

晨会纪要

数据日期: 2025-03-03	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3316.92	10649.59	3888.47	11544.45	2960.07	1062.35
涨跌幅度(%)	-0.11	0.36	-0.04	0.07	0.76	-1.52
成交金额(亿元)	6439.80	9806.95	3560.57	3406.56	4726.96	1541.12

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益专题研究: 债海观潮, 大势研判——短债已经出现配置价值, 长债可逢低布局反弹

行业与公司

化工行业快评: 民爆行业快评-政策指引民爆行业转型升级新方向
中山公用(000685.SZ) 深度报告: 攻守兼备的珠三角公用事业平台, 长期破净估值有望修复

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 宏观经济数据前瞻-2025年1-2月宏观经济指标预期一览
策略专题: AI 赋能资产配置(三)——DeepSeek 与风险“再平价”

行业与公司

港股3月投资策略: 美债利率回落、DeepSeek 部署将推动港股估值扩张
传媒互联网周报: GPT-4.5、Pika2.2、新版 Grok 发布, 中长期持续看好AI 应用机会

金属行业专题: 锂行业供需展望: 锂资源产能开始出清, 锂价有望逐步迎底部反转

金属行业3月投资策略: 金属旺季启动, 供需与估值共振

金属行业快评: 铜行业快评-从加工材产量看铜下游需求走势

食品饮料周报(25年第9周): 政策预期升温, 板块估值修复

商贸零售行业快评: AI+系列专题研究-智能眼镜迈入C端商业化重要年, 把握渠道和产品机遇

互联网行业2025年3月投资策略: 模型平权利好云厂, AI 重塑互联网巨头估值空间

家电行业2025年3月投资策略: 1-2月家电累计零售增长积极, 家电企业积极拥抱 DeepSeek

交通运输行业3月投资策略: 关注两会对消费需求的潜在拉动, 把握龙头配置价值

医药生物周报(25年第9周): 海外器械龙头2024年年报业绩概览, 继续推荐创新药械

公用环保2025年3月投资策略: 国家能源局印发2025年能源工作指导

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月04日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23006.27	0.28

基金指数 03月04日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3225.22	-0.02
股票基金指数	10042.22	-2.48
混合基金指数	9381.21	-2.55

汇率 03月04日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.04	1.09
美元兑人民币	7.28	0.01
美元兑港币	7.77	-0.01
美元兑日元	149.49	-0.75

非流通股解禁 03月04日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06
德才股份	2865.13	100.00	2025-01-06
上海凤凰	550.77	100.00	2024-12-23

意见，中国核电、浙能电力增资参股中国聚变能源有限公司
同益中(688722.SH) 财报点评:第四季度归母净利润同比+130%，收购超
美斯完善纤维布局
徐工机械(000425.SZ) 深度报告:国企改革提升竞争力，出海、新兴板块
打开新成长空间

金融工程

金融工程月报:券商金股 2025 年 3 月投资月报
金融工程周报:ETF 周报-上周 12 只科创综指 ETF 成立，AI ETF 净申购近
40 亿元

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:债海观潮,大势研判——短债已经出现配置价值,长债可逢低布局反弹

行情回顾:2月资金面偏紧,叠加经济数据改善,多数债券品种收益率显著回升;利率债方面,2月1、3、5年期品种收益率上行超20BP;信用债方面,短期限品种信用利差走阔,1年期高等级品种信用利差扩大超10BP;违约方面,2月两个主体出现首次违约;

海外基本面:美国服务业景气度收缩,新增就业锐减;美国核心通胀企稳,通胀预期保持高位;日本通胀显著反弹,经济景气继续回升;

国内基本面:1月CPI同比回升显著,PPI同比降幅持平;1月社融同比大幅多增;高频跟踪来看,2025年2月国信高频宏观扩散指数B逆季节性回落,表现逊于历史平均水平,或指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比春节后的上升势头受阻;价格方面,2月国内CPI同比或明显回落,PPI同比小幅上升;

货币政策:四季度货币政策执行报告强调择机调整优化政策力度和节奏;

热点追踪:保险机构债券类资产配置有“以地方政府债为主,期限相对较长”的特征;

大势研判:本轮债市调整主要是三方面原因:一是资金面偏紧,而且持续时间超预期;二是市场对货币政策走向的预期修正;三是春节以来经济基本面亮点增多;

证券分析师: 赵婧(S0980513080004)、季家辉(S0980522010002)、李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

行业与公司

◆ 化工行业快评:民爆行业快评-政策指引民爆行业转型升级新方向

事项:2025年2月28日,工业和信息化部印发《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》,《实施意见》是民爆行业衔接“十四五”与“十五五”时期的重要政策性文件。与《工业和信息化部等八部门加快传统制造业转型升级的指导意见》(工信部联规〔2023〕258号)时间节点保持一致,明确了民爆行业到2027年转型升级的发展目标,主要从减少危险岗位操作人员,提升本质安全水平的角度考虑,结合目前技术发展现状,在《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》的基础上,提出到2027年底,民爆产品无人化生产线广泛应用,高危险性生产工房现场实现无固定岗位操作人员;产业集中度进一步提升;产品结构和产能布局更加优化;产品质量保障能力和有效供给能力显著增强。

国信化工观点:1)民爆行业整合持续推进,头部企业市占率将进一步提升。《实施意见》鼓励民爆企业跨地区跨所有制重组整合,支持区域销售企业之间及同上下游企业重组整合,大幅压减危险源点,未来民爆行业集中度将进一步提升。2)持续优化产业及产品结构,现场混装炸药产量占比持续提升。《实施意见》指出,持续优化产业及产品结构,继续压减包装型工业炸药许可产能,稳步提升企业(集团)现场混装炸药许可产能占比。现场混装炸药产能的释放需要配套爆破服务订单来消化,2024年广东宏大、易普力两家民爆公司的爆破服务收入占比分别为31%、19%,行业CR2达50%,未来随着头部民爆企业持续获取新矿服订单的能力远大于中小民爆企业,我们预计头部民爆企业的爆破服务业务市场份额将进一步提升。3)政策推动民爆企业加强国际合作,海外市场大有可为。《实施意见》提出民爆企业要以国外大型建设项目为牵引,加快“走出去”步伐,争取到海外投资建设生产基地和开展一体化服务。现阶段国内民爆企业的出海业务主要是承接中国企业在海外的矿山服务业务或基础设施建设项目,而随着广东宏大等民爆企业相继在海外自建或收购工业炸药产能,后续有望实现对海外客户的供应,进一步打开海外市场。4)积极引进新技术,民爆行业数字化与智能化水平将不断提升。未来,随着更多先进技术

