

首席周观点：2025 年第 14 周

2025 年 4 月 3 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：山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高

事件：公司发布 2024 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.6%；实现归属上市公司股东净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%；基本每股收益 0.78 元/股，同比增长 52.58%。全球黄金价格中枢持续攀升，公司降本增效成果明显，多因素共振推动公司业绩创历史新高。

公司资源储量持续增厚。截止 24 年底，公司共拥有 6 个矿山企业，其中在产金矿矿山 3 座（黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦），在产铅锌银多金属矿山 1 座（玉龙矿业），停产待恢复矿山 1 座（华盛金矿），及在建矿山一座（纳米比亚 Osino）。截止 24 年末，公司拥有金金属储量 137 吨，铅金属储量 7.22 万吨，锌金属储量 12.85 万吨，银金属储量 77.42 万吨。公司持续开展矿产资源勘查工作并取得有效突破。公司 2024 年年度勘探投资 1.76 亿元，其年度探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.72 吨、铅 5930 吨、锌 13288 吨。24 年 8 月，公司控股子公司吉林板庙子与吉林省自然资源厅签订《矿业权出让合同》，取得了吉林省通化县果松镇南岔村岩金矿普查探矿权，勘查面积 15.08 平方千米，有助于吉林板庙子在保有资源稳定下保持探采平衡。24 年 9 月，公司控股子公司内蒙古玉龙矿业 1118 高地铅锌矿探矿权已转为采矿权，矿权面积 3.4821 平方公里，采用地下开采方式且生产规模达到 99 万吨/年，主要矿产品为银、锌、铜及铅。考虑到玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带且是世界级有色金属矿床（银、铜、铅、锌、金）重点地区，探转采的有效执行将进一步优化公司的矿产成长性。此外，24 年 8 月末，公司已正式完成 Osino 公司 100%间接控股的收购交割并将新增 127.2 吨黄金资源量，公司整体资源储备将进一步增厚。而至 25 年 1 月，公司与芒市海华开发有限公司签订协议，收购其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权与勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，其勘探面积分别为 35.6 平方公里和 20.38 平方公里，公司资源潜力得到持续增强。截止报告期末，公司在国内持有 16 宗探矿权，勘探面积合计 187.08 平方公里；公司 Osino 矿山在纳米比亚还拥有约 5638 平方公里探矿权，探矿前景广阔，公司资源储量在未来有望继续提升。

公司多金属产量稳定强增长。公司矿选能力持续优化，多金属产量均稳步增长且超额完成年度生产任务。报告期内，公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%；实现铅产量 12742 吨，同比增长 34.2%；实现锌产量 17145 吨，同比增长 3.89%；实现银产量 196 吨，同比增长 1.57%。从公司矿金远期产出角度观察，公司 24 年收购的纳米比亚 Osino 项目或在 2026

年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量，结合公司其他矿产出项目数值推测，至 2026 年公司较高概率完成矿产金年产量 15 吨的规划目标，这意味着公司是国内成长性最优的矿产金公司之一。

公司矿产金业务成本优势持续强化。公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。得益于黄金价格上涨、矿山产能效率提升及降本增效新举措执行，公司矿产金毛利水平呈现持续优化迹象。报告期内，公司矿产金毛利率已由 23 年的 60.76% 升至 24 年的 73.54%，公司合并摊销后的矿产金克成本已由 23 年的 176.42 元/克降至 145.4 元/克，同比下降 17.6%。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别升至 52.43%、44.12% 及 46.87%，有效显示公司回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及资源综合利用率的提升。考虑到黄金价格运行中枢的趋势性抬升，叠加公司资源综合利用效率的实质提高，预计公司单位产出成本将延续持续优化态势，这有助于公司后期估值弹性的释放。

