

2025年03月30日

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

商品的供需失衡与长期基本面改善

——资产配置周报（2025/03/24-2025/03/28）

投资要点

- **全球大类资产回顾：**3月28日当周，全球股市普遍调整，主要股指中仅英国富时收涨；主要商品期货中黄金收涨并创历史新高、原油小幅上涨，铝、铜收跌；美元指数小幅下跌，日元、人民币贬值，欧元升值。1）权益方面：英国富时100>沪深300指数>上证指数>深证成指>道指>恒生指数>创业板指>科创50>日经225>标普500>法国CAC40>德国DAX30>恒生科技指数>纳指。2）原油价格小幅收涨，美国加强对伊朗、委内瑞拉的制裁，包括对进口委内瑞拉原油的国家加征25%关税，供给因素推升油价；黄金创历史新高，全球央行购金，美国滞胀的风险、地缘政治局势的风险推升黄金避险价值的提升。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，水泥、炼焦煤回落，螺纹钢、混凝土小幅上涨。4）国内利率债收益率整体下行，全周中债1Y国债收益率下行3BP至1.53%，10Y国债收益率下行3.32BP收至1.8126%。5）2Y美债收益率当周下行5BP至3.89%，10Y美债收益率上行2BP至4.27%。6）美元指数收于104.0306，周下跌0.12%；离岸人民币兑美元周贬值0.16%。
- **国内权益市场：**风格方面，至3月28日当周，风格方面，消费>金融>周期>成长，日均成交额为12356亿元（前值15119亿元）。申万一级行业中，共有4个行业上涨，27个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+0.98%）、农林牧渔（+0.56%）、食品饮料（+0.40%）；跌幅靠前的行业为计算机（-4.89%）、国防军工（-3.98%）、通信（-3.87%）。
- **国内利率及汇率市场。**3月28日当周，央行通过“MLF超额续作+逆回购灵活调节”应对季末流动性压力，“中性对冲”意图明显，周内短端资金利率稳步上升后有所回落。利率债行情围绕“政策预期驱动→获利回吐→配置盘托底”展开，总体呈现“上有顶、下有底”的震荡格局。当前市场多空因素交织：央行重申“择机降准降息”，但银行息差压力和美联储审慎政策等内外部约束限制利率下行空间，预计仍将围绕近期中枢震荡。下周关注国内PMI、节前央行公开市场操作，以及美国对等关税等扰动因素。美国年内两次降息及长期通胀下行的确定性较高，国内2月汇率预期有所改善，衡量企业、个人购汇意愿的购汇率明显回落，以上条件下人民币汇率压力可控。展望未来，国内经济基本面相对稳定，资本市场对中国资产重估预期较高，这些因素对人民币汇率的支撑有望继续体现。
- **商品的供需失衡与长期基本面改善。**近期CRB指数小幅上升，我们认为与原油、能源等价格回暖有关，但是工业品的价格仍然承压。商品价格与库存周期、宏观经济基本面关联较大，在经济从萧条期到复苏期的过程中与美债利率关联度较高。由于全球经济分化，美国关税政策的影响仍有不确定性，预计美债利率仍有下行空间，商品的整体反弹难度仍然较大。从商品价格到PPI/CPI，再到工业企业利润仍有滞后性。目前，由于环保、出口政策、海外停产等因素引发的供需失衡，部分小宗商品如溴素、季戊四醇、锑等出现了价格大幅上涨。从投资方向上，除沿着供需失衡的商品弹性主线外，仍推荐受益于宏观经济长期改善，在全球范围内有成本优势，且从重置成本角度内在价值低估的行业龙头。
- **化工板块上涨的逻辑。**参考2016年起的化工行业复苏，我们认为板块上涨的逻辑主要有。1、油价及基础原料处于低位。2、行业龙头的在建工程转固，未来资本开支减少。3、行业的落后产能出清。我们认为当前化工板块正处于底部布局的初期阶段，上述的三个条件正在初步具备，海外尤其是欧洲的石化化工产业的优势正在减少，国内新增产能边际放缓，建议关注并逢低布局石化化工行业的龙头。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：商品的供需失衡与长期基本面改善.....	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	6
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪.....	7
2.1. 资金面：央行中性对冲，资金利率略有上升	7
2.2. 存单市场：供需矛盾继续缓解	8
2.3. 利率债：多空拉锯的局面没有实质性改变	8
2.4. 人民币汇率：内外部压力减轻，人民币或仍有升值空间	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	9
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题.....	15
4.1. 行业高频跟踪	15
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪.....	18
5.1. 工业企业利润：中下游强于上游	18
5.2. 资金及流动性跟踪	19
6. 市场资讯	20
6.1. 海外市场资讯	20
6.2. 国内市场资讯	21
6.3. 政策面	21
7. 财经日历	22
8. 风险提示	22

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	7
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	10
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/日, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	12
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿现货加工 TC, 美元/干吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	14
图 23 中国铜精矿和精炼铜进出口, 万吨	14
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	15
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	15
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	16
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	16
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	17
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	17
图 39 三因素拆解工业企业利润当月同比, %	18
图 40 工业企业当月营收利润率季节性, %	19
图 41 上中下游 1-2 月利润占比环比变化, %	19
图 42 分行业工业企业利润累计同比及变化, %, %	19
图 43 两融余额, 亿元, 亿元	20
图 44 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	20
图 45 DR007、7 天期 OMO 利率, %	20
图 46 SHIBOR 3M, %	20

图 47 财经日历 22

1.核心观点：商品的供需失衡与长期基本面改善

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 商品的供需失衡与长期基本面改善。近期 CRB 商品价格指数小幅上升，我们认为与原油、能源等价格回暖有关，但是工业品的价格仍然承压。商品价格与库存周期、宏观经济基本面关联较大，在经济从萧条期到复苏期的过程中与美债利率关联度较高。由于全球经济分化，美国关税政策的影响仍有不确定性，预计美债利率仍有下行空间，商品的整体反弹难度仍然较大。从商品价格到 PPI/CPI，再到工业企业利润仍有滞后性。目前，由于环保、出口政策、海外停产等因素引发的供需失衡，部分小宗商品如溴素、季戊四醇、锑等出现了价格大幅上涨。从投资方向上，除沿着供需失衡的商品弹性主线外，仍推荐受益于宏观经济长期改善，在全球范围内有成本优势，且从重置成本角度内在价值低估的行业龙头。

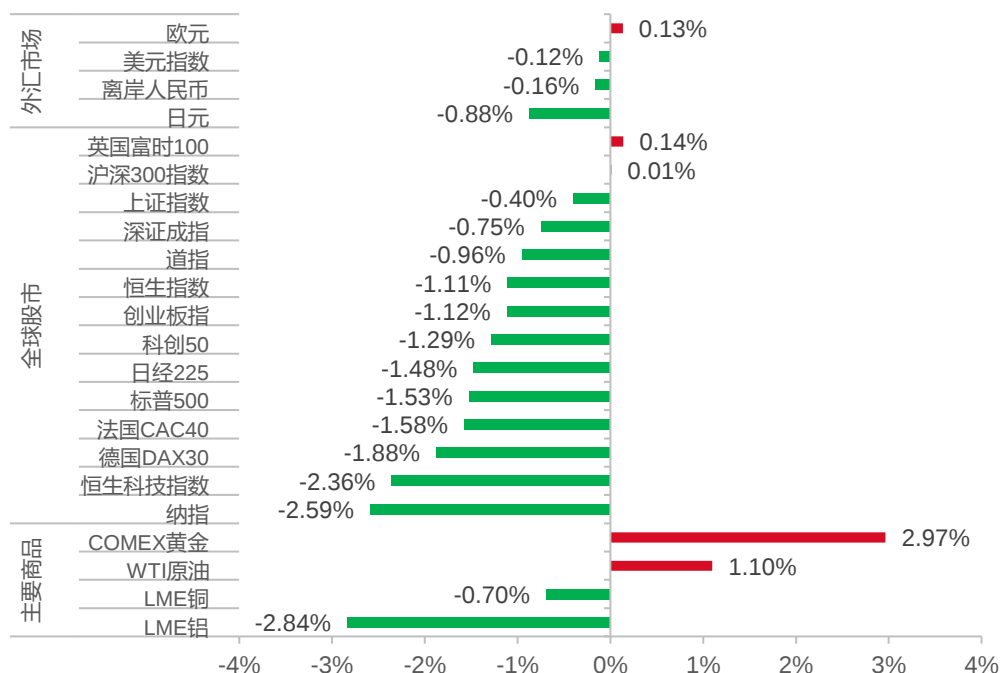
2) 化工板块上涨的逻辑。参考 2016 年起的化工行业复苏，我们认为板块上涨的逻辑主要有。1、油价及基础原料处于低位。2、行业龙头的在建工程转固，未来资本开支减少。3、行业的落后产能出清。我们认为当前化工板块正处于底部布局的初期阶段，上述的三个条件正在初步具备，海外尤其是欧洲的石化化工产业的优势正在减少，国内新增产能边际放缓，建议关注并逢低布局石化化工行业的龙头。

