

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-22

宏观策略

2025 年 07 月 22 日

宏观量化经济指数周报 20250720：科创债 ETF 扩容加快结构性政策工具投放

科创债等直接融资市场的供给和需求有望继续扩张

海外周报 20250720：鲍威尔维护独立性令美联储 9 月难降息

核心观点：本周美国经济数据边际走强，“软数据”密歇根大学消费者信心指数与“硬数据”零售销售均好于预期，美股上行；特朗普关税威胁一度令美债利率抬升，但随后在通胀数据不及预期和美联储理事沃勒的鸽派发言带动下，降息预期升温，美债利率有所回落，10 年期美债利率全周升 0.62bps 至 4.416%。本周公布的 6 月美国核心 CPI 再度不及预期，主要由于①本轮美国贸易商通过前置商品进口和加大来自墨西哥的 USCMA 免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击；②关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。此外本周特朗普提前解雇鲍威尔的传闻令市场一度出现震荡，但考虑到法律流程的困难和鲍威尔任期即将结束，特朗普大概率不会耗费大量法律和政治资源来推动对任期即将结束的鲍威尔的弹劾流程。而鲍威尔在任期的最后时间内出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，或选择延后降息，这令美联储 9 月降息难度仍然较大，同时存在全年降息不及 2 次预期的可能。风险提示：特朗普政策超预期；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。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250720：周观：流动性驱动牛难撼动利率下行趋势，但制约空间（2025 年第 28 期）

本周债券收益率略有下行，部分修复上周因农商行购债限制而造成的收益率上行，但“股债跷跷板”短期内仍然制约收益率下行空间。对于“股债跷跷板”能否成为债市反转的逻辑，我们仍然强调两类股牛的区别，一类是基本面驱动牛，一类是流动性驱动牛，基本面驱动牛将造成风险偏好股债两类资产间的切换，而流动性驱动牛实际上对两类资产均构成利好。本周正逢 6 月经济数据公布和金融数据发布会，经济数据方面，房地产投资的拖累较深，且社零的支撑力度也有所下降，基本面驱动牛的逻辑需要三季度数据的验证，因此不会带来明显的“股债跷跷板”反转效应，但会导致债券收益率难以下行突破关键点位，预计 10 年期国债收益率将在 1.65%-1.7%，带来配置机会。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史经验不代表将来

固收周报 20250720：关于转债市场下半年的三点担忧

国内转债市场目前存在几方面担忧：1）25 年终将是转债净供给（继续）收缩的一年，伴随高价标的强赎退市，会否面临无债可配的局面，市场担忧会否重蹈 14、15 年覆辙；2）险资、理财止盈盘会否冲击转债上半年的高估值；3）权益是否会“侵占”转债仓位。

固收点评 20250719: 二级资本债周度数据跟踪 (20250714-20250718)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20250714-20250718) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20250714-20250718) 二级资本债周成交量合计约 2427 亿元, 较上周增加 572 亿元。

固收点评 20250719: 绿色债券周度数据跟踪 (20250714-20250718)

一级市场发行情况: 本周 (20250714-20250718) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 9 只, 合计发行规模约 85.79 亿元, 较上周减少 262.46 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250714-20250718) 绿色债券周成交额合计 523 亿元, 较上周减少 100 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

优必选 (09880.HK): 中标人形机器人最大采购订单, 机器人商业化进程加速

盈利预测与投资评级 我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元, 当前市值对应 PS 为 17/12/9 倍, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 人形机器人量产进度不及预期, 技术进步不及预期, 宏观经济风险

晶盛机电 (300316): 年产 60 万片 8 寸衬底拉晶基地奠基, 碳化硅衬底加速放量

事件: 7 月 20 日, 晶盛机电子公司宁夏创盛年产 60 万片 8 英寸碳化硅衬底片配套晶体项目开工仪式圆满举行, 此次开工的项目, 是继浙江基地和马来西亚槟城 30 万片产能基地之后又一重要落子。 晶盛机电深度布局国内外衬底产能, 规模效应提升公司竞争力: (1) 国内 90 万片拉晶产能: 公司现有拉晶产能 30 万片, 其中 25 万片为 6 寸衬底, 5 万片为 8 寸衬底。此次新建的 60 万片 8 寸产能落地后, 公司合计产能将达 90 万片, 其中 65 万片为 8 寸产能, 有望凭借规模效应充分受益于 8 寸碳化硅衬底产业化。(2) 海外 24 万片切磨抛产能: 7 月 4 日晶盛机电子公司浙江晶瑞 SuperSiC 马来西亚新制造工厂在槟城州成功举办奠基仪式, 该项目总占地面积 4 万平方米, 计划于今年正式动工, 一期项目建成后 8 英寸碳化硅衬底预计可实现 24 万片/年的高效产能。 8 寸 SiC 能够显著降本, 公司有望充分受益于下游客户加速转型 8 寸: SiC 衬底向 8 寸转型趋势明显, 国产厂商进展顺利、格局向好。相比 6 寸, 8 寸 SiC 衬底可将单芯片成本降低 35%, 有效芯片数量增加 1.8~1.9 倍, 边缘浪费减少 20%~30%, 因此各厂商都在向 8 寸转型。目前国内掌握 8 寸 SiC 衬底量产技术的厂家仅有天岳先进、烁科晶体、天科合达、晶盛机电四家, 许多原本具备 6 寸生产能力的厂商已逐步掉队; 此次晶盛机电产能规划后, 8 寸产能全国最多, 有望充分受益于 8 寸碳化硅器件加速产业化。 材料&设备双线布局, 完成碳化硅材料处理全链条布局: (1) 碳化硅外延设备: 开发了 6-8 寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备, 8-12 寸常压硅外延设备等, 推出双片式碳化硅外延设备; (2) 碳化硅离子注入设备: 处于样机调试阶段, 可实现晶格损伤实时修复与掺杂剂高效激活; (3) 碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备: 已实现批量出货。 盈利预测与投资评级: 光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线, 第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量, 第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。

