



Research and
Development Center

主题升级为赛道也需要经济企稳

——策略周观点

2023年5月21日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

主题升级为赛道也需要经济企稳

2023年5月21日

核心结论: 年初以来, 市场的风格偏主题, 不管是AI的活跃, 还是中特估持续不断的表现, 都不是主要依赖业绩的驱动。不管是成长还是价值, 由主题升级为赛道, 需要业绩驱动, 而经济下行的时候, 整体ROE下行, 大部分板块的业绩兑现均会受到影响, 所以主题升级为赛道的难度很大, 某一风格很难持续产生较大的超额收益。比如2008年Q2-2009年Q2、2011-2012年、2018-2019年Q3、2022Q2至今, 在全A的ROE下行期, 成长或价值产生的超额收益, 小于经济 and 全A的ROE上行期(2009年Q2-2010年、2013年、2016年Q3-2017年、2020-2021年)。包括2013-2015年、2019-2020年, 成长股牛市期间, 成长超额收益较强的阶段也是处在经济数据偏强或经济预期回升的时期。所以中特估、AI等主题, 能否演绎为2-3年的赛道, 需要经济企稳期验证利润的强度, 这两个方向目前都基本符合A股历史上赛道风格3年一变的规律, 但由于2019-2021年是成长股的牛市, 价值股方向走出新赛道的概率还有增加的可能(比如周期股)。指数层面, 我们认为经济下行和盈利不及预期的利空已经消化了3个月了, 市场的调整可能接近尾声, 当下的1个月是非常好的建仓期, 建议逐渐增加仓位。

- (1) 经济持续下行的风格演绎, 偏主题(涨估值), 而用成长或价值度量风格并不是很明显。整体来看, 年初以来, 市场的风格偏主题, 不管是AI的活跃, 还是中特估持续不断的表现, 都不是主要依赖业绩的驱动, 由于也不完全是低估值修复, 因为这些热点都有新的产业或政策变化, 所以表现在市场风格上感觉是偏主题的。而如果用价值或成长来度量风格, 能够看到, 从去年下半年以来, 成长/万得全A指数是区间震荡的。我们认为这背后的核心原因是经济下行, 因为不管是成长还是价值, 由主题升级为赛道, 需要业绩驱动, 而经济下行的时候, 整体ROE下行, 大部分板块的业绩兑现均会受到影响, 所以主题升级为赛道的难度很大, 某一风格很难持续产生较大的超额收益。比如2008年Q2-2009年Q2、2011-2012年、2018-2019年Q3、2022Q2至今, 在全A的ROE下行期, 成长或价值产生的超额收益, 小于2009年Q2-2010年、2013年、2016年Q3-2017年、2020-2021年。
- (2) 大部分板块业绩偏强的阶段是宏观经济复苏期, 所以主题转变为景气度赛道的前提是经济企稳。我们认为, 背后的核心原因是业绩。2013-2015年, 虽然TMT是3年牛市, 业绩改善也是3年, 但计算机和传媒内生业绩增长较强的阶段主要是2013-2014年Q1, 期间经济恰好是小幅回升的。
- 另外两个有代表性的成长行业是2009-2010年的电子和2019-2021年的电力设备, 从对应行业的ROE数据也能够看到, ROE大幅回升的阶段也是和名义GDP回升期重合的, 只是有时候略有提前。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：主题升级为赛道也需要经济企稳.....	4
二、上周市场变化.....	9
风险因素.....	12

