

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-10

宏观策略

2025 年 06 月 10 日

宏观深度报告 20250608：并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

并购重组行情有望开启 回顾历史，2013 年至 2015 年并购潮的诞生建立在宏观经济环境偏弱、政策较为宽松、产业趋势兴起和并购政策放松的条件下，并购重组引发的 TMT 行情对市场行情的推动起到了关键性的作用。随着宏观经济环境转好，资本市场回暖，传统上市公司转型升级、标的企业价值变现、二级市场流动性增强下，并购重组市场持续火热，众多高估值、高业绩承诺、高商誉的并购标的股价被推向顶峰。经济转型势在必行：当下宏观流动性和市场流动性均较为宽松，与 2013 至 2015 年期间的宏观环境较为相似，经济转型的诉求较为强烈。并购重组作为提升产能利用率的有效手段，一方面可以通过企业间的合并、收购或资产整合，淘汰低效产能，优化资源配置，提升行业集中度和生产效率，缓解产能过剩对国内价格的冲击，另一方面，并购重组有望在科技层面创造新需求，企业迅速吸纳稀缺的技术引领行业突破，可以创造和开辟新市场，从而实现供给与需求的新平衡，引导经济走向高质量发展的新阶段。在政策导向和资源导向产业升级和新质生产力聚焦的情况下，加快向新质生产力转型步伐。产业周期驱动力增强：今年以来，中国资产的重估主要受益于科技方面的突破，与 2013 至 2015 年期间的 4G 通信技术快速发展存在一定的相似性。AI 大模型、算力、机器人、智能驾驶技术等快速发展，但半导体设备、材料等上游环节国产化率仍较低，在产业进程的推动下，并购重组有望继续聚焦新兴科技领域，通过并购重组快速获取技术能力或者获得上下游产业链的协同支持，进一步实现科技的飞跃。政策红利持续释放支持并购重组行情：自 2024 年新“国九条”发布以来，并购重组的政策红利持续释放，监管政策环境与 2014 年较为相似。本轮政策在满足企业转型升级的需求和抑制炒概念和炒市值类的条件下，有序地引导运作规范的上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等提前布局，既避免出现上一次并购热潮中遗留的问题，又保持并购重组市场的健康和活力，为本轮并购重组行情良性、持续发展打下基础。风险提示：并购重组进展落地不及预期；海外关税及其他风险事件负面情绪传导；国内经济增长节奏再次放缓。

宏观量化经济指数周报 20250608：融资需求回暖，5 月社融增速或继续抬升

预计 6 月份在贷款季节性新增和政府债券融资的双向支持下，实体经济流动性或继续回升。

海外周报 20250608：5 月非农超预期带动降息预期进一步降温

核心观点：本周中美高层就贸易问题通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股大涨；而美债利率在降息预期降温的带动下大幅上行，10 年期美债利率全周升 10.52bps 至 4.506%。本周美国 ISM 调查数据走弱与贸易逆差收窄或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。而周五公布的美国 5 月非农就业数据在新增就业与时薪上均略超预期，市场因此选择交易美国经济不着

陆，降息预期进一步降温。但新增非农就业前值持续下修、与 ADP 就业数据的“劈叉”和居民调查就业人数大幅减少或表明当前美国劳动力市场并非那般强劲。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。

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

锅圈 (02517.HK): 精耕餐食零售赛道, 拓店重启再添万家

我们预计公司 2025-2027 年的营收为 72.8/83.4/94.4 亿元, 同比+13%/15%/13%; 归母净利为 3.3/4.0/4.9 亿元, 同比+43%/22%/23%; 对应 PE 为 24/20/16X, 维持“买入”评级。

精锻科技 (300258): 精密齿轮行业龙头, 布局减速器卡位机器人核心部件

深耕精密齿轮三十余载, 锥齿轮赛道隐形冠军: 公司成立于 1992 年, 于 2011 年在深交所创业板上市, 当前公司已形成以汽车差速器锥齿轮、差速器总成、变速器结合齿齿轮+铝合金轻量化锻件、机器人减速器双擎驱动的发展格局。2024 年公司营业收入达 20.25 亿元, 同比-3.7%; 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比-32.8%。2025Q1 营收为 5.12 亿元, 同比+1.7%; 实现归母净利润 0.40 亿元, 同比-14.4%。精锻齿轮领军企业, 差速器总成步入收获期。行星减速器是机器人关节的核心部件, 与公司主业行星齿轮在工艺和设备上具有协同性。公司于 2023H2 开始推进研发工作, 截至 2024 年 11 月已开发出相关样品。2025 年 3 月公司与工业机器人知名品牌天津爱码信成立合资子公司太平洋关节, 2025 年 6 月 3 日以 5000 万元获得格蓝若智能机器人 10% 的股份, 加快布局机器人关节、精密减速器、控制电驱动、丝杠等领域。公司卡位机器人核心部件, 积极推进机器人智能关节模组业务的研发和市场开拓, 有望成为人形机器人智能关节供应商。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年实现营收 23.06/26.52/31.19 亿元, 实现归母净利润 2.41/2.90/3.59 亿元, EPS 分别为 0.45/0.52/0.67 元/股, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 30/25/20 倍。差速器齿轮隐形冠军, 铝合金锻件和差速器总成加码电动化转型, 布局机器人减速器打开第二增长曲线。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示:

