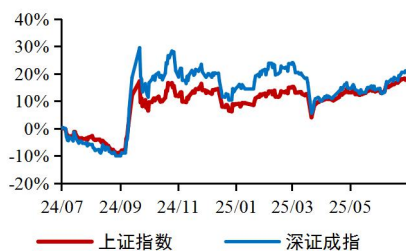


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 17 日 星期四

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	3,503.78	-0.03
深证成指	10,720.81	-0.22
沪深 300	4,007.20	-0.30
中小板指	6,654.27	-0.36
创业板指	2,230.19	-0.22
科创 50	997.63	0.14

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【山证宏观】2025 年中央城市工作会议点评：进一步推进城市内涵式发展

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250707-20250713）：-科创板改革配套规则发布，券商上半年业绩预喜

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：PDE 3/4 抑制剂：COPD 维持治疗销售快速增长，推进非 CF 支气管扩张症、哮喘和囊性纤维化 II 期临床

【山证纺服】6 月社零数据点评-6 月国内社零同比增长 4.8%，主要可选消费品类增速放缓

【公司评论】山高环能(000803.SZ)：山高环能首次覆盖报告-生物航煤元年启动，UCO 供应商有望受益

【行业评论】【山证电新】20250716 光伏产业链价格跟踪-硅料、硅片、电池片价格全面上涨

【今日要点】

【山证宏观】2025 年中央城市工作会议点评：进一步推进城市内涵式发展

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- **中央城市工作会议时隔十年再度召开。**2025 年中央城市工作会议于 7 月 14 日至 15 日在北京举行，习近平在重要讲话中总结新时代以来我国城市发展成就，分析城市工作面临的形势，明确做好城市工作的总体要求、重要原则、重点任务，进一步科学回答了城市发展为了谁、依靠谁以及建设什么样的城市、怎样建设城市等重大理论和实践问题。
- **我国城镇化已从快速增长期进入高质量发展期。**习近平总书记在党的二十大报告中强调，高质量发展全面建设社会主义现代化国家的首要任务。城市和经济发展两者相辅相成、相互促进。城市是经济活动的空间载体，经济发展阶段的转变必然会对城市发展目标、形态、动能产生根本性约束和引导。会议在总体要求中指出“以推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线”。在对我国城市发展阶段的研判上，会议指出“我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”。
- **城市工作理念和目标与时俱进，更加践行“以人为本”的更高质量、更可持续的发展。**城市工作的理念和目标并非一成不变，而是紧密跟随经济社会发展阶段、技术进步以及人民需求的变化。今年政府工作报告提出“强化宏观政策民生导向”“推动更多资源‘投资于人’”。2025 年中央城市工作会议在延续以人为本的基础上，进一步提出“认真践行人民城市理念”，强调城市工作要深刻把握、主动适应形势变化，转变城市发展理念，更加注重以人为本、集约高效、特色发展、治理投入、统筹协调。会议提出，以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，并围绕现代化城市体系和六大目标部署 7 个方面的重点任务。
- **县城成为推进城镇化建设的重要载体。**县城是我国城镇体系的重要组成部分，是城乡融合发展的关键支撑。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中首次提出“推进以县城为重要载体的城镇化建设”。2022 年中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》（以下简称《意见》）明确提出，要科学把握功能定位，分类引导县城发展方向，包括加快发展大城市周边县城、积极培育专业功能县城、合理发展农产品主产区县城、有序发展重点生态功能区县城、引导人口流失县城转型发展五个方面。本次会议对县城城镇化的要求上以“分类推进”代替《意见》中的“分类引导”，或预示县城城镇化建设的加速。
- **“推进城市更新”成为城市工作的重要抓手。**实施城市更新行动，是推动城市高质量发展、不断满足

人民美好生活需要的重要举措，也是充分发挥城市在国内国际双循环中枢纽作用的重要一环。一是，城市更新有利于补齐城市基础设施短板，提高城市发展的可持续性和宜居性。二是，能培育创新生态。高质量城市更新是在国土空间全域范围内持续完善城市功能、优化空间布局、提升环境品质、激发经济社会活力的空间治理过程，能为创新活动提供“新载体、新场景、新生态”。如：改造提升商业步行街和旧商业街区能够丰富商业业态，创新消费场景；鼓励以市场化方式推动老旧厂区更新改造，能够植入新业态新功能。三是，能够有效拉动投资和消费，释放巨大内需潜力，促进经济增长，改善保障民生。要注意的是，此次城市更新并非大拆大建，重在“加强既有建筑改造利用”。

