

晨会纪要

数据日期: 2025-01-21	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)	3242.62	10305.69	3832.61	11010.61	2772.91	976.29
涨跌幅度 (%)	-0.05	0.48	0.07	0.26	0.49	0.82
成交金额 (亿元)	4682.63	7369.74	2850.73	2709.67	3315.01	1057.56

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 固定收益专题报告-减持新规、熊牛转换下的私募 EB 资产再探

固定收益周报: 超长债周报-春节前资金面继续收紧概率较低

策略专题: 全球 ESG 资金追踪表 (2025 年第一期)-美国股票 ESG 基金重点布局信息科技

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察 (第五十期)-情绪回升, 融资余额净流入

行业与公司

食品饮料周报 (25 年第 3 周): 春节旺季临近, 刚需加快释放, 多品类增长承压

轻工制造行业周报 (25 年第 3 周): 鉴往知来: 五十年日本玩具市场复盘

医药生物行业 2025 年 1 月投资策略: 年报业绩预告陆续发布, 行业回暖信号频现

盛达资源 (000603.SZ) 深度报告: 银矿为基, 金矿为翼

携程集团-S (09961.HK) 公司快评: 2025 乘政策东风, 旅游龙头高质量进阶

李宁 (02331.HK) 海外公司快评: 李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴, 四季度电商销售增长提速

金融工程

金融工程日报: 沪指震荡收跌, 机器人产业链持续活跃

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 01月22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	20106.55	0.9

基金指数 01月22日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3231.49	-0.01
股票基金指数	9724.69	0.68
混合基金指数	9009.68	0.71

汇率 01月22日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.04	0.09
美元兑人民币	7.27	0.12
美元兑港币	7.78	0.06
美元兑日元	155.52	-0.06

非流通股解禁 01月22日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
赛为智能	18	0.08	2016/07/27
经纬电材	27	0.16	2016/07/27
新界泵业	10	0.04	2016/07/27
华邦健康	5	0.00	2016/07/27
佰利联	78	0.13	2016/07/28
中科创达	8	0.08	2016/07/28
瑞丰高材	0	0.00	2016/07/28
瑞丰高材	0	0.00	2016/07/28

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:固定收益专题报告-减持新规、熊牛转换下的私募 EB 资产再探

一级市场：发行平稳，条款多元

(1) 发行概况：当前存量私募 EB 为 73 只，合计 904.5 亿规模，近三年发行规模均维持在 300-350 亿元区间，大规模私募 EB 占比明显提升，我们对私募 EB 发行场所、期限、发行主体性质、评级、主承销商等均做了梳理。

(2) 条款设计上的规律：私募 EB 使用固定利率方式较多，一般略高于对应转债，近年来发行的 EB 大多带有利息补偿；在正文中我们统计了赎回、下修、回售条款的常见形式及特殊案例，值得注意的是，很多标的没有回售条款，部分私募 EB 不含下修条款，而有的私募 EB 还带有自动下修条款；换股条款方面，初始换股价设定和发行人的发行初衷关联较大，一般减持型（偏股型）的 EB 初始换股价较低，减持型 EB 还通常对应更低的票面利率。

(3) 发行进度及形式变化：我们探究了近几年发行数量减少是否和发行耗时变长、项目相对停滞有关：从已完成发行的项目来看，各项目发行前耗时并未明显变长；此外发行形式上，分期发行依旧常见。

二级市场：分化明显，部分新券成交活跃

(1) 交易热度及市场表现：私募 EB 在二级市场的流动性较差，从深交所披露的数据来看：交易热度方面，个券间分化明显，部分个券交易活跃；市场表现方面，2024 年深交所私募 EB 平均涨跌幅为 4.41%；个券上 24 广州数字科技 EB、24 明德 EB 全年交易活跃，且为投资者带来可观回报。

(2) 主要市场参与者：深交所网站目前暂停披露可交债的主要持有人数据，我们参考上交所月度披露的情况（为公募+私募 EB 合并口径，包含 G 三峡 EB2）：EB 的主要投资群体为券商自营、企业年金、信托、保险等，趋势上券商自营占比提升较明显。

(3) 退出情况及收益统计：私募 EB 主要退出形式为转股+到期，2024 年转股退出比例明显降低；我们统计了转股退出 EB 的存续期间最大换股价值、和到期退出 EB 的票面利率+补偿利率情况，多数收益可观。

2024 年热点话题再探讨

(1) 减持新规如何影响私募 EB？我们探讨了——相关规则出台后私募 EB 发行节奏是否变化？是否有因政策变化而终止项目的情况存在？发现 2023 “8.27 减持规定”对私募 EB 发行影响有限，但 2024 “5.24 减持新规”后发行放缓；“8.27”后终止的私募 EB 项目有 3/5 不再符合“减持新规”要求。

