

## 首席周观点：2025 年第 21 周

2025 年 5 月 22 日

首席观点

周度观点



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

### 银行行业：信贷需求改善仍待观察，利率中枢下行板块配置价值仍突出

4 月社融同比新增，体现财政政策积极前置发力；1-4 月银行信贷投放力度较大，4 月单月信贷新增受 3 月冲量后回落和隐债置换影响，结构上以票据融资为主，也一定程度反映有效信贷需求仍不足；一方面居民按揭贷款需求尚需楼市企稳基础稳固的支撑；另一方面，对公贷款增长受隐债置换影响，企业融资需求仍需进一步观察，预计下半年将反映一系列稳增长政策效果。

（一）4 月社融同比多增源于政府债支撑。4 月社融新增 1.16 万亿，同比+1.2 万亿，主要是政府债券融资同比约+1.1 万亿，体现财政政策更加积极，力度加大，节奏前置。考虑到近期已启动发行中央金融机构注资特别国债和 1.3 万亿支持“两重两新”的超长期特别国债，二季度和三季度将是发行高峰，后续社融增长继续有支撑。当前存量社融同比增速 8.7%，有望维持平稳。此外，4 月企业债券融资 2340 亿。同比+600 多亿，体现 4 月债券利率进一步下行为企业债券发行带来契机。

（二）考虑隐债置换和 3 月信贷冲量后回落，4 月信贷投放力度较大，结构上以企业票据贴现为主，一定程度反映实际信贷需求未明显改善。4 月人民币贷款单月新增 2800 亿，同比-4500 亿；但从前四个月来看，人民币贷款累计新增 6.14 万亿，同比仅少增 2300 亿。去年四季度以来，地方政府已发行超过 3 万亿特殊再融资债券置换地方隐性债务，对银行表内信贷增长有较大影响。考虑隐债置换和冲量因素，4 月信贷新增回落，但银行投放力度维持较大。

企业信贷新增以票据贴现为主。4 月非金企业贷款新增 6100 亿，同比少增 2500 亿，其中短贷减少 4800 以，中长贷新增 2500 亿，票据贴现新增 8341 亿，结构上增量以票据融资为主，体现企业有效信贷需求未显著回暖。

居民短贷新增受监管整改影响，按揭早偿有所改善。短贷环比大幅下降且同比下降约 500 亿，体现了监管对消费贷定价整改影响；居民中长贷环比下降但同比多增 435 亿，体现按揭贷款早偿有所改善，后续中长贷增长主要取决于楼市回暖情况。

（三）M2 同比增 8.0%，增速回升主要是上年手工补息导致非银存款流失的低基数影响，4 月非金融机构存款新增 1.57 万亿，同比多增 1.9 万亿。M1 同比增 1.5%，增速维持低位。4 月存贷款增速差回正，是地方化解隐债置换贷款、上年同期存款增速阶段性走低和当前信贷需求未显著回升的综合体现。展望来看，前两者是阶段性因素且影响将逐步弱化，银行债券

配置需求仍主要取决于一系列政策落实下的有效信贷需求改善情况。

**投资策略：**当前来看，银行信贷增长较平稳，存款增速回升，价格方面，信贷投放利率继续走低，存款定期化趋势未根本性扭转，量平价降对净利息收入增长继续带来压力。展望后续，规模方面，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定；价格方面，受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率进一步调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

**我们继续看好银行板块配置价值。**内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。建议关注两条投资主线：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势 and 业绩释放空间的优质区域行。

**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

**参考报告：**《财政前置发力支撑社融同比多增，信贷受隐债置换和 3 月冲高回落影响》，2025-5-15



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：日联科技(688531)从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎

公司是国内领先的工业 X 射线智能检测装备供应商、工业 X 射线领域的龙头企业。公司主要产品包括工业 X 射线智能检测装备、影像软件和微焦点 X 射线源，实现 X 射线检测全产业链技术布局。公司在核心部件 X 射线源领域实现了重大突破，成功研制出国内首款封闭式热阴极微焦点 X 射线源并实现产业化应用，打破了外国垄断，填补了国内空白，解决了“卡脖子”问题。公司 X 射线智能检测装备广泛应用于半导体封装、锂电生产、汽车零部件制造等高精度检测场景，公司客户覆盖比亚迪、立讯精密等龙头企业，产品已出口到 70 余个国家及地区。

