，分别为 1000、2000、2000、2000、3000 亿元。在具体期限上并未公布，但 8 月份第一次公告时表示“买入短期国债并卖出长期国债”，这和保持斜向上的收益率曲线的目标相吻合，因此暂停买入国债多影响短端。

固收周报 20250112：关注转债在资产组合中所扮演角色

本周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、本钢转债、中装转 2、紫银转债、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、蓝帆转债、普利转债、好客转债。本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：美锦转债、核建转债、锋龙转债、万凯转债、龙星转债、百川转 2、希望转 2、兴业转债、科数转债、希望转债。

固收点评 20250111：绿色债券周度数据跟踪（20250106-20250110）

本周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 99.81 亿元，较上周增加 94.81 亿元；绿色债券周成交额合计 471 亿元，较上周减少 40 亿元。

固收点评 20250111：二级资本债周度数据跟踪（20250106-20250110）

本周银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债；二级资本债周成交量合计约 1863 亿元，较上周增加 816 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

中国广核（003816）：收购台山第二核电储备项目扩张，2024 年上网电量同比+6.1%

盈利预测与投资评级：我们维持 2024-2026 年公司归母净利润 118/123/133 亿元，2024-2026 年 PE 分别 15.3/14.7/13.6 倍（2025/01/13），维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

奥锐特 (605116): 原料药+制剂一体化转型初见成效, 打造多肽+寡核苷酸平台

盈利预测与投资评级: 我们预计 2024-2026 年公司总营收为 14.7/18.0/22.8 亿元, 同比增速分别为 16.8%/22.1%/26.3%; 归母净利润分别为 3.9/4.9/6.2 亿元, 同比增速分别为 33.0%/28.3%/25.8%。2024-2026 年 P/E 估值分别为 20/16/12 倍; 基于公司 1) 地屈孕酮制剂快速放量, 后续抗肿瘤一体化品种有望上市; 2) 特色原料药主业品种稳健增长, 毛利率有提升空间; 3) 司美格鲁肽原料药产能建设完成, 2024 年开始贡献业绩增量; 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 制剂推广不及预期; 地缘政治风险。

广汽集团 (601238): 2024 年业绩预告点评: 业绩表现基本符合预期, 合作华为持续推进

盈利预测与投资评级: 由于公司商政投入规模超我们预期, 我们下调公司 2024 年归母净利润预期值至 10.7 亿元(原为 14 亿元), 维持公司 2025/2026 年归母净利润预期为 41/54 亿元, 对应公司 2024-2026 年的 PE 为 80/21/16 倍。考虑公司合资逐步触底, 集团改革加速, 我们认为公司应该享受更高估值, 仍维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧风险; 对外合作进展低预期等。

创业黑马 (300688): 版信通业务有望带动公司业绩增长, AI 帮助公司主业降本增效

盈利预测与投资评级: 创业黑马积极跟进 AI 浪潮, 加速中小企业 AI 化进程, 由于公司自身的投入加大, 我们将 2024-2026 年公司归母净利润由 0.6/0.9/1.3 亿元调整为 -0.61/0.63/0.89 亿元, 对应当前股价 PE 为 -77/74/53 倍, 由于公司在 AI 方面做出较多的布局, 未来空间较大, 因此我们维持“买入”评级。风险提示: AI 进度不及预期, 客户拓展不及预期, 市场竞争风险。

金龙汽车 (600686): 2024 全年产销高兑现, 收购子公司少数股权资产整合接近尾声

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2024-2026 年营业收入为 210/238/268 亿元, 同比+8%/+13%/+13%, 维持 2024-2026 年归母净利润为 1.8/4.4/6.4 亿元, 同比+134%/+153%/+45%, 对应 PE 为 54/21/15 倍。维持公司“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

宏观策略

宏观深度报告 20250113: 转口贸易和企业出海——关税压力下我国出口如何突围

关税政策调整下对东盟和拉美转口贸易明显提升：自特朗普 1.0 时期加征关税以来，我国出口的国别和地区结构发生了明显变化，期间对美国、中国香港和日本的出口份额明显下滑，而流失的份额主要由东盟、俄罗斯和拉美所填充。我国对美国和日本出口份额的流失均由于关税政策的调整，而中国香港份额的减少和东盟、拉美以及墨西哥等地份额的增加则表征着我国转口贸易中转地的转移。长期以来中国香港都是我国转口贸易的主要中转地之一，而在 2020 年 6 月，美国商务部宣布取消香港的特殊地位待遇，暂停为香港提供优于中国内地的优惠待遇，此举对我国传统转口贸易造成了明显冲击，使得我国经由中国香港向第三方国家的出口显著下滑。在此之后，我国转口贸易的主要中转地发生了显著转移，墨西哥和拉美等地成为了我国转口贸易的主战场。2020 年后我国对墨西哥和拉美的出口增长显著超出了历史趋势水平，且同期美国从墨西哥和拉美的进口也以相同的走势偏离了历史趋势水平，一定程度上印证了转口贸易的增长。转口贸易商品多集中于加征关税相关行业：我们计算了 HS 二位分类产品下 2018 年-2023 年中国对东盟出口增速与 2018 年-2023 年美国从东盟进口增速的差值，以区分不同分类产品对东盟出口的增长是基于东盟需求提升还是基于转口贸易需求提升。从计算结果来看，受转口贸易需求提升的相关行业主要有汽车、家具、玩具、化学品、塑料及其制品、钢铁制品等行业，这些行业均为 2018 年美国重点对我国加征关税的行业，进一步印证了近些年我国通过东盟的转口贸易以规避美国加关税对我国出口的影响。而受东盟市场需求提升影响的相关行业主要涉及纺服、农产品以及食品饮料等。

企业出海-对外直接投资视角：（1）国别结构来看：在 2017 年中美贸易争端开始以来，我国外商直接投资结构与出口结构的变化特征相类似，对欧美主要经济体的对外直接投资比例呈现边际下滑的趋势，而流失的份额主要转移到了东盟以及拉美地区，其中对新加坡、越南、泰国以及墨西哥等国家的对外直接投资提升明显，是我国近几年企业出海的主要目的地。其一，东盟、拉美及墨西哥等国家劳动力成本低，根据国际劳动组织的最新可比数据，2021 年我国人均月工资收入约为 8903 元，远高于越南（1812 元）、泰国（2798 元）、巴西（2819 元）和墨西哥（2878 元）等国家人均月工资收入；其二，东盟等国家税赋较低且享受更加优惠的关税政策，经营成本和贸易成本均更低。（2）行业结构来看：中游装备制造业对外直接投资流量占制造业对外直接投资流量的比重超过了 50%，而从存量来看，汽车制造业是我国制造业对外直接投资的重要组成部分，截至 2023 年汽车制造业对外直接投资存量达到了 720.6 亿美元，占制造业投资存量的 25.4%。（3）主体性质来看：从对外直接投资的主体性质来看，地方企业是对外直接投资的主力军，而在 2018 年美国对中国加征关税以来，中央企业对外投资的力度明显加强，占对外投资的比重持续回升，一定程度上反映出中美贸易争端也迫使中央企业越来越多的走出去以规避相关的风险和影响。