3) 预计全球经济分化，寻找确定性。未来一周，市场将忙于评估美国宣布的新关税，全球制造业和服务业的 PMI 调查数据，以及美国月度就业报告。PMI 预览值显示以德国为首的欧元区制造业出现复苏的迹象，日本 3 月份私人部门产出自去年 10 月以来首次下降，日本整体新订单 9 个月来首次下降。美国的制造业预计将呈现近乎持平的增长，但服务业活动可能已经放缓，3 月份消费者信心指数连续第四个月下滑。美国对进口商品的互惠关税将于 4 月 2 日生效，其中包括对汽车征收 25% 的关税。投资方向上仍建议国内的自主可控、消费复苏，建议医药生物、旅游、食品饮料、石化化纤等板块。

1.2.全球大类资产回顾

3月28日当周，全球股市普遍调整，主要股指中仅英国富时收涨；主要商品期货中黄金收涨并创历史新高、原油小幅上涨，铝、铜收跌；美元指数小幅下跌，日元、人民币贬值，欧元升值。1) 权益方面：英国富时100>沪深300指数>上证指数>深证成指>道指>恒生指数>创业板指>科创50>日经225>标普500>法国CAC40>德国DAX30>恒生科技指数>纳指，贸易政策的不确定性（加征汽车关税，对等关税即将落地）、滞胀的风险（消费者信心指数低于预期，核心PCE超预期）持续扰动美股；年报集中披露期，A股缩量震荡，MLF机制调整，中标利率中枢可能下调但政策属性淡出，择机降准降息仍待时日。2) 原油价格小幅收涨，美国加强对伊朗、委内瑞拉的制裁，包括对进口委内瑞拉原油的国家加征25%关税，供给因素推升油价；黄金创历史新高，全球央行购金，美国滞胀的风险、地缘政治局势的风险推升黄金避险价值的提升。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，水泥、炼焦煤回落，螺纹钢、混凝土小幅上涨；高炉开工率环比改善0.15pct；乘用车日均零售5.02万辆，环比上升4.04%，同比18.00%；BDI下降2.50%。4) 国内利率债收益率整体下行，全周中债1Y国债收益率下行3BP至1.53%，10Y国债收益率下行3.32BP收至1.8126%。5) 2Y美债收益率当周下行5BP至3.89%，10Y美债收益率上行2BP至4.27%；10Y德债收益率小幅下行3BP；10Y日债收益率大幅上行6.1BP至1.59%。6) 美元指数收于104.0306，周下跌0.12%；离岸人民币对美元周贬值0.16%；日元对美元贬值0.88%。

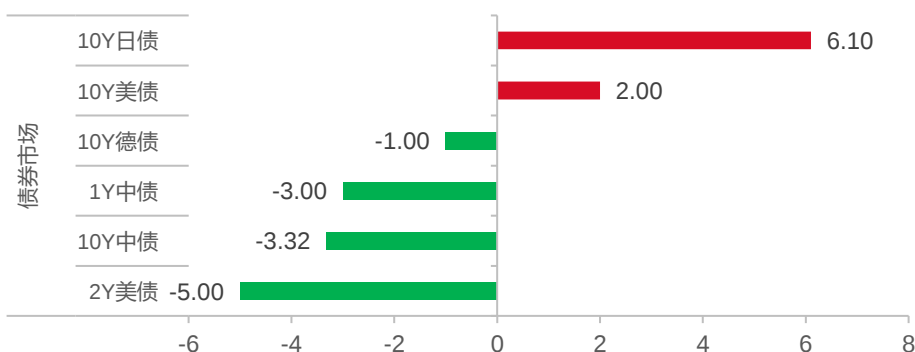
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

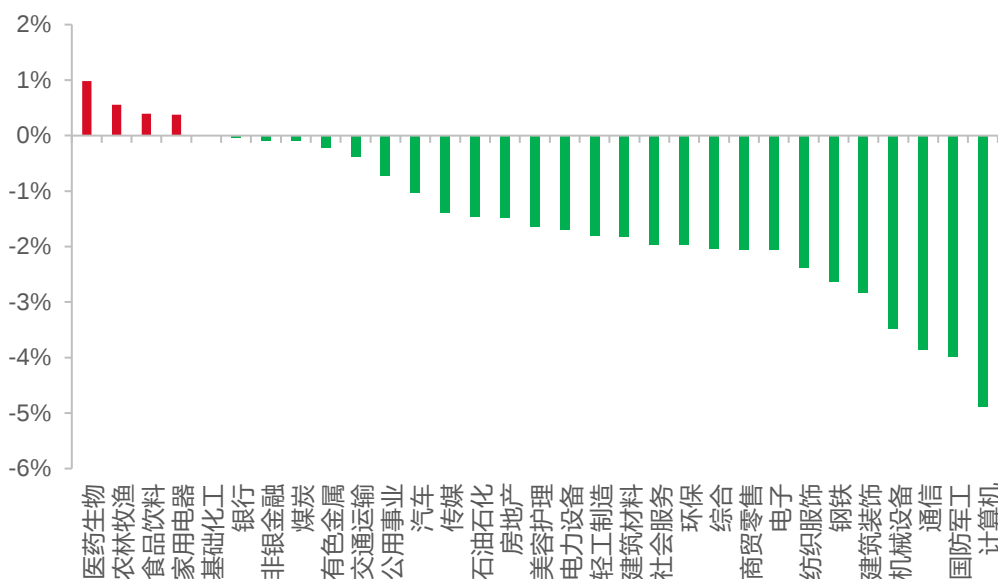


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 3 月 28 日当周，风格方面，消费>金融>周期>成长，日均成交额为 12356 亿元（前值 15119 亿元）。申万一级行业中，共有 4 个行业上涨，27 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+0.98%）、农林牧渔（+0.56%）、食品饮料（+0.40%）；跌幅靠前的行业为计算机（-4.89%）、国防军工（-3.98%）、通信（-3.87%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，3/24-3/28

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：央行中性的对冲，资金利率略有上升

3 月 28 日当周，央行通过“MLF 超额续作+逆回购灵活调节”对冲季末流动性压力，中性对冲意图明显，既未主动大幅宽松，亦避免资金面过度收紧。具体节奏上看，3 月 24 日，央行逆回购净回笼 3460 亿，但未扰动资金面平稳格局。3 月 25-26 日，央行转向主动投放，MLF 超额续作 630 亿元（自 2024 年 7 月以来首次实现月度净投放），逆回购同步放量（两日净投放 2641 亿元），但受政府债发行、MPA 考核、季末流动性需求较大等因素影响，资

金面均衡中仍显收敛。3月27-28日，央行逆回购转为净回笼645亿元，资金面继续收敛后边际转松。周内DR007加权均价自1.77%（3月24日）稳步上升至2.09%（3月27日），随后回落至2.05%（3月28日）。

2.2.存单市场：供需矛盾继续缓解

3月28日当周，同业存单收益延续上周稳中有降态势，表明同业存单市场供需不平衡有所缓解。期限结构上，短端较长端倒挂幅度较上周收敛，体现银行负债结构矛盾也有所缓解。截至3月28日，1个月期与1年期AAA级同业存单收益率分别为1.93%与1.90%，期限利差为-3bp（VS前值2.00%与1.93%，期限利差为-7bp）。

此前资金面紧张、非银存款利率管制等因素扰动了供需格局，存单市场在重新平衡过程中持续面临供需不匹配及信息不对称的问题。银行（供给端）：理财与货币基金等机构的非银存款从银行表内流出→大行受影响较大，产生负债缺口，对中小银行净融出减少→中小行产生负债缺口，转而加大银行金融债券发行力度（以同业存单为主）。非银端（需求端）：同业存款收益率降低→理财等机构配置的非银存款转向短债。在此过程中，同业存单的供给和需求在期限、信用等级并不完全匹配。供给端中小银行存单更多，且在利率上升阶段更倾向于发行短期限存单，而理财等资管资金优先考虑高等级债券，并可能倾向于拉长久期以锁定较高收益率，倾向于引发短端与长端倒挂。另外，这个重新平衡过程涉及机构较多，信息不对称及发行流程均会拉长重新平衡周期，并进一步抬高同业存单整体利率，使得利率在高位维持更长的时间。这些因素的存在可能已经使得当前同业存单利率包含超调成分，配置价值逐步体现。

2.3.利率债：多空拉锯的局面没有实质性改变

3月28日当周，利率债行情围绕“政策预期驱动→获利回吐→配置盘托底”展开，总体呈现“上有顶、下有底”的震荡格局。3月24日，央行提前预告MLF放量并改革招标方式，刺激10年期国债收益率一度跌破1.80%。3月25日，收益率短期快速下行后遭遇获利回吐，叠加资金价格仍较贵，10年期长债收益率反弹。3月26日，大行入场配置长债，带动10年期国债收益率再度下降至1.80%下方。3月27-28日，跨季资金偏贵及政策宽松预期降温，长端国债收益率小幅上行。