新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期

隆鑫通用（603766）：无极品牌加速成长，聚焦主业再度出发

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 208.8/240.2/264.2 亿元，归母净利润分别为 18.7/22.9/25.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.25 元，对应 PE 分别为 15.6/12.8/11.4 倍。考虑公司无极品牌势能持续向上，营收利润处于快速增长期，且中长期空间较大，我们认为隆鑫通用应享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：海外经济波动，摩托车市场价格战，贸易战加剧，原材料价格大幅波动。

奥海科技（002993）：端侧 AI 驱动充电龙头成长，新能源汽车/服务器业务贡献新增长极

全球手机充电龙头，布局三大高成长领域持续成长：奥海科技 2004 年成立依赖持续高速发展，2019-2024 年公司营收从 23.16 亿元增长至 64.23 亿元，五年 CAGR 为 23%。同期归母净利润从 2.22 亿元增长至 4.65 亿元，五年 CAGR 为 16%。从营收结构看，2024 年充电器及适配器营收 49 亿，占比 77%，新能源电控 5.53 亿占比 8.6%，储能等业务营收 9.4 亿，占比 14.6%。公司制定了“一三三”战略目标，布局智能物联网设备充电、新能源汽车、数字能源三大领域，短期目标是手机领域维持行业龙头地位，中长期目标是智能物联网设备充储电、新能源汽车、数字能源实现三个百亿。

手机充电器全球第一，产品和业务结构持续升级：全球智能手机市场恢复增长，奥海科技作为全球手机充电器龙头，2023 年全球市占率 17%，有望受益行业复苏。端侧 AI 应用推升设备算力和续航能力的要求，手机电池容量和充电功率同步提升，充电器功率升级推动产品单价上行。2024 年公司 60W 以上手机充电器营收占比已达到 50%。可穿戴/智能家居等新兴消费终端涌现，PD 协议等政策催化冲储电设备需求提升。同时公司加速打造“AOHI”“移速”等自主品牌，有望实现公司的产品和业务升级。

新能源电控/服务器电源贡献新增长：2024 年全球新能源汽车销量超过 1700w，三电系统作为新能源汽车核心成本占比 50%，其中电控系统成本占比约 5.5%，市场空间大。公司通过收购智新控制战略性切入新能源汽车电控领域，主要产品包括 VCU/MCU/BMS 等，主要客户包括东风集团、广汽集团、北汽福田、吉利汽车、一汽红旗等，2025 年公司已经进入双电控装机量 TOP 10。数字电源板块，公司服务器电源产品有望受益于 AI 服务器需求持续高增，当前公司构建了覆盖 550-8000W 功率段的服务器电源全场景方案，大功率模块成功导入头部 AI 服务器厂商，单机柜供电能力突破 30KW。同时公司构建“光储充一体化”产品矩阵，进一步丰富公司产品线。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 84.58/103.54/126.05 亿元，归母净利润为 6.32/7.94/9.90 亿元，公司在消费电子领域优势明显，汽车/数据中心等新兴业务有望持续贡献成长动力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期、数据中心竞争加剧风险客户开拓不及预期

中恒电气（002364）：掘金 HVDC 百亿蓝海，御风 AI 基建全球化

盈利预测与投资评级：AI 算力需求爆发式增长，智能算力基建加速迭代。中恒电气凭借在 HVDC 领域的技术壁垒与全栈式能源解决方案能力，深度绑定 BAT 等互联网巨头及国家算力枢纽建设，2024 年业绩已进入加速释放期。我们认为公司作为国内 HVDC 龙头，伴随海外市场突破，有望成为 AI 算力基建核心受益标的。基于此，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.81/2.40/3.06 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示

示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

比亚迪（002594）：5月销量点评：出口表现持续强劲，降价促销推动本土增长恢复

盈利预测：我们基本维持对公司 25-27 年归母净利 550/683/823 亿元的预测，同增 37%/24%/20%，对应 PE 20/16/13x，给予 25 年 28x，目标价 507 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，销量不及预期。

宏观策略

宏观深度报告 20250608：并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升

政策红利密集释放 在资本市场加速发展的浪潮中，并购重组作为产业沿链补链的关键，直接关乎创新产业发展机遇的把握和产业升级的进程。政策推进的节奏是并购重组市场的关键驱动力。在此背景下，为了鼓励和活跃资本市场，助力上市公司实现高质量发展，监管机构推出了一系列直击并购市场难点痛点的举措，精准发力优化并购重组环境。

本轮并购重组最新进展 在今年政策强调简化审批、提高效率的原则下，审核速度持续提升。2025 年不到半年时间，并购重组已完成的项目数量已经超过 2024 年全年。随着政策的支持力度逐渐增强，后续来看并购重组项目释放将进入明显的活跃期。