- **进一步强调“宜居、绿色、安全、智慧”。**宜居方面，会议提出“稳步推进城中村和危旧房改造”“大力发展生活性服务业，提高公共服务水平，牢牢兜住民生底线”。绿色方面，提出“采取更有效措施解决城市空气治理、饮用水源地保护、新污染物治理等方面的问题”。安全方面，聚焦城市基础设施生命线安全工程建设、全面提升房屋安全保障水平、强化城市自然灾害防治、加强社会治安整体防控等。智慧方面，提出“创新城市治理的理念、模式、手段”。
- **风险提示：**房地产市场筑底时间偏长；美国关税政策演化超预期。

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250707-20250713）：-科创板改革配套规则发布，券商上半年业绩预喜

李明阳 limingyang@sxzq.com

【投资要点】

- **上交所公布科创板改革配套业务规则。**本周，上交所出台科创板改革系列配套规则。在科创板试点引入预先审阅制度，符合条件的企业可在正式申报 IPO 前申请对其申报文件开展预先审阅，提高科创板企业发行上市可预期性，更大力度支持科技企业高水平发展。通过预审制，有利于减轻企业因过早披露业务技术信息、上市计划，可能对其生产经营造成的不利影响，从而进一步提升资本市场支持科技创新的制度包容性、适应性。
- **券商中期业绩预增。**截至 7 月 13 日，9 家上市券商公布业绩预告，均实现归母净利润大幅增长。其中，国联民生、华西证券净利润增长均超 10 倍，国金证券、华西证券净利润增速超 100%。从业绩增长归因看，多数券商预增主要由于财富管理业务及自营投资业务大幅增长，部分券商投行业务亦有所贡献。从一级市场来看，6 月一级市场股权融资 373.55 亿元，同比增长 15%，再融资 7254.807 亿元，剔除四大行注资后 2054.81 亿元，同比增长 72%。随着科创板相关政策落地及资本市场改革政策的推动，下半年券商业务有望持续受益，推动业绩增长。
- **上周主要指数均有不同程度上涨，上证综指上涨 1.09%，沪深 300 上涨 0.82%，创业板指数上涨 2.36%。**上周 A 股成交金额 7.48 万亿元，日均成交额 1.50 万亿元，环比增长 3.80%。两融余额 1.88 万亿元，环比提升 1.23%。中债-总全价(总值)指数较年初下跌 0.66%；中债国债 10 年期到期收益率为 1.67%，较年初

上行 5.76bp。

➤ 风险提示

- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：PDE 3/4 抑制剂：COPD 维持治疗销售快速增长，推进非 CF 支气管扩张症、哮喘和囊性纤维化 II 期临床

