

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-10

宏观策略

2025 年 01 月 10 日

宏观点评 20250108: “两新”政策加力扩围驱动市场回暖

A 股成交额回升, 创业板指下跌 0.98%, 上证指数上涨 0.02%。沪指上涨 0.02%至 3230.17 点, 较 24 年末下跌 3.63%; 创业板指下跌 0.98%至 2008.44 点, 较 24 年末下跌 6.22%; 风格指数方面, 代表大盘股的沪深 300 下跌 0.18%至 3789.22 点, 较 24 年末下跌 3.70%; 中证 500 下跌 0.42%至 5461.59 点, 较 24 年末下跌 4.61%。行业层面, 家用电器上涨 2.23%, 综合上涨 1.94%, 机械设备上涨 0.76%, 有色金属下跌 1.33%, 钢铁下跌 1.20%, 基础化工下跌 1.14%。市场成交额为 12576.29 亿元, 较前一交易日放量 1684.81 亿元, 北向资金总成交 2527.71 亿元; 南向资金净买入 121.70 亿元。

板块方面, 国务院政策例行吹风会强调以旧换新的家电产品类别增加, 进一步完善汽车置换更新补贴标准, 进一步将更新换代潜力大的电子信息、安全生产、设施农业等领域一并纳入补贴范围, 家电、汽车、机械设备板块走高。1 月 7 日, 中共中央、国务院发布关于深化养老服务改革发展的意见, 养老板块上涨。《意见》研究设立养老服务相关国家科技重大项目, 重点推动人形机器人、脑机接口、人工智能等技术产品研发应用, 叠加三星宣布 Ballie AI 机器人将于今年量产交付, CES 在人形、仿生领域, 各大厂商均有新品展出, 机器人概念股午后走高。低估值和高股息的优势仍存, 银行板块走强。观点

短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息不及预期等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, 今日市场成交额有所回升, 市场快速下行的趋势暂告一段落。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

固收点评 20250107: 银邦转债: 铝材+新能源, 抢抓机遇展新篇

我们预计银邦转债上市首日价格在 103.02~114.56 元之间, 我们预计中签率为 0.0034%。

固收深度报告 20250107: 美联储货币政策框架演变时期各资产表现及对国内启示—低利率时代系列(二)

各类资产对于货币政策框架调整的反应程度不一, 各有关键变量。从对货币政策框架调整的反应程度上来看, 国债>企业债>美元~黄金>股票>房地产。当前中国货币政策环境可以视作是 2008 年与 2013 年美国货币政策框架转变两个重要时间节点的结合体。一方面, “适度宽松的货币政策”和央行在二级市场买卖国债与美联储 2008 年接连降息和量化宽松有相似之处。另一方面, 诸如临时正逆回购等新型工具的设立与 ONRRP 和 IOER

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

形成的新型利率走廊可以类比。但中国的情况与美国也存在差异。首先，在政策工具的选择上，中国央行更加注重通过调整利率走廊的宽度、优化货币政策调控的中间变量等手段来实现目标。相比之下，美国主要依赖于大规模资产购买计划（QE）来影响经济。其次，在政策方向上，中国当前正处在货币政策宽松的周期，而 2013-2015 年的美国则经历了从量化宽松（QE）结束到加息的转变，即从极度宽松转向逐步收紧。因此，我们认为作为受货币政策框架调整影响最明显的国债，明年将受益于货币政策宽松方向下行，但同时由于央行引入了多种新型工具，短端利率将围绕 7 天期逆回购利率的政策中枢波动，这一控制力也将传导到长端，长端利率下行有底。

行业

推荐个股及其他点评

纽威股份（603699）：拟投资纽威流体二期扩产项目，助力高端化转型&长期成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 10.1/12.4/15.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 18/15/12X，维持“买入”评级。风险提示：若缺少原材料价格波动、人民币汇率波动、地缘政治风险