(2) 私募 EB 的违约风险如何？2024 年可转债市场曾因信用风波经历了一波寒冬，对于私募 EB，投资者不免担心其会出现违约风险。通过梳理发现，私募 EB 在历史上发生多次违约，应加强对信用风险的评估，我们在正文中从行业特性及发行主体财务方面给出信用评估的可关注指标，供投资者参考；即便私募 EB 发生违约，也可通过转股降低损失。

总体来看，私募 EB 具有较好债底保护，历史来看投资收益也较为可观，在对发行主体资质进行充分甄别后，不失为一种值得期待的资产。

风险提示：数据统计不完全，可交债规则发生变化。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

◆ 固定收益周报:超长债周报-春节前资金面继续收紧概率较低

超长债复盘：上周资金面明显收紧，隔离利率一度高达 10%，另外四季度 GDP 增速 5.4%，2024 年全年 GDP 同比 5.0%，12 月经济继续走好，债市小幅调整，超长债小跌。成交方面，上周超长债交投活跃度大

幅回落，交投较活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差波动不一。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 1 月 17 日，30 年国债和 10 年国债利差为 26BP，处于历史偏低水平。12 月政治局会议和中央经济工作会议提出，明年实施更加积极有为的宏观政策，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规的逆周期调节。我们认为，当前货币政策放松的确定性最强，经济托底的效果仍待验证，春节前资金面继续收紧的概率较低，预计近期债市震荡为主。当前 30 年国债期限利差极低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 1 月 17 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 1BP，处于历史极低位置。12 月政治局会议和中央经济工作会议提出，明年实施更加积极有为的宏观政策，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规的逆周期调节。我们认为，当前货币政策放松的确定性最强，经济托底的效果仍待验证，春节前资金面继续收紧的概率较低，预计近期债市震荡为主。当前 20 年国开债品种利差极低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较大。和上上周相比，超长债总发行量大幅上升。

成交量：上周超长债交投较活跃。上周超长债交投活跃度大幅回落。

收益率：上周资金面明显收紧，隔离利率一度高达 10%，另外四季度 GDP 增速 5.4%，2024 年全年 GDP 同比 5.0%，12 月经济继续走好，债市小幅调整，超长债小跌。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差波动不一，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）、季家辉（S0980522010002）

◆ 策略专题：全球 ESG 资金追踪表（2025 年第一期）-美国股票 ESG 基金重点布局信息科技

· 本报告基于 EPFR 数据库中的 SRI/ESG 统计口径，对 2024 年 12 月不同地区 and 国家的 ESG 基金资金流动状况进行月度跟踪与分析，其中股票持仓数据为最新 2024 年 11 月数据。

全球 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下的股票型 ESG 基金总规模为 20464 亿美元，较上月减少 2.39%；资金整体净流出 40.21 亿美元，其中，大盘成长型和中盘混合型 ESG 基金净流出最多，分别流出 14.52 和 3.83 亿美元，无净流入型 ESG 基金；行业主题 ESG 基金中，房地产、基建、工业主题 ESG 基金实现资金净流入，其余行业主题 ESG 基金资金均为净流出。债券型 ESG 基金总规模为 7042 亿美元，资金净流入 14.05 亿美元，公司债型、混合债型、主权债型基金资金分别净流入 28.82 亿美元、净流出 12.93 亿美元和净流出 1.76 亿美元。

发达市场 ESG 资金流动状况：股票型 ESG 基金总规模为 18668 亿美元，规模较上月减少 2.60%；资金净流出 41.28 亿美元。债券型 ESG 基金总规模为 6678 亿美元，资金净流入 20.65 亿美元。

新兴市场 ESG 资金流动状况：股票型 ESG 基金总规模为 1797 亿美元，规模减少 0.15%；资金净流入 1.07 亿美元。债券型 ESG 基金总规模为 364 亿美元，资金净流出 6.60 亿美元。

中国 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 137.21 亿美元，规模减少 2.24%；资金净流出 2.62 亿美元，净流出规模有所降低；行业配置方面，股票型 ESG 基金配置比例前三的行业分别为周期消费、金融和信息技术，配置比例分别为 25.26%、23.07%、21.57%，当月增配幅度较大的行业为信息技术和必选消费，减配幅度较大的行业为周期消费。债券型 ESG 基金总规模为 3.12 亿美元，资金净流出 0.08 亿美元。

美国 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 5706 亿美元，规模减少 2.83%；资金净流入 4.58 亿美元；行业配置方面，股票型基金配置比例前三的行业分别为信息技术、金融、周期消费，配置比例分别为 37.19%、14.23%、12.09%，本月增配幅度较大的行业为周期消费、必选消费和金融，减配幅度较大的行业为医药、信息技术和材料。债券型 ESG 基金总规模为 1151 亿美元，资金净流入 1.29 亿美元。