回报能力行业领先，资产负债率全国最低。报告期内，公司回报能力持续增强，维持行业领先地位。公司的 ROE 由 23 年的 12.68% 升至 24 年的 17.71%（24Q3 年申万黄金行业平均 7.09%），销售净利率因为金属贸易业务的大幅增长而略有回落，由 23 年的 19.35% 降至 24 年的 17.89%（24Q3 申万黄金行业平均 7.12%）；同期公司资产负债率由 17.98% 升至 18.57%（24Q3 申万黄金行业平均 40.48%），公司是国内资产负债率极低的矿金企业，有助公司融资能力与资金成本优势的进一步强化。

公司盈利预测及投资评级：考虑到黄金传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。鉴于黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵。而锌铅价格或在基本面供给仍显刚性下维持稳定。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 147.91 亿元、168.59 亿元、184.31 亿元；归母净利润分别为 30.72 亿元、37.72 亿元及 44.70 亿元；EPS 分别为 1.11 元、1.36 元和 1.61 元，对应 PE 分别为 16.68x、13.59x 和 11.47x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险，应收账款核心客户占比过高风险。

参考报告：《山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高》，2025-3-19



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：火炬电子（603678.SH）：产业拐点将至，员工持股计划业绩目标彰显信心

事件：2025 年 3 月 22 日，火炬电子发布 2024 年年度报告：公司 2024 年实现营业总收入

280,150.40 万元，同比下降 20.04%；实现归母净利润 19,451.89 万元，同比下降 38.90%。

点评：

公司 2024 年度业绩呈现整体承压态势，主动元器件逆势增长。公司 2024 年实现营收 28.02 亿元，同比下降 20.04%，归母净利润 1.95 亿元，同比下降 38.90%。1) 被动元器件实现收入 8.4 亿元，同比减少 16.36%，毛利率为 65.00%，同比下降 9.2pct。主要系行业景气度较弱及部分产品定价调整。其中脉冲电容、钽电容及超级电容逆势增长；天极科技积极推动薄膜电路业务“补位”，实现薄膜电路收入占其主营业务突破 50%。2) 主动元器件实现收入 1.5 亿元，同比增长 25.53%，毛利率为 7.68%，同比增长 0.8pct。主要系厦门芯一代 MOSFET、IGBT、模拟 IC 和第三代功率器件等半导体芯片在电动工具、家电、小型储能、电池管理系统、电机等多个细分领域稳步推动市场深度拓展。3) 陶瓷材料实现收入 1.34 亿元，同比减少-16.18%，毛利率为 51.73%，同比下滑 3.87pct，主要系为立亚化学出货量受客户订单放缓影响，出现阶段性回调。核心产品在下游应用上面取得阶段性进展，实现稳定供应。4) 国际贸易业务实现收入 16.54 亿元，同比减少 24.60%，毛利率为 14.55%，同比增加 4.1pct，主要受下游市场需求疲软、行业内部竞争加剧，影响订单需求减缓。

军用 MLCC 市场复苏在即。我国《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。3 月 14 日，国防部表示全军将高效落实“十四五”规划。2025 年全国一般公共预算安排国防支出 1.81 万亿元人民币，同比增长 7.2%。随着我国国防建设的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用 MLCC 市场复苏在即。公司为国内军用 MLCC 核心供应商，业绩有望迎来恢复式增长。

推出第四期员工持股计划，凝心聚力共谋发展。火炬电子第四期员工持股计划覆盖不超过 178 名员工，其中包括 10 名董事、监事及高级管理人员，其余为不超过 168 名核心人员。该计划设定公司层面解锁条件为 2025 年度营业收入不低于 40 亿元或净利润不低于 5 亿元。员工持股计划受让价格为 19 元/股，总规模不超过 1,720,081 股（约占总股本 0.38%），锁定期为 12 个月，存续期 24 个月。通过该持股计划对高管人员进行激励，期望提高公司管理水平和工作效率，促进公司发展战略和经营目标的实现，业绩目标彰显公司发展信心。

公司盈利预测及投资评级：公司是我国军用 MLCC 核心供应商，MLCC 业务或迎来恢复式增长，公司非 MLCC 业务发展有望持续向好；陶瓷材料是公司布局的重点领域，第二增长曲线逐步明晰。考虑到下游装备的放量节奏，业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.10 元，1.40 元和 1.74 元，维持“推荐”评级。

