

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-21

宏观策略

2025 年 02 月 21 日

宏观深度报告 20250220：为什么节后复工偏慢：两个原因

今年春运返程规模高于 2024 年。按照交通部数据，节后 20 天的累计人员流动达到 47.5 亿人次，高于 2024 年同期的 44.3 亿人次。但这可能并不代表返程复工进度快，这是因为今年节前人口流出的规模同样高于 2024 年。但更重要的是节前返乡的人里有多少人回来复工了，我们构建的“返程进度”指标低于前两年（用节后累计流动人次除以节前 15 天流动人次）。截至正月二十（2.17），今年返程进度为 140.8%，2024 年和 2023 年为 142.5%和 147.2%。节后复工偏慢的两个解释：一是地方政府下调财政收入和投资目标，资金压力制约建筑业复工。从地方规划来看，大多省份调低了 2025 年的财政收入和投资增长目标，财政压力仍然是约束投资增长的主要因素。二是今年服务业相对弱于工业，带来的就业复工偏少。风险提示：（1）天气变化可能影响复工。2025 年春节后多地遭遇寒潮、雨雪冰冻等极端天气，部分地区因道路结冰导致物流受阻。此外，春季冷暖交替频繁（如广东“回南天”加速化学品挥发），也对施工有一定影响；（2）一季度经济增速如不及预期或加速基建投资、加快复工。若一季度 GDP 增速低于目标，政府可能通过加快基建投资加快施工来扩大有效需求。需关注政策落地节奏与资金到位效率的匹配度；（3）交通数据口径差异。交通部统计数据 and 百度迁徙等数据口径差别较大，两者差异可能导致企业对复工进度产生误判，可能对结论带来一定影响。

宏观点评 20250220：“科特估”重塑体系初见成效

在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将通过完善“科特估”体系坚守“两个重塑”：一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市有效地提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。25 年开年以来，市场对于云计算和 IDC 板块的估值予以重估，正是资本市场针对人工智能这一国家重大战略发展方向的估值体系重塑，即在原有 PE 估值体系下，加大了算力在公司估值的比重。这一现象表明市场正在逐步树立中国特色科技板块估值，这一进步有望鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新，也是资本市场应产业发展而适配的新形态，有效地支持了产业发展，响应了国家号召，实现了金融赋能实业这一重要任务。“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。风险提示：年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

预期。

宏观点评 20250220: 美国 24Q4 居民信贷状况小幅恶化

美国居民信贷情况: 据纽约联储, 24Q4 美国居民信贷违约率略有上升 (3.6%, 前值 3.5%), 其中信用卡、车贷的严重违约率上升较为明显, 11.35%信用卡贷款逾期 90 天以上, 为 2011 年以来最高水平; 车贷则接近 2020 年的高点; 学生贷款、房贷等仍处于低位。风险提示: 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

固收金工

固收周报 20250217: 流动性中性偏紧环境如何破局?

关于银行体系缺乏流动性的原因, 我们认为和信贷开门红的诉求相关。1 月新增人民币贷款 51300 亿元, 同比多增 2100 亿元, 其中中长期贷款 39535 亿元, 同比多增 163 亿元, 短期贷款及票据融资 11754 亿元, 同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色, 总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增, 结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏, 但多数贷款仍将于一季度投放, 在这样的情况下, 银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。

固收周报 20250216: 2025 年转债配置之三大胜负手

我们整体维持前期观点, 转债市场目前存在一定结构性机会, 尤其配置盘较青睐的中低价标的中, 仍存在在 3 月、6 月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。

固收点评 20250215: 二级资本债周度数据跟踪 (20250210-20250214)

本周 (20250210-20250214) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1252 亿元, 较上周增加 724 亿元。

固收点评 20250215: 绿色债券周度数据跟踪 (20250210-20250214)

本周 (20250210-20250214) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只, 合计发行规模约 163.62 亿元, 较上周增加 163.62 亿元。绿色债券周成交额合计 476 亿元, 较上周增加 121 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

亚香股份 (301220): 公司 2025 年香兰素报价再度上调, 泰国基地有望明显受益

事件: 2025 年 2 月 19 日, 公司发布香兰素最新报价单。丁香酚香兰素报价 570 元/公斤 (含税)。此前 2025 年 2 月 10 日, 公司发布 2025 年香兰素最新报价单。丁香酚香兰素报价 550 元/公斤 (含税)。公司香兰素产品出口价格上升, 未来价格会依据市场情况进行调整, 目前大部分年度价格已经确定, 但是中间会有调价机制。欧盟、美国对华香兰素发起双反调查, 美国反补贴、反倾销初裁已落地, 美国对华香兰素双反税率合计为 213.53%。1) 欧盟: 2024 年 5 月 24 日, 应欧洲企业 Syensqo 提出的申请, 欧盟委员会对原产于中国的香兰素启动反倾销立案调查。2) 美国: ①2024 年 6 月 25 日, 美国商务部对进口自中国的香兰素发起反倾销和反补贴调查。②2024 年 11 月 12 日, 美国商务部对进口自中国的香兰素作出反补贴初裁, 初步裁定 Jiaying Guihua Chemical Import and Export Co.,

