

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-05-23

宏观策略

2024 年 05 月 23 日

宏观点评 20240521：4 月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在 4 月公共财政收入同比增速再续负值（-3.7%）的情况下，公共财政支出增速却取得了 6.1%，表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象，已持续 8 个月之久。目前财政持续“加力”的背后，不仅讲述了基建投资增速下探、基建支出“上线”的故事，还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

晨会编辑 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20240521：如何解读 2024 年以来信用债供给情况？

信用债整体供给同比增加但不及历史均值 城投债板块供给规模显著下降：12 个重点区域中，天津和贵州作为此前市场高度关注的高风险区域，当前化债措施效果相对显著，助力投资者对于区域内平台的信心提振，因此建议短期内或可适度拉长久期至 2-3 年增厚票息收益，同时博弈化债措施落地效果所隐含的预期差可能引起的估值波动，但仍需谨慎下沉区县平台，避免市场情绪被动牵引。其余 19 个省市中，建议投资者重点关注中部地区省份，如河北、山东、陕西、山西，并选择区域内未列入“借新还旧”名单、已实现或正在探索产业化转型的城投主体择优配置。产业债板块或成供给增长新引擎：建议投资者对产业债板块整体加以关注，其相对充沛的债券供给量或可显著增加择券机会，缓解“资产荒”带来的“抢券”情绪，同时降低可交易标的过少而隐含的流动性风险，推荐重点关注净融资额同比增长较多的工业、公用事业、材料、能源、金融和可选消费 6 个行业个券。风险提示：融资政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

固收周报 20240521：低价低波贡献更大，低价高波反弹不弱

本周海外整体上仍处在前期交易“再滞胀”的反向延长线上，基本延续了上上周的行情，股、债双涨，美股三大指数均创新高，大宗方面铜创新高，金接近前期高点，原油横盘为主。

行业

推荐个股及其他点评

华住集团-S (01179.HK)：2024Q1 业绩点评：净开店提速，RevPAR 因高基数承压

盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，在疫情期间逆势扩张，市场格局显著向好。基于最新财务数据，下调华住集团盈利预测，2024-2026 年归母净利润分别为 37.9/41.0/45.5 亿元（前值为 42.2/45.5/49.0 亿元），对应 PE 估值为 24/22/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门

店增长不及预期等。

小鹏汽车-W (09868.HK): 2024 年一季报点评: Q1 毛利率表现靓丽, 技术收入落地强化向上周期

考虑行业竞争趋于激烈, 同时公司为维持智驾领先持续投入高额研发, 我们下调公司 2024~2026 年营业收入预期, 由 630/1114/1645 亿元下调至 445/827/1146 亿元, 归母净利润由-43/8/54 亿元下调至-58/-32/13 亿元; 对应 2026 年 EPS 为 0.66 元, 对应 PE 为 43 倍, 考虑公司智能驾驶水平行业领先, 且未来竞争力持续, 维持公司“买入”评级

百润股份 (002568): 新品丰年, 否极泰来

基于情绪压制因素逐步解除, 新品投放和渠道动作连贯熟练, 强爽动销维持, 清爽上量, 358 度产品矩阵销售稳固推进, 威士忌业务蓄势待发或有催化, 当前维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20240521：4 月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在 4 月公共财政收入同比增速再续负值(-3.7%)的情况下,公共财政支出同比增速却录得了 6.1%、表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象,已持续 8 个月之久。目前财政持续“加力”的背后,不仅讲述了基建投资同比增速下探、基建支出“上线”的故事,还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。透过 4 月新鲜出炉的财政数据,我们恰巧也能感受到当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”,具体来看:

一般公共预算收入:高基数下“难超当年”。4 月一般公共预算收入同比增速为-3.7%,但从绝对规模来看 4 月一般公共预算收入处于历史同期较高位置。财政部解释一般公共预算收入同比增速为负是因为“去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素”导致的。经我们计算,剔除财政部所说的这些特殊因素,4 月一般公共预算收入的同比增速应为 1.4%,成功被“扭正”。不同税收收入中,谁为拉动项、谁又为拖累项?比起“春节效应”仍未完全褪去的 3 月,4 月的数据更能测量当前宏观经济的“温度”。透过 4 月的财政数据,我们也可以看出当前经济处于“冷暖两重天”的状态,不过与外贸相关的税种均在发生明显好转,这说明了接下来外贸形势有望对经济形成有力支撑。从增值税(4 月同比增速-9.6%)、个人所得税(从 3 月 75.0%的同比增速降至 4 月的-18.8%)、企业所得税(从 3 月 7.3%的同比增速降至 4 月的 0.7%)、地产相关税(4 月同比增速-0.4%)、证券交易印花税(4 月同比增速-60.8%)的“降温”可以看出,目前居民和企业信心并未完全企稳、地产的完全复苏并未到来。而从消费税(从 3 月-3.2%的同比增速升至 4 月的 2.1%)、进口环节增值税和消费税(从 3 月-5.4%的同比增速升至 4 月的 12.5%)、外贸企业出口退税(从 3 月 12.6%的同比增速升至 4 月的 14.4%)、关税(从 3 月-13.2%的同比增速升至 4 月的 5.4%)的“升温”可以看出,目前消费表现并不弱、外贸形势也在发生明显的好转。

