

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-13

宏观策略

2025 年 06 月 13 日

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观深度报告 20250612: 从“管高价”到“管低价”: 如何提振核心 CPI?

如何提振核心 CPI? 服务价格可能是主要的潜在空间, 预计服务消费补贴可以提高核心 CPI 约 0.3 个点, 对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。从三大组成部分来看, 核心商品补贴即将满周年, 未来可能存在需求透支的风险, 下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大; 居住服务价格受限于房价, 短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI, 政策应着眼于除居住外的其他服务价格, 服务消费补贴政策是不错的选择。核心 CPI 里面, 除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果, 核心商品价格同比增速从去年 10 月-0.1%的低点回升到近期+0.8%左右的水平, 提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点, 那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出, 居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点, 这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。

风险提示: (1) 测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的, 这里我们用的是某一时期权重估算, 会存在一定误差。(2) 如果房地产市场出现超预期下行, 居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多, 居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。

(3) 如果宏观政策发生变化, 价格形势也会随之而言。比如, 如果大规模“去产能”政策推进, 核心商品价格可能将继续回升; 而如果增量财政力度超预期, 整体价格也有可能出现超预期回升。

宏观点评 20250612: 如何“反内卷”? ——关键在于定价权

我们将“定价权”具象为企业过去 5 个完整年度毛利率标准差的倒数。理由在于, 利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者“买单”的有效指标; 而相比毛利率, 净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差, 而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于: 当利润率增长时, 企业往往会选择扩大产能, 在主营业务没有发生明显变化的背景下, 新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。A 股上市公司相关数据表明, “定价权”在一定程度上能够影响上市公司的股价表现。自 2020 年至 2024 年, 与定价权最弱(期间毛利率标准差的倒数低于 25%)的一批上市公司相比, 在定价权最强(期间毛利率标准差的倒数超过 100%)的一批上市公司中, 区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过 18 个百分点。具体而言: 通过对沪深上市公司计算①自 2020 年至 2024 年毛利率标准差的倒数(反映定价权, 数值越高越好), ②自 2020/1/2 至 2024/12/31 区间股价涨跌幅可得: 在过去 5 年毛利率标准差的倒数低于 25%、介于 25%至 50%两组上市公司中, 区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 59.85%、51.65%; 但在过去 5 年毛利率标准差的倒数介于 50%至 100%、高于 100%两组上市公司中, 区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为 39.23%、41.69%。

固收金工

固收深度报告 20250609：债券“科技板”见微知著：科创债新政策下的金融机构发行观察

新出台科创债一揽子政策要点梳理与解读：1) 扩大发行主体范围，覆盖多元科技融资需求；2) 优化债券条款设计，提升适配性与灵活性；3) 优化发行流程，创新信用评估与风险分担机制；4) 科技创新债券纳入金融机构科技金融考核体系，强化激励导向。总结与观点：对于投资者而言，各类金融机构发行的科创债中，相较于银行系发行的科创金融债，资质较优、外部评级达 AAA 级的证券公司所发行的科创债的配置价值或更为可观，即因票息收益空间充裕而带来的收益风险性价比或较银行发行的科创债更高，适宜对流动性需求尚可、负债端相对稳定的账户适度布局。

风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

固收周报 20250609：央行提前预告买断式逆回购，关注流动性宽松对于短端利率下行的支撑

Q：央行提前预告买断式逆回购，重启买入国债讨论增加，如何看待债券长短端性价比？ A：本周（2025.6.3-2025.6.6），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.675% 下行 2.25bp 至 1.6525%。周度复盘：周二（6.3），端午假期期间关于关税的消息显示贸易摩擦有升级趋势，6 月 2 日中国商务部发言人在答记者问时表示，美方在日内瓦经贸会谈后，陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布 AI 芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等。但周一港股探底回升，周二 A 股开盘后上涨，权益市场的涨势令债市情绪受到压制，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.1bp。周三（6.4），早盘中证报头版文章报道，不排除人民银行将进一步采取降准等措施的可能，且人民银行国债买卖操作有望适时重启。结合大行在端午节后净买入短端债券，令央行重启买债的讨论增加，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.5bp。周四（6.5），午后关于中美通话的信息发酵，10 年期国债活跃券收益率出现上行，随后尾盘商务部表示对符合规定的稀土出口许可申请，中方将予以批准，进一步印证关税谈话有所进展。周度思考：本周债券市场仍然没有摆脱微幅震荡行情，后续需要关注关税政策和央行重启买入国债的可能性。其中，对于关税政策我们无法给出准确的预期，从通话的通稿上来看，我国仍然坚守《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，即在 90 天的缓冲期内，仍可将其作为基准情形进行推演。而对于央行的态度，提前公告买断式逆回购是央行改变与市场沟通方式的信号。此前，央行于月末披露当月公开市场买断式逆回购业务公告，而 6 月在月初便发布招标公告，表明沟通机制更加透明化，防止预期混乱，同时再次确认目前央行对于流动性的呵护态度。在此情形下，我们认为 10 年期国债收益率仍将在 1.6%-1.7% 的箱体中震荡，若央行重启买入国债，则短端利率下行的确定性更高。风险提示：（1）经济基本面变化超预期：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时点或快于或慢于我们当前预估的基准情形；（2）货币政策工具创新：在货币政策框架的调整时期，新型工具可能出台，从而对资本市场的走向造成影响；（3）历史经验不代表将来：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