Ltd.和中国其他生产商/出口商的税率均为 27.33%。美国商务部将在 2025 年 3 月 24 日做出反补贴终裁，并于 2025 年 6 月 25 日执行。③2025 年 1 月 10 日，美国商务部宣布对进口自中国的香兰素作出反倾销初裁，初步裁定 Kunshan Asia Aroma Corp., Ltd. (昆山亚香)/Jiangxi Brother Pharmaceutical Co., Ltd. (江西兄弟科技) 等中国出口商的税率均为 186.2%。美国商务部将在 2025 年 5 月 30 日做出反倾销终裁，并于 2025 年 6 月 25 日执行。泰国基地布局天然香兰素、合成香兰素产能，受贸易摩擦影响有限：公司于 2023 年 2 月，前瞻布局泰国基地。泰国项目一期：公司拟新建香兰素 1000 吨（基本为丁香酚香兰素）、橡苔 200 吨、苯甲醛 100 吨、苯甲醇 50 吨、桂酸甲酯 100 吨、凉味剂 150 吨、叶醇 150 吨产能。截至 2024 年 11 月，泰国项目一期已完成对生产工艺、机器设备的安装调试，相关产线正式投产，我们预计将于 2025H1 达到设计产能。泰国项目新建合成香兰素产能：2025 年 1 月，公司计划与重庆欣欣向荣精细化工公司合作，在泰国新建合成香兰素 4000 吨（亚香持股 51%）。公司在海外布局泰国项目，有助于优化海外业务布局，提高产能，且能够规避部分贸易摩擦，增厚业绩。盈利预测与投资评级：基于公司最新产品销售情况以及泰国项目推进进度，我们维持公

三花智控 (002050)：人形元年，三花聚顶，万象可期

热管理领域四十载，“技术+管理+全球化”积淀深。公司 1984 年成立，围绕热管理领域，产品由截止阀拓展到电子膨胀阀、电磁阀、四通阀等。公司创立之初聚焦家电领域，后拓展汽零业务，24H1 营收占比近 40%，此外，公司 22/23 年加大在储能热管理、机器人机电执行器投入。公司 80 年代率先打破国外技术垄断，先发优势打造规模优势，23 年家电领域的四通换向阀/电子膨胀阀/微通道换热器/截止阀/电磁阀全球销量份额为 59%/58%/43%/37%/53%，而车用电子膨胀阀全球市占率 53%，同时公司在美国、墨西哥、越南、泰国等地建立海外生产基地，全球化布局。2023 年公司营收/归母净利润达 246/29 亿元，机器人业务放量在即，25 年始有望贡献增量，未来 3 年有望再造一个三花，远期空间巨大。机器人元年已至，特斯拉放量在即，公司作为执行器主供利润弹性巨大。特斯拉更新其量产计划，预计 25 年将有数千台人形机器人投入其汽车工厂，26 年有望外售，若一切顺利，26 年放大到 10 倍量产至 5-10 万台，27 年进一步放大 10 倍至 50-100 万台。三花聚焦机电执行器，长期配合 tesla 研发迭代且具备海外多地产能，进入特斯拉体系确定性强，且有望获得主供。利润弹性方面，当前执行器总成价值量我们预计约 10-20 万元，大规模量产有望降至 5 万元。若按照特斯拉 25 年 5000 台自用/26 年 5 万台 TOB 端外售/28 年 100 万台 TOC 端放量测算，线性&旋转关节总成的净利率平均达 10%，公司获得 60-70%的份额，对应利润空间有望达 0.3 亿/3.5 亿/38 亿，到 2030 年公司机器人业务有望贡献 68 亿，贡献较大利润弹性，3-5 年内有望再造一个三花！汽车增速 25 年恢复 20%左右增长，家电业务稳定 5-10%增长，贡献稳定现金流。1) 汽车方面，公司热管理系统核心模块全品类布局，电子膨胀阀市占率 50%+、集成市占率 60%+，24 年由于第一大客户特斯拉销量持平、且欧美电动车销量低迷，公司汽零业务增速降至 10-15%，预计收入/利润 110-115/15-16 亿元，展望 25 年特斯拉销量恢复 20%增长，叠加欧洲 25H2 新车型放量，且国内新势力华为、小米、理想等销量强劲，汽零板块营收增速恢复至 20%左右。2) 家电方面，公司空调制冷阀类、微通道、Omega 泵等各品类份额基本全球

第一，24 年受益于家电国补、以旧换新等带动全年营收实现同增 5-

奥特维 (688516): 获 10GW+HJT 0BB 串焊机升级确认, 关注光伏设备存量改造机会

连续获龙头客户 0BB 升级改造订单, 合计约 40GW+: 2 月 17 日工信部等八部门近日联合印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》。《方案》提出发展多元化新型储能本体技术, 加快锂电池等成熟技术迭代升级, 支持颠覆性技术创新, 提升高端产品供给能力。其中针对锂电池指出, 面向新型储能应用需求, 加快长寿命高容量先进活性材料技术、高效补锂技术攻关, 发展高附加值辅材产品, 重点布局大容量高安全储能电池、高功率电池、全生命周期高能效电池、储能用固态电池、全气候低衰减长寿命电池、高一致性电池系统等先进储能型锂电池产品。现有的龙头设备商先导智能具备储能锂电设备整线供应能力、杭可科技能够提供储能锂电设备的后道化成分容, 有望充分受益。 行业景气度承压, 关注设备存量改造机会: 作为设备公司, 一方面需要向下游客户推广新技术, 推进增量市场, 另一方面推进存量设备的改造替换。光伏行业景气度承压, 下游客户新建产能速度放缓, 设备龙头有望依赖存量设备的改造需求穿越周期。在存量市场领域, 奥特维深谙组件企业痛点, 为客户打造了从 SMBB 工艺升级至 0BB 工艺的升级改造方案。自 2024 年年初成功助力客户完成一代改造后, 奥特维对改造方案持续优化升级。目前, 奥特维 0BB 工艺的升级改造方案已成功实现对高温工艺路线和低温工艺路线的全面兼容。据客户反映, 改造后的设备量产表现十分稳定, 为客户带来显著经济效益, 而本次 HJT 0BB 串焊机升级确认进一步印证了行业客户对奥特维 0BB 串焊工艺的认可。 盈利预测与投资评级: 随着出海步伐加速+新领域拓展顺利, 我们下调公司 2024 年归母净利润至 15.7 (原值 16.8) 亿元, 维持 2025-2026 年归母净利润 18.9/20.5 亿元, 对应 PE 为 8/7/6 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新品拓展不及预期, 下游扩产不及预期。