企业出海-上市公司视角：（1）从行业分布来看：截至 2023 年，电子、家用电器、汽车和通信是我国企业出海的几大主要板块，其境外业务收入占主营业务收入的比重超过四分之一，其中电子板块境外业务收入占主营业务收入的比重达到了 54.3%，海外业务已经成为了企业营收的主要组成部分；而

与 2018 年相比，通信和汽车行业出海节奏明显加快，海外业务收入占比分别较 2018 年提升了 19.5% 和 10.9%，而电子、有色金属、传媒、机械设备和医药生物企业出海的规模也有所提升，海外业务收入占比较 2018 年均提升 5 个百分点以上。此外，纺织服饰、商品零售以及建筑装饰等行业境外收入占比有所降低，反映出我国企业出海正经历由劳动密集型向技术密集型的升级转变。（2）从企业性质来看：民营企业在企业出海过程中扮演越来越重要的角色。一方面，从上市公司境外业务收入结构来看，民营企业占比已经超过 50%，截至 2023 年民营企业境外业务收入占全部上市公司的比重达到了 54.7%，较 2018 年提升了 7.8 个百分点；另一方面，从上市公司业务收入构成来看，截至 2023 年民营企业境外业务收入占主营业务收入的比重约为 28.0%，远高于国有企业的 12.8% 和其他类型企业的 10.1%。2023 年以来针对跨境电商的支持政策持续加码：截至 2024 年上半年我国跨境电商出口额约 9799 亿元，同比增长 18.7%，远高于同期出口增速的 6.8%，跨境电商出口额占我国货物贸易出口总值的比重也由 2018 年的 3.7% 上升到了 2024 年上半年的 8.1%，在迅猛发展的同时仍有较大的增长空间。而在近两年，针对跨境电商的政策支持力度继续加码，海关总署和商务部从海外仓建设、海外智慧物流平台建设等方面出发对跨境电商的发展提供了政策支持，2024 年 11 月 25 日海关总署发布关于进一步促进跨境电商出口发展的公告，而后中央财办在解读 2024 年中央经济工作会议精神时也指出要“推动跨境电商持续健康发展，推进海外仓布局建设”，无论是中央和地方政府，都在从支持政策和制度建设上助力跨境电商的长期发展。跨境电商出口的结构特征：（1）从国别结构来看：欧美经济体仍旧是我国跨境电商出口的主要目的地，截至 2023 年，美国是我国跨境电商出口的最大目的地，占我国跨境电商出口的比重达到 37.4%，而东盟各国占我国跨境电商出口的比重仍较低（泰国：2.5%；越南：2.4%；马来西亚：2.4%），但增量市场空间广阔。（2）从产品结构来看，目前我国跨境电商出口仍以劳动密集型产品为主，截至 2024 年上半年服饰鞋包和家居家纺用品占比分别达到了 27.3% 和 12.4%，而技术密集型产品中手机等电子产品占比较高，达到了 14.4%。跨境电商出口仍面临一定风险与挑战：跨境电商在快速发展的同时，也面临着一定的风险与挑战：其一，关于跨境电商免税政策的红利正在逐步消退，24 年以来多个国家宣布取消对小额商品的免税政策，如马来西亚在 2024 年 1 月 1 日起将对从跨境电商进口的价值低于 500 令吉的商品加征 10% 的低价商品税，巴西在 2024 年 8 月 1 日起正式取消对价值 50 美元及以下进口商品的免税政策，并恢复征收 20% 的关税，而包括美国和欧盟在内的多个经济体也计划取消针对跨境电商进口的小额免税政策；其二，跨境电商出口产品要面临产品标准、平台限制和结算支付等在内的合规风险，如各国对于进口商品的合规要求没有统一标准，出口到欧盟的商品必须通过 CE 认证，确保商品符合安全、卫生、环保等一系列标准，而这对中小企业商品出口会造成一定影响；又如部分小企业倾向于通过第三方支付平台进行商品交易结算，存在外汇监管和税务方面的违规风险，对于我国企业出海的口碑或造成负面影响。风险提示：（1）海外政策波动较大，海外需求不确定性较高；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；（3）测算基于较多假定，可能存在一定误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

