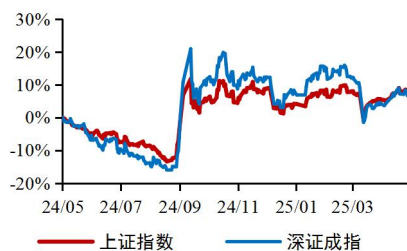


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 26 日 星期一

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	3,348.37	-0.94
深证成指	10,132.41	-0.85
沪深 300	3,882.27	-0.81
中小板指	6,376.77	-0.42
创业板指	2,021.50	-1.18
科创 50	980.58	-1.02

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250512-20250518）——中美互降对等关税，自主可控是长期形势

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 3 月进口负增，进口煤种结构变化

【公司评论】威孚高科(000581.SZ)：威孚高科 24 年报&25Q1 季报点评-利润短期承压，加速构建智能电动与工业领域新生态

【山证通信】新易盛（300502.SZ）：一季度毛利率净利率再创新高，重点受益于主要 CSP 算力投资

【公司评论】金杯电工(002533.SZ)：金杯电工 24 年报&25Q1 季报点评-核心业务保持增长，持续推进产能扩张与全球化布局



【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250512-20250518）——中美互降对等关税，自主可控是长期形势

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 1) 中美贸易谈判取得阶段成效，中美互降对等关税利好光模块、铜连接等出口链。
- 5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美方取消了共计91%的加征关税，中方也相应取消了91%的反制关税。并且美方90天内暂停实施24%的“对等关税”，中方也相应暂停24%反制关税。在90天缓和期内，中美关税水平已回到特朗普“解放日”前，市场认为这一谈判成果是超预期的，利好消费电子、AI算力、家电等出口板块。我们认为光模块、铜连接业绩好，估值低，叠加机构持仓向主力指数成分千亿，有望迎来修复慢牛行情。此次关税政策波动前所未有，但也体现出国内光模块企业的竞争力（关税发布后没多久就释放出豁免政策）以及供应链韧性（国内海外双布局）。未来中美科技博弈的胜负手还是在AI，因此算力投资将持续较长时间，光模块（单芯片IO带宽持续增加）、铜连接（超节点渗透率增加）具有超越资本开支的阿尔法属性。此外，端侧ai出口竞争力恢复，叠加产品创新周期，景气度较高。国内模组企业在pos机、网联车、cpe已形成了较强竞争力。端侧形态和场景创新带来了机器人、眼镜、ai盒子等新物种。ai对企业通讯、工业网关的能力加成也是此类中国企业增强海外竞争力的催化。
- 2) 美废除《人工智能扩散规则》，新的替代规则仍致力于压制中国AI发展。
- 5月13日，美国商务部正式发布文件，启动撤销前拜登政府签署的《人工智能扩散规则》，该政策调整直接利好包括英伟达、AMD、甲骨文、微软在内的美国科技巨头，其算力出口有望在欧洲、中东地区加强。如5月12日，沙特主权财富基金旗下公司“HUMAIN”正式成立，将与英伟达在沙特建设人工智能工厂。同时，新政策进一步加强对海外AI芯片的出口管制，包括限制H20、MI308等高端AI芯片出口至中国及其他国家，同时美国BIS新规规定在世界任何地方使用华为昇腾芯片均违反出口管制，为中国企业训练、推理大模型则会受到“警告”。从阿里、腾讯25Q1财报我们可以看到，AI投入正在转化为业绩驱动力，当前的矛盾是快速增长的需求和先进算力供给不足。我们认为，未来一段时间国内算力建设的方向将通过算法和infra优化将算力利用率提升极致同时尽快培养国产算力生态成熟，我们看好昇腾产业链，cloudmatrix超节点显示高速铜连接模组、光模块、mpo光纤是重点受益赛道，同时在国产替代drmos、ssd控制器等空间较大。
- 建议关注：光通信：中际旭创、新易盛、仕佳光子、光库科技、剑桥科技、源杰科技、华工科技、光迅科技；铜连接：沃尔核材、鼎通科技、金信诺、华丰科技、意华股份；军工通信：铖昌科技、臻镭