如 AI、智能装备制造、先进通信技术等引进，民爆及爆破服务行业的智能化水平将持续提升。

投资建议：我们认为该文件明确鼓励民爆企业进行收购兼并、提高民爆生产的智能化水平、鼓励民爆企业向下游矿服一体化发展、支持民爆企业出海，行业头部企业的营收和利润体量将进一步提升。我们认为在政策的指引下民爆行业将迎来新发展机遇，行业内上市公司作为行业领先企业有望受益于政策指引下的转型升级机遇，民爆板块有望迎来估值重估，因此将民爆制品行业的评级由“中性”提高至“优于大市”。个股方面，我们重点推荐民爆、矿服行业龙头【广东宏大】、【易普力】，建议关注江西区域民爆企业【国泰集团】。。

风险提示：下游采矿业需求不及预期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 王新航

◆ 中山公用(000685.SZ) 深度报告:攻守兼备的珠三角公用事业平台，长期破净估值有望修复

公司为珠三角区域综合公用事业平台。公司 2000 年借壳佛山兴华上市，2007 年换股吸收合并控股股东公用集团，实现二次重组进军水务行业。此后公司依靠并购陆续进军固废、环卫等行业。公司目前拥有供水产能 276 万吨/日，污水处理产能 75 万吨/日，分别占据中山市 80%和 36%的市场。此外公司还是广发证券的第三大股东，持有广发证券 A+H 10.55%股权。

稳健经营+分红提供安全垫。中山市是全国仅有的 5 个不设区县的地级市，人口和 GDP 的稳健增长为主营业务为中山市本地公用事业服务的中山公用发展提供了强力支撑。公司水务业务在中山市具有一定区域垄断性，“供水一盘棋”计划有望进一步提升市占率。剔除投资收益后公司主业 2023 年实现归母净利润 2.45 亿元，5 年 CAGR 13%，此外公司连续 10 年分红比例维持在 30%左右，股息率稳定在 2-3%区间。

广发证券股权带来业绩/股价弹性。业绩弹性：投资收益占公司归母净利比例较高，24Q4 A 股交易活跃度大幅提升有望带动广发证券经纪业务收入增长，公司的投资收益亦有望增加。股价弹性：通过对比 2011-2024 年中山公用与广发证券区间年化收益率、年化波动率、最大涨幅和最大回撤，我们发现中山公用在牛市（2014-2015）的年化收益率和最大涨幅并不逊色于广发证券很多，在熊市时的回撤与波动率的表现优于广发证券。

为什么当前时点我们继续看好中山公用？1）中山公用股价自 2018 年来破净至今，但广发证券和水务资产的盈利能力在行业内均处于中上水准，2024 年年末证监会和国资委先后发文要求重视上市公司破净问题，长期破净的公司应披露估值提升计划。2）2025 年 1 月公司进行 5.14 亿特别分红有利于提振投资者信心。

盈利预测与估值：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为归母净利润 12.27/13.84/15.69 亿元，同比+27%/13%/13%。通过多角度估值，预计公司合理估值 10.50-11.11 元之间，较当前股价有 17.8%-24.7%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：广发证券业绩波动风险、工程收入下滑风险、应收账款回收不及预期风险。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）

联系人： 崔佳诚

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025 年 1-2 月宏观经济指标预期一览

2025 年 1-2 月国内宏观经济数据将在 2025 年 3 月陆续公布，国信证券经济研究所提前给出 2025 年 1-2

月主要经济数据的预测值。

结论：1-2 月国内经济平稳运行。预计 2 月国内 CPI 环比约为-0.2%，CPI 同比明显回落至-0.7%；2 月 PPI 环比或约为 0.1%，PPI 同比回升至-2.0%；预计 1-2 月工业增加值同比约为 4.5%；国内社会消费品零售总额同比上升至 4.5%；固定资产投资累计同比小幅回落至 3.0%；国内美元计价的出口同比或回落至 8.0%左右。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:AI 赋能资产配置（三）——DeepSeek 与风险“再平价”

DeepSeek 与风险“再平价”——三类路径探索

风险贡献度调整：DeepSeek 结合宏微观经济数据、资本市场指标、分析师观点等，优化各资产的风险贡献度，基于周期特征进行微调，增强组合的收益潜力

回溯周期的调整：DeepSeek 通过动态调整回溯期，根据不同市场周期优化风险平价策略的时间窗口，采用 AI 智能学习历史数据

ETF 组合配置：DeepSeek 结合传统指标（如跟踪误差、溢价率、汇率波动性等）与前瞻性市场判断（如市值规模、持有结构等），优化 ETF 选取。实现从指数框架到 ETF 配置的综合优化，增强投资组合的管理效率和风险控制

风险平价模型优化

以国内股债商组合为例：

年化收益从 3.85%提升至 4.2%，夏普比率提升至 1.137（风险贡献调整），年化收益率从 3.85%提升至 4.46%，夏普比率增至 1.137（回溯周期调整）

以海外组合为例：

年化收益率由 8.11%提升至 14.15%，夏普比率从 0.590 提高到 1.018

以全球市场组合为例：

组合年化收益 6.8%→8.3%，组合配置夏普比率 1.048→1.281

ETF 组合配置优化

ETF 组合配置：AI 选出的 ETF 组合年化收益率为 7.18%，相较于非 AI 选基的 6.75%，表现更优

AI 赋能风险平价：策略表现在年化收益率和夏普比率上皆有优化，在国内、海外和全球配置中均已得到有效体现

风险提示：模型过拟合风险，DeepSeek 的训练依赖于投喂的框架语料与底稿数据，多维框架下存在过拟合风险；数据口径调整风险，宏观指标统计口径的调整可能带来 AI 配置结论的改变；AI 推理的不稳健性，AI 模型的输出结论具备一定随机性，多次生成可能产生不同的结果

证券分析师： 董德志（S0980513100001）、王开（S0980521030001）

联系人： 郭兰滨

行业与公司

◆ 港股 3 月投资策略：美债利率回落、DeepSeek 部署将推动港股估值扩张

美债降息预期陡增。亚特兰大联储 2 月 28 日将美国 1 季度 GDP 调整至-1.5%，这短期引发了市场对经济增速的担忧，2025 年降息预期陡增至接近 3 次。

预计 3 月份即将发布 2 月份的通胀数据将回落至 2.8，优于此前数据。我们倾向认为美股的上行并未结束，伴随着美联储降息，以及当下上市企业依然稳健的盈利，预计 3 月份将重回升势。

DeepSeek 的开源与大规模部署意义深远。从开源模型到开源工具，DeepSeek 显现出超强的技术能力、

强大的技术自信与开放的心态。这不仅是中国 AI 大模型阶段性赶超美国的里程碑，也证明了中国作为 AI 开发与应用大国的技术创新能力；

DeepSeek 能对国产算力如华为昇腾芯片良好支持，未来随着这种适配更加紧密，中国 AI 芯片企业可以凭借这种硬件+软件的组合来打破美国的技术封锁，甚至进一步反超；DeepSeek 低廉的成本将大大降低诸多企业的应用门槛，推动中国乃至全世界的 AI 应用进程。

