

首席周观点：2025 年第 13 周

2025 年 3 月 27 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：四川黄金（001337.SZ）：资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头（2）-主营业务分析

公司主要产品为毛利率较高的金精矿，随采回收低品位氧化矿得到合质金。公司主要产品为金精矿，2018-2023 年间，其平均营收占比高达 94.5%，平均毛利占比高达 97.6%。2019 年公司完成“低品位氧化矿资源利用”项目的建设，从 2020 年开始通过使用环保型提金剂，环保、安全回收黄金资源，得到产品合质金，但数量较少。

公司金精矿产量稳定提升，年均产能利用率高达 107%。公司原生矿石选厂产能为 60 万吨/年，由于其对实际生产过程中随采出的低品位氧化矿、混合矿和副产矿收集、堆存并利用，因此实际利用矿石量超过证载规模。2018-2023 年间，公司原生矿石入选量 CAGR 为 2.7%，由 60.94 万吨升至 69.49 万吨，以 60 万吨/年的产能计算，年均产能利用率高达 107%。2021-2023 年间，金精矿（金金属量）产量 CAGR 为 4.5%，由 21 年的 1.53 吨升至 23 年的 1.67 吨，公司金精矿产量稳定提升。通过原生矿石入选量与实际黄金金属产出量计算，2021-2023 年间实际矿石品位分别为 2.36g/t、2.41g/t 和 2.40g/t，较为稳定。根据 24H1 半年报披露，公司金精矿销售量同比增长持续。

公司金精矿产品毛利率稳定高于行业平均水平。2018-2023 年间，公司平均销售毛利率为 51.38%，金精矿平均毛利率为 53.12%。24H1，由于未有合质金生产，公司销售毛利率与金精矿毛利率相同，均为 53.05%。受益于公司的生产技术优势与成本控制能力，公司金精矿产品毛利率在国内可比上市公司中持续高于平均水平。从单位成本角度观察，得益于公司较高的黄金资源品位（23 年：3.37g/t）和金精矿品位（23 年：55.6g/t），公司 2023 年金精矿单位克金成本仅为 161.2 元/克，为平均值（201.2 元/克）的 80%。从毛利率角度观察，我们统计了七家黄金上市公司类似产品 2023 年的毛利率，公司金精矿产品毛利率为 53.80%，高出行业平均值（49.20%）4.6 个百分点。尽管公司露天开采进入残采期导致入选矿石品位下行，但公司 24H1 金精矿产品毛利率仍稳定高于行业平均水平（53.03%）。考虑到公司黄金产品销售策略的转变（暂停销售毛利相对偏低的合质金产品），叠加公司技改项目完成后的选矿技术提升，我们预计公司金精矿产品毛利水平仍有稳定优化空间。

公司多项财务比率在市场处于领先地位。由于公司主营业务以高利润率的金精矿为主，整体盈利能力优异，且公司经营管理科学稳定，公司多项财务比率在 A 股黄金相关上市公司中优势明显。根据 2024 年半年报数据统计，从回报能力观察，公司 ROE 为 10.19%，较中位值

(7.03%) 高出 3.17 个百分点；ROA 为 9.19%，较中位值 (5.68%) 高出 3.51 个百分点，显示出公司运营效率较高，回报能力具有可比优势。从盈利能力观察，公司比较优势更为明显：公司销售净利率为 35.58%，较中位值 (9.88%) 高出 25.71 个百分点；销售毛利率为 53.05%，较中位值 (17.84%) 高出 35.21 个百分点，反映出公司成本控制能力强，具备产品优势。从资本结构观察，公司资产负债率仅为 24.52%，较中位值 (49.14%) 低 24.62 个百分点，显示公司具有强持续扩张能力。

公司期间费用率逐年降低，显示降本增效成果。2019-2023 年间，公司期间费用率下降明显，由 19 年的 13.79% 下降至 23 年的 10.68%，下降了 3.11 个百分点。期间费用率下降主要由财务费用率下降贡献：财务费用率由 19 年的 5.03% 降至 23 年的 1.68%，下降了 3.35 个百分点，财务费用减少得益于期间矿业权收益金摊销利息减少以及新增募集资金利息收入冲抵。由于销售费用增速低于营收增速，销售费用率由 19 年的 0.45% 降至 23 年的 0.41%，下降了 0.04 个百分点；管理费用率由于员工薪酬持续增加，由 19 年的 8.31% 升至 23 年的 8.59%，上升了 0.28 个百分点。24H1，期间费用率持续优化至 8.44%，其中销售、管理和财务费用率分别降至 0.32% (宣传费用减少)、6.97% (职工薪酬增加，但增速低于营收增速) 和 1.15% (矿业权收益金摊销利息减少)，公司降本增效持续进行。