科技、长盈通、邦彦技术、智明达、七一二、上海瀚讯、新劲刚、盟升电子。

- **市场整体：**本周（2025.5.12-2025.5.16）市场整体上涨，创业板指数涨 1.38%，沪深 300 涨 1.12%，上证综指涨 0.76%，深圳成指涨 0.52%，申万通信指数跌 0.12%，科创板指数跌 1.10%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为控制器（+18.96%）、光模块（+3.91%）、无线射频（+1.25%）。从个股情况看，新易盛、中际旭创、东土科技、剑桥科技、博创科技涨幅领先，涨幅分别为+8.60%、+3.20%、+3.09%、+3.05%、+2.74%。电连技术、长光华芯、和而泰、奥飞数据、高澜股份跌幅居前，跌幅分别为-12.22%、-11.04%、-7.38%、-7.06%、-5.47%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 3 月进口负增，进口煤种结构变化

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **数据拆解：**
- **量价：**前 3 月进口煤同比增速边际放缓，3 月同比负增；前 3 月全口径煤炭进口价格较去年同期下降；3 月价格同环比下降。2025 年 1-3 月，煤及褐煤累计进口量实现 1.15 亿吨，同比减少 0.90%；3 月单月实现进口量 3873 万吨，同比减少 6.40%，环比增长 12.72%。2025 年 1-3 月全口径煤炭进口均价录得 81 美元/吨，较去年均价降 15.18%（对应降幅 15 美元/吨）。2025 年 3 月进口煤价格录得 74 美元/吨，同比降 25.55%（对应降幅 22 美元/吨），环比降 6.43%（对应降幅 6 美元/吨）。
- **其中：**动力煤方面，前 3 月进口同比下降，价格同比下降。炼焦煤方面，前 3 月进口同比增长，价格同比下降。褐煤方面，前 3 月进口量同比增长，进口价格同比下降。无烟煤方面，前 3 月进口量同比大幅提升，进口价格同比下降。
- **点评与投资建议：**
- **进口结构变化。**2025 年以来进口煤结构最大变化是动力煤占比显著降低、褐煤占比显著提升。
- **进口结构变化反映“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”。**虽然分煤种进口结构的变化趋势与 2022 年相似，但考虑到进口量价的变化特征不一样，因此背后的逻辑截然不同。我们倾向于认为这一变化反映的深层次逻辑为“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”，而非“全球抢煤”。
- **炼焦煤价格波动更大，贸易价差大幅收窄。**从分煤种价格走势来看，2025 年以来进口煤价格继续下调，其中对需求更敏感的炼焦煤波动更大。基于一季度进口煤量价特征来看，海外煤炭供需仍然呈现“平

衡性宽松”状态，但贸易价差已经大幅收窄，限制了进口煤进一步大幅放量。

- **建议关注：**资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。
- **风险提示：**国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【公司评论】威孚高科(000581.SZ)：威孚高科 24 年报&25Q1 季报点评-利润短期承压，加速构建智能电动与工业领域新生态