日本 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 282.72 亿美元，规模减少 1.94%；资金净流出 2.78 亿美元；行业配置方面，股票型基金配置比例前四的行业分别为工业、周期消费、金融和信息技术，配置比例分别为 23.18%、17.97%、17.16%和 16.79%，本月增配幅度较大的行业为金融和周期消费，减配幅度较大的行业为信息技术和医药。

风险提示：(1)ESG 投资受到清洁能源政策和公司治理规定的影响，节奏具备一定不确定性；(2)海外地缘问题导致的资金净流动，与 ESG 标签属性关联有限；(3)本文仅对历史资金流动情况进行复盘梳理和即时跟踪，不构成对未来相关行情预测。

证券分析师：王开 (S0980521030001)

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：资金跟踪与市场结构周观察(第五十期)-情绪回升，融资余额净流入

市场成交量上升。上周(20250113-20250117)全市场成交量上升，沪深两市成交额位于近一年的 76.4%分位数水平(前值为 76.4%)。近一周市场有所反弹，交投情绪有所回暖。

成交额集中度有所上升。上周，行业层面成交额集中度保持上升趋势，个股层面成交额集中度保持上升趋势。行业层面涨跌幅分化度保持下降趋势，个股层面涨跌幅分化度转为上升趋势。

赚钱效应上升。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为 4.98%，相比前值下降 1.85 个百分点。全 A 涨跌中位数为 4.84%，较前值上升 6.25 个百分点。Top25%分位数为 7.06%，较前值上升 5.94 个百分点。Top75%分位数为 2.85%，较前值上升 6.36 个百分点。

行业换手率上升。上周换手率最高的三个一级行业为：传媒(19.39%)、商贸零售(18.97%)、计算机(17.30%)。上周换手率最低的一个一级行业为：银行(1.20%)、石油石化(1.91%)、公用事业(3.22%)。

机构调研强度降低。从行业层面的机构调研强度看，电子(8.55%)、机械设备(8.20%)、计算机(4.44%)三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看，中证 500 的调研强度最大，为 1.38。从边际变化看，中证 100 的调研强度在上周的绝对变化最大，降低了 1.01。

股市资金净流入。上周股市资金净流入 477.21 亿元，较前值多流入 523.73 亿元。各分项资金为：(1)融资余额增加 68.94 亿元；(2)重要股东增持 13.52 亿元；(3)ETF 流入 414.58 亿元；(4)新发偏股基金 80.46 亿元；(5)IPO37.85 亿元；(6)定向增发 0.00 亿元；(7)重要股东减持 33.41 亿元；(8)ETF 流出 29.03 亿元。

从资金流入流出来看，较前值，各分项的变化为：(1)融资余额增加 283.89 亿元；(2)重要股东增持减少 4.63 亿元；(3)ETF 流入减少 24.33 亿元；(4)新发偏股基金增加 39.99 亿元；(5)IPO 增加 28.01 亿元；(6)定向增发减少 176.90 亿元；(7)重要股东减持减少 0.99 亿元；(8)ETF 流出减少 78.93 亿元。

资金流出风险降低。上周限售解禁家数为 63 家，较前值减少 2 家。限售解禁市值为 372.14 亿元，较前值减少 9.16 亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为 626.13 亿元。从行业来看，前两周限售解禁市值最多的三个行业为：电子(111.70 亿元)、计算机(46.65 亿元)、机械设备(46.63 亿元)。有 11 个行业没有限售解禁出现。

风险提示：数据更新滞后；数据统计误差；文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

证券分析师：王开 (S0980521030001)、陈凯畅 (S0980523090002)

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 食品饮料周报(25 年第 3 周)：春节旺季临近，刚需加快释放，多品类增长承压

本周(2025 年 01 月 13 日至 2024 年 01 月 19 日)食品饮料板块上涨 2.08%，跑输上证指数 0.23pcts。本周食品饮料板块涨幅前五分别为来伊份(31.79%)、一鸣食品(30.72%)、好想你(26.70%)、万辰集团

