

首席周观点：2025 年第 24 周

2025 年 6 月 12 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：镁行业深度（II）：供需或进入持续性紧平衡状态--多领域共振推动镁需求增长

汽车行业发展已成为镁需求增长的核心推力。根据中国有色金属工业协会镁业分会统计，2024 年全球镁消费量总计 112 万吨，同比增长了 6.7%。从 2024 年全球镁消费结构观察，镁合金生产需求达 55 万吨，占全球镁需求接近一半（49%）。其次为铝合金（29.5 万吨，占比 26%）、钢铁脱硫（13 万吨，占比 12%）、金属还原（8.5 万吨，占比 8%）和其他需求（6 万吨，占比 5%）。而在镁合金需求细分市场中，汽车行业为镁合金下游应用最广的领域，2024 年其需求量为 38.5 万吨，占镁合金消费需求比例达到 70%；其次为 3C 电子产品（11 万吨，占比 20%）和其他需求（5.5 万吨，占比 10%）。综合观察，2024 年汽车行业镁合金需求占全球镁需求的 34%，叠加镁铝合金在汽车行业的广泛运用（以汽车用铝占铝合金下游需求 60%测算），2024 年汽车行业合计用镁量或达 56 万吨，占比达到 50%。

汽车轻量化渗透率提升或推动镁合金需求上行。至 2024 年，新能源汽车单车用镁量已经达到 10kg，而传统汽车则为 5kg 左右。工信部于 2020 年发布了《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，预计我国 2025 年、2030 年单车镁合金用量将分别达到 25kg、30kg，镁合金整车占比将分别达到 2%、4%。结合国家规划与行业内机构预测，我们认为汽车轻量化对应的全球镁合金需求或可从 2024 年的 57 万吨增长至 2027 年的 135 万吨，期间 CAGR 或达 34%。

机器人行业发展带来镁合金需求增长新变量。目前市场主流的机器人分为工业机器人与人形机器人两种。工业机器人行业处于持续上行周期中。综合 IFR 与市场其他机构对全球工业机器人行业发展的分析，我们预计全球工业机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.31 万吨增长至 2027 年的 0.67 万吨，期间 CAGR 或达 28%。人形机器人量产在即，人形机器人的放量或为镁需求带来更大的成长弹性。在全球市场，特斯拉、FigureAI 等公司人形机器人已进入量产周期，国内优必选、宇树科技等公司也在推进人形机器人量产中。结合高工机器人产业研究所（GGII）与市场其他机构对全球人形机器人行业发展的分析，我们预计全球人形机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.02 万吨增长至 2030 年的 0.85 万吨，期间 CAGR 或达 93%。综合工业机器人与人形机器人的市场预测，我们认为机器人行业已成为镁需求新的增长点，2024-2027 年间，全球机器人行业对应镁需求或由 0.33 万吨增长至 0.81 万吨，期间 CAGR 或达 34%。

综合观察，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于镁金属轻量化、高密度、高强度等特性，其已成为新质生产力行业发展的核心生产要素。我们认为，**2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。**结合我们对全球镁供给端与需求端的预测，我们认为 **2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁价已经具有周期性的底部特征。**

相关公司：宝武镁业、星源卓镁。

风险提示：镁供应超预期增长，下游需求行业发展不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《镁行业深度（II）：供需或进入持续性紧平衡状态--多领域共振推动镁需求增长》，2025-4-17



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：2025 年中期展望——AI 浪潮推动 电子行业进入新发展阶段，三大核心领域 增长动能值得关注

年初至 2025 年 6 月 4 日，电子行业指数（中信）跑赢创业板指数。我们分析认为年初受 DeepSeek 引领的开源模型创新浪潮驱动国内 AI 大模型产业价值重估，叠加终端侧 AI 应用的持续迭代升级，算力产业链一季度表现相对强劲。后续受特朗普美国关税政策影响，对电子板块形成较大干扰。2025 年初至 2025 年 6 月 4 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居前。2025 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 5705.58 亿元，占流通 A 股市值比重下降至 4.78%；2025 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司其中半导体领域的标的占比高达 90%。2025Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

展望未来，硬件创新周期叠加 AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）晶圆代工（2）SoC（3）热管理材料：