本轮并购重组成效和特点 央国企主导整合浪潮：本轮并购重组政策除了监管层面在积极推动，从中央到地方的产业政策中也频频提及“国有企业”。从中央层面为国有企业松绑，拓宽国有企业创新投资和并购重组的路径，是培育“耐心资本”的必要手段。2025 年已完成的并购项目中，国有企业数量占比 50%，金额占比 68%。国央企合并有望促进国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国央企的产业结构调整升级，优化国有资本的布局与资源配置，实现资源向维系国家安全、掌握国民经济命脉和关乎国计民生的重要行业和关键领域不断集中。

新兴产业成并购焦点：当下的并购重组政策倡导在科技领域高附加值的行业内，引领社会的进步和发展。围绕新质生产力，各行业也在积极进行科技生态链条的进一步拓展。2024 年以来完成的重大重组事件中，有 50% 分布于 TMT 行业和高端装备制造行业，说明“硬科技”企业积极响应政策鼓励进行横向扩张和纵向整合，未来有望进一步提升我国科技企业的产品竞争力，扩大业务规模，提升市场占有率，加强先进科技壁垒的突破，在推动关键卡脖子技术的新质生产力方向上实现弯道超车。

并购重组行情有望开启回顾历史，2013 年至 2015 年并购潮的诞生建立在宏观经济环境偏弱、政策较为宽松、产业趋势兴起和并购政策放松的条件下，并购重组引发的 TMT 行情对市场上行的推动起到了关键性的作用。随着宏观经济环境转好，资本市场回暖，传统上市公司转型升级、标的企业价值变现、二级市场流动性增强下，并购重组市场持续火热，众多高估值、高业绩承诺、高商誉的并购标的股价被推向顶峰。

经济转型势在必行：当下宏观流动性和市场流动性均较为宽松，与 2013 至 2015 年期间的宏观环境较为相似，经济转型的诉求较为强烈。并购重组作为提升产能利用率的有效手段，一方面可以通过企业间的合并、收购或资产整合，淘汰低效产能，优化资源配置，提升行业集中度和生产效率，缓解产能过剩对国内价格的冲击，另一方面，并购重组有望在科技层面创造新需求，企业迅速吸纳稀缺的技术引领行业突破，可以创造和开辟新市场，从而实现供给与需求的新平衡，引导经济走向高质量发展的新阶段。在政策导向和资源导向产业升级和新质生产力聚焦的情况下，加快向新质生产力转型步伐。

产业周期驱动力增强：今年以来，中国资产的重估主要受益于科技方面的突破，与 2013 至 2015 年期间的 4G 通信技术快速发展存在一定的相似性。AI 大模型、算力、机器人、智能驾驶技术等快速发展，但半导体设备、材料等上游环节国产化率仍较低，在产业进程的推动下，并购重组有望继续聚焦新兴科技领域，通过并购重组快速获取技术能力或者获得上下游产业链的

协同支持，进一步实现科技的飞跃。政策红利持续释放支持并购重组行情：自 2024 年新“国九条”发布以来，并购重组的政策红利持续释放，监管政策环境与 2014 年较为相似。本轮政策在满足企业转型升级的需求和抑制炒概念和炒市值类的条件下，有序地引导运作规范的上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等提前布局，既避免出现上一次并购热潮中遗留的问题，又保持并购重组市场的健康和活力，为本轮并购重组行情良性、持续发展打下基础。风险提示 并购重组进展落地不及预期：本轮并购重组政策强调鼓励产业并购，特别是支持行业龙头企业通过并购重组来巩固其行业地位，产业并购与之前的并购相比需要的周期较长。同时，强调从严监管借壳上市和盲目跨界并购，坚决打击炒壳行为，杜绝前次并购潮的借壳乱象，因此，并购进展落地节奏可能比 2013 年至 2015 年的并购潮相对放缓。海外关税及其他风险事件负面情绪传导：今年以来美国的关税政策反复变化，7 月 9 日关税缓和期可能再生变数。随着谈判节奏的变化，中美之间的风险事件可能由关税再延伸向金融、科技、地缘政治等其他方面，可能影响国内企业对外拓张。经济增长节奏再次放缓：在关税和商品补贴边际效应减弱的影响下，4 月经济数据相对 3 月出现放缓，5 月至 7 月随着抢出口效应的减弱，经济增速有可能相对一季度出现放缓。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250608：融资需求回暖，5 月社融增速或继续抬升