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 药物点评：

- **PDE3/4 抑制剂是 COPD 新机制的吸入疗法。**磷酸二酯酶 3/4(PDE3/4)抑制剂能同时抑制 PDE3 和 PDE4，实现支气管扩张以及抗炎效应。Verona 的恩司芬群(Ensifentrine)是首款上市的 PDE3/4 抑制剂，2024 年 6 月其 COPD 维持治疗适应症美国上市，2025 年下半年将在中国提交 NDA。在研的 PDE3/4 抑制剂 COPD 适应症临床药物包括正大天晴 TQC3721（吸入混悬液 III 期临床，吸入粉雾剂 I 期临床）、海思科 HSK39004（吸入混悬液 II 期临床，吸入粉雾剂 II 期临床）和恒瑞医药 HRS-9821（吸入混悬液 I 期临床）。
- **PDE3/4 抑制剂恩司芬群美国销售快速增长。**美国 COPD 维持疗法销售额超 100 亿美元，约 860 万患者单独或联合接受 LAMA、LABA 或 ICS 治疗。根据 Phreesia 研究，49%患者发生衰弱症状超过 24 天/月；而口服 PDE4 抑制剂罗氟司特治疗 COPD 全身暴露导致恶心等胃肠道副作用，COPD 疾病负担仍然较重。恩司芬群是二十年来首批的 COPD 新机制吸入剂，加到现有吸入疗法中（包括 LAMA、LABA 和 ICS）。2024Q4、2025Q1 恩司芬群销售额为 3660、7130 万美元，预计 2025 年销售额为 2.5-3 亿美元。2025 年恩司芬群 Q1 处方为 2.5 万张，新患环比增长 25%，处方医生总数约 5300 人（+50%）。
- **恩司芬群在 COPD III 期临床达到终点。**美欧恩司芬群添加到单一支气管扩张剂治疗 COPD 的 ENHANCE 临床（N=1600）中，恩司芬群达到 FEV1*AUC 0-12h 主要终点、肺功能次要终点并降低恶化率和风险。中国 COPD III 期临床（N=526）中，恩司芬群耐受性良好，TRAEs 与安慰剂相似；第 12 周对比安慰剂，恩司芬群组平均 FEV1 曲线下面积（0-12 小时）改善 110mL；峰值 FEV1 增加 174mL，晨间谷值 FEV1 和晚间谷值 FEV1 分别增加 36mL 和 65mL，0-4 小时和 6-12 小时平均 FEV1 分别增加 162 mL 和 77 mL；恩司芬群组 24 周内中重度 COPD 急性加重率降低 28%；首次中重度急性加重时间风险降低 25%；改善呼吸困难、患者生活质量、呼吸症状评分。2025 年 H2 将启动恩司芬群与 LAMA 格隆溴铵固定剂量的 COPD IIb 期临床。
- **恩司芬群开展非 CF 支气管扩张症 II 期临床，在哮喘和囊性纤维化的 2a 期临床试验中显示出潜力。**非 CF 支气管扩张症会持续咳嗽、痰液分泌过多和频繁的呼吸道感染，恩司芬群改善患者肺功能、咳嗽

和咳嗽症状，是潜在的专门疗法。哮喘临床中，恩司芬群肺功能剂量依赖性改善，并且与抢救药物高剂量雾化沙丁胺醇相当并且全身影响更少。囊性纤维化临床中，恩司芬群激活 CFTR 降低粘液粘度和改善粘膜纤毛清除，可改善患者肺功能。

- 风险提示：新适应症拓展不及预期风险，对外授权不及预期风险，化合物、晶型、剂型专利冲突风险等

【山证纺服】6月社零数据点评-6月国内社零同比增长4.8%，主要可选消费品类增速放缓

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 7月15日，国家统计局公布2025年6月社零数据。
- 事件点评：
- 6月国内社零同比增长4.8%，表现低于市场一致预期。2025年6月，国内实现社零总额4.23万亿元，同比增长4.8%，环比下滑1.6pct，表现低于市场一致预期（根据Wind，2025年6月社零当月同比增速预测平均值为+5.56%）。2025年1-6月，国内实现社零总额24.55万亿元，同比增长5.0%。按消费类型分，2025年6月餐饮收入、商品零售同比增速分别为0.9%、5.3%。2025年1-6月，餐饮收入、商品零售同比增速分别为4.3%、5.1%。2025年5月，我国消费者信心指数为88.0，环比提升0.2。
- 分渠道来看，线上渠道表现略优于商品零售大盘，2025H1线下超市业态零售额同比增长中单位数。2025年1-6月，商品零售额整体同比增长5.1%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长6.0%，表现好于商品零售整体；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长15.7%、1.4%、5.3%。线下渠道，按零售业态分，2025年1-6月，限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长7.5%、5.4%、1.2%、6.4%、2.4%。
- 主要可选消费品类，6月当月增速均有所放缓。2025年6月，限上化妆品同比下降2.3%，增速由正转负；限上金银珠宝同比增长6.1%，环比下滑15.7pct，其中上金所AU9999收盘价均价为776.96元/克，同比涨幅为41.3%；限上纺织服装同比增长1.9%，环比下滑2.1pct，预计1-6月线上渠道增速表现稍弱于线下渠道；限上体育/娱乐用品同比增长9.5%，环比下滑18.8pct。2025年1-6月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比分别增长2.9%、11.3%、3.1%、22.2%。
- 投资建议：
- 品牌服饰板块：（一）2025年6月，纺织服装社零单月增速环比回落，1-6月累计同比增长3.1%，需求整体稳健，其中体育娱乐用品社零持续快速增长，1-6月累计同比增长22.2%，6月单月增长9.5%。根据361度披露的2025Q2经营数据，大装线下及童装线下零售流水同比增长约10%，电商渠道零售流水