美债利率回落、DeepSeek 部署将推动港股估值扩张。

随着美债利率的下行以及 DeepSeek 的面世，港股获得了资金面与基本面的双重受益。我们上调了港股的目标区间，至 2025 年 23000-25000 点。板块方面：

- 1、AI 相关产业链：随着 DeepSeek 的发布，中国的互联网公司也迎来了 AI 的新局面，多家企业部署了大模型，这将有利于云计算、国产算力与下游应用的增长；其中相关的四个 GICS 二级行业分别为媒体（互联网）、半导体、软件、技术硬件与设备；
- 2、汽车与零部件：属于增速较高的行业，且自动驾驶打开了未来的软件估值空间；
- 3、金融、高股息在宽松货币政策的背景下，依然有较好的长期配置价值；
- 4、我们在报告中列示了各个板块业绩上修名单；
- 5、此外，请参考国信 ROE 选股模型输出。

风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）

◆ 传媒互联网周报：GPT-4.5、Pika2.2、新版 Grok 发布，中长期持续看好 AI 应用机会

传媒板块本周表现：行业下跌 8.06%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（2.22-2.28）传媒行业下跌 8.06%，跑输沪深 300（-2.22%），跑输创业板指（-4.87%）。其中涨幅靠前的分别为宝通科技、天舟文化、旗天科技、欢瑞世纪等，跌幅靠前的分别为浙数文化、顺网科技、易点天下、慈文传媒等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 28 位。

重点关注：GPT4.5、Pika2.2、新版 Grok 应用发布，多模态 AI 持续升级。1）2 月 27 日，OpenAI 正式发布最新聊天模型 GPT-4.5，在性能上实现显著突破，但定价相比 GPT-4o 高出 13~30 倍；2）马斯克宣布新版 Grok 应用上线，语音模式体验大幅提升；3）Pika 2.2 正式发布，目前可以生成最长 10 秒、分辨率 1080p 的视频，迎来全新升级。

本周重要数据跟踪：《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放。1）本周（2 月 24 日-3 月 2 日）电影票房 8.76 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》（6.71 亿元，票房占比 76.6%）、《唐探 1900》（0.77 亿元，票房占比 8.7%）、《封神第二部：战火西岐》（0.27 亿元，票房占比 3.0%）；2）综艺节目方面，《种地吧第三季》、《妻子的浪漫旅行》、《一路繁花》、《奔跑吧茶马古道篇》和《现在就出发第二季》排名居前；3）游戏方面，2025 年 1 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、米哈游《原神》和腾讯《PUBG Mobile》。

投资建议：持续看好 AI 应用以及高景气的 IP 谷子，关注游戏、影视、广告板块反转机会。1）OpenAI 发布 GPT-4.5 并在欧洲上线 Sora、新版 Grok 应用发布、AI 视频生成模型 Pika2.2 正式发布带来了多项升级，AI 应用端安卓时刻临近，持续看好 AI 应用端机会（具体标的见正文投资建议部分）。国漫崛起，IP 谷子产业景气度持续向上，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2）《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；游戏板块景气度有望底部持续改善，推荐恺英网络、吉比特等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 金属行业专题：锂行业供需展望：锂资源产能开始出清，锂价有望逐步迎底部反转

供给篇：全球锂资源供给开始释放产能出清的信号

海外市场：①澳洲锂矿是全球最容易开发的锂辉石资源，当地矿业发达、法律法规齐全、基础设施良好，但与市场此前所认知不同的是，澳洲锂矿成本高于预期，主要是由于老矿山品位下降、部分矿山由露采转地采、新矿山投产初期成本较高等因素影响，在当前国内进口锂辉石精矿价格在 750-800 美金/吨的底部范围内，澳洲锂矿能盈利的矿山并不多；②南美盐湖资源储量丰富且品质高，但开发难度大，存在环评审批、高海拔、淡水资源、配套基建等多种因素的限制，需要大规模的资本开支、成熟的技术水平和项目团队支持，另外与市场此前所认知不同的是，南美盐湖成本高于预期，尤其是对于一些新投产的项目而言，爬产周期较长，投产初期成本较高，且在阿根廷还存在一定汇兑损失的风险；③非洲锂矿资源储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业来说会更加友善，到目前为止中资企业所开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，另外与市场此前所认知不同的是，非洲锂矿成本低于预期，中资企业所运营的矿山持续降本以应对行业的下行周期，即使是当前比较低迷的锂价环境下，也基本能达到盈亏平衡的水平。

国内市场：①四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量丰富，但开采难度相对较高，主要受自然条件恶劣与矿山基建薄弱影响，目前在产的仅康定市甲基卡锂辉石矿、金川县业隆沟锂辉石矿和马尔康党坝锂辉石矿；②江西宜春地区是锂云母的主要生产基地，锂云母资源属于埋藏浅、露天开采、比较容易开发的锂矿资源，但其对价格敏感度高，除了永兴材料和九岭锂业依然能够保持较强的成本优势之外，大部分锂云母提锂企业，尤其是矿石品位较低的企业，按照现在的锂价进行测算，基本处于亏损的状态，甚至有部分企业已经开始亏现金成本。目前江西宜春地区锂云母提锂的产能出现较大面积减、停产的现象，但与澳洲锂矿不同的是，一旦锂价涨到合适的位置，这部分产能复产的速度较快；③青海&西藏是国内主要的盐湖产业基地，目前青海和西藏已具备盐湖提锂总产能超过 15 万吨，产量快速释放，发展潜力巨大。

需求篇：行业成长性强，增量集中在新能源汽车和储能

锂应用场景丰富多样，迎来新一轮需求周期。全球市场“绿色低碳”发展趋势驱动锂元素在新能源汽车、储能、电动自行车、电动工具等多种应用场景的需求快速提升。我们预计在十四五期间全球锂资源需求年均复合增速有望达到将近 30%，市场规模预计将从 2020 年约 40 万吨 LCE 快速提升至 2025 年约 150 万吨 LCE。另外，锂未来的需求增量主要集中在新能源汽车和储能领域，根据我们的测算，2024 年新能源汽车领域消耗锂资源占比能够达到约 61%，且未来这一比例还会持续提升；2024 年储能领域消耗锂资源占比能够达到约 15%，且未来这一比例也会持续提升。

平衡表：预计 2025 年锂价有望迎底部反转

全球锂资源供需过剩的格局目前暂未有实质性转变。在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也逐步落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期后，锂供需总体仍将呈现过剩格局，过剩幅度不到 10%；同时考虑到锂价维持底部区间，供给释放的节奏会低于预期，锂供需过剩幅度预计缩减到 5%左右。基于前文分析，我们认为锂价将重回边际成本定价，对于 2025 年的锂价可以更乐观一些。行业成本曲线 75%-90%分位线所对应的这部分资源需要在一定时间内持续亏现金成本才有可能出现较大面积产能出清的现象，考虑到截止至目前，锂资源端产能出清的规模并不大，虽然锂价已跌至底部区间，但是之后可能会有较长时间磨底的阶段。综上我们认为锂价今年更有可能在 7.5-8.5 万元/吨区间内窄幅震荡，在这个价格水平之下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些较优质的资源持续得到开发以满足下游需求的增长。另外，我们要重点关注澳洲锂矿产能出清的节奏，因为这部分产能一旦出清，很难在短时间内恢复生产。