海兰信 (300065): 海底智算中心正式启用, 算力基础设施方向有望贡献更大增量

盈利预测与投资评级: 公司海底算力中心业绩发展潜力较大, 因此我们上调先前的盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.62/1.30/1.62 亿元, 前值 0.62/0.94/1.31 亿元, 对应 PE 分别为 157/75/60 倍, 考虑到公司其他业务拓展进度较快, 且海底算力中心业务竞争格局良好, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 新业务转型风险; 2) 募投项目风险; 3) 应收账款风险。

宏观策略

宏观深度报告 20250220：为什么节后复工偏慢：两个原因

今年春运返程规模高于 2024 年。按照交通部数据，节后 20 天的累计人员流动达到 47.5 亿人次，高于 2024 年同期的 44.3 亿人次。但这可能并不代表返程复工进度快，这是因为今年节前人口流出的规模同样高于 2024 年。但更重要的是节前返乡的人里有多少人回来复工了，我们构建的“返程进度”指标低于前两年（用节后累计流动人次除以节前 15 天流动人次）。截至正月二十（2.17），今年返程进度为 140.8%，2024 年和 2023 年为 142.5% 和 147.2%。区分城市和流动方向来看，今年一二线城市返程进度都慢于前两年，但二线城市缺口更大。从百度迁徙的人口净流入来看，今年截至正月二十（2.17）4 个一线城市返程进度为 84.7%，35 个二线城市为 107%，都低于前两年水平，一线城市 23 和 24 年同期平均为 93.8%，二线平均为 126.6%。从交通拥堵指数来看，今年节后拥堵程度低于往年，可以验证前面观点，虽然返程人流量更多，但返程进度不如往年。截至正月二十（2.17），一二线城市拥堵指数分别为 1.55、1.45，低于 2024 年的 1.63 和 1.51。跟平时拥堵状况相比，一线城市恢复了 89.3%，二线城市恢复到了 93.7%。节后复工偏慢的两个解释：一是地方政府下调财政收入和投资目标，资金压力制约建筑业复工。根据百年建筑的调研数据，截至 2 月 13 日（农历正月十六），全国 13532 个工地开复工率为 23.5%，低于 2024 年同期的 39.9%。资金到位情况不及预期是复工偏慢的主要原因之一，地方性施工企业资金压力依然较大，部分项目缺少一定的启动资金。从地方规划来看，大多省份调低了 2025 年的财政收入和投资增长目标，财政压力仍然是约束投资增长的主要因素。一般公共预算收入方面，19 个可比省份中，有 15 个地区下调了财政收入目标、4 个持平。固定资产投资方面，16 省份平均投资目标从 7.50% 下调至 6.88%，大约下调了 0.6 个点。另一方面，2024 年投资目标没有实现的省份，更倾向于下调 2025 年目标（图表 15）。二是今年服务业相对弱于工业，带来的就业复工偏少。前两年春节前后，服务业强于工业；今年受到以旧换新、抢出口等影响，工业强于服务业。服务业方面，今年春节期间全国服务消费行业日均销售收入同比增长 12.3%，而 2024 年增速是 52.3%；工业方面，今年节后 20 天整车货运指数平均为 66.5，而 2024 年仅为 58.0。工业走强、服务业走弱，但工业就业人数不到服务业的三分之一，带来的就业复工没有前两年那么多，生产结构的变化对返程复工影响也较大。风险提示：（1）天气变化可能影响复工。2025 年春节后多地遭遇寒潮、雨雪冰冻等极端天气，部分地区因道路结冰导致物流受阻。此外，春季冷暖交替频繁（如广东“回南天”加速化学品挥发），也对施工有一定影响；（2）一季度经济增速如不及预期或加速基建投资、加快复工。若一季度 GDP 增速低于目标，政府可能通过加快基建投资加快施工来扩大有效需求。需关注政策落地节奏与资金到位效率的匹配度；（3）交通数据口径差异。交通部统计数据和百度迁徙等数据口径差别较大，两者差异可能导致企业对复工进度产生误判，可能对结论带来一定影响。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250220：“科特估”重塑体系初见成效

2024 年以来，各项监管政策和配套体系密集落地，资本市场“1+N”体系逐步发展、完善，尤其是对新质生产力发展加大支持力度，引领市场风格逐渐向成长轮换。年初以来，DeepSeek 横空出世引发了市场