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 6 月 8 日，本周 ECI 供给指数为 50.19%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 6 月第一个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.19%，较 5 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 5 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较 5 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较 5 月回落 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 5 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，6 月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而需求端则仍呈现出一定的结构性分化，基建投资延续回暖，地产销售增速再度走弱，出口则仍存在较大不确定性，需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，主要行业开工率随着生产进入淡季出现了一定的季节性回落，但整体优于去年同期，侧面反映出关税对生产的扰动已明显减弱；内需方面，主要大中城市商品房销售面积增速再度回落，6 月前 7 天销售面积同比增速录得-22.5%。乘用车零售则延续较高景气度，5 月份乘用车零售同比和环比增速均超 10%；出口方面，6 月初包括集装箱运价指数和波罗的海干散货指数在内的海运价格指数延续回暖，一定程度上反映出海运需求的改善，但美国近期在关税问题上的态度再度发生转变，仍需关注 6 月 9 日中美第二轮经贸谈判的结果。ELI 指数：截至 2025 年 6 月 8 日，本周 ELI 指数为-1.04%，较上周回落 0.17 个百分点。预计 5 月份融资需求环比回暖，社融增速或继续抬升。2025 年 5 月初人民银行推出一揽子增量金融政策，总量上“降准”0.5 个百分点和“降息”10bps，同时创设服务消费专项再贷款，且各项结构性再贷款均“降息”25bps 至 1.50%，在“降准降息”的作用下，实际投放贷款利率或进一步下行，可由于 2024 年四季度存量贷款利率调整周

期可以缩短至一个季度，因此 5 月份 LPR 报价下行的政策效应或在 2025 年 7 月存量贷款调降之后继续显现。在一揽子增量金融政策推动下，预计 2025 年 5 月融资需求环比回暖，但由于政府债券融资加快推进，社融增量和增速继续回升，具体来看：（1）5 月份新增贷款面临的扰动因素依然较多，从国股银票转贴现利率看，5 月份不同期限票据利率环比上行，且利率在月末继续翘尾上行，3 个月期票据利率均值环比回升 7bps 至 1.1121%，6 个月期票据利率均值环比回升 3bps 至 1.1295%，同期同业存单利率普遍下行，5 月新增贷款需求虽有回暖，但仍有票据冲量特征，预计新增人民币贷款 7000 亿-8000 亿元，相比去年同期小幅同比少增 0.25-0.15 万亿；（2）5 月份政府债券融资继续扩张，根据 Wind 统计数据显示，5 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到 1.49 万亿，相比去年同期政府债融资高峰同比多增 0.17 万亿，受政府债融资同比多增和贷款融资环比回暖的带动，预计 5 月社会融资规模新增 2.2-2.5 万亿，考虑到去年同期社融负增长的低基数，预计 2025 年 4 月社融增速或环比回升至 8.8%。5 月份“一揽子增量金融政策”仍在渐进显现政策效应，预计 6 月份在贷款季节性新增和政府债券融资的双向支持下，实体经济流动性或继续回升。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 20250608：5 月非农超预期带动降息预期进一步降温

核心观点：本周中美高层就贸易问题通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股大涨；而美债利率在降息预期降温的带动下大幅上行，10 年期美债利率全周升 10.52bps 至 4.506%。本周美国 ISM 调查数据走弱与贸易逆差收窄或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。而周五公布的美国 5 月非农就业数据在新增就业与时薪上均略超预期，市场因此选择交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温。但新增非农就业前值持续下修、与 ADP 就业数据的“劈叉”和居民调查就业人数大幅减少或表明当前美国劳动力市场并非那般强劲。 大类资产：中美高层通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股上涨，美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周发布的经济数据好坏参半，虽然 5 月 ISM 制造业与服务业 PMI 均不及预期，但中美最高层领导人通电话的消息令市场对未来贸易局势持乐观态度，同时周五公布的非农数据整体略超预期，市场交易经济走强，降息预期进一步回落，美债利率上行。整体来看，全周（6 月 2 日至 6 日）10 年期美债利率升 10.52bps 至 4.506%，2 年期美债利率升 13.90bps 至 4.037%，美元指数降 0.14% 至 99.19；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.50%、2.18%；现货黄金价格收涨 0.64% 至 3310 美元/盎司。 海外经济：美国“软数据”PMI 调查大幅走弱，贸易逆差大幅收窄，关税扰动开始逐步显现。5 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.5，预期 49.5，前值 48.7。其中进口指数创下 2009 年以来最低水平，新出口订单指数也因关税不确定性而下降；ISM 服务业 PMI 降至 49.9，为近一年以来首次跌破荣枯线以下，预期 52，前值 51.6。其中价格指数创下近 30 个月内新高。贸易方面，美国 4 月贸易逆差降至 616 亿美元，创 2023 年以来最低水平，预期 660 亿美元，前值 1383 亿美元。综合来看，ISM 调查与贸易数据的变化或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。货币政策方面，近期多位美联储官员表达了关税对通胀可能的影响。其中美联储主席沃勒表示关税将在未来几个月推高通胀，但

在制定政策时，只要通胀预期保持稳定，就会忽略短期内价格上涨的影响，因此他支持今年晚些时候实施“好消息”式降息；不过美联储理事库克对当前通胀的进展表示担忧，并指出近期的低通胀数据可能会因为美国关税的逐步传导而出现逆转；亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，目前多数通胀指标仍然在发出警报，因此他认为今年只会有一次降息。此外 6 月 5 日欧洲央行如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.25% 下调至 2%，为近一年内第 8 次降息。欧央行行长拉加德表示，当前降息周期即将接近尾声，宽松的财政政策强烈地推动通胀，一切迹象表明通胀将稳定在 2% 的水平。增长方面，截至 6 月 5 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为 +3.8%；截至 6 月 6 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为 +2.33%。