相关标的：赣锋锂业，天齐锂业，盐湖股份，永兴材料，中矿资源

风险提示：锂终端需求不及预期；全球锂资源开发速度超预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 金属行业 3 月投资策略：金属旺季启动，供需与估值共振

工业金属：价格高位震荡，旺季即将来临

铜：粗炼加工费维持负数，冶炼厂减产概率增加。巴拿马铜矿进展：2023 年 11 月巴拿马铜矿停产前，年化铜产量已经接近 50 万吨，其复产动态对全球铜矿供需平衡表有很大扰动。据第一量子 2 月中旬的公告，听证会从今年 9 月份可能延期到 2026 年 2 月份，从而导致铜矿复产时间相应延后。但在 2 月底，外媒报道巴拿马总统对铜矿重启的口风有所放松，而第一量子也在不断进行各项活动推动重启。截至 2 月底，铜精矿现货 TC 已经跌至-14.8 美元/吨，铜精矿的价格高于成品阴极铜。以此测算冶炼厂亏损可能达到 2000 元/吨以上，即使考虑副产品收益，冶炼厂仍面临较大经营压力。如此低的现货加工费无法长期持续，随着时间推移，铜冶炼厂减产概率在增加。

铝：多个成本项下行，铝冶炼利润增厚。氧化铝月均价从 12 月份的 5800 元/吨快速下降到 2 月份的 3400 元/吨，铝冶炼成本下降了 4800 元/吨。煤炭价格重心下移，截至 3 月初，环渤海动力煤价格跌至 700 元/吨以下，以此测算山东地区自备电发电成本降至 0.32 元/吨（不含税），比起煤价 800 元/吨时，吨铝成本下降 500 元/吨。年初以来，因石油焦供应紧张，煅后焦价格大幅上涨，低硫焦涨幅较大，上涨 1600-3000 元/吨，中高硫煅后焦上涨 600-1500 元/吨，并带动预焙阳极价格上涨。3 月山东某大型铝厂预焙阳极的采购基准价格较 2025 年 2 月上涨了 956 元/吨，执行现汇价格为 5066 元/吨，承兑价格为 5093 元/吨。石油焦价格快速拉涨后，近期价格已趋于平稳。

贵金属：金价持续创新高之后盘整，年内有望保持强势

美国经济软着陆预期强，但特朗普对外加征关税或持续触发避险情绪。特朗普 2.0 政策强调：对外加征关税、对内减税、鼓励化石能源、移民政策收紧等，系列的政策预计将会推升美国国内的通胀数据，进而影响到美联储降息的节奏。但与此同时，特朗普自上任以来，先后宣布，将对进口自墨西哥、加拿大两国的产品加征 25% 的关税，将自 2 月 4 日对华加征 10% 关税后 3 月 4 日对华追加额外 10% 的关税，将对欧盟加征 25% 的关税，美国对全球的贸易战愈演愈烈，或持续触发避险情绪。另外金价有其长周期的逻辑：逆全球化发展叠加美元信用下降推升各国央行增持黄金的需求。综上所述我们预计，2025 年金价中枢有望持续抬升。

小金属：稀土行业“细则”落地，海内外价差修复或拉动镨价新高

工信部发布稀土行业两则《征求意见稿》，细化管控范围。2025 年 2 月 19 日，工信部发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法》与《稀土产品信息追溯管理办法》的征求意见稿。与此前发布的《管理条例》相比，主要变化包括：1）更新了管控范围，将进口稀土矿和独居石纳入适用范围；2）明确了生产主体，开采和冶炼分离企业应是国家组建的稀土集团及所属企业，其他主体不能获得稀土指标，没有指标不能生产；3）细化了问责机制，对企业生产情况进行不定期督察，存在超标生产的企业依法追究，甚至移动公安机关处理。稀土管理“细则”强化了供给侧的约束和管理，有望带动商品价格上涨。

镨：海内外价差修复或拉动镨价新高。镨资源稀缺，难以回收利用，且生产端国内扰动频发，产量下降，叠加海外进口受阻，镨年内价格大幅上涨。24 年 9 月出口管制落地，小幅缓解国内原料紧张，同时国内外价格分化。海内外镨锭价差持续扩大，根据百川盈孚数据，2 月 26 日镨锭英国现货市场报价均价 49050 美元/吨，而中国镨锭 99.65%FOB 价格仅为 24500 美元/吨。若后续镨相关物项出口许可申请获批，国内外价差将获得修复。

推荐组合：洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、五矿资源、中孚实业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、中国铝业、云铝股份、兴业银锡、博威合金。

风险提示：国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）、焦方冉（S0980522080003）、马可远（S0980524070004）、谷瑜（S0980524110001）

◆ 金属行业快评：铜行业快评-从加工材产量看铜下游需求走势

2025 年 2 月 28 日有色金属加工工业协会公布 2024 年铜加工材各品类产量。

国信金属观点：1) 近几年铜材产量变化与终端行业变化一致，电力电子、新能源汽车、空调行业高景气度拉动铜带、铜箔、铜管产量增长，与地产建材相关的黄铜类产品如铜棒、黄铜带产量停滞不前或下滑。新兴领域需求增量弥补了地产建材领域需求减量，使国内铜材产量在过去 4 年维持年均 3%增速。2) 展望 2025 年，电力领域投资有望维持高增速，家电继续受益“国补”，光伏、新能源汽车增速可能放缓，地产建材领域拖累有望减少，总体来看铜需求有韧性。3) 在铜供给端增速不高的情况下，铜供需紧平衡，铜价重心维持高位，建议继续关注受益于高铜价的铜矿标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、五矿资源、西部矿业、中国有色矿业。4) 风险提示：全球宏观经济波动导致铜需求不及预期风险，相关矿企产量增长不达预期风险，安全和环保风险。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 食品饮料周报（25 年第 9 周）：政策预期升温，板块估值修复

本周（2025 年 2 月 24 日至 2025 年 2 月 28 日）食品饮料板块上涨 1.74%，跑赢上证指数 3.46pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为庄园牧场（32.22%）、海融科技（29.27%）、佳禾食品（27.46%）、好想你（25.80%）和海南椰岛（22.51%）。