对 AI 板块的高度关注，DeepSeek 的成功主因在于提高了 AI 的训练效率，降低了 AI 的算力成本，减少了对海外高性能 GPU 的依赖，也因开拓了算力国产化的新市场；另一方面，以 DeepSeek 大模型为风向标的 AI 应用场景不断拓宽，DeepSeek 接入到日常应用场景的方方面面，各地政务系统也在积极部署 DeepSeek 使用，海量的用户需求进一步打开了国产化算力的空间。另外，科技板块在今年线下其他方向也同时产生了新的突破，如春晚智能汽车、无人机表演、机器人引发全民关注，车企智能驾驶广泛铺开，动画电影《哪吒 2》突破 120 亿票房等科技下游行业捷报频传。中国科技行业正在引领全球科技格局重塑，“科特估”体系在政策技术发展共振下取得了明显成效。跟随政策导向，2024 年 6 月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。2024 年 6 月-7 月市场震荡的过程中，科创指数整体相对上证指数超额收益已在逐步提升；在随后的“924”行情中，科创指数涨幅也大幅跑赢大盘；2025 年春节以来，行业更是由科技板块引领，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与 2024 年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系初见成效。横向对比来看，国内的 top 科技公司与海外的市值和估值水平仍有差距，也还有小部分科技行业暂时还未实现估值跃迁，但差距正在逐渐缩小，科技产业整体估值有望逐步向全球高水平行列迈进。在经济高质量发展、经济结构转型的大背景下，未来资本市场仍将通过完善“科特估”体系坚守“两个重塑”：一是“重塑投资理念”，资本市场承担着通过市场机制引导资金流向国家重点支持领域和化解金融风险、拓宽直接融资渠道的重要任务，在金融市场不断发展与变革的当下，资本市场稳定的重要性越发凸显，中长期增量资金入市有效地提振了投资者的信心，推动市场长期健康发展。长线增量资金在“科特估”体系下投向国家新兴战略方向，引导科技板块的投资风格开始由“主题投资”转向“价值投资”，“科特估”为培育“耐心资本”打下了坚实的基础。二是“重塑估值体系”，重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。25 年开年以来，市场对于云计算和 IDC 板块的估值予以重估，正是资本市场针对人工智能这一国家重大战略发展方向的估值体系重塑，即在原有 PE 估值体系下，加大了算力在公司估值的比重。这一现象表明市场正在逐步树立中国特色科技板块估值，这一进步有望鼓励高科技企业大胆投入、勇于创新，也是资本市场应产业发展而适配的新形态，有效地支持了产业发展，响应了国家号召，实现了金融赋能实业这一重要任务。“科特估”体系正在营造一个可以源源不断涌现新技术、新企业、新业态的金融环境，建立中国资本市场“科特估”体系，为更多的科技引领型企业提供滋养的土壤。风险提示：年报业绩公布不及预期，美国对华政策影响市场情绪，科技产业应用发展速度不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观点评 20250220：美国 24Q4 居民信贷状况小幅恶化

1. 美国居民信贷情况：据纽约联储，24Q4 美国居民信贷违约率略有上升（3.6%，前值 3.5%），其中信用卡、车贷的严重违约率上升较为明显，11.35%信用卡贷款逾期 90 天以上，为 2011 年以来最高水平；车贷则接近 2020 年的高点；学生贷款、房贷等仍处于低位。2. 大选后的企业资本开支意愿：不同调查显示，美国企业在大选后普遍提高了

资本支出计划。 3.关税与劳动生产率的相关性: NBER 的研究发现, 在 1870 年至 1909 年间的镀金时代, 美国对进口制成品征收的关税水平与其国内工业劳动生产率的变动呈现出负相关。 4.联邦政府裁员的前景: 特朗普正与马斯克的政府效率部门合作, 力求大幅缩小联邦政府的规模。联邦雇员比例最高的 100 个国会选区中, 过半数由共和党议员代表。目前, 受到裁员明显影响的华盛顿特区则主要是民主党代表的选区。 5.变革性人工智能的经济影响: 研究显示, 在过去的 15 年里, 用于训练尖端 AI 系统的计算资源每年增长四倍, 人工智能的发展速度非比寻常; 变革性人工智能或将推动产出出现 10 倍以上增长、工资持续暴跌的情况。 6.美国社保可持续性: 马斯克管理的 DOGE 发现, 美国社保局数据库中约有 2100 万 100 岁以上人群, 而根据美国人口普查数据, 2020 年仅 80000 名美国人年龄在 85 岁以上, 占总人口 0.02%。但事实上, 即使不考虑这一问题, CRFB 测算预计社保支出将达到应税工资的 21% 左右, 但社保收入仅占应税工资的 12%, 收支之间的差距说明这一现状不可持续。 风险提示: 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 张佳炜 研究助理: 韦祎 研究助理: 王茁)

固收金工

固收周报 20250217: 流动性中性偏紧环境如何破局?