宏观策略

宏观点评 20250108：“两新”政策加力扩围驱动市场回暖

事件 A 股成交额回升，创业板指下跌 0.98%，上证指数上涨 0.02%。沪指上涨 0.02%至 3230.17 点，较 24 年末下跌 3.63%；创业板指下跌 0.98%至 2008.44 点，较 24 年末下跌 6.22%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.18%至 3789.22 点，较 24 年末下跌 3.70%；中证 500 下跌 0.42%至 5461.59 点，较 24 年末下跌 4.61%。行业层面，家用电器上涨 2.23%，综合上涨 1.94%，机械设备上涨 0.76%，有色金属下跌 1.33%，钢铁下跌 1.20%，基础化工下跌 1.14%。市场成交额为 12576.29 亿元，较前一交易日放量 1684.81 亿元，北向资金总成交 2527.71 亿元；南向资金净买入 121.70 亿元。

板块方面，国务院政策例行吹风会强调以旧换新的家电产品类别增加，进一步完善汽车置换更新补贴标准，进一步将更新换代潜力大的电子信息、安全生产、设施农业等领域一并纳入补贴范围，家电、汽车、机械设备板块走高。1 月 7 日，中共中央、国务院发布关于深化养老服务改革发展的意见，养老板块上涨。《意见》研究设立养老服务相关国家科技重大项目，重点推动人形机器人、脑机接口、人工智能等技术产品研发应用，叠加三星宣布 Ballie AI 机器人将于今年量产交付，CES 在人形、仿生领域，各大厂商均有新品展出，机器人概念股午后走高。低估值和高股息的优势仍存，银行板块走强。观点 短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息不及预期等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，今日市场成交额有所回升，市场快速下行的趋势暂告一段落。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 20250107：银邦转债：铝材+新能源，抢抓机遇展新篇

事件 银邦转债（123252.SZ）于 2025 年 1 月 7 日开始网上申购：总发行规模为 7.85 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 35 万吨新能源用再生低碳铝热传输材料项目（一期）。当前债底估值为 95.43 元，YTM 为 2.81%。银邦转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，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%、0.80%、1.50%、1.90%、2.30%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 3.63%（2025-01-06）计算，纯债价值为 95.43 元，纯债对应的 YTM 为 2.81%，债底保护较好。当前转换平价为 83.63 元，平价溢价率为 19.58%。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 14 日至 2031 年 01 月 06 日。初始转股价 12.52 元/股，正股银邦股份 1 月 6 日的收

盘价为 10.47 元，对应的转换平价为 83.63 元，平价溢价率为 19.58%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.09%。下修条款为“15/30, 85%”，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 12.52 元计算，转债发行 7.85 亿元对总股本稀释率为 7.09%，对流通盘的稀释率为 8.10%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计银邦转债上市首日价格在 103.02~114.56 元之间，我们预计中签率为 0.0034%。综合可比标的以及实证结果，考虑到银邦转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，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 103.02~114.56 元之间。我们预计网上中签率为 0.0034%，建议积极申购。银邦股份的主要产品为铝板带箔材，按产品用途主要分为铝热传输材料、多金属复合材料、铝钢复合材料及铝合金复合防护材料等。公司经过 30 多年的不懈努力，已发展成为我国铝压延加工行业的领先企业之一，拥有强大的研发能力、先进的制造设备、精密的检测仪器、先进的工艺流程和严格的质量管控体系，优质的产品获得了国内外客户的高度认可。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 21.80%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 21.80%。2023 年，公司实现营业收入 44.57 亿元，同比增加 12.99%。银邦股份营业收入主要来源于铝基材料业务，产品结构较为稳定。2021 年以来，银邦股份主营业务收入逐年增长，2021-2023 年铝基材料业务收入占主营业务收入比重分别为 92.99%、95.67%和 94.12%，同时产品结构较为稳定，铝材以外业务规模占比较小，装备制造、其他产品的业务收入占比保持在 5%以下。银邦股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、财务费用率和管理费用率均逐年下降。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 1.45%、0.72%、1.27%、1.67%和 1.42%，销售毛利率分别为 9.82%、12.33%、10.88%、9.52%和 10.51%。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)