现阶段债市多空拉锯的局面没有实质性改变，行情或围绕近期中枢震荡。考虑到：1）二季度出口受关税负面影响或逐步显现；2）消费、地产及整体通胀修复动能仍显不足，我们认为国内基本面仍依赖较为宽松的货币政策环境。3月27日央行重申“择机降准降息”也表明宽松基调延续。在以上条件约束下，收益率难以快速上行。此外，鉴于：1）美国2月核心PCE高于预期，美联储关于利率的谨慎态度或延续，中美利差消化周期仍较长；2）国内银行业息差处于低位，叠加存款脱媒压力下银行负债端持续偏紧，收益率快速下行会进一步加重银行息差压力（虽然交易性债券的价差所得受益，但占比更高的贷款及摊余成本债券的息差受负面影响更大），我们认为政策利率面临较强内外部约束。货币政策工具中，降准与结构性政策降息的优先级高于OMO利率调整，这又会限制收益率下行空间。上述局面短期内预计不会被打破，行情依然以震荡为主。趋势性行情的形成仍需等待合适的内外部条件。下周关注国内PMI、节前央行公开市场操作，以及美国对等关税等扰动因素。

2.4.人民币汇率：内外部压力减轻，人民币或仍有升值空间

3月28日当周，受美债收益率上行、美元指数反弹影响，包括人民币在内的非美货币普遍贬值。截至3月22日，离岸美元兑人民币收于7.2697，周内贬值118基点。

近月美国就业及物价指数等数据指向经济动能边际放缓，叠加关税壁垒在多方博弈中逐步升级，美国经济衰退的预期逐步强化。虽然目前美联储基于较高通胀及较充分的就业水平，

暂不调整联邦基金利率，但年内两次降息及长期通胀下行的确定性较高，人民币汇率面临的利差压力总体上仍然处于缓解状态。

国内来看，资金流向对汇率的压力也有所减轻。受货物贸易净流入高位、外资净增持境内债券和股票、服务与投资收益流出低位多重积极因素影响，2月银行结售汇差额趋向基本均衡，衡量企业、个人购汇意愿的购汇率明显回落。我们认为当前人民币汇率面临的内外部压力可控。3月21日，央行货币政策委员会召开一季度例会，对人民币汇重申“三个坚决”，表明央行依然对汇率走势敏感。若汇率压力明显加大，若人民币汇率压力上升，央行或继续采取措施稳定汇率。

展望未来，国内经济基本面相对稳定，资本市场对中国资产重估预期较高，这些因素对人民币汇率的支撑有望继续体现。综合而言，我们短期波动不影响趋势，人民币可能还有一定升值空间。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至3月28日当周，WTI原油震荡上行，于周五收于69.41美元/桶，周平均价涨幅2.68%。截至2025年3月21日当周，美国原油周产量基本保持稳定，为1357万桶/日，同比增长47万桶/日。美国炼厂吞吐量为1575万桶/日，开工率87%。3月28日当周，美国钻机数592台，较去年同期减少29台；其中采油钻机数484，较去年同期减少22台。

国际能源署3月24日表示，随着全球石油需求增长放缓，疫情复苏后世界石油需求增长放缓，石油消费由航空和石化原料需求主导，石油消费在2024年首次降至30%以下。

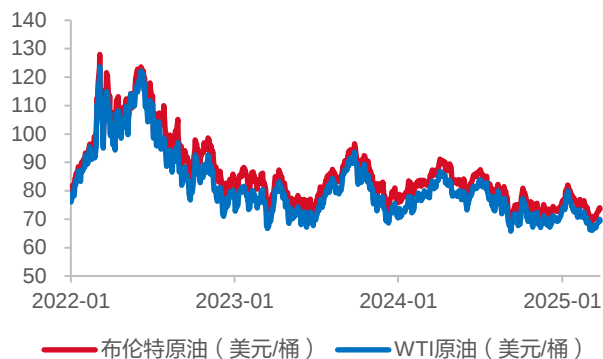
随着欧盟对俄罗斯第14轮制裁的一部分（于2024年6月通过）于3月27日生效，将直接影响吉丹半岛Yamal LNG的贸易流。中石油目前与Yamal LNG签订了一份为期20年、300万吨/年的液化天然气供应合同，同时，中石油集团公司持有诺瓦泰克运营的Yamal LNG项目20%的股份，丝路基金额外持有9.9%的股份。

由于经济活动低迷抑制了燃料需求，韩国原油进口量在2月份创下18个月低点。Korea National Oil Corp.最新数据显示，韩国炼油商和石化制造商2月份进口了7,663.4万桶原油，合274万桶/日，同比下降13.9%。

油价判断：预计短期内布伦特原油仍将在70~80美元/桶区间震荡运行，二季度或将触及年内低点。

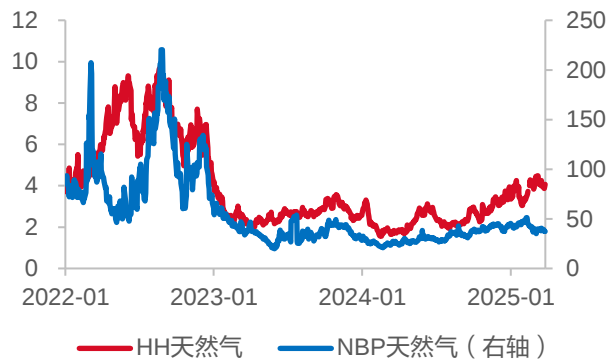
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



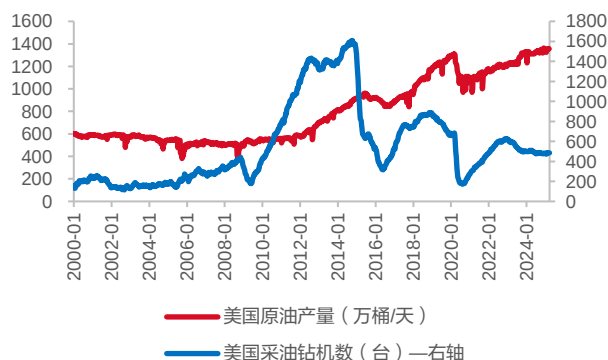
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



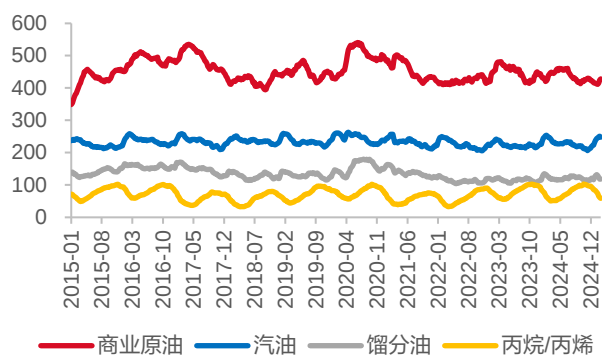
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/日，台



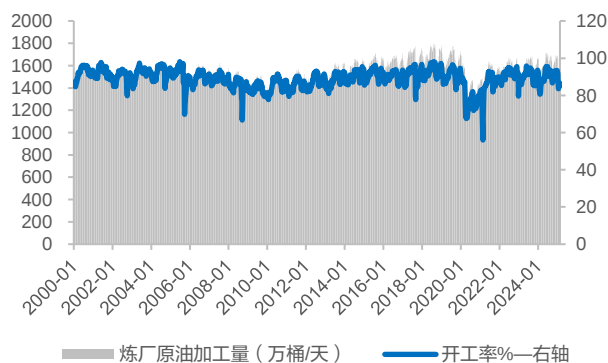
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



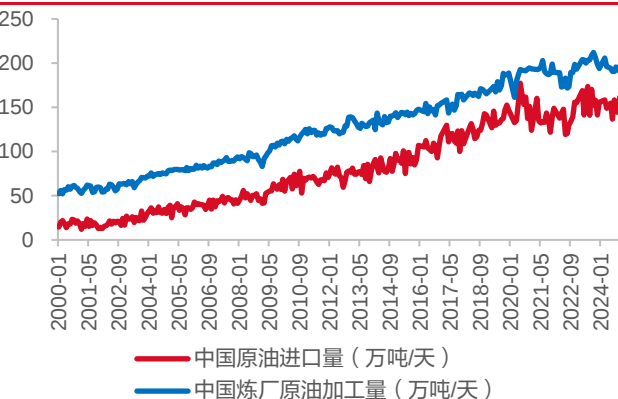
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



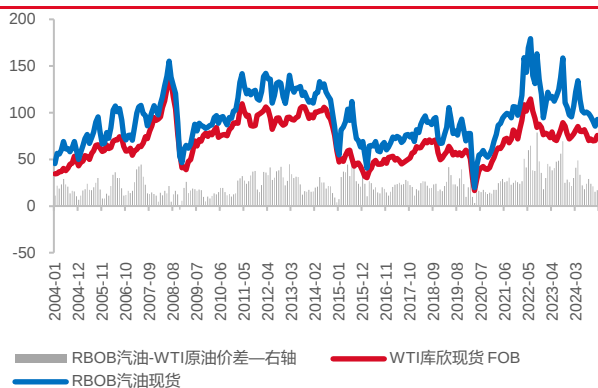
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