表目录

表 1：配置建议表.....	8
----------------	---

图目录

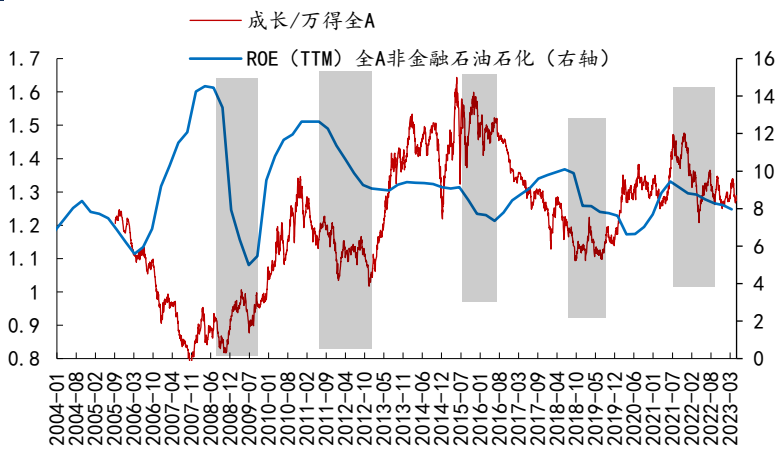
图 1：全 A 的 ROE 下行期，市场大多是风格拉锯期（单位：倍，%）.....	4
图 2：13-15、19-21 年成长股牛市期间，经济对风格的影响（单位：倍，%）.....	5
图 3：13-15 年 TMT 内生增长（ROE）较强的阶段是 13 年（单位：%）.....	5
图 4：电子和电力设备也是在经济回升期 ROE 弹性较大（单位：%）.....	6
图 5：风格拉锯期的结局都是风格转变（单位：倍数）.....	6
图 6：大势研判（单位：点数）.....	7
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	9
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 13：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）.....	10
图 14：沪股通累计净买入（单位：亿元）.....	10
图 15：融资余额（单位：亿元）.....	10
图 16：新发行基金份额（单位：亿份）.....	11
图 17：基金仓位估算（单位：%）.....	11
图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	11
图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	11
图 20：长期国债利率走势（单位：%）.....	11
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	11

一、策略观点：主题升级为赛道也需要经济企稳

年初以来，市场的风格偏主题，不管是AI的活跃，还是中特估持续不断的表现，都不是主要依赖业绩的驱动。不管是成长还是价值，由主题升级为赛道，需要业绩驱动，而经济下行的时候，整体ROE下行，大部分板块的业绩兑现均会受到影响，所以主题升级为赛道的难度很大，某一风格很难持续产生较大的超额收益。比如2008年Q2-2009年Q2、2011-2012年、2018-2019年Q3、2022Q2至今，在全A的ROE下行期，成长或价值产生的超额收益，小于经济和全A的ROE上行期（2009年Q2-2010年、2013年、2016年Q3-2017年、2020-2021年）。包括2013-2015年、2019-2020年，成长股牛市期间，成长超额收益较强的阶段也是处在经济数据偏强或经济预期回升的时期。所以中特估、AI等主题，能否演绎为2-3年的赛道，需要经济企稳期验证利润的强度，这两个方向目前都基本符合A股历史上赛道风格3年一变的规律，但由于2019-2021年是成长股的牛市，价值股方向走出新赛道的概率还有增加的可能（比如周期股）。指数层面，我们认为经济下行和盈利不及预期的利空已经消化了3个月了，市场的调整可能接近尾声，当下的1个月是非常好的建仓期，建议逐渐增加仓位。

(1) 经济持续下行的风格演绎，偏主题（涨估值），而用成长或价值度量风格并不是很明显。整体来看，年初以来，市场的风格偏主题，不管是AI的活跃，还是中特估持续不断的表现，都不是主要依赖业绩的驱动，由于也不完全是低估值修复，因为这些热点都有新的产业或政策变化，所以表现在市场风格上的感觉是偏主题的。而如果用价值或成长来度量风格，能够看到，从去年下半年以来，成长/万得全A指数是区间震荡的。我们认为这背后的核心原因是经济下行，因为不管是成长还是价值，由主题升级为赛道，需要业绩驱动，而经济下行的时候，整体ROE下行，大部分板块的业绩兑现均会受到影响，所以主题升级为赛道的难度很大，某一风格很难持续产生较大的超额收益。比如2008年Q2-2009年Q2、2011-2012年、2018-2019年Q3、2022Q2至今，在全A的ROE下行期，成长或价值产生的超额收益，小于2009年Q2-2010年、2013年、2016年Q3-2017年、2020-2021年。

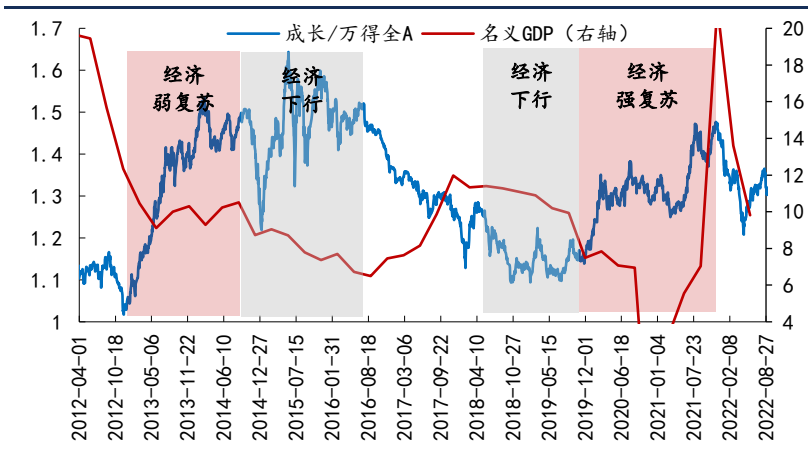
图 1：全A的ROE下行期，市场大多是风格拉锯期（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

