

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-15

宏观策略

2023年05月15日

宏观点评 20230511: 信贷狂飙为何“画风突变”?

刚经历了史上最强3月,就差点迎来近5年的最惨4月。4月信贷仅新增7188亿元,2017年以来同期仅高于2022年疫情反弹期间,其中尤其值得注意的是居民中长期贷款录得有数据以来的最大单月跌幅。画风突变背后,反映的一个核心问题就是政治局会议上提到的“内生动力不足”,政策一松手、信贷就“跳水”,环比降温的节奏堪比2009年和2016年,而当前居民在去杠杆,政府想稳杠杆,只有企业还在加杠杆。风险提示:毒株出现变异,疫情出现超预期反复;海外衰退幅度超预期;高频数据存在偏差,经济内生动力超预期复苏。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230511: 债市“通缩”交易情绪减弱

事件:2023年5月11日,国家统计局公布CPI和PPI相关数据:2023年4月,CPI同比上涨0.1%,涨幅较3月下行0.6个百分点;PPI同比下降3.6%,降幅较3月扩大1.1个百分点。观点:鲜菜鲜果价格波动较大,交通通信价格成非食品项主要拖累。2023年4月CPI环比下降0.1%,降幅较3月收窄0.2个百分点;CPI同比上涨0.1%,涨幅比3月下行0.6个百分点。CPI和PPI同比继上月后延续回落,但围绕着“通缩”的交易告一段落,我们预计下半年CPI和PPI均将温和回升。近期债券利率下行主要围绕存款利率下调展开,当前国债收益率已经下行到较低点位,进一步下探的催化因素包括经济超预期下跌和降息,分别对应2020年因疫情造成的低点和2022年8月的超预期MLF利率下调。针对经济,虽动力不足,但总量依然处于“弱复苏”阶段;针对降息,政策利率下调可能性较低,总量型政策将让位于结构型政策,但为缓解银行息差压力,存款利率的进一步下调存在可能性。就目前点位而言,追涨的性价比较低,建议谨慎参与波段操作。风险提示:大宗商品价格波动风险;宏观政策变动风险。

行业

房地产行业深度报告: 销售的回暖何时才能传导至投资及新开工

观点:完整的复苏周期,必然伴随投资、新开工的好转:除了房地产行业本身,上下游的建材、家居乃至金融等行业都受到房地产投资和新开工的影响,因此新开工和投资的回暖是地产产业链复苏转暖不可或缺的关键环节。从今年一季度的情况看,销售和竣工转暖已现,但投资和新开工端仍未有好转迹象。本轮销售恢复及后续传导是温和、持续时间较长的过程,过去典型周期投资回暖滞后销售回暖约3个季度,由于本轮传导过程中仍存堵点,我们判断整体恢复周期可能会长于3个季度。但后续新开工和投资恢复节奏还取决于两个重要变量:销售持续性和信贷投放情况。若两者情况均好于当前,则新开工和投资恢复节奏将提前。未来稳健经营的国央企以及优质民企有望在销售复苏后,继续获得融资

支持与政策的持续呵护，迎来投资拿地、新开工的反弹，回归企业经营良性循环，成为为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企。同时建议关注物业和代建的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产，建议关注华发股份、中国海外发展、保利置业；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：行业下行压力超预期；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期。

推荐个股及其他点评

创维数字 (000810): 智能终端龙头，VR 及 AI 新技术增量可期

观点：全球机顶盒龙头，业绩增长稳健。创维数字成立于 2002 年，是国内较早从事机顶盒研发与销售的企业。当前，创维数字深耕智能终端业务，定位为数字机顶盒和宽带通信的智能设备与智能系统技术方案提供商，在国内三大通信运营商、广电网络公司市场占有率，OTT 智能终端市场销量、中国企业出口海外销量中整体居于行业领先地位。2022 年，公司营收达 120.09 亿元，同比提升 10.71%。盈利预测与投资评级：公司作为智能终端行业龙头，有望受益于高清化迭代及 AI 赋能，我们预计 2023-2025 年归母净利润达 9.6/12.2/15.1 亿元，对应 2023-2025 年 PE19/15/12 倍。我们采用可比公司估值法，给予 2023 年 30 倍 PE，对应市值 288 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：各类产品原材料供应风险，AI 及 VR 技术发展不及预期。