风险提示：风险提示：（1）下游需求不及预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险。

参考报告：《火炬电子（603678.SH）：产业拐点将至，员工持股计划业绩目标彰显信心》，2025-3-28

**曹奕丰 | 东兴证券交运分析师**

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：低空产业：全球首张 eVTOL 运营证书落地，商业化试运营跨过最后一道槛

事件：3月28日，合肥合翼航空有限公司收到了由中国民航局颁发的全球第一张民用无人驾驶航空器(eVTOL)运营合格证(OC)。

OC 是 eVTOL 商业化运营的最后一道门槛：2024年7月，亿航智能宣布，中国民航局已受理其旗下两家子公司递交的 OC 证申请，分别是亿航旗下专注于 UAM 运营的全资子公司亿航通航，以及亿航在合肥的合资公司合翼航空。在取得 OC 证之前，亿航智能已先后获得型号合格证(TC)、标准适航证(AC)、生产许可证(PC)，OC 是 eVTOL 商业化运营的最后一个条件。获得 OC 使得亿航成为全球首个“四证齐全”的载人 eVTOL 运营公司。

合翼航空运营的 eVTOL 为亿航 EH216-S，在获得 OC 之前已经累计完成超 6 万架次安全飞行，可在城市空中交通、物流运输、观光旅游等领域发挥作用，OC 许可证标志着城市空中交通可以正式开始普通消费者的商业化进程。

首张 OC 证落地将为行业带来强大的示范效应：此前行业的 OC 认证仅局限于货运场景，载人场景对于安全性与稳定性的要求更高，获取难度也明显更大。而随着首张 OC 的落地，其他运营商申请 OC 的动力将得到明显增强。此外，通过参考成功案例，OC 的申请难度预计也会相应下降。低空 eVTOL 未来有望在更多城市更多场景实现商业落地。

低空文旅类消费率先受益：本次 eVTOL 运营合格证批准亿航 EH216-S 无人机进行的是“载人类”、“留空飞行”，因此低空文旅场景率先受益。3月21日，国务院办公厅转发商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》，明确提出“探索在具备安全条件的地区开通低空物流航线、开发低空旅游项目，拓展低空消费场景”，在政策面也给予了较大的支持。我们也期待后续“载客类”、“航线飞行”OC 的颁布。

低空经济产业链长，需求拓展有望反哺制造和基建环节加速发展：低空经济包括了低空基建飞行器制造和运营保障等多个环节。目前低空经济发展还处于早期，消费场景的拓展将对低空基建与飞行器制造产业将带来明显的推动，特别是壁垒较高的制造领域。

投资建议：相比 2024 年政策端的大力推动以及顶层规划的成型，2025 年低空经济的重点转向实际落地。政府端，我们建议关注相关基础建设的投资进展，以及地方政府专项债券的落实；实际应用领域，我们建议关注低空经济在文旅、短途运输和专用场景下的后续进展。

风险提示：产业政策不及预期、基础建设落地进度不及预期、应用场景需求端不及预期、安全风险等

参考报告：《低空产业：全球首张 eVTOL 运营证书落地，商业化试运营跨过最后一道槛》，

2025-4-01



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：行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成

事件：近日中汽协发布 2025 年 2 月汽车产销数据，2 月汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，同比分别增长 39.6%和 34.4%。新能源汽车产销分别完成 88.8 万辆和 89.2 万辆，同比增长 91.5%和 87.1%。

点评：

国内：销量持续增长，自主品牌市占率超七成。国内汽车市场整体延续强劲复苏态势，2025 年以旧换新等补贴政策力度空前，据乘联会预计合计补贴规模将超 4000 亿元，占汽车销售额 8%。2 月汽车国内销量 168.8 万辆，同比增长 39.9%。其中，传统燃料汽车国内销量 92.7 万辆，同比增长 14.3%；新能源汽车国内销量 76 万辆，同比增长 92.6%。新能源汽车国内销量占汽车国内销量的 45.1%，较去年同期提高 12.4 个百分点。自主品牌乘用车销量 128.2 万辆，同比增长 62%，在国内销量占有率为 70.6%，较去年同期提高 11.2 个百分点。