即使是历史上涨幅最高的两次成长股牛市，成长产生超额收益偏强的阶段经济也是偏强的。比如2013-2015年中，是成长股牛市，但成长/万得全A指数的回升偏强的阶段是2013年，期间经济有个弱复苏，而2014-2015年中，经济再次下行期，虽然指数暴涨，但成长的超额收益增加较少。2019-2021年成长股牛市期间，成长股在2019年的超额收益并不是很大，期间经济是下行的，而2020年-2021年，成长股的超额收益逐渐走强，期间的经济也是逐渐走强，先是2019年Q4市场预期库存周期见底，之后2020年疫情期间货币比较宽松，第一次疫情后，2020年下半年经济强复苏，这些经济预期的走强，看似有利于价值，但却导致成长股2020年的超额收益，比经济偏弱的2019年更强。

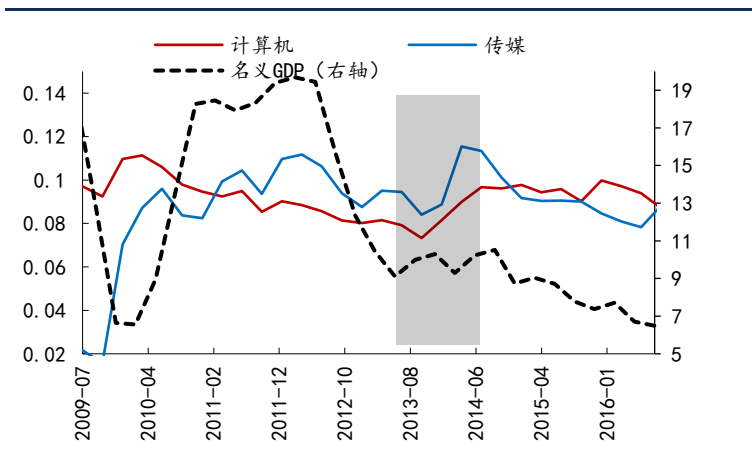
图 2：13-15、19-21 年成长股牛市期间，经济对风格的影响（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

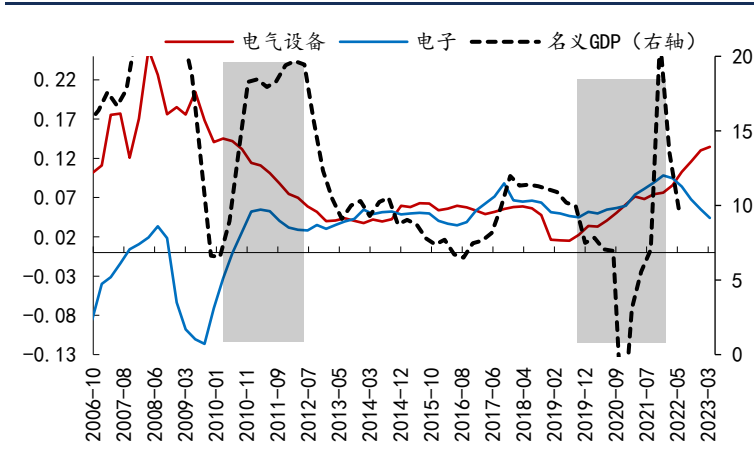
(2) 大部分板块业绩偏强的阶段是宏观经济复苏期，所以主题转变为景气度赛道的前提是经济企稳。我们认为，背后的核心原因是业绩。2013-2015 年，虽然 TMT 是 3 年牛市，但计算机和传媒内生业绩增长较强的阶段主要是 2013-2014 年 Q2，期间经济恰好是小幅回升的。

图 3：13-15 年 TMT 内生增长 (ROE) 较强的阶段是 13 年 (单位：%)