宏观周报 20250112：美国 12 月 CPI 料升至短期高点，强美元行情 1 月难见拐点

核心观点：强劲的就市场、服务业 PMI、消费者通胀预期等数据让

市场继续上修美国增长与通胀的前景，导致降息预期延后，叠加长端美债拍卖结果疲软，期限溢价飙升，共同推动 10 年美债利率向上试探 4.8%。下周公布的 12 月美国 CPI 料在低基数、高黏性的影响下继续回升至+2.9%，1 月 29 日的 FOMC 会议美联储降息希望渺茫，强经济→紧货币→强美元的交易叙事料贯穿 1 月。美元转弱或待 2 月公布 1 月非农时开启。大类资产：强经济→紧货币→高利率→强美元→美股估值冲击。受经济与通胀基本面走强影响，本周（1 月 6 日至 10 日）10 年美债利率一度触及 4.79%，全周升 16bps 至 4.759%，2 年美债利率升 10bps 至 4.379%，同时美元指数上至 109.8 的新高。归因上，本周 10 年美债利率 16bps 的上行中，2 年美债、期限利差分别贡献 10bps、6bps，TIPS、BEI 分别贡献 6bps、10bps。从基本面看，近期超预期的非农、职位空缺、PMI 等数据强化了增长预期，超预期的消费者通胀预期则强化了通胀预期，抬升政策利率预期曲线，导致短债上行。从风险面看，1 月 20 日特朗普上台后，其减税、关税、移民政策料给美国通胀带来更大的不确定性与上行风险，导致通胀风险溢价走高。这也导致本周 10、30 年期美债拍卖需求疲软。美债利率的快速飙升重创全球股市估值，标普 500、纳斯达克指数全周分别下跌-1.94%、-2.34%，利率高企对美股估值的利空已覆盖强劲非农就业对美股分子端的利多，市场交易呈现出向“好消息是坏消息”转变，即交易增长强劲→货币紧缩→金融条件收紧→资产价格下跌，标普 500 与美债收益率相关性再度转至负区间，与 2023 年 8-10 月大类资产的表现十分相近，需关注后续的修正风险。下周关注：12 月 CPI 同比料延续回升至+2.9%。北京时间 1 月 15 日 21:30，BLS 将公布 12 月美国 CPI。当前美联储模型、分析师、交易员均预测 12 月美国 CPI 同比在低基数影响下延续反弹，核心同比持平前值。①模型：美联储模型 Inflation Nowcasting 预测美国 12 月 CPI 环比/核心环比+0.38%/+0.27%，同比/核心同比+2.86%/+3.28%。②分析师：彭博最新调查问卷显示，分析师一致预期 12 月美国 CPI 环比/核心环比+0.3%/+0.2%，前值+0.3%/+0.3%，同比/核心同比+2.9%/+3.3%，前值+2.7%/+3.3%。③交易员：通胀掉期隐含美国 12 月 CPI 同比 +2.92%、环比+0.42%；Kalshi 网站隐含美国 12 月 CPI 同比/核心同比+2.9%/+3.3%、环比/核心环比+0.4%/+0.3%。12 月核心 CPI 结构的关注重点：①二手车分项增速能否回落，带动核心商品环比再度转跌。9-10 月核心商品环比转正，结束了此前连续 6 个月的通缩，而 11 月核心商品环比再度抬升，其中二手车 11 月环比+1.99%，依旧保持高位。而从先行指标看，领先二手车通胀 2-3 个月的 Manheim 二手车环比依旧为负，关注二手车是否在 12 月再度重回通缩，拖累核心商品 CPI。②自住房折算 OER 分项环比增速回落能否持续。11 月居住通胀环比降温，其中自住房折算 OER 分项环比由+0.4%大幅降至+0.23%，其主要受到纽约 OER 环比因数据收集问题而意外大幅下跌（0.67%→0.28%）的影响，其持续性有待观察。若居住通胀在 12 月延续回落，则将进一步缓解居住通胀带核心通胀黏性带来的压力。③薪资通胀与核心服务通胀黏性的相关性。11 月超级核心通胀环比由+0.31%升至+0.34%，而剔除酒店住宿的非居住核心服务通胀环比由+0.30%降至+0.19%，环比连续 2 个月回落。12 月非农数据显示时薪环比由+0.4%降至+0.3%，关注其能否带动 12 月非居住核心服务通胀延续降温，缓解通胀黏性压力。海外经济：美国经济延续强劲。本周公布的美国 ISM 服务业 PMI、一揽子就业数据整体好于预期，其中 12 月非农就业大超预期强劲，令降息预期大幅延后。景气指数方面，12 月 ISM 美国服务业 PMI 录得 54.1，预期 53.5，前值 52.1。其中，支付价格指数由 58.2 飙升至 64.4，预期 57.5；

新订单指数 54.2，前值 53.7。就业方面，11 月美国职位空缺数录得 809.8 万，高于预期的 774 万，前值由 774.4 万上修至 783.9 万。12 月美国 ADP 私营部门就业+12.2 万人，预期+14 万，前值+14.6 万。12 月新增非农就业+25.6 万，预期+16.5 万，前两个月新增非农合计仅下修 0.8 万；失业率从 4.2% 意外回落至 4.1%，且从数据细分结构上很难看到明显的的数据瑕疵。我们认为，100bps 降息的后劲儿与企业抢出口共同推动了 12 月美国劳务市场的意外走强（详见报告《强非农后，紧货币与强美元还能持续多久？》）。在好于预期的 ISM 服务业 PMI、进出口和零售贸易数据发布后，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+2.45% 上调至最新的+2.73%，在周五非农数据发布后，纽约联储 Nowcast 模型将预测值大幅上调至+2.36%。海外流动性：美元流动性边际缓和，英债市场巨震。数量指标方面，截至最新 1 月 10 日，纽约联储接收逆回购规模 1788 亿美元，较上周大幅下降；截至 1 月 8 日，银行准备金规模录得 3.33 万亿美元，较上周的低位回升。价格指数方面，截至 1 月 10 日，SOFR 与 o/n RRP 利差录得 0.05%，显示 12 月末货币市场的季节性紧张状况显著改善。金融条件方面，受美债利率和美元持续上行、美股下跌影响，最新彭博金融条件指数录得 0.623，较上周再度收紧。海外流动性方面，出于对财政预算案有关增加税收和财政赤字的担忧，叠加近期英国财政部公布的 3000 亿英镑超预期国债发行计划，对财政可持续性和政府债务的担忧、以及近期通胀居高不下的压力在本周引爆英国国债市场，10 年期英国国债利率飙升至 4.84%，30 年期国债利率上破 5.4%，均超过 2022 年 10 月英国养老金危机时期水平。同时，英镑汇率、英国股市大跌，英国市场遭遇股债汇三杀。在全球范围内政府债务问题频发、美国政府债务上限豁免期即将于 1 月中旬再度面临到期的背景下，因发债可持续性带来的流动性冲击或在未来更频繁地出现，推动长期国债利率居高难下。风险提示：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；通胀下行速率不及预期。

（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 20250112: 如何补充央行暂停买债的流动性缺口

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 1 月 12 日，本周 ECI 供给指数为 50.47%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 50.04%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.47%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.42%，较上周回升 0.02 个百分点。月度 ECI 指数：从 1 月第一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 49.92%，较 11 月回升 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.04%，较 12 月回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.47%，较 12 月回落 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.42%，较 12 月回落 0.04 个百分点。从 ECI 指数来看，受春节假期临近影响，1 月初工业生产景气度整体呈现回落态势，而需求端则有所分化，服务消费和食品价格有所回暖，乘用车零售和地产销售则边际回落，后续需重点关注春节期间消费数据修复情况。工业生产方面，节前主要行业开工率整体呈现季节性回落态势，且在春节错位情况下同比回落幅度或较大；消费方面，受部分地区以旧换新补贴暂停的影响，乘用车零售景气度明显回落，但部分需求或转移至新年，支撑后续社零修复；地产方面，1 月份以来主要大