长安汽车 (000625): 4 月产批同比高增，出口持续突破

事件：2023 年 4 月，长安汽车实现合计产批量为 176461/181980 辆，分别同比+56.66%/+57.23%，分别环比-25.62%/-25.72%。盈利预测与投资评级：我们维持长安汽车 2023~2025 年归母净利润为 96/91/100 亿元的预测，对应 EPS 为 0.97/0.92/1.01 元，对应 PE 为 12/12/11 倍，维持长安汽车“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端消费恢复低于预期。

宏观策略

宏观点评 20230511: 信贷狂飙为何“画风突变”?

刚经历了史上最强3月，就差点迎来近5年的最惨4月。4月信贷仅新增7188亿元，2017年以来同期仅高于2022年疫情反弹期间，其中尤其值得注意的是居民中长期贷款录得有数据以来的最大单月跌幅。画风突变背后，反映的一个核心问题就是政治局会议上提到的“内生动力不足”，政策一松手、信贷就“跳水”，环比降温的节奏堪比2009年和2016年，而当前居民在去杠杆，政府想稳杠杆，只有企业还在加杠杆（图1）。超额储蓄开始放量，但是流向可能有点窄。4月居民存款终于开始明显下降（减少1.2万亿元），不过从资产和经济表现看，市场心心念念的超额储蓄可能基本上没有流向投资，部分流向了消费，大量流向了房贷，对应的就是股市增量资金不足、博弈特征明显，人流量报复性恢复、但是人均消费水平仍不尽如人意（五一人均旅游支出约为2019年同期的80%），居民提前还贷情绪浓厚、二手房挂牌量大涨。从历史上看，储蓄意愿下降后往往率先复苏的是投资意愿，然后才是消费。目前来看基本符合这一模式，只是居民选择的投资模式是还贷，以此修复资产负债表，而消费复苏主要还是“以量取胜”，质量的提高有赖于就业和收入的明显改善。4月政治局会议之后，用偏中长期的结构性政策，是否足够对冲短期内经济内生动力的不足，这可能是值得市场关注的核心问题（图2和3）。数据方面，具体来看：企业中长贷新增6669亿元，是否是“强弩之末”？4月企业借长钱的规模仍为同期历史新高，但仅比2021年同期多64亿元，主要依旧来源于一季度基建与制造业项目的政策发力惯性（图4），部分来源于出口支持下部分行业的复苏。不过上周二十届中央财经委第一次会议少见地提及“防止脱实向虚”，企业中长期贷款的持续高增可能离尾声越来越近。票据替代短贷，企业经营活力仍有压力。4月票据利率大幅下降，凸显银行发力售票，但是整体看企业开票意愿不足，更多的用低息票据替代短贷需求，凸显当前企业经营的活力仍相对不足。往后看，PPI低位徘徊、库存去化还需一段时间，企业短贷恢复正常节奏仍需观察。居民积压的需求释放完了？经历3月录得历史同期最高后，居民中长贷“画风突变”，负新增1156亿元，甚至较2022年低基数多减超800亿元，结合4月住户存款减少1.2万亿元，反映地产销售放缓叠加按揭早偿持续，居民“取钱还贷”，给加杠杆预期“蒙上阴影”。居民短贷超季节性回落，同比少减600亿元，4月汽车消费反弹与服务业的持续扩张并未支撑消费贷恢复至疫情前水平。历史上居民房贷缩量均出现在房市景气谷底，收入受损与较高存量房贷利率推动了本轮“提前还贷潮”，在银监会发文表示不得阻碍提前还贷后，4月房贷早偿率加速上升，而按揭早偿压力的缓解可能有赖于未来居民收入与地产投资收益率持续改善（图5和6）。债券融资同比少增。其中企业债融资同比少增809亿元，政府债融资同比多增636亿元。往后看，政府债融资节奏有两条路可以走：一是类似2020及2022年发挥逆周期作用在年中发力，二是回归2019年的正常节奏，鉴于近期一些重要会议上已减少或删除“三重压力”的表述，政府可能更倾向于稳杠杆，第二种路径的可能性更大。表外方面，近期委托与信托贷款压降速度放缓，基本面复苏仍不均衡，信托、委托贷款分别同比新增85亿元、734亿元；4月票据融资增多，未贴现银票融资环比转负（图7和8）。一季度信贷“退潮”后，弱复苏问题的轮廓逐步显形。其一体现在投放超前发力或留给二季度短期