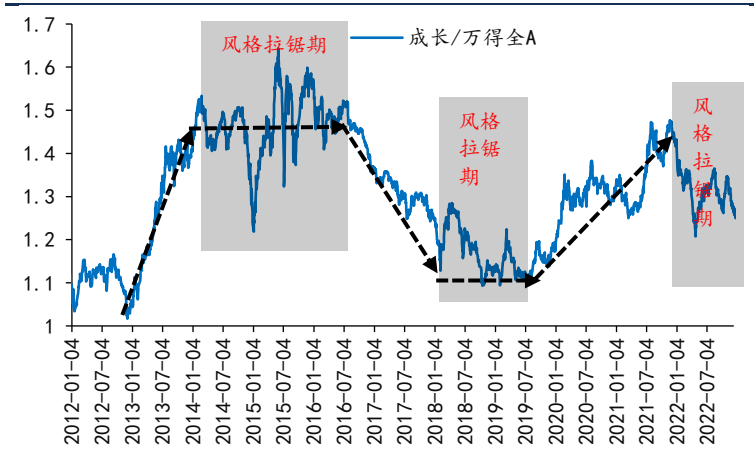
资料来源：万得，信达证券研发中心

另外两个有代表性的成长行业是 2009-2010 年电子和 2019-2021 年的电力设备，从对应行业的 ROE 数据也能够看到，ROE 大幅回升的阶段也是和名义 GDP 回升期重合的，只是有时候略有提前。

图 4：电子和电力设备也是在经济回升期 ROE 弹性较大（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 当下风格的大趋势是价值，TMT 是成长股中的价值。A 股历史的经验是，成长价值风格单边很难持续超过 3 年，而且一旦发生变化至少持续 2 年。2019-2021 年是 3 年成长股牛市，2022 年开始逐渐转变为略偏价值，按照历史经验转变的初期，新的风格大多不会很抢眼，但随着时间的推移，超额收益会逐渐走强。比如 2015 年下半年-2016 年中，成长风格逐渐让位给价值风格，但期间每一次上涨最活跃的板块依然是成长，2015 年 Q3 是 TMT、2016 年 Q2 是新能源，直到 2016 年下半年价值风格指数才持续走强。再比如 2019 年，价值风格开始逐渐让位给成长风格，但价值中的白酒、家电等，依然很强，直到 2019 年 Q4-2020 年，成长股中的半导体和新能源才真正确立为最强赛道。

图 5：风格拉锯期的结局都是风格转变（单位：倍数）


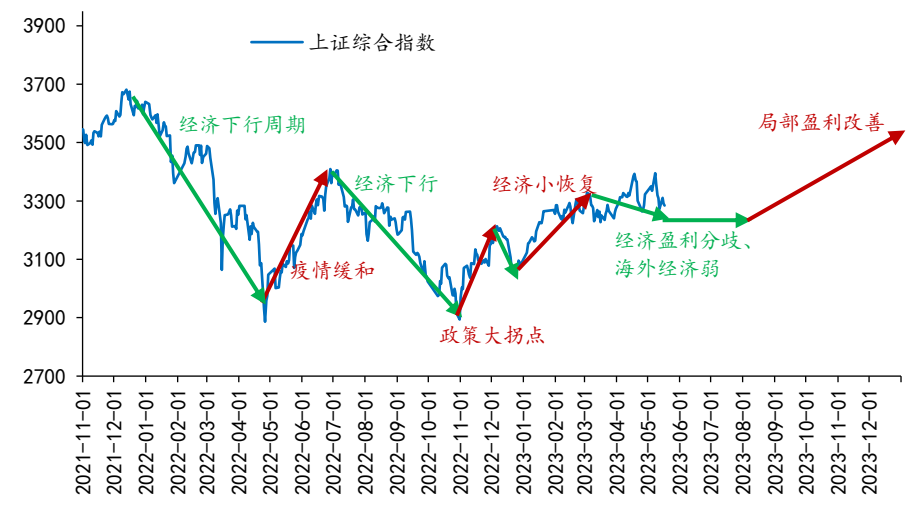
资料来源：万得，信达证券研发中心

2022 年以来市场风格已经逐渐转向价值，2022 年 Q3 涨幅较高的是新能源，今年年初以涨幅较高的是 TMT，但都没能挡住成长/万得全 A 指数逐渐走弱。而且 TMT 内部，我们也能够看到，19-21 年成长股牛市中涨幅较小的传媒今年以来涨幅最大，计算机次之，之前涨幅最大的电子今年以来涨幅较小，这也是符合 A 股风格 3 年一变的规律的。