公司改扩建工程稳步推进，持续实现降本增效。公司上市募集资金亦计划帮助公司实现绿色及智慧化矿山建设，并且由露天开采平稳过渡地下开采，从而提高生产效率与安全生产能力。资金投入包括用于梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设、梭罗沟金矿绿色矿山建设及梭罗沟金矿智慧化矿山建设等；同时公司利用自有资金建设梭罗沟金矿地下开采工程、梭罗沟如米沟排土场排洪洞工程、木里容大备供 35KV 线路新建工程以及梭罗沟金矿矿石运输道路工程。当前各项工程同步进行，其中 2000t/d 选厂技改工程计划投入募集资金 0.33 亿元，截止 24H1 已投入 92.8%，预计将于 2025 年底完成建设并投入生产（目前项目已完成 37.9%）。该项目将对梭罗沟金矿选厂进行技术改造，包括破碎、磨矿、浮选等生产环节的设备更新和工艺优化，磨矿车间改造及储矿仓新建以及供排水、供配电等配套设施建设。项目完成后可进一步提高浮选回收作业率，预计可使公司年均销售收入增加 810.31 万元，约占 23 年营业收入 1.3%。同时，回收率的提升或对公司毛利率进一步优化，实现降本增效作用。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.42/11.04/12.64 亿元，归母净利润分别为 3.43/4.16/4.92 亿元，对应 EPS 为 0.82/0.99/1.17 元/股，对应 PE 分别为 27.39X/22.56X/19.08X。考虑到公司黄金资源持续增储，金精矿毛利率行业领先，回收率提升带动产量增长，叠加黄金资产在进入全球资本配置新周期下价格呈现的强韧性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

参考报告：《四川黄金(001337.SZ)：资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头》，2025-3-19



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：偏光片行业：解码偏光片国产替代加速与中大尺寸增量机遇

偏光片是显示技术中不可或缺的关键材料。在液晶显示中，偏光片主要起到光开关的作用，将光源发出的散射光线转变为偏振光，加上液晶分子的扭转特性，达到控制光线通过与否的作用，从而控制透光率和视角范围，形成明暗产生显示画面。

上游核心膜材料存在技术壁垒，目前被日企垄断，国内企业市场占有率极低。偏光片由多层膜复合而成，PVA 膜负责偏振作用，是偏光片的核心膜材。TAC 膜则起到对延伸的 PVA 膜的支撑和保护。从成本角度来看，TAC 膜和 PVA 膜占原材料成本占比较大，分别占比 56%和 16%。全球市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，其中可乐丽约占全球产能的 70%-80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场，剩下的 20%几乎被日本合成化学掌握。国内仅有皖维高新、台湾长春建有少量窄幅膜产线，供应中低端市场，市场占有率不足 1%。TAC 膜则由富士胶片和柯尼卡美能达等日本企业所垄断。

偏光片是显示面板的上游关键材料，目前，偏光片下游终端应用以液晶显示面板为主。根据面板类型的不同，偏光片主要分为 LCD 型和 OLED 型。偏光片在 LCD 通常需要两张偏光片。在 OLED 通常需要使用一层复合型的偏光片。目前，偏光片下游终端应用以液晶显示面板为主，包括消费类的手机、电脑、液晶电视显示屏，以及工控类的汽车电子、医疗器械、仪器显示屏等。除此以外，偏光片在 3D 眼镜、防眩目镜等领域也有应用。

国内偏光片生产企业正逐步实现国产化替代和开始跻身第一梯队。全球竞争格局因此呈现出明显的地域集中特点，主要参与者包括日韩企业和中国企业。住友化学以 26%的市场份额占据市场首位，而日东电工则以 24%的份额紧随其后。国内偏光片生产企业正逐步实现国产化替代和开始跻身第一梯队，杉杉股份以 12%的市场份额排名第三。根据 Omidia 数据，截至 2023 年，杉金光电凭借 22000 万平方米/年的生产能力跃居全球第一位。恒美光电、盛波光电、三利谱则分别位居全球第五位至第七位。