“透支”的隐忧；2022年以来政府项目逆周期发力明显，一季度超量信贷或已提前消耗大部分基建项目，新能源车配套设施与新公共基建落地之前，政策驱动力或短暂进入“空窗期”。其二是市场实际融资需求的修复仍需检验，4月PMI供给端再度放缓、地产开工磨底、房企业绩转弱均反映需求侧不强；且近期企业贷款利率与部分理财收益率倒挂，可能存在资金空转冲高读数的情况（图9和10）。3月以来长端利率持续下行，二季度市场对经济的忧虑主要在于三点：总量政策力度不够；制造业企业景气度恶化；信贷投放放缓、但结构并未出现明显优化。往后看，政治局会议已明确经济复苏主线为内生驱动，政策上更注重行业和结构，民企稳信心、鼓励科技创新为下一阶段工作重点，不过这些“久久为功”的政策如何应对短期经济的压力尚需时间检验。第二季度处于信贷增长向有效需求形成的重要传导期，信贷投放稍作“休整”，待经济“换挡”至内生驱动。风险提示：毒株出现变异，疫情出现超预期反复；海外衰退幅度超预期；高频数据存在偏差，经济内生动力超预期复苏。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230511：债市“通缩”交易情绪减弱

事件 数据公布：2023年5月11日，国家统计局公布CPI和PPI相关数据：2023年4月，CPI同比上涨0.1%，涨幅较3月下行0.6个百分点；PPI同比下降3.6%，降幅较3月扩大1.1个百分点。观点 鲜菜鲜果价格波动较大，交通通信价格成非食品项主要拖累。2023年4月CPI环比下降0.1%，降幅较3月收窄0.2个百分点；CPI同比上涨0.1%，涨幅比3月下行0.6个百分点。从分项来看，食品项价格当月同比较3月下降2.0个百分点，非食品项价格当月同比较3月下行0.2个百分点：（1）鲜菜和鲜果大量上市价格回落，猪肉产能充足而需求进入淡季令价格下行。鲜菜方面，4月鲜菜价格环比下降6.1%，同比下降13.5%。由于天气转暖，鲜菜上市量增加，历年4月的鲜菜价格通常均会出现环比回落。此外，由于去年4月运输不畅，导致基数较高，因此今年4月的鲜菜价格同比下降13.5%，降幅较上月扩大2.4个百分点。猪肉方面，产能充足，叠加冬季的猪肉消费旺季过去，4月猪肉价格环比下降3.8%。（2）小长假期间出行需求增加，带动飞机票和宾馆住宿等价格上涨，成为非食品项中的亮点。交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均有上涨，涨幅在4.6%—8.1%之间。此外去年4月疫情造成的低基数效应令此类服务价格的同比价格涨幅在7.2%—28.7%之间。（3）非食品项中汽车和能源价格的回落成为主要拖累，令交通通信分项价格的环比和同比均下降。受国际原油价格波动影响，国内汽油和柴油价格环比均下降1.7%，同比分别下降10.6%和11.5%，降幅分别扩大4.0和4.2个百分点。同时，受车企价格战影响，燃油小汽车和新能源小汽车价格分别环比下降1.0%和0.9%。因此，CPI中的交通通信分项环比下降0.4%，同比下降3.3%。展望后期，非食品项中车辆和燃油的价格仍在下滑趋势中，而教育文化娱乐分项价格的回升能否有效对冲需要观察弹性需求的释放。总体而言，我们预计2023年后续的CPI当月同比均将处于低位，四季度由于基数原因将略有回升。需求恢复不及预期，叠加基数效应令PPI当月同比降幅扩大。2023年4月PPI环比由上月持平转为下降0.5%，同比下降3.6%，降幅较3月扩大1.1个百分点。分项来看，生产资料价格环比下降0.6%，生活资料价格环比下降0.3%。（1）国内需求恢复