固收周报 20250608：建议关注核心科技题材转债

策略上我们认为临近信评更新节点，机构整体持仓偏向稳健，或较难在当

前市场环境下博弈资质下沉所带来的超额收益，建议一方面布局前期回调较大的核心科技题材，另一方面关注业务不确定小，同时可支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的。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。

固收点评 20250607：绿色债券周度数据跟踪（20250602-20250606）

本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约95.70亿元，较上周减少124.36亿元。绿色债券周成交额合计531亿元，较上周减少81亿元。

固收点评 20250607：二级资本债周度数据跟踪（20250602-20250606）

本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债2只，发行规模为60.00亿元。二级资本债周成交量合计约1213亿元，较上周减少535亿元。

行业

推荐个股及其他点评

佛燃能源（002911）：佛山城燃龙头，高分红构筑安全边际

盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润为8.72/9.22/9.76亿元，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应PE15.3/14.5/13.7倍（估值日期2025/6/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖，给予“买入”评级。

千红制药（002550）：QHRD107 EHA数据点评：II a期初步数据优秀，临床进展顺利

投资要点 事件：公司将于2025年6月14日在欧洲血液病学会年会（EHA）上汇报QHRD107 II a期临床数据，维奈克拉-阿扎胞苷（VEN-AZA）复发/难治组OS显著延长，耐受性良好，整体数据优秀。急性髓系白血病耐药、复发常见，存在未被满足的临床需求。自2020年III期Viale-A试验发表以来，维奈克拉和阿扎胞苷成为急性髓性白血病（AML）且不适合强化化疗患者的金标准一线治疗。但随访结果和真实世界研究表明，绝大多数患者面临复发和耐药风险。发表在《Haematologica》期刊的一项真实世界研究表明，62.7%的患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗后产生耐药复发，27.3%的患者难治。这些患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗无效后的OS仅为2.3个月。后续符合条件的患者接受靶向治疗和FLT3抑制剂干预后效果依然不佳，总体而言，R/RAML仍存在未被满足的临床需求。QHRD107在2025EHA公布II a期数据，OS大幅提升。QHRD107为CDK9抑制剂，联用维奈克拉+阿扎胞苷治疗R/RAML。本次公布的数据为51例患者数据，33例患者（64.7%）既往接受过VEN-AZA治疗，22例（43.1%）在VEN-AZA后复发，而11例患者（21.6%）为难治性。46例可评估疗效的患者中，ORR为60.9%，cCR为41.3%。复发患者亚组ORR为70.0%，cCR为45.0%；80mg剂量组ORR80%，cCR70.0%。在VEN-AZA难治/复发患者中，中位OS达12.8个月，相较其他干预方式明显延长，QHRD107有效性良好。安全性方面，TRAE主要为胃肠道反应，包括腹泻（84.3%），呕吐（54.9%）等。综合来看，QHRD107在测试剂量下有效性优秀，耐受性

良好，有望解决 R/RAML 领域未被满足的临床需求。 盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.43/5.12/6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 25/22/18X，维持“买入”评级。 风险提示：原料药下游需求不及预期；集采风险；新药研发进展不及预期。

宏观策略

宏观深度报告 20250612: 从“管高价”到“管低价”: 如何提振核心 CPI?

核心观点: 今年 2 月以来, CPI 连续 4 个月负增长, 但主要是食品和能源项目驱动, 代表经济整体供需状况的核心 CPI 同比增速自去年 9 月以来明显回升。从核心 CPI 的三大组成部分来看, 核心商品、居住服务价格的上行空间都相对有限, 如果要进一步提振核心 CPI, 政策应着眼于提振其他服务价格, 服务消费补贴政策是较好的选择。我们预计服务消费补贴可以额外提升核心 CPI 约 0.3 个点, 从而对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累, 带动核心 CPI 增速明显回升。

(1) 价格调控从“管高价”到“管低价”转变, 促进核心 CPI 回升是关键。今年 3 月两会将 CPI 增长目标从往年的 3% 调整到 2%, 目标的下调并不意味着对价格的重视程度降低, 恰恰相反, 这是从“防止价格过高”到“防止价格过低”的调控思路的转变, 反映出宏观政策对物价更加重视。近期, 央行在 25Q1 货币政策执行报告中也指出“价格调控思路, 也要从以前的管高价转向管低价”。如何做好“管低价”? 我们认为提振核心 CPI 是重点, 核心 CPI 更能反映经济整体的供需关系, 若能回升, 就代表经济供需相对健康。(2) CPI 同比增速虽然连续 4 个月负增长, 但主要是食品和能源项目驱动, 核心 CPI 自去年 9 月以来明显回升。具体来看, 今年 2 月-5 月 CPI 同比增速均值为 -0.25%, 其中食品贡献 -0.24 个点, 能源贡献 -0.29 个点, 而核心 CPI 贡献 +0.28 个点。(3) 怎么看近几年核心 CPI 的趋势变化? 从趋势水平来看, 2021 年上半年核心 CPI 偏高, 2024 年下半年则偏低, 因此都需要经历趋势调整。2022-2024 年和今年都在回归稳态, 这几年的稳态可能是在 0.5-0.7 附近, 但促消费政策出台后这一稳态水平可能有所提升。进一步的, 我们可以将核心 CPI 拆分成核心商品、居住服务、其他服务三大类型, 分别来看这三部分价格的趋势变化。

