

2023年6月29日星期四

【东兴电力设备与新能源】电力设备与新能源行业：从成本角度看锂电中游市场竞争情况（20230512）

降本能力或成锂电中游厂商核心竞争力。中国动力电池行业因下游新能源汽车需求增长实现了跨越式发展，目前我国的新能源汽车渗透率已经超过 25%，但是，根据一般规律，未来增速有可能放缓。而上游的电池和材料厂商在近几年进行了大规模扩产，2022 年前供不应求的状况将得到极大改善。因此，我们认为动力电池行业即将进入淘汰赛阶段。在行业内，无论是新技术的迭代，还是原路线的升级；无论是性价比的提升，还是大规模扩产的推进；实际上都是降本行为。在供过于求的背景之下，降本能力有望成为锂电中游厂商的核心指标，其中的佼佼者则有望迎来市占率的提升，进一步巩固行业地位。

在锂电中游材料领域，供不应求的局面将迎来大幅度改善，这一过程既伴随着市场出清，也存在竞争格局的进一步优化。我们认为成本控制良好的二线企业有望脱颖而出；降本措施得力的一线企业有望进一步巩固市场地位。

投资策略：在动力电池行业中游供求关系改善、下游需求增速放缓的背景之下，我们更关注企业的降本能力。只有充足的利润空间才能让企业在接下来的竞争中乘胜追击。以下标的有望受益：正极：德方纳米；负极：尚太科技；电解液：天赐材料；隔膜：恩捷股份；铜箔：嘉元科技。

风险提示：下游需求不及预期；公司降本措施不及预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082）

【东兴电子】清越科技（688496）深度：电子纸模组领军企业，硅基 OLED 显示引领未来（20230505）

公司是电子纸模组领先企业，业绩进入释放期。公司的主营业务为电子纸模组、PMOLED 和硅基 OLED 产品的制造与研发。电子纸模组业务市场需求增长旺盛，出货量大幅增加，自 2020 年下半年实现量产以来，公司电子纸模组业务收入 3 年 CAGR 为 228.43%，收入占比提升至 68.14%。从 PMOLED 到电子纸，再到硅基 OLED，公司具备较强的技术与研发优势，快速响应客户，产品横向延伸拓展，积极开拓以小家电、短距离交通和新能源等相配套的新业态、新领域和新客户。公司资本开支/折旧摊销近年来持续降低，近 4 年研发投入 CAGR 为 32.51%，投入期高点已过，即将迎来业绩释放期。

公司盈利预测及投资评级：公司是电子纸模组领军企业，卡位硅基 OLED 赛道，业绩将迎来释放期。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.20 元，0.36 元和 0.57 元，当前股价对应市盈率分别为 58X，33X 和 20X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,182.38	-0.22
深证成指	10,915.5	-0.1
创业板	2,180.06	-0.09
中小板	7,153.55	-0.18
沪深 300	3,821.84	-0.49
香港恒生	18,934.36	-1.24
国企指数	6,426.59	-1.45

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
朗威股份	25.82	机械设备	20230626
华信永道	10.38	计算机	20230626
恒工精密	36.90	机械设备	20230627
海科新源	19.99	电力设备	20230627
天力复合	9.35	有色金属	20230627
致尚科技	57.66	电子	20230628
天承科技	55.00	电子	20230628
国科恒泰	13.39	医药生物	20230629
智迪科技	31.59	计算机	20230630
誉辰智能	83.90	电力设备	20230630

*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
金杨股份	57.88	电力设备	20230630
明阳电气	38.13	电力设备	20230630
芯动联科	26.74	电子	20230630
东方碳素	12.60	基础化工	20230630

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

风险提示：下游 AR/VR 行业发展不及预期、新技术迭代风险、行业竞争加剧风险、募投项目实施进展不及预期。

(分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913)