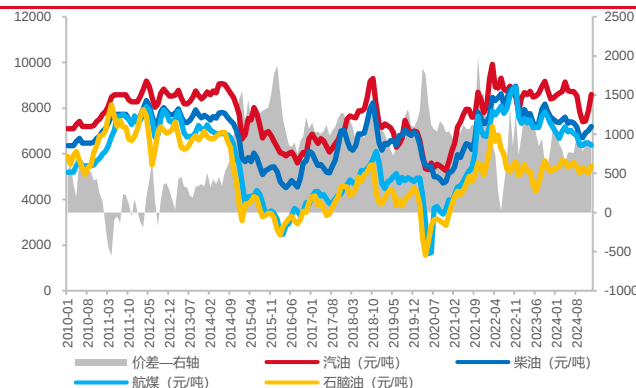
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油*VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

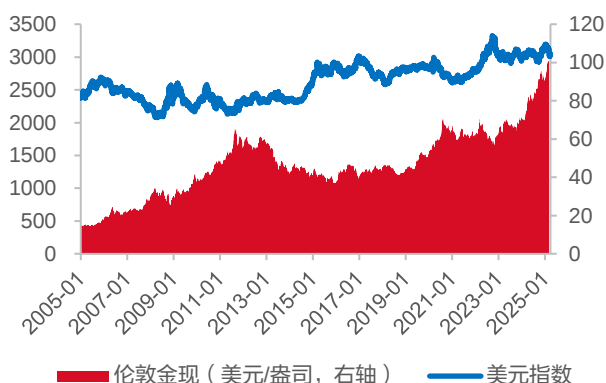
3.2.黄金跟踪

向上趋势再次确立，金价或持续创新高。截至2025年3月28日，伦敦金现收于3084美元/盎司，较上周同期上涨2.04%。周内伦敦金现最高触及3086.9美元/盎司，达到历史新高。若金价后续调整有效站稳3100美元关口，上行空间还将进一步打开。周内美元指数与上周基本持平，同时市场预期美联储六月、七月将进行两次降息。SPDR持有量周内继续上行刷新历史新高，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定。整体来看，市场避险需求仍为主导，长期上涨逻辑不变，而短期内美债利率若迎来拐点则将对金价造成较大压力。

美债利率震荡运行，中债利率稍有走弱。截至3月28日当周，10Y美债利率小幅上升2bp至4.27%，10Y中美利差倒挂值为246bp，较上周稍有走阔。中国10Y国债利率本周震荡走低，下半周有所反弹，最终报收1.81%。2025年2月美国CPI同比上涨2.8%，前值3.0%，低于市场预期，2月PPI同比增长1.9%，通胀有所收敛。2025年2月，我国制造业PMI为50.2%，较上月改善1.1个百分点，景气向上；美国制造业PMI为50.3%，较上月回落0.6个百分点。

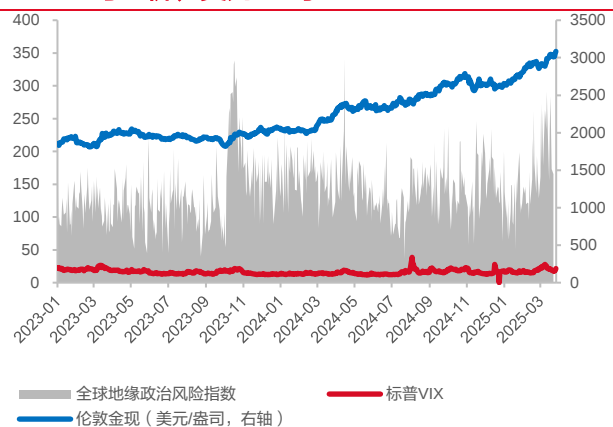
金价判断：预计金价站稳3100美元关口后将继续向上突破，建议把握布局机会。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



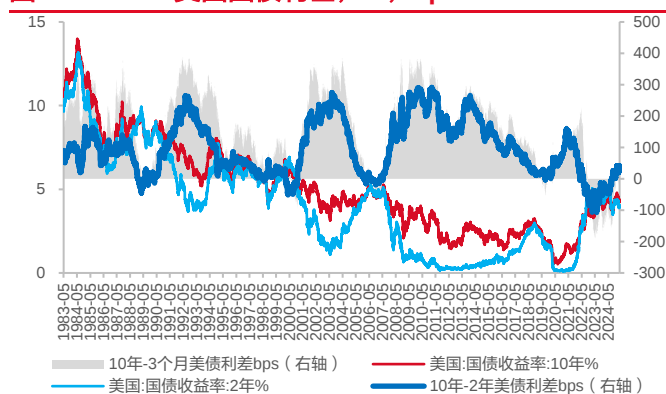
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



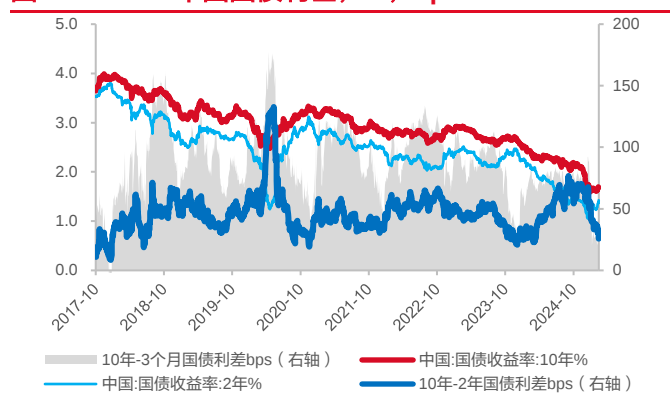
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



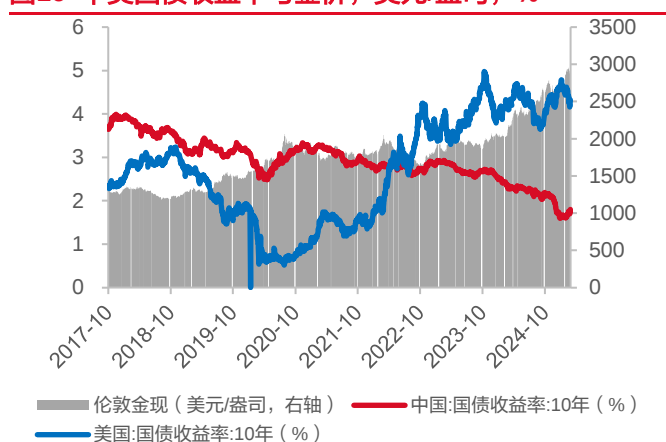
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



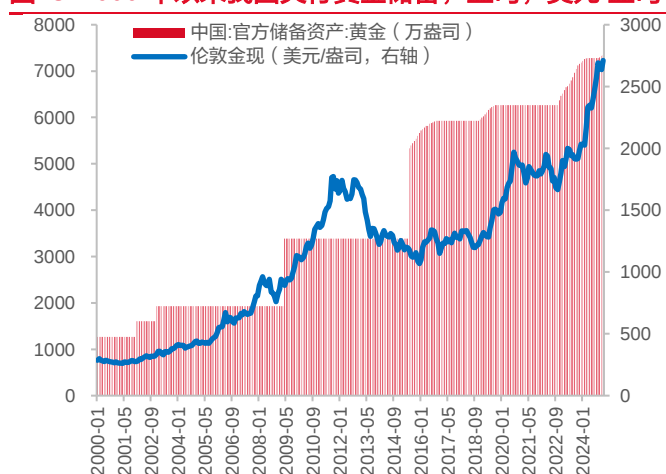
资料来源: CME, 东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	81.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	64.9%	21.5%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	42.2%	40.7%	9.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	29.0%	41.3%	21.4%	3.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	13.5%	33.4%	34.1%	15.0%	2.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.6%	23.5%	33.7%	24.5%	8.6%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.5%	25.3%	32.1%	21.6%	7.3%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.7%	4.5%	14.9%	27.3%	29.0%	17.4%	5.4%	0.7%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.2%	5.8%	16.4%	27.6%	27.6%	15.9%	4.8%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.3%	2.0%	7.7%	18.4%	27.6%	25.5%	14.0%	4.1%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	19.0%	27.4%	24.8%	13.3%	3.8%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.5%	2.5%	8.7%	19.2%	27.3%	24.4%	13.1%	3.7%	0.4%
2026/10/28	0.1%	0.4%	2.4%	8.1%	18.3%	26.6%	24.7%	14.1%	4.6%	0.7%
2026/12/9	0.4%	2.1%	7.4%	17.0%	25.6%	24.9%	15.4%	5.8%	1.2%	0.1%