据乘联会，2 月纯电动汽车国内零售销量 42.6 万辆，同比增长 94%；插混汽车销量 19.9 万辆，同比增长 83%；增程式汽车销量 6 万辆，同比增长 12%。纯电动汽车市场逐渐多元化，吉利的星愿、熊猫等 A0 级以下车辆，以及小米、小鹏等新势力贡献了主要增量；插混汽车中，销量占比绝对领先的比亚迪仍保持高增速，同比增长 84%；增程式汽车销量受华为系新车周期影响，增速低于纯电及插混，我们认为随着 4-5 月华为系新车周期的到来，增程式汽车的销量增速将显著恢复。整体而言，随着新能源渗透率的不断提升，我们仍然看好未来国内混动化的发展。

出口：新能源占比提升，插混增速远高于纯电。2 月汽车出口 44.1 万辆，同比增长 16.9%。传统燃料汽车出口 31 万辆，同比增长 4.9%；新能源汽车出口 13.1 万辆，同比增长 60.5%，占总出口 29.7%。其中，纯电动汽车出口 8.1 万辆，同比增长 22.4%；插混汽车出口 5 万辆，同比增长 2.2 倍。整车出口前十企业中，奇瑞出口量达 8.6 万辆，同比增长 9%，占总出口量的 19.6%。与上年同期相比，比亚迪出口增速最为显著，出口达 7.1 万辆，同比增长 2 倍。

2 月出口整体表现稳健，混动趋势延续。受益于比亚迪出海成效显著，插混车型出口同比高速增长。长期看国内车企的技术优势将支撑竞争力，通过智能化、电动化推动高质量国际化。

投资策略：国内汽车市场在政策刺激与技术创新双重驱动下，呈现出“电动化加速渗透、自主品牌强势崛起”的鲜明特征，我们认为自主品牌智能化的优势是其市占率增长的重要原因。在电动化渗透率持续提升的背景下，汽车产业的竞争重心正逐步转向智能化领域，具备领先训练数据、训练设施、智驾生态领域的头部企业有望获取更多市场份额。

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。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。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内汽车管路总成龙头供应商川环科技（300547）、汽车变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788）、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。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

参考报告：《汽车行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成》，2025-3-26



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：油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度

2024 年以来，海外通胀有所减缓，国内经济有所修复，油气开采板块盈利显增，炼化及贸易板块营收小幅回落。2024 年以来，美国 CPI 同比上涨幅度逐步下降，低于 3.0%，作为全球需求端代表美国的通胀压力有所减缓，通常意味着美联储可能放缓加息步伐或维持较低利率，从而减轻美元走强对以美元计价的大宗商品价格的压制，尤其对原油，是一个积极信号，有助于缓解估值压力并稳定市场预期，从而间接支撑大宗商品需求。2024 年 10 月至 12 月，国内制造业 PMI 分别为 50.1, 50.3, 50.1，均略高于荣枯线 50，表明制造业处于微弱扩张状态。随着国内继续采取措施支持经济复苏及缓慢修复，对油气开采和炼化及贸易的需求也逐步提升。2024 年前三季度，油气开采板块实现营业收入总计 3361.70 亿元，同比增长 6.01%；炼化及贸易板块实现营业收入总计 55223.55 亿元，同比下跌 2.52%。

油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度。

复盘原油价格：2024 年至 2025 年 2 月，油价有所回落。2024 年 1-12 月，整体价格在 69.19-91.17 美元/桶宽幅震荡，月度均价为 80.8 美元/桶。2025 年，1 月 Brent 原油现货均价为 78.34 美元/桶，2 月 Brent 均价为 75.55 美元/桶，环比上月下跌 2.79 美元/桶，跌幅为 3.56%。2025 年，1 月 WTI 原油现货均价为 75.20 美元/桶，2 月 WTI 均价为 71.73 美元/桶，环比上月下跌 3.47