白酒：政策预期升温，板块顺周期价值凸显。郎酒于 2 月 27 日召开 2025 全国经销商大会，公司 2025 年以“思想、团队、产品三大升级”和“强壮、稳健、增长”为核心战略。茅台于 2 月 20-27 日密集开展市场调研，浙沪苏闽粤鲁六省市渠道商普遍反馈茅台酒销售量、销售额同比增幅达双位数，其中新兴产业聚集区的深圳、杭州等地，来自科创企业的订单量同比保持两位数高增长。泸州老窖于 3 月 1 日举行国窖 1573 第 18 届封藏大典，本届以“中国浓香出海 110 周年”为主题；国窖坚持以全球之旅、澳网、国际诗酒文化大会等开展圈层营销，当前已在全球 70+个国家和地区进行销售。我们认为本轮渠道变革中消费者议价权提升，头部酒企更加重视品牌表达和消费者心智培育，为长期发展奠定基础。本周白酒指数上涨 1.64%，政策预期升温、板块估值进一步修复。本周（2/24-2/28）白酒 SW 上涨 1.64%，今世缘、珍酒李渡、迎驾贡酒、泸州老窖、山西汾酒涨幅领先。个股推荐方面，把握三条投资主线：1) 抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、五粮液、山西汾酒；2) 数字化工程逐步显现正反馈、估值超跌修复的泸州老窖；3) 基地市场仍有份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：需求磨底静待催化，政策预期驱动修复。啤酒：本周啤酒板块情绪回暖，重点关注啤酒龙头对于当下环境变化的应对措施。零食：本周零食板块情绪回暖，卫龙美味获纳入恒生指数成分股后周涨幅超 20%，洽洽食品公司 2024 年业绩快报后股价走弱。调味品：节后库存逐渐消化，基础调味品维持韧性，复合调味品具备弹性。速冻食品：2025Q1 经营预计继续磨底，中长期供应链标准化、工业化规范发展。乳制品：春节动销平稳轻装上阵，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：春节整体符合预期，龙头来年目标积极预计景气延续。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、东鹏饮料、洋河股份、舍得酒业、安井食品、盐津铺子等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）

联系人： 张未艾、王新雨

◆ 商贸零售行业快评：AI+系列专题研究-智能眼镜迈入 C 端商业化重要年，把握渠道和产品机遇

今年以来，AI 眼镜在技术进步、产品推新和行业标准逐步完善下，整体迎来较好的发展趋势。如中国信通院泰尔终端实验室联合 S-Dream Lab，以 RayBan-Meta Wayfarer 智能眼镜为例进行全面测试，为 AI 眼镜行业提供可参考评价指标，推动技术创新升级和产业标准化进程，促进行业生态良性可持续发展。

国信零售观点：2024 年全球 AI 智能眼镜销量 152 万台，且预计在技术进一步升级、需求开发下 2025

年增长达到 230%。行业快速发展下整个产业链环节都将迎来发展机遇，包括上游镜片提供商，中游各类 AI 眼镜品牌，以及下游眼镜销售渠道商等。1) 线下眼镜门店未来是 AI/AR 眼镜销售推广的重要且难以替代的核心渠道，早期物理卡位特别是品牌合作有望重构该产业链环节的核心竞争要素。建议关注眼镜连锁龙头博士眼镜。2) 镜片制造商有机会通过提供高质量的镜片来提高产品的附加值，从而获得更高的利润空间。建议关注龙头树脂眼镜镜片制造商康耐特光学。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 互联网行业 2025 年 3 月投资策略：模型平权利好云厂，AI 重塑互联网巨头估值空间

2 月行情回顾：2 月恒生科技指数单月上涨 17.88%。同期，纳斯达克互联网指数 2 月录得下跌，单月跌幅为 4.28%。个股方面，互联网多数股价录得上涨，港股方面，阿里巴巴、阿里健康、云音乐为本月表现前三的股票。美股方面，哔哩哔哩、BOSS 直聘、微博为本月表现前三的股票，单月涨幅为 24%、9%、7%。从市盈率看，恒生科技指数估值略有回升：截至 2025 年 3 月 1 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 17.88x，处于恒生科技指数成立以来 5.35%分位点。

人工智能动态：1) OpenAI：有望在未来几个月推出 GPT-5；2) 谷歌：“迄今为止最强大的模型”-Gemini 2.0 向所有人开放；3) 苹果：持续推进 AI Intelligence 落地中国；4) 微软：推出游戏 AI Muse，扩充 PowerBI 使用场景；5) Meta：成立 AI 人形机器人团队，打造相关开发者生态系统；6) 腾讯：腾讯元宝大模型接入 DeepSeek-R1，微信上线 AI 搜索功能；7) 阿里：即将发布 Qwen2.5-Max，与苹果合作推出 AI 新功能；8) 小米：小爱接入 DeepSeek-R1 大模型，官方爆料首款 AI PC 产品。

互联网行业动态：1) 游戏：腾讯游戏宣布升级未成年人保护体系；2) 金融科技：1 月支付机构备付金同比上涨 24%；3) 本地生活：美团、京东、饿了么等本地生活平台持续扩展服务，推动年夜饭预订、打车服务和外卖市场竞争；4) 电商：淘宝直播专注拉新促活、拼多多启动双平台直播，加大对商家的扶持；

3 月投资策略：伴随着 Deepseek 开源模型推广应用，我们观察到国内互联网与模型厂商也纷纷推出对标全球领先水平的大模型。模型层的能力拉平利好云厂商下游需求增长，降低 AI 应用研发与落地的成本，加速 AI 应用发展。同时将显著缩小了云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行 导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 刘子谭

◆ 家电行业 2025 年 3 月投资策略：1-2 月家电累计零售增长积极，家电企业积极拥抱 DeepSeek

本月跟踪与思考：2 月零售需求快速回暖，截至 2 月 23 日，白电、大厨电、清洁电器等主要家电品类的年累计零售额实现较快增长。3 月我国白电排产延续良好走势，空调景气较高。DeepSeek 大幅降低 AI 应用门槛，家电企业纷纷接入，家电+AI 科技的结合，有望助推家电企业迎来新的增长。

2 月家电零售快速回暖，预计 1-2 月累计实现积极增长。春节错期影响下，虽然 1 月我国家电零售额有所下滑，但进入 2 月后，零售需求快速回暖，预计 1-2 月累计会有积极表现。奥维云网数据显示，2025 年第 1-8 周，主要家电品类已实现较快增长。其中空调前 8 周线上线下零售额同比分别+8.8%/+42.7%，冰箱分别-11.8%/+5.3%，洗衣机分别+1.9%/+14.4%；油烟机分别+21.0%/+48.3%，燃气灶分别+23.5%/+41.2%，洗碗机分别+10.2%/+9.0%；小家电需求有所回暖，电饭煲分别+13.5%/+0.9%，电水壶分别+4.8%/-5.4%；清洁电器增速领先，扫地机分别+70.6%/+56.8%，洗地机分别+36.6%/+14.9%。