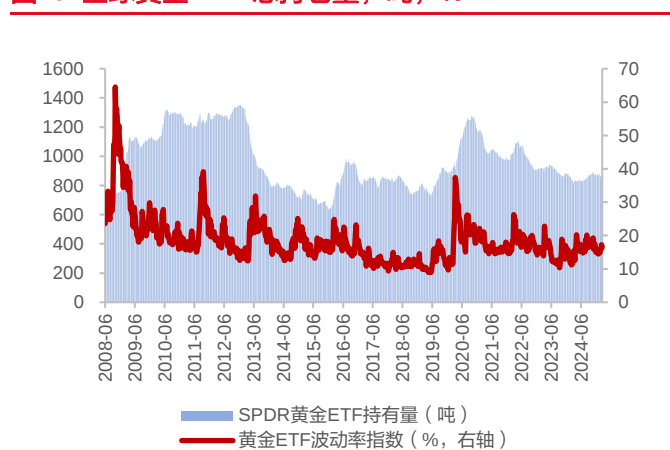
资料来源: CME, 东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备, 盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 3 月 28 日, SHFE 电解铜连续合约结算价格为 81456 元/吨, 较上一周价格环比增长 0.9%, 价格同比上升 11.5%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9925.8 美元/吨。金属铜价短期内价格波动提升, 仍然处在价格高位上行区间中。3

月 28 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2575.2 美元/干吨，价格环比上升 0.5%，同比上升 7.9%。铜精矿价格呈现增速减缓，持续增加了金属铜冶炼端成本。

2025 年 2 月，我国电解铜产量约为 104.13 万吨，环比下降 2%，同比增幅 11%，生产能力复苏水平较上期略有下滑，但下游需求维持旺盛状态。2025 年 2 月，我国电解铜产能为 1648 万吨，产能利用率为 75%。2024 年 12 月我国电解铜产量和需求缺口约为 38.6 万吨，缺口基本变化方向是从年初至年末递增，我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 3 月 28 日，我国铜精矿当周港口库存 60.7 万吨，库存量环比增长 13%，同比增幅约为 88.5%；3 月 28 日，电解铜现货库存为 33.56 万吨，环比下降约为 2.8%，现货库存持续下降，同比下滑 16.8%。2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化，相关系数为-0.609。

2025 年 3 月 28 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 238632.6 手，环比下降 0.6%，持仓量短期内略有波动；成交量为 286504.4 手，环比增长 47%，电解铜的市场交易持仓情绪短期内高涨，自 2024 年中的高额交易持仓和成交量之后金属铜的单边交易热度总体呈现下滑趋势。2025 年 2 月，沪铜单边交易交割量为 106125 吨，高于前三年当月交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大，现货价格回升。

考虑到部分主要铜矿生产地区受技术、环境、政策等因素影响，全球铜资源供应相对紧缺，铜矿现货加工费持续走高的现状，短期内原矿供不应求的现状难以缓解。以中国为代表等主要消费国的需求增长，将直接影响铜的需求量。2025 年若美联储持续降息策略，美元走弱，汇率波动或将推高铜价。综合来看 2025 年铜价可能呈现波动上涨的趋势，但具体表现仍将取决于多重因素影响。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿现货加工 TC，美元/干吨



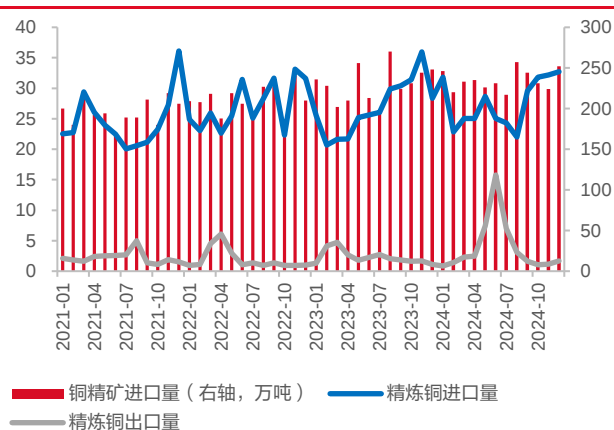
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



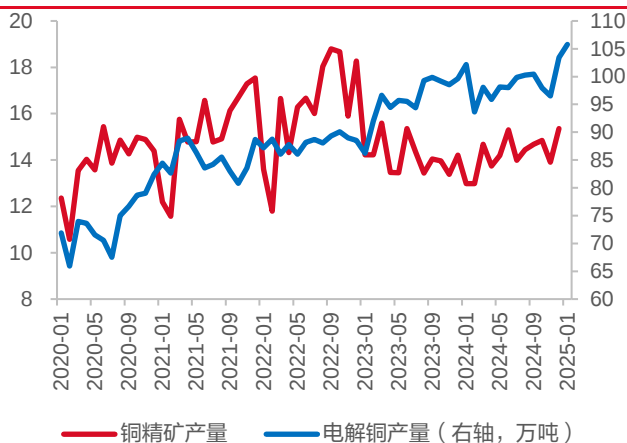
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国铜精矿和精炼铜进出口，万吨



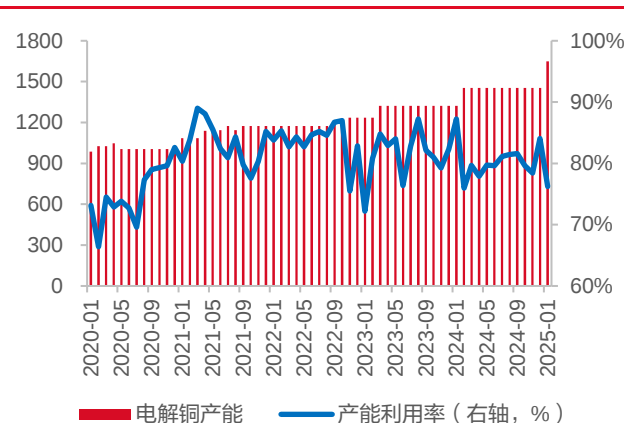
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



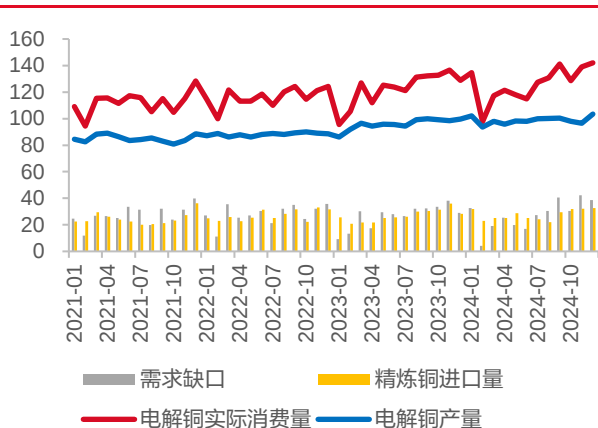
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



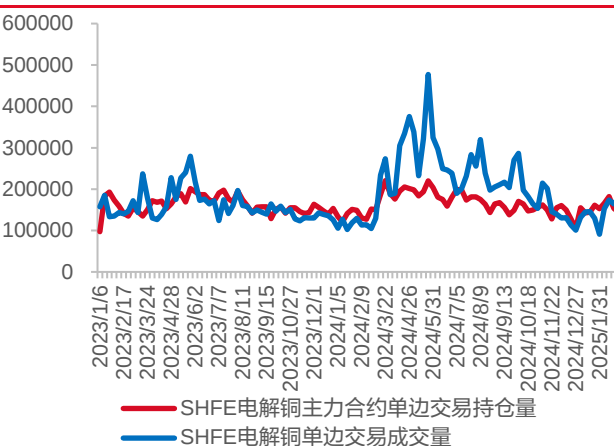
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



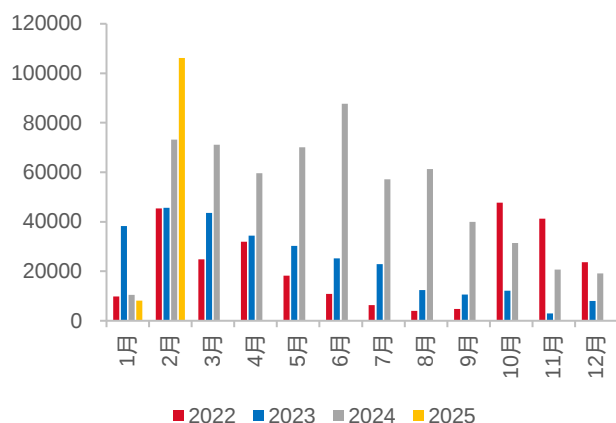
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