美元/桶，跌幅为 4.62%。

2025 年一季度和二季度全球原油供给预期逐渐回升，油价中枢回落，但仍在中高位。2025 年 1 月以来，美国目前已经是全球最大的原油生产国，美国新任总统上台，对原油政策存在较大不确定性，全球需求存在较大不确定性。2025 年一季度和二季度全球原油供给预期逐渐回升，油价中枢回落，但仍在中高位。OPEC+产油国产能扩增以及美国页岩油产量回升将成为油市供应增量来源。而从预期落地的可行性来看，美俄和谈在即，地缘价值预期显著下降，预计原油价格小幅回落。原油中期主线仍然是看特朗普供需两方面打压油价的努力，特朗普在俄乌和中东方向都提出了自己的方案，接下来的美俄首脑在沙特会谈是市场关注的焦点。

OPEC+调整减产额，与非 OPEC 国家寻求合作，共同应对市场供需失衡。2022 年以来 OPEC+（石油输出国组织及其盟友）的产量决策都是减产以维持油价。全球经济复苏乏力、需求增长放缓，以及非 OPEC 国家（如美国）原油产量增加，导致国际油价面临下行压力。2024 年 12 月 5 日决定将 220 万桶/日的自愿减产协议延长至 25 年 3 月底，并将全面解除减产的时间推迟一年，至 2026 年 12 月。尽管俄乌冲突持续，但俄罗斯作为 OPEC+的重要成员，其产量政策与 OPEC 保持一致，共同维护油价稳定。OPEC 试图通过与非 OPEC 国家（如俄罗斯、墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。全球原油需求自疫情恢复后持续上涨，美国汽油需求高于去年。

中长期情况来看，OPEC+通过动态减产，试图通过与非 OPEC 国家（如墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。都显示了未来原油供给将会锁紧，油价中枢中高位仍具支撑。

在油价中高位背景下，驱动油气开采和炼化及贸易板块或将保持较高景气度。自 2021 年，Brent 原油现货价格稳步增长，维持中高位，油气开采板块营收自 2021 年逐年增长。2024 年前三季度，Brent 原油现货均价为 82.72 美元/桶，同比增长 0.70%；油气开采板块实现营业收入总计 3361.70 亿元，同比增长 6.01%；炼化及贸易板块实现营业收入总计 55223.55 亿元，同比下跌 2.52%，炼化及贸易板块业绩变化主要由于主要由于汽油、煤油、柴油销售量有所下滑导致石油销售收入利润减少及炼化板块、销售板块盈利收窄。以中国海油、中国石油公司为例，中国海油实现归母净利润 1166.59 亿元，同比增长 19.5%，景气度高；中国石油实现归母净利润 1325.22 亿元，同比增长 0.7%，业绩符合预期。中长期情况来看，OPEC+通过动态减产，试图通过与非 OPEC 国家（如墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。都显示了未来原油供给将会锁紧，油价中枢中高位仍具支撑，油气开采和炼化及贸易板块或将保持较高景气度。

投资建议：油价中枢有望中高位的背景下，重点关注具备高股息和高成长的公司。市值管理考核推进，兼具分红能力与意愿，未来高股息率有望持续。2023 年中国石油、中国石化和中国海油、中国海洋石油分红率分别为 47.59%、51.90%、43.50%、43.50%。假设 2024 年-2026 年分红率分别维持不变，若按照该股利分配率乘以 2024-2026 年盈利计算未来 3 年股息率，则中国石油、中国石化、中国海油、中国海洋石油 2024-2026 年预计平均股息率分别为 4.66%、5.19%、4.34%和 6.50%，未来随着盈利的逐步扩大，三桶油股息率仍将继续提升，且股息率在高股息板块中亦处于较高位置。我们推荐中国海油，中国海洋石油。同样有望受益标的：中国石油，中国石油股份，新天然气。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度》，
2025-03-10

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法律责任。

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