(4) 核心商品: 供给强、需求弱的格局没有改变, 当前重点是耐用消费品价格如何变化。耐用品补贴带来的涨价效应要超过降价效应, 因而这轮“以旧换新”补贴也显著带动了耐用消费品价格回升。家用电器价格同比增速在 2025 年 3 月从 -3.3% 升至 -0.3%, 交通工具价格同比增速从 2024 年 7 月的 -5.6% 回升至 -3.8%, 通信工具价格同比在 2024 年 9 月后见底回升。(5) 居住服务: ① 居住服务价格下行是 2022 年以来核心 CPI 偏弱的主要原因。2013-2022 年前居住服务价格同比均值为 1.74%, 2022 年以来平均为 0.07%, 下降了 1.67 个点。而居住服务占核心 CPI 的权重约为 25.2%, 对应拖累核心 CPI 增速约 0.4 个点。同一时期核心 CPI 同比增速从 1.54% 降至 0.65%, 下降了 0.9 个点, 即居住服务可以解释其中的 44% 左右。② 本轮市场修复中, 地产销售的量价具有韧性, 房租价格也更有韧性, 预计未来房租下行的弹性空间可能也较小。由于房租价格具有较强的季节性, 我们用区间的房租累计涨幅减去上年同期累计涨幅, 来衡量房租涨幅的修复空间。2023 年小阳春期间, 房租 CPI 环比增速修复了 0.4 个点, 而本轮市场复苏期间, 房租 CPI 环比修复 0.3 个点, 弱于上一轮。相比房价, 房租更能反映真实居住需求, 预计未来一段时间, 即使房价继续下行, 房租 CPI 也能稳定在 0 附近, 不会随之继续下跌。(6) 除居住外的其他服务: 主要取决于全社会工资的走势。除居住外的其他服务, 跟工业消费品的价格逻辑相反。一般商品价格取决于供需关系, 供给扩大时, 价格往往趋于下降。但是, 服务消费并非如此, 某种程度上存

在“供给扩大-价格上升”的逻辑链条。这源于服务消费特殊的供需循环：①消费需求增加→②价格上涨→③企业利润改善→④增加供给→⑤扩大招聘→⑥居民就业和工资改善→①消费需求增加。相比于工业而言，服务业是人力密集型行业，因此服务消费价格变化与全社会工资变化密切相关。（7）基于三大分类走势，如何看待今年下半年核心 CPI 趋势？预计核心商品价格先走高后小幅回落，居住服务价格仍将在 0 附近波动，其他服务价格受去年低基数影响仍有上升空间。综合来看，今年下半年核心 CPI 同比增速将继续回升，9-10 月触及 1.0% 左右的高点后可能小幅回落，但不会跌出 0.6%-1.0% 区间，整体来看相比过去 12 个月同比+0.37% 的平均水平将有明显回升。（8）如何提振核心 CPI？服务价格可能是主要的潜在空间，预计服务消费补贴可以提高核心 CPI 约 0.3 个点，对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。从三大组成部分来看，核心商品补贴即将满周年，未来可能存在需求透支的风险，下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大；居住服务价格受限于房价，短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI，政策应着眼于除居住外的其他服务价格，服务消费补贴政策是不错的选择。核心 CPI 里面，除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果，核心商品价格同比增速从去年 10 月-0.1% 的低点回升到近期+0.8% 左右的水平，提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点，那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出，居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点，这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。风险提示：（1）测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的，这里我们用的是某一时期权重估算，会存在一定误差。（2）如果房地产市场出现超预期下行，居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多，居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。（3）如果宏观政策发生变化，价格形势也会随之而言。比如，如果大规模“去产能”政策推进，核心商品价格可能将继续回升；而如果增量财政力度超预期，整体价格也有望出现超预期回升。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

宏观点评 20250612：如何“反内卷”？——关键在于定价权

自 2024 年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一。“内卷”（involution）这一概念最早指代的是，在一个封闭系统内，在缺乏技术革命或制度创新的前提下，劳动力供给的不断增多难以带来生产效率（人均产出）的提高，反而导致组织结构日益复杂（以消耗多余劳动力）与劳动强度日益提高（但未提高总产出）。自去年至今，“反内卷”是国内政策关注重点之一，近期新版《保障中小企业款项支付条例》开始施行、政府拖欠企业账款化解力度加大都是落实相关政策导向的标志性事件。短期看，清理政府拖欠企业账款或能改善建工、环保、计算机行业内相关企业的自由现金流，但可能挤占原本可被用于贡献实物工作量的地方债额度，未来或需政策性金融工具发挥带动投资的更大作用。长期看，“内卷式竞争”的对立概念是“定价权”，对于制造业企业而言，提高定价权可能是从根本上解决“内卷式竞争”、建立预防和化解拖欠企业账款长效机制的方式。在大多数商品的需求往往是价格敏感型的前提下，“内卷式竞争”通常会导致“价格战”甚至是低于成本的商品倾销，而“定价权”恰恰反映的是企业为应对成本上升或保持利润率稳定而将商品涨价压力传导至消费者“买单”