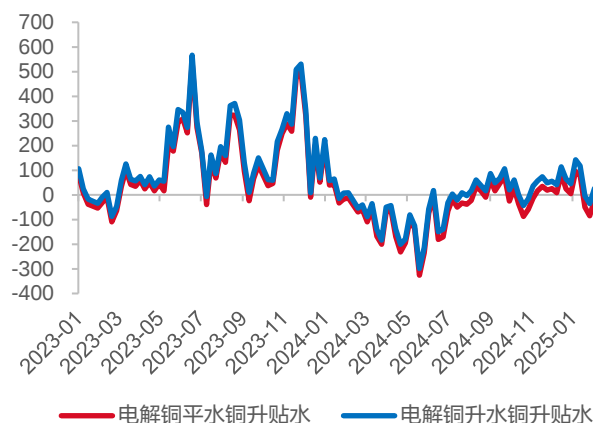
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

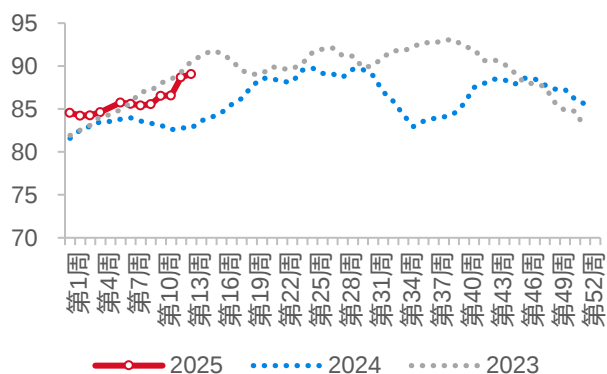


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

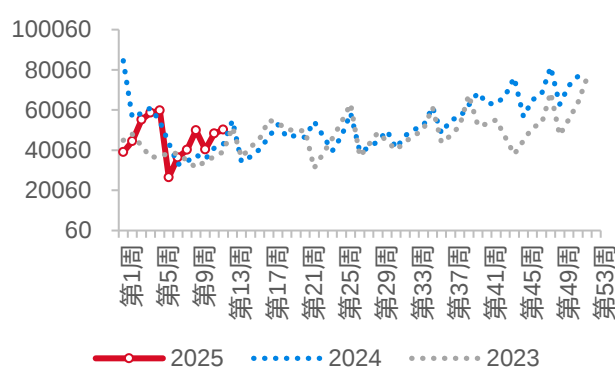
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



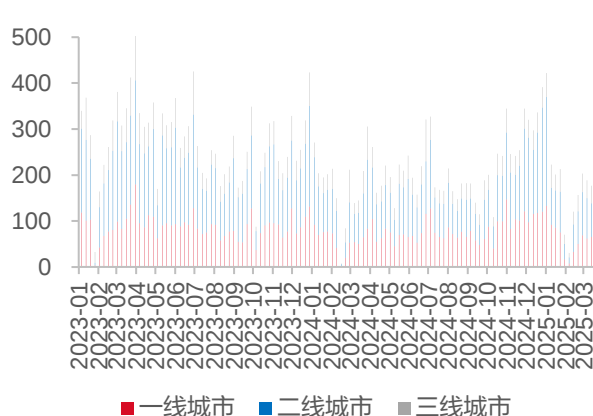
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



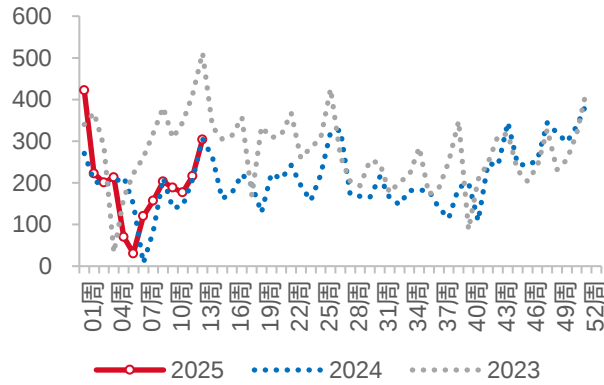
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



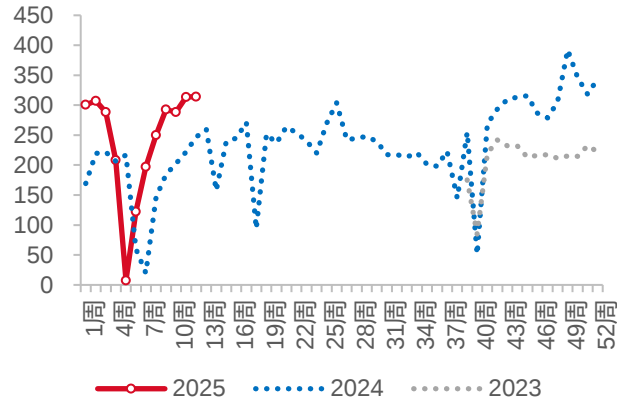
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	3/28	3/21	3/14	3/7	2/28	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	40.7	-0.6	万平方米	304	216	177	188	203	
	一线城市	27.7	21.5	万平方米	102	80	65	62	69	
	二线城市	41.8	-12.7	万平方米	130	92	73	88	94	
	三线城市	61.8	-1.3	万平方米	72	44	38	39	41	
消费出行	国内航班执飞	1.5	0.5	架次	88493	87181	83990	83913	90386	
	国际航班执飞	1.5	21.7	架次	11774	11597	11438	11583	11701	
	电影票房	-29.7	-36.6	万元	23783	33832	55014	75883	161441	
	观影人次	-27.7	-35.9	万人次	585	809	1310	1745	3638	
外需	BDI指数	-2.5	-12.0	/	1602	1643	1669	1400	1229	
	CCFI指数	-3.1	-8.0	/	1112	1148	1192	1211	1251	
	南华工业品价格指数	1.3	-4.4	/	3770	3722	3728	3740	3804	
物价	螺纹钢	0.5	-8.9	元/吨	3200	3185	3232	3281	3318	
	水泥价格指数	-0.2	19.9	/	126.71	126.92	124.46	120.61	118.68	
	南华农产品指数	-0.8	-1.5	/	1074	1082	1081	1070	1073	
	猪价	0.4	2.3	元/公斤	20.87	20.79	20.79	20.83	21.21	
	7种重点水果	1.0	1.6	元/公斤	7.55	7.48	7.40	7.37	7.43	
	鸡蛋	-1.1	-3.8	元/公斤	8.14	8.23	8.42	8.47	8.40	
	28种重点蔬菜	0.0	-5.1	元/公斤	4.82	4.82	4.84	4.81	4.89	
生产开工率	PTA	3.4	3.4	%	80.28	76.86	76.98	76.93	79.02	
	纯碱	4.5	-7.0	%	82.38	77.85	81.10	83.29	89.04	
	浮法玻璃	-0.2	-9.5	%	75.66	75.85	76.43	76.38	76.09	
	江浙织机	1.0	-8.5	%	63.60	62.64	59.99	59.99	57.88	
	半钢胎	-0.1	2.6	%	82.99	83.11	83.17	82.78	82.51	
	全钢胎	-1.0	-1.4	%	68.11	69.07	69.11	68.78	68.57	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<沪深 300<上证 180<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平，%

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	13.62	33.20	30.78	4.26
创业板 50	14.20	30.37	34.36	4.80
中证 1000	42.72	37.79	23.26	2.15
中证 500	48.56	28.83	31.04	1.91
沪深 300	53.63	12.42	24.15	1.35
上证 180	55.25	10.85	24.58	1.18
上证 50	66.10	10.68	36.30	1.21
科创 50	74.90	81.87	55.34	4.75

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值（PE）分位数水平：周期：交通运输<公用事业<环保。消费：农林牧渔<纺织服饰<轻工制造。高端制造：电力设备<家用电器<机械设备。科技：通信<传媒<电子。金融（PB）：房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数 (%)	PETTM	PBMRQ 分位数 (%)	PBMRQ
周期	钢铁	/	/	38.92	0.97
	交通运输	11.09	16.18	23.80	1.40
	公用事业	11.52	17.21	30.21	1.72
	环保	13.05	26.97	8.93	1.55
	石油石化	17.22	11.15	33.81	1.18
	有色金属	19.46	22.21	28.76	2.33
	建筑装饰	35.63	9.77	4.00	0.79
	煤炭	49.23	11.46	52.85	1.41
	基础化工	80.49	31.11	41.64	1.94
	建筑材料	81.59	35.05	4.41	1.07
消费	农林牧渔	8.78	25.63	3.89	2.39
	纺织服饰	13.70	22.71	13.10	1.77
	轻工制造	15.87	28.99	9.89	1.93
	食品饮料	17.49	22.10	33.99	4.71
	美容护理	29.43	40.24	10.27	3.11
	社会服务	66.33	59.34	10.95	2.87
	医药生物	66.96	40.87	5.95	2.76
	商贸零售	75.74	56.65	24.77	1.67
高端制造	电力设备	39.42	47.62	21.29	2.47
	家用电器	45.60	17.08	38.80	2.66
	机械设备	49.54	38.65	52.59	2.55
	汽车	64.56	31.70	74.72	2.67
	国防军工	70.87	103.38	71.61	3.55
科技	通信	29.92	22.90	31.17	2.02
	传媒	64.49	62.89	26.22	2.43
	电子	83.08	70.59	59.93	3.85