白电 3 月排产延续良好增长，空调景气度领先。根据产业在线数据，3 月我国白电合计排产量达到 4050

万台，较去年同期生产实绩增长 7.6%。分品类看，3 月空调内/外销排产量较去年同期内/外销量分别 +11.4%/+9.2%，合计排产量 2476 万台，较去年同期产量增长 13.5%；冰箱内/外销排产量较去年同期内/外销量分别 +2.7%/+11.3%，合计排产量 879 万台，较去年同期产量增长 0.5%；洗衣机内/外销排产量较去年同期内/外销量分别 -1.7%/-1.0%，合计排产量 695 万台，较去年同期产量下降 2.1%。3 月我国空调内外销及冰箱外销排产增长良好，冰箱内销及洗衣机排产则相对稳健。

家电企业积极接入 DeepSeek，建议关注 AI+家电融合发展。DeepSeek 低成本高性能大模型的爆发，引燃了各行各业应用大模型的进程，家电企业同样积极参与其中。2 月 12 日，海尔三翼鸟宣布其垂域大模型 HomeGPT 与 DeepSeek 实现深度融合；3 月 1 日，美的集团推出全球首款 DeepSeek 空调——美的鲜净感空气机 T6，可深度融合空调使用场景；海信、TCL、长虹、老板等多家公司也接入 DeepSeek 模型。家电创新企业依托 AI 重构产品定义逻辑，助推新品类的技术发展和突破，AI 眼镜、智能摄像头、扫地机器人、视频门锁、智能投影仪等创新产品，有望突破当前操作复杂性较高的局限，带动用户体验升级，推动渗透率提升。此外，家电配套企业也聚焦自身优势，积极参与 AI 设备的部件供应，提供 AI 算力租赁、机器人电机、服务器液冷等产品。

重点数据跟踪：市场表现：2 月家电板块月相对收益 -1.17%。原材料：2 月 LME3 个月铜、铝价格分别月度环比 +3.6%、+0.8%；冷轧板价格月环比 -1.2%。集运指数：美西/美东/欧洲线 2 月环比分别 -18.07%/-14.37%/-20.46%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、TCL 智家、海尔智家、格力电器、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 交通运输行业 3 月投资策略：关注两会对消费需求的潜在拉动，把握龙头配置价值

航运：本周航运表现延续疲软态势，但是不乏亮点。分行业来看，油运方面，当前 VLCC 的供给侧仍旧偏紧，即便需求因美俄关系好转、OPEC+或推迟增产等因素未能放量，但运价仍维持于较高位置，中东-宁波的运价约为 3.5 万美元/天，明显处于盈亏平衡点之上，我们认为，行业已经进入了配置的高性价比区间，在 2025 年全年供给增速仅约 0.5%的强制约束下，我们持续看好需求一旦好转有望带来的运价向上弹性，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，本周主干线基本维持下跌趋势，但是环比跌幅有所收窄，欧洲航线甚至出现了不跌反涨的状况，但是从货盘和国际局势来看，当前的基本面尚未出现明显的好转因素，中期来看，行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控 2024 年度预计实现归母净利润 490.82 亿元，同比增长约 105.71%，假设海控维持此前的分红政策，股息率或较为可观，建议持续关注。此外，当前南美粮季下散货运价超预期，建议关注油散双核的招商轮船。

航空：由于春运旺季收官，本周整体和国内客运航班量环比有所下降，整体/国内客运航班量环比分别为 -5.5%/-5.9%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 99.5%/104.4%，国际客运航班量环比下降 2.5%，相当于 2019 年同期的 77.2%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。在去年量价均为高基数的背景下，今年春运期间的航空客运整体表现已属稳健，呈现量增价跌的态势。具体来看，根据交通运输部数据，春运 40 天期间，民航客运量累计达到 9020 万人次，同比增长 7.4%；航班管家的统计数据 displays，2025 年春运期间，民航经济舱(含税)平均票价达 874.9 元，同比下降 11.3%。展望 2025 年航空价格表现，由于局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”，且 2025 年供需格局将确定性改善，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，民航经营底部已过，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：A 股上市公司公布了 1 月经营数据，由于春节假期错期，通达系的 1 月件量增速偏低，圆通、韵达和申通件量增速分别为 5.5%、2.9%、11.2%；得益于 1 月春节假期提价，价格环比表现整体稳中有升，

符合预期圆通、韵达和申通的单票价格同比降幅分别为-3.8%、-11.0%、-5.9%，单票价格环比变化分别为+0.06元、+0.04元、-0.01元。1月春节期间，顺丰凭借着直营网络资源优势，有效保障了寄递需求，件量增速高于同行，1月速运物流业务实现了16%的件量增长。整体来看行业现阶段仍然处于良性竞争阶段，但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，今年行业价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1）自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司2024年收入和例如你增速表现均低于预期，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司2025年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。2）另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利10.89亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026年的净利润目标分别为15.6亿元、21.0亿元、26.3亿元，同比分别增长50%、35%、25%。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。3）自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品加征10%的关税且未来有可能会取消美国对价值低于800美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商高景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

投资建议：我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 医药生物周报（25年第9周）：海外器械龙头2024年年报业绩概览，继续推荐创新药械

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块领跌。本周全部A股下跌2.27%（总市值加权平均），沪深300下跌2.22%，中小板指下跌3.78%，创业板指下跌4.87%，生物医药板块整体下跌2.72%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌0.39%，生物制品下跌2.36%，医疗服务下跌7.94%，医疗器械下跌3.44%，医药商业下跌3.57%，中药下跌0.76%。医药生物市盈率（TTM）30.88x，处于近5年历史估值的52.31%分位数。

海外器械龙头年报业绩概览：根据海外器械龙头的24Q4及2024年业绩，高值耗材类中的电生理、结构性心脏病等业务增长普遍在高双位数或20%以上，保持优异成长性。设备类中的医学影像产品环比改善，尤其是北美地区表现强劲；内镜类产品保持高个位数增长，手术机器人的装机量及手术量持续攀升。体外诊断类的中心实验室业务增长稳健，呼吸道诊断产品表现亮眼，肿瘤基因检测产品快速放量。“AI+医疗”的应用场景（基因多组学、虚拟医疗等）正在加速扩展，成为医药板块重要的增长极。海外器械龙头的中国区业务普遍受到宏观环境、集采和合规整顿的扰动，普遍预期25年的刺激政策将带来积极影响。

关注创新药械和业绩稳健的价值标的，以及AI+医疗热点。高质量的研发创新是医药行业的核心驱动力，创新药械在国内的商业化放量已经得到了较好的验证，对外BD的收益以及潜在的海外商业化收益会是

板块持续的增长动力，我们持续看好具备差异化创新能力和出海潜力的公司，建议关注：康方生物、科伦博泰生物、和黄医药、泽璟制药、迪哲医药、三生制药等。耗材板块的集采仍在推进过程中，电生理、骨科等部分细分领域已进入集采后周期，建议关注低估值的龙头公司。医药产业正处于数字化转型与智能化升级的变革期，AI 将改变药物研发、医学影像、多组学诊断、医疗服务等多个领域，建议关注 AI+ 医疗相关公司。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