我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元，对应股价 PE 为 17/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：碳化硅渗透率不及预期，技术研发不及预期。

长城汽车（601633）：2025 年 H1 业绩快报点评：业绩符合预期，智能化+越野+生态出海持续推进

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025/2026/2027 年营业收入预期分别为 2195/2376/2538 亿元，同比+8.6%/+8.3%/+6.8%。维持 2025/2026/2027 年归母净利润预期分别为 123/139/144 亿元，同比-3.3%/+12.9%/+3.7%。2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.43/1.62/1.68 元，对应 PE 估值分别为 15/14/13 倍。公司智能化与全球化持续加速，维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

拓荆科技（688072）：2025 中报业绩预告点评：25Q2 业绩高速增长，薄膜沉积&先进封装设备进入收获期

2025Q2 业绩高增，新产品开始贡献正向业绩：2025Q2 单季营业收入预计为 12.1-12.6 亿元，同比+52%至 58%，环比+70.7%至 77.7%。期间归母净利润预计为 2.4-2.5 亿元，同比+101%至 108%；扣非归母净利润预计为 2.15-2.24 亿元，同比+235%至 249%，环比扭亏为盈；主要系公司新产品已完成验证，综合毛利率大幅改善且得益于规模效应，公司期间费用率同比下降。存货&合同负债持续高增，现金流持续优化：截至 2025Q1 末，公司合同负债为 37.5 亿元，同比+170.7%；存货为 78.1 亿元，同比+39.2%。2025Q2 经营活动净现金流预计为 14.8-15.8 亿元，得益于销售回款加速，现金流状态持续优化。PECVD 领域持续扩张，平台化产品陆续放量：（1）PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用。截至 2024 年末，基于新平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）及新型反应腔（pX 和 Supra-D）相关工艺产品已累计出货超 220 腔，量产规模不断增加。（2）ALD：是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商，首台 PE-ALD SiN 工艺设备通过客户验证，实现了产业化应用；公司 Thermal-ALD 设备持续获得订单并实现交付。公司 2025Q2 确收金额已超 2024 年全年。（3）先进封装设备：公司在国内键合领域设备装机量和键合相关工艺覆盖率均位居第一（HBM 应用），其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化；公司自主研发了键合套准精度量测产品，其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元，同比+48.8%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.0/15.5/22.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 46/30/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250720: 科创债 ETF 扩容加快结构性政策工具投放

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 7 月 20 日, 本周 ECI 供给指数为 50.13%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.93%, 较上周回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%, 较上周回升 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 7 月前三个周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.12%, 较 6 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较 6 月回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.95%, 较 6 月回落 0.02 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较 6 月回落 0.04 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%, 较 6 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看, 7 月份经济受到季节性因素以及存量政策效果减弱的影响, 供需两端均出现了小幅回落, 但整体来看经济尚未出现明显的进一步下行风险, 预计随着下半年消费品以旧换新等存量政策的接续使用, 经济仍有望保持平稳运行。消费方面, 在去年 7 月以旧换新政策启动带来基数走高的影响下, 乘用车零售增速较此前有所放缓, 但仍旧录得正增长, 表明乘用车消费动能仍不弱。服务消费方面, 暑期居民出行数据保持高位, 但票房和餐饮相关数据弱于去年同期, 指向人均消费支出或有所回落; 基建方面, 7 月 19 日雅鲁藏布江下游水电工程正式开工, 而日前国家发改委也新增下达了 100 亿资金用于以工代赈项目, 预计三季度基建实物工作量有望进一步回暖, 并带动相关领域就业和居民收入的边际改善。 ELI 指数: 截至 2025 年 7 月 20 日, 本周 ELI 指数为-0.91%, 较上周回升 0.01 个百分点。科创债 ETF 扩容或加快结构性政策工具投放。社会融资成本下行与实体经济流动性宽松, 不仅体现为新增贷款投放与贷款利率下行, 也表现为直接融资的发展, 在 2025 年上半年货币信贷政策执行及金融统计数据新闻发布会上, 央行表示, (1) 从直接融资的“量”上看, 2025 年上半年, 中国债券市场发行各类债券 44.3 万亿元, 同比增长 16%; 债券净融资 8.8 万亿元, 占社会融资规模增量的比重为 38.6%, 其中民营企业债券上半年发行 3500 多亿元, 绿色、科技等相关债券发行超过 1 万亿元, 除了发行供给放量之外, 科创债 ETF 的创设也掀起“抢券”行情, 配置需求大幅压缩科创债利差; (2) 从直接融资的“价”上看, 2025 年 6 月, 公司信用类债券平均发行利率 2.08%, 较去年同期下降 32 个基点, 与实体经济贷款利率下行趋势一致。根据人民银行公布的数据显示, 二季度科技创新债券风险分担工具等新型结构性工具已支持科创债融资发行超 150 亿元, 科技创新和技术改造再贷款签约的合同金额已经达到 1.74 万亿元, 预示再贷款等结构性政策工具或加快投放落地。基于 5 月初推出的一揽子增量政策, 三季度货币政策或继续加快推动再贷款等结构性政策工具落地, 从贷款融资和股权投资等渠道, 推动科技创新等重点领域流动性向好, 科创债等直接融资市场的供给和需求有望继续扩张。 风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 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)

