

2025 年 1 月 14 日 星期二

分析师推荐

【东兴宏观】周期性行业部分好转，制造业持续收缩（20250113）**事件：**

美国 12 月季调后非农就业增 25.6 万，预期 16 万，前值 22.7 万；失业率 4.1%，预期 4.2%，前值 4.2%。

主要观点：

就业紧绷程度略有反弹，短期非农总量继续无忧。

部分周期性服务业有所好转，制造业持续收缩。

维持美联储实际路径比点阵图更偏鹰的观点。

维持美国十年期国债利率上限 4.75~5%，1、2 月容易出利率高点；美股处于泡沫中，维持中性略偏积极。

就业紧绷程度略有反弹，部分周期性行业好转，非农总量继续无忧。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，11 月需求占供给百分比为 100.58%，略有反弹，与疫情前高位平台相仿（2018 年 5 月~2020 年 2 月）。2018~2020 年 2 月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期，因此非农短期尚可。（图 4）

部分周期性行业供需有所好转，制造业继续下降。11 月，非农四大主力行业岗位空缺度分别为（2020 年 2 月=100%），医疗（131%）、政府（116%）、专业与商业服务（144%）、住宿餐饮（105%）。占非农总量 26% 的两大非周期性行业，医疗与政府，岗位空缺数均略有增加，保持稳定。周期性行业支柱中，专业与商业服务岗位空缺数明显增加，住宿餐饮有所下降。其他变化较大的有，艺术娱乐（88%）反弹，但制造业（102%）持续下滑。（图 8）

总量上，劳动参与率 62.5% 没有变化，劳动就业率回升至 60%。分年龄看，45 岁以上人群劳动参与率的下降被年轻人的参与率上升所抵消。从就业人数来看，没有结构性的改善，仍在平台内震荡。（图 1、2）

医疗、政府继续支撑非农，周期性行业部分好转，节日效应显著。12 月就业主要集中于医疗（4.6 万）、零售（4.3 万）、休闲娱乐（4.3 万）政府（3.3 万）、专业和商业服务（2.8 万）和社会辅助（2.3 万）。非农四大支柱行业均表现尚可，周期性行业有所反弹，节日效应明显。其中，休闲娱乐主要来自餐饮（3 万）、住宿（0.6 万）和艺术娱乐（0.7 万）。零售行业 11 月降 2.8 万，12 月反弹，主要集中于服装珠宝零售以及百货商店等。

制造业就业持续下降。12 月制造业继续萎缩 1.3 万，主要集中于耐用品制造，细分行业普降；非耐用品增 0.3 万，基本没有变化。最新制造业 PMI 为 49.3，显示有所回升，制造业的持续萎缩或将有所改善。

扣除非周期性行业后的非农尚未完全脱离低位平台。2024 年，非农主力医疗和政府，占非农总量提升了 1 个百分点至 26%，对非农影响显著，但这两个行业周期性不强。扣除医疗与政府就业，12 月非农新增处于历次经济周期较低水平的平台高位，但尚未完全脱离，预计需要制造业翻转后才能彻底脱离。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,240.94	2.54
深证成指	10,165.17	3.77
创业板	2,075.76	4.71
中小板	6,241.64	3.32
沪深 300	3,820.54	2.63
香港恒生	19,239.84	1.94
国企指数	6,994.06	2.20

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
超研股份	6.70	医药生物	20250113
兴福电子	11.68	电子	20250113
富岭股份	5.30	轻工制造	20250114
亚联机械	-	机械设备	20250116
海博思创	-	电力设备	20250116

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

(图 10)