5 月非农：新增就业与时薪略超预期令降息预期进一步降温，但数据细节或暗示美国劳务市场“外强中干”。美国 5 月新增非农就业 +13.9 万，预期 +12.6 万，前值由 +17.7 万下修至 +14.7 万，前两个月数据累计下修 9.5 万。失业率 4.2%，持平预期与前值。时薪环比 +0.4%，预期 +0.3%，前值 +0.2%。从结构上看，新增就业的主要贡献来自教育医保（+8.7 万）和休闲餐旅（+4.8 万）。整体来看，5 月略超预期的新增就业和时薪令市场交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温，截至最新联邦基金期货市场预期 9 月降息概率下降至 68.3%，到 25 年底累计降息 1.77 次 44.3bps。但在非农数据结构之下，有三个细节或暗示美国就业市场并没有那么强劲：① 非农前值持续下修。本次 BLS 将前两月非农累计下修 9.5 万，下修幅度较此前 2 个月继续扩大。② 非农与 ADP 数据的劈叉。5 月美国 ADP 新增就业仅录得 +3.7 万，且过去四个月的教育医保就业中，有三个月都录得负增长。虽然非农与 ADP 当前的历史相关性仅有 54%，但二者在总量与结构上愈发明显的分道扬镳不禁令人对数据可靠性产生质疑。③ 居民就业供需双弱，异常疲软。与 13.9 万的机构调查数据相比，本次居民调查就业录得 -69.6 万，为 2023 年 12 月以来新低。其中 62.5 万来自劳动力减少，7.1 万来自失业者增加，故就业率下降 0.3% 至 59.7%，失业率持平 4.2%。居民调查下的美国劳务市场有些供需双弱，边际滞胀。5 月 CPI 前瞻：触底回升，但未来上行幅度或总体可控。北京时间 6 月 11 日 20:30，BLS 将公布美国 5 月 CPI 数据。① 当前彭博分析师一致预期 5 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.2%/+0.3%，同比 +2.5%/2.9%；② 美联储 Inflation Nowcasting 预测 5 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.13%/+0.23%，同比 +2.40%/2.84%；③ 交易员预期 5 月 CPI 同比 +2.43%，环比 +0.16%。整体来看，5 月 CPI 较 4 月开始逐步反弹，后续通胀将在关税带来的价格扰动和基数效应下逐步回升，但预期未来通胀上行幅度总体可控。一来，美国企业的提前补库有望缓解关税带来的冲击；二来，外国制造业部门、外国贸易部门、美国贸易部门或承担部分关税成本，阻碍部分关税冲击向居民部门传导；三来，核心商品在美国 CPI 中的占比仅 20%，居住通胀、工资通胀仍然是主要构成。这意味着，即使关税给核心商品带来滞胀冲击，其他部门也会因此受到衰退冲击。因此核心商品涨价将导致居民分配更少收入在其他消费上，工资、居住与能源通胀下行有望弱化美国通胀总体涨幅。

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、金融资产管理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”较过往由实体央企国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中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%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

锅圈 (02517.HK)：精耕餐食零售赛道，拓店重启再添万家

投资要点 领先的一站式在家吃饭餐食产品提供商。公司以零售门店为载体，从火锅食材入手，为 C 端消费者提供一站式餐食产品购买方案，至 2024 年末公司门店数量达到 10150 家。1) 在家吃饭的餐食产品有接近 4000 亿元的市场规模，目前竞争格局还非常分散，公司以 3% 的份额居第一位。同行也是零售业态居多，公司与同行相比不仅门店数量最多，而且最为下沉，目前公司已经能够下沉到乡镇市场 (约 2000 家门店)。公司加盟门店投资额低 (14 万元)、投资回报期中等，是具备吸引力的加盟业态。2) 采购端基于规模优势与优质供应商合作，并且已经能够实现 20% 的自产 (旗下有 6 家工厂，自产比例仍会