(4) 策略观点：调整已经接近尾声。3 月初以来万得全 A 指数整体是震荡下行的，是去年底熊市结束后，指数的第一次长时间回撤，可以类比历史上牛市第一年中的战术性调整（2013 年 2-6 月、2016 年 4-5 月、2019 年 4-7 月）。2016 年 4-5 月，是牛市第一年中的第一次战术性回撤，时间约 2 个月，起始和结束的拐点，均与高频经济指标和预期的边际变化同步。2019 年 4-7 月，回撤整体时间是 3 个半月，由于经济比 2016 年弱很

多，所以主跌阶段完成后还出现了 2 个月的底部震荡，整体回撤持续的时间比 2016 年更久。今年 3 月以来，股市对经济的担心已经接近三个月，考虑到 Q2 有货币政策变化的可能，Q3 有库存周期见底的可能，股市的这一次调整大概率已经接近尾声。

图 6：大势研判（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：配置风格偏向防御，重点关注行业的业绩兑现。去年底以来股市熊市见底以来，大部分板块均存在逻辑层面基本面反转的可能，但高频数据的验证尚且欠缺，所以大部分板块的上涨主要是逻辑和预期驱动的估值修复。但历史上单纯的估值驱动的行市一般不会太长，市场后续将会进入盈利验证期，建议关注对业绩兑现关注度不高的中特估、房地产金融等低估值价值股，Q3 开始增加经济相关性板块的配置比例。

(1) 成长 Q2 可能会偏弱，全年关注新赛道。几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023 年是关注新赛道的重要年份，重点关注过去 2-3 年表现相对较弱的成长，比如计算机、传媒、港股互联网等。这些板块过去几年受宏观需求和监管政策影响，成长性被压制，传统业务的年度景气度正在反转，AI 的产业变化增加了未来的想象空间。但短期来看，部分成长 Q1 涨幅较大，Q2 的季节性一般不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置。**(2) 金融地产低估值，或可以超配到 2023 年 Q3。**银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，我们认为，2022-2023 年上半年可能均处在这一阶段。**(3) 周期长期逻辑好，但 Q2 可能会受到海外经济波动的影响。**近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑，Q2 后期到 Q3，周期股可能会迎来未来 2 年内最重要的买点。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	银行、房地产、钢铁、家电
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程 Q2 可能会告一段落，Q3 开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）从去年 Q4 到 2023 年 Q2，疫情和稳增长政策大概率会往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。Q2 由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会开始有分化。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，2022-2023 年上半年可能均处在这一阶段。Q2 如果指数层面有波动，金融地产可能也会有不错的超额收益。

资料来源：信达证券研发中心

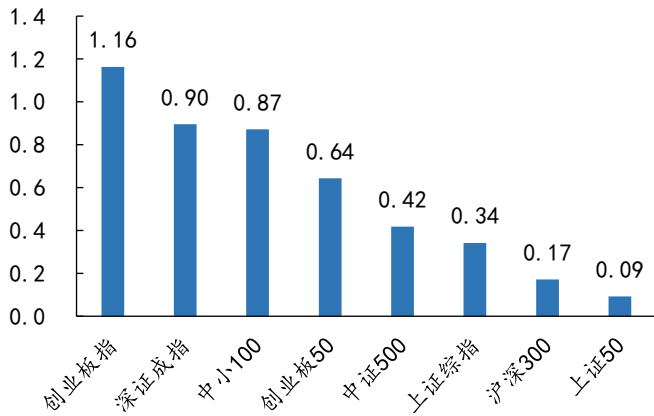
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均上涨，创业板指 (1.16%) 涨幅最大，上证 50 (0.09%) 涨幅最小，申万一级行业中，电子 (5.17%)、国防军工 (4.79%)、机械设备 (4.01%) 领涨，传媒 (-5.60%)、房地产 (-3.96%)、建筑装饰 (-3.00%) 领跌。概念股中，南北船合并指数 (9.42%)、打板指数 (8.86%)、机器人指数 (8.21%) 领涨，IP 流量变现指数 (-9.90%) 领跌。

上周全球股市涨跌不一，日经 225 (4.83%)、德国 DAX (2.27%)、巴西圣保罗指数 (2.10%) 领涨，墨西哥 MXX (-1.19%) 领跌。上周商品市场涨跌不一，其中，铁矿石 (5.75%) 领涨，玻璃 (-5.50%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (18.06%)、欧洲 STOXX50 (11.60%)、MSCI 发达市场指数 (9.22%) 排名较高，而南华工业品指数 (-6.82%) 排名靠后。