观点 流动性持续中性偏紧, 何时能够缓解? 同时央行 2024 年四季度货币政策执行报告发布, 如何看待后续货币政策落地节奏? 2025 年开年以来, 以 DR007 和 R007 为代表的资金利率始终高于以 7 天期逆回购利率为代表的政策利率。同时, 以春节前和春节后为分界线, 年前 R007 和 DR007 之间的利差较大, 表明非银机构缺钱程度更甚, 而年后两者的利差趋于收敛, 甚至代表隔夜融资成本的 DR001 和 R001 之间出现倒挂, 银行的缺钱程度大于非银。关于银行体系缺乏流动性的原因, 我们认为和信贷开门红的诉求相关。1 月新增人民币贷款 51300 亿元, 同比多增 2100 亿元, 其中中长期贷款 39535 亿元, 同比多增 163 亿元, 短期贷款及票据融资 11754 亿元, 同比多增 3359 亿元。1 月信贷总量和结构均表现出色, 总量在 2024 年 1 月高基数的情况下继续同比多增, 结构上中长期贷款占比 77%。虽然监管此前提示需要平滑全年信贷投放的节奏, 但多数贷款仍将于一季度投放, 在这样的情况下, 银行在货币市场上融出资金将较为谨慎。针对这一现状, 最直接的解决方法便是央行通过降准投放流动性, 相较于买断式逆回购和公开市场操作投放的流动性更加长期和低成本。而央行目前对于货币政策的态度, 可以通过最新发布的货币政策执行报告窥见一二, 新增了“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 择机调整优化政策力度和节奏”这一表述, 长期来看支持性的货币政策立场不变, 但短期内相机抉择性提升, 降准节奏或快于降息, 债市短期将保持震荡, 追涨性价比降低, 等待“跌出来的机会”。 美国 1 月 CPI、PPI 等一系列数据公布, 后市美债收益率如何变化? 上周 (0210-0214) 海外、国内方面格局上基本延续跨年行情, 相关题材表现亮眼。在周中 CPI 数据公布后, 10 年期美债收益率向上突破至 4.6% 以上, 之后又再次跌至 4.5% 以下。本周美国 1 月 CPI 数据虽远高于市场预期, 但不排除季节因素等噪声的干扰, 不一定预示着通胀回落的反转。但即使存在噪声的干扰, 美联储在一季度降息的可能性

也已极小。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1)美国1月CPI、PPI均超预期上升，通胀出现回升迹象。2月12日公布的CPI数据显示，美国1月CPI同比涨幅从去年12月的2.9%上升至3.0%，高于预期值2.9%；CPI环比上升0.5%，大于前值0.4%和预期值0.3%。剔除波动较大的食品和能源价格后核心CPI同比上涨3.3%，预期值3.1%，前值3.2%；核心CPI环比上涨0.4%，预期值0.3%，前值0.2%。从CPI结构来看，1月能源通胀同比为0.8%，2024年12月为-0.3%；食品通胀同比增长维持2.5%；核心服务通胀的1月份同比增长4.3%，上月为4.5%。美国1月PPI同比增速维持3.5%，高于预期值3.3%；环比上升0.4%，高于预期值0.3%，低于前值0.5%。1月核心PPI同比上涨3.6%，预期值3.3%，前值3.7%；核心PPI环比上涨0.3%，预期值0.3%，前值0.4%。美国1月CPI数据远高于市场预期，已连续4个月反弹。1月份能源通胀由负转正，核心商品对通胀下行的贡献进一步减弱，是美国1月份CPI反弹的主要原因。(2)美国2月8日当周首次申请失业救济人数下降，2月3日当周持续领取失业金人数下降。美国劳工部2月13日公布的数据显示，截至2月8日当周，美国首次申请失业救济人数为21.3万人，低于前一周的21.9万人，也低于预期的21.6万人；2月3日当周美国持续申请失业救济人数为185万，低于前值188.2万，也低于预期值188.6万。(3)美联储3月降息概率继续下降。美国达拉斯联储主席洛根表示，美联储2%这一通胀目标不容讨论。美国达拉斯联邦储备银行主席洛丽·洛根周五表示，美联储在未来几个月应保持谨慎，即使通胀降至2%目标附近，也不一定意味着有进一步降息的空间。她的言论再次强调了利率政策需保持谨慎，不应因短期通胀回落而贸然行动。洛根表示：“即使通胀数据向好，并接近2%目标，我仍认为我们应保持谨慎。因为如果劳动力市场和整体经济依然强劲，这并不一定意味着有降息的空间。洛根的这番言论呼应了她上周的表态。她此前曾表示，当前的利率水平可能已接近“中性”水平，即既不会刺激经济增长，也不会过度抑制经济活动。因此，即便通胀放缓，短期内进一步降息的必要性仍存疑。”目前，货币政策究竟有多大的紧缩性仍是一个关键问题，因此我们需要谨慎行事。”截至2月15日，Fedwatch预期3月降息25bp的概率下降至4.0%，上周为8.0%；2025年5月在3月份降息的基础上再次降息的可能性下降至0.5%，上周为5.5%。

风险提示：财政政策力度不及预期；资金面持续紧张。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250216：2025 年转债配置之三大胜负手

上周(0210—0214)海外、国内方面格局上基本延续跨年行情，相关题材表现亮眼，转债则表现出一定跟随上的困境，表现原因或由于一方面转债属于双层估值结构，包括正股层面的市盈率/市净率的抬升，以及转股溢价率的同步抬升，因此转债的估值抬升可能会快于正股，另一方面转债作为企业再融资手段，本身存在即有其内生性，“资产荒”更是在去年极端行情后进一步深化，优质标的的稀缺导致优质标的的估值已经在跨年行情中充分定价。我们整体维持前期观点，转债市场目前存在一定结构性机会，尤其配置盘较青睐的中低价标的中，仍存在在3月、6月两个节点前后错误定价向正确定价收敛的潜在空间。综上所述，2025年相对收益的胜负手或需要考虑以下三方面如何做选择：1)信用评级是否下沉。在经历2024年转债市场短暂的高收益化后，部分机构强化了风控管理，导致中低评级既缺乏流动性也更容易存在错误定价的可能，这给主动性更强的资金创造了获取超