固收深度报告 20250107: 美联储货币政策框架演变时期各资产表现及对国内启示——低利率时代系列（二）

观点 美联储货币政策框架转变的两大重要节点：（1）重要节点一：2008 年经济危机后，实施量化宽松。金融危机前，美联储依赖对准备金的需求与供应的事先预测，使用公开市场操作作为主要的货币政策工具。此时，美联储货币政策框架被称为走廊体系（Corridor System），走廊体系上限为再贴现利率，下限为存款准备金利率。全球金融危机爆发后，美联储使用了一系列非常规货币工具为金融机构注入流动性，美国银行体系从“稀缺准备金”转向“充足准备金”，即“量化宽松”。具体措施包括购买房利美、房地美，以及联邦住房贷款银行发行的 MBS 等一系列流动性投放工具、收购较长期美国国债等。（2）重要节点二：2013 年由“走廊”转变成“地板体系”，再形成新“走廊”。2013 年 9 月，联邦公开市场委员会采用了一种被称为 ON RRP 的工具，该工具可供广泛的货币市场贷款人使用。2015 年 3 月，美国联邦公开市场委员会正式将 ON RRP 设定为联邦基金目标利率区间底部，与存款准备金利率组成一种特殊的利率走廊——利率“双下限”体系。ON RRP 工具在为 EFFR 提供下限方面非常有效。两个重要节点各类资产的表现：我们将以联邦基金利率，即美联储主要调控的利率为线索，展开对于各类资产表现的讨论。第一个美联储货币政策框架演变的重要时间节点是 2008 年，美国开创性地实行了量化宽松（QE）

政策，将联邦基金利率降至较低水平。另外，自 2008 年 10 月 1 日起，美国国会赋予美联储向银行支付准备金利息的权利。第二个美联储货币政策框架演变的重要时间节点是 2013 年，这个时间点有两重特殊的含义，一是 ON RRP 推出，二是经历了第三轮量化宽松从削减 QE 到结束 QE 的过程。在整个 Taper 的过程中，联邦基金利率并未出现剧烈波动，部分得益于美联储新设立的“地板体系”框架调控得当。

国债：在第一个重要时间节点上，量化宽松政策（QE）出台，以 1 年期美债收益率为代表的短端利率随着 EFFR 维持在低位，但以 10 年期美债收益率为代表的长端利率仍然会随着经济复苏和通胀上行的预期存在波动。在第二个重要时间节点上，Taper 和 ON RRP 工具的作用交织，共同影响短端和长端利率。一方面，ON RRP 的引入为市场（包括非银机构）提供了一个无风险的最低利率保障，投资者在选择标的时，会以 ON RRP 利率作为参考，由 IOER 和 ON RRP 组成的新型利率走廊能够有效控制短端利率，令其维持相对稳定。另一方面，长期美债收益率受 Taper 进程的影响较大。

企业债：企业债收益率不仅受到无风险收益率（国债收益率）的影响，还受到信用风险溢价的影响。在第一个重要时间节点上，经济前景存在极大不确定性，虽然美联储采取了宽松的货币政策，于 2008 年 10 月 8 日降息 50bp，令 EFFR 快速下降，但信用风险溢价仍在上行，使企业债收益率快速上升。在第二个重要时间节点上，由于 Taper 预期指引较为明确，且引入了 ON RRP 利率这一利率走廊“新底”，令长端和短端利率都能够得到更好地控制。

股票：股票与利率之间的关系可以分成两个阶段，一是因为经济预期的变动而产生的“股债跷跷板”；二是当利率下降到低位时，出现“股债双牛”现象。在第一个重要时间节点上，股债之间的关系表现为“股债跷跷板”，利率因接连降息至零利率和量化宽松下降，而股票因金融危机爆发，风险偏好降低而下跌。在第二个重要时间节点上，在整个缩减购买计划的过程中（包括 2013 年预告和 2014 年实际执行），股票均上涨。美联储考虑结束量化宽松正是因为经济出现了好转的迹象，且由于引进了 ON RRP，美联储对于利率的调控手段增加，股票估值相较于分母端的利率上行，更多体现了分子端的盈利上行。

房地产：利率下调对于房地产的作用仅仅是“托底”，房屋价格和销售量的上行需要等到库存的去化，低利率环境带来的贷款成本降低仅仅是助推剂。2008 年，随着房地产泡沫的破裂，美国住房市场指数和房价指数均呈现下降趋势，表明住房交易量和价格均大幅降低。美联储实施量化宽松政策后，30 年期抵押贷款利率从 2008 年 7 月 24 日 6.63% 的高位下降到 2012 年 11 月 21 日的 3.31%，但对于住房交易量和价格的推动作用仍不明显。直到 2009 年，美国开始了进入住房去库存周期，这导致了房屋库存的减少，加之在低利率环境下，购房者的贷款成本降低，增加了购房的吸引力，从而推动了房地产市场的需求。