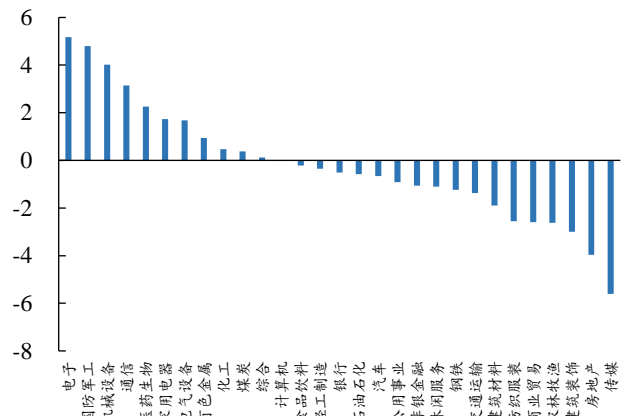
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出 (陆股通) 共计 16.91 亿元 (前值净流入 99.6 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 20 亿元，累计净回笼 0 亿元。截至 2023 年 5 月 20 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所降低，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所降低。

图 7: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



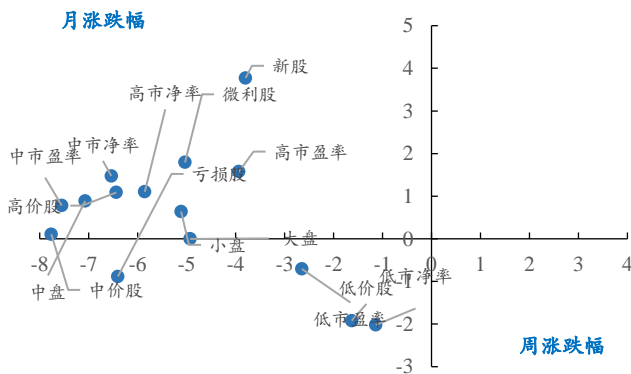
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



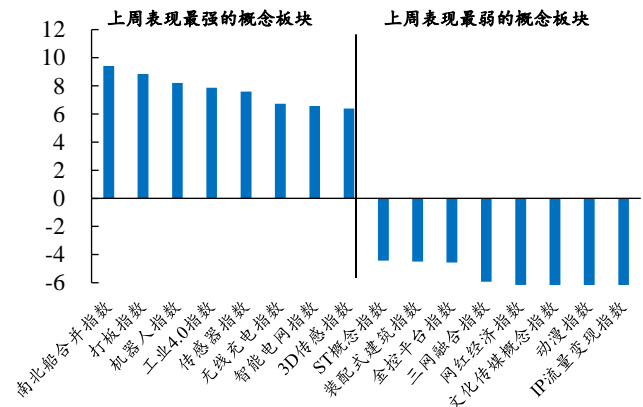
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

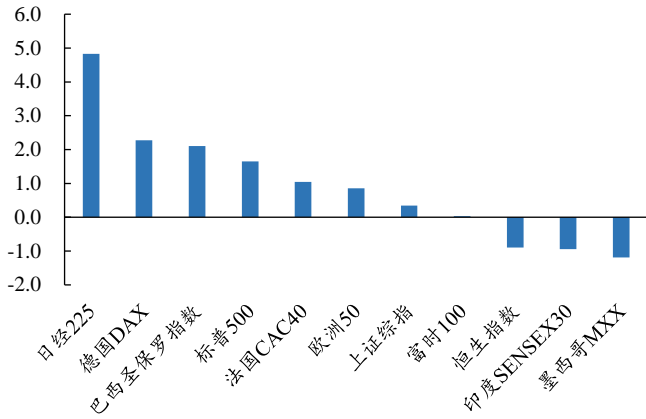


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

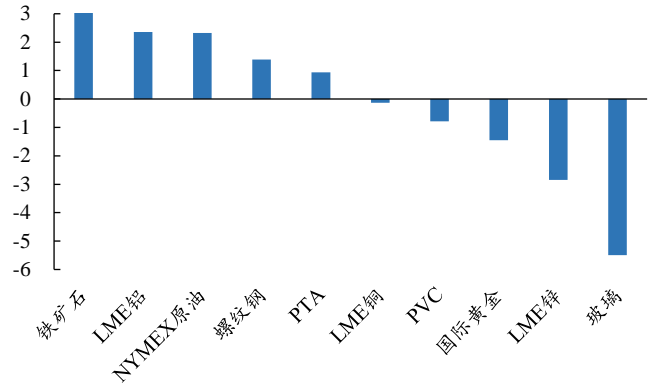
图 10: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