金融地 产	计算机	93.13	215.60	48.48	4.17
	房地产	0.00	-16.21	5.05	0.75
	非银金融	4.79	13.42	18.44	1.43
	银行	58.06	6.30	23.88	0.66

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来，

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.工业企业利润：中下游强于上游

1-2 月，规模以上工业企业利润总额累计同比-0.3%，较去年全年有所改善，但相较于去年 12 月当月有所回落。拆分来看，营收增速小幅回落，量上可能有所拖累，1-2 月规上工业增加值同比较前值回落 0.3 个百分点，另一方面利润率季节性回落的幅度也要大于往年。

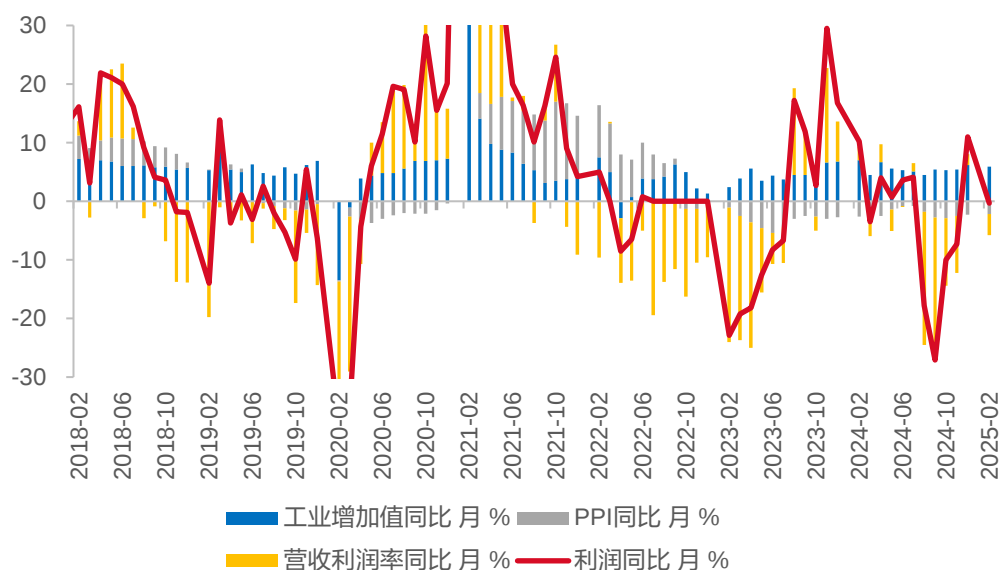
上下游利润占比变化符合季节性特征，但从近 5 年的平均水平来看，上游原材料开采以及中游原材料制造的环比变化要弱于季节性，中游装备制造以及下游制造要强于季节性。

从边际变化来看，中下游强于上游。中游装备制造主要行业中，仪器仪表维持 25% 以上的高增速、运输设备大幅回升、专用设备以及通用设备保持稳定。下游制造中，汽车制造自去年 5 月以来首次回正，农副食品加工回升幅度较大，纺织服装、制鞋等出行相关降幅收窄。原材料开采及加工主要行业中，有色金属偏强，但黑色金属、燃料偏弱。

名义及实际库存增速回升。由于价格的变动不大，库存增速的明显回升，或主要由于春节后的补库需求，而这一点可能受到春节错位的影响较大，去年除夕相对较晚，2 月受益于节后补库的天数偏短。

总的来看，3 月两会后政策落地速度较快，特别国债支持消费品以旧换新的力度较去年翻倍，预计在扩容产品上的效果也将会逐步显现。关税政策依然存在较大的不确定性，这一点对中游设备以及下游劳动密集型行业的利润或有所影响。预计利润增速后续或延续修复的趋势，但斜率有赖于内外平衡下政策推进的力度以及节奏。

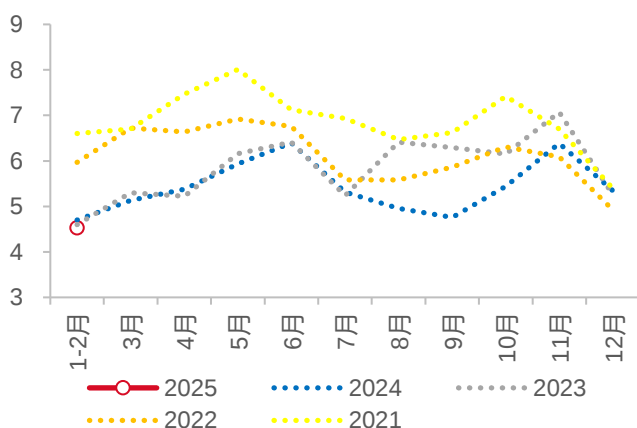
图39 三因素拆解工业企业利润当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

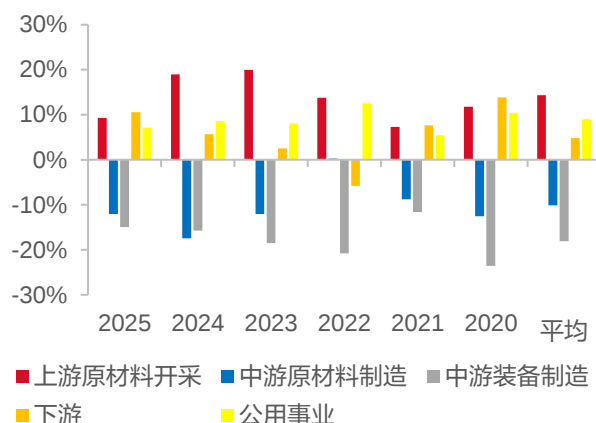
注：1-2 月合并计算

图40 工业企业当月营收利润率季节性，%



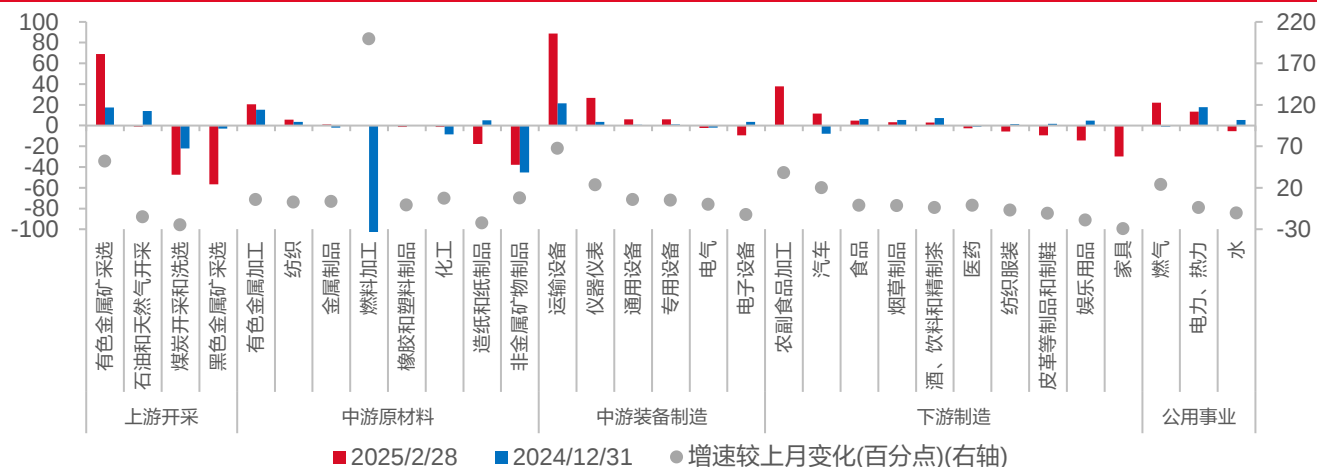
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 上中下游 1-2 月利润占比环比变化，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 分行业工业企业利润累计同比及变化，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

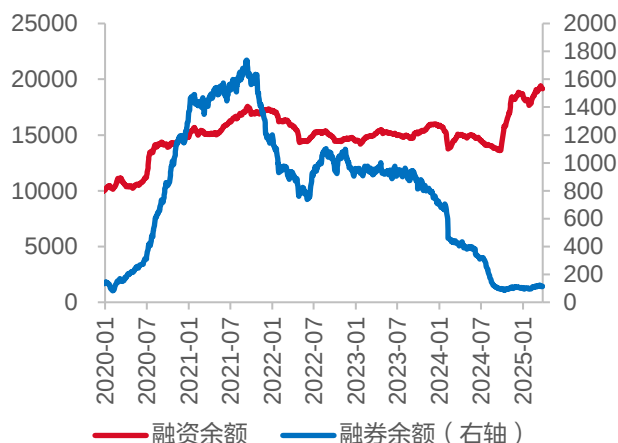
5.2.资金及流动性跟踪

融资余额减少。3月27日，融资余额 19150.73 亿元，较上周末减少 110.45 亿元。

普通股票型基金仓位环比上升、偏股混合型基金仓位环比下降。3月28日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 81.41%、75.88%，分别较上上周上升 0.24%、下降 0.32%。

