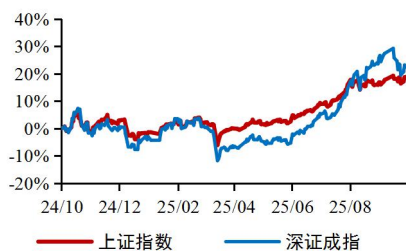


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 24 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,922.41	0.22
深证成指	13,025.45	0.22
沪深 300	4,606.34	0.30
中小板指	7,995.26	0.13
创业板指	3,062.16	0.09
科创 50	1,401.26	-0.30

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解-25 年 9 月国内煤价上涨带动进口量提升

【行业评论】通信：周跟踪（20251013-20251019）-博通首发 800G 网卡和 102.4T CPO，ESUN 打开以太超节点交换大空间

【山证农业】温氏股份 2025 年 3 季报点评-Q3 肉鸡业务环比改善，负债率进一步下降

【公司评论】(0)：泰凯英(920020.BJ)-工程子午轮胎领域的精特新“小巨人”

【公司评论】骄成超声(688392.SH)：骄成超声深度报告-超声波技术平台型企业，多领域布局迎来突破

【山证纺服】波司登公司快报-推出高级都市线 AREAL 系列，坚持产品创新

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解-25年9月国内煤价上涨带动进口量提升

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 数据拆解：

- **进口煤量收缩趋势继续放缓，进口价下降。**进口量方面，1-9月累计增速实现-11.1%，累计进口煤量仍然呈现收缩趋势；尽管进口煤当月同比连续7个月保持负增速，但同比负增速持续边际放缓、环比增速较快，其中9月进口煤同比降3.34%、环比增7.63%。分煤种来看，仅无烟煤环比负增长，同比方面仅炼焦煤正增长。动力煤环比增量主要来自印尼；炼焦煤环比增量主要来自俄罗斯和澳大利亚；褐煤环比增量主要来自印度尼西亚；无烟煤环比减量主要来自俄罗斯。价格方面，9月当月全煤种进口价格实现68美元/吨，维持同比回落趋势，9月当月环比增2.05美元/吨。分煤种看，全煤种进口价格较去年同期均有较大幅度下降，9月当月炼焦煤、无烟煤和褐煤进口价格均环比增加。

➤ 点评与投资建议：

- **国内缺口提振进口需求。**9月内贸煤价格先跌后涨，国内原煤产量同比维持收缩走势，但环比小幅增长。尽管如此，国内缺口仍对进口煤需求有所提振。结构上看，9月延续6月以来的进口煤复苏走势，本月仅无烟煤环比减少。
- **价差有望继续拉动进口，关注海外价格走势。**进口价格走势在一定程度上显示出国内需求带动海外价格提升，9月多数煤种已经出现环比提升的趋势。反内卷政策持续发酵，国内煤价10月上涨超出市场预期，也超过进口煤的涨价幅度，因此预计内贸煤和进口煤价差将继续走扩，有望继续带动进口量提升。
- **建议关注：**看好四季度煤炭板块投资机会，煤炭弹性品种排序靠前。4季度业绩或好于3季度，板块具备配置价值。迎峰度夏期间，煤价超预期上涨，但长协倒挂表观解除后，仍有部分长协比例未能兑现，因此销量修复或将持续至四季度。随着“反内卷”相关政策落地，四季度国内煤炭供应增量预期有限，煤价向下有所支撑。而四季度迎峰度冬，需求可期，预计均价也将在一定程度上环比修复。当前板块整体估值已经较低，近期市场风格切换需求提升，煤炭具备补涨动力，板块逢低可增配，优选弹性品种。关注【晋控煤业】、【山煤国际】、【华阳股份】。炼焦煤方面，金九银十需求预期不差，若有供给扰动，价格或超预期反弹，关注【潞安环能】、【山西焦煤】。
- **风险提示：**国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【行业评论】通信：周跟踪（20251013-20251019）-博通首发800G网卡和102.4T CPO，ESUN打开以太