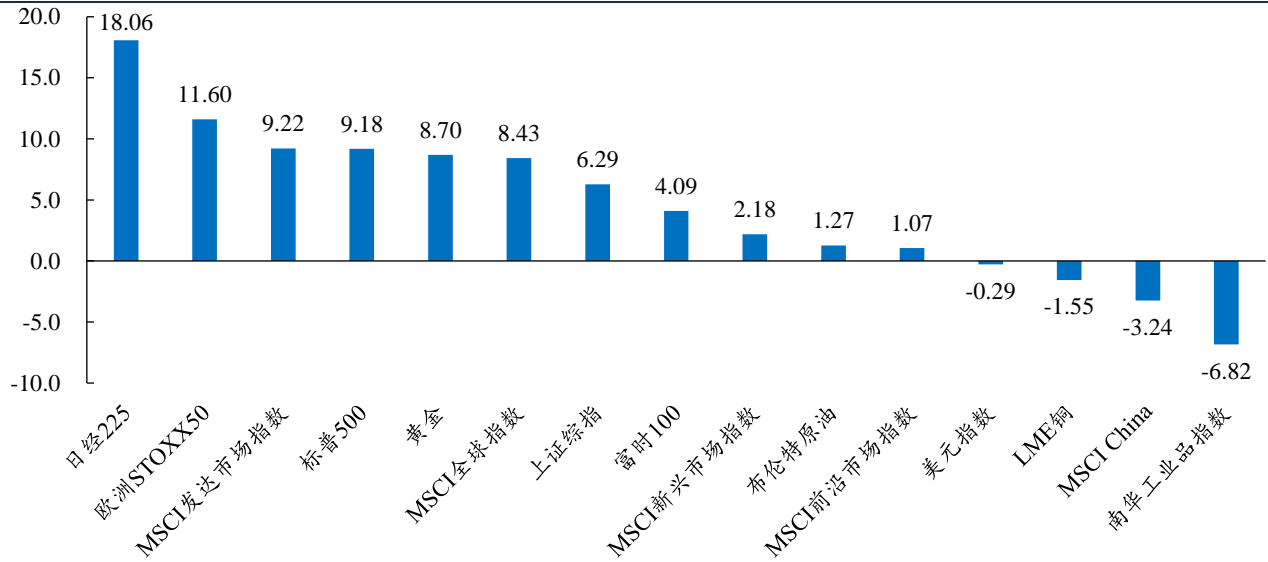
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


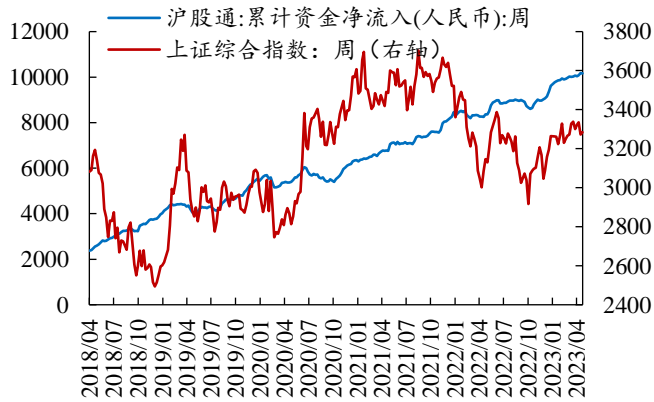
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


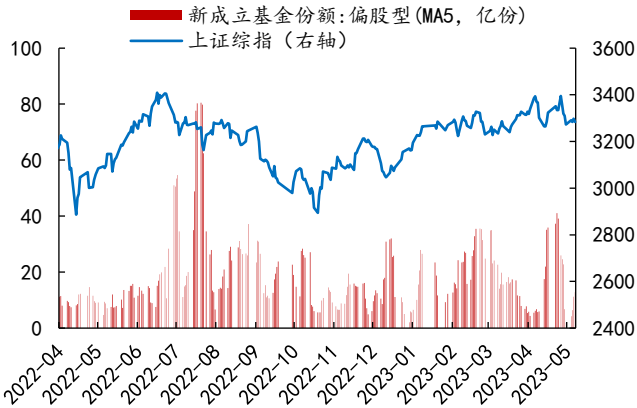
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)