额收益的机会。 2) 能否把握 W 型(或 V 型)机会。2024 年转债整体呈现出 W 型表现特征,震荡上行,除了权益市场的主导因素外,转债信用风险的叠加让善于择时的转债投资人获得了跑赢市场的多次良机。展望 2025 年,我们认为一方面可以把 2024 年作为参考基准,另一方面市场的折返或更浅,同时转折时点存在由于抢跑而提前的可能。 3) 仓位。体现在仓位轻重和仓位结构两方面,如果单纯从转债自身考虑,进一步错误定价的结构性机会或需要市场出现一定信用风险暴露作为催化,但同时如果从纯债、转债、权益大类配置的角度考虑,转债的低波动、可攻可守的特征,或给予部分高评级、中低价标的以更高的估值。 下周预测转债下修概率最大的前十名分别为:浦发转债、建工转债、凌钢转债、国投转债、华海转债、闻泰转债、通 22 转债、精工转债、天业转债、兴发转债。 下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为:中信转债、长信转债、海环转债、伊力转债、海亮转债、美锦转债、利群转债、核建转债、和邦转债、大丰转债。 风险提示:(1) 正股退市和信用违约风险;(2) 流动性环境收紧风险;(3) 权益市场超跌风险;(4) 地缘政治危机影响;(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20250215: 二级资本债周度数据跟踪 (20250210-20250214)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20250210-20250214)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 2 月 14 日,二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元,较上周末(20250207)无变化。 二级市场成交情况: 本周(20250210-20250214)二级资本债周成交量合计约 1252 亿元,较上周增加 724 亿元,成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC (112.79 亿元)、24 工行二级资本债 02BC (48.06 亿元)和 24 浦发银行二级资本债 02A (41.25 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和浙江省,分别约为 833.82 亿元、181.52 亿元和 55.71 亿元。 从到期收益率角度来看,截至 2 月 14 日,5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 5.14BP、8.32BP、8.36BP; 7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 7.36BP、4.30BP、4.89BP; 10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 3.89BP、5.49BP、3.23BP。 估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20250210-20250214)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交的比例小于溢价成交,折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面,折价率前三的个券为 18 伊川农商二级 01 (-8.7376%)、18 十堰农商二级 01 (-6.5894%)、18 营口银行二级 02 (-6.5776%),其余折价率均在-2.00%以内。中债隐含评级以 AA-、AA、A+评级为主,地域分布以福建省、浙江省、山东省和河北省居多。 溢价个券方面,溢价率前三的个券为 24 中行二级资本债 01B (0.4072%)、24 宁波银行二级资本债 02 (0.3979%)和 23 农行二级资本债 02B (0.3705%),其余折价率均在 0.37%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主,地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。 风险提示: Choice、Wind 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师:李勇 证券分析师:徐津晶)

固收点评 20250215: 绿色债券周度数据跟踪 (20250210-20250214)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250210-20250214)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只,合计发行规模约 163.62 亿元,较上周增加 163.62 亿元。发行年限多为 3 年;发行人性质为地方国有

企业、中央国有企业、央企子公司、中外合资企业、其他企业；主体评级多为 AAA 级；发行人地域为北京市、上海市、广东省；发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债、中期票据。

二级市场成交情况： 本周（20250210-20250214）绿色债券周成交额合计 476 亿元，较上周增加 121 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 238 亿元、161 亿元和 53 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.69%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 184 亿元、94 亿元和 30 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和湖北省，分别为 162 亿元、52 亿元和 49 亿元。

估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250210-20250214）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前四的个券为 22 万科 GN003 (-6.1279%)、18 武汉地铁绿色债 01 (-0.6728%)、24 临沂财金 GN001(碳中和债) (-0.6197%) 和 22 万科 GN001 (-0.6091%)，其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AA(2)、AAA 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 河南债 06 (0.3905%)、19 山东 36 (0.3222%) 和 22 宁德时代 GN001 (0.3086%)，其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以金融、房地产、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、江苏省、湖北省居多。

风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

亚香股份 (301220): 公司 2025 年香兰素报价再度上调, 泰国基地有望明显受益

投资要点 事件：2025 年 2 月 19 日，公司发布香兰素最新报价单。丁香酚香兰素报价 570 元/公斤（含税）。此前 2025 年 2 月 10 日，公司发布 2025 年香兰素最新报价单。丁香酚香兰素报价 550 元/公斤（含税）。公司香兰素产品出口价格上升，未来价格会依据市场情况进行调整，目前大部分年度价格已经确定，但是中间会有调价机制。 欧盟、美国对华香兰素发起双反调查，美国反补贴、反倾销初裁已落地，美国对华香兰素双反税率合计为 213.53%。1) 欧盟：2024 年 5 月 24 日，应欧洲企业 Syensqo 提出的申请，欧盟委员会对原产于中国的香兰素启动反倾销立案调查。2) 美国：①2024 年 6 月 25 日，美国商务部对进口自中国的香兰素发起反倾销和反补贴调查。②2024 年 11 月 12 日，美国商务部对进口自中国的香兰素作出反补贴初裁，初步裁定 Jiaying Guihua Chemical Import and Export Co., Ltd. 和中国其他生产商/出口商的税率均为 27.33%。美国商务部将在 2025 年 3 月 24 日做出反补贴终裁，并于 2025 年 6 月 25 日执行。③2025 年 1 月 10 日，美国商务部宣布对进口自中国的香兰素作出反倾销初裁，初步裁定 Kunshan Asia Aroma Corp., Ltd. (昆山亚香) / Jiangxi Brother Pharmaceutical Co., Ltd. (江西兄弟科技) 等中国出口商的税率均为 186.2%。美国商务部将在 2025 年 5 月 30 日做出反倾销终裁，并于