国内工业 X 射线检测设备有望迎来快速增长期，逐步实现国产替代。根据沙利文咨询的统计

和预测，除医疗健康外，2021 年我国 X 射线检测设备的市场规模约为 119 亿元，受到下游集成电路及电子制造、新能源电池等行业需求的快速增长影响，X 射线检测设备预计在 2021-2026 年将维持高速增长的趋势，2026 年，我国 X 射线检测设备除医疗健康领域外的其他主要应用领域的市场规模有望达到 241.4 亿元。与此同时，随着国内企业在集成电路检测领域、铸件、焊件及材料领域技术水平的提升，国产化率提高，我国工业 X 射线检测设备行业总产值产量还将有望快速增长，公司凭借国产化优势将持续受益。

**国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长，日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，有望同步受益。**X 射线检测可以用于晶圆的检测与封装后检测工艺中，国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长。除此之外，全球 PCB（印制电路板）市场规模呈现持续稳步增长态势，随着 AI 技术的普及和新能源车的逐步渗透，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力。产品应用而言，目前 PCB 行业是自动 X 射线检测最主要的需求来源，占据大约 56.0% 的份额，X 射线影像检测设备的需求随着 PCB 市场规模的稳步同步上升。日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，系国内该领域龙头企业公司，X 射线检测设备需求有望同步受益。

**2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh，公司在国内锂电池 X 射线智能检测装备领域覆盖多家新能源知名客户，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。**2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh。X 射线检测作为新能源汽车锂离子电池检测必不可少的检测手段，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。在新能源电池领域，公司根据下游客户电池厚度、识别缺陷类型、运行节拍等需求情况进行产品设计，在国内锂电池 X 射线智能检测装备市场处于领先地位，主要产品已覆盖宁德时代、比亚迪锂电池、欣旺达、力神电池、亿纬锂能、国轩高科、珠海冠宇、捷威动力等知名新能源电池客户。伴随着锂电池出货量的提升，公司 X 射线检测设备需求量有望持续提升。

**汽车工业是 X 射线检测设备在铸件、焊件及材料检测最大的应用领域，公司 X 射线检测设备的需求量有望随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。**根据中国汽车工业协会统计，2024 年国内汽车产销量累计完成 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，产销量再创历史新高，其中，新能源汽车继续保持快速增长，年产销首次突破 1,000 万辆，迎来高质量发展新阶段。X 射线检测设备的需求量也将随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。在铸件焊件及材料领域，公司开发出系列化智能检测装备，为汽车制造、航空航天、压力容器、工程机械等领域提供 X 射线检测解决方案，目前该领域产品已覆盖国内外多家知名汽车领域制造厂商，包括长安汽车、大庆沃尔沃、重庆小康动力、重庆美利信、株洲宜安精密、宁波海威、安徽优尼科等。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内领先的工业 X 射线检测装备供应商，随着国产替代持续推进，电子半导体行业需求逐步旺盛、锂电池行业需求修复改善以及汽车零部件相关检测需求稳步增长，工业 X 射线行业将迎来结构性增长机遇，看好公司设备和射线源的国产替代业绩有望持续增长。预计公司 2025—2027 年收入增速分别为 32.75%、30.27%、28.18%；归母净利润分别为 1.85、2.53 和 3.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.21 和 3.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**（1）下游行业波动风险；（2）新产品研发不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

**参考报告：**《日联科技(688531)从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎》，2025-5-15



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：金属行业 2024 年报综述（一）：行业利润质量已现质变，板块配置属性显现增强

从十年维度观察（2015-2024），有色金属行业利润规模已实现质变。2024 年行业实现总营收 34075 亿元，十年间涨幅达 205%；同年行业实现归母净利润 1384 亿元，十年间涨幅高达 4691%。其中，2020-2022 年间，全球量化宽松周期开启，库存周期切换叠加流动性助推下，金属行业归母净利润由 19 年的 157 亿元增至 1818 亿元，涨幅达 1062%，行业利润实现从百亿至千亿级的跨越。至 2024 年，随着全球降息周期的再次开启，有色行业营收增速升至 5.86%，归母净利润增速升至 1.77%，均较 2023 年（营收+1.5%，归母净利润-25.21%）明显优化。

行业盈利水平有效优化，资产结构明显改善。从五年维度观察（2020-2024），行业盈利能力及运营效率均明显提升。行业销售毛利率由 20 年的 9.08% 提升至 24 年的 11.09%，销售净利率由 20 年的 2.71% 升至 24 年的 5.09%。同期，行业成本费用的控制、降本增效亦有效开展，行业销售期间费用率由 20 年的 4.07% 降至 24 年的 2.83%：其中销售费用率由 0.59% 降至 0.27%，管理费用率由 2.05% 降至 1.80%，财务费用率由 1.43% 降至 0.76%。资本结构方面，行业资产负债率持续下降，由 20 年的 54.54% 降至 24 年的 49.03%。此外，行业资产流动性及资金管理效率均有改善，行业流动比率由 20 年的 1.11 升至 24 年的 1.35，速动比率由 20 年的 0.7 升至 24 年的 0.86。随着行业盈利水平及资产结构的持续优化，我们认为在本轮降息周期及基钦周期共振下行业营收及利润规模或有持续提升空间。