一般公共预算支出:“加力”力度不减。在财政收入端表现略微逊色的情况下,财政支出端的发力仍在继续。4 月一般公共预算支出同比增速为 6.1%(3 月为-2.9%),已完成全年计划的 31.3%,这一进度比起前四年 30.5%的平均进度要快很多。透过财政支出细项数据来看,4 月基建支出、民生支出、科技环保支出等均在清一色提速,这也意味着 4 月财政支出几乎往所有领域都“火力全开”了。不过,我们依旧可以从数据中发现当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”——比如 4 月同比增速“遥遥领先”的科技支出,恰逢与当前“新质生产力”的政策主旨相吻合;再如基建支出增速从 3 月的-4.6%升至 4 月的 8.8%,这又与基建投资同比增速不断下探、“稳基建”重要性凸显的现状相对应。

政府性基金收入:土地出让收入的“低温”传导至政府性基金收入。4 月政府性基金收入同比增速录得-18.2%(3 月为-15.9%),其“主成分”土地出让收入同比增速为-21.2%(3 月为-18.7%)。这与前文所说的地产相关税“降温”、距离土地市场的完全好转尚有距离相对应。不过由于 2024 年财政预算案中将政府性基金收入目标规模调低,一季度政府性基金收入进度略快于上两年,完成全年计划的 19.1%(2022-2023 年平均为 18.2%)。

政府性基金支出:来自于收入端“降温”、以及新增专项债发行偏慢的影响甚大。4 月政府性基金支出同比增速为-35.9%(3 月为-23.2%),降幅扩大的背后除了来自于收

入端转弱的影响，还有来自于今年以来地方新增专项债发行进度偏缓的影响。结合地方政府二季度的发债计划来看，二季度地方债发行进度并未出现加速，因此我们预计二季度政府性基金支出大概率将延续负增态势。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20240521：如何解读 2024 年以来信用债供给情况？

观点 信用债整体供给同比增加但不及历史均值：1) 2024 年 1-4 月信用债总发行量 5 万亿元，同比增长 7.54%，净融资额近万亿元，同比增长 35.18%，表明 2024 年以来债券融资仍为企业主要募资渠道，融资能力及意愿双增，债券供给稳步上升。2) 尽管融资需求增加，但由于 a) 过往债务体量增速较快促使企业积极偿债以避免违约，b) 银行贷款成为债券募资的替代来源，c) 城投板块融资端尚未放开且监管部门施加仅限“借新还旧”的债务管控措施，因此当前信用债净融资额仍未恢复至往年水平。城投债板块供给规模显著下降：1) 2024 年 1-4 月城投板块债券总发行量为 1.55 万亿元，同比下降 14.96%，净融资额为-1,601.27 亿元，同比大幅下降 127%。主要原因在于 35 号文与 47 号文的出台在城投板块需求端引起大量市场关注，短期内标债刚兑预期升温，成交火热、信用利差快速下行，而融资端则遭遇掣肘，监管机构审核趋严，募集资金用途明显受限，故 2024 年以来城投板块发行与净融资额均显著缩量。2) 分区域看，全国各省市 1-4 月城投债发行量及净融资额基本均为负值，且同比均呈现不同程度的下降，逾七成省市发行量及净融资额同比减少。其中 12 个重点省市因受限于“借新还旧”的募资用途，几乎全部地区净融资额为负或为零，债务风险已取得有效控制。此外化债进度良好的区域包括甘肃、广西、贵州、吉林、内蒙古、宁夏、天津，发行量同比下降且净融资额为负值，其中天津和贵州作为此前市场高度关注的高风险区域，当前化债措施效果相对显著，助力投资者对于区域内平台的信心提振，因此建议短期内或可适度拉长久期至 2-3 年增厚票息收益，同时博弈化债措施落地效果所隐含的预期差可能引起的估值波动，但仍需谨慎下沉区县级平台，避免市场情绪被动牵引。3) 反观其余 19 个省市，数据表明其城投债供给受到监管审批收紧的冲击影响或超预期，隐债比例较高、经济增速表现平平、财政造血能力一般的区域同样面临公开市场融资渠道不畅的困境。因此，我们认为化债政策的发布将引起全国范围内的金融资源再分配，即金融机构资金或更多流向仍具备新增融资可能性的 12 个重点省份以外且隐债比例相对不高的区域，换言之，当前发行量未见显著下降且净融资规模为正、同比降幅较小的区域有望更快突破融资瓶颈，实现供给增量并以增量盘活存量，故建议投资者重点关注中部地区省份，如河北、山东、陕西、山西，并选择区域内未列入“借新还旧”名单、已实现或正在探索产业化转型的城投主体择优配置。产业债板块或成供给增长新引擎：1) 2024 年 1-4 月产业债板块债券总发行量为 3.43 万亿元，同比增长 22.18%，结合净融资数据可以发现信用债供给增速主要取决于产业债发债主体的债券融资意愿及融资能力。鉴于投融两端的紧密联动性，产业主体的融资渠道畅通或意味着生产制造相关投资可有序进行，对于拉动固定资产投资有望发挥重大作用。2) 分行业看，1-4 月期间，债券发行量合计占比近八成的工业、公用事业、金融、材料为产业债板块发行主力，而房地