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 近日，威孚高科发布 2024 年报和 2025 年第一季度报。2024 年公司实现营业收入 111.67 亿元，同比+0.67%；归母净利润为 16.60 亿元，同比-9.68%；扣非净利润为 15.79 亿元，同比-1.14%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 28.34 亿元，同比-2.38%；归母净利润为 3.54 亿元，同比-35.46%；扣非净利润 3.19 亿元，同比-41.91%。
- **事件点评**
- **燃喷业务有所下滑，进气业务受益于混动市场高增。**2024 年公司各产品板块呈现分化态势。汽车燃油喷射系统作为传统核心业务，实现收入 46.45 亿元，同比下降 8.52%，在汽车电动化趋势下，传统燃油车市场需求下降，公司燃喷产品销量减少，对该板块业绩造成较大冲击。但公司通过供应链优化、降低人工成本等举措，使该板块毛利率由 23.02%逆势增至 23.10%；汽车后处理系统实现收入 34.77 亿元，同比增长 1.99%，毛利率由 12.52%增长至 15.11%；受益于混动销量高增，进气系统业务增长迅速，收入达 9.54 亿元，同比大幅增长 43.93%，由于公司在混动进气系统业务持续抢占市场份额，导致毛利率有所下滑，由 22.42%降至 19.52%，但随着订单不断释放，盈利能力有望逐步修复。
- **盈利能力有所承压，投入期后有望逐步修复。**2024 年公司毛利率为 18.18%，同比+0.67pct，净利率为 15.38%，同比-1.87pct，2025 年 Q1 公司毛利率为 17.67%，同比-0.86pct，净利率为 12.92%，同比-6.91pct。当前，公司主业受市场环境影响下滑，新业务正处于快速拓展期，因此公司盈利能力有所承压。随着下游商用车市场回暖，新业务订单逐步进入量产阶段，公司盈利能力将有望逐步修复。
- **积极拓展智能电动与非汽车业务，构建多领域协同发展生态。**5 月 20 日，公司公告与保隆科技共同设

立合资公司，威孚占比 55%，保隆占比 45%。双方合作旨在利用威孚技术优势及保隆渠道优势，协同拓展全主动悬架电机液压泵业务。面对汽车新能源化发展趋势，公司横向加速向智能电动核心部件、新能源汽车产业链零部件领域延伸；纵向将业务延伸至液压、智能装备制造等非汽车领域，构建多领域协同发展的多元化业务生态，为高质量发展注入持久动能。

➤ **与博世加深合作，拓展人形机器人等新业务。**2025 年 4 月，公司与博世中国签署了《新时期战略合作协议》，重点围绕汽车智能化、氢能（PEM 电解水制氢、储氢、氢燃料电池等）、行走液压和工业液压、人工智能和具身机器人技术工业应用、大型发动机燃油喷射系统等领域推进合作。另外，通过与博世力士乐成立合资公司，共同拓展行走液压和工业液压市场。持续关注并投入人形机器人等新兴业务发展，加大高附加值关键零部件研发及合作，拓展工业场景中机器人的深度匹配开发与运用推广。

➤ **投资建议**

➤ 短期，公司传统主业稳健发展，智能电动新业务逐步进入订单释放期，整体业绩有望平稳向上；中长期，公司逐步加大外部合作，拓展非车领域，构建多元发展生态，有望打开新的增长空间。

➤ 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 118.54、128.48、140.85 亿元；归母净利润分别为 14.10 亿元、14.60 亿元、18.24 亿元，EPS 分别为 1.41、1.46、1.83 元，对应 PE 分别为 15、14、11 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 市场竞争加剧风险：燃油车零部件需求下降，市场竞争激烈，若公司不能持续保持技术创新和产品升级，可能面临份额被竞对抢占的风险。

➤ 技术研发风险：技术研发存在不确定性，如果公司在新技术研发方面未能取得预期进展，或研发成果不能及时转化为生产力，将影响公司的发展。

➤ 新业务拓展不及预期风险：新业务拓展前期需要投入较多研发资金，若不能形成产品并打开市场空间将对公司业绩产生不利影响。

➤ 原材料价格波动风险：原材料价格的波动可能影响公司的生产成本，若原材料价格大幅上涨且公司无法有效转嫁成本，将对公司利润产生不利影响。

【山证通信】新易盛（300502.SZ）：一季度毛利率净利率再创新高，重点受益于主要 CSP 算力投资

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 86.5 亿元，同比提升 179.2%；实现归母

净利润 28.4 亿元，同比增长 312.3%。2024 年，公司毛利率、净利率分别为 44.7%（同比+13.7pct）、32.8%（同比+10.6pct），亦实现了显著增长。