同比增长约 20%，我们预计领跑行业。根据李宁披露的 2025Q2 经营数据，李宁（不包含李宁 YOUNG）线下渠道零售流水下降单位数、电商渠道零售流水同比增长中单位数。继续推荐运动品牌公司安踏体育、361 度；建议积极关注受益于政府补贴的家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜。

- **纺织制造板块：**2025 年 1-6 月，我国纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件出口金额同比分别增长 1.8%、-0.2%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额同比分别增长 13.0%、10.9%。从纺织制造台企 6 月营收数据看，受到去年同期高基数及关税政策不确定性影响，6 月营收表现偏弱。短期角度，建议积极关注中报业绩确定性高的公司，继续推荐浙江自然，建议关注百隆东方、开润股份。中长期维度，推荐海外纵向一体化布局、美国敞口相对较低的申洲国际，越南本地化原材料采购比例高的裕元集团、华利集团，积极开拓海外市场的伟星股份。
- **黄金珠宝板块：**2025 年 6 月，金银珠宝社零同比增长 6.1%，终端需求保持稳健增长。短期角度，建议积极关注中报业绩确定性高的公司，推荐老铺黄金、潮宏基，建议关注菜百股份、曼卡龙。预计传统黄金珠宝公司二季度营收降幅有所收窄，目前估值水平偏低。若黄金珠宝终端景气度显著恢复，此类公司基于渠道规模、加盟商资源，有望迎来修复。结合产品结构选股、跟踪终端销售拐点，建议关注周大生、老凤祥。风险提示：关税风险；国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【公司评论】山高环能(000803.SZ)：山高环能首次覆盖报告-生物航煤元年启动，UCO 供应商有望受益

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **行业机遇：**2025 年 SAF 元年启动，UCO 市场有望量价齐升
- **国外：**2025 年欧盟 UCO 需求有望超 249 万吨，近期 SAF 及 UCO 价格持续上行。欧盟理事会通过《Refuel EU 航空法规》，对未来 SAF 强制掺混比例提出明确要求，2025 年达到 2%，2030 年需达到 6%，到 2050 年占比需达 70%。保守估计下，以 2019 年欧盟航空燃料使用量 6854 万吨为参考标准，预计 2025 年欧洲 SAF 需求量约为 137 万吨，2030 年将达到 411 万吨。根据隆众资讯，6 月 1 日，国际航空运输协会（IATA）表示，2025 年可持续航空燃料（SAF）产量预计将达到 200 万吨（25 亿升），占航空公司总燃料消耗量的 0.7%。从产业格局来看，目前大部分 SAF 流向欧洲，欧盟和英国的强制掺混政策已于 2025 年 1 月 1 日生效。考虑到餐厨费油（UCO）碳减排高于其他原料路线，假设所有 SAF 使用 UCO 作为原料，预计 2025 年/2030 年仅欧盟区的 UCO 增量需求达 249/747 万吨。根据隆众资讯，由于欧盟生物航煤机场补贴主要集中在下半年，因此支撑近期 SAF 及 UCO 价格快速上涨。根据百川盈孚，欧洲 SAF FOB 价格由 5 月末低于 1800 美元/吨上涨至 6 月末超 2200 美元/吨。餐厨费油价格（普-低端价）由 5 月末 7000 元/吨上涨至 6 月末 7300 元/吨。
- **国内：**SAF 支持政策频出，部分航线启动 SAF 加注，国内企业出口获批有望带动 UCO 增量需求。2024