薪资增速继续下降。周薪 (3.5%) 和时薪 (均为 3.8%) 同比继续下降, 但仍处于一般周期的上沿。薪资增速超过通胀, 显示消费继续有支撑来源。(图 6) 维持 2025 年美联储政策路径比点阵图收紧的观点, 当前市场的担忧在节奏上属于正常现象。我们在 2025 年展望中进一步收紧了对今年美联储政策路径的判断, 即实际的降息次数小于 2 次, 同时认识到存在不降息的可能。12 月非农数据显著降低了市场对今年降息幅度的预期。当前数据显示, 美国节日消费意愿强劲, 带动年底就业和通胀上行, 而年初价格通常也会继续回升。叠加特朗普上任在即, 关税节奏不明朗, 而美联储尚未表达明显的鹰派观点, 1~2 月市场对通胀以及货币政策预期的激化在节奏上属于正常现象, 或推动美十债利率出现阶段性高点。根据通胀数据的季节性特征, 降息的最佳窗口在二、三季度。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%, 期限利差逐渐修复。我们的模型并不支持美十债有效突破 5%。极端情况下, 若美十债接近 5%, 则美股可能再次迎来震荡。此外, 参照 1970 年代的利率期限特征, 在通胀趋势性回落后, 高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降, 美国国债利率期限结构有望完全修复。

美股处于泡沫, 维持中性略偏积极。银行信贷有所放松, 实体经济投资止跌反弹, 叠加 AI 技术突破, 股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现, 但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道, 我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性, 中性是对泡沫的警惕, 去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前, 美国国债抵押市场利率波动正常, 联邦隔夜拆借利率非常平稳, 表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期, 我们对美股的态度维持中性略偏积极。当前标普 500 超出长期趋势 29%。建议维持长期仓位, 密切关注资金流动性, 或美十债逼近 5%。

配置方面, 建议适度增配 1 年期以内的利率短债, 同时在美十债接近 5% 时适度增配长债; 美股建议维持长期仓位, 密切关注资金流动性, 或美十债逼近 5%。(图 13)

风险提示: 海外通胀超预期, 海外经济衰退。

(分析师: 康明怡 执业编码: S1480519090001 电话: 021-25102911)

【东兴固收】央行暂停国债买入, 资金面或略趋紧, 利率大幅回调概率仍低 (20250113)

事件: 1 月 10 日中国人民银行官网公告: 鉴于近期政府债券市场持续供不应求, 中国人民银行决定, 2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作, 后续将视国债市场供求状况择机恢复。

点评: 央行暂停开展公开市场国债买入操作, 短债收益率下行阶段性受阻。央行自 2024 年 8 月开始开展公开市场国债买入操作。2024 年 8 月至 12 月期间, 央行月均净买入规模为 2000 亿元, 以买入短债为主。此次阶段性暂停, 直接影响短债需求, 预计短债收益率下行阶段性阻力较大。

综合考虑国债供给、央行宽松节奏和银行信贷开门红情况，短期内资金面或略趋紧。(1) 央行暂停国债买入操作，或预示着短期内降息降准节奏也将综合考虑多种因素，包括政府债供给、汇率贬值压力和债券收益率曲线变化。观察 12 月以来，央行流动性投放已经采取了配合为主的态度，其中税期前和跨年前的净投放都弱于季节性，仅在税期走款期间的投放偏积极，降准也尚未落地，主要是通过大额买断式逆回购和国债净买入对冲流动性缺口。(2) 过去 5 年，1 月政府债净融资平均在 4500 亿元左右，净融资规模不算高。2025 年财政政策更加积极要求下，政府债发行节奏前置，但预计 1 月不会明显高于往年均值，仍比较平稳。政府债供给压力阶段性缓释或与央行暂停国债买入操作形成部分对冲。(3) 银行信贷开门红储备情况或较好，且监管对银行加大信贷投放力度亦有要求。观察国股行票据转贴现利率，12 月底前几个交易日，3M 转贴现利率上行。银行在年初加大信贷投放力度，尤其国有银行投放加力和前置，导致银行资金融出下降，对市场流动性或有一定影响。综合来看，1 月资金面或略趋紧，增加债券市场交易难度，但目前险资和农商行等机构债券配置需求仍较强，利率债窄幅波动可能性更高。