2025 年 6 月 25 日执行。泰国基地布局天然香兰素、合成香兰素产能，受贸易摩擦影响有限：公司于 2023 年 2 月，前瞻布局泰国基地。泰国项目一期：公司拟新建香兰素 1000 吨（基本为丁香酚香兰素）、橡苔 200 吨、苯甲醛 100 吨、苯甲醇 50 吨、桂酸甲酯 100 吨、凉味剂 150 吨、叶醇 150 吨产能。截至 2024 年 11 月，泰国项目一期已完成对生产工艺、机器设备的安装调试，相关产线正式投产，我们预计将于 2025H1 达到设计产能。泰国项目新建合成香兰素产能：2025 年 1 月，公司计划与重庆欣欣向荣精细化工公司合作，在泰国新建合成香兰素 4000 吨（亚香持股 51%）。公司在海外布局泰国项目，有助于优化海外业务布局，提高产能，且能够规避部分贸易摩擦，增厚业绩。盈利预测与投资评级：基于公司最新产品销售情况以及泰国项目推进进度，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别 0.67、3.1、3.6 亿元，对应 2025-2026 年的 PE 分别 19、16 倍。考虑到后续的香兰素双反裁定可能给国内其他香兰素生产商带来较高关税，公司泰国基地的香兰素产能受贸易摩擦的影响有限，且泰国基地有新产品新产能放量，我们看好公司发展前景，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧及需求变化风险；在建项目不及预期风险；原材料价格波动风险；环保风险；客户集中风险。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

三花智控（002050）：人形元年，三花聚顶，万象可期

投资要点 热管理领域四十载，“技术+管理+全球化”积淀深。公司 1984 年成立，围绕热管理领域，产品由截止阀拓展到电子膨胀阀、电磁阀、四通阀等。公司创立之初聚焦家电领域，后拓展汽零业务，24H1 营收占比近 40%，此外，公司 22/23 年加大在储能热管理、机器人机电执行器投入。公司 80 年代率先打破国外技术垄断，先发优势打造规模优势，23 年家电领域的四通换向阀/电子膨胀阀/微通道换热器/截止阀/电磁阀全球销量份额为 59%/58%/43%/37%/53%，而车用电子膨胀阀全球市占率 53%，同时公司在美国、墨西哥、越南、泰国等地建立海外生产基地，全球化布局。2023 年公司营收/归母净利润达 246/29 亿元，机器人业务放量在即，25 年始有望贡献增量，未来 3 年有望再造一个三花，远期空间巨大。 机器人元年已至，特斯拉放量在即，公司作为执行器主供利润弹性巨大。特斯拉更新其量产计划，预计 25 年将有数千台人形机器人投入其汽车工厂，26 年有望外售，若一切顺利，26 年放大到 10 倍量产至 5-10 万台，27 年进一步放大 10 倍至 50-100 万台。三花聚焦机电执行器，长期配合 tesla 研发迭代且具备海外多地产能，进入特斯拉体系确定性强，且有望获得主供。利润弹性方面，当前执行器总成价值量我们预计约 10-20 万元，大规模量产后有望降至 5 万元。若按照特斯拉 25 年 5000 台自用/26 年 5 万台 TOB 端外售/28 年 100 万台 TOC 端放量测算，线性&旋转关节总成的净利率平均达 10%，公司获得 60-70%的份额，对应利润空间有望达 0.3 亿/3.5 亿/38 亿，到 2030 年公司机器人业务有望贡献 68 亿，贡献较大利润弹性，3-5 年内有望再造一个三花！ 汽车增速 25 年恢复 20%左右增长，家电业务稳定 5-10%增长，贡献稳定现金流。 1）汽车方面，公司热管理系统核心模块全品类布局，电子膨胀阀市占率 50%+、集成市占率 60%+，24 年由于第一大客户特斯拉销量持平、且欧美电动车销量低迷，公司汽零业务增速降至 10-15%，预计收入/利润 110-115/15-16 亿元，展望 25 年特斯拉销量恢复 20%增长，叠加欧洲 25H2 新车型放量，且国内新势力华为、小米、理想等销量强劲，汽零板块营收增速恢复至 20%左右。 2）家电方面，公司空调制冷阀类、微通道、Omega 泵等各品类份额基本全球第一，24 年受益于家电国补、以

旧换新等带动全年营收实现同增 5-10%，预计贡献利润约 15 亿元，25 年营收增速维持 5-10%。综合看，24 年传统主业利润有望达 31-32 亿元，25 年维持 15-20% 增长至 36-38 亿元，未来保持稳健增长。盈利预测与投资评级：公司为全球热管理龙头，技术国际领先，成长空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 31.6/38.1/46.2 亿元，同比分别+8%/+21%/+21%，对应 PE 分别为 39/32/26 倍，考虑到公司传统业务稳健，人形机器人业务带来巨大弹性，给予 25 年 50x PE，目标价 51.0 元，维持“买入”评级。风险提示：人形机器人推广不及预期，特斯拉人形机器人进展不及预期，新能源车销量不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