**2024 年有色金属价格普遍上涨：偏紧供需结构、降息周期及政策周期渐显共振。**工业金属方面，受供需结构偏紧影响，工业金属价格普遍增长。锌因遭受矿端停产维护、新增项目投产兑现较慢，叠加矿山品位下降影响，导致供给下滑（2024 年国内精炼锌供给：-6.51%），领涨工业金属；铜、铅、电解铝价格重心延续震荡偏强势头；但镍受其供给过剩影响而价格下跌。贵金属方面，降息、避险及资本属性提升推动贵金属价格涨幅明显。人民币金价由年初的 481 元/克涨至年底的 615 元/克（+27.8%），同期白银价格由 5971 元/千克涨至 7450 元/千克（+24.8%）。小金属方面，各品种涨跌分化，供需变化带动价格波动较大。钴价受刚果（金）及印尼产能扩张影响由年初的 221300 元/吨降至年底的 169000 元/吨（-23.6%），镁价受国内产能过剩影响由 20600 元/吨降至 16267 元/吨（-21%），而锑价则由 81250 元/吨

涨至 140250 元/吨 (+72.6%)。稀土方面，2024 年受行业竞争加剧及企业库存积压影响，稀土价格整体延续低迷态势。金属钕价格由年初的 567500 元/吨降至 525000 元/吨 (-7.5%)，金属镨价格由 3175000 元/吨降至 2190000 元/吨 (-31%)，金属镱价格由 60000 元/吨降至 537500 元/吨 (-10.4%)。

**金属行业配置创新高，但四季度高位波动。**有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29% 增至 24Q1 的 5.43% 历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09% 最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54% 升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66% 最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66% 增至 0.95%），后于 24Q4 降至 0.40%。金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

**2025 年一季度，铜金板块带动有色配置属性回归。**2025 年一季度，有色行业公募基金持仓比例增至 4.34%，较 24Q4 提升 1.49PCT。从子板块观察，资金配置的提升主要来源于工业金属与贵金属两大板块，分别环比增长 1.17PCT 至 2.99% 和增长 0.36PCT 至 0.76%，其对应公募持仓市值亦分别环比增长 61% 至 711 亿元和增长 84% 至 196 亿元。细分到金属种类，铜板块公募持仓比例环比提升 1.04PCT 至 2.38%，黄金板块公募持仓比例环比提升 0.36PCT 至 0.76%，两者合计 (+1.4PCT) 贡献了有色板块 25Q1 持仓比例增长的 94% 份额。

**展望 2025 年，铜、金、稀土配置属性显现增强。**铜板块方面，全球铜供需结构仍维持偏紧状态，25 年的 TC 长协价格已经降至 21.25 美元/吨（同比-73.4%），冶炼厂利润空间大幅压缩或导致减产风险攀升。叠加新质生产力发展下消费的持续扩张，及后续降息扩表带来的铜金融属性强化，铜价呈现韧性特征，铜行业配置属性有望持续优化。黄金方面，特朗普政策的高度挥发令 2025 年全球经济政策不确定性创近 30 年最高，而地缘政治风险指数亦触及近 125 年来绝对高位，黄金避险溢价延续正态化发酵。另一方面，黄金资本属性持续加强下的央行购金逻辑趋势性强化，实物持仓 ETF 市场规模受益于利差结构的回归而进入净流入状态，黄金供需属性强化将推动价格延续易涨难跌态势，黄金行业高景气度或将延续。稀土方面，25Q1 稀土板块配置比例已明显增强，同期公募基金持股比例升至 0.08%，环比增长 33%，显示资金对稀土行业结构性强化的预期。而从行业相关产品的实际价格表现观察，镨钕等主要稀土产品价格年内均有上涨，其中金属镨价格较 24 年底+6% 至 56.75 万元/吨，同期金属钕价格+7% 至 56 万元/吨。受益于产品价格上行，25 年一季度北方稀土、中国稀土等稀土企业业绩均大幅改善。考虑到行业供给侧改革稳步推进，叠加国家稀土出口管制工作、打击战略矿产走私出口专项行动等持续展开，2025 年稀土行业配置属性已明显加强。