- **2025 年一季度，公司营收环比继续增长，盈利能力创新高。**2025Q1，公司实现营收 40.5 亿元，同环比分别+264.1%、+15.2%；实现归母净利 15.7 亿元，同环比分别+384.5%、+32.0%。单季度毛利率达到 48.7%，净利率达到 38.8%，均创下近年来新高，并在行业内处于领先水平。
- **事件点评**
- **高端高速产品占比提升，同时泰国产能爬坡顺利带动毛利率环比向上。**2025 年一季度公司 800G 产品出货同比环比均保持持续提升，2024 年公司点对点光模块 ASP 较 2023 年提升 95.6%，或体现出产品结构加速向高速倾斜。公司海外下游客户主要面向北美主要 CSP 厂商，根据 Factset 一致预期，2025 年北美四大 CSP（亚马逊、谷歌、META、微软）资本开支合计或同比提升 37%达到 3055 亿美元。其中，AWS 在 Re-invent2024 上发布了最新的 Nitro-v6 网卡，速率达 400Gbps，与之配套的交换机有望向 800G 端口升级。META 在 OCP Summit2024 上也展示了其最新的 AI 网络架构 DSF 以及与之配套的交换机，META 表示其数据中心已开始规模部署 2*400G FR4 光模块。产能方面，公司泰国工厂二期已于 2025 年初正式投入运营，目前持续扩产，产能储备充分。
- **产能实现显著增长，积极备货显示旺盛需求。**2024 年公司点对点光模块产能达到 1060 万只，较 2023 年提升 24.7%；固定资产方面，截至 25Q1，公司固定资产账面价值达 22.8 亿元，同环比分别增长 65.2%、12.9%；且 25Q1 公司在建工程账面价值仍有 3.5 亿元，主要为高速率光模块生产线项目建筑工程、设备安装等，或与泰国二期快速扩产有关。存货方面，25Q1 公司存货账面价值 54.6 亿元，同环比分别提升 262.8%、32.3%，反映出交付需求的旺盛。公司通过与主流芯片供应商保持良好协作并提前锁定产能实现了供应链稳定性和成本优势。例如，公司在 OFC2025 推出了第二代 1.6T OFSP 和 OSFP-RHS 光模块，采用 3nm DSP，可使整体功耗降低约 20%。而同期，博通发布了 BCM83628，业内领先的 3nm 200G/通道 PAM4 PHY 芯片，显示了公司与博通在最先进芯片方面的紧密合作。
- **积极布局高速相干、AEC、国产化光模块等，有望开创新增长。**公司积极投入研发，2024 年研发费用 4.0 亿元，同比增长 201.4%。公司研发的数据中心互联光模块将重点拓展 Hyperscale DCI，已完成项目设计及各项验证；相干技术光模块定位 80km、120km 及更长距离的 400G 光模块，目前已完成设计通过验收；2024 年，公司还研发了 800G 高速 AEC 铜缆，目前已完成项目的各项样品验证、进入小批量生产阶段，有望拓展新品类；在国内市场，公司国产化芯片的光模块已进入小批量生产阶段，2024 年公司国内市场收入 18.4 亿元，同比大幅增长 266.0%，公司已成为国内 AI 算力市场重要的玩家。
- **盈利预测与投资建议**
- 受益于全球 AI 基础设施持续性投入以及 AI 芯片 IO 带宽的持续增加，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.9/74.3/92.1 亿元，EPS 分别为 8.31/10.48/13.00，当前估值位于历史低位区间，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 关税增加或 AI Infra 提升背景下北美 CSP 资本开支不及预期；下游大客户引入新供应商导致竞争格局恶化；季度间存货成本和产品结构变化导致毛利率净利率波动；公司在 CPO、OIO 等新领域研发布局不及预期导致技术路线风险。

【公司评论】金杯电工(002533.SZ)：金杯电工 24 年报&25Q1 季报点评-核心业务保持增长，持续推进产能扩张与全球化布局

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 近日，金杯电工发布 2024 年度报告。2024 年全年，公司实现营业收入 176.69 亿元，同比增长 15.54%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 8.78%。2025 年 Q1，公司实现营业收入 40.97 亿元，同比增长 16.32%。归母净利润为 1.36 亿元，同比增长 1.84%。