(14.28%)和*ST西发(12.01%)。

白酒：宴席及大众消费动销逐步加快，品牌、产品分化延续。伴随春节临近，2025年白酒春节动销能见度逐步提升，我们预计行业整体同比下滑双位数左右。分消费场景看，商务活动仍然较弱，礼赠需求下滑；春节假期延长，预计小年以后返乡人流走亲访友等自饮需求集中释放。分价格带看，预计80-200元表现较好，300-500元次之，800元以上承压。渠道状态看，终端自2024年以来维持轻资产运作，以需求定进货量，经销商资金压力下诉求安全库存，回款集中于头部强势品牌和高周转品种。分品牌看，分化趋势加剧，茅台、五粮液、汾酒、古井等龙头对渠道和经销商仍有较强的议价能力，公司边际增投费用后对中小品牌的份额抢占能力明显，经营节奏相对较快。库存及价格表现看，当前渠道库存较24年春节增加0.5-1个月，主流产品价格盘有所下移，茅台、五粮液、汾酒等重视价格维护，通过供给端优化、战术产品放量等方式保护核心单品。本周飞天茅台批价平稳，普五批价环比提升。本周(1/13-1/17)白酒SW上涨2.43%，今世缘、金徽酒、酒鬼酒、天佑德酒、迎驾贡酒涨幅领先。情绪面看，2024年12月金融数据、社零增速表现较好，此前悲观预期下，估值端有所修复。基本面看，伴随春节临近，大众消费及宴席场景需求逐步升温，酒企回款及动销进度有所改善，预计春节整体动销同比下滑幅度收敛至10%左右；其中茅台、五粮液、汾酒、古井、今世缘表现较优。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)需求压力逐步在表内显现，基地市场仍有增长势能的古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒；3)报表端反应改革或调整已进入向上阶段的公司；也建议关注渠道风险加速释放的泸州老窖、洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：部分公司发布业绩预告，关注春节需求改善。啤酒：本周燕京啤酒披露2024年度业绩预告，预计2024年归母净利润同比增长55.1%-70.6%。零食：传统经销渠道春节备货普遍偏谨慎，仍需重点关注2025年零食行业渠道变化。速冻食品：旺季环比改善可期，预计政策刺激2025年渐进恢复。调味品：短期复调平淡趋势延续，2025年复苏在途。乳制品：春节备货平稳，布局2025年供需改善带来的向上弹性。饮料：春节备货整体符合预期，龙头来年目标积极预计景气延续。

投资建议：本周推荐组合为五粮液、贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒、今世缘、口子窖等。

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

◆ 轻工制造行业周报(25年第3周)：鉴往知来：五十年日本玩具市场复盘

本周研究跟踪与投资思考：日本作为少子化严峻的国家，早在1970年代就已经陷入少子化困境，而基于深厚的二次元文化与受众基础，日本也是玩具产业较为发达的国家，因此其玩具市场的发展路径或具备一定借鉴意义。本周我们对近五十年日本玩具市场进行复盘，鉴往知来，为国内玩具市场后续的发展趋势提供参考。

玩具市场以儿童为主要消费群体，少子化趋势不可避免将对玩具市场形成冲击，尤其是日本已深陷超少子化危机多年。日本的少子化时代起始于1974年，而日本玩具市场规模自1974年以来却走出了快速增长→小幅下跌→重回增长的N型曲线。

1974-1991年：少子化开启，日本玩具市场快速增长。自1971-1974年第二次婴儿潮结束后，日本每年新生人口持续走低，而玩具市场却保持快速增长。1) 1974-1981年：日本0-14岁人口规模从2617万人增长至2740万人，带动玩具市场快速扩容，从1974年的2886亿日元增长至1981年约6900亿日元，年复合增速13.2%。2) 1981-1991年：尽管日本0-14岁人口规模快速下降，但玩具市场仍保持增长态势，到1991年规模突破10000亿日元，10年复合增速达到3.8%，其背后是供给端随着玩具的科技含量提高而带来的单价增长，以及需求端由于出生人口减少、家庭收入增加以及长辈偏爱而形成的独生子女消费支出增加。

1990s-2013年：陷入低迷的日本玩具市场。1990年代日本经济增长逐步停滞，进入长达30年的低温经济阶段，同时基于少子化带来的人口市场基底变化，日本玩具市场也由此陷入低迷，并在2006年达到历史低点7236亿日元，市场规模较此前的10000亿日元下降了27.6%。但即使是陷入超少子化、金融危机与经济衰退的困境阶段，2007-2013年日本玩具市场依然稳定维持在7200-7500亿日元规模，展现了

较强的需求韧性。

2014 至今：日本玩具行业走出困境，逆势增长。虽然日本新生儿与 0-14 岁人口规模下降的趋势并未出现扭转，但自 2014 年日本玩具市场已出现逆势增长，2014-2020 年规模维持在 8000+ 亿日元，2021-2023 年大幅攀升并在 2023 年突破 10000 亿日元，创下历史新高。其中卡牌、智能玩具、毛绒与潮玩兴趣等细分品类成为近年日本玩具市场较大的增长动力，2014-2023 年复合增速分别为 15.0%/14.2%/7.9%/3.8%。细分品类高增长的原因在于：1) 日本玩具市场受众的年龄圈层上移，抵御了少子化的负向冲击；2) IP 产品的持续开发是增长的底层基础；3) 此外，2021 年以来日本玩具市场的高增长也与疫情居家乐、入境客户旅游消费需求有关。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块+3.25%，周相对收益+1.11%。家居板块：12 月家具类零售额同比+8.8%，9 月建材家居卖场销额同比-2.2%；上周 TDI 国内现货价上涨 950 元/吨，软泡聚醚市场价下跌 100 元/吨。浆价纸价：上周外盘针、阔叶浆报价持平；内盘针叶浆上涨 100 元/吨、阔叶浆上涨 50 元/吨；溶解浆较上周持平；废纸现货价下跌 18 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸、双铜纸市场价持平，箱板纸市场价持平、瓦楞纸下跌 100 元/吨，白卡纸与白板纸价格持平。地产数据：12 月商品房住宅新开工/竣工/销售面积同比-15.8%/-25.4%/+4.5%，12 月 30 大中城市商品房成交面积同比+19.8%，12 月二手房成交面积同比+58.5%。出口数据：12 月我国家具与纸制品出口额增速分别为+3.2%/+0.0%。轻工消费：12 月潮玩动漫线上 GMV 同比-17.5%，积木线上 GMV 同比+20.5%。