除国债供给节奏外，货币宽松阶段性受到汇率贬值和利率风险的掣肘。美联储 12 月议息会议后，美元指数持续走强，人民币贬值压力上升。1 月人民币汇率贬值预期有进一步强化趋势，1 月 3 日在岸人民币汇率突破 7.3 的关键点位；1 月 9 日，在岸人民币汇率 7.33、离岸人民币汇率 7.35 均达到前期关键点位。央行在四季度货币政策例会表述“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险”，相比三季度的“增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化”，可以看出央行对汇率市场单边预期一致性增强的关注度提升，认为加强市场管理的必要性上升。1 月 9 日，人民银行公告在港发行 600 亿元离岸人民币央行票据，回收人民币流动性，也释放了其加强汇率市场管理的信号。对于利率风险，央行已通过约谈和监管配合查处等方式开展，对部分金融机构明确提示关注利率风险。机构交易预期较为一致可能推升利率风险，这一因素也将在短期内影响货币宽松节奏。

投资建议：短端利率下行需待 OMO 降息实际落地，长端利率阶段性低位窄幅震荡。当前长端利率点位（十年期国债收益率 1.6%）已较充分体现了货币宽松预期（根据我们对银行配置盘成本变化测算，目前点位隐含政策利率降息 30-40BP）。展望 Q1，货币政策宽松节奏需综合考虑多重因素，阶段性受到汇率贬值压力和利率风险隐患的掣肘。在此背景下，我们预计长端利率或低位窄幅震荡；短端利率下行空间的进一步打开需待 OMO 降息的实际落地。

我们全年观点维持不变。全年来看，货币政策以我为主、坚持支持性立场不变、宽松方向明确，逆周期政策加力但经济基本面尚难明显改善，机构配置需求仍强劲，利率大幅回调概率较低，震荡下行仍是大概率事件。

风险提示：政策变动超预期、投资者风险偏好边际变化可能带来资金面冲击、地缘政治风险等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分

析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013)

重要公司资讯

1. **海光信息**：预计 2024 年净利润同比增长 43.29%到 59.12%。(资料来源：同花顺)
2. **国联证券**：A 股证券简称拟变更为国联民生。(资料来源：同花顺)
3. **药明康德**：出售药明合联 7.17%股份，累计实现投资收益 20.16 亿元。(资料来源：同花顺)
4. **北方华创**：预计 2024 年净利润 51.7 亿元—59.5 亿元，同比增长 32.60%—52.60%。(资料来源：同花顺)
5. **深康佳 A**：拟购买宏晶微电子 78.00%股权并募集配套资金，股票 1 月 14 日复牌。(资料来源：同花顺)