（一）晶圆代工：受益于 AI 发展，服务器、数据中心与存储这成为增长最快的细分市场，全球半导体销售额到 2030 年总额将超过 1 万亿美元；芯片需求不断上升带动全球半导体晶圆厂产能持续增长，2024 年及 2025 年增长率分别为 6%和 7%。2025 年全球晶圆月需求量预计达到 11.2 百万片，到 2030 年增至 15.1 百万片。展望未来，受 AI 需求持续强劲的推动，全球晶圆代工行业有望实现持续增长，此外，消费电子、网络和物联网等非 AI 半导体应用需求预计将逐步复苏，这将为行业的增长趋势提供支撑。受益标的：中芯国际、华虹公司等。

（二）SoC：当前 AI 技术成为 SoC 架构的重要组成部分，为边缘设备提供了更强大的智能处

理能力，AI 应用也持续向各行各业渗透多领域场景。移动设备、物联网设备和可穿戴设备对能效与紧凑尺寸日益增长的需求，正推动 SoC 在市场上的普及。随着人工智能（AI）和机器学习算法的不断进步，针对 AI 优化的 SoC 的发展势头迅猛。这些针对 AI 优化的 SoC 提供了边缘处理能力，即使在网络连接有限的区域，也能提升隐私保护水平并延长电池续航时间。汽车领域对支持高级驾驶辅助系统（ADAS）、自动驾驶和车载信息娱乐系统的 SoC 需求不断上升，正在显著推动 SoC 市场的增长。根据 MarketandMarket 预测，全球 SoC 市场规模将从 2024 年的 1384.6 亿美元增至 2029 年的 2059.7 亿美元，2024-2029 年复合年增长率（CAGR）为 8.3%。受益标的：瑞芯微、恒玄科技、全志科技、乐鑫科技、芯原股份等。

（三）热管理材料：热管理材料导热、散热性能的高低很大程度上影响着消费电子产品运行的稳定性及可靠性。自 2024 年以来，为满足 AI 大模型的训练与推理需求，AI 终端器件算力呈指数级增长，以智能手机笔记本电脑、智能家居等消费电子产品内部器件发热量及散热需求显著提升。当前市场最大且发展最快的是 AI 手机和 AIPC。在端侧 AI 算力加码的情况下，热管理材料的散热效能对 AI 性能的稳定性及可靠性起到直接决定性作用。全球热管理市场的规模将从 2023 年约 159.8 亿美元增长到 2028 年的 264.3 亿美元，年均增长率为 10.5%，热管理材料需求有望快速增长。受益标的：思泉新材、领益制造、苏州天脉、飞荣达、中石科技等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子行业 2025 年中期展望：AI 浪潮推动 电子行业进入新发展阶段，三大核心领域 增长动能值得关注》，2025-6-12



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 6 月 3 日，煤炭板块累计跌幅 11.98%。沪深 300 指数累计跌幅 2.11%，煤炭跑输沪深 300 指数 9.87 个百分点。

基本面展望：动力煤供强需弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复。2025 年 1-5 月煤炭价格持续下跌。暖冬影响居民用电表现较差，同时受到风光发电出力，火电需求同比走弱，供给受到山西增产+新疆持续贡献增量，供强需弱导致煤价持续下跌。长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，面对煤炭市场价格快速下滑，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”等五

个维度对煤炭行业发展提出倡议，有助于减少煤价非理性波动。2025年3月起长协价高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。**受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。**2025一季度，主要受暖冬用电需求偏弱影响，六大发电集团电力用煤量6917.25万吨，同比下降1.76%，环比下降8.36%。清洁能源挤压是火电超预期下滑的核心原因，2025Q1动力煤用煤量和销量同比环比均降。伴随夏天旺季到来，电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。**进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025年进口或难有增量。**进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024年1月1日起，中国恢复煤炭进口关税，2025年2月28日中国煤炭工业协会与中国煤炭运销协会发出煤炭行业倡议书，强调要严格控制低卡劣质煤炭进口和使用，维护煤炭进口秩序，促进市场供需平衡，2025年及以后有望贯彻政策的真实导向，中国进口煤或难有增量。**动力煤具备反弹基础，动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复。**主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价。预计2025年煤炭价格仍将维持窄幅度、季节性波动，震荡走弱，且长协价格支撑性仍将偏强。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块PE仍然处于较低水平。2025年6月3日，当前煤炭板块PE为11.26倍，相较于历史低位（8.35倍）有所上涨，但小于中位数13.10倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块PB有所上升，仍处于较低水平。2025年6月3日，煤炭板块市净率PB（MRQ）为1.32倍，小于中位数1.65倍，仍处于较低水平。自2024年9月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第10号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见并于11月完成修订正式印发。2024年4月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视ROE的考核方向，高分红有助于提升ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，多频次高分红和高股息标的，适合充当投资收益的坚实底盘。2024年9月政治局会议开启经济支持新篇章，当前稳经济的政策已经在持续出台，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。2025年1月22日六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险