中城市地产销售面积有所回落，但同比仍录得正增长，此外本周房建项目资金到位率延续回暖，指向后续地产投资降幅或逐步收窄。ELI指数：截至2025年1月12日，本周ELI指数为-1.48%，较上周回落0.31个百分点。央行暂停国债净买入，或启动其他工具平抑稳定资金面。即将进入1月中下旬，资金面扰动因素开始增多：（1）从月初至今的票据利率走势看，1月份贷款投放冲动较强，在“化债”1月上旬尚未形成明显影响的情况下，新增贷款景气度不低，消耗银行资金、减少拆出规模；（2）1月15日有高达9950亿元MLF到期，尽管规模上不及2024年12月，但是去年下半年央行扩大国债净买入和买断式逆回购规模，冲销了MLF净回笼对资金面的影响，可本月央行宣布暂停国债净买入，资金投放渠道如折一臂，如何冲销到期MLF对流动性的拖累是市场关注的重点；（3）1月28日将迎来春节假期，本月春节因素和月末因素叠合，且发生在缴准日之后，市场也将瞩目货币政策如何平熨跨月/跨假期的资金面扰动。在国债净买入暂停操作、中旬发行离岸央票“稳汇率”等背景之下，1月中下旬货币政策或选择开展14天期逆回购、扩大买断式逆回购规模甚至“降准”来稳定资金面，对于“降准”来说，预计观察窗口期或在1月25日前后。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）

2024年12月美国非农数据点评：强非农后，紧货币与强美元还能持续多久？

核心观点：100bps降息的后劲儿与企业抢出口共同推动12月美国劳务市场意外走强，且从数据细分结构上很难看到明显的数据瑕疵。数据公布后，交易员将首次降息预期延后至9月，美债利率与美元指数飙升，但市场对时薪增速意外回落的选择性忽视、美股的下跌与黄金的迅速反弹意味着不同交易员对未来的分歧。短期看，1月15日公布的CPI与20日特朗普的就职演讲料延续强经济→紧货币→强美元交易叙事，高企的美债利率仍易上难下；中期看，2-5月的非农和CPI或连续走弱，强美元交易或迅速反转，降息仍可能前置至3月；长期看，特朗普政策组合仍意味着美国通胀更大的不确定性和上行风险。12月非农就业：不光是表观数据大超预期，细看就业结构也无懈可击。美国12月新增非农就业+25.6万，预期+16.5万，前值由+22.7万下修至+21.2万，前两个月新增非农合计下修0.8万人。同时，失业率从4.2%回落至4.1%。12月非农的强劲不仅体现在表观的新增非农与失业率上，数据结构也没有明显瑕疵：①不同口径下新增就业均明显增长。12月CES问卷企业端新增非农就业+25.6万，CPS问卷居民端增加就业+47.8万，与CES统一口径的调整后CPS新增就业+10.2万；非农私营口径下，ADP、CES、CPS分别新增就业+12.2、+22.3、+50万，并未出现以往就业报告中“此消彼长”的情况（例如非农增长、但CPS就业大减）。②居民就业和失业结构改善。从就业结构上看，12月新增的47.8万居民就业中，私营非农的全职、兼职就业分别新增8.7、24.7万，这也导致全职就业同比增速自2024年2月转负以来首次转正，12月最新录得+0.33%。从失业结构上看，12月减少的23.5万失业者中，有16.4万来自永久失业（失业27周以上），是本月失业减少的最大贡献，永久失业者占比也由26.27%回落至24.79%。③数据质量继续改善。12月CES问卷首次反馈率为68.4%，前次为67.4%，较此前50-60%的反馈率有明显改善。同时，本月公布的前两个月合集修正幅度为-0.8万，修正幅度较小，与数据质量的改善交叉印证。当

然，12月就业数据仍有少许薄弱环节：①制造业就业显著走弱，服务业仍是主力。教育医保、休闲餐旅、商贸运输分别新增就业8、4.3、4.9万人，仍是12月就业增长的主力，而制造业就业环比-1.3万，其中耐用品制造业-1.6万，是主要拖累，在上月机动车罢工结束后，制造业就业延续弱势。②就业扩散指数环比回落。1年期非农就业扩散指数本次录得59，较前值62回落；1个月、3个月扩散指数亦出现不同程度下行，表明就业减少的行业数量仍多于就业增长的行业；③供需缺口抬升的同时时薪增速回落。12月劳务总需求增加73.7万，总供给增加24.3万，共同带动供需缺口由71.8万再度回升至121.2万。供需均衡下，12月时薪环比+0.28%，预期+0.3%，前值+0.37%；同比+3.93%，预期+4.0%，前值+3.97%；生产&非管理岗时薪环比+0.2%，前值+0.3%；同比+3.76%，前值+3.87%。供需缺口走阔很大程度受职位空缺走高影响，其持续性有待观察；时薪增速走弱在结构上主要受机动车、IT行业拖累，且市场（尤其是美股）并未交易时薪增速的走弱。 劳务需求：100bps的降息与抢出口效应带动12月就业走强。①100bps降息的后劲儿。2024年9月以来美联储已累计降息100bps，利率限制性水平的缓解对需求的提振在近期12月经济数据中已有所体现，包括利率敏感的房地产销售的回暖、核心耐用品订单环比超预期增长、服务业PMI就业指数维持高景气等，叠加特朗普政策对企业乐观情绪的提振，共同带动就业需求景气的复苏。②抢出口带动部分行业就业增长。12月新增25.6万的非农就业中，零售贸易新增4.3万，其中与对华出口密切相关的服饰、文娱用品行业就业分别新增2.3、1万人。这些行业特征也与近期美国ISM制造业报告、库存数据中的一些细节交叉验证：12月ISM制造业PMI库存分项显示，美国制造业企业出于对担心潜在关税的担忧开始加速累库（图14）；最新库存数据显示，美国服饰行业库存同比增速从底部加速修复（图15）。 市场反应：不合理的美股与黄金。就业强→货币紧交易带动美元指数、美债利率飙升，但市场交易存在两个不合逻辑的地方：①时薪超预期的回落没有被交易，这本应部分缓解市场对通胀黏性的担忧，但显然大类资产选择性地忽视了这一点。市场可能在短期内过度担忧特朗普驱赶非法移民对工资通胀黏性的强化。②美股的持续下跌与黄金的迅速反弹。强就业+弱时薪的组合理应带来美股上行、黄金下行的走势，但这两个资产价格对非农的反应明显与基本面相悖，关注二者后续修正的风险。 市场策略：当前降息预期已极度悲观，强美元叙事的反转或在2月。短期看，虽然在12月强劲非农后，当前紧货币、强美元的预期已较为拥挤，但短期内或难有反转：1月15日公布的12月美国CPI（当前分析师预期CPI环比+0.3%，同比+2.9%）、1月20日的特朗普将发表就职演讲，TrumpDeal 2.0（宽财政+紧货币→强美元+高利率）料继续强化当前强美元的交易主线。中期看，金融条件与经济需求的动态影响仍然存在，美债利率可能在2月开始因非农和CPI的走弱而再度反转，例如2月初公布的1月非农数据将面临年度修正和基期调整，届时2024年非农或下修100万。长期看，特朗普的政策组合确实意味着美国通胀更大的不确定性和上行风险。综上，我们认为全年美联储货币政策节奏应先弱后强，2-5月进入阶段性的弱美元行情，美联储降息前置至3、6月，但25H2或阶段性暂停降息。 风险提示：市场波动风险；经济数据较预期过度偏离风险；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 20250110：两融余额企稳，小微盘指数下跌幅度大于大盘指