经济要闻

1. **国务院办公厅**：印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，启动实施冰雪旅游提升计划，提高冰雪旅游产品供给品质。鼓励有条件的地区开发利用气候资源，丰富避寒避暑旅居、冬日暖阳、滨海度假等特色产品。推出“跟着演出去旅行”、“跟着影视去旅行”文化旅游套餐，打造“跟着赛事去旅行”品牌活动。丰富温泉、旅拍、房车、邮轮、游轮、游艇、乡村民宿等旅游产品。合理开发利用文物主题游径。研究制定低空飞行旅游产品有关管理规范，在确保安全的前提下，鼓励打造多样化、差异化低空飞行旅游产品。(资料来源：同花顺，新华社)
2. **中国证监会**：召开 2025 年系统工作会议，总结 2024 年工作，深入推进巡视整改，研究部署 2025 年重点工作。会议要求，注重固本强基，培育更多体现高质量发展要求的上市公司。落实好资本市场财务造假综合惩防工作意见，进一步提升财务造假等线索发现能力。全面落地上市公司市值管理指引，加大上市公司分红、回购激励约束。进一步发挥好资本市场并购重组主渠道作用，尽快完善“并购六条”配套机制。加快制定对控股股东、实际控制人行为约束的总监管方案，提升上市公司走访覆盖面，推动改善经营管理绩效。巩固深化常态化退市机制，畅通多元退出渠道，加快完善退市过程中的投资者保护制度机制。(资料来源：同花顺)
3. **商务部**：商务部新闻发言人就美国发布人工智能出口管制措施有关问题答记者问。商务部表示，中方注意到，拜登政府于 1 月 13 日发布了人工智能相关出口管制措施。该措施进一步加严对人工智能芯片、模型参数等出口管制，还拓展了长臂管辖，对第三方与中国开展正常贸易设置障碍、横加干涉。此前，美国高科技企业、行业组织等通过多种渠道表达不满和担忧，认为该措施未经充分讨论、制定出台草率，是对人工智能领域的过度监管，将产生重大不利后果，强烈呼吁拜登政府停止出台。但拜登政府对业界合理呼声充耳不闻，执意仓促出台措施，是泛化国家安全概念、滥用出口管制的又一例证，是对国际多边经贸规则的公然违背。中方对此坚决反对。拜登政府滥用出口管制措施，严重阻碍各国正常经贸往来，严重破坏市场规则和国际经贸秩序，严重影响全球科技创新，严重损害包括美国企业在内的全球各国企业利益。中方将采取必要措施，坚决维护自身正当权益。(资料来源：同花顺，商务部)

4. 新华社：全国科技工作会议 13 日在京召开。中共中央政治局常委、中央科技委员会主任丁薛祥出席会议并讲话。丁薛祥强调，要全力推进已立项重大科技任务的组织实施，凝练一批新项目，加强有组织的基础研究。加强国家战略科技力量建设，进一步明确功能定位，强化与重大科技任务、科技基础设施统筹部署，增强体系化攻关能力。推动科技创新与产业创新深度融合，强化需求导向，健全多层次科技金融服务体系，打通科技成果向现实生产力转化的通道。统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，完善科技评价机制，大力弘扬科学家精神，坚决破除束缚科技创新的思想观念和体制机制障碍。加强央地协同，引导地方科技工作更好服从和服务于国家需要，高水平建好国际和区域科技创新中心。深化科技开放合作，构建互利共赢的科技合作伙伴关系，加强国际化科研环境建设。（资料来源：同花顺，新华社）

5. 海关总署：海关总署 1 月 13 日发布数据显示，2024 年，我国外贸实现质升量稳的目标。全年进出口总值 43.85 万亿元，同比增长 5%，规模再创新高。其中，我国出口规模首次突破 25 万亿元，达到 25.45 万亿元；进口 18.39 万亿元，同比增长 2.3%。下一步，海关总署将加力抓好已有政策措施的落实和跟踪问效，聚焦企业的痛点、难点、堵点，适时推出更多更有针对性的稳外贸措施。继续全面深化海关改革，充分释放发展潜力，出台新一轮支持综合保税区高质量发展举措，推出海关对海南自由贸易港的监管办法等。（资料来源：同花顺）

6. 财政部：财政部发布第十一次中英经济财金对话政策成果显示，为促进市场进一步发展，双方同意就中英 ETF 互联互通项目可行性进行探讨。欢迎更多中国资产管理公司的英国子公司在伦敦上市交易型开放式指数基金 (ETF) 产品，包括人民币 ETF 产品。富时罗素、上交所和深交所在证监会的支持下成立联合工作组，助力中国资本市场改革开放，增强市场对国际投资者的吸引力。双方欢迎深圳证券信息公司和中证指数公司与富时罗素合作，共同开发中国 A 股绿色收入指数。此外，双方期待更多的中国债券被纳入富时罗素指数。（资料来源：同花顺）

7. 中证指数：据中证指数有限公司官网发布的最新公告，中证指数有限公司将于 2025 年 1 月 14 日正式发布中证港股通回购指数和中证香港回购指数，为市场提供更多投资标的。本次发布的 2 条回购指数分别从港股通范围和香港市场中选取 50 只回购比例较高的上市公司证券作为指数样本，以反映相应空间中高回购比例上市公司证券的整体表现。（资料来源：同花顺）