奥特维（688516）：获 10GW+HJT 0BB 串焊机升级确认，关注光伏设备存量改造机会

投资要点 连续获龙头客户 0BB 升级改造订单，合计约 40GW+；2 月 17 日工信部等八部门近日联合印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》。《方案》提出发展多元化新型储能本体技术，加快锂电池等成熟技术迭代升级，支持颠覆性技术创新，提升高端产品供给能力。其中针对锂电池指出，面向新型储能应用需求，加快长寿命高容量先进活性材料技术、高效补锂技术攻关，发展高附加值辅材产品，重点布局大容量高安全储能电池、高功率电池、全生命周期高能效电池、储能用固态电池、全气候低衰减长寿命电池、高一致性电池系统等先进储能型锂电池产品。现有的龙头设备商先导智能具备储能锂电设备整线供应能力、杭可科技能够提供储能锂电设备的后道化成分容，有望充分受益。行业景气度承压，关注设备存量改造机会：作为设备公司，一方面需要向下游客户推广新技术，推进增量市场，另一方面推进存量设备的改造替换。光伏行业景气度承压，下游客户新建产能速度放缓，设备龙头有望依赖存量设备的改造需求穿越周期。在存量市场领域，奥特维深谙组件企业痛点，为客户打造了从 SMBB 工艺升级至 0BB 工艺的升级改造方案。自 2024 年年初成功助力客户完成一代改造后，奥特维对改造方案持续优化升级。目前，奥特维 0BB 工艺的升级改造方案已成功实现对高温工艺路线和低温工艺路线的全面兼容。据客户反映，改造后的设备量产表现十分稳定，为客户带来显著经济效益，而本次 HJT 0BB 串焊机升级确认进一步印证了行业客户对奥特维 0BB 串焊工艺的认可。成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：（1）光伏：a.硅片：子公司松瓷机电单晶炉海外订单持续落地；b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c.组件：主业串焊机龙头销售额市占率 70%+，有望受益于 0BB 迭代。（2）半导体：键合机和 AOI 检测设备订单增量明显，划片机取得首批订单，引入日本团队成立合资公司布局 CMP 设备，单晶炉已获韩国客户订单。（3）锂电：目前主要产品为储能的模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：随着出海步伐加速+新领域拓展顺利，我们下调公司 2024 年归母净利润至 15.7（原值 16.8）亿元，维持 2025-2026 年归母净利润 18.9/20.5 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

海兰信（300065）：海底智算中心正式启用，算力基础设施方向有望贡献更大增量

事件：2025 年 02 月 18 日，数智高速智算中心（陵水）有限公司的海

底智算舱在海南陵水黎族自治县清水湾海域完成下水，这标志着该海底智算中心正式启用。 投资要点 2025 年 2 月 18 日，海南海底智算中心在陵水黎族自治县清水湾海域正式下水并启用，这标志着海南在海洋新型基础设施建设方面迈出了重要一步：此次下水的海底智算舱由海南高速公路股份有限公司控股的数智高速智算中心（陵水）有限公司投资建设，已完成 675PFlops 的高质量算力集群建设，计算能力相当于约 3 万台高端电脑同时运算。该项目得到了海南省国资委、海南省交投、海南高速等单位的共同见证，并被列入《海南省海洋经济发展“十四五”规划》的重点工程。海底智算中心的启用不仅为并行科技等企业提供了强大的算力支持，还推动了海南在海洋经济和绿色低碳技术领域的进一步发展。 海底数据中心具有显著的绿色低碳和高效节能优势：首先，它以海水作为自然冷源，通过海水流动实现服务器的自然冷却，无需消耗淡水，运行 PUE（电源使用效率）低至 1.1，较传统数据中心节能 30% 以上。其次，数据舱安放在海底，土地占用极小，较陆上数据中心节省 90% 的土地资源。此外，海底数据中心还具备高安全性和可靠性，数据舱无氧无尘，抗火灾、水灾和极端天气能力更强。其模块化设计可按需部署，最快 90 天内完成从安装到运行。这种低时延、高效率的模式，为人工智能大模型训练、工业仿真、游戏制作等领域提供了有力支持。 随着全球对 AI 算力需求增长的加速，海底数据中心的需求量有望大幅增长：当前，全球一半以上的人口和经济活动集中在距离海岸 100 公里以内的区域，沿海部署海底智算中心能够更靠近用户，提供低时延、高质量的数字服务。海底数据中心不仅能够满足人工智能、大数据和云计算等新兴技术的算力需求，还能与海上风电等绿色清洁能源结合，助力数据中心实现碳中和。未来，海底数据中心有望成为跨国企业布局全球数据中心战略的重要组成部分，并在全球范围内得到广泛应用。 盈利预测与投资评级：公司海底算力中心业绩发展潜力较大，因此我们上调先前的盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.62/1.30/1.62 亿元，前值 0.62/0.94/1.31 亿元，对应 PE 分别为 157/75/60 倍，考虑到公司其他业务拓展进度较快，且海底算力中心业务竞争格局良好，因此维持“买入”评级。 风险提示：1）新业务转型风险；2）募投项目风险；3）应收账款风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>