产行业为板块唯一发行量负增长的行业，主要源于政策调控导致中观层面风险出清仍在进行，市场信心不足导致房产交易回暖缓慢、需求羸弱，房企前期债务增速过快导致资本市场谨慎提供资金支持，三因素共同引起房地产行业融资渠道受阻。3) 净融资额同比增长较多的工业、公用事业、材料、能源、金融和可选消费 6 个行业的债券供给断层领先，一方面或主要受行业内发债主体数量和资产规模影响，另一方面或主要受国家战略布局及政策扶持影响，此外，因疫情冲击而景气度明显疲弱的消费场景修复步入正轨，故可选消费行业内发债主体债券融资同比扭负为正。建议投资者对产业债板块整体加以关注，其相对充沛的债券供给量或可显著增加择券机会，缓解“资产荒”带来的“抢券”情绪，同时降低可交易标的过少而隐含的流动性风险，推荐重点关注以上 6 大净融资表现突出的行业个券。风险提示：融资政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20240521：低价低波贡献更大，低价高波反弹不弱

后市观点及投资策略：本周（0513—0517）海外整体上仍处在前期交易“再滞胀”的反向延长线上，基本延续了上上周的行情，股、债双涨，美股三大指数均创新高，大宗方面铜创新高，黄金接近前期高点，原油横盘为主。后市如何看？我们认为短期海外滑向交易“再通胀”概率仍较大，美债表现或弱于美股，美元因此存在一定支撑，或对近期非美货币的反弹存在一定压制。外围的大环境——包括铜价的持续抬升——一定程度上反映了中国经济企稳的迹象，同时国内宏观政策在 4 月政治局会议后，方向愈发清晰，一致性取向进一步增强，大幅消除了前期市场上一度由于政策不透明感而出现的担忧情绪，确定性显著增强。尤其看到房地产政策方面，中央调控思路从前期侧重增量处置的“三大工程”转向同侧重存量处置的“去库存”、政府收储并举的策略，房价预期有望企稳，而房价预期企稳又是物价预期企稳的必要条件。转债市场上周整体上以横盘为主，风格有一定分化，低价指数周 K 收阳，高价指数周 K 反而收阴。我们发现，低价指数表现优异主要原因为权重板块银行有一定拉升，5 月 17 日银行转债存量约 1263 亿元，约占低价转债三分之一。同时 5 月 17 日与房地产产业链相关性较大的建筑材料、建筑装饰、轻工制造三个一级行业合计占低中高价转债比例分别为 5.4%、10.34%和 11.05%，因此总体来看虽然其中低中价转债表现较好，但由于权重相对较低，对低价指数的拉升作用并不明显。前期我们认为两条主线值得布局，一为“再通胀”，二为出口出海，且认为如果整体思考主线配置匹配度，前者同转债匹配度或更高。前周农林牧渔、公用事业在低中价风格上表现优异，转债涨幅甚至优于正股涨幅，后市我们期待“再通胀”主线在低中价风格上的继续演绎，同时建议关注地产后周期相关标的，同时受益于地产政策催化及出口出海题材共振催化下的行情演绎。本周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、中装转 2、帝欧转债、富春转债、天创转债、城地转债、岭南转债、本钢转债、绿茵转债、亚药转债。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)