8. 证监会：证监会官网显示，易方达、华泰柏瑞、华夏、南方、富国等 12 家基金公司率先上报跟踪科创综指的 ETF 产品，意味着科创板投资工具箱又将进一步丰富。据了解，科创综指定位为科创板市场综合指数，旨在反映科创板市场的整体表现。作为科创板指数体系中更强表征力的存在，科创综指囊括了科创板中除 ST、*ST 证券外的所有股票和红筹企业发行的存托凭证，最新样本数量超过 560 只，对科创板的市值覆盖度接近 97%。业内人士预计，首批科创综指 ETF 有望快速获批，春节前或将上演新年首场 ETF 发行大战。（资料来源：同花顺，中国基金报）

9. 郑州市委金融委员会办公室：发布《郑州市推动并购重组高质量发展的行动方案(2025—2027)》，提出力争到 2027 年，落地一批重点行业代表性并购案例，在装备制造、生物医药、新材料等重点产业领域培育 3 家左右具有国际竞争力的上市公司，完成并购重组项目总数量突破 20 单、形成 200 亿元并购交易规模，激活上市公司总市值达 4000 亿元左右，集聚 3—5 家有较强行业影响力的专业并购基金管理人。（资料来源：同花顺，大河财立方）

10. 新浪财经：特朗普团队研究关税逐月上调 2%—5%，但特朗普本人尚未评

估或批准渐进关税的设想。(资料来源：同花顺)

每日研报

【东兴地产】房地产百强房企 1-12 月销售数据点评：销售金额累计降幅继续收窄，头部房企整体降幅更小（20250113）

全口径销售额 top100：

根据克而瑞的数据，2024 年 1-12 月 top100 房企累计销售金额同比降幅较上月继续收窄，分组来看，top10 房企整体销售降幅最小。

1-12 月，top100 房企实现销售金额（全口径）41864.6 亿元，同比增速为-30.3%；1-11 月同比增速为-32.9%。

1-12 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（全口径）同比增速分别为-24.4%/-38.2%/-35.2%/-31.2%/-34.0%。

重点房企销售：

1-12 月，35 家重点房企全口径销售金额同比增速的中位值为-35.7%；其中，央企+国企（12 家）/混合所有+民企（23 家）同比增速的中位值分别为-20.2%/-44.4%。

12 月，35 家重点房企全口径销售金额同比增速的中位值为-24.4%；其中，央企+国企（12 家）/混合所有+民企（23 家）同比增速的中位值分别为 36.0%/-29.4%。

12 月，35 家重点房企全口径销售金额环比增速的中位值为 9.2%；其中，央企+国企（12 家）/混合所有+民企（23 家）环比增速的中位值分别为 28.9%/6.1%。

投资建议：

我们认为，当前政策方向明确，中央持续表露出维护房地产市场企稳回升的意愿，后续政策将会持续积极，推进政策落地的力度将会进一步加强。当前地产板块在供需两端都在迎来更加积极、持续的政策拉动，建议持续关注地产板块的投资机会。

我们认为，核心城市当前的的问题更多是供给的结构性失衡，而非需求不足。随着政策的持续发力和需求的释放，核心城市市场有望率先实现“止跌回稳”，将利好重点布局核心城市的优质房企，推荐保利发展，招商蛇口、华润置地、绿城中国等也有望受益。。

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：021-25102897）

【东兴煤炭】煤炭行业：炼焦煤价格下跌，独立焦企产能利用率下跌（20250113）

炼焦煤价格下跌。截至 2025 年 1 月 6 日，综合的中国炼焦煤价格指数报收 1487.02 元/吨，环比上月下跌 97.25 元/吨，跌幅为 6.14%；截至 1 月 10 日，京唐港对来自澳大利亚的主焦煤库提含税价报收 1470 元/吨，环比上月下跌 100.00 元/吨，跌幅为 6.37%；峰景矿硬焦煤普氏价格指数 206.90 美元/吨，环比下跌 9.15 美元/吨，跌幅为 4.24%。