超节点交换大空间

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向:
- 1) 博通发布首款 800G AI 网卡 Thor Ultra, 1.6T 光模块即将规模上量。10 月 14 日, 博通发布业界首款 800G AI 以太网网络接口卡 Thor Ultra, 通过采用 UEC 超以太网联盟规范, 成为开放生态 AI 组网的最佳选择。Thor Ultra 具备多路径、乱序数据包交付以及选择性重传、拥塞控制功能等高级 AI 网卡功能, 支持长距离无源铜缆直驱的 200G 或 100G PAM4 SERDES、PCIE Gen6*16 主机接口。这意味着, Thor Ultra 可提供 200G*4 和 100G*8 两种调制工作模式, 前者适用最新的 102.4T TH6 交换机和 1.6T 光模块, 后者也可与 TH6 进行多平面组网拓展 GPU 的 IO 带宽和集群规模。目前, 支持 200G SERDES 的网卡主要是英伟达 CX8, Thor Ultra 的推出有利于开放以太网生态加速构建 1.6T 组网的大规模 Scaleout 网络。
- 2) 博通首发 102.4T CPO 交换机 TH6-Davisson, 2026 或为 CPO 规模出货元年。根据讯石报道, 10 月 8 日, 博通第三代 CPO 以太网交换机 Tomahawk6 Davisson 开始出货, 作为业界首款 102.4T 以太网 CPO, 增强了链路稳定性和能源效率, 可以实现先进的 AI 集群纵向和横向扩展网络光互联。根据博通宣称, 通过基于台积电 COUPE 硅光引擎与先进基板级多芯片封装异质集成, 光互连功耗较可插拔光模块降低 70%, 并且链路抖动性显著改善, 这在第二代 TH5-Bailly 中已得到部分客户验证。TH6-Davisson 将以 200G SERDES 运行, 集成 16*6.4T DR 光引擎, 可与基于 DR 的光模块和 LPO、CPO 无缝互联。Davisson 支持 512 个 XPU 的 Scaleup 互联, 以及两层网络下支持 10 万卡 XPU Scaleout 互联。在英伟达和博通的推动下, 我们认为 2026 年将是 CPO 批量部署的元年, 将带动光引擎、光源、FAU、MPO 等关键组件的“加单行情”。同时市场担心 CPO 会对可插拔光模块主流厂商的市场规模造成冲击, 我们看到至少到 2027 年, 1.6T 光模块仍然是 AI 集群部署主流, 核心的逻辑在于 XPU 的带宽快速提升 (比如 CX9 网卡配比提升以及 400G 升 800G), CPO、OCS 仍然是在光模块产能供不应求的情况下做的探索和补充。虽然展望更长时间, 全光 Scaleup 以及更大 Radix Scaleout CPO 是确定性趋势, 但产业链目前也正在开放解耦, 未来光模块厂商在可插拔光引擎、FAU、MPO 方面也必将成为重要供应商。
- 3) 北美 OCP 峰会期间 ESUN 以太网超节点联盟亮相, 未来或打开以太交换芯片巨大市场。在上周的 OCP 峰会期间, ESUN (Ethernet for Scaleup Networking) 联盟亮相, 成员包括 AMD、Arista、ARM、博通、Cisco、HPE、Marvell、Meta、微软、英伟达、OpenAI、Oracle 等。ESUN 是面向 AI Scaleup 的开放协议规范, 目标挑战 AI 集群内部被 NVLINK 等专有协议垄断的高速互联市场。我们看到, 与 UALINK 不同的是, ESUN 得到了英伟达、博通的支持, 而“星际之门”的主要金主 OpenAI、Oracle 也表达了浓厚兴趣。这一趋势表明, 在超节点产业规模迅速扩大的背景下, 主要 CSP 呼吁统一开放的协议规范降低成本扩大量产, 以太网较 UALINK 在芯片、协议更成熟, 较 NVLINK 更开放。我们认为,

当前时间，Scaleup 市场百花齐放的局面还将持续一定时间，未来 SUE、NVLINK、UALINK 等协议有望寻求一定程度的“妥协”和融合。如果 ESUN 成为长期标准，以太网交换芯片的市场规模将大大增加（从带宽上来看，Scaleup 是 Scaleout 的十倍量级，Lighcounting 等也预测 Scaleup 是光互联的重要增量）。同时我们看到在国内，华为也开放了灵衢总线的协议标准，移动组织各大国产 AI 芯片探索 OISA 标准，以太网也有望成为国内超节点的主流选择。