的能力。如果不解决“定价权”问题，“边清边欠”、“清了又欠”的问题或难得到根本性解决。我们将“定价权”具象为企业过去5个完整年度毛利率标准差的倒数。理由在于，利润率的稳定性是衡量一家企业能否将成本上升转嫁给消费者“买单”的有效指标；而相比毛利率，净利率更容易受到会计处理方式的干扰。之所以计算毛利率的标准差，而非单纯青睐毛利率保持逐年增长的企业是由于：当利润率增长时，企业往往会选择扩大产能，在主营业务没有发生明显变化的背景下，新一轮供需平衡过程很有可能会带来企业毛利率的均值回归。A股上市公司相关数据表明，“定价权”在一定程度上能够影响上市公司的股价表现。自2020年至2024年，与定价权最弱（期间毛利率标准差的倒数低于25%）的一批上市公司相比，在定价权最强（期间毛利率标准差的倒数超过100%）的一批上市公司中，区间股价下跌的公司数量占比显著下降超过18个百分点。具体而言：通过对沪深上市公司计算①自2020年至2024年毛利率标准差的倒数（反映定价权，数值越高越好），②自2020/1/2至2024/12/31区间股价涨跌幅可得：在过去5年毛利率标准差的倒数低于25%、介于25%至50%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为59.85%、51.65%；但在过去5年毛利率标准差的倒数介于50%至100%、高于100%两组上市公司中，区间股价涨跌幅为负的上市公司数量占比分别为39.23%、41.69%。风险提示：（1）对地方债支持化解政府拖欠企业账款的分析可能不够准确；（2）对“反内卷”政策的落地情况可能梳理不全；（3）对“定价权”的衡量方法可能不够完善。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

固收金工

固收深度报告 20250609：债券“科技板”见微知著：科创债新政策下的金融机构发行观察

事件 科技创新债券制度落地，科技金融体系再升级：2025年5月7日，中国人民银行与中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（〔2025〕第8号），从丰富产品体系、完善配套机制等多个维度，系统性提出支持科技创新债券发行的相关举措。“8号文”的发布预计将有效引导债券市场资金向早期阶段、中小企业、长期项目及硬科技领域倾斜，改善我国科创债市场当前发行期限偏短、发行主体集中于传统行业和成熟期央国企、募资用途多用于产业升级优化等特点，激发科技创新活力，助力培育新质生产力。此外，沪深北三家证券交易所及中国银行间市场交易商协会于同日分别发布的《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》和《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，是对证监会“8号文”的具体落实细则。

观点 新出台科创债一揽子政策要点梳理与解读：1) 扩大发行主体范围，覆盖多元科技融资需求：明确支持金融机构、科技型企业、私募股权基金及创投机构等多类主体发行科技创新债券，涵盖公司债、企业债及非金融企业债务融资工具等主要品种，对于科技产业链上下游融资需求全覆盖的考虑有助于形成“投早、投小、投长期”的良性机制。2) 优化债券条款设计，提升适配性与灵活性：a) 鼓励发行人根据科创项目周期长、回报慢的特点，灵活设置债券期限结构，优先发展长期限债券产品，助力提升资金使用节奏与项目回款周期的匹配度；b) 允许科技创新债券在发行时设置如含权结构、还本付息等创新安排，还可以设置可转换为股权、票面利率与科

创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。3) 优化发行流程, 创新信用评估与风险分担机制: a) 简化科技创新债券信息披露规则, 允许发行人根据实际需求与投资人协商一致后, 豁免部分非核心披露事项; b) 鼓励评级机构结合科技企业及科技创新业务的发展规律和行业特性, 打破传统评级框架限制, 创新评级方法与模型设计, 更加注重反映企业的成长潜力、技术优势以及市场前景等前瞻性因素; c) 鼓励金融机构及专业信用增进和担保机构积极参与科创债市场建设, 通过开展信用保护工具、信用风险缓释凭证、信用违约互换、第三方担保以及知识产权质押担保、预期收益质押担保等, 为科技创新债券的发行与投资交易提供配套支持。4) 科技创新债券纳入金融机构科技金融考核体系, 强化激励导向。

新出台的科创债相关政策与过往政策对比: 1) 科技创新债券从单一的企业融资工具, 逐步覆盖科技产业链上下游的融资平台: a) 相较于2021年初期推出的科创公司债和科创票据, 本次政策促使科创债在发行主体范围上实现进一步拓展, 不再局限于科技型企业本身, 而是明确将商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构以及私募股权投资机构和创业投资机构一并纳入发行主体范畴; b) 此次政策支持投资经验丰富的头部私募股权投资机构和创业投资机构发行“5+3”、“5+5”等长期限债券, 增强对科技企业全生命周期、尤其是早期阶段的支持能力。2) 募集资金用途更灵活: a) 交易所市场鼓励具备丰富投资经验、卓越管理业绩及优质团队配置的私募股权投资机构和创业投资机构发行科创债, 募集资金主要用于私募股权投资基金的设立、扩募及科技项目投资; b) 银行间市场提出科技型企业发行科创债的资金用途可根据实际需求灵活安排, 仅对私募股权投资机构设有50%的投资比例限制。