数

事件 A 股今日成交额较昨日略回升，两融余额企稳，小微盘指数跌幅大于大盘指数。沪指下跌 1.33% 至 3168.52 点，较 24 年末下跌 5.47%；创业板指下跌 1.76% 至 1975.30 点，较 24 年末下跌 7.76%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 1.25% 至 3732.48 点，较 24 年末下跌 5.14%；中证 500 下跌 1.60% 至 5369.28 点，较 24 年末下跌 6.23%。行业层面，有色金属下跌 0.40%，银行下跌 0.70%，机械设备下跌 1.04%，商贸零售下跌 4.22%，通信下跌 3.50%，社会服务下跌 3.24%。市场成交额为 11629.57 亿元，较前一交易日放量 334.52 亿元，北向资金总成交 1539.04 亿元；南向资金净买入 46.50 亿元。

板块方面，CMX 黄金期货价格拉升至 2700 美元/盎司，CMX 白银期货价格站上 31 美元/盎司，贵金属走强。英伟达发布新型 GeForce GPU，GPU 概念指数领涨，寒武纪股价创新高。昨日，马斯克宣布建立数千台 Optimus 机器人，机器人板块连续反弹，PEEK 材料概念紧跟机器人上涨。观点 短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息等不及预期带来的负面影响在逐渐平息，市场下行接近两融资金成本线后，市场流动性随两融规模收缩而收紧的局面有所缓解，今日市场成交额进一步回升。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**固收周报 20250112：央行暂停购债和“适度宽松”再解读的影响**

央行暂停购债和对“适度宽松的货币政策”的再解读将如何影响债券市场？1 月 9 日晚间，《金融时报》刊文，引业内专家对适度宽松的货币政策的解读，提示市场宽松力度或不可类比 2008 年。次日 1 月 10 日早间，央行公告称，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。受此消息影响，1 月 10 日，1Y 和 2Y 活跃券收益率分别上行 10bp 和 4.5bp，10Y 和 30Y 活跃券收益率则下行 0.75bp 和 2bp。央行暂停购债主要影响 3Y 以下短债。央行从 8 月份开始在网上公告开始买卖国债，8-12 月均为净买入，分别为 1000、2000、2000、2000、3000 亿元。在具体期限上并未公布，但 8 月份第一次公告时表示“买入短期限国债并卖出长期国债”，这和保持斜向上的收益率曲线的目标相吻合，因此暂停买入国债多影响短端。适度宽松幅度不及预期并不意味着流动性不充裕，但需要考虑与汇率间的平衡。央行创设的新工具，例如买卖国债和买断式逆回购，都是新增可以投放流动性的工具。买卖国债 8-12 月一共投放了 10000 亿元，从 10 月开始启动的买断式逆回购 10-12 月三个月的投放规模是 5000、8000、14000 亿元，一共 27000 亿元，宽松态度明显。但短期的汇率压力在决策中的权重上升，突破 7.3 甚至 7.4 超出可容忍区间，央行在香港发行史上最大规模央票已表明态度。短端调整或将影响长端，10Y 国债收益率若出现上行，则幅度约为 10bp。将 2024 年的行情分

成 8-11 月和 12 月两段，以央行开始买卖国债和降息预期发酵为界，8-11 月 10Y 国债收益率大约下行 20bp，在债券收益率中枢下行情况下，上行幅度多不及下行幅度，我们预计调整幅度约为 10bp，成为调整买入机会。美国 12 月失业率、劳动参与率、制造业与非制造业 PMI 指数、密歇根大学消费者信心指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0106—0110）海外美元、美债收益率在经历一周驻点后再度走高，正如我们在 1216—1220 观点中所述：“高利率、强美元自 2023 年以来一直被认为是压制国内权益表现的重要因素之一，目前这一因素边际有所加强，权益市场整体承压难以避免……”，自特朗普确定为美国下一任总统以来，美债 10Y 累积上涨约 50bp，其中尤其自 12 月份以来，多变的外部环境给全球市场带来了较大的不确定性。观点上我们仍看好美债、非美货币的左侧配置机会，以及黄金的右侧配置机会。本周美国非农就业报告发布后，新增非农就业数据远超预期，显示美国劳动力市场仍然强劲，同时 12 月 ISM 制造业 PMI 指数与非制造业 PMI 指数也均有上升。服务和原材料价格支付指数飙升，创 2023 年初以来新高，通胀或仍有持续的可能。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。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 月失业率超预期走低，劳动参与率走平，新增非农就业人数大幅超预期走高，2025 年 1 月 4 日首次申请失业救济人数走低，2024 年 12 月 28 日续领失业救济金人数回升。2025 年 1 月 10 日公布的美国 12 月失业率数据显示，12 月美国失业率（U3）为 4.1%，低于前值 4.2% 和预期值 4.2%。美国 12 月劳动参与率为 62.5 与前值 62.5% 和预期值 62.5% 持平。美国 12 月新增非农就业人数初值 25.6 万人，大幅高于预期的 16.5 万人与前值的 21.2 万人。从新增非农就业人数分项来看，新增私营部门非农就业人数回升至 22.3 万人，其中，服务部门新增就业 23.1 万，零售业和商业服务显著回升，分别上行 7.3 万人、1.9 万人，教育医疗、批发业、休闲酒店边际回落，分别下行 0.7 万人、0.7 万人、0.9 万人。商品部门 12 月非农就业转负，较上月回落 4.2 万人至 -0.8 万人，其中耐用品制造业存在较大拖累，边际下行 4.5 万人至 -1.6 万人，采矿业小幅回落，建筑业与上月持平。政府部门 12 月新增非农小幅上行 0.3 万人至 3.3 万人。2025 年 1 月 4 日首次申请失业救济人数减少至 20.1 万人，2024 年 12 月 28 日续领失业救济金人数回升至 186.7 万人。本次非农报告还对失业率进行了年度修正。值得注意的是，7 月份的失业率峰值最初报告为 4.3%，当时为美联储随后的降息奠定了基础，该失业率数据最新被下调，表明夏季时美国劳动力市场比之前认为的更具弹性。12 月份的非农就业报告全面稳健，表明美国就业市场在 2024 年下半年经历过恶化后，可能正在趋于稳定。非农数据发布后，市场对降息的预期下降。（2）美国 12 月 ISM 制造业 PMI 指数维持上行趋势，非制造业 PMI 制造业指数超预期反弹。1 月 7 日公布的数据显示，美国 12 月制造业 PMI 指数上行至 49.3，好于预期的 48.2 和前值的 48.4，维持上行趋势但仍低于 50，美国 ISM 制造业数据已连续 9 个月萎缩。美国 12 月非制造业 PMI 指数反弹至 54.1，高于预期的 53.5 与前值的 52.1，在 11 月 ISM 非制造业 PMI 指数出现下滑后，12 月出现了反弹。从分项来看，其中衡量原材料和服务业支付价格的指标上升逾 6 个点至 64.4，创 2023 年年初以来新高，服务业面临高成本的压力在增加；新订单指标上升 0.5 点至 54.2，与 2024 年均值一致；新出口订单微升 0.5 个点，达到 50.1，刚突破荣枯线；商业活动指标跳升 4.5 点，达到 58.2 的三个月高位；就业指标为 51.4，较 11 月略下跌 0.1 个点，变动不大，表明企业对现有员工数量