行业

推荐个股及其他点评

华住集团-S (01179.HK): 2024Q1 业绩点评: 净开店提速, RevPAR 因高基数承压

投资要点 Q1 营收超业绩指引: 2024 年 Q1 公司实现营收 53.0 亿元, 同比+18%, 超出指引的 12~16%。其中华住部分营收 42.0 亿元, 同比+18%; DH 部分营收 10.0 亿元, 同比+17%。Q1 实现归母净利润 6.6 亿元, 同比 2023Q1 的 9.9 亿元有所下滑, 系因去年同期有出售雅高股权带来 5.1 亿元投资收益, 实际可比口径下归母净利润同比+38%, 经营利润同比+51%。其中华住部分实现归母净利润 8.3 亿元, 可比口径下同比+20%; DH 部分净亏损-1.7 亿元, 较去年同期持平略扩大。单 Q4 实现经调 EBITDA 为 14 亿元, 可比口径下同比+40%。净开店提速, 房量增速边际提升: 截至 2024Q1 末, 华住部分门店总数达到 9684 家, 其中中高端品牌占比 47%, 加盟门店占比 94%; 储备门店数 3138 家。华住部分 Q1 单季新开 569 家门店, 净开 421 家, 公司全年预期开店 1800 家, 净开 1150 家, Q1 净开店超预期。截至 2024Q1 末, 华住部分房量为 92.9 万间, yoy+17%, 其中加盟房量 84.3 万间, yoy+19.5%, 直营房量 8.5 万间, yoy-3%。房量维度由于关店数量减少, 净开店提速, 实现房量增速边际提升。RevPAR 因高基数承压, Q2 营收增速指引 7~11%: Q1 的 RevPAR 为 216 元, 同比+3%, 高基数下同比增速承压; 其中房价为 280 元, 同比+1%, 入住率为 77.2%, 同比+1.6pct。2024 年 Q2 营收指引同比增速为 7~11%, 除 DH 外大陆部分收入同比增速为 7~11%。盈利预测与投资评级: 华住集团作为酒店行业龙头, 品牌、流量、技术打造竞争壁垒, 管理文化赋能业务发展, 在疫情期间逆势扩张, 市场格局显著向好。基于最新财务数据, 下调华住集团盈利预测, 2024-2026 年归母净利润分别为 37.9/41.0/45.5 亿元 (前值为 42.2/45.5/49.0 亿元), 对应 PE 估值为 24/22/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 门店增长不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻璋

研究助理: 王琳婧)

小鹏汽车-W (09868.HK): 2024 年一季报点评: Q1 毛利率表现靓丽, 技术收入落地强化向上周期

投资要点 公告要点: 小鹏汽车 2024Q1 实现营业收入 65.5 亿元, 同环比分别+62.3%/-49.8%, 归母净利润为-13.7 亿元, 同比明显减亏 9.7 亿元, 环比亏损增加 0.2 亿元; 非公认会计原则净亏损 14.1 亿元, 同比减亏 8.0 亿元, 环比减亏 3.6 亿元。24Q1 业绩表现超我们预期。自研技术输出落地, 带来正向财务贡献; AI 大模型量产上车, 智能驾驶加速发展。2024Q1 公司累计实现交付 2.18 万台, 同环比分别+19.7%/-63.7%, Q1 汽车销售业务实现营收 55.4 亿元, 同环比分别+57.8%/-54.7%, 单车均价折算 25.41 万元, 同环比分别+31.8%/-25.0%, X9 于 Q1 实现批发销量 0.8 万台, X9/G9 等高价车型销量占比提升驱动产品结构优化。24Q1 服务及其他收入 10 亿元, 同环比分别+93.1%/+22.1%, 主要系与大众进行平台与软件战略合作有关的技术研发服务收益确认所致。毛利率维度, Q1 综合毛利率 12.9%, 同环比分别+1.7/+6.2pct, 其中汽车销售业务毛利率 5.5%, 同环比分别+8.0/+1.4pct, 服务及其他业务毛利率 53.9%, 汽车销售业务毛利率同环比提升主要系上游成本下降以及产品结构优化, 同时, Q1 由于 P5 相关存货减值及采购承诺亏损影响毛利率 3.2pct, 若扣除后 Q1 汽车毛利率实现 8.7%。费用端, 24Q1 公司 R&D/SG&A 费用率分别