新政策对于发行科创债的金融机构的影响: 1) 券商或成为科创债市场扩容中的关键受益主体, 其多元化业务能力与资本市场专业性将在新一轮科技金融融合中发挥重要作用。2) 作为传统信贷体系的核心力量, 商业银行通过科创债发行可有效延伸金融服务链条, 完善对科技型企业的全生命周期资本支持。3) 科创债发行资格的扩展为金融资产投资机构打开从不良资产管理向科技投融资协同的新通道。4) 新政策赋予股权投资机构和创投机构发行科创债的资格, 为其提供除一级市场直融以外的全新融资与退出路径, 助力提升资本运作效率与项目支持能力。

金融机构发行科创债现状: 1) 2025年5月期间, 金融机构迎来其在科创债市场的放量发行阶段, 共发行45只科创债, 总计2,224.00亿元, 助力科创债市场整体存量规模突破2.1万亿元。2) a) 发行主体以商业银行为主, 其中国有大行发行规模相对较大, 政策行和证券公司发行规模则较小: 商业银行作为我国最主要的金融机构, 拥有雄厚的资金实力和多元化资产配置需求, 叠加其特殊的“政治属性”驱动其在相关政策的指引下需更快响应国家战略要求, 因此商业银行体系迅速成为金融机构发行科创债支持科创企业发展的主力军; 预计未来商业银行将会继续在科创债市场扩容过程中发力, 凭借其更强的信用背书、更深度的实体与金融之间的纽带绑定以及更全面完善的监管指导, 助力科创债品种为我国的科技创新领域相关企业或项目提供切实有效的资金支持。b) 债券评级均为AAA高等级, 主要系首批参与科创债发行的金融机构基本为国股大行和上市券商, 信用资质均较为优秀所致: 较高的主体评级有利于正处于建设过程中的科创债市场吸引更多投资者的关注, 从而加快缓解中小型科创企业的融资困境, 保障板块的安全边际。c) 发行期限跨度较大, 短至半年期、长至十年期均有新发, 但主要仍集中在中短期限, 以3年期居多: 金融机构在参与科创债市场之初, 仍倾向于延续存量科创债

的期限结构，仅国有大行和证券公司尝试发行中长期科创债，但规模较小，预计随着金融机构在科创债市场中的介入程度逐步加深、科创金融债发行量逐步放大，金融机构所发行的科创债的发行期限或逐步拉长。d) 募集资金用途主要包括以不同投资形式支持科技创新类企业的发展，“科创含金量”较过往由实体央企发行的科创票据和科创公司债有所提升：具体投向因金融机构的职能不同而存在差异，其中用于通过贷款方式支持科技创新领域发展的科创债的发行规模明显较大，占比达 69.07%，一方面或与商业银行系金融机构发行科创债的主力军有关，另一方面或因银行贷款系中小型企业相对易于取得且青睐的一种资金来源所致。e) 发行条款中超九成的新发科创金融债不包含特殊条款，条款仍以规范化为主：条款的灵活性、创新性可能较实体企业发行的科创债有所不及，或主要系金融机构发行人的资质水平和募资用途与实体企业发行人存在明显差异所致，即实体企业因自身信用资质的参差和资金投向项目的可行性不同而需设立一定的特殊条款来提升其债券吸引力。f) 债券票面利率整体较低，平均约为 1.81%，较存量科创债平均票面利率低逾 90BP，主要系金融机构较实体企业通常具备更优的信用资质和更低的风险溢价所致：一方面在一二级市场均可提供较高的安全度保障，另一方面间接降低了科创类企业，尤其是中小企业的融资难度和融资成本，为资本市场和实体经济之间的资金流动搭建连接贯通的桥梁。总结与观点：结合科创金融债的发行利差来看，1) 银行类主体因发行规模较大故发行利差的分布跨度亦较大，其中政策性银行发行的科创债出现利差倒挂，主要系政策性银行信用评级接近主权信用水平，风险溢价较低所致；国股大行、城商行科创债的发行利差基本集中分布在 10BP 以内，发行利差较小，与首批获批发行科创债的商业银行信用资质较为良好的预期相符。2) 非银类金融机构发行科创债的代表为证券公司，其发行的科创债发行利差相较于银行类金融机构而言较大，大多分布在 10BP 以上，甚至可达 20BP，该发行利差差异同样契合非银类金融机构与银行类金融机构之间的资质差异，预计由私募股权投资机构或创投机构所发行的科创债或亦将以 10BP 以上的发行利差为主，反映不同机构自身在债券市场募资的风险补偿差异。3) 对于投资者而言，各类金融机构发行的科创债中，相较于银行系发行的科创金融债，资质较优、外部评级达 AAA 级的证券公司所发行的科创债的配置价值或更为可观，即因票息收益空间充裕而带来的收益风险性价比或较银行发行的科创债更高，适宜对流动性需求尚可、负债端相对稳定的账户适度布局。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250609：央行提前预告买断式逆回购，关注流动性宽松对于短端利率下行的支撑

观点 央行提前预告买断式逆回购，重启买入国债讨论增加，如何看待债券长短端性价比？ A：本周（2025.6.3-2025.6.6），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.675%下行 2.25bp 至 1.6525%。周度复盘：周二（6.3），端午假期期间关于关税的消息显示贸易摩擦有升级趋势，6 月 2 日中国商务部发言人在答记者问时表示，美方在日内瓦经贸会谈后，陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布 AI 芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等。但周一港股探底回升，周二 A 股开盘后上涨，权益市场的涨势令债市情绪受到压制，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.1bp。周三（6.4），早盘中证报头版文章报道，不排除人民银行将进一步采取降准等措施的可能，且人民银行国债买卖操作有望适时重