提升)。3) 产品端以火锅食材入手, 后续也逐步扩充烧烤、中西餐等品类, 目前火锅产品占比约 80%、有逐步下降的趋势。4) 品牌端通过与官媒、代言人合作打造知名度, 另外从广宣到门店设计, 都匹配公司亲民化、社区化的定位。 门店规模进一步巩固供应链壁垒, 上游持续整合, 下游深挖场景。1) 万店验证商业模式, 规模强化核心壁垒, 公司于品类拓展、产品组合(如爆品套餐)和会员运营等维度持续精进, 优化的同店将助力继续拓店。火锅食材兼具需求度高和标准化高两大特质, 适合发展为垂类业态, 2020-2022 年在家就餐的需求激增, 助力公司迅速把门店突破到万家(3 年时间公司门店数量从 4300 家提升到 9221 家), 进一步强化了公司的规模效应和领先优势。2) 门店规模化提升对上游话语权, 整合上游供应链水到渠成, 公司通过自建和收购实现重点品类的产业链深度控制, 通过单品单厂放大规模效应。3) 销售门店场景价值可挖掘空间较多。公司是餐食行业少有掌握消费者数据的企业, 目前公司在会员运营上已经有成熟的打法, 仍在持续精耕; 此外也在尝试门店业态的延展, 比如嫁接即时零售等。 短期单店营收修复确定性强, 中期拓店万家乐观。1) 单店营收的修复已有成效, 改善还有延续性。公司在新品、营销、会员运营上通过一系列组合动作带动单店营收 2024H2 转正, 公司在毛肚套餐上积累了大单品运作经验, 2025 年推新节奏进一步加快; 并且尝试无人零售技术拉长营业时段。2) 提出 5 年再开 1 万家门店的规划, 乡镇店型是重头戏。公司目前有约 2000 家乡镇门店, 2020 年我国共有 3 万个乡镇, 空间广阔。公司在乡镇市场同类竞争对手较少, 乡镇市场合适的选址有限, 较早占位者有一定先发优势。公司乡镇店型经过改善向好趋势明显, 销售额有显著提升, 门店净利率亦高于高线城市, 对加盟商有较强吸引力。 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年的营收为 72.8/83.4/94.4 亿元, 同比+13%/15%/13%; 归母净利为 3.3/4.0/4.9 亿元, 同比+43%/22%/23%; 对应 PE 为 24/20/16X。首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 食品安全问题、原材料价格波动风险、居民消费力复苏不及预期、加盟门店管理风险。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 李茵琦)

精锻科技(300258): 精密齿轮行业龙头, 布局减速器卡位机器人核心部件

投资要点 深耕精密齿轮三十余载, 锥齿轮赛道隐形冠军: 公司成立于 1992 年, 于 2011 年在深交所创业板上市, 当前公司已形成以汽车差速器锥齿轮、差速器总成、变速器结合齿齿轮+铝合金轻量化锻件、机器人减速器双擎驱动的发展格局。2024 年公司营业收入达 20.25 亿元, 同比-3.7%; 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比-32.8%。2025Q1 营收为 5.12 亿元, 同比+1.7%; 实现归母净利润 0.40 亿元, 同比-14.4%。精锻齿轮领军企业, 差速器总成步入收获期。精锻齿轮行业属于重资产、技术和资金密集型行业, 高行业准入门槛使得行业格局进一步向头部集中。公司作为差速器行业的龙头, 当前差速器锥齿轮的市占率位居全国第一。拓展差速器总成业务, ASP 大幅提升。受益于新能源汽车渗透率和四驱渗透率的逐步提升, 市场空间广阔, 我们预计 2025/2030 年差速器总成市场规模分别为 71.51/83.81 亿元。公司通过定增和可转债等方式扩充产能, 近年来增量显著, 获全球头部电动车客户定点, 2024 年差速器总成销量达 270 万件, 营收为 4.92 亿元, 同比+18.84%。后续随着泰国工厂的投产以及公司现有客户的需求爬坡, 公司差速器总成业务营收有望持续保持高增速。 铝合金锻件加码电动化转型: 公司以转向节、控制臂铝合金锻件、铝合金零部件锻造产品切入轻量化铝合金部件增量赛道, 规划产能分别为 70 万件、80 万

件，4万吨，同时以重庆精工为主体规划4万吨铝合金零部件锻造产品，目前均处于在建状态，后续投产将为公司持续导入新能源客户，加快公司电动规划转型进程。 入局机器人减速器赛道，合资公司落地兑现预期：行星减速器是机器人关节的核心部件，与公司主业行星齿轮在工艺和设备上具有协同性。公司于2023H2开始推进研发工作，截至2024年11月已开发出相关样品。2025年3月公司与工业机器人知名品牌天津爱码信成立合资子公司太平洋关节，2025年6月3日以5000万元获得格蓝若智能机器人10%的股份，加快布局机器人关节、精密减速器、控制电驱动、丝杠等领域。公司卡位机器人核心部件，积极推进机器人智能关节模组业务的研发和市场开拓，有望成为人形机器人智能关节供应商。 盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年实现营收23.06/26.52/31.19亿元，实现归母净利润2.41/2.90/3.59亿元，EPS分别为0.45/0.52/0.67元/股，当前市值对应2025-2027年PE为30/25/20倍。差速器齿轮隐形冠军，铝合金锻件和差速器总成加码电动化转型，布局机器人减速器打开第二增长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