海外周报 20250720: 鲍威尔维护独立性令美联储 9 月难降息

核心观点: 本周美国经济数据边际走强, “软数据”密歇根大学消费者

信心指数与“硬数据”零售销售均好于预期，美股上行；特朗普关税威胁一度令美债利率抬升，但随后在 PPI 数据不及预期和美联储理事沃勒的鸽派发言带动下，美债利率有所回落，10 年期美债利率全周升 0.62bps 至 4.416%。本周公布的 6 月美国核心 CPI 再度不及预期，主要由于①本轮美国贸易商通过前置商品进口和加大来自墨西哥的 USMCA 免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击；②关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。此外本周特朗普提前解雇鲍威尔的传闻令市场一度出现震荡，但考虑到法律流程的困难和鲍威尔任期即将结束，特朗普大概率不会耗费大量法律和政治资源来推动对任期即将结束的鲍威尔的弹劾流程。而鲍威尔在任期的最后时间内出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，或选择延后降息，这令美联储 9 月降息难度仍然较大，同时存在全年降息不及 2 次预期的可能。

大类资产：增长数据边际走强带动美股走高，通胀数据不及预期令美债利率有所回落。本周美国经济数据边际走强，“软数据”密歇根大学消费者信心指数与“硬数据”零售销售均好于预期，美股上行；而本周伊始特朗普关税威胁一度令美债利率抬升，但随后在 PPI 数据不及预期和美联储理事沃勒的鸽派发言带动下，美债利率有所回落。整体来看，全周（7 月 14 日至 18 日）10 年期美债利率升 0.62bps 至 4.416%，2 年期美债利率降 1.59bps 至 3.869%，美元指数升 0.64% 至 98.48；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.59%、1.51%，其中标普 500 指数盘中一度创下 6315 的历史新高；现货黄金价格收跌 0.17% 至 3349 美元/盎司。

海外经济：零售数据意外走强与消费者信心调查超预期显示关税带来的负面影响或有所缓和。美国 6 月零售销售数据环比+0.6%，扭转了连续两个月的下跌趋势，预期+0.1%，前值-0.9%。美国 6 月 PPI 环比+0%，预期+0.2%，前值-0.1%；同比+2.6%，预期+2.7%，前值+3.2%。美国 7 月密歇根大学消费者信心指数初值 61.8，预期 61.5，前值 60.7；1 年通胀预期初值 4.4%，预期 5%，前值 5%；5 年通胀预期初值 3.6%，预期 3.9%，前值 4%。货币政策方面，本周多位美联储官员对当前货币政策仍存在分歧。美联储理事沃勒表示应在 7 月 FOMC 会议上降息 25bps；旧金山联储主席戴利表示年内 2 次降息是合理的。而亚特兰大联储主席博斯蒂克当前通胀压力依旧存在，（对降息）应继续等待；美联储理事库格勒也表示维持限制性利率水平对锚定长期通胀预期至关重要。增长方面，截至 7 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 7 月 18 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.71%。

6 月 CPI：核心环比连续 5 个月均不及预期，“抢进口”与免税/低价商品稀释核心商品冲击，关税负担抑制居民消费需求稀释核心服务冲击。美国 6 月 CPI 环比+0.29%，预期+0.3%，前值+0.08%；核心环比+0.23%，预期+0.3%，前值+0.13%。6 月 CPI 同比+2.67%，预期+2.6%，前值+2.35%；核心 CPI 同比+2.93%，预期+2.9%，前值+2.79%。从结构上看，①核心商品方面，本月核心商品 CPI 环比由-0.04%提升至+0.20%，其中家居陈设&用品环比由+0.34%大涨至+0.98%，服装由-0.42%上涨至+0.43%，休闲商品由+0.41%上涨至+0.77%。这三者是美国核心商品通胀大幅上涨的主要贡献，也是对关税最敏感的三个项目。②居住通胀方面，本月居住服务环比由+0.25%回落至+0.18%，自住房折算 OER 与租金 RPR 同比增速在基数效应驱动下继续保持回落趋势。居住通胀的持续回落主要来自前期美国地产市场降温导致的房价回落，但近期租金的回落或也来自关税给总需求带来的一些负面冲击。③工资通胀方面，超核心 CPI 环比由+0.06%提升至+0.21%。其中，医保服务由+0.18%提