不及预期，令钢材和水泥等建材价格回落。石油沥青装置开工率4月波动回落，与房地产市场的降温相呼应，单单依靠基建难以拉动大宗商品的需求，因此黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降1.0%，水泥制造价格环比下降0.1%。(2)国际原油价格下降，令相关行业价格回落。2023年4月布伦特原油期货结算价当月同比下降21.29%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降2.3%。煤炭产能继续释放，加之进口量仍较大，而正处用煤淡季，供需错配下煤炭开采和洗选业价格环比下降4.0%。展望后期，经济恢复进程较为反复，同时由于2023年上半年的PPI当月同比翘尾因素依然较高，我们预计PPI同比将维持负值，下半年有望转正。 债市观点：CPI和PPI同比继上月后延续回落，但围绕着“通缩”的交易告一段落，我们预计下半年CPI和PPI均将温和回升。近期债券利率下行主要围绕存款利率下调展开，当前国债收益率已经下行到较低点位，进一步下探的催化因素包括经济超预期下跌和降息，分别对应2020年因疫情造成的低点和2022年8月的超预期MLF利率下调。针对经济，虽动力不足，但总量依然处于“弱复苏”阶段；针对降息，政策利率下调可能性较低，总量型政策将让位于结构型政策，但为缓解银行息差压力，存款利率的进一步下调存在可能性。就目前点位而言，追涨的性价比较低，建议谨慎参与波段操作。 风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

行业

房地产行业深度报告：销售的回暖何时才能传导至投资及新开工

投资要点 完整的复苏周期，必然伴随投资、新开工的好转：除了房地产行业本身，上下游的建材、家居乃至金融等行业都受到房地产投资和新开工的影响，因此新开工和投资的回暖是地产产业链复苏转暖不可或缺的关键环节。从今年一季度的情况看，销售和竣工转暖已现，但投资和新开工端仍未有好转迹象。本文试图通过对历史周期的简单复盘及本轮周期传导中的堵点分析，来探寻传导失灵现象的本质原因。 地产复苏传导逻辑，历史周期复苏传导复盘：一个完整复苏遵从“销售回暖—房企销售回款增长及库存下降—融资环境持续放松、供给主体现金流恢复—房企加大投资意愿带动投资回升—新开工复苏”的路径演绎。2008-2009年周期，房企开发投资、土拍市场恢复滞后于销售回暖约4-6个月，新开工滞后销售回暖约6个月；2014-2015年周期，开发投资回暖滞后于销售复苏约9个月、新开工滞后销售回暖约9个月。 本轮周期地产复苏中影响传导的堵点分析：1)外部融资支持有限。一是2017年后非标融资监管政策持续收紧，本轮复苏周期中，非标等融资渠道为房企提供资金帮助有限；二是与往轮周期通过信用债融资不同，这一轮民企已无法发行真正意义的信用债，仅能做抵押型的债务融资；三是银行信贷标企业倾向央国企。2)预售资金监管政策趋严。2022年房企预售监管资金金额约占现金总额的29.4%，预售资金监管规范化后，房企回款率下降导致的现金流压力重新回归。3)房企面临存量债务偿还压力。2023年房企债务到期压力不减，民企偿债压力持续紧绷，2023年下半年房地产债券到期量中有65%为民营房企。在出险房企前车之鉴下，存活房企的自由现金流将优先用于偿还债务。 本轮销售改善能否传至投资、新开工恢复：1)销售维持温和复苏是实现传导的基本条件。2023年一季度房地产销售复苏已出现，而2023年4月房地产高频数据、央行城镇储户调