重要公司资讯

- 南方精工**：公司收深交所关注函：要求说明公司近两年对“双环，中大力德，秦川，恒丰泰，南通振康，北京智同，珠海飞马”等公司的销售情况，包括但不限于销售内容、销售收入、回款情况等；说明公司在互动易回复中提及的公司和国内头部两家减速机厂商合作开发新型减速机的详细情况，以及“相关样品已送至美国特斯拉，试验结果良好，获得较高认可”的依据，是否已获得相关方的认证或相关证明材料。（资料来源：同花顺）
- 掌趣科技**：公司发布股票交易异动波动公告，近日，公司与北京悠米互动娱乐科技有限公司拟联合开发一款兼具游戏创作工具及游戏发行平台性质的 AI 创作游戏平台。本次合作是公司 AI 技术应用于游戏创作和游戏体验的尝试和探索。该合作处于初期阶段，早期投入规模有限，后续投入规模存在不确定性。本次合作还存在研发进度不及预期、应用实践不及预期、未来商业化价值和变现能力存在不确定性等风险。（资料来源：同花顺）
- 宋都股份**：公司公告称，宋都股份多次催告公司控股股东、实际控制人要求其务必积极筹措资金、偿还银行贷款，避免出现到期无法偿债，可能导致公司及下属子公司质押在银行的大额存单被银行以行使质权为由进行划扣的情况。截至目前，宋都股份为控股股东及其关联方提供的存单质押担保余额尚有人民币 216,435 万元未解决。鉴于上述情况，为依法保护上市公司及广大投资者的合法权益，2023 年 6 月 28 日宋都集团新增向杭州市上城区人民法院提交起诉状等相关诉讼材料，向宋都控股、俞建午提起诉讼。本次诉讼金额共计约 2.5 亿元，材料已被上述法院收进，法院正在审查立案过程中。（资料来源：同花顺）
- 腾讯**：据新浪财经，6 月 28 日，网传腾讯 TEG CDC(技术工程事业群用户研究与体验设计部)整体解散，人员涉及设计师、开发人员等，规模大约为数百人。对此，腾讯回应称，此次变动是公司内部正常的组织架构调整，出于业务发展需要，不涉及人员优化。（资料来源：同花顺）
- 华虹半导体**：根据公告，国家集成电路产业基金 II（大基金二期）将作为战略投资者参与华虹半导体人民币股份发行（科创板 IPO），认购总金额不超过 30 亿元。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 生态环境部**：据澎湃新闻，6 月 29 日，记者从生态环境部例行发布会上获悉，环境部正加快推动各项制度和基础设施建设，力争今年年内尽早启动全国温室气体自愿减排交易市场，维护市场诚信、公平、透明。（资料来源：同花顺）
- 环球网**：环球网综合美国白宫官网实录、“美国之音”网站报道，美国务

卿布林肯当地时间 28 日称，美国必须找到一种在激烈竞争中与中国“和平共处”的方法。不过他同时声称，美国希望确保在竞争中处于优势地位，并“能够掌控未来的发展方向”。另外他还认为美中高官之间的互访会增加。（资料来源：同花顺）

3. **澎湃新闻**：据澎湃新闻，6 月 29 日上午，上海市政府新闻办举行新闻发布会，介绍 2023 世界人工智能大会筹备有关情况。今年世界人工智能大会将进一步围绕产业和技术变革新风口，从大模型、智能计算、科学智能、具身智能等多方面发力，加速新一代人工智能技术创新演进。（资料来源：同花顺）
4. **国家统计局**：6 月 28 日，国家统计局公布了 1-5 月份全国规模以上工业企业利润数据。数据显示，5 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 12.6%，连续三个月收窄，企业利润呈现稳步恢复态势。国家统计局表示，装备制造业是拉动规上工业利润贡献最大的行业板块。不过，对于工业企业利润后期表现，市场机构仍然较为谨慎。分析认为，外需趋弱背景下出口将继续承压，地产和消费斜率仍在放缓，企业信心尚待进一步加强，工业企业盈利修复短期可能仍有波折。（资料来源：同花顺）
5. **证监会**：中国证券监督管理委员会市场二部副主任吴奇超表示，目前区域性股权市场基本搭建完成。证监会将稳步扩大试点覆盖面，逐步推动区域性股权市场全面改革。据吴奇超介绍，截至今年 4 月底，全国 35 家区域性股权市场共服务企业 19 万家，累计实现各类融资 2.26 万亿，其中股权融资 6950 亿元，债券融资 4571 亿元，股权质押投资 7784 亿元。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴地产】新房销售持续下行，二手房增速大幅回落（20230626）