升至+0.56%，是最大的边际贡献者。整体来看，自2月以来，美国核心通胀已经连续5个月不及预期，这主要是由两个原因所导致：①关税对核心商品的传导不足。本轮美国贸易商通过前置商品进口和加大来自墨西哥的USCMA免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击（详见报告《关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？》）；②关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。总需求不变的情况下，关税的本质是对商品消费的征税，而在总需求不变甚至变差的风险下，这或冲击服务消费，叠加居住通胀延续下行惯性给通胀带来拖累。

海外政治：特朗普提前解雇鲍威尔传闻再起，美联储独立性维护或令降息延后。本周纽约时报披露称美国总统特朗普已起草解雇美联储主席鲍威尔的信件，并启动了新任美联储主席的遴选程序，一度引发市场动荡。随后特朗普本人接受采访时澄清该传闻，表示并未起草相关文件，未来也不太可能解雇鲍威尔，除非其在美联储大楼装修中存在欺诈行为。在法律层面上，美国《联邦储备法》（Federal Reserve Act）规定美联储理事会成员在任期届满前只有在“正当理由（for cause）”情况下才可被总统提前罢免。“正当理由”通常被解释为严重失职、渎职或违法行为等。因此特朗普尽管已经多次呼吁鲍威尔尽快降息，但他仍只能通过证明鲍威尔在美联储大楼装修过程中存在“不当行为”来启动相关解雇程序。而考虑到鲍威尔本人律师出身的背景，该法律途径必将耗时良久且困难重重。此外由于鲍威尔的任期将于2026年5月届满，因此我们认为特朗普大概率不会耗费大量法律和政治资源来推动对任期即将结束的鲍威尔的弹劾流程。最后需要注意的是，今年以来特朗普对美联储独立性的持续干预，反而可能令鲍威尔在任期的最后时间内出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，选择延后降息，这令美联储9月降息难度仍然较大，同时存在全年降息不及2次预期的可能。

风险提示：特朗普政策超预期；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。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收周报 20250720：周观：流动性驱动牛难撼动利率下行趋势，但制约空间（2025年第28期）

观点 债市对基本面数据反应钝化，而存在“股债跷跷板”效应，如何看待债市下行空间？**A：**本周（2025.7.14-2025.7.18），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.666%下行0.2bp至1.664%。周度复盘：周一（7.14），6月进出口数据公布，出口金额当月同比+5.9%，较上月回升1.2个百分点，进口金额当月同比+1.1%，较上月回升4.5个百分点。同日6月金融数据公布，6月新增人民币贷款22400亿元，前值6200亿元；社会融资规模41993亿元，前值22870亿元。数据好于预期，债券收益率小幅上行，但由于市场对于强数据的持续性仍然存疑，上行幅度有限。随后，金融数据发布会召开，会上提及中小银行买债问题，央行态度较为温和，表示“中小银行基于自身资产配置的考虑，选择适当增持债券，增加安全资产配置，平滑经营利润波动，在监管允许范围内是合理的。同时银行自发买卖债券，对市场也会起到稳定器的作用”。尾盘，央行宣布7月15日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展14000亿元买断式逆回购操作，其中