查报告均证明销售复苏进程仍在继续。2) 房地产企业尤其是民营房企的业绩风险、信用风险已接近出清。面对房企业绩风险逐渐出清, 银行信贷融资支持力度继续增加是大趋势, 银行增加信贷融资支持, 与房企恢复投资、新开工等正常经营活动能够相辅相成, 构成正向循环。3) 房企优质库存下降倒逼提升投资强度。2022 年民营房企拿地不振, 库存进入下降通道。当前库存结构中核心城市新推楼盘占比下降, 倒逼房企在一二线土地市场“补仓”。投资建议: 本轮销售恢复及后续传导是温和、持续时间较长的过程, 过去典型周期投资回暖滞后销售回暖约 3 个季度, 由于本轮传导过程中仍存堵点, 我们判断整体恢复周期可能会长于 3 个季度。但后续新开工和投资恢复节奏还取决于两个重要变量: 销售持续性和信贷投放情况。若两者情况均好于当前, 则新开工和投资恢复节奏将提前。未来稳健经营的国央企以及优质民企有望在销售复苏后, 继续获得融资支持与政策的持续呵护, 迎来投资拿地、新开工的反弹, 回归企业经营良性循环, 成为为数不多的能够超越行业、扩张规模的房企。同时建议关注物业和代建的投资机会。推荐标的: 1) 开发商: 保利发展、招商蛇口、滨江集团、越秀地产, 建议关注华发股份、中国海外发展、保利置业; 2) 物业公司: 华润万象生活、雅生活服务, 建议关注保利物业、越秀服务; 3) 代建公司: 绿城管理控股。风险提示: 行业下行压力超预期; 疫情发展超预期; 调控政策放松不及预期。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 肖畅 研究助理: 白学松)

推荐个股及其他点评

创维数字 (000810): 智能终端龙头, VR 及 AI 新技术增量可期

投资要点 全球机顶盒龙头, 业绩增长稳健。创维数字成立于 2002 年, 是国内较早从事机顶盒研发与销售的企业。当前, 创维数字深耕智能终端业务, 定位为数字机顶盒和宽带通信的智能设备与智能系统技术方案提供商, 在国内三大通信运营商、广电网络公司市场占有率, OTT 智能终端市场销量、中国企业出口海外销量中整体居于行业领先地位。2022 年, 公司营收达 120.09 亿元, 同比提升 10.71%。高清化及智能化加速机顶盒迭代, 公司具技术及渠道壁垒。视频内容制作标准由标清到高清再到超高清, 带动上游机顶盒的更新迭代, 未来 8K 盒子大范围的更新有望推动机顶盒市场扩容, 2023-2025 年全球机顶盒市场 CAGR 将达 4.5%; 海外市场 4K 普及率低, 出海机顶盒企业具有技术优势。在此背景下, 公司 8K 解码技术及产品已落地, 与国内外运营商及大厂长期合作, 具备技术及渠道优势, 行业龙头地位稳固。AI 赋能机顶盒业务, 有望成为智能家居终端载体。机顶盒作为各类媒资、内容的控制终端, 具备 AI 落地场景。基于 AI 功能, 机顶盒有望从控制终端成为智能家居终端载体设备: 1) 拓展功能: 基于强大的音视频解码能力及 AI 算力等链接电视大屏, 拓展媒资搜索、云游戏、教育、健康、AI 助理、视频通话、画质增强等功能; 2) 实现语音等智能控制: 基于 IOT 网关及感知, 用户在家庭通过语言控制, 于远程通过手机控制; 3) AIGC 智能搜索, 迅速连接媒资内容 (影视、直播、教育、电商等), 提升精准度及用户体验。公司已和国内外 AI 技术先进大厂合作, 未来有望基于集成 AI 的盒子拉动机顶盒业务量价齐升。Pancake 方案 VR 产品优势凸显, 车显业务渗透率迅速上升: 从政府、投资方、消费者等多维度对 VR 长期看好, 全球 VR 终端设备 2022-2027 年 CAGR 预计将达到 23.59%。公司 Pancake XR 产品在光学方案、轻