20.6%/21.2%，同比分别-11.5/-13.2pct，环比分别+10.6/+6.4pct，主要系规模效应影响导致波动较大，研发费用绝对值持续增长。截至 Q1 末，公司拥有现金及其等价物 414 亿元，支持公司持续在智能化技术以及产品/渠道等维度加速布局。新车交付低点已过，新品/技术周期持续向上。展望 24Q2，公司预计交付实现 2.9~3.2 万台，同比增加 25.0%~37.9%，总收入 75~83 亿元，折算单车均价 25.9 万元，环比持续提升，结构持续优化。另外，公司与大众合作进一步深化，基于全新 EE 架构开展软件相关合作，未来技术赋能服务收入有望贡献更大财务增量；同时，5 月 20 日小鹏 OTA 升级 XOS5.1.0，整合落地 AI 代驾以及规控大模型 XPlanner，真正实现感知/规控全面端到端，提供更为完备舒适的全场景智驾领航体验。随产品体验持续优化，技术品牌认知进一步改善，有望提升产品终端认可和销量表现，强化新品周期。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争趋于激烈，同时公司为维持智驾领先持续投入高额研发，我们下调公司 2024~2026 年营业收入预期，由 630/1114/1645 亿元下调至 445/827/1146 亿元，归母净利润由 -43/8/54 亿元下调至 -58/-32/13 亿元；对应 2026 年 EPS 为 0.66 元，对应 PE 为 43 倍，考虑公司智能驾驶水平行业领先，且未来竞争力持续，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰）

百润股份（002568）：新品丰年，否极泰来

投资要点 定增终止，情绪改善。5 月 16 日监事会综合考虑市场环境及公司自身项目建设进度，经与各方充分沟通、审慎分析后，公司决定终止本次向特定对象发行股票事项。短期受定增带来摊薄影响的情绪压制因素有所解除。我们认为公司产能布局前瞻，持续产能改造效率提升反映了公司对未来预调酒和威士忌市场前景判断乐观。新品丰年看点多，营销出众加持成功率。2024 年是公司主线产品的新品丰年，一是 4 月推出 500ml 大罐装清爽，主打性价比（8 元/罐，500ml 强爽京东售价 11-12 元），铺市表现较为符合预期，在强爽放量后有望接力；二是 Q4 瓶装威士忌有望面世。从 2017 年开始公司陆续建设伏特加及威士忌工厂、烈酒（威士忌）陈酿熟成、麦芽威士忌陈酿熟成、巴克斯烈酒品牌文化体验中心、鸡尾酒产能等项目。2023 年 7 月，嵊州蒸馏厂于四川邛崃举办全新产品发布会，发布高品质白色烈酒首款伏特加品牌“岭洌”、首款金酒品牌“椒语”，在烈酒的产品和品牌上初步试水。公司瓶装威士忌定位和消费场景或区别于进口威士忌，以公司出众的营销能力将对成功率进行加持。“358”矩阵品项组合积极扩大，产品渠道双轮驱动。公司成长路径有明显的产品渠道双轮驱动特征。公司产品战略上积极扩大 358 品类矩阵品项组合，呈现明显的接力放量特点，通过持续口味出新、包装升级、季节限定等强化消费粘性，稳固品类成长。2024 春节期间销售清爽占比有所提升，3 月底焕新升级后，渠道单月增速表现仍佳，4 月新品铺市继续助力；强爽高速放量告一段落，但终端覆盖仍在持续提升；渠道上先行产品不断扩张终端和下沉市场，接力新品跟进，渠道效能最大化。公司持续优化内外部组织，强化分级分类精细化管理要求，提升一线运作效率，确保相关基础工作有效落地，线下渠道提升终端陈列标准，加大品牌展示投入，积极探索创新模式，执行一系列的多场景线下推广活动，聚焦年轻人群聚集的渠道，精细化渠道下沉渗透效果显现。即饮渠道采取稳步推进的策略，根据市场反馈丰富即饮渠道产品线，逐步扩展消费场景。预调酒市场潜力仍大，358 度规模递增。公司预调酒销售占比强爽最高，微醺次之，清爽最小，但日本经验是规模由低度（3

度)向高度递增,且人均消费远高于中国,我们认为低度性价比产品规模持续成长可期,高度强爽和中度清爽规模持续提升可期。 盈利预测与投资评级:考虑到威士忌的产品销售推进,我们修改 24-26 年归母净利润 9.0/11/14 亿元(前值为 9.3/13/16 亿元),当前对应 PE 为 27/22/18X,基于情绪压制因素逐步解除,新品投放和渠道动作连贯熟练,强爽动销维持,清爽上量,358 度产品矩阵销售稳固推进,威士忌业务蓄势待发或有催化,当前维持“买入”评级。 风险提示:预调酒销售不及预期、威士忌释放不及预期、食安问题。

(证券分析师:孙瑜 证券分析师:王颖洁)

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>