投资建议：随着政企双补在重点城市加速落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团；关注短期供给改善、需求旺季支撑纸价提涨落地，重点推荐太阳纸业，推荐业绩稳健、高分红率的精品纸包装龙头裕同科技；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的晨光股份；出口链关注跨境电商出海标的，推荐家具家居跨境出海龙头致欧科技，以及海外仓业务带动二次增长的乐歌股份。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

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

联系人：李晶

◆ 医药生物行业 2025 年 1 月投资策略：年报业绩预告陆续发布，行业回暖信号频现

JPM2025 开局，国产创新药 BD 交易浪潮迭起：第 43 届摩根大通医疗健康大会（JPM 2025）刚刚落下帷幕。今年 JPM 大会上，出现了比往年更多的中国药企身影。Evaluate Pharma 的最新报告显示，在整个行业的临床管线中，至少有五分之一的项目有中国公司参与；DealForma 的数据显示，2024 年大约 31% 的大型跨国药企引进的创新药候选分子来自中国，2019 年这一数字还是 0%。跨国药企核心管线的交替，为国内 Biotech 提供融入全球医药商业的机会。过去几年，数百个国产创新药通过 license out 和 newco 形式出海，2025 年多个项目临床结果即将揭晓。

国内政策端回暖信号频现：1 月 17 日，国家医保局召开“保障人民健康 赋能经济发展”新闻发布会，提出医保丙类目录将于今年年内发布第一版，主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著，但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品，并积极引导支持商业健康保险将丙类目录药品纳入保障范围，并将探索优化调整支付管理政策，对于丙类目录药品可不计入参保人自费率指标和集采中选可替代品种监测范围，符合条件的病例可不纳入按病种付费范围，实行按项目付费。2018 年以来，国家组织药品带量采购累计节省医保基金 4400 亿元左右，其中用于谈判药使用超 3600 亿元，也就是说“老药”集采省下来的钱 80% 用于创新药，“腾笼换鸟+增量商保资金”的双重驱动下，预计国产创新药在院内药品的占比会持续快速提升。

医疗设备更新进入陆续落地阶段：设备更新政策在经历政策发布、项目上报和审批阶段后，目前进入了采购意向发布和招标阶段，部分省市的设备更新项目开始陆续落地。根据众成数科统计，从 24 年 10 月起，招标项目金额呈现递增趋势，截至 1 月 5 日，我国医疗领域设备更新招标公告已披露的预算总金额达 80 亿元。随着招投标落地，设备更新对于企业端业绩的贡献有望从 24Q4 起得以体现，并延续到 25 年整年。

投资建议：国内医疗需求持续升级，宏观经济有望逐步回暖，在地缘政治扰动之下，国家有望加大对于

自主可控的支持力度，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备、生命科学上游等细分行业，同时建议关注 AI 医疗、并购重组等带来的主题投资机会。

1 月投资组合：智翔金泰-U、美好医疗、特宝生物、爱博医疗、艾德生物、澳华内镜、百普赛斯、药明合联（H）、康诺亚-B（H）、爱康医疗（H）。

风险提示：研发不及预期的风险、商业化不及预期的风险、医保政策超预期风险、地缘政治风险。

证券分析师： 张佳博（S0980523050001）、陈益凌（S0980519010002）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、马千里（S0980521070001）、张超（S0980522080001）

联系人： 凌珑、贾瑞祥

◆ 盛达资源(000603.SZ) 深度报告:银矿为基,金矿为翼

公司是国内重要白银企业，做大做强贵金属板块。盛达资源于 2011 年借壳上市，控股股东为盛达集团，主营金、银、铅、锌等有色金属的采选业务。自成立以来，公司通过不断收购矿山实现扩张，目前控股 6 家位于内蒙古的矿业子公司，以及位于四川的菜园子铜金矿。截至 2023 年，公司具备矿产资源量：白银 7,231 吨、黄金 27 吨、铅 36 万吨、锌 93 万吨；2021-2023 年公司白银产量分别为 226/203/145 吨。