行业基本面：

新房销售持续下行，二手房增速大幅回落。从数据来看，28城商品房累计销售面积（1.1~6.25）同比增长9.4%，本月至今（6.1~6.25）同比下滑26.8%，上月整月同比增长24.1%；其中一线城市（4城）本月至今（6.1~6.25）同比下滑13.4%、二线（10城）城市本月至今（6.1~6.25）同比下滑33.9%。12城二手房成交面积（1.1~6.25）同比增长38.1%，本月至今（6.1~6.25）同比增长2.2%，上月整月同比增长49.5%；其中，一线城市（4城）本月至今（6.1~6.25）同比增长21.8%，上月整月同比增长43.6%；二线城市（6城）本月至今（6.1~6.25）同比下滑8.7%，上月整月同比增长54.4%。

土地市场持续下行。从数据来看，100大中城市本年累计（2022.12.26~2023.6.18）成交土地建面同比下滑11.9%，上周累计同比下滑10.4%；本周100大中城市（6.12~6.18）土地成交溢价率6.9%，上周2.3%；100大中城市本年累计（2022.12.26~2023.6.18）土地成交总价同比下滑21.0%，上周累计同比下滑22.4%。

内债融资跌幅扩大。从数据来看，境内地产债发行规模（1.1~6.25）累计同比下滑7.8%，6月（6.1~6.25）同比下滑25.3%。河南南阳支持多孩家庭购房。6月25日，河南南阳市实施多子女家庭购房补贴，符合国家生育政策的多孩且孩子为未成年人的家庭，在市中心城区购买首套新建商品住房，给予一次性1万至2万元的购房补贴。

投资策略：

我们认为，当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场虽有波动，但从年内整体来看，依然处于触底回升之中。但销售的分化程度也在提升，销售与拿地都在向高能级城市集中。我们推荐重点布局高能级城市，具有信用优势的优质央企、国企以及有望受益于融资端的支持，有效改善资产负债状况的优质民企。优质头部房企将受益于融资政策的支持进一步优化资产结构，有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，高能级城市布局较多的保利发展、越秀地产、金地集团、龙湖集团等龙头房企将有望受益。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴煤炭】煤炭行业：煤价走弱，呈现供强需弱格局，反弹仍旧可期（20230530）

国内动力煤、炼焦煤价格均仍在下跌。截止5月23日，秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格950元/吨，月环比跌幅达4.9%。截至5月22日，综合的中国炼焦煤价格指数报1786.3元/吨，月环比跌幅达12.77%。现值需求淡季，煤价暂无反弹趋势，延续弱势运行，但预期的迎峰度夏煤炭消费水平，有望使得煤价仍具支撑。

动力煤生产速度有所回落，库存维持高位，供应较充足。全国发电量及火电发电量月环比下跌，但较近两年仍处高位。4月，原煤月度产量为38145万吨，月环比跌幅达8.57%。截至5月22日，六大发电集团煤炭库存共1401.4万吨，月环比涨幅达11.11%；日均耗煤量共73.7万吨，环比上月基本持平。截至5月19日，三港口煤炭库存合计1420万吨，月环比涨幅达11.99%。4月，当月发电量同比增长6.1%至6583.5亿千瓦时，月环比跌幅达8.22%。其中，4月火力发电量同比增长11.5%至4494.4亿千瓦时，月环比跌幅达12.66%。鉴于4月全国水力发电未达预期，电厂应该不会放松对煤炭的采购，又因为盛夏将至，预计接下来终端的需求会有所扩大。