感到满意；积压订单单月下跌 2.8 个点至 44.3，这是积压订单连续第五个月下跌；在需求回暖的情况下，供应商交货时间放缓，该指数单月上涨 3 个点至 52.5，回到 50 上方；库存指标单月增加 3.5 个点，达到 49.4，仍处于萎缩区间，表明库存仍在下降，但下降速度明显减缓。库存情绪指标下跌，从 54.6 降至 53.4，表明受调查者认为库存仍高，但没有之前认为得那样高。商业活动回暖和订单增加均表明需求强劲，表明美国经济仍然有稳固的基础，同时价格指标的上调增加了对通胀粘性的担忧，或将预示着美联储更为谨慎的降息态度。（3）本周美联储 2025 年 1 月降息概率较上周下降。1 月 9 日，美联储理事鲍曼（Michelle Bowman）在对加州银行家们发表演讲时表示，她支持最近的降息举措，但认为没有必要再进一步降息。她认为，通胀率一直“令人不安地”高于 2%，这让她相信 12 月降息 25 个基点是当前周期的最后一次降息。鲍曼通常被视为鹰派官员。“我仍倾向于采取谨慎、渐进的方式调整政策。”鲍曼表示，她建议同事不要“预先判断”特朗普在关税和移民等问题上所采取的行动。她还表达了对政策过度放松的担忧，股市强劲上涨和美国国债收益率上升表明，利率正在抑制经济活动和通胀。同日，波士顿联储主席、票委柯林斯（Susan Collins）也对特朗普经济政策表达了相似的看法。她倾向于认为，2025 年的降息次数少于几个月前的预期。柯林斯强调需要保持耐心，她表示，她对利率的预期与美联储 12 月会议后官员发布的中值预测一致。这表明今年将降息两次，低于 9 月份预测的四次。“随着时间的推移，进一步放松政策是合适的，但可能比我 9 月份设想的要少一些，”柯林斯周三接受彭博新闻社采访时表示。“我认为，在我们考虑 2025 年的政策时，花时间真正耐心地全面评估数据——保持分析能力和耐心——很可能是合适的。”截至 1 月 11 日，Fedwatch 预期 2025 年 1 月降息 25bp 的概率下降至 6.4%，上周为 10.7%；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 2.6%，上周为 4.5%。风险提示：宏观经济增速不及预期、政策力度不及预期、地缘风险超预期。

（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 20250112：关注转债在资产组合中所扮演角色

本周（0106—0110）海外美元、美债收益率在经历一周驻点后再度走高，正如我们在 1216—1220 观点中所述：“高利率、强美元自 2023 年以来一直被认为是压制国内权益表现的重要因素之一，目前这一因素边际有所加强，权益市场整体承压难以避免……”，自特朗普确定为美国下一任总统以来，美债 10Y 累积上涨约 50bp，其中尤其自 12 月份以来，多变的外部环境给全球市场带来了较大的不确定性。观点上我们仍看好美债、非美货币的左侧配置机会，以及黄金的右侧配置机会。面临不确定性有增无减的当下，适度降低风险敞口以保持灵活性是优先选项，同时我们继续延续前期观点，在制定组合策略上我们继续建议：1）利用转债相对正股的非对称低波动。2）考虑纯债收益率和转债平价溢价率之间相关关系。3）对转债“资产荒”有所准备。具体展开可参考前两周表述。本周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、本钢转债、中装转 2、紫银转债、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、蓝帆转债、普利转债、好客转债。本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：美锦转债、核建转债、锋龙转债、万凯转债、龙星转债、百川转 2、希望转 2、兴业转债、科数转债、希望转债。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 20250111：绿色债券周度数据跟踪 (20250106-20250110)

观点 一级市场发行情况： 本周 (20250106-20250110) 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 99.81 亿元，较上周增加 94.81 亿元。发行年限多为 5 年；发行人性质为地方国有企业、民营企业、其他；主体评级多为 AAA 级；发行人地域为天津市、上海市、山东省、广东省等；发行债券种类为其他金融机构债、中期票据、交易商协会 ABN、私募公司债、超短期融资券、信贷 ABS、一般公司债、定向工具 (PPN)。 二级市场成交情况： 本周 (20250106-20250110) 绿色债券周成交额合计 471 亿元，较上周减少 40 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 257 亿元、165 亿元和 35 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 73.39%，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、公用事业和有色金属，分别为 176 亿元、101 亿元和 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 (20250106-20250110) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 24 越秀集团 MTN010 (绿色) (-0.8742%)、24 川能投 GN001 (-0.5416%)，其余折价率均在 -0.50% 以内。主体行业以房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以浙江省和北京市居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 20 山东债 20(0.9496%)、20 河南债 04(0.9424%)，其余溢价率均在 0.50% 以内。主体行业以金融和能源为主，中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市和广东省居多。 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)

固收点评 20250111：二级资本债周度数据跟踪 (20250106-20250110)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250106-20250110) 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 10 日，二级资本债存量余额达 43,631.75 亿元，较上周末 (20250106) 无变化。 二级市场成交情况： 本周 (20250106-20250110) 二级资本债周成交量合计约 1863 亿元，较上周增加 816 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 10 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：10.00BP、11.00BP、8.00BP；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：5.00BP、5.00BP、2.00BP；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：4.00BP、5.00BP、2.00BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周 (20250106-20250110) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例和幅度均大于溢价成交。折价个券方面，折价率前一的个券为 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，地域分布以天津市、福建省和浙江省居多。 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)