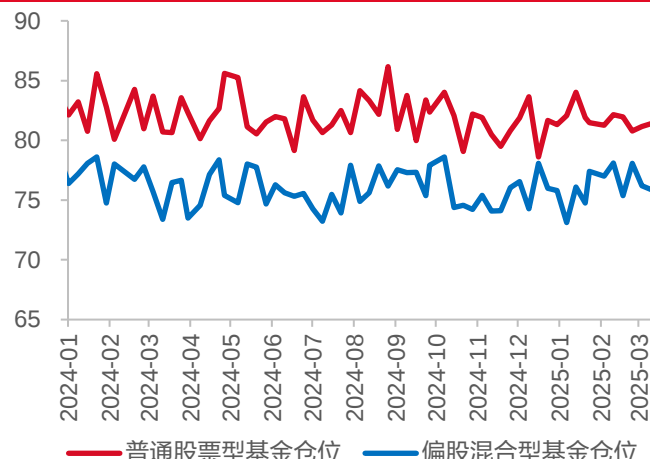
资金利率上升。3月28日当周，DR007 周均为 1.9603%，较上周环比上升 7.43 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.9364%，较上周环比下降 4.78 个 BP。

图43 两融余额，亿元，亿元



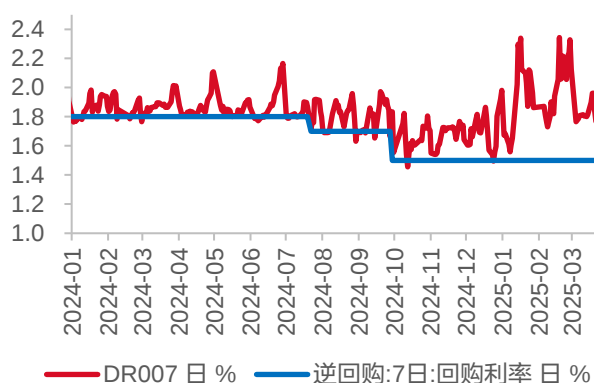
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图44 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



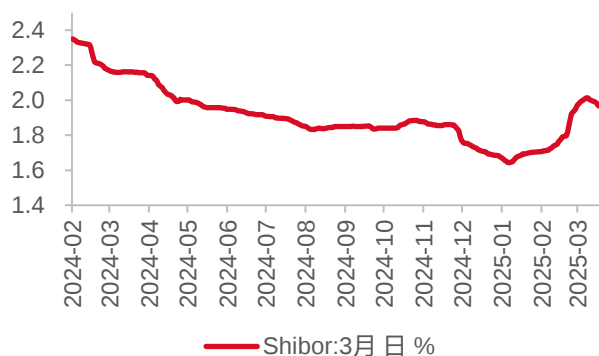
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 美国 2024Q4GDP 终值上修，PCE 终值下修。美国 2024 年第四季度实际 GDP 终值环比升 2.4%，预期升 2.3%，修正值升 2.3%，初值升 2.3%。美国 2024 年第四季度核心 PCE 物价指数年化终值环比升 2.6%，预期升 2.7%，修正值升 2.7%，初值升 2.5%。美国 2024 年第四季度实际个人消费支出终值环比升 4.0%，修正值升 4.2%，初值升 4.2%。

2) 美国 2 月核心 PCE 超预期。美国 2 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值上修至升 2.7%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.3%；PCE 物价指数同比升 2.5%，预期升 2.5%，前值升 2.5%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。

3) 美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值低于预期。3 月终值 57，预期 57.9，初值 57.9，2 月终值 64.7。美国 3 月密歇根大学现况指数终值 63.8，预期 63.5，初值 63.5，2 月终值 65.7。美国 3 月密歇根大学预期指数终值 52.6，预期 54.1，初值 54.2，2 月终值 64.0。

4) 欧美 3 月制造业 PMI 初值有所分化。美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值 49.8，为 3 个月以来新低，预期 51.8，2 月终值 52.7。美国 3 月标普全球服务业 PMI 初值 54.3，预

期 50.8, 2 月终值 51.0。欧元区 3 月制造业 PMI 初值 48.7, 为 26 个月以来新高, 预期 48.2, 2 月终值 47.6。欧元区 3 月服务业 PMI 初值 50.4, 预期 51, 2 月终值 50.6。

5) 美国对所有进口汽车加征 25% 关税。美国总统特朗普表示, 将对所有未在美国制造的汽车征收 25% 的关税; 将对制药行业和木材征收关税。25% 的关税是在现有关税 (目前汽车关税通常为 2.5%) 的基础上征收的。如果零部件是在美国生产的而整车不是, 那么这些零部件将不受关税影响。汽车关税将于 4 月 2 日生效, 将于 4 月 3 日开始征收。在许多情况下, 征收的关税低于 (其他国家) 对美国的关税; 汽车关税将是永久性的。针对美国对进口汽车征收 25% 关税, 德国、加拿大、日本、欧盟、韩国、墨西哥、巴西方面纷纷发声, 反对美国的新关税政策, 并表示将考虑采取措施进行应对。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 春节错位影响 1-2 月财政收入增速下降, 但支出增速保持增长。1-2 月, 全国一般公共预算收入同比下降 1.6%。其中, 全国税收收入同比下降 3.9%; 非税收入同比增长 11%。印花税 849 亿元, 同比增长 16.9%。其中, 证券交易印花税 238 亿元, 同比增长 58.9%。1-2 月, 全国一般公共预算支出同比增长 3.4%。1-2 月, 全国政府性基金预算收入同比下降 10.7%。地方政府性基金预算本级收入同比下降 12.9%, 其中, 国有土地使用权出让收入同比下降 15.7%。

2) 央行调整 MLF 机制, 去年 7 月以来首次净投放。央行公告, 自 3 月起 MLF 将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。3 月 25 日将开展 4500 亿元 MLF 操作, 期限为 1 年期, 当月净投放 630 亿元, 为 2024 年 7 月以来首次净投放。

3) 央行副行长宣昌能表示, 在不确定性加大的背景下, 中国明确适度宽松的货币政策。央行连续多次降准降息, 通过货币政策调整来支持经济发展。政策的立场是明确的, 中国将根据国内外经济金融形势, 择机降准降息。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3. 政策面

1) 国常会审议通过《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》研究推动农机装备高质量发展有关措施。3 月 28 日国务院常务会议审议通过《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》。会议强调, 要在前期工作基础上进一步加大力度, 压实责任, 健全机制, 完善相关法律法规, 强化源头治理和失信惩戒, 确保清欠工作取得实实在在成效, 坚决遏制新增拖欠。会议指出, 要用好用足农机购置与应用补贴、大规模设备更新等政策措施, 加强中试验证和熟化应用, 促进先进适用农机装备市场推广。

2) 证监会修改《证券发行与承销管理办法》, 增加重要银行理财产品、保险资产管理产品作为 IPO 优先配售对象; 明确由证券交易所制定 IPO 分类配售具体规定; 禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。

3) 国家金融监督管理总局办公厅印发《银行业保险业养老金融高质量发展重要实施方案》。形成较为规范成熟稳健高效的养老金管理服务体系; 建立多元主体参与、多类产品供给, 有效满足多样化需求的商业养老金融体系; 基本建成银发经济高质量发展与金融服务紧密衔接, 相互支撑的融资和保险保障体系; 形成适合我国国情, 体现银行业保险业养老金融发展特点, 能够有效防控风险、维护老年消费者金融权益的监管制度体系。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

7. 财经日历

图47 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
3/31	09:30	中国	3月官方非制造业 PMI:商务活动	50.4	
3/31	09:30	中国	3月官方制造业 PMI	50.2	51.7
4/1	17:00	欧盟	3月欧元区:CPI:环比(%)(初值)	0.4	
4/1	17:00	欧盟	3月欧元区:CPI:同比(%)(初值)	2.3	
4/1	22:00	美国	3月ISM 制造业 PMI	50.3	
4/2	20:15	美国	3月ADP 就业人数:季调(人)	134237000	
4/2	20:15	美国	3月新增ADP 就业人数:季调(人)	77000	
4/2	22:00	美国	2月全部制造业:新增订单(百万美元)	552540	
4/2	22:00	美国	2月耐用品:新增订单(百万美元)	263228	
4/2	22:00	美国	2月耐用品新增订单:季调:环比(%)	3.34	
4/3	17:00	欧盟	2月欧元区:PPI:环比(%)	0.8	
4/3	17:00	欧盟	2月欧元区:PPI:同比(%)	1.8	
4/3	22:00	美国	3月ISM 非制造业 PMI	53.5	
4/4	20:30	美国	3月失业率:季调(%)	4.1	
4/4	20:30	美国	3月非农就业人口变动:季调(千人)	151	
4/4	20:30	美国	3月劳动力参与率:季调(%)	62.4	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8. 风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089