隆鑫通用（603766）：无极品牌加速成长，聚焦主业再度出发

投资要点 摩托车行业领跑者，从代工到三大品牌自主车企。公司为深耕摩托车行业三十年的行业领先企业，早期以发动机为主业，2005年起为宝马代工摩托车发动机，2015年起为其代工摩托车整车，20年间合作不断深入，沉淀出优秀的制造和品控能力。2018年公司推出自主品牌无极，正式进军大排量摩托车市场，当前公司已形成“VOGE+LONCIN+BICOSE”三大品牌矩阵。2019-2024年，公司营收从106亿元增长到168亿元，5年CAGR9.6%，归母净利润从6.23亿元增长至11.2亿元，5年CAGR12.4%。 战略聚焦重塑增长动能，宗申入主强强联合。1）战略转型：早期公司业务分散多变，通过对外收购等方式拓展各类新兴业务，收购公司经营不佳+商誉减值造成业绩拖累；2021年公司进行重大战略转型，聚焦“摩托车+通机”主业，剥离亏损业务，24年商誉减值已计提完毕，有望轻装上阵。2）股权重组落地：24年12月股权重整顺利落地，公司实控人变更为左宗申，宗申集团旗下摩托车业务有望整合进公司体内，有望充分发挥协同效应，带动公司成为国内第一大摩托车企。 无极复盘：打造无极品牌，进军大排量玩乐车市场。公司于2018年推出无极品牌，前期爆发后2022年经历调整，2023年重回增长通道，期间公司多方面能力改善。1）产品：公司从工业品思维向消费品思维转变，爆品打造能力提升，2023-2024年新推出产品如CU525、DS525X、DS900X在细分市场领先，同时公司2023年起每年新推产品达5-7款，新品数量显著增加、产品矩阵持续完善，与海外竞品相比，公司产品性能相当的同时价格仅为进口车1/2，与国产竞品相比，公司品控+性价比具备优势；2）渠道：公司持续开拓国内外销售网点，截至2024年底，公司国内销售网点990个，海外销售网点1165个；3）营销：线上多平台发力共同营销，聘请代言人进行宣传，品牌形象逐渐年轻化。 成长展望：大排量摩托车空间广阔，无极品牌势能向上。1）行业空间广阔：内销方面，2024年内销大排量渗透率7%，对标日本可看2-3倍空间；出口方面，海外摩托车总销量4000万辆以上，其中大排量销量约350万辆，为国内8-9倍，中国品牌全球份额提升空间充足。2）无极新品周期向上：公司产品矩阵相对完善，覆盖150-900CC排量段的各类车型，将充分受益于行业β，同时25年推出重磅新品DS800 Rally、CU625、SR150S

等，我们看好无极品牌持续势能向上。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 208.8/240.2/264.2 亿元，归母净利润分别为 18.7/22.9/25.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.25 元，对应 PE 分别为 15.6/12.8/11.4 倍。考虑公司无极品牌势能持续向上，营收利润处于快速增长期，且中长期空间较大，我们认为隆鑫通用应享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：海外经济波动，摩托车市场价格战，贸易战加剧，原材料价格大幅波动。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

奥海科技 (002993): 端侧 AI 驱动充电龙头成长, 新能源汽车/服务器业务贡献新增长极

投资要点 全球手机充电龙头，布局三大高成长领域持续成长：奥海科技 2004 年成立依赖持续高速发展，2019-2024 年公司营收从 23.16 亿元增长至 64.23 亿元，五年 CAGR 为 23%。同期归母净利润从 2.22 亿元增长至 4.65 亿元，五年 CAGR 为 16%。从营收结构看，2024 年充电器及适配器营收 49 亿，占比 77%，新能源电控 5.53 亿占比 8.6%，储能等业务营收 9.4 亿，占比 14.6%。公司制定了“一三三”战略目标，布局智能物联网设备充电、新能源汽车、数字能源三大领域，短期目标是手机领域维持行业龙头地位，中长期目标是智能物联网设备充电、新能源汽车、数字能源实现三个百亿。手机充电器全球第一，产品和业务结构持续升级：全球智能手机市场恢复增长，奥海科技作为全球手机充电器龙头，2023 年全球市占率 17%，有望受益行业复苏。端侧 AI 应用推动设备算力和续航能力的要求，手机电池容量和充电功率同步提升，充电器功率升级推动产品单价上行。2024 年公司 60W 以上手机充电器营收占比已达到 50%。可穿戴/智能家居等新兴消费终端涌现，PD 协议等政策催化冲储电设备需求提升。同时公司加速打造“AOHI”“移速”等自主品牌，有望实现公司的产品和业务升级。 新能源电控/服务器电源贡献新增长：2024 年全球新能源汽车销量超过 1700w，三电系统作为新能源汽车核心成本占比 50%，其中电控系统成本占比约 5.5%，市场空间大。公司通过收购智新控制战略性切入新能源汽车电控领域，主要产品包括 VCU/MCU/BMS 等，主要客户包括东风集团、广汽集团、北汽福田、吉利汽车、一汽红旗等，2025 年公司已经进入双电控装机量 TOP 10。数字电源板块，公司服务器电源产品有望受益于 AI 服务器需求持续高增，当前公司构建了覆盖 550-8000W 功率段的服务器电源全场景方案，大功率模块成功导入头部 AI 服务器厂商，单机柜供电能力突破 30KW。同时公司构建“光储充一体化”产品矩阵，进一步丰富公司产品线。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 84.58/103.54/126.05 亿元，归母净利润为 6.32/7.94/9.90 亿元，公司在消费电子领域优势明显，汽车/数据中心等新兴业务有望持续贡献成长动力，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：终端需求不及预期、数据中心竞争加剧风险，客户开拓不及预期。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨）