行业

推荐个股及其他点评

中国广核 (003816): 收购台山第二核电储备项目扩张, 2024 年上网电量同比+6.1%

投资要点 事件：公司公告，公司拟向中广核集团收购其全资子公司中广核台山第二核电有限公司 100% 的股权。公司公告 2024 年第四季度运营情况。自有资金收购台山第二核电 100% 股权，1 倍 PB 注入集团资产。公司拟向中广核集团收购其全资子公司台山第二核电 100% 的股权。中国广核上市前，中广核集团保留若干核电相关业务，包括仍处于相对前期或规划中的核电相关业务，集团就此作出了关于进一步避免同业竞争的承诺，将根据保留业务的发展情况，将上述保留业务转让给公司，公司享有对集团拟出售保留业务的优先受让权和收购选择权。此次，台山第二核电拥有的核电项目核准前的准备工作较为充分，集团将台山第二核电股权转让给公司。截至评估基准日，台山第二核电所有者权益账面价值为 12 亿元，此次交易作价 12.04 亿元，估值合理，储备核电项目扩张。在手项目充沛，即将进入加速投运阶段。截至 2024/12/31，公司管理 28 台在运机组（包含联营企业 6 台机组），子公司及联营企业合计装机容量 3179.8 万千瓦，2024 年公司新增 6 台机组获得核准，假设在手项目到 2030 年投产，确定性装机容量（含联营）将提升至 5113 万千瓦。从投产节奏来看，公司预计 2025-2029 年投产机组 1/2/2/1/1 台，稳定增长。截至 2024/12/31，惠州核电、苍南核电仍在集团体内，随着 2025 年惠州 1 号投运，2026 年惠州 2 号和苍南 1 号投运，集团资产加速注入。2024 年上网电量 +6.1%，防城港+台山贡献明显。2024 年子公司/子公司及联营上网电量约为 1790/2273 亿千瓦时，同比+7.1%/+6.1%，2024 年第四季度，子公司/子公司及联营上网电量约为 487/604 亿千瓦时，同比+13.3%/9.5%。分公司来看，2024 年，大亚湾/岭澳/岭东/宁德/阳江/防城港/台山/红沿河核电上网电量同比变动 -2%/+4%/-7%/+1%/+0%/+20%/+52%/+3%。电量稳定增长，防城港 4 号 2024 年 5 月 25 日投入商业运营，台山核电恢复，两个项目贡献明显。盈利预测与投资评级：我们维持 2024-2026 年公司归母净利润 118/123/133 亿元，2024-2026 年 PE 分别 15.3/14.7/13.6 倍（2025/01/13），维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

奥锐特 (605116): 原料药+制剂一体化转型初见成效, 打造多肽+寡核苷酸平台

投资要点 特色原料药+制剂一体化发展，有望贡献业绩增量：中短期内大量专利药到期，有望带动 API 需求增长。2013-2030 年间，全球药品中共有 1666 个化合物专利到期，根据 EvaluatePharma 统计，2020-2024 年间，具有到期风险的专利药呈急剧增加趋势，合计市场规模达 1590 亿美元。公司特色原料药品种储备丰富，女性健康类等品种仍处

在快速放量阶段，有望带动原料药主业稳健增长。同时公司积极推进一体化转型，首个一体化品种地屈孕酮片于 2023 年获批上市，2024H1 实现销售 9248 万元，放量迅速。公司“308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂项目（一期）”建成后将具备醋酸阿比特龙片 3000 万片/年和恩扎卢胺片 5000 万片/年产能，对应产值 2.79 亿元。在集采背景下，一体化品种具备显著优势。GLP-1 药物销售研发高景气，推动产业链扩容：主流 GLP-1 药物快速放量，具备成为新一代“药王”的潜力。司美格鲁肽 2023 年全球销售额超过 200 亿美金，同比增长超过 70%，2024 年前三季度合计销售 203 亿美元，同比增长 43%，有望成为下一代“药王”。替尔泊肽减重版 Zepbound 于 2023 年 11 月 8 日在美国获批用于减重。2023 年末两个月不到的时间，Zepbound 收入 1.76 亿美元，2024 年前三季度替尔泊肽合计收入 110 亿美元。司美格鲁肽在全球多地专利将于 2026 年到期，为多肽仿制药企提供机遇，同时带动原料药需求激增，全产业链高景气。然而多肽类药物合成复杂、规模化生产壁垒高，因此研发实力强、成本控制能力强的企业具备优势。公司司美格鲁肽主要采用发酵法，具备成本优势。公司从 2016 年开始建设合成生物学的平台，并以司美格鲁肽为目标，利用合成生物学技术对司美格鲁肽的底盘菌株的代谢通路进行了合理的优化，通过多基因串联表达提高 GLP-1 中间体的表达量，利用无机盐培养基协同批量补料策略实现 GLP-1 中间体的快速分离，提高了产品纯化效率，降低了司美格鲁肽原料药的成本。截至 2024 年 H1，公司已完成司美格鲁肽中试、杂质研究和成品方法学验证，已获得司美格鲁肽相关发明专利 4 项，在申请的发明专利 2 项，具有较好的技术和专利储备。口服剂型渗透率提升后，发酵法有望凭借成本优势成为主流。盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司总营收为 14.7/18.0/22.8 亿元，同比增速分别为 16.8%/22.1%/26.3%；归母净利润分别为 3.9/4.9/6.2 亿元，同比增速分别为 33.0%/28.3%/25.8%。2024-2026 年 P/E 估值分别为 20/16/12 倍；基于公司 1) 地屈孕酮制剂快速放量，后续抗肿瘤一体化品种有望上市；2) 特色原料药主业品种稳健增长，毛利率有提升空间；3) 司美格鲁肽原料药产能建设完成，2024 年开始贡献业绩增量；首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；制剂推广不及预期；地缘政治风险。

（证券分析师：朱国广）

广汽集团（601238）：2024 年业绩预告点评：业绩表现基本符合预期，合作华为持续推进

投资要点 公司公告：广汽集团发布 2024 年业绩预告，2024 年全年预计实现归母净利润为 8-12 亿元，同比-72.91%~-81.94%；预计实现扣非后归母净利润为-33~-47 亿元（2023 年同期为 35.7 亿元）。2024Q4 公司归母净利润预告中值为 8.8 亿元（2023Q4 为-0.82 亿元，2024Q3 为-13.96 亿元），扣非后归母净利润预告中值为-21.30 亿元（2023Q4 为-4.51 亿元，2024Q3 为-15.32 亿元）。业绩表现基本符合预期，竞争加剧背景下公司追加较多商政投入影响当期利润。1) 销量层面：公司 Q4 自主品牌销量同环比均改善，其中广汽乘用车/广汽埃安 Q4 批发销量分别为 13.76/14.81 万辆，同比分别 +24.4%/+14.8%，环比分别 +56.2%/+47.5%，其中埃安 RT 贡献较多销量增量；合资品牌 Q4 销量同比仍下滑，其中广汽本田/广汽丰田 Q4 销量分别为 16.15/22.01 万辆，同比分别-21.1%/-16.7%，环比分别+59.5%/+21.0%。2) 商务政策投入较多：为应对市场竞争，公司及投资企业在 2024 年追加销售补贴等商务政策的投入约 180 亿，影响公司归母净利润表现。设立 GH 项目公司，与华为合作加速落地。2025 年 1 月 10 日广汽集团发布公告，