联系人： 凌珑、贾瑞祥

◆ 公用环保 2025 年 3 月投资策略：国家能源局印发 2025 年能源工作指导意见，中国核电、浙能电力增资参股中国聚变能源有限公司

市场回顾：2 月沪深 300 指数上涨 1.91%，公用事业指数下跌 0.94%，环保指数上涨 4.75%。电力板块子板块中，火电上涨 0.75%；水电下跌 4.06%，新能源发电上涨 1.34%；水务板块下跌 1.38%；燃气板块下跌 1.65%。

重要事件：中国核电、浙能电力分别拟以增资方式参股中国聚变能源有限公司，投资金额分别为 10 亿元、7.5 亿元。

专题研究：2 月 27 日，国家能源局印发关于《2025 年能源工作指导意见》的通知，意见提出供应保障能力持续增强，绿色低碳转型不断深化，发展质量效益稳步提升三大主要目标和八个方向二十一项重点任务。意见要求，全国能源生产总量稳步提升。煤炭稳产增产，原油产量保持 2 亿吨以上，天然气产量保持较快增长，油气储备规模持续增加。全国发电总装机达到 36 亿千瓦以上，新增新能源发电装机规模 2 亿千瓦以上，发电量达到 10.6 万亿千瓦时左右，跨省跨区输电能力持续提升。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际、国电电力以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源以及以及区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源。环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境。欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 同益中(688722.SH) 财报点评:第四季度归母净利润同比+130%，收购超美斯完善纤维布局

第四季度归母净利润同比增长 130%，2024 年归母净利润超预期。公司发布 2024 年度业绩快报公告，全年营收 6.5 亿元（同比+1.4%），归母净利润 1.3 亿元（同比+15.3%），扣非归母净利润 1.2 亿元（同比+14.7%）。其中单四季度营收 2.2 亿元（同比+82.5%，环比+28.0%），归母净利润 0.5 亿元（同比+130.5%，环比+41.5%）。公司全年营收和归母净利润逐季环比提升，全年业绩超出我们预期。

新增产能顺利投产，持续推动降本增效。公司是国内超高分子量聚乙烯纤维及复材龙头，主要产能为 7960 吨/年超高分子量聚乙烯纤维、2800 吨/年无纬布及配套防弹制品产能。2024 年公司超高分子量聚乙烯纤维新增产能 2640 吨/年，包括新泰分公司募投项目 2240 吨/年、优和博三期项目 1000 吨/年，同时退

出部分高成本老旧产能；无纬布产能新增 1250 吨/年，主要为新泰分公司募投项目。2023 年以来，受到行业新增产能投放、防弹制品订单下降、出口政策变化等影响，行业整体盈利能力有所下滑；2024 年下半年以来，随着行业出口政策落地、国内外防弹制品需求回暖，行业景气度触底回升。公司受益于新增产能释放，2024 年纤维、无纬布产销量均创历史新高，同时公司持续推动降本增效，有效抵消了纤维价格下降的影响，主营业务毛利同比略增，实现全年营业收入的增长。

收购芳纶行业龙头超美斯，进一步打造高性能纤维产业体系。2024 年 12 月公司发布公告拟以 2.4 亿元收购超美斯 75.8% 股权，并已于 2025 年 1 月底交割完毕。超美斯是国内间位芳纶行业龙头，现有间位芳纶纤维产能 5000 吨/年，并具备芳纶纸产能约 2000 吨/年，芳纶纸下游主要用于绝缘防护、蜂窝芯材领域，未来受益于飞机、轨交、电气设备等下游快速增长。芳纶与超高分子量聚乙烯同属高性能纤维，在生产技术及下游应用方面具有协同性，有助于强化公司在防护领域的整体解决方案供应能力，增加产品附加值并同时降本增效，进一步完善公司战略业务布局，推动公司打造以“FIBER+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系。

风险提示：需求不及预期的风险、新产能放量进度不及预期的风险、产品价格下跌的风险、出口政策变化的风险。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.3/1.9/2.2 亿元，同比增速为-15.5%/46.4%/15.5%，摊薄 EPS 为 0.58/0.85/0.98 元，对应 PE 为 27.1/18.5/16.0x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 徐工机械(000425.SZ) 深度报告:国企改革提升竞争力，出海、新兴板块打开新成长空间

国内工程机械龙头，产品布局全面。公司是中国工程机械龙头，产品涵盖起重机、挖掘机、装载机、压路机、混凝土机械等。根据 KHL2023 年全球前 50 强工程机械制造商榜单，徐工机械以 129.64 亿美元的销售额位列全球第四、国内第一。公司 2023 年实现营收/归母净利润分别为 928.48/53.26 亿元，同比变动-1.03%/+23.51%。公司实控人为徐工集团，持有徐工机械 20.83% 股权。

国内市场筑底企稳，海外市场空间广阔。国内市场，国内工程机械销量处于历史底部，预期未来需求有望企稳回升，主要驱动力：1）工程机械更新周期到来叠加国家更新政策带动工程机械更新需求；2）基建逆周期调节有望带来基建需求边际改善；3）地产宽松政策促使地产开工面积企稳。海外市场，中国工程机械出海保持高速增长，以挖掘机为例，2015-2023 年外销 CAGR 为 43.84%，表明国内主机厂在海外渠道、产品力以及品牌知名度持续提升，但海外市占率仍有较大提升空间，2024 年中国工程机械企业市场份额为 17.2%，随着海外市场复苏以及国内工程机械厂商竞争力持续增强，中国工程机械出口预期保持较好增长。

国企改革提升竞争力，持续深化海外布局。改革方面，公司 2022 年吸收合并徐工有限，实现徐工集团工程机械板块整体上市，合并后公司产品体系更加完善，多项业务形成协同效应，有望进一步提升公司盈利能力以及市场竞争力。此外，2023 年 2 月公司首次发布股权激励，进一步完善治理结构，彰显发展信心。海外拓展方面，公司已拥有 40 多家海外子公司，营销网络覆盖全球 190 多个国家和地区，海外业务收入占比由 2020 年 8.26% 上升至 2023 年 40.09%，海外业务持续拓展不仅打开公司成长空间，也进一步提升公司盈利能力，未来随着海外业务进一步拓展，公司盈利能力有望持续改善。

风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；核心部件供应的风险；汇率波动风险；技术研发不及预期风险。

投资建议：公司是工程机械龙头，随着国内工程机械更换周期的到来以及海外市占率持续提升，公司业绩有望稳步增长，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 63.09/79.61/102.11 亿元，对应 PE 17/13/10 倍，公司合理估值为 9.38-11.39 元（对应 2025 年 PE 为 14-17 倍），首次覆盖给予“优于大市”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