启。结合大行在端午节后净买入短端债券，令央行重启买债的讨论增加，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.5bp。周四（6.5），午后关于中美通话的信息发酵，10 年期国债活跃券收益率出现上行，随后尾盘商务部表示对符合规定的稀土出口许可申请，中方将予以批准，进一步印证关税谈话有所进展。同时，尾盘央行公告 6 月 6 日即将进行买断式逆回购，为首次预告，一为周五即将发行的 30Y 特别国债保驾护航，二为对冲 6 月存单到期续作压力，10 年期国债活跃券到期收益率随即下行，全天 10Y 国债活跃券收益率下行 0.35bp。周五（6.6），央行提前公告买断式逆回购情况，表明支持流动性的态度，对债市形成利好。由于关税政策反复性较强，中美通话并未对债市造成重大利空。午后对于央行买债的预期再度发酵，全天 10Y 国债活跃券收益率下行 1.5bp。周度思考：本周债券市场仍然没有摆脱微幅震荡行情，后续需要关注关税政策和央行重启买入国债的可能性。其中，对于关税政策我们无法给出准确的预期，从通话的通稿上来看，我国仍然坚守《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，即在 90 天的缓冲期内，仍可将其作为基准情形进行推演。而对于央行的态度，提前公告买断式逆回购是央行改变与市场沟通方式的信号。此前，央行于月末披露当月公开市场买断式逆回购业务公告，而 6 月在月初便发布招标公告，表明沟通机制更加透明化，防止预期混乱，同时再次确认目前央行对于流动性的呵护态度。在此情形下，我们认为 10 年期国债收益率仍将在 1.6%-1.7% 的箱体中震荡，若央行重启买入国债，则短端利率下行的确定性更高。美国 2025 年 5 月 Markit 制造业 PMI 终值、Markit 服务业 PMI 终值、Markit 综合 PMI 终值、5 月新增非农就业人数、失业率和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（0602—0606）受非农数据超预期影响，美债收益率曲线全线反弹，Fedwatch 显示全年降息定价已不足两次，可以说（中期）周期性因素在本周市场叙事中暂时占据主导。同时，特朗普政府推行减税法案取得进展，一方面短期来看这将让鲍威尔主导的美联储——至少到 2026 年前——继续坚定偏鹰立场，另一方面长期来看或继续拉大贫富差距，让美国政治谱系极化趋势加剧。我们认为伴随中美首脑重启对话，美国外部博弈不确定性边际虽有所减弱，但美国内部博弈不确定性边际增强，整体不确定性难说趋势性收敛，延续美债收益率仍或在高位震荡的观点。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）Markit 制造业与服务业 PMI 终值同步扩张，通胀压力增加，新增非农就业人数增长放缓但韧性犹存。最新数据显示，美国 Markit 制造业 PMI 终值为 52.0，较 4 月的 50.2 显著提升，连续第五个月高于荣枯线（50），创三个月新高。新订单分项指数达 53.3，为 15 个月最高，主要受企业因关税缓冲期（7 月可能恢复加税）提前囤积库存推动，原材料库存指数飙升至 2007 年以来最高水平。美国 Markit 服务业 PMI 终值 53.7，高于 4 月的 50.8，价格收取分项指数创 2023 年 4 月以来新高，显示企业成功将成本转嫁至消费者。综合 PMI 终值 53，脱离 4 月的 50.6 低点，但就业分项指数降至 49.5，为 2 月以来首次收缩，反映企业招聘意愿降温。5 月非农就业新增 13.9 万人，略低于 12 个月均值 14.9 万，失业率持平于 4.2%，但劳动力参与率下降 0.2 个百分点至 62.4%，显示部分劳动者退出市场。（2）美国 5 月失业率持平于 4.2%，5 月 31 日当周首次领取失业金人数上升，5 月 24 日当周续请失业救济人数略降，显示劳动力市场仍具有韧性。最新数据显示，美国 5 月失业率持平于 4.2%，与预期和上个月值持平，自 2024 年 5 月以来持续在 4.0%-4.2% 窄幅波动，显示劳动力市场整体仍具韧性。失业金数据方面，5 月 31 日当周首次申请失业救济人数上升至

24.7 万人（前值 24 万人），优于预期水平的 23.5，连续第二周上升，反映失业者再就业难度增加；5 月 24 日当周持续申请失业救济人数为 190.4 万人（前值 191.9 万人），劣于预期的 191 万人，小幅下降，显示短期裁员压力有限。四周移动平均申请人数继续上升，预示未来就业增长可能放缓。（3）美联储 6 月议息会议强调维持利率不变，强化“数据依赖”立场。美联储在 2025 年 6 月的议息会议上决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，符合市场预期。政策声明中新增了对“通胀粘性”和“经济增长放缓风险”的双重关注，并强调未来的政策调整将“完全依赖经济数据”，而非预设路径。美联储主席鲍威尔在会后发布会上表示，尽管通胀已从峰值回落，但核心 PCE 仍高于 2% 目标，且近期劳动力市场降温速度加快，使得政策制定者需要更谨慎地平衡通胀与就业风险。他重申，美联储不会急于降息，但也不会排除任何可能性，强调“未来的每一步都将取决于数据”。芝加哥联储主席古尔斯比认为，如果未来几个月通胀持续回落，美联储可能在 2025 年下半年启动降息，但需要看到更明确的通胀下行趋势才会行动。波士顿联储主席柯林斯表示，当前政策“限制性足够”，但需警惕经济放缓过快的风险，暗示若失业率上升超预期，可能支持更早降息。截至 6 月 6 日，Fedwatch 预期 2025 年 6 月降息 25bp 的概率降至为 2.6%，7 月降息概率升至 16.7%。9 月份在 6 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 8.8%。总的来看，美联储目前处于“数据依赖模式”，短期内（6 月）大概率按兵不动，但若经济数据（如就业、零售销售）进一步疲软，7-9 月可能成为降息起点，幅度预计为 25bp。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。