鸿林矿业预计 2025 年投产，公司黄金产量将显著提升。公司于 2023 年 12 月取得鸿林矿业 53%股权，2024 年 10 月公告计划收购其剩余 47%股权。菜园子铜金矿是鸿林矿业的核心资产，拥有黄金资源量 17.1 吨、铜资源量 3 万吨，2019 年获得采矿许可证，目前正在建设，预计 2025 年正式投产。菜园子铜金矿设计生产规模为 39.6 万吨/年，黄金平均品位 2.8 克/吨，达产后可年产黄金 1.1 吨左右；公司 2021-2023 年黄金产量为 293/250/148 公斤。

金山矿业技改完成，公司业绩拐点或现。公司 2023 年实现归母净利润 1.48 亿元，同比下滑 59%，一个重要原因是金山矿业自 2023 年 10 月开始对采矿工程和选厂进行技改，而金山矿业正常年份能够实现 2 亿元左右的净利润。2024 年 9 月，金山技改如期完成，生产经营恢复正常。此外，公司初期对金山持股为 67%，2024 年 12 月完成对剩余 33%股权的收购，成为全资子公司；同时盛达集团作出承诺，金山 2025-2027 年间的净利润应合计不低于 4.7 亿元，即平均 1.6 亿元/年，低于 4.7 亿元的部分盛达集团将向公司予以补偿。

预计 2025 年金银价格依然较强。黄金长期趋势反映的是美元货币信用体系的边际变化，美国持续的赤字货币化及对他国美元资产的干预和强势，推升各国央行增持黄金，边际弱化了美元地位，中短期受到美联储降息节奏及市场风险偏好的影响，预计 2025 年金价依然较强；银价从长周期来看与金价走势类似，但由于工业需求占比超 40%，其工业属性较黄金更强，金银比修复使得白银后期具备更大的价格弹性。

盈利预测与估值：随着各项产能逐步投产，公司业绩有望得到释放。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.2/5.3/7.3 亿元（+115.4%/66.7%/37.4%），EPS 分别为 0.46/0.77/1.06 元。通过多角度估值，预计公司合理估值区间为 15.7-16.9 元，相对于目前股价有 16%-25%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；白银产量波动；白银、铅、锌价格大幅下降；安全和环保风险。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 携程集团-S(09961.HK) 公司快评:2025 乘政策东风,旅游龙头高质量进阶

近两年 OTA 成为出行链中稀缺的强势验证赛道，2024 年携程集团跑出翻倍行情，本文为深度跟踪系列之三。

• 2024 携程集团缘何成就翻倍股？2024 年携程港股涨 95%。市场从年初起交易补偿性释放后旅游需求可持续、竞争格局与公司自身经营效率较疫前实质性改善，到 8 月后反应上游酒店内卷价格走弱下平台的产业链份额提升、出境自由行支撑线上渗透加速，再到 9 月下旬政策积极转向迎来估值修复，后续三季报扎实基本面对估值形成支撑。2024 前三季度公司收入增长 19%，Non-GAAP 归母净利润净利润增长 44%。

- 居民旅游需求韧性来自哪里？继国家假期制度优化，2025 开年中央进一步细化文旅消费提振措施。当前消费者信心指数仍处相对低位，但居民旅行消费倾向不减，追求理性消费的同时强化体验升级与情绪价值，2024 年前三季度国内游人次同比双位数增长，全年服务比商品消费增速高 3pct。国内游收入占经济比重处于恢复通道，参考海外人均 GDP 突破 1 万美元服务消费跃升历史演进，其有望好于 GDP 增速。
- 如何展望公司国内利润核心——酒店业务的后续发展？2024 年供需失衡二三季度酒店房价下探，四季度收窄至低个位数，假设供给增速温和则预计后续价格呈现企稳；间夜量由需求与线上渗透推动，2024 年休闲强商旅弱，携程间夜量增速比行业快 10-15pct。展望后续，预计休闲游仍韧性，若政策传导至商旅修复，则又一增长引擎有望启动，同时我国酒店 40% 左右在线化率提升（美国超 70%）支撑平台好于行业增速；2023 年底我国酒店仍相对分散，平台与中央预订需求分化，目前连锁化率提升影响有限。
- 2024 年出境游高利润、高弹性，2025 年增长势能如何？2024 年国际航线运力从 1 月 65% 恢复至 12 月 80%，自由行趋势下公司机酒恢复度比行业快 20-40%，行业出境机票价格较 2019 年增幅逐季回归理性区间。展望后续，航班管家预计 2025 年国际航班增长 17%，跟踪地缘关系缓和和对长线游修复可能。复盘 10 余年居民出境游变迁，目的地本身可替代性强，安全事件、地缘政治、汇率变化动态影响周边国家出游次序。2019 年我国出境人次渗透率约 11%，签证含金量正逐步提升，参考全球约 26% 有较大空间。
- 入境免签潜在效果？如何理解国际化新成长曲线？国际平台 Trip 是携程发展战略重心，目前在维持边际盈亏平衡的基础上优先提升规模与市占率，2024 年 10 月-2025 年 1 月 Trip 在中国香港、韩国、泰国、新加坡、马来西亚等地已经稳居旅游行业下载量前列，获客与留存策略持续验证。我国入境免签政策利好带动自由行提升，或加速 Trip 海外扩张乃至盈利进程，中线入境游对应万亿市场。考虑国内业务经营杠杆与营销效率持续改善，短期国际平台投放加大及占比提升对利润率扰动有限，潜在规模潜力大。
- 投资建议：公司国内、出境、国际业务三驾马车驱动成长，其中国内+出境基本盘优于行业增长、规模杠杆与效率优化支撑盈利改善，Trip 多个国家已跃居前列、入境政策利好释放或加速扩张进程。维持 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润 174/197/229 亿元，考虑过去两年行业格局与公司自身经营 α 的充分验证，2025 年叠加受益于政策提振经济带来的 β 弹性，兼顾后续股东回报提升潜力，参考可比估值给予公司 2025 年 20-22x 估值，对应市值约 4223-4645 亿港元，较当前有 16%-28% 空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观系统性风险、居民消费力不及预期、地缘政治、外部安全事件、海外竞争加剧。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 李宁(02331.HK) 海外公司快评: 李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴，四季度电商销售增长提速