海外动力煤、炼焦煤价格及国际海运费用均回落，煤炭进口量总体上稍有回落。截至5月23日，澳纽卡斯尔港NEWC动力煤离岸价格160美元/吨，环比上月持平；欧洲三港DES ARA动力煤离岸价格112美元/吨，环比上月跌幅达22.22%；京唐港对澳主焦煤库提含税价报收1790元/吨，环比上月跌幅达14.35%。截至5月22日，澳纽卡斯尔-中国煤炭海运费用（巴拿马型）报收14.5美元/吨，环比上月持平；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭CDFI程租报收9.40美元/吨，环比上月跌幅达7.30%。4月，煤及褐煤月度进口量达4068万吨，月环比跌幅达1.19%。由于国内的煤价不断走弱，供应又较充足，部分进口煤价格优势渐渐减弱，总体上来说煤炭进口量有所回落。

结论：5月份以来，煤价延续弱势运行。我国煤炭生产速度有所回落，库存维持高位，供应较充足。全国发电量及火电发电量月环比下跌，但较近两年而言仍处高位，需求仍在恢复与扩大。国内动力煤价格下跌和需求偏淡，国内海运费仍在下跌，港口库存存在上涨。海外动力煤、炼焦煤价格及国际海运费均回落，煤炭进口量总体上稍有回落。

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：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 研究助理：莫文娟 执业编码：S1480122080006 电话：010-66555574)

【东兴电子】导电胶行业：封测材料替代进行时，看好导电胶领域（20230526）

导电胶已成为不可或缺的半导体封装材料。导电胶是一种具有导电性的胶粘剂，通常由导电粒子、树脂、稀释剂或溶剂、固化剂和催化剂，以及其他功能性添加剂所组成。导电胶可以将不同的导电材料连接在一起，在粘合材料之间形成电路。在电子工业中，导电胶已成为不可或缺的新材料。导电胶按导电方向分为各向同性导电胶和各向异性导电胶。根据固化体系，导电胶可分为室温固化导电胶、中温固化导电胶、高温固化导电胶、紫外光固化导电胶等。导电胶粘剂在现代工业中的应用十分广泛，已广泛用于印刷电路板组件、发光二极管、液晶显示器、智能卡、陶瓷电容器、集成电路芯片和其他电子元件的封装和粘接。导电胶将凭借细间距、低加工温度和较高的灵活性等优点，在显示器、消费电子产品和可穿戴设备等应用场景中取代过时且表现不佳的竞争材料。

全球导电胶行业市场规模稳健增长，产品迭代将向“三新”演进。根据 Market Insights Report 数据，2020 年全球导电胶市场价值约为 22.09 亿美元，预计到 2026 年底将达到 30.78 亿美元，2021 至 2026 年的年均复合增速为 4.8%。根据中金普华产业研究院数据，我国产量约占全球总产量 40%，销售额约占 26%。未来导电胶行业技术将向新体系、新型导电颗粒、新固化方式方向发展。

行业呈现高集中度，国产替代大有可为。导电胶行业全球市场格局高度集中，CR3 达到 78%。市占率较高的公司分别为汉高(60%)、日立化成(11%)和住友电木(7%)。近几年随着半导体产业向国内转移，封测企业对配套材料国产化要求进一步提高，国内新进入厂商得到了较快的发展，特别是德邦科技、长春永固和上海本诺电子等为代表的国内公司成功进入了头部封测厂商的供应链体系。高端电子封装材料行业属于国家重点扶持和发展的战略性新兴产业中的新材料产业，近年来国家制定了一系列关于高科技产业的支持政策及重点突破计划，其中国家科技部“863 计划”、“02 专项”、“国家重点研发计划”等对提升我国集成电路产业链中关键配套材料的国产化起到了重要作用。