➤ 事件点评

- **核心业务持续增长，市场份额不断扩张。**分业务来看，2024 年电磁线业务出货量约 8.5 万吨，同比增长约 20%，营收突破 66 亿元，同比增长约 31%，营收占公司总营收比重接近 40%，利润占比突破 40%。在特高压输变电领域，公司获得多项特高压项目订单，配套台数同比增长超 20%。在新能源汽车领域，深化与主流企业合作，拓宽产品应用范围。电线电缆业务 2024 年实现营收 109.71 亿元，同比增长 8.63%。公司加大直销业务开拓，深化与大型央国企合作，主网中标增长超 20%。同时在风电、光伏清洁能源市场以及工业线缆产品领域积极布局，巩固了特种电缆领域的市场地位。
- **24 年盈利能力承压，25Q1 环比有所修复。**2024 年公司毛利率为 10.37%，同比-0.92pct，净利率为 3.61%，同比-0.26pct。2025Q1 公司毛利率为 10.0%，同比-0.46pct，环比+0.02pct，净利率为 3.67%，同比-0.53pct，环比+0.45pct。公司通过优化产品结构、加强成本控制等措施，环比改善了盈利水平。随着公司在特高压、新能源电机、风电、光伏等项目中前期布局持续带来订单释放，公司进一步提高管理效率，盈利能力有望不断修复。
- **公司积极推进产能扩张，加速布局产能出海。**2024 年电磁线产业中心统力电工新增 6 条换位导线生产线，增加产能 1 万吨/年；金杯电磁线新能源汽车电机专用扁电磁线三期扩能建设项目进展顺利，预计 2025 年二季度逐步释放首批 6,000 吨产能。电缆产业中心金杯电缆的智能装备线缆项目已完成主体建设，预计 2025 年 6 月投产，规划产值规模约 10 亿元。新增产能将有效提升公司的生产能力，为公司后续的营收增长提供有力支撑。在海外市场拓展方面，公司拟投资约 7 亿元人民币在捷克建设生产基地，项目规划电磁线产能 2 万吨，将进一步提升公司在国际市场的竞争力，当前公司业务范围已覆盖

欧洲、南美、日本、东南亚、中东等多个国家和地区。

- **积极布局新兴领域，拓展未来增长空间。**随着新能源、机器人、人工智能等新兴行业的快速发展，电线电缆作为配套材料需求大增。公司积极布局新兴市场，在新能源汽车领域，产品广泛应用于多家主流车企，且随着新能源汽车 1000V 高压绝缘技术的突破，液冷充电电缆市场需求爆发，公司有望受益。在风电、光伏、储能领域，公司产品也有广泛应用，随着“双碳”战略的推进，这些领域的市场需求将持续增长，为公司带来新的发展机遇。此外，公司开发的 AI 数据中心高速直连铜缆、人型机器人线缆等新产品，也将随着相关产业的发展，逐步释放增长潜力。
- **投资建议**
- **公司战略清晰，致力于巩固和提升扁电磁线全球龙头地位，并积极布局超导等前瞻业务。**受益于下游需求旺盛、客户开拓和公司产能扩建，我们认为公司营收端有望保持增长；随着订单不断释放，公司持续提高管理效率，盈利能力有望不断修复。
- 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 202.83、232.77、266.91 亿元；归母净利润分别为 6.73 亿元、7.83 亿元、9.64 亿元，EPS 分别为 0.92、1.07、1.31 元，对应 PE 分别为 11、9、8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **市场竞争加剧风险：**电磁线与电线电缆业务市场竞争激烈，若公司不能持续保持技术创新和产品升级，可能面临市场份额被竞争对手抢占的风险。
- **技术研发风险：**技术研发存在不确定性，如果公司在新技术研发方面未能取得预期进展，或研发成果不能及时转化为生产力，将影响公司的发展。
- **宏观经济波动风险：**宏观经济波动可能影响下游行业的市场需求，进而对公司的产品销售和业绩产生不利影响。
- **原材料价格波动风险：**原材料价格的波动可能影响公司的生产成本，若原材料价格大幅上涨且公司无法有效转嫁成本，将对公司利润产生不利影响。

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