（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 20250608：建议关注核心科技题材转债

本周（0602—0606）受非农数据超预期影响，美债收益率曲线全线反弹，fedwatch 显示全年降息定价已不足两次，可以说（中期）周期性因素在本周市场叙事中暂时占据主导。同时，特朗普政府推行减税法案取得进展，一方面短期来看这将让鲍威尔主导的美联储—至少到 2026 年前—继续坚定偏鹰立场，另一方面长期来看或继续拉大贫富差距，让美国政治谱系极化趋势加剧。我们认为伴随中美首脑重启对话，美国外部博弈不确定性边际虽有所减弱，但美国内部博弈不确定性边际增强，整体不确定性难说趋势性收敛，延续美债收益率仍或在高位震荡的观点。国内方面上证指数连续四个交易日收阳，挑战 3400 点，但幅度边际缩小，核心科技—包括算力、机器人等—有所表现，上涨驱动结构优化，机构持仓比例较低的微盘股延续年初以来估值修复趋势，下周整体机会或大于风险。转债风格方面等权领先加权，小盘领先大盘，高价领先低价，评级上 AAA 表现较弱，中低评级表现较强。策略上我们认为临近信评更新节点，机构整体持仓偏向稳健，或较难在当前市场环境下博弈资质下沉所带来的超额收益，建议一方面布局前期回调较大的核心科技题材，另一方面关注业务不确定小，同时可支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的。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：齐鲁转债、川恒转债、友发转债、万凯转债、大禹转债、奇正转债、白电转债、广大转债、皖天转债、金轮转债。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：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250607：绿色债券周度数据跟踪（20250602-20250606）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 95.70 亿元，较上周减少 124.36 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、其他企业、国有企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA 级；发行人地域为上海市、安徽省、北京市、广东省、河北省、江苏省、山东省、天津市；发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS、超短期融资券、科创债、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250602-20250606）绿色债券周成交额合计 531 亿元，较上周减少 81 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 281 亿元、171 亿元和 60 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 80.30%，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、建筑，分别为 218 亿元、116 亿元和 33 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 181 亿元、81 亿元和 48 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250602-20250606）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，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 G23 大理 1（-1.6985%）25 碧水源 MTN001（绿色科创）（-0.7796%）、22 万科 GN002（-0.7553%），其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以公用事业、房地产、建筑为主，中债隐含评级以 AA、AAA 评级为主，地域分布以湖北省、广东省多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 中海油租 MTN001（绿色两新）（0.3348%）、21 深 G12（0.2879%）、23 鲁能源 GN001A（0.1197%）、24 绿城地产 GN001（0.1174%），其余溢价率均在 0.10% 以内。主体行业以交运设备、房地产、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA（2）评级为主，地域分布以广东省、浙江省居多。 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）

固收点评 20250607：二级资本债周度数据跟踪（20250602-20250606）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 60.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA；发行人地域为天津市、吉林省。 截至 2025 年 6 月 6 日，二级资本债存量余额达 45,840.35 亿元，较上周末（20250530）增加 60.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250602-20250606）二级资本债周成交量合计约 1213 亿元，较上周减少 535 亿元，成交量前三个券分别为 25 中信银行二级资本债 01BC（99.73 亿元）、25 工行二级资本债 02BC（68.33 亿元）和 25 工行二级资本债 02BC（56.85 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 934 亿元、73 亿元和 55 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 6 月 6 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：-0.02BP、-0.02BP、-0.03BP；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：-0.02BP、-0.02BP、-0.03BP；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：-0.02BP、-0.01BP、-0.02BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250602-20250606）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 17 广饶农商二级 01（-6.5745%）、23 日照银行二级资本债 01（-1.7074%）、23 沧州

银行二级资本债 01 (-1.3792 %), 其余折价率均在 -1.30% 以内。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、山东省居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 25 民泰商行二级资本债 01 (0.8136%)、20 长沙银行二级 (0.4702%)、21 中国银行二级 02 (0.1792 %), 其余溢价率均在 0.05% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AAA- 评级为主, 地域分布以北京市、浙江省居多。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)