投资策略：相关受益标的为已成功进入头部封测厂供应链体系的德邦科技、长春永固和上海本诺电子。

风险提示：下游需求不及预期，宏观环境变化。

(分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913)

【东兴商贸零售】零售 & 美护行业：疫情扰动已过，复苏通道开启（20230516）

2022 年全国疫情多次反弹，可选消费整体表现较弱，23 年 Q1 整体回暖。22 年疫情反复对消费能力和信心产生较大影响，可选消费品类相较于必选品类受冲击更大；疫情的封控使得线下消费场景缺失，对线下消费场景依赖较大的行业受冲击相对更大。分板块来看，美护行业整体受疫情影响较小，且部分赛道龙头公司表现亮眼，拉动 22 年行业业绩有较好表现。黄金珠宝行业和免税行业均为对线下消费场景依赖度较高的赛道，受疫情冲击较大，叠加部分费用支出均较为刚性，影响了行业全年业绩表现。23 年 Q1 社零总额同比+5.8%，同比增速呈现逐月改善趋势，疫情影响逐渐消退，消费整体呈现复苏趋势。美护、珠宝和免税等各板块均实现了较好增长，其中美护和珠宝板块利润端的弹性均好于营收端，免税板块受毛利率下降影响，利润端表现偏弱。

美容护理板块：化妆品行业持续分化，医美器械商业绩坚挺。分板块看，22 年和 23 年 Q1 营收端表现医美>个护用品>化妆品，22 年利润端表现医美>化妆品>个护用品，23 年 Q1 利润端表现化妆品>医美>个护用品。化妆品板块按照产业链来拆分，各环节业绩表现均有所分化，整体来看中游品牌商>上游原料商>中上游代工厂商。22 年中游部分国货美妆龙头呈现超强韧性，如珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等，业绩增速均超 20%，成长逻辑得到持续验证。化妆品中上游整体承压，科思股份受益于海外疫

后消费需求旺盛，巴斯夫供应紧张，产品提价和高毛利新品产能释放等，业绩表现亮眼。按医美不同环节来看，药品器械生产商的增长稳定性较好，下游医美机构受线下消费波动导致业绩波动较大。从业务结构来看，医美和化妆品兼有的公司，其业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。

饰品板块：22 年营收和利润表现均较弱，23 年金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售。22 年黄金价格整体震荡，对黄金珠宝销售的价格提振作用有限；疫情反复多地封城，影响了消费场景的触达，而黄金珠宝业务线下消费占比高，行业全年业绩表现一般。23 年 Q1 金价持续上行，疫后线下消费场景恢复，叠加婚庆等递延消费需求释放，板块呈现较大弹性。分业务板块看，22 年由于黄金兼具一定的投资属性和避险属性，以黄金为主业的公司营收和利润表现相对较好，以钻石珠宝等业务为主业的公司受疫情冲击较大，居民消费能力和消费信心不足影响了可选属性更强的珠宝类消费需求的释放，主要公司利润大幅下滑。

免税板块：2022 年板块受疫情冲击较大业绩承压，23 年 Q1 营收有所反弹但利润端仍较弱。22 年离岛免税店总销售额 487.1 亿元，同比-19%，其中免税销售额 348.99 亿元，同比-29.45%。2022 年我国出入境 1.157 亿人次，仅为 2019 年的 17.3%，由此带来口岸免税表现较弱。板块受疫情冲击较大，营收和利润端均承压。23 年 Q1 随着疫情影响逐渐消退，离岛和出入境客流逐步恢复，23 年 Q1 海南离岛免税销售额 168.7 亿，同比+14.64%。但折扣力度仍维持在相对较大水平、部分高毛利率产品供货较紧张，叠加人民币汇率变动的的影响，23 年 Q1 毛利率同比下降，板块利润端表现较弱。行业短期关注出境游复苏带来的口岸免税渠道恢复性增长，以及疫情过后市内店向国人开放政策落地带来的增量市场。