2025 年 1 月 15 日，上海联合产权交易所正式发布公告，宣布李宁(中国)体育用品有限公司获得 2025-2028 年中国体育代表团体育服装合作企业征集项目；李宁品牌成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴。近期安踏、特步、361 度陆续披露 2024 年第四季度及全年流水，四季度流水增长较三季度基本均环比提速。

国信纺服观点：1) 李宁品牌成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴，看好公司营销端发力激发品牌增长动力；2) 四季度运动品牌流水和电商销售额环比三季度提速，李宁品牌四季度电商增速达 26%；3) 11 月李宁发布全新中底“超䨻”，并推出 6 款搭载超䨻科技的新品篮球鞋和跑鞋；4) 风险提示：消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险；5) 投资建议：四季度环比改善，中长期继续看好专业品类成长空间。四季度李宁品牌三平台电商销售额增长提速，流水虽未披露，我们预计较三季度也有所改善；11 月发布全新中底超䨻并推出 6 款新品跑鞋篮球鞋，引领行业创新。2025 年公司仍保持谨慎乐观的指引，短期内虽未恢复快速增长，同时由于国际奥委会的合作费用会对公司利润端造成一定压力，中期而言我们仍看好李宁的产品竞争力，跑步品类引领增长，矩阵口碑持续强化，在篮球与时尚品类泡沫出清后，公司整体增速将更加明显；营销端的积极表现也会激发品牌增长加速的潜力。基于宏观消费环境不明朗以及公司管理层指引仍偏谨慎，我们小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 30.6/30.6/34.2 亿元（前值为 31.5/35.5/38.6 亿元），同比 -4.1%/0.0%/+11.9%。维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

金融工程

◆ 金融工程日报:沪指震荡收跌，机器人产业链持续活跃

市场表现：今日（20250121）规模指数中中证 1000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。电子、通信、计算机、房地产、汽车行业表现较好，石油石化、钢铁、综合、综合金融、煤炭行业表现较差。智能音箱、华为星闪、ASIC 芯片、光芯片、光模块（CPO）等概念表现较好，水产、啤酒、炭黑、PTA、动物保健精选等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 52 只股票涨停，有 28 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.60%，昨日跌停股票今日收盘收益为-6.03%。今日封板率 58%，较前日下降 6%，连板率 25%，较前日下降 5%。

市场资金流向：截至 20250120 两融余额为 18258 亿元，其中融资余额 18157 亿元，融券余额 101 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 9.4%。

折溢价：20250120 当日 ETF 溢价较多的是工程机械 ETF，ETF 折价较多的是科创 200ETF 基金。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250120 当日大宗交易成交金额为 7 亿元，近半年以来平均折价率 4.66%，当日折价率为 7.02%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.05%，1.74%，6.13%，10.85%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 1.13%，处于近一年来 59%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 0.18%，处于近一年来 64%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 4.67%，处于近一年来 60%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 7.14%，处于近一年来 68%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是稳健医疗、国药一致、软通动力、兆威机电、建邦科技、灿芯股份、博纳影业、奥普特等，稳健医疗被 152 家机构调研。20250121 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是翱捷科技-U、全志科技、宝馨科技、广和通、建设工业、长盛轴承、黑猫股份、国安达、肇民科技、迈赫股份等，机构专用席位净流出较多的股票是兆威机电、星宸科技、钧威电子、金安国纪、环球印务、汇嘉时代、智迪科技、新研股份、地铁设计、东港股份等。陆股通净流入较多的股票是全志科技、长盛轴承、建设工业、翱捷科技-U、金安国纪、强达电路等，陆股通净流出较多的股票是星宸科技、五洲新春、汇洲智能、广和通、地铁设计、黑猫股份、兆威机电等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	635.74	-0.12	ICE 布伦特原油	80.15	-0.79
白银	7733.00	-0.07	铜	75520.00	0.01
铝	20380.00	-0.04	铅	16750.00	0.20
豆一	3969.00	0.60	锌	24240.00	0.16
豆粕	3144.00	3.42	镍	127970.00	0.06
玉米	2192.00	-0.18	锡	251620.00	1.38
螺纹钢	3244.00	-0.49	SR503	5830.00	0.10