行业

推荐个股及其他点评

佛燃能源 (002911): 佛山城燃龙头, 高分红构筑安全边际

投资要点 佛山城燃龙头, 向综合能源服务企业转型; 实施股权激励计划, 现金分红稳定提升。公司统一接收所有进入佛山市地域范围内的管道天然气, 为佛山市城燃龙头。截至 2025 年 3 月, 佛山国资委为公司实控人; 全国城燃龙头港华燃气为第二大股东, 通过技术赋能、资源整合等多种方式与公司进行合作, 助力公司向综合能源服务企业转型。公司积极实施股权激励计划, 2020-2024 年均超额完成目标。公司股权激励考核指标包括营收增长率、每股收益、每股分红及现金分红比例, 2020-2024 年均超额完成。2020-2024 年公司分红比例均值超 70%, 假设 2025 年维持 2024 年 73% 的分红比例, 对应股息率 4.8% (2025/6/11)。

城燃等能源业务: 气源多元, 政策推动气量/光伏装机规模高增。1) 天然气供应: 气源供应渠道多元, 政策目标 2025-2035 天然气消费量复增 8.9%。公司燃气业务在佛山市内具有专营优势, 同时在佛山市外开拓多处管道燃气特许经营权。截至 2024 年底, 公司累计获得 13 个区域的管道燃气特许经营权。2018-2024 年公司天然气销售量复增 17.59%, 2024 年达到 45 亿方; 用户结构保持稳定, 工商业/电厂/居民用户气量占比约 80%/15%/5%。依照佛山市能源规划目标, 2025-2035 整体/气电天然气消费量复增 8.9%/8.5%。公司拓展国际资源, 与碧辟 (中国)、切尼尔能源、中化新加坡等跨国能源企业建立长期采购关系; 我们估算 2028 年公司海外长协将达 109 万吨 (约 16 亿方), 资源保障能力将大幅提升。2) 新能源业务: 多元布局, 政策锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模复增 10.8%。公司布局冷热能、光伏储能等新能源业务。政策提到, 到 2025/2030 年, 佛山市光伏装机规模达到 360/600 万千瓦, 锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模 10.8% 的复合增速。

供应链、延伸、科技研发与装备制造业务 多点开花。1) 供应链业务: 发挥产业链优势, 营收高速增长。公司深耕能源供应领域, 协同石化仓储、码头、运输等优势资源为客户提供供应链服务。2024 年公司生物柴油、保税燃料油进出口业务量近 10 万吨; 等值油品和化工品销售量 191.88 万吨, 同增 67.35%。2) 延伸业务: 工程服务与生活服务并行, 毛利率高。公司开展燃气管道设计等服务, 同时依托深耕佛山 30 年的品牌形象, 提供安全智能家居服务。2021 年起, 延伸业务营收稳定在 5 亿元左右; 毛利率维持在 25% 以上。3) 科技研发与装备制造业务: 加强校企合作, 驱动科技创新。业务涉及 SOFC 固体氧化物燃料电池、窑炉热工装备制造与节能减排、管道检测、氢能装备制造研发。

盈利预测与投资评级: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元, 同比

+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.3/14.5/13.7 倍（估值日期 2025/6/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险，商誉减值风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

千红制药（002550）：QHRD107 EHA 数据点评：II a 期初步数据优秀，临床进展顺利

投资要点 事件： 公司将于 2025 年 6 月 14 日在欧洲血液病学会年会(EHA)上汇报 QHRD107 II a 期临床数据,维奈克拉-阿扎胞苷(VEN-AZA) 复发/难治组 OS 显著延长,耐受性良好,整体数据优秀。急性髓系白血病耐药、复发常见,存在未被满足的临床需求。自 2020 年 III 期 Viale-A 试验发表以来,维奈克拉和阿扎胞苷成为急性髓性白血病 (AML) 且不适合强化化疗患者的金标准一线治疗。但随访结果和真实世界研究表明,绝大多数患者面临复发和耐药风险。发表在《Haematologica》期刊的一项真实世界研究表明,62.7%的患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗后产生耐药复发,27.3%的患者难治。这些患者在维奈克拉+去甲基化药物治疗无效后的 OS 仅为 2.3 个月。后续符合条件的患者接受靶向治疗和 FLT3 抑制剂干预后效果依然不佳,总体而言, R/R AML 仍存在未被满足的临床需求。 QHRD107 在 2025EHA 公布 II a 期数据, OS 大幅提升。QHRD107 为 CDK9 抑制剂,联用维奈克拉+阿扎胞苷治疗 R/R AML。本次公布的数据为 51 例患者数据, 33 例患者 (64.7%) 既往接受过 VEN-AZA 治疗, 22 例 (43.1%) 在 VEN-AZA 后复发, 而 11 例患者 (21.6%) 为难治性。46 例可评估疗效的患者中, ORR 为 60.9%, cCR 为 41.3%。复发患者亚组 ORR 为 70.0%, cCR 为 45.0%; 80mg 剂量组 ORR80%, cCR70.0%。在 VEN-AZA 难治/复发患者中, 中位 OS 达 12.8 个月, 相较其他干预方式明显延长, QHRD107 有效性良好。安全性方面, TRAE 主要为胃肠道反应, 包括腹泻 (84.3%), 呕吐 (54.9%) 等。综合来看, QHRD107 在测试剂量下有效性优秀, 耐受性良好, 有望解决 R/R AML 领域未被满足的临床需求。 盈利预测与投资评级: 我们维持原有预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.43/5.12/6.09 亿元; 对应当前市值 P/E 估值 25/22/18X, 维持“买入”评级。 风险提示: 原料药下游需求不及预期; 集采风险; 新药研发进展不及预期。

（证券分析师：朱国广）

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>