- 建议关注：1) 光模块：中际旭创、新易盛、天孚通信、剑桥科技、世嘉科技、嘉元科技、华工科技；2) CPO：天孚通信、源杰科技、光库科技、太辰光、致尚科技、锐捷网络；3) 以太交换芯片：盛科通信、中兴通讯、灿芯股份；4) 国产超节点服务器：华丰科技、意华股份、中兴通讯、紫光股份、浪潮信息、立讯精密。
- 市场整体：本周（2025.10.13-2025.10.17）市场整体下跌，上证综指跌 1.47%，沪深 300 跌 2.22%，深圳成指跌 4.99%，创业板指数跌 5.71%，申万通信指数跌 5.92%，科创板指数跌 6.16%。细分板块中，周涨幅最高的板块为云计算（+1.83%）、运营商（+1.03%）。从个股情况看，和而泰、中国电信、中国移动、中国卫星、金山办公涨幅领先，涨幅分别为+4.04%、+2.22%、+1.26%、+0.77%、+0.20%。电连技术、瑞可达、映翰通、广和通、意华股份跌幅居前，跌幅分别为-18.16%、-14.36%、-14.15%、-13.10%、-11.88%。
- 风险提示：
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【山证农业】温氏股份 2025 年 3 季报点评-Q3 肉鸡业务环比改善，负债率进一步下降

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 公司披露 2025 年 3 季报。公司 2025 年前 3 季度实现营业收入 757.88 亿元，同比-0.03%，归属净利润 52.56 亿元，同比-18.29%，EPS0.79 元，加权平均 ROE 为 12.40%，同比下降 5.37 个百分点。其中，2025 年 Q3 单季度实现营业收入 259.37 亿元，同比-9.76%，归属净利润 17.81 亿元，同比-65.02%。截止 3 季度末，公司资产负债率约为 49.41%，环比 Q2 继续下降。
- 公司 2025 年前 3 季度生猪销量 2766.77 万头（含毛猪、鲜品、仔猪），同比增长 28.32%，实现营业收入 459.41 亿元，同比增长 4.62%。2025 年上半年，受益于原料成本低位运行和养殖成本下降，生猪养殖行业整体处于盈利区域。进入 3 季度，虽然猪价在 9 月中下旬开始回落并进入行业平均亏损区域，但 3 季度行业整体仍有盈利。公司养殖成本在业内具有领先优势。
- 公司 2025 年前 3 季度销售肉鸡 9.48 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比增长 8.9%，实现营业收入 229.05

亿元，同比下降 6.37%。今年上半年，国内黄羽肉鸡市场价格较为低迷，行业盈利情况不佳。进入 3 季度，尤其是 8 月和 9 月，市场价格出现明显回升。公司 7、8、9 月的肉毛鸡销售均价分别为 9.89 元/公斤、12.15 元/公斤、13.53 元/公斤，销售价格水平比 Q1 和 Q2 有明显回升。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 67.21/101.59/125.73 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.53/1.89 元，当前股价对应 2025 年 PE 为 18 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 生猪和家禽疫情风险、原材料涨价风险、养殖基地遭遇自然灾害风险。

【公司评论】(): 泰凯英 (920020.BJ) - 工程子午轮胎领域的精特新“小巨人”