3 个月期操作量 8000 亿元，6 个月期操作量 6000 亿元，共超量续作 2000 亿元。由于央行对于买债和流动性投放的积极态度，债券收益率随之下行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.01bp。周二（7.15），经济数据公布，二季度 GDP 当季同比+5.2%，表现亮眼，但固定资产投资累计同比有所下滑，1-6 月累计同比+2.8%，较 1-5 月下行 0.9 个百分点；6 月社零当月同比+4.8%，较上月下行 1.6 个百分点。经济数据表现喜忧参半，同时股市在 2025 年 7 月 15 日有所回落，带动债券收益率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.11bp。周三（7.16），美国 CPI 数据回升，令降息预期下降，对债市略有利空，但整体收益率重新回到窄幅震荡走势中，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.4bp。周四（7.17），股市在 3500 点附近震荡，债市也同样震荡，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.3bp。周五（7.18），税期结束，资金面边际宽松，对债市构成利好，但“股债跷跷板”效应在短期内明显，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.2bp。周度思考：本周债券收益率略有下行，部分修复上周因农商行购债限制而造成的收益率上行，但“股债跷跷板”短期内仍然制约收益率下行空间。对于“股债跷跷板”能否成为债市反转的逻辑，我们仍然强调两类股牛的区别，一类是基本面驱动牛，一类是流动性驱动牛，基本面驱动牛将造成风险偏好在股债两类资产间的切换，而流动性驱动牛实际上对两类资产均构成利好。本周正逢 6 月经济数据公布和金融数据发布会，经济数据方面，房地产投资的拖累较深，且社零的支撑力度也有所下降，基本面驱动牛的逻辑需要三季度数据的验证，因此不会带来明显的“股债跷跷板”反转效应，但会导致债券收益率难以下行突破关键点位，预计 10 年期国债收益率将在 1.65%-1.7%，带来配置机会。美国 2025 年 5 月成屋销售量、5 月新屋销售量、5 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A：本周（0714-0718）海外整体延续前周方向，美债跌美股平，美债短端上行幅度弱于长端，我们考虑一方面市场担忧特朗普政府关税政策最终将对物价带来实质性的影响，另一方面稳定币多以短期美债（或现金）作为储备，这将有力支撑美债短端的下限。我们认为，目前全球面临“再全球化”过程中区域供需不平衡的严峻挑战，所引发的区域性通缩（供过于求）、通胀（供不应求）让全球央行较难步调一致，寄希望于外围“放水”的观点或低估了这一不平衡的区域性特征。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 6 月 CPI 超出市场预期，PPI 不及市场预期。7 月 15 日公布的 CPI 数据显示，美国 2025 年 6 月 CPI 同比涨幅从 5 月的 2.4% 上升至 2.7%，高于预期值 2.6%；CPI 环比上升 0.3%，高于前值 0.1%，符合预期值 0.3%。核心 CPI 同比上升 2.9%，预期值 2.9%，前值 2.8%；核心 CPI 环比上升 0.2%，预期值 0.3%，前值 0.1%。美国 6 月 PPI 同比增速从上月的 2.6% 降至 2.3%，低于预期值 2.5%；PPI 环比零增长，低于预期值 0.2% 及前值 0.1%。6 月核心 PPI 同比上升 2.6%，预期值 2.7%，前值 3.0%；核心 PPI 环比零增长，预期值 0.2%，前值 0.1%。从价格端看，最终需求商品价格上涨 0.3%，为 2 月以来的最大涨幅；剔除食品和能源的商品价格上涨 0.3%，显示通胀上行广泛但幅度温和；能源价格环比上涨 0.6%，食品价格上涨 0.2%，但同比看能源价格仍在下跌，抑制了 PPI 的总体涨幅。从服务端看，6 月服务价格环比下降 0.1%，成为此次 PPI 走弱的主要驱动因素。旅宿服务价格大跌 4.1%，是服务 PPI 下行的首要因素。CPI 和 PPI 数据中多个迹象表明，新一轮关税推高部分商品成本的效果开始出现，但由于服务业韧性、企业利润调节策略以及消费信心波动等多重因素的缓冲，其价格传导效应目前仍呈现缓

慢且不均衡的特点。(2) 美国 7 月密歇根大学消费者指数继续回升, 信心指数创 5 个月来最高值; 7 月 12 日首次领取失业金人数继续下降, 7 月 5 日当周续请失业救济人数略有上升, 低于市场预期。7 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均继续回升, 其中信心指数升至 2025 年 3 月以来最高点 61.8, 高于预期 61.5, 前值为 60.7, 尽管消费者信心指数有所提高, 但相比去年 12 月数据仍低 16%, 且远低于历史平均水平, 反映出对关税的担忧继续限制人们对经济前景的乐观情绪。从领取失业金数据来看, 7 月 12 日当周美国首次申请失业救济人数为 22.1 万人 (前值 22.8 万人), 低于预测值 23.3 万人; 7 月 5 日当周持续申请失业救济人数为 195.6 万人 (前值 195.4 万人), 低于预测值 196.5 万人。首次领取失业金人数连续第五周下降, 降至 4 月中旬以来的最低水平, 显示就业市场具有韧性。(3) 美联储理事沃勒暗示其为推动央行降息可能投下支持降息的反对票。当地时间周五 (7 月 18 日), 沃勒在接受采访时表示, 他主张降息以支持劳动力市场, “虽然不应频繁反对表决结果, 但如果你清楚认为当下是一个关键时刻, 就应当坚持立场。” “今年早些时候我曾反对放缓缩表的决定, 是因为我认为没有这个必要。而现在的情况也类似。” 在今年 3 月份的决议上, 美联储将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%-4.5% 不变。当时, 沃勒也支持不改变政策利率, 但反对有关调整资产负债表政策的决定。在最新的采访中, 沃勒重申了他周四演讲中首次提出的观点, 即美联储应当在本月下旬的议息会议上降息, 因为数据显示美国就业市场正 “处于边缘”。“私人部门的表现没有大家想象的那么好,” 他说, “上个月新增的就业岗位大多来自公共部门, 这说明私营部门的状况其实不太理想。” 截至 7 月 18 日, Fedwatch 预期 2025 年 7 月降息 25bp 的概率为 4.1%, 上周为 5.2%; 9 月份降息的可能性降至 52.9%, 上周为 60.4%; 10 月份在 9 月份降息的基础上再次降息的可能性为 27.0%, 上周为 26.2%。风险提示:

(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 20250720: 关于转债市场下半年的三点担忧

本周 (0714—0718) 海外整体延续前周方向, 美债跌美股平, 美债短端上行幅度弱于长端, 我们考虑一方面市场担忧特朗普政府关税政策终将对物价带来实质性的影响, 另一方面稳定币多以短期美债 (或现金) 作为储备, 这将有力支撑美债短端的下限。我们认为, 目前全球面临 “再全球化” 过程中区域供需不平衡的严峻挑战, 所引发的区域性通缩 (供过于求)、通胀 (供不应求) 让全球央行较难步调一致, 寄希望于外围 “放水” 的观点或低估了这一不平衡的区域性特征。国内转债市场目前存在几方面担忧: 1) 25 年终将是转债净供给 (继续) 收缩的一年, 伴随高价标的强赎退市, 会否面临无债可配的局面, 市场担忧会否重蹈 14、15 年覆辙; 2) 险资、理财止盈盘会否冲击转债上半年的高估值; 3) 权益是否会 “侵占” 转债仓位。针对以上市场担忧, 我们思考如下: 1) 14、15 年确实为转债供给断崖收缩的一年, 14 年初转债存量规模约 1162 亿元, 至 15 年 8 月转债存量规模谷底仅剩不足 50 亿元, 一方面 15 年因蓝筹股大涨, 超 80% 转债触发强赎, 另一方面 15 年仅发行 4 只新券, 且单只规模均小于 50 亿元, 无法弥补退出缺口。我们认为一方面转债作为再融资重要工具之一, 确实具有周期性特征, 伴随权益市场大幅波动, 确实会呈现净供给大幅波动的局面, 另一方面我们也注意到当前中低价标的中仍囤积了大量周期、“反内卷” 题材标的, 意味着即使对比 14、15 年同期, 我们或仍处于其早期, 同时转债供给的变化一定程度上跟随并反映了中国经济

从外生增长向内生增长的势在必行的动能切换，未来伴随转债市场“含银量”下降“含硅量”上升，转债市场活力势必得以维系；2) 14、15 年供不应求的局面同样导致了转债高估值，因此一方面我们建议投资人不再纠结于 110—130 元转债的传统固有预期收益区间，可以适度考察 130—150 元这一范围，另一方面承认市场分歧存在的合理性；3) 上述担忧 2) 存在的必要非充分条件来自于权益市场已经处于牛市，而上述担忧 3) 存在的必要非充分条件则来自于权益市场即将迈入牛市。综合来看，我们认为 25 年下半年转债市场机会犹存，即使对比 14、15 年也仍处于其早期，且供需错配极端程度远不及前者，良好的“新陈代谢”反而会在中期激发转债市场持续活力。下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：锂科转债、广核转债、游族转债、渝水转债、联诚转债、浦发转债、利群转债、鹰 19 转债、烽火转债、双良转债。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：陈伯铭)

固收点评 20250719：二级资本债周度数据跟踪 (20250714-20250718)

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250714-20250718) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 7 月 18 日，二级资本债存量余额达 46,511.35 亿元，较上周末 (20250711) 减少 20.0 亿元。二级市场成交情况：本周 (20250714-20250718) 二级资本债周成交量合计约 2427 亿元，较上周增加 572 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 03BC (338.49 亿元)、25 农行二级资本债 01A(BC) (189.86 亿元) 和 25 中行二级资本债 01BC (153.95 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 1928 亿元、177 亿元和 100 亿元。从到期收益率角度来看，截至 7 月 18 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：-1.54BP、-1.83BP、-0.83BP；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：-1.77BP、-1.41BP、-1.41BP；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：-0.51BP、-0.50BP、-0.50BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20250714-20250718) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级 (-21.6671%)、21 九台农商二级 (-20.3660%)、20 长春农商二级 01 (-3.1411%)，其余折价率均在 -0.90% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、吉林省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四个券为 21 宁波银行二级 01 (0.4020%)、22 稠州商行二级资本债 01 (0.2801%)、24 中原银行二级资本债 01 (0.1322%)、24 恒丰银行二级资本债 02 (0.0746%)，其余溢价率均在 0.07% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、天津市居多。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)

固收点评 20250719：绿色债券周度数据跟踪 (20250714-20250718)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250714-20250718) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 9 只，合计发行规模约 85.79 亿元，较上周减少 262.46 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、地方国有企业、中外合资企业、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为北京市、安徽省、四川省、浙江省、上海市、