险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，且煤炭等红利板块且国资背景风险小，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。

2025 年中期配置建议遵循以下思路：（1）行业龙头煤企凭借高比例长协销售、吨煤成本管控、公司治理水平等优势，展现出区别于传统周期行业的平稳，积极发挥“压舱石”作用。长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显》，2025-6-9



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：汽车行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述：以旧换新政策推动业绩增长，行业盈利能力复苏

受益以旧换新政策，2024 年来我国乘用车销量保持稳步增长。2024 年我国乘用车（广义）批发销量为 2740.97 万辆，同比增长 6.15%；2025 年 1-4 月，我国乘用车批发销量为 859.7 万辆，同比增长 12.91%。2024 年新能源乘用车累计销售 1222.7 万辆，同比增长 31.99%；2025 年 1-4 月，新能源乘用车累计销量 398.1 万辆，同比增长 42.08%。2024 年新能源乘用车渗透率提升至 44.6%，较 2023 年提升 10.2pct。出口方面，据中汽协，2024 年我国汽车出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%；2025 年 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%。2024 年新能源汽车出口 128.4 万辆，同比增长 6.73%；2025 年 1-4 月出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%，汽车出口稳定增长，未来空间广阔。

乘用车板块：业绩两端分化，头部效应明显。营收利润端，乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 20,634.82/4348.59 亿元，同比+9.79%/+7.39%；归母净利润为 598.32/140.92 亿元，同比+1.37%/+16.35%；扣非归母净利润为 346.47/114.92 亿元，同比-8.39%/+49.62%，24 年扣非净利同比减少主要因上汽、广汽业绩下滑所致，25Q1 的利润增长主要由比亚迪贡献。盈利能力端，乘用车板块 2024 年/2025Q1 毛利率分别为

15.46%/14.56%，同比+0.93pct/-0.76pct；净利率为 2.97%/3.31%，同比-0.32pct/+0.39pct。2024 年/2025Q1 乘用车板块期间费用率为 12.06%/11.92%，同比+0.46pct/-1.68pct，近年来乘用车板块研发投入不断扩大带动费用率上升，25Q1 由于汇兑损益财务费用下降。

汽车零部件板块：营收利润均同比增长，盈利能力持续提升。营收利润端，汽车零部件板块 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 9,661.16/2,344.26 亿元，同比+6.14%/7.40%；实现归母净利润 474.1/143.23 亿元，同比+10.29%/13.56%；实现扣非归母净利润 414.07/124.84 亿元，同比+10.54%/13.08%。盈利能力端，汽车零部件板块 2024/2025Q1 年毛利率分别为 17.68%/17.63%，同比-0.18pct/-0.63pct；净利率为 5.24%/6.46%，同比+0.19pct/+0.35pct，板块整体毛利率有所下滑，净利率持续攀升。2024/2025Q1 年汽车零部件板块期间费用率为 11.49%/11.29%，同比-0.26pct/-0.82pct，我们认为零部件企业营收增长带来的规模效应有效分摊了管理与销售费用。

投资策略：汽车指数年初至今涨幅明显。本年截至 5 月 15 日收盘，上证指数上涨 0.87%，沪深 300 指数下跌 0.70%，中证 1000 指数上涨 1.67%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 7.29%，中信汽车零部件指数上涨 14.82%。乘用车指数年初至今涨幅主要由权重比亚迪带动，其余公司均出现下跌。汽车零部件指数今年表现远超大盘，我们认为零部件板块的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，另一方面受市场风格影响，小市值公司涨幅较多，而零部件板块小市值企业居多，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，板块估值得到明显提升。