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- 泰凯英是一家专注于矿山及建筑轮胎的设计、研发、销售与服务的企业，其产品主要面向矿业、建筑业客户的轮胎替换需求以及工程机械制造商的轮胎配套需求，目前已形成了完善的产品体系，包括露天矿山轮胎、井下矿山轮胎、建筑轮胎、矿建混合轮胎等。公司是国家级专精特新“小巨人”企业，拥有泰科仕轮胎智能管理系统（TIKS），并逐步形成了本地化、数字化的服务体系。
- 工程轮胎和卡车轮胎行业与宏观经济紧密相关且市场潜力巨大。中国是世界最大轮胎生产制造国，其工程轮胎和卡车轮胎的出口对全球经济建设发展具有重要影响力。从数据来看，我国主要企业工程轮胎产量已从 2016 年的 200 万条跃升至 2022 年的 279 万条，2022 年出口量 84 万条，出口率达 30%，且 2022 年工程轮胎出口重量达 40 万吨，同比增长 30.65%。载重轮胎方面，我国主要企业载重轮胎产量从 2016 年的 7620 万条增长至 2022 年的 7772 万条，2022 年出口量 3898 万条，出口率从 37% 上升至 50%。全球工程机械设备配套市场、中重卡车辆配套市场、采矿业替换市场以及基础设施建设替换市场均对工程轮胎和卡车轮胎有显著需求，且“一带一路”倡议等政策推动了相关市场的发展，2023 年中国工程机械行业出口额同比增长 9.59%，头部企业海外营业收入占比提升。
- 泰凯英的核心竞争力体现在其基于用户场景化需求的产品开发能力以及品牌国际影响力。公司针对矿山建筑轮胎领域使用场景复杂多样、恶劣苛刻的特点，围绕用户实际使用场景要求，重点研究提高轮胎的多种性能边界以及不同性能组合，自创立以来就聚焦于矿山及建筑轮胎市场，注重场景化细分市场的洞察，随着对细分市场洞察的深度和广度的拓展，能够不断扩充细分场景，满足更多差异化需求。此外，公司自主品牌获得国际知名客户认可，在业内有较高的知名度，其产品已覆盖全球六大洲的 100 多个国家及地区，积极参与国际竞争，扩大了中国制造在全球市场上的份额，提升了中国轮胎品牌的市场地位。

- **投资建议：**公司 2022-2025H1 营业收入分别为 18.03 亿元、20.31 亿元、22.95 亿元和 12.42 亿元，增速分别为 21.18%、12.64%、12.99%、14.17%；公司 2022-2025H1 归母净利润分别为 1.08 亿元、1.38 亿元、1.57 亿元和 0.87 亿元，增速分别为 81.00%、22.84%、13.58%、10.37%。公司可比公司三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、玲珑轮胎 2024 年 PE 分别为 10.35X、11.57X、16.23X、11.97X、19.04X、12.88 X，均值为 13.67X。公司发行后股本为 22,125.00 万股，发行价对应发行后市值为 16.59 亿元，对应 2024 年市盈率为 10.59X，相较于可比公司略有折价。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；市场竞争风险；主要销售区域市场波动导致收入下滑的风险；国内配套业务市场收入波动风险；国外市场政策变化风险；轮胎原材料价格波动风险；公司业务经营无自主生产环节的风险；主要代工厂存在债务违约的风险；产品开发风险；毛利率波动风险；汇率变动风险。

【公司评论】**骄成超声(688392.SH)：骄成超声深度报告-超声波技术平台型企业，多领域布局迎来突破**

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **本土超声波技术平台型企业，业务迎来多点开花。**公司 2007 年成立以来聚焦超声波技术应用推广，下游场景包括动力电池、半导体、汽车、轮胎等。2025 年上半年实现收入 3.23 亿元，同比增长 32.50%；2025 年上半年实现归母净利润 0.58 亿元，同比大幅增长。公司连续两年研发费用率超过 20%，技术突破下带来业务多点开花。
- **锂电业务受益于下游复苏以及技术变革。**目前公司锂电业务主要系动力电池多层极耳焊接，单 GWh 需求金额在 100 万以上，绑定宁德时代、比亚迪等国内一线动力电池厂商，终端需求提升以及海外扩产背景下相关业务迎来复苏，公司积极拥抱动力电池新技术发展方向，复合集流体以及固态电池方向均有相关产品储备，且有一定客户进展，后续产业化加速有望带来订单增长。
- **半导体以及汽车业务受益于国产化加速推进。**2024 年线束业务同比增长 352.37%，半导体业务同比增长 195.66%，两项业务快速的发展抵消了锂电业务 2024 年下滑的压力，展望未来，线束业务在新能源汽车带动行业高压化发展趋势下，公司在莱尼、泰科电子、中航光电、沪光股份等行业内众多知名客户中份额有望逐步提升；半导体业务一方面针对功率器件市场，公司提供超声波键合机、超声波端子焊接机、超声波 Pin 针焊接机、超声显微镜等整套超声波应用解决方案，受益国产化率提升；另外针对先进封装发展趋势，公司推出先进超声波扫描显微镜、超声波固晶机等产品，且取得了一定订单，打开后续公司成长空间。
- **部件自制率高，耗材特征提供稳定现金流。**公司通过控制部分关键制造工序，依靠自身的标准化测试流程体系来保证基础部件的技术要求和一致性。制造出高性能的超声波部件（如发生器、换能器、声学工具）等，目前设备部件自制率较高。部件存在耗材特征，随着各行业设备保有量不断增加，公司配件业务规模有望稳定向上，成为现金奶牛业务。