中恒电气 (002364): 掘金 HVDC 百亿蓝海, 御风 AI 基建全球化

投资要点 高频开关转型数字能源，HVDC 直流供电电领军者：中恒电气成立于 1996 年，2014 年进入新能源汽车充电领域，2016 年发展能源互联网，推动数据中心 HVDC 技术应用，聚焦绿色 ICT 基础设施、新型电力系统、低碳交通及综合能源服务等领域，与中国移动、阿里巴巴、国家电网、哈啰出行等各领域头部客户建立了深度的战略合作关系。2024 年迎来业绩拐点，营业收入 19.62 亿元，同比增长 26.13%，归母净利润同比增长 178.52%，其中数据中心电源业务实现

营收增长 111.05%，占总营收 34%。HVDC 市场前景广阔，国内外积极布局：伴随英伟达服务器的功率密度不断增大，柜内服务器电源功率不断提升，柜外电源转向更高电压高效的解决方案，绿色低碳、智能高效、安全、快速部署将成为智算中心供配电产品的发展方向，HVDC 有望替代 UPS，成为 AI 数据中心柜外主流供电方案。我们预计 HVDC 全球市场空间 2027 年将达 177 亿，2024 至 2027 年 CAGR 达 121%。当前国内行业集中度高，通信运营商和互联网头部企业积极推进 HVDC 升级；国外 HVDC 布局进展或慢于国内，伴随英伟达技术提升有望迎来渗透增长拐点。公司竞争优势凸显，伴随渗透率提升业绩有望超预期：产品方面，作为国内 HVDC 供电技术先行者，整体效率可达 97.5% 以上。同时拥有完备的供应链体系，具备规模化生产交付能力。市场方面，公司数据中心电源领域龙头地位稳固，目前已广泛应用于互联网、第三方 colo、智算中心、超算中心、通信运营商、金融政企等数据中心场景。出海布局，公司目前业务已覆盖全国及非洲、西亚、东南亚等国际市场，后续将依托新加坡子公司，面向全球开展技术和产品出海。电力业务，稳中有增，电源产品业绩平稳增长，充电桩短期仍受行业出清拖累。盈利预测与投资评级：AI 算力需求爆发式增长，智能算力基建加速迭代。中恒电气凭借在 HVDC 领域的技术壁垒与全栈式能源解决方案能力，深度绑定 BAT 等互联网巨头及国家算力枢纽建设，2024 年业绩已进入加速释放期。我们认为公司作为国内 HVDC 龙头，伴随海外市场突破，有望成为 AI 算力基建核心受益标的。基于此，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.81/2.40/3.06 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：王紫敬

证券分析师：谢哲栋 证券分析师：王世杰）

比亚迪（002594）：5 月销量点评：出口表现持续强劲，降价促销推动本土增长恢复

投资要点 5 月销量 38 万辆，同增 15%，出口持续强劲。比亚迪 5 月销 38.2 万辆，同环比+15%/+1%，含海外销 8.9 万辆，同环比+136%/+13%，销量再创年内新高；1-5 月累计销量 176 万辆，同比+39%，含海外销量 68 万辆，同比+284%。5 月 22 日，比亚迪开启补贴降价活动，对王朝网和海洋网共计 22 款车型降价，降幅在 1.2 万元至 5.3 万元之间，活动时间自 5 月 23 日至 6 月 30 日，本次覆盖面和力度均较强。公司 25 年推出超级 e 平台，打造 10C 兆瓦级快充，叠加智驾平权+dmi 出海，我们预计全年销量 550 万辆，同增 25-30%，出口翻倍至 80 万辆+。插混份额略降至 46%，方程豹交付突破 10 万辆。比亚迪 5 月插混乘用车销 17.3 万辆，同环比-6.2%/-2.4%，占比 45.9%，同环比-9.8/-1.6pct；纯电乘用车销 20.4 万辆，同环比+39.6%/+4.4%，占比 54.3%，同环比+10.0/+1.8pct。高端车型方面，#腾势 销 15806 辆，环增 2.7%；#仰望 销 139 辆，环增 3.0%；#方程豹 销 12592 辆，环增 25%；#王朝海洋 销 34.8 万辆，环增 0.4%。结构方面，比亚迪 5 月本土销量 29.4 万辆，同减 2%，海外销 8.9 万辆，同增 136%，高端销量 2.9 万辆，同增 12%，高端化+出口进一步贡献增量。5 月电池装机同增 101%，快充刀片通过新国标检测。比亚迪 5 月装机 28.5GWh，同环比 +101%/+8%，1-5 月累计装机 107.5GWh，同增 90%。5 月下旬，比亚迪刀片电池和快充刀片电池双双提前通过新国标要求，在热扩散测试中实现“不起火、不爆炸”。25 年看，我们预计动力自供 260GWh，外供 25gwh，储能 40gwh，电池实际出货 325gwh，同增 30%+。盈利预测：我们基本维持对公

司 25-27 年归母净利 550/683/823 亿元的预测，同增 37%/24%/20%，对应 PE 20/16/13x，给予 25 年 28x，目标价 507 元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里
证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

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>