天津市；发行债券种类为科创债、商业银行普通债、私募公司债、信贷 ABS、一般公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250714-20250718）绿色债券周成交额合计 523 亿元，较上周减少 100 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 256 亿元、208 亿元和 43 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 88.61%，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、交运设备，分别为 215 亿元、135 亿元和 18 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 168 亿元、60 亿元和 40 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250714-20250718）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，折价成交比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 24 康富租赁 ABN001 优先(绿色) (-1.1390%)、GK 国能 02 (-0.9872%)、24 风电 G2 (-0.4418%)，其余折价率均在-0.42%以内。主体行业以能源、房地产、公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA-评级为主，地域分布以北京市、广东省、贵州省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G1 (0.3293%)、21 重庆轨交 GN003(碳中和债) (0.1777%)、鲲鹏 19A2 (0.1201%)、25 德达 G2 (0.1079%)，其余溢价率均在 0.1050%以内。主体行业以金融、公用事业、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+评级为主，地域分布以北京市、广东省、云南省、江西省居多。 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)

行业

推荐个股及其他点评

优必选 (09880.HK): 中标人形机器人最大采购订单，机器人商业化进程加速

投资要点 事件：优必选中标览亿超 9000 万机器人采购订单 据中国招标投标公共服务平台 7 月 18 日发布的《机器人设备采购项目中标公示》显示，优必选中标览亿(上海)汽车科技有限公司 9051.15 万元机器人设备采购项目 公司走在全球人形商业化前沿，多款产品逐步落地 公司商业化进程领先，此次中标的订单是目前全球人形机器人金额最大的采购订单。在此之外，公司今年 3 月联合北京人形机器人创新中心推出的推出 172cm 全尺寸科研教育人形机器人——天工行者也有超百台订单，预计今年交付将突破 300 台。天工行者主要面向高校、科研机构 and 开发者，为其提供全尺寸、高性能、开源开放的人形机器人平台，支持科学研究和场景应用创新。 群体智能叠加自主换电，双重助力公司机器人加速落地 1) 优必选的群体智能技术是工业场景下人形机器人规模化落地的关键。优必选创新提出了人形机器人神经网络 (BrainNet) 软件架构，并设计人形智能网联中枢 Internet of Humanoids (IoH)，为群体智能的软硬件实现提供了可借鉴的路径，通过云端协同的基于多模态推理大模型的"超级大脑"和基于 Transformer 模型的"智能小脑"的有机结合，攻克了复杂工业场景下的协同决策与控制难题。目前该技术已在协同分拣、搬运和精密装配三大典型场景取得突破：分拣环节实现跨场域动态目标追踪，搬运任务支持多机轨迹协同规划，装配作业则依托灵巧手触觉自适应技术。这

一突破为人形机器人集群在工业产线的高效协作提供了可复用的技术路径，展现了优必选在群体智能领域的技术领先优势。2)公司的 Walker S2 使用了全球首创人形机器人热插拔自主换电系统，令其具备 7*24 小时不间断工作能力。在实际应用中，机器人可根据任务优先级自主选择换电或充电，从而实现动态能源管理。热插拔技术具备物理隔离和快速断电机理，可以防触电和防爆；同时，双电池系统可在主电池故障时无缝切换，保障关键任务执行，从而实现冗余备份，增强机器人在工厂作业时的安全性与可靠性。盈利预测与投资评级我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元，当前市值对应 PS 为 17/12/9 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

晶盛机电 (300316): 年产 60 万片 8 寸衬底拉晶基地奠基，碳化硅衬底加速放量

投资要点 事件：7 月 20 日，晶盛机电子公司宁夏创盛年产 60 万片 8 英寸碳化硅衬底片配套晶体项目开工仪式圆满举行，此次开工的项目，是继浙江基地和马来西亚槟城 30 万片产能基地之后又一重要落子。晶盛机电深度布局国内外衬底产能，规模效应提升公司竞争力：

(1) 国内 90 万片拉晶产能：公司现有拉晶产能 30 万片，其中 25 万片为 6 寸衬底，5 万片为 8 寸衬底。此次新建的 60 万片 8 寸产能落地后，公司合计产能将达 90 万片，其中 65 万片为 8 寸产能，有望凭借规模效应充分受益于 8 寸碳化硅衬底产业化。(2) 海外 24 万片切磨抛产能：7 月 4 日晶盛机电子公司浙江晶瑞 SuperSiC 马来西亚新制造工厂在槟城州成功举办奠基仪式，该项目总占地面积 4 万平方米，计划于今年正式动工，一期项目建成后 8 英寸碳化硅衬底预计可实现 24 万片/年的高效产能。8 寸 SiC 能够显著降本，公司有望充分受益于下游客户加速转型 8 寸：SiC 衬底向 8 寸转型趋势明显，国产厂商进展顺利、格局向好。相比 6 寸，8 寸 SiC 衬底可将单芯片成本降低 35%，有效芯片数量增加 1.8~1.9 倍，边缘浪费减少 20%~30%，因此各厂商都在向 8 寸转型。目前国内掌握 8 寸 SiC 衬底量产技术的厂家仅有天岳先进、烁科晶体、天科合达、晶盛机电四家，许多原本具备 6 寸生产能力的厂商已逐步掉队；此次晶盛机电产能规划后，8 寸产能全国最多，有望充分受益于 8 寸碳化硅器件加速产业化。材料&设备双线布局，完成碳化硅材料处理全链条布局：(1) 碳化硅外延设备：开发了 6-8 寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备，8-12 寸常压硅外延设备等，推出双片式碳化硅外延设备；(2) 碳化硅离子注入设备：处于样机调试阶段，可实现晶格损伤实时修复与掺杂剂高效激活；(3) 碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备：已实现批量出货。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量，第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元，对应股价 PE 为 17/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：碳化硅渗透率不及预期，技术研发不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