面板产能逐步转移，国内偏光片企业有望受益。全球显示面板产能不断向中国大陆转移，随着面板产能向中国大陆转移，对上游偏光片等原材料的国产替代需求也在不断提高。位于中国大陆的生产厂商由于物流成本低，且其对中国大陆的面板厂商响应更加及时，能够更好地配合面板厂商进行研发生产，位于中国大陆的偏光片生产企业有望受益于面板产能转移。

车载、工业等专业显示领域开辟了中大型 LCD 新的应用市场，专业显示市场的快速发展给中大尺寸 LCD 带来新的市场增量。在工业显示领域，工业生产正朝着智能化、数字化、信息化和可视化的方向发展，工控显示屏被广泛应用于工业自动化、军事以及工业手持设备等多个领域。全球工业显示器市场预计到 2025 年市场规模将达到 72.6 亿美元。目前，TFT-LCD 为主流的车载显示技术。车载显示需求大幅提升，根据 IHSMarkit 预计，2025 年全球车载 TFT-LCD 面板出货量约 2.5 亿片，平均每车搭配 2 片以上 TFT-LCD 显示屏。消费升级叠加大尺寸供应能

力释放，LCD 大屏化成为长期趋势。近年来中国大陆面板厂对于大尺寸面板的布局及供应拉动了供给端大屏化的趋势，75 英寸及以上超大型 TFT 液晶面板的出货量有望稳定增长。

投资建议：全球偏光片市场有望稳定增长，国产替代有望加速。全球消费电子迭代加速叠加车载显示、工业等场景的崛起，结合中大尺寸液晶面板的出货量稳定增长，对偏光片的需求有望持续上升。中国市场的快速增长已成为全球偏光片行业的重要推动力，国内企业在多细分领域处于世界领先地位，受益标的：杉杉股份、三利谱、深纺织 A 等。

风险提示：原材料价格波动、下游复苏不及预期、中美贸易摩擦加剧、国产替代不及预期。

参考报告：《偏光片行业：解码偏光片国产替代加速与中大尺寸增量机遇》，2025-3-26



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lijyjs@dxzq.net.cn

汽车行业：行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成

事件：近日中汽协发布 2025 年 2 月汽车产销数据，2 月汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，同比分别增长 39.6%和 34.4%。新能源汽车产销分别完成 88.8 万辆和 89.2 万辆，同比增长 91.5%和 87.1%。

点评：

国内：销量持续增长，自主品牌市占率超七成。国内汽车市场整体延续强劲复苏态势，2025 年以旧换新等补贴政策力度空前，据乘联会预计合计补贴规模将超 4000 亿元，占汽车销售额 8%。2 月汽车国内销量 168.8 万辆，同比增长 39.9%。其中，传统燃料汽车国内销量 92.7 万辆，同比增长 14.3%；新能源汽车国内销量 76 万辆，同比增长 92.6%。新能源汽车国内销量占汽车国内销量的 45.1%，较去年同期提高 12.4 个百分点。自主品牌乘用车销量 128.2 万辆，同比增长 62%，在国内销量占有率为 70.6%，较去年同期提高 11.2 个百分点。

据乘联会，2 月纯电动汽车国内零售销量 42.6 万辆，同比增长 94%；插混汽车销量 19.9 万辆，同比增长 83%；增程式汽车销量 6 万辆，同比增长 12%。纯电动汽车市场逐渐多元化，吉利的星愿、熊猫等 A0 级以下车辆，以及小米、小鹏等新势力贡献了主要增量；插混汽车中，销量占比绝对领先的比亚迪仍保持高增速，同比增长 84%；增程式汽车销量受华为系新车周期影响，增速低于纯电及插混，我们认为随着 4-5 月华为系新车周期的到来，增程式汽车的销量增速将显著恢复。整体而言，随着新能源渗透率的不断提升，我们仍然看好未来国内混动化的发展。

出口：新能源占比提升，插混增速远高于纯电。2 月汽车出口 44.1 万辆，同比增长 16.9%。传统燃料汽车出口 31 万辆，同比增长 4.9%；新能源汽车出口 13.1 万辆，同比增长 60.5%，占总出口 29.7%。其中，纯电动汽车出口 8.1 万辆，同比增长 22.4%；插混汽车出口 5 万辆，

同比增长 2.2 倍。整车出口前十企业中，奇瑞出口量达 8.6 万辆，同比增长 9%，占总出口量的 19.6%。与上年同期相比，比亚迪出口增速最为显著，出口达 7.1 万辆，同比增长 2 倍。