薄化方面具有明显优势，在供应链稳定及技术升级后的 23 年销量预计将会有长足增长空间。受益于智能车载迅速渗透，车载显示市场需求快速增加。2022 年公司汽车智能电子车载显示业务实现营收 3.11 亿元，同比增长 57.90%，增速可观。公司定点原装车厂项目资源丰富，在手订单充足，随着显示屏中控触摸一体化技术的推广和大屏化、多屏化、新型显示等新项目的开发，车载显示有望成为公司新的增长点。盈利预测与投资评级：公司作为智能终端行业龙头，有望受益于高清化迭代及 AI 赋能，我们预计 2023-2025 年归母净利润达 9.6/12.2/15.1 亿元，对应 2023-2025 年 PE19/15/12 倍。我们采用可比公司估值法，给予 2023 年 30 倍 PE，对应市值 288 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：各类产品原材料供应风险，AI 及 VR 技术发展不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 马天翼 研究助理: 金晶 研究助理: 晋晨曦)

长安汽车 (000625): 4 月产批同比高增, 出口持续突破

投资要点 公告要点: 2023 年 4 月, 长安汽车实现合计产批量为 176461/181980 辆, 分别同比 +56.66%/+57.23%, 分别环比 -25.62%/-25.72%。其中, 合肥长安产批量分别为 17319/15277 辆, 分别同比 +88.56%/+46.39%, 分别环比 -11.18%/-9.48%; 长安福特产批量 6352/14002 辆, 分别同比 -30.95%/+16.51%, 分别环比 -72.22%/-9.48%。2023 年 1~4 月长安汽车集团批发销量累计 789788 辆, 同比 +2.94%; 长安自主乘用车累计销量 508275 辆, 同比 +19.20%; 自主品牌海外销量累计 76922 辆, 同比 +16.71%, 自主总量/出口表现较好。4 月长安集团销量环比下滑, 海外销量占总销量 10.5%, 出口持续推进。1) 国内: 长安汽车 4 月批发销量同比提升较大, 主要系 2022 年疫情影响销量基数较低, 环比下滑主要受季节性下降影响; 根据乘联会数据, 行业 4 月销量为 178.3 万辆, 环比 -10.00%, 长安汽车 4 月同环比表现相比行业整体略差, 长安福特环比降幅低于长安自主与集团整体, 自主乘用车主动控制终端库存, 减少库存压力。2) 海外: 公司 4 月出口 19128 辆, 占长安集团销量比例为 10.5%, 占比环比 +0.8pct, 海外出口业务持续推进。3) 新能源领域: 4 月长安自主品牌新能源汽车销量 22496 辆, 环比 -37.40%; 集团 4 月新能源渗透率为 12.4%, 环比 -2.31pct; 1-4 月新能源汽车累计销量 107035 辆, 同比 +102.08%。新能源产品持续丰富, 多品牌携手驱动长安新能源转型。4 月长安 UNI-V 智电 iDD 新增一款中配车型, 进一步丰富了智电 iDD 系列配置梯度, 充分覆盖消费者需求; 目前第三代 CS75 PLUS 已焕新上市, 配备 IMS 智能交互系统和高清 540° 全景影像, 产品智能化与安全性持续进阶; 亮相新车深蓝 S7 未来表现值得期待; 未来还有全新新能源产品 C236、览拓者 EV、阿维塔 E12 等多款重磅车型等待上市。目前长安品牌整合 V 标+UNI+欧尚现有油车序列打造智电 iDD 混动技术标签产品; 下半年推出的新主流电动 OX 序列将继续推动自主品牌电动化转型; 阿维塔品牌战略向上。2023 年长安汽车新能源产品竞争力与市场份额有望双双提升。盈利预测与投资评级: 我们维持长安汽车 2023~2025 年归母净利润为 96/91/100 亿元的预测, 对应 EPS 为 0.97/0.92/1.01 元, 对应 PE 为 12/12/11 倍, 维持长安汽车“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期, 终端消费恢复低于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>