金融工程

◆ 金融工程月报:券商金股 2025 年 3 月投资月报

券商金股股票池上月回顾

2025 年 2 月，杭钢股份、光线传媒、三祥新材等券商金股股票的月度上涨幅度靠前。

2025 年 2 月，华鑫证券、东北证券、国联证券收益排名前三，月度收益分别为 25.28%、17.78%、16.32%，同期偏股混合型基金指数收益 4.29%，沪深 300 指数收益 1.91%。

2025 年以来，华鑫证券、东北证券、东兴证券收益排名前三，年度收益分别为 29.78%、21.62%、15.85%，同期偏股混合型基金指数收益 4.45%，沪深 300 指数收益-1.14%。

券商金股股票池中选股因子表现

最近一个月，总市值、日内收益率、BP 表现较好，单季度净利润增速、单季度 ROE、预期股息率表现较差；

今年以来，总市值、单季度营收增速、经营性现金净流量表现较好，分析师净上调比例、预期股息率、单季度净利润增速表现较差。

券商金股股票池本月特征

截至 2025 年 3 月 3 日，共有 44 家券商发布本月金股。在对券商金股股票池进行去重后，总共有 289 只 A 股。

从绝对占比来看，本期券商金股在电子(11.95%)、机械(10.00%)、计算机(7.07%)、基础化工(6.34%)、食品饮料(6.10%)行业配置较高。

从相对变化来看，本期券商金股在食品饮料(+3.06%)、机械(+2.76%)、国防军工(+1.35%)行业增配较多，在传媒(-2.03%)、汽车(-1.86%)、家电(-1.32%)行业减配较多。

从风格暴露来看，本月券商金股股票池与上月基本保持一致。

在券商金股股票池中，如果前期市场的关注度相对较少，随着券商分析师将其推荐为金股，其获得的市场关注度将会明显提升。基于此，我们从买方关注度和卖方关注度两个视角，寻找出市场前期关注度相对较少的券商金股。

券商金股业绩增强组合

本月(20250205-20250228)，券商金股业绩增强组合绝对收益 2.26%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.03%。

本年(20250102-20250228)，券商金股业绩增强组合绝对收益 4.12%，相对偏股混合型基金指数超额收益 4.45%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 43.96%分位点(1525/3469)。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰(S0980520060001)、张宇(S0980520080004)

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周 12 只科创综指 ETF 成立，AI ETF 净申购近 40 亿元

ETF 业绩表现

上周(2025 年 02 月 24 日至 2025 年 02 月 28 日，下同)股票型 ETF 周度收益率中位数为-2.68%。宽基 ETF 中，上证 50ETF 涨跌幅中位数为-1.62%，跌幅最小。按板块划分，周期 ETF 涨跌幅中位数为-1.19%，跌幅最小。按主题进行分类，酒 ETF 涨跌幅中位数为 2.56%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 87.56 亿元，总体规模减少 791.67 亿元。在宽基 ETF 中，上周中证 1000ETF 净申购最多，为 13.72 亿元；按板块来看，科技 ETF 净申购最多，为 66.59 亿元；按热点主题来看，AI ETF 净申购最多，为 38.74 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，A500、上证 50、AIETF 的估值分位数明显降低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 437.09 亿元下降至 432.26 亿元，融券余量由前周的 21.43 亿份上升至 22.15 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有广发中证智选高股息策略 ETF、东财上证科创板综合价格 ETF、华夏创业板人工智能 ETF、银河中证 A500ETF、易方达恒生港股通创新药 ETF 5 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人： 杨昕宇

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	670.42	-0.51	ICE 布伦特原油	73.18	-1.16
白银	7866.00	-0.05	铜	76970.00	0.15
铝	20635.00	0.07	铅	17215.00	0.43
豆一	4183.00	0.52	锌	23650.00	0.85
豆粕	3552.00	0.88	镍	125630.00	-0.69
玉米	2160.00	0.27	锡	255270.00	0.17
螺纹钢	3259.00	-0.06	SR503	5973.00	-0.16

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.0	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16

301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02
688230.SH	芯导科技	4500.00	6000.00	100.00	2024-12-02
688112.SH	鼎阳科技	7600.80	10666.67	100.00	2024-12-02

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	43191.24	-1.481867	52.57	52.57	52.57	52.57	42.86
德国 DAX 指数	23147.02	2.641030	81.73	8.02	15.63	30.51	43.96
法 CAC40 指数	8199.71	1.085848	1.34	4.38	13.01	3.34	44.76
恒生指数	23006.27	0.283114	-1.43	13.79	16.50	38.68	71.27
沪深 300 指数	3888.47	-0.040500	-2.04	1.87	-1.60	9.91	68.11
美国 SP500 指数	5849.72	-1.759678	-2.23	-2.41	-3.30	13.87	48.69
纳斯达克综合指数	18350.19	-2.637463	-4.85	-5.37	-5.80	12.75	54.28
日经 225 指数	37785.47	1.695496	-1.52	-1.90	-3.72	-5.32	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	273.5300	3.4922	无数据	300750.SZ	宁德时代	273.5300	3.4922	无数据
2	300059.SZ	东方财富	22.9500	-1.2053	无数据	300059.SZ	东方财富	22.9500	-1.2053	无数据
3	603501.SH	韦尔股份	142.6800	0.6206	无数据	603501.SH	韦尔股份	142.6800	0.6206	无数据
4	002050.SZ	三花智控	30.5200	0.6596	无数据	002050.SZ	三花智控	30.5200	0.6596	无数据
5	601398.SH	工商银行	6.8500	-0.2911	无数据	601398.SH	工商银行	6.8500	-0.2911	无数据
6	688213.SH	思特威-W	110.7500	5.2657	无数据	688213.SH	思特威-W	110.7500	5.2657	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	693.0700	-5.7612	无数据	688256.SH	寒武纪-U	693.0700	-5.7612	无数据

8	688041.SH	海光信息	150.9300	-5.6688	无数据	000333.SZ	美的集团	71.0000	-2.8063	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1487.0200	-0.9175	无数据	600519.SH	贵州茅台	1487.0200	-0.9175	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	42.3100	-1.9467	无数据	002475.SZ	立讯精密	42.3100	-1.9467	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	155,698.96	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	112,426.88
2	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	144,278.52	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	96,188.66
3	0189.HK	东岳集团	24.75	4.43	46,562.12	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	60,746.36
4	0388.HK	香港交易所	504.50	0.00	43,037.69	0027.HK	银河娱乐	39.15	-20.02	37,141.13
5	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	21,967.12	1211.HK	比亚迪股份	258.40	-1.75	30,556.14
6	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	20,282.15	2600.HK	中国铝业	6.75	-0.44	25,146.41
7	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,806.20	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	23,114.90
8	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	18,289.24	0168.HK	青岛啤酒股份	59.45	-3.33	22,434.73
9	1171.HK	兖州煤业股份	16.32	-0.49	17,666.96	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,050.38
10	2269.HK	药明生物	117.40	0.09	14,832.12	1810.HK	小米集团-W	23.20	-0.22	18,033.19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032