2 月出口整体表现稳健，混动趋势延续。受益于比亚迪出海成效显著，插混车型出口同比高速增长。长期看国内车企的技术优势将支撑竞争力，通过智能化、电动化推动高质量国际化。

投资策略：国内汽车市场在政策刺激与技术创新双重驱动下，呈现出“电动化加速渗透、自主品牌强势崛起”的鲜明特征，我们认为自主品牌智能化的优势是其市占率增长的重要原因。在电动化渗透率持续提升的背景下，汽车产业的竞争重心正逐步转向智能化领域，具备领先训练数据、训练设施、智驾生态领域的头部企业有望获取更多市场份额。

华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界，其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内汽车管路总成龙头供应商川环科技（300547）、汽车变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788）、国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

参考报告：《汽车行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成》，2025-3-26



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度

2024 年以来，海外通胀有所减缓，国内经济有所修复，油气开采板块盈利显增，炼化及贸易板块营收小幅回落。2024 年以来，美国 CPI 同比上涨幅度逐步下降，低于 3.0%，作为全球需求端代表美国的通胀压力有所减缓，通常意味着美联储可能放缓加息步伐或维持较低利率，从而减轻美元走强对以美元计价的大宗商品价格的压制，尤其对原油，是一个积极信号，有助于缓解估值压力并稳定市场预期，从而间接支撑大宗商品需求。2024 年 10 月至 12 月，国内制造业 PMI 分别为 50.1, 50.3, 50.1，均略高于荣枯线 50，表明制造业处于微弱扩张状态。

随着国内继续采取措施支持经济复苏及缓慢修复，对油气开采和炼化及贸易的需求也逐步提升。2024 年前三季度，油气开采板块实现营业收入总计 3361.70 亿元，同比增长 6.01%；炼化及贸易板块实现营业收入总计 55223.55 亿元，同比下跌 2.52%。

油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度。

复盘原油价格：2024 年至 2025 年 2 月，油价有所回落。2024 年 1-12 月，整体价格在 69.19-91.17 美元/桶宽幅震荡，月度均价为 80.8 美元/桶。2025 年，1 月 Brent 原油现货均价为 78.34 美元/桶，2 月 Brent 均价为 75.55 美元/桶，环比上月下跌 2.79 美元/桶，跌幅为 3.56%。2025 年，1 月 WTI 原油现货均价为 75.20 美元/桶，2 月 WTI 均价为 71.73 美元/桶，环比上月下跌 3.47 美元/桶，跌幅为 4.62%。

2025 年一季度和二季度全球原油供给预期逐渐回升，油价中枢回落，但仍在中高位。2025 年 1 月以来，美国目前已经是全球最大的原油生产国，美国新任总统上台，对原油政策存在较大不确定性，全球需求存在较大不确定性。2025 年一季度和二季度全球原油供给预期逐渐回升，油价中枢回落，但仍在中高位。OPEC+产油国产能扩增以及美国页岩油产量回升将成为油市供应增量来源。而从预期落地的可行性来看，美俄和谈在即，地缘价值预期显著下降，预计原油价格小幅回落。原油中期主线仍然是看特朗普供需两方面打压油价的努力，特朗普在俄乌和中东方向都提出了自己的方案，接下来的美俄首脑在沙特会谈是市场关注的焦点。

OPEC+调整减产额，与非 OPEC 国家寻求合作，共同应对市场供需失衡。2022 年以来 OPEC+（石油输出国组织及其盟友）的产量决策都是减产以维持油价。全球经济复苏乏力、需求增长放缓，以及非 OPEC 国家（如美国）原油产量增加，导致国际油价面临下行压力。2024 年 12 月 5 日决定将 220 万桶/日的自愿减产协议延长至 25 年 3 月底，并将全面解除减产的时间推迟一年，至 2026 年 12 月。尽管俄乌冲突持续，但俄罗斯作为 OPEC+的重要成员，其产量政策与 OPEC 保持一致，共同维护油价稳定。OPEC 试图通过与非 OPEC 国家（如俄罗斯、墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。全球原油需求自疫情恢复后持续上涨，美国汽油需求高于去年。

中长期情况来看，OPEC+通过动态减产，试图通过与非 OPEC 国家（如墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。都显示了未来原油供给将会锁紧，油价中枢中高位仍具支撑。