长城汽车 (601633): 2025 年 H1 业绩快报点评：业绩符合预期，智能化+越野+生态出海持续推进

投资要点 公告要点：公司发布 2025H1 业绩快报，业绩符合我们预期。2025H1，公司实现营业收入 923.67 亿元，同比+1.03%，实现归母净利润 63.37 亿元，同比-10.22%。2025H1 公司开启新的产品周期，实现销量和营业收入的同比增长，同时加速构建直连用户的新渠道模

式，以及加大新车型、新技术的上市宣传及品牌提升，投入增加导致净利润波动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 523.48 亿元，同环比+7.8%/+30.8%，实现归母净利润 45.86 亿元，同环比+19.1%/+161.9%，实现扣非归母净利润 21.13 亿元，同环比-41.7%/+43.8%。

产品结构转型，魏品牌销量高增。销量结构上，长城汽车 Q2 批发销量 31.3 万辆，同环比分别+10.07%/+21.87%。分品牌来看，哈弗/魏牌/坦克/欧拉/皮卡销量分别为 17.7/2.1/4.6/0.7/6.2 万辆，同比+24.7%/+106.4%/-4.5%/-57.9%/-7.6%，魏品牌持续实现高增长。公司 Q2 新能源销量 9.8 万辆，同环比分别+33.7%/+56.4%，Q2 新能源渗透率达 31.3%。出口方面，公司 Q2 共出口 10.7 万辆，同环比分别-1.8%/+17.5%，出口占比达到 34.1%。

秉持长期主义，公司坚持智能化、越野、生态出海三大长板。智能化方面，公司推进安全智能化，全新蓝山高山搭载 Coffee Pilot 智能辅助驾驶系统，全面实现城市 NOA，车机维度 Coffee OS 3 智慧空间系统不断迭代。越野方面，公司强化越野优势，坦克 300 Hi4-T 获 2025 环塔拉力赛 T2.E 组冠军，二代哈弗 H9 获 T2.1 量产燃油组总冠军。生态出海方面，公司推进 One GWM 品牌战略，长城汽车入选 2025 中国全球化品牌 50 强 TOP20，越野皮卡车型在南美、澳洲、东南亚等地关注度持续较高。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025/ 2026/ 2027 年营业收入预期分别为 2195/ 2376/ 2538 亿元，同比+8.6%/+8.3%/+6.8%。维持 2025/ 2026/ 2027 年归母净利润预期分别为 123/ 139/ 144 亿元，同比-3.3%/+12.9%/+3.7%。2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.43/ 1.62/ 1.68 元，对应 PE 估值分别为 15/ 14/ 13 倍。公司智能化与全球化持续加速，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

（证券分析师：黄细里）

拓荆科技（688072）：2025 中报业绩预告点评：25Q2 业绩高速增长，薄膜沉积&先进封装设备进入收获期

投资要点 2025Q2 业绩高增，新产品开始贡献正向业绩：2025Q2 单季营业收入预计为 12.1-12.6 亿元，同比+52%至 58%，环比+70.7%至 77.7%。期间归母净利润预计为 2.4-2.5 亿元，同比+101%至 108%；扣非归母净利润预计为 2.15-2.24 亿元，同比+235%至 249%，环比扭亏为盈；主要系公司新产品已完成验证，综合毛利率大幅改善且得益于规模效应，公司期间费用率同比下降。

存货&合同负债持续高增，现金流持续优化：截至 2025Q1 末，公司合同负债为 37.5 亿元，同比+170.7%；存货为 78.1 亿元，同比+39.2%。2025Q2 经营活动净现金流预计为 14.8-15.8 亿元，得益于销售回款加速，现金流状态持续优化。

PECVD 领域持续扩张，平台化产品陆续放量：（1）PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用。截至 2024 年末，基于新平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）及新型反应腔（pX 和 Supra-D）相关工艺产品已累计出货超 220 腔，量产规模不断增加。（2）ALD：是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商，首台 PE-ALD SiN 工艺设备通过客户验证，实现了产业化应用；公司 Thermal-ALD 设备持续获得订单并实现交付。公司 2025Q2 确收金额已超 2024 年全年。（3）先进封装设备：公司在国内键合领域设备装机量和键合相关工艺覆盖率均位居第一（HBM 应用），其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化；公司自主研发了键合套准精度量测产品，其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元，同比+48.8%。

盈利预测与投资评级：我

们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.0/15.5/22.1 亿元，当前
市值对应动态 PE 分别为 46/30/21 倍，维持“买入”评级。 风险
提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

（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>