年9月18日，发改委等部门举行 SAF 应用试点启动仪式，12 个航班正式加注 SAF。2024 年 10 月 30 日，发改委《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》提出支持有条件的地区开展生物航煤在航空领域试点运行。根据中国能源报，2025 年 5 月嘉澳环保首获生物航油出口许可证标志着国内生物航煤出口市场化打通，后续有望公布第二批白名单企业，将带来增量 UCO 需求。

- **公司成长性：**1) 24 年公司收购及中标项目带来 UCO 处理能力增量；2) 投建废弃油脂精炼装置，有望满足增量 SAF 需求
- **1) 陆续收购中标餐厨废弃物处理项目，UCO 生产能力将显著提升。**2024 年 11 月，公司接连收购株洲和郑州项目，合计新增餐厨废弃物处理规模 500 吨/日，中标成都温江区餐厨垃圾处理中心（一期）委托运营服务，新增处理规模 200 吨/日。2) 公司投建废弃油脂精炼装置将产出高品质混合油，有望满足增量 SAF 需求。根据《关于收购天津碧海环保技术咨询服务股份有限公司 100%股权的进展公告》，公司拟在滨海项目利用特许经营业务之外资产投资建设废弃油脂精炼设施及配套设施，开展废弃油脂精炼项目，产出高品质工业级混合油，满足生物航煤原料需求。
- **投资建议**
- **公司作为国内领先的 UCO 供应商，持续推进餐厨费油处理项目收购，有望受益于 SAF 政策落地带来的上游 UCO 需求增量。**我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 15.6/17.38/19.25 亿元，同比增长 7.6%/11.4%/10.8%；实现归母净利润 0.87/1.43/2.19 亿元，同比增长 569.8%/63.6%/53.4%，对应 EPS 分别为 0.19/0.3/0.47 元，PE 为 36.1/22.1/14.4 倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **若 SAF 需求不及预期，UCO 价格向下波动对公司盈利波动带来的风险；**
- **若海外 UCO 进口政策收紧，可能对公司出口业务带来负面影响；**
- **项目收购不及预期的风险；**
- **诉讼计提预计负债风险；**
- **汇率波动的风险。**

【行业评论】【山证电新】20250716 光伏产业链价格跟踪-硅料、硅片、电池片价格全面上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格上涨：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 37.0 元/kg，较上周上涨 5.7%；颗粒硅均价为 40.0 元/kg，较上周上涨 17.6%。根据硅业分会本周硅料价格涨势进一步巩固，成交活跃度显著提升，约 6 家企业达成新订单，整体成交量环比大幅增长。自月初硅料企业开始涨价后，下游提货积极性逐渐提高，多晶硅库存出现较大幅下滑，预计短期硅料价格将维持幅震荡上行的态势。



- **硅片 价格上涨：** 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.00 元/片，较上周上涨 13.6%；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.15 元/片，较上周上涨 15.0%。硅片价格出现实质性上涨，市场成交活跃度也同步提升。综合考虑政策持续性、上游价格支撑及供需格局等因素，预计短期硅片价格维持上涨。



- **电池片 价格上涨：** 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.250 元/W(转换效率 25.0%+)，较上周上涨 8.7%；182*210mm N 型电池片价格为 0.260 元/W(转换效率 25.0%+)，较上周上涨 8.3%。硅片价格涨幅超 10% 推高电池片成本，本周电池片价格结束长期下跌趋势，开启政策驱动型反弹，但下游组件端接受能力有限。



- **组件 价格结构性下降：** 182mm TOPCon 双玻组件价格 0.68 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周下降 2.6%，较 TOPCon 溢价 13.4%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周下降 5.0%，较 TOPCon 溢价 13.4%。供给端 7 月组件企业排产预计较 6 月份小幅下滑，8 月有继续下行预期。需求端，国内分布式市场疲软，集中式项目依赖存量订单，预计到 9 月能看到需求缓慢向好。上游涨价推动组件成本提高，预计组件价格有望小幅上行。



- **光伏玻璃 价格下降：** 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 18.0 元/m²，较上周下降 2.7%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 10.5 元/m²，较上周下降 2.78%。



- **重点推荐：** BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份；电力市场化方向：朗新集团； 国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、上海艾录、广信材料。



- **风险提示：** 光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

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