三港口合计炼焦煤库存量月环比继续上涨。截至 1 月 10 日，三港口炼焦煤库存量共 465.02 万吨，环比上月上涨 26.11 万吨，涨幅为 5.95%。

247 家钢厂和 230 家独立焦化厂炼焦煤库存量月环比继续上涨。截至 1 月 10 日，247 家钢厂炼焦煤库存量达 814.31 万吨，环比上月上涨 7.71%；230 家独立焦化厂炼焦煤库存共 896.84 万吨，环比上月上涨 2.74%。

全样本独立焦企的产能利用率环比上月下跌，炼焦煤可用天数环比上月上涨。截至 1 月 10 日，全样本独立焦企的产能利用率为 73.15%，环比上月下跌 0.87 个百分点；统计全样本独立焦企的炼焦煤平均可用天数为 12.40 天，环比上月上涨 0.70 天，涨幅为 5.98%。

焦炭、生铁和粗钢月度产量月环比下降。11 月，焦炭月度产量达 4068.20 万吨，环比下降 1.26%；粗钢月度产量达 7840.00 万吨，环比下降 4.25%；生铁月度产量达 6748.29 万吨，环比下降 3.95%。

结论：炼焦煤价格下跌。全样本独立焦企的产能利用率环比上月下跌，独立焦化厂炼焦煤库存继续上涨。焦炭、生铁和粗钢月度产量月环比继续下降。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴通信】通信行业：长光卫星完成星地 100Gbps 激光通信试验，中际旭创 CSP 客户大规模采购 800G 光模块（20250113）

周观点：

华工正源在高速率光模块产能扩充方面已经取得显著进展。截止 2024 年三季度，公司已建成的 400G 光模块月产能已达到 40 万到 45 万只，产能利用率高达 80%，且正在向月产能 70 万只的产能扩充；海外产能以 800G 和 1.6T 为主，规划月产能为 10 万只，并可快速增加至 20 万只。

海外市场方面：2022 年之前，公司在海外并未设有光模块制造基地，2022 年公司在马来西亚槟城设立工厂并派驻员工，标志着其海外产能布局的开始。此外，公司泰国工厂 2024 年 11 月投产，为 800GLPO 产品在 2024 年年底和 2025 年一季度上量做准备。

国内市场方面：公司原有武汉东湖新技术开发区华中科技大学科技园正源光子产业园，自 2023 年起扩建新的生产基地，正在建设下一代超高速光模块研发中心暨高速光模块生产基地建设项目；2024 年 11 月 18 日，一期工程已完成封顶，一期建筑面积达 8.25 万平方米，用于高速光模块产品的研发、生产。

走势概览：

本周（2025.1.6-2025.1.10），通信（申万）指数下跌 1.48%，上证指数下跌 1.34%，创业板指数下跌 2.02%，沪深 300 指数下跌 1.13%，科创 50 指数上涨 0.93%。

本周（2025.1.6-2025.1.10），涨跌幅排名前三的申万一级行业依次综合（+2.09%）、家电（+2.09%）、有色（+2.00%）。

本周（2025.1.6-2025.1.10），A 股通信重点标的涨跌幅：中国移动（-3.00%）、中兴通讯（-4.03%）、中天科技（-1.36%）、上海瀚讯（-2.64%）、中际旭创（+0.53%）。

行业新闻重要公告：

- （1）三部门：布局“天地一体”的卫星互联网。
- （2）长光卫星完成星地 100Gbps 激光通信试验。
- （3）中际旭创：CSP 客户大规模采购 800G 光模块。

风险提示：监管政策变化，国内经济下行，行业发展不及预期等。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。