公司将投资设立 GH 项目公司，注册资本为 15 亿元。计划以此项目公司为载体，与华为深度融合各自优势，通过联合定义和设计，在产品开发、营销策略以及生态服务等多个领域展开全面合作，打造基于全新架构、技术领先的全新的汽车品牌，首款产品定位于 30 万级豪华智能新能源车。双方合作加速落地。 盈利预测与投资评级：由于公司商政投入规模超我们预期，我们下调公司 2024 年归母净利润预期值至 10.7 亿元（原为 14 亿元），维持公司 2025/2026 年归母净利润预期为 41/54 亿元，对应公司 2024-2026 年的 PE 为 80/21/16 倍。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

创业黑马（300688）：版信通业务有望带动公司业绩增长，AI 帮助公司主业降本增效

投资要点 公司收购版信通，在 APP 登记确权市场中获得了重要布局：版信通通过采用区块链技术开展电子版权登记业务，为 APP 发放确权电子证书，在法律允许的框架内，为市场提供了高效、便捷的解决方案。其业务模式具有较高的利润率，主要得益于轻资产运营和代理销售模式，这使得公司能够在较小的人员规模下实现较高的收入和利润。 版信通未来的增长空间主要在于华为鸿蒙的重新认证和 AI 智能体的认证：华为鸿蒙系统同样也有着 APP 确权的需求，所有 APP 都有鸿蒙化重新确权的需求，未来市场空间较大。版信通未来最大的市场增量在人工智能的智能体，未来基于人工智能的智能体都需要进行确权登记，否则无法确认版权的唯一性，也很难预防盗版来保护自身权益，因此未来智能体一定需要确权登记。人工智能的智能体确权相比 APP 确权市场更大。 字节火山引擎和创业黑马合作帮助公司提升服务效率，降低人力成本：过往公司主业过于依赖人力，人力成本不断提升，导致企业整体利润难以提升。字节火山引擎将产品快速发展过程中积累的增长方法、技术能力和应用工具开放给外部企业，帮助企业构建体验创新、数据驱动和敏捷迭代等数字化能力。公司通过和字节的合作和自身大模型产品，成功实现了从传统人力服务业务向数字化、产品化、智能化服务的转型。不仅提高了服务效率和质量，还降低了成本，显著提升了公司的利润水平。 公司在鸿蒙培训、AI 科研辅导和 AI 人才培养项目均有布局，未来也将对业绩有所贡献：

1) 鸿蒙培训项目：公司与湖北方正人力资源集团合作，成立了合资公司，主要面向湖北地区高校学生开展鸿蒙培训。方正负责招生和场地，公司负责培训交付。2) AI 科研辅导项目：2024 年公司成立了 AI 科研辅导团队，为博士生、研究生、在校老师及科技工作者提供 AI 领域的科研辅导，帮助他们在核心期刊上发表论文。3) AI 人才培养项目：虽然目前还未大规模开展，但公司已经看到了 AI 人才培养的市场需求。未来计划切入这一市场，为不同层次的学生和科研人员提供培训服务，满足他们在 AI 领域的学习和发展需求。 盈利预测与投资评级：创业黑马积极跟进 AI 浪潮，加速中小企业 AI 化进程，由于公司自身的投入加大，我们将 2024-2026 年公司归母净利润由 0.6/0.9/1.3 亿元调整为 -0.61/0.63/0.89 亿元，对应当前股价 PE 为 -77/74/53 倍，由于公司在 AI 方面做出较多的布局，未来空间较大，因此我们维持“买入”评级。 风险提示：AI 进度不及预期，客户拓展不及预期，市场竞争风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

金龙汽车（600686）：2024 全年产销高兑现，收购子公司少数股权资

产整合接近尾声

投资要点 公司公告：金龙汽车 2024 年 12 月销量为 7297 辆，同环比分别+24%/+45%；产量为 6399 辆，同环比分别+20%/+37%。2024 年全年销量为 50104 辆，同比+19.07%；产量为 49356 辆，同比+13.68%。2024 年 12 月 18 日公司公告拟收购金旅 40% 少数股权，交易价格 4.1 亿元。24Q4 景气度持续提升，12 月产销突破新高。三季度公司受国内内需不足、出口交付节奏受海运费等因素压制的影响销量较淡。四季度以来随着以旧换新政策的加码以及海内外客车交付进入高峰期，金龙 12 月产销量同环比均实现较大增长。24 年 Q4 公司实现客车销量 17173 辆，同比+32.36%，环比+71.90%，其中大中客车销量 9862 辆，占比 57.43%，景气度持续提升，实现超预期增长。分区域看，根据中客网数据，2024 年公司大中客出口销量 12235 辆，同比+11%，出口仍旧取得不错的成绩。收购子公司少数股权，资产整合更进一步。公司拟收购金旅 40% 少数股权，接近十年的子公司股权梳理完毕，交易价格 4.1 亿元。2023 年金旅净利润 0.4 亿元，本次收购 1) 可以增厚归母净利润，2) 能够进一步加强联合采购力度实现整体性采购降本，3) 整合金旅生产基地有望降本增效。12 月海内外市场交付成果斐然。12 月初，金龙首批金龙 MC 陆地航母正式批量交付中联重科。12 月 11 日，金龙完成 100 辆纯电动公交车交付乌拉圭。12 月 16 日，金龙新能源公交批量交付宜昌（50 台）。12 月 24 日，金龙新能源重卡批量交付广西（70 台）。12 月 27 日，金龙 539 台纯电动公交车批量交付乌鲁木齐。海内外交付双增，体现公司强大的生产能力及市场拓展能力。以旧换新政策持续加码，2025 年公交高景气可期。2025 年 1 月 8 日国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，会中提出提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元，补贴力度比 2024 年更大。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营业收入为 210/238/268 亿元，同比+8%/+13%/+13%，维持 2024-2026 年归母净利润为 1.8/4.4/6.4 亿元，同比+134%/+153%/+45%，对应 PE 为 54/21/15 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

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>