在油价中高位背景下，驱动油气开采和炼化及贸易板块或将保持较高景气度。自 2021 年，Brent 原油现货价格稳步增长，维持中高位，油气开采板块营收自 2021 年逐年增长。2024 年前三季度，Brent 原油现货均价为 82.72 美元/桶，同比增长 0.70%；油气开采板块实现营业收入总计 3361.70 亿元，同比增长 6.01%；炼化及贸易板块实现营业收入总计 55223.55 亿元，同比下跌 2.52%，炼化及贸易板块业绩变化主要由于主要由于汽油、煤油、柴油销售量有所下滑导致石油销售收入利润减少及炼化板块、销售板块盈利收窄。以中国海油、中国石油公司为例，中国海油实现归母净利润 1166.59 亿元，同比增长 19.5%，景气度高；中国石油实现归母净利润 1325.22 亿元，同比增长 0.7%，业绩符合预期。中长期情况来看，OPEC+通过动态减产，试图通过与非 OPEC 国家（如墨西哥等）的合作，共同应对市场供需失衡。都显示了未来原油供给将会锁紧，油价中枢中高位仍具支撑，油气开采和炼化及贸易板块或将保持较高景气度。

投资建议：油价中枢有望中高位的背景下，重点关注具备高股息和高成长的公司。市值管理考核推进，兼具分红能力与意愿，未来高股息率有望持续。2023 年中国石油、中国石化和中国海油、中国海洋石油分红率分别为 47.59%、51.90%、43.50%、43.50%。假设 2024 年-2026 年分红率分别维持不变，若按照该股利分配率乘以 2024-2026 年盈利计算未来 3 年股息率，则中国石油、中国石化、中国海油、中国海洋石油 2024-2026 年预计平均股息率分别为 4.66%、5.19%、4.34%和 6.50%，未来随着盈利的逐步扩大，三桶油股息率仍将继续提升，且股息率在高股息板块中亦处于较高位置。我们推荐中国海油，中国海洋石油。同样有望受益标的：中国石油，中国石油股份，新天然气。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《油气开采和炼化及贸易：油价中枢有望中高位，驱动板块或将保持较高景气度》，2025-03-10



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 1-2 月数据点评：件量维持高增长，但价格竞争较往年更加激烈

1-2 月快递件量增速维持高位。2 月全国快递服务企业业务完成量 135.9 亿件，同比增长 58.8%，增速较 1 月的 1.3%明显提升，主要还是受到春节错期的影响。将前 2 月的数据合计，则 1-2 月共计完成业务量 284.8 亿件，同比增长 22.4%，行业增速维持了较高的水平。

通达系方面，1-2 月加总后，申通、韵达、圆通和顺丰业务量分别增长 30.6%、26.5%、21.3%和 16.7%，申通韵达增速高于行业水平，圆通和顺丰则略低于行业均值（同比增长 22.4%）。市场份额方面，1-2 月合计，则申通和韵达市场份额分别同比提升 0.8pct、0.4pct；顺丰和圆通份下降 0.4pct%和 0.1pct。

价格方面，2 月行业单票价格环比 1 月有较明显下降，同比降幅提升至 17.8%。上市公司方面，环比看，申通单票收入环比 1 月下降 0.02 元，圆通单票收入环比下降 0.03 元，韵达环比下降较为明显，下降 0.07 元至 1.95 元，已经低于去年 7-8 月时的水平（去年 7-8 月价格战烈度较高），说明目前价格战的烈度提升至较高水平。顺丰方面，公司 2 月单票收入同比下降 8.1%，我们认为主要系电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

去年下半年通达系公司的单票收入有筑底回升趋势，但开年 1-2 月价格竞争烈度超出我们预期，1-2 月行业 CR8 较去年同期提升 2.1，至 87.1，A 股上市的 4 家公司 1-2 月市场份额合计 48.8%，较去年同期的 48.1%提升 0.7pct，也就是说行业前八中的其他四家市场份额出现了较明显的提升，我们认为这与今年行业龙头中通重新重视市场份额有一定关联，龙头对份额的争夺也使得今年开年的价格战烈度提升较为明显。

投资建议：随着行业竞争的加剧，电商件内部的分化已经较为明显。低端电商件领域，单纯的成本优势能够为企业带来利润贡献会越来越有限，而中高端的电商件对服务质量提出更高的要求。行业的变化在倒逼企业重视服务质量，走向转型升级的道路，“生存靠份额，赚钱靠服务”会是行业趋势。因此我们建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等。

参考报告：《快递 1-2 月数据点评：件量维持高增长，但价格竞争较往年更加激烈》，2025-3-21

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益关系。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