投资建议：疫后消费复苏通道已开启，但消费能力和消费信心的恢复仍需要一段时间，预计 23 年消费板块整体呈现弱复苏态势，重点关注兼具中长期逻辑支撑和短期业绩弹性释放的板块。行业分化程度不断加剧，疫情加速行业出清，重点关注业绩兑现确定性较强的行业龙头，以及经营调整后业绩边际改善较大的公司。

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446 分析师：刘雪晴 执业编码：S1480522090005 电话：010-66554026)

【东兴固收】对于利率水平及降息空间的探讨——宏观利率专题报告（20230512）

核心观点：

政策视角下合适的利率水平：资产回报率和储蓄率水平很大程度上决定了利率和经济增速间的差异。我国的资本回报率偏低而储蓄率偏高，所以我们看到我国的实际利率水平总是低于经济潜在增速。此外我们认为经济体利率市场化进程所处阶段、与海外主要经济体的利差以及银行息差都会在一定程度上影响均衡利率水平。央行认为将实际利率设定为略低于潜在增长率较为合理，可以称之为留有余地的最优策略。

(1) 与投资回报率相匹配的合意利率：当前贷款利率和 10 年期国债利率的合意值分别为 2.34%和 4.81%；(2) 与经济潜在增速相匹配的合意利率：贷款利率和 10 年期国债利率合意区间分别为 3.81%-4.67%、1.69%-2.55%；(3) 与自然利率相匹配的合意利率：10 年期国债收益率运行于 3.3%以下较为合理；贷款利率和 10 年期国债利率名义利率合意区间分别为 4.96%-5.46%、2.66%-3.16%。测算表明，当前我国 10 年期国债利率和贷款利率基本运行在合理区间，但三种方法都指向一个可能的结果：当前 10 年期国债利率水平偏高，贷款利率水平偏低。与我们之前在广谱利率中观察到的结果基本一致。贷款加权平均利率自 2021 年三季度末地产政策放松以来持续下行，从 2021 年三季度的 5%降至 4.14%，而 10 年期国债利率累计下行幅度仅为 15BP。我们认为造成这种差异的原因一方面是由于近一年多以来存款定期化的现象使得商业银行负债端综合成本没有随着部分银行挂牌存款利率的下调而下调，反而略有上升，使得银行配债动力较以往利率下行期显著下降；另一方面是近一年多以来央行结构性货币工具的发力使得贷款终端利率下行速度较快，起到了实质性“降息”的作用。说明信贷直达实体、降低企业融资成本的效果较好。因此 2022 年以来长端国债利率下行较以往的降息周期偏慢了。

我们认为当前最大的风险来自于经济复苏程度不及预期与海外经济下行的共振，经济复苏超预期的概率在下降。因此从经济基本面的角度来看，降息是可能的。我们观察以往的降息周期，在 2014 年-2015 年间，共降息 6 次合计 165BP，当时的降息步长是 25BP；到 2019-2020 年间，降息步长变为了 5BP，共降息 3 次合计 35BP。因此每一轮的降息幅度在 6-7 步长左右。而从去年至今，共降息 2 次，合计 20BP。从这个角度来考虑，年内或许还有 10BP-15BP 的降息空间。在降息的方式以及节奏方面我们认为可能会有更多超预期的情形出现。如果存款利率下行、结构性货币工具的使用或是压缩 LPR 与贷款利率的加点最终实现了贷款利率和国债利率下行，就意味着实现了实质性降息。我们认为调降政策利率和财政发力的时间联动效果会更好，或者也可以为了提振市场预期而进行前瞻性的操作。当然前提是出现了超预期的经济下行和通缩压力，我们认为如果“弱现实”持续兑现的话，二季度和三季度均是可能的政策利率降息窗口。

风险提示：稳增长政策超预期；地产修复超预期

(分析师：贾清琳 执业编码：S1480521070009 电话：010-66554042)

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

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526