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	99.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.03	-0.06	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
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
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
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
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
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
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
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
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
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 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
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 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
301003. SZ	江苏博云	1662. 59	5826. 66	100. 00	2024-12-02
001317. SZ	三羊马	5040. 00	8004. 00	100. 00	2024-12-02
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
688049. SH	炬芯科技	3111. 46	12200. 00	100. 00	2024-11-29

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	44025. 80	1. 237070	55. 51	55. 51	55. 51	55. 51	42. 04
德国 DAX 指数	21042. 00	0. 246256	65. 20	5. 81	8. 12	27. 10	42. 15
法 CAC40 指数	7770. 95	0. 484257	4. 67	6. 82	3. 11	5. 41	47. 23
恒生指数	20106. 55	0. 907065	4. 61	1. 95	-1. 81	31. 34	81. 55
沪深 300 指数	3832. 61	0. 076700	0. 31	-2. 42	-2. 60	17. 21	69. 10
美国 SP500 指数	6049. 24	0. 876821	3. 53	1. 99	3. 33	24. 98	46. 62
纳斯达克综合指数	19756. 78	0. 644823	3. 74	0. 94	6. 56	29. 03	50. 41
日经 225 指数	39027. 98	0. 322550	1. 43	0. 84	0. 18	8. 52	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	601318. SH	中国平安	49. 9000	0. 1807	无数据	002050. SZ	三花智控	30. 3800	6. 2609	无数据
2	002050. SZ	三花智控	30. 3800	6. 2609	无数据	688099. SH	晶晨股份	88. 0600	8. 7295	无数据
3	688099. SH	晶晨股份	88. 0600	8. 7295	无数据	603986. SH	兆易创新	132. 1000	-0. 6767	无数据
4	603986. SH	兆易创新	132. 1000	-0. 6767	无数据	300502. SZ	新易盛	133. 2000	4. 3478	无数据
5	300502. SZ	新易盛	133. 2000	4. 3478	无数据	600036. SH	招商银行	40. 1400	0. 0499	无数据
6	600036. SH	招商银行	40. 1400	0. 0499	无数据	600519. SH	贵州茅台	1468. 1500	-0. 4509	无数据
7	600519. SH	贵州茅台	1468. 1500	-0. 4509	无数据	600183. SH	生益科技	29. 2800	0. 7571	无数据

8	600183.SH	生益科技	29.2800	0.7571	无数据	603893.SH	瑞芯微	158.1300	10.0035	无数据
9	603893.SH	瑞芯微	158.1300	10.0035	无数据	000100.SZ	TCL 科技	5.1900	2.9762	无数据
10	002472.SZ	双环传动	35.6500	7.3472	无数据	002472.SZ	双环传动	35.6500	7.3472	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	1918.HK	融创中国	1.6600	0.03750000	48603.32	0981.HK	中芯国际	41.9000	0.06345178	286057.92
2	2013.HK	微盟集团	2.3000	0E-8	65164.89	0700.HK	腾讯控股	387.4000	-0.00615700	258365.33
3	9988.HK	阿里巴巴-W	84.8000	0.00295683	72713.17	1810.HK	小米集团-W	35.9000	0.03458213	154333.89
4	0883.HK	中国海洋石油	18.9400	-0.00733753	97597.79	3690.HK	美团-W	158.5000	0.01929260	116176.26
5	0763.HK	中兴通讯	27.6000	0.07184466	99850.18	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	110270.53
6	3690.HK	美团-W	158.5000	0.01929260	105836.01	0883.HK	中国海洋石油	18.9400	-0.00733753	102079.76
7	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	108573.98	0763.HK	中兴通讯	27.6000	0.07184466	74498.20
8	1810.HK	小米集团-W	35.9000	0.03458213	125011.74	2013.HK	微盟集团	2.3000	0E-8	62882.69
9	0700.HK	腾讯控股	387.4000	-0.00615700	270507.35	9988.HK	阿里巴巴-W	84.8000	0.00295683	59697.22
10	0981.HK	中芯国际	41.9000	0.06345178	372236.74	1918.HK	融创中国	1.6600	0.03750000	42425.19

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