美元&黄金：美元指数随着美联储货币政策的宽松和紧缩波动，若货币政策收缩，则美元指数上行，反之美元指数下降，而与利率走廊的调控关系较弱。黄金走势与上文所说的美元指数相反，同样受制于美联储货币政策的预期。各类资产对于货币政策框架调整的反应程度不一，各有关键变量。从对货币政策框架调整的反应程度上来看，国债>企业债>美元≈黄金>股票>房地产。当前中国货币政策环境可以视作是 2008 年与 2013 年美国货币政策框架转变两个重要时间节点的结合体。一方面，“适度宽松的货币政策”和央行在二级市场买卖国债与美联储 2008 年接连降息和量化宽松有相似之处。另一方面，诸如临时正逆回购等新型工具的设立与 ON RRP 和 IOER 形成的新型利率走廊可以类比。但中国的情况与美国也存在差异。首先，

在政策工具的选择上，中国央行更加注重通过调整利率走廊的宽度、优化货币政策调控的中间变量等手段来实现目标。相比之下，美国主要依赖于大规模资产购买计划（QE）来影响经济。其次，在政策方向上，中国当前正处在货币政策宽松的周期，而 2013-2015 年的美国则经历了从量化宽松（QE）结束到加息的转变，即从极度宽松转向逐步收紧。因此，我们认为作为受货币政策框架调整影响最明显的国债，2025 年将受益于货币政策宽松方向下行，但同时由于央行引入了多种新型工具，短端利率将围绕 7 天期逆回购利率的政策中枢波动，这一控制力也将传导到长端，长端利率下行有底。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

推荐个股及其他点评

纽威股份（603699）：拟投资纽威流体二期扩产项目，助力高端化转型&长期成长

投资要点 拟自筹资金约 5 亿元扩产工业阀门，中高端产能进一步扩张 2025 年 1 月 8 日公司发布公告，拟以不低于 5 亿元的自筹资金，投资于纽威流体二期扩产项目，计划建设约 2 万平方米的生产厂房及配套设施，扩增 2 条以上工业阀门生产线等，预计 2027 年 6 月建成投产。纽威流体为纽威股份全资子公司，2018 年末成立，2020 年投建通安特殊阀工厂，聚焦适用于严苛工况和特殊应用领域的蝶阀、锻钢阀及其他特殊阀种，并于 2023 年投产，为公司进入海工造船等下游、产品高端化转型、及我国高端阀门进口替代持续做出贡献。本次投资项目为纽威流体二期，公司中高端产能有望进一步扩张。核心原材料、海外产能有序扩张，助力增长+彰显信心 近年来公司配套核心铸件、海外产能有序扩张：（1）2023 年 12 月公司公告，拟于沙特设立全资子公司，提高于中东市场竞争力；（2）2024 年 6 月公司公告，拟对外投资设立越南子公司，进一步提升越南工厂产能，提高公司应对北美潜在关税风险等能力；（3）铸件为影响阀门性能的核心部件之一，2024 年 8 月公司公告，拟以自有资金 2.2 亿元扩产精密铸件产能，建成后年产碳钢精密铸件 5000 吨、不锈钢精密铸件 5000 吨。海外+核心零件资本开支将助力公司中长期成长，也彰显了公司的成长信心。新任高管激励充分，海外拓展+新品布局逻辑延续 2022 年末新任管理团队上任以来，纽威业务进入高速拓展期：（1）把握“一带一路”倡议&中资 EPC 出海机遇，积极拓展海外油气市场，大客户份额稳中有升，（2）积极拓展海工造船、水处理、核电等新兴下游，订单表现亮眼。（3）公司拟以年为维度滚动实施股权激励，团队积极性高。展望未来，纽威股份作为获行业、大型跨国集团认证批准最多的国产工业阀门龙头，先发优势明显，市场地位稳固，看好公司长期成长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 10.1/12.4/15.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 18/15/12X，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动、人民币汇率波动、地缘政治风险

（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>