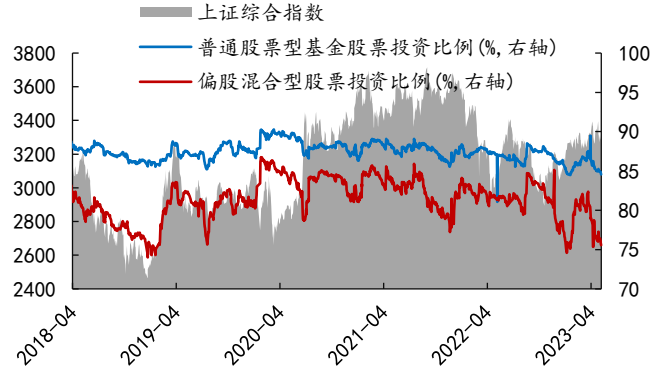
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 融资余额 (单位: 亿元)

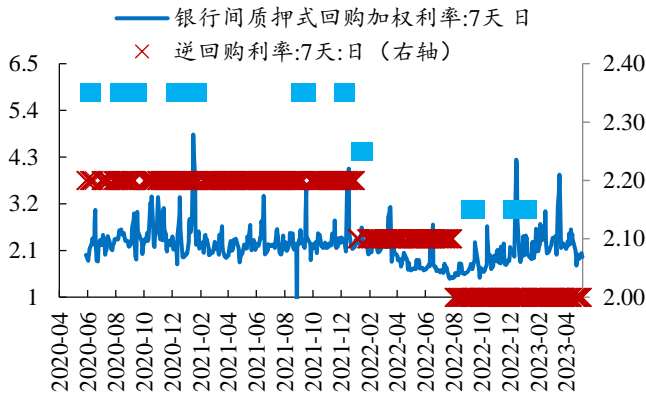

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


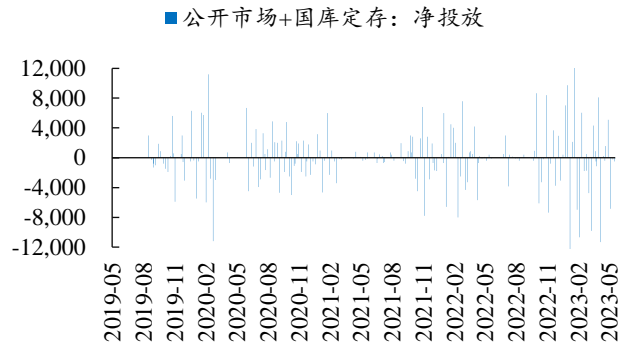
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)


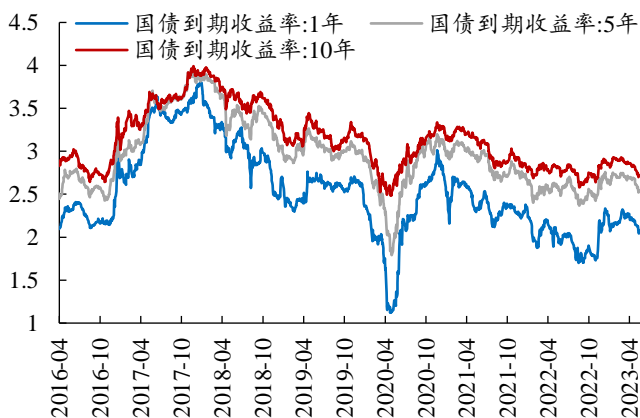
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


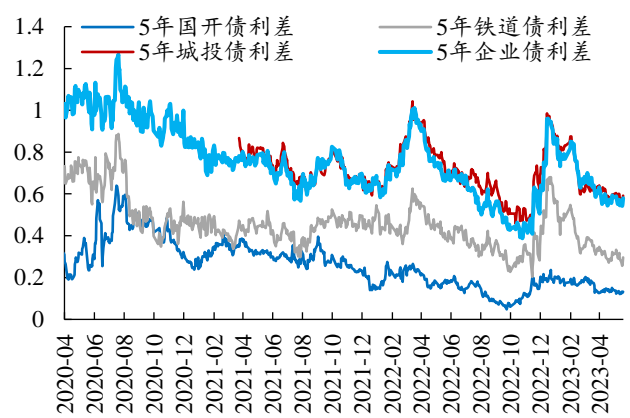
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