乘用车板块，关注智能化：汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。我们认为汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。**相关受益标的：赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733）、上汽集团（600104）。**

零部件板块，关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司：我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：**1) 汽车橡胶管路：**我们看好川环科技(300547)和溯联股份(301397)。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。**2) 内燃机产业链：**国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股(603161)、气门传动组核心供应商新坐标(603040)、国内气缸套龙头公司中原内配(002448)等。**3) 汽车电子行业：**在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下，电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升，我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发(603788)，公司强成本控制、高效率将持续领先。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，海外关税政策发生变化，主要原材料大幅上涨，相关公司新产品开拓不及预期。

参考报告：《汽车行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述：以旧换新政策推动业绩增长，行业盈利能力复苏》，2025-5-20



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递行业 2025 年一季报综述：价格战进入深水区，行业盈利短期承压，市场预期降至低位

价格竞争依旧较为激烈，量升价降还在继续。25Q1 快递行业件量增速 21.6%，维持了较高的水平。与之对应的，快递行业单票收入 25Q1 呈现继续下行的趋势。量升价降的现象贯穿了去年全年，25Q1 也依旧延续，行业价格战烈度较高。中通在一季报中表示“快递行业的竞争已进入白热化阶段，低价值或亏损件占比的扩大进一步加剧了行业挑战”，是行业的真实写照。

中通与圆通增速提升，头部企业重拾份额优先策略。25Q1 申通、韵达市场份额分别提升 0.5pct 和 0.1pct，圆通份额基本维持不变，中通份额下降 0.4pct。与 24 年不同公司策略有所分化（中通重质量，韵达申通抢份额）不同的是，进入 25 年后通达系公司竞争策略趋于一致，都以提升市场份额作为业务重心，其中中通和圆通近期件量增速都明显上行，申通和韵达由于市场份额过于接近，竞争也十分激烈。这一变化显然进一步提升了价格战的烈度。

价格战导致单票净利润整体下行。受价格战烈度加剧的影响，25Q1 行业整体表现为利润下降。若将盈利拆解为件量乘以单票净利润，则表现为件量增长无法完全对冲单票盈利下降造成的影响。由于价格战加剧导致行业盈利水平的整体性下移，不同公司之间的盈利差距与单票盈利的差距较之前也更加明显。25Q1，中通单票净利降至 0.26 元；圆通单票净利降至 0.12 元附近；韵达和申通单票净利分别为 0.05 和 0.04 元，单票净利润分化为较明显的三个层级。

以价换量的边际收益或将减弱，价格战进入深水区。目前低价件领域“以价换量”的策略后续可能面临边际收益递减。去年一整年，行业持续降价，对价格敏感型客户的挖掘已经较为充分。此外成本端降幅有限也是今年行业盈利承压的重要原因，25 年行业产能利用率已经处于较高水平，规模效应带来的成本摊薄会弱于 24 年。因此我们预计，今年价格战中总部与加盟商都会承受比往年更大的价格压力，快递行业价格战进入深水区。

投资建议：周期接近底部，行业业绩与估值短期承压，关注后续业绩弹性。

我们认为目前市场对快递板块的预期处于较低水平，一方面，上市公司单票市值持续下降，且接近历史最低水平；另一方面，上市公司单票市值与单票净利润的比值在缓慢下降的同时显著趋同，意味着市场目前在给予上市公司估值时基本参照现有业绩，而弱化对格局改善可能性以及后续价格战缓和可能性的考量。

目前行业周期处于相对底部区域，短期业绩承压，“黎明前的黑暗”对于投资者来说较为难

熬。但中长期看，任何行业都需要合理利润，不可能长期维持在高强度价格战状态，快递行业“反内卷”以及高质量发展是大势所趋。因此从行业布局角度看，目前快递行业是典型的左侧行业，且一旦价格战缓和，行业盈利弹性较大，值得持续关注。

参考报告：《快递行业 2025 年一季报综述：价格战进入深水区，行业盈利短期承压，市场预期降至低位》，2025-5-28

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526