**风险提示：**政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，

市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

**参考报告：**《金属行业 2024 年报综述：行业利润质量已现质变，板块配置属性显现增强》，2025-5-15



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

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

### 煤炭行业：动力煤价下跌，三大港口库存增幅明显

**动力煤价下跌。**截至5月9日，国内秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓价格 635 元/吨，环比上月跌 4.80%；澳大利亚纽卡斯尔港 NEWC 动力煤离岸价格 94 美元/吨，环比上月下跌 3.00 美元/吨，跌幅为 3.09%；南非理查德 RB 动力煤离岸价格 88.00 美元/吨，环比上月下跌 1.00 美元/吨，跌幅为 1.12%；欧洲三港 DES ARA 动力煤离岸价格 94.00 美元/吨，环比上月下跌 10.00 美元/吨，跌幅为 9.62%。

**陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均上涨；煤及褐煤月度进口量月环比下降。**3月，国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产 2263.50 万吨，环比上月上涨 206.50 万吨，涨幅为 10.04%；内蒙古产 1994.80 万吨，环比上月涨 106.10 万吨，涨幅为 5.62%；山西产 4757.60 万吨，环比上月涨 4.76%。4月，煤及褐煤月度进口量达到 3782.53 万吨，环比上月降 90.47 万吨，降幅为 2.34%。

**三大港口煤炭库存月环比上升，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。**截至5月9日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计 1576.10 万吨，环比上月上升 178.00 万吨，涨幅 12.73%；六大发电集团日均耗煤量月环比下降、同比增长。截至5月9日，六大发电集团日均耗煤量共 75.94 万吨，环比上月下降 0.20 万吨，降幅 0.26%。

**国内海运费月环比下跌，国际海运费涨跌不一。**截至5月9日，从秦皇岛到上海航线上 4-5 万 DWT 的 CBCFI 报收 23.50 元/吨，较上月环比跌幅为 13.92%；从秦皇岛到宁波航线上 1.5-2 万 DWT 的 CBCFI 报收 41.20 元/吨，较上月环比跌幅为 6.79%。截至5月9日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收 12.70 美元/吨，环比上月下降 0.50 美元/吨，降幅为 3.79%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭 CDFI 程租报收 8.47 美元/吨，环比上月上涨 0.08 美元/吨，涨幅为 0.91%。

**结论：**动力煤价下跌。三大港口煤炭库存月环比上升，六大发电集团日均耗煤量月环比下降。国内海运费月环比下跌，国际海运费涨跌不一。

**风险提示：**行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业：动力煤价下跌，三大港口库存增幅明显》，2025-5-15



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

### 交运行业：快递 4 月数据点评：通达系单价继续下探，但“以价换量”效果或开始减退

4 月全国快递服务企业业务完成量 **163.15 亿件**，同比增长 **19.1%**。行业处于淡季，需求端偏弱，导致虽然通达系单价下探，但件量增速依旧环比略降。分类型看，4 月同城件业务量同比增长 8.4%，异地件业务量增长 20.0%。

顺丰业务量近期明显增长，4 月顺丰业务量增速提升至 **30.0%**，高于其他通达系上市公司。结合其单票收入的下降，可以看出顺丰将业务向电商件延伸，承接了更多高端电商件的业务。4 月顺丰市场份额同比提升 0.7pct。通达系中，圆通、申通增速高于行业均值，其中圆通增速较高，可以看出圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈，4 月圆通市场份额同比提升 0.8pct；韵达虽然单价还在下探，但业务量增速低于行业均值，市场份额下降 0.7pct。

价格方面，价格竞争依旧激烈。申通、韵达与圆通 4 月单票收入同比降幅分别为 3.9%、6.8% 和 7.0%。环比看，申通、韵达与圆通 4 月单票收入分别环比下降 0.04 元、0.05 元和 0.04 元/票，其中韵达单票收入水平再创新低，申通也已经很接近 21 年 8 月时 1.95 元/票的最低值，圆通单票收入也降至 22 年以来最低水平，可见行业目前的价格竞争激烈度还在提升。顺丰 4 月单票收入同比下降 13.9%，环比下降 2.4%，我们认为主要系公司拓展物流场景，电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

从通达系 4 月的表现来看，我们认为目前低价件领域“以价换量”策略表现出一定程度的边际效应递减，表现为件量增速与单票收入双降。在价格战烈度持续提升的情况下，行业对价格敏感型客户的挖掘已经较为充分，继续降低价格能够带来的增量需求可能已经较为有限。若低价件领域由增量市场向存量市场转变，则行业中长期的竞争逻辑或将有所改变。但即使行业需求端发生一定变化，价格战在近期出现缓和的概率也不大。考虑到行业龙头需要通过持续的价格战将自身竞争优势转化为市场份额，我们预计价格竞争激烈度在未来几个月还会维持较高水平。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递 4 月数据点评：通达系单价继续下探，但“以价换量”效果或开始减退》，2025-5-20

### 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不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