➤ 盈利预测、估值分析和投资建议：

➤ 一方面区别于一般专用设备公司，公司坚持以超声波技术为核心平台化发展，逐步拓展在新能源电池、线束连接器、半导体及先进封装等不同领域的应用，业务成长逻辑不断重塑，公司将持续受益于下游新能源、半导体等行业发展和国产化率提高等因素驱动。另外一方面公司商业模式突出，随着锂电业务逐步复苏，汽车、半导体业务进入收获期，耗材配件业务稳健向上，配件业务良好的盈利能力和现金流带来公司经营的稳健性。我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 1.37/2.12/3.05 亿元，同比增长 59.5%/54.7%/43.8%，EPS 为 1.18/1.83/2.63 元，对应 10 月 22 日收盘价 113.30 元，PE 为 96/62/43 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示：

➤ 下游行业需求不及预期风险；技术失密风险；客户集中度高及大客户依赖风险；新产品拓展不及预期风险；减持及解禁相关风险等。

【山证纺服】波司登公司快报-推出高级都市线 AREAL 系列，坚持产品创新

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 10 月 20 日，公司官宣英国著名时装设计师 KIM JONES 担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监，携手推出波司登高级都市线 AREAL 系列，重新定义商务羽绒服概念。

➤ 事件点评

➤ 官宣前 Dior 男装设计师担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监，契合公司“专业羽绒+高品质设计”战略。英国著名时装设计师 KIM JONES，2011 年加入 LV，担任男装艺术总监，2018 年加入 Dior，担任男装设计师。10 月 20 日，公司官宣 KIM JONES 担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监，与波司登合作推出 AREAL 高级都市线，深度参与 AREAL 系列的全方位打造，包括设计、视觉艺术及全球营销策略。该系列瞄准高端商务时尚领域，采用可蜕变式叠穿设计，同时选用超轻高密柔肤面料等高品质材料，实现功能与美学的平衡。根据波司登天猫官方旗舰店，AREAL 系列产品定价 2399-3999 元。

➤ 公司坚持产品持续创新，分店态精细化运营。产品端，公司冬季产品继续打造泡芙、户外、极寒三大心智系列产品，泡芙系列产品在原有的经典系列基础上，陆续推出创新泡芙、大师泡芙、秀款泡芙，有望带动销售持续增长。极寒系列产品，在经典极寒、高端极寒基础上，推出轻量极寒系列，极寒系列收入规模有望突破 35 亿元。渠道端，近年来，公司持续优化店铺位置及门店形象，带动渠道结构升级，并通过打造“TOP 店”等店态，聚焦店铺销售规模稳健增长的同时，不断提升店铺经营质量。

- **旺季销售时间延长，近期多地降温刺激终端需求。**2025 年春节时间为 1 月 29 日，2026 年春节时间为 2 月 17 日，春节旺季销售时间延长 2 至 3 周，利于公司冬装销售，且公司快反机制优势显著，终端需求响应迅速。今年十一黄金周后，北京、上海等地迅速降温，根据中国天气网，预计 10 月 25-26 日，北方大部地区气温将下降 4 至 6℃，局地降幅可达 8℃，北方气温将在波动中维持偏低水平，10 月 30 日起，冷空气将自北向南影响中东部大部地区，有望刺激终端冬装消费需求。
- **投资建议**
- **公司持续深耕产品创新、致力渠道质量提升，今年旺季销售时间拉长，看好公司达成全年销售目标。**预计公司 2026-2028 财年净利润分别为 39.31/43.82/47.86 亿元，10 月 21 日收盘价，对应 2026-2028 财年 PE 分别为 13.2/11.9/10.9 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 羽绒服行业市场竞争加剧；雪中飞及冰洁品牌重塑不及预期；电商增速不及预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

