

内部政策期待尚需证实，震荡格局未破

报告日期：2023-06-04

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1. 策略月报《震荡下沿，无需悲观》
2023-05-28
2. 策略周报《短期优选高切低，中长期坚定消费复苏、泛 TMT 和中特估》
2023-05-21
3. 策略周报《复苏、泛 TMT、中特估仍是全年最优方向》2023-05-14
4. 策略周报《震荡市下把脉复苏、科技及中特估》2023-05-07

主要观点：

● 市场观点：内部政策期待尚需确认，震荡格局未破

5 月最后一周市场对于当前经济增长和政策预期已经处于极低位置，市场未再延续下跌，整体维持震荡。投资机会上以轮动性和政策预期驱动性特征明显，TMT 尤其是计算机、传媒，中特估建筑装饰，地产链均有所表现。展望后市，一方面国内进入政策博弈期，政策预期和政策证实证伪都将加大市场波动，因此政策落地与否极为关键，但政策究竟如何作为尚需观察；另一方面美联储 6 月有望“跳过”加息，加息风险缓释利多全球风险资产，减轻资本外逃压力利于北上资金流入。因此整体判断，市场仍以震荡为主。

市场热点 1：总量政策怎么看？随着 4 月宏观经济数据走弱，市场对于稳增长政策预期明显升温。但我们认为，今年政策基调整体上仍是在中央经济工作会议框架内以稳为主，框架外的政策预期不宜过高，也需更有耐心等待具体政策出台和落地。

市场热点 2：如何看待美国 6 月 FOMC 会议？美国两党就债务上限问题基本达成一致，5 月非农数据超市场预期，美国短期经济衰退风险再大幅削弱。同时由于近期美联储官员表态偏鸽派，6 月加息预期有所回落。美国经济韧性叠加美联储政策路径有望转宽松，整体上有利于外部风险偏好提振。

● 行业配置：继续把握 TMT 的电子通信、布局中特估的建筑装饰、消费或有反弹机会

配置上建议关注三条主线：一是泛 TMT 行业中挖掘结构性机会，资本开支增加和相关政策出台带来现实验证的电子和通信；二是“中特估”迎良好的布局机会，在情绪化交易退去后迎来较好布局机会的中字头建筑建材等；三是预期已至冰点，可能存在预期差的消费风格中的食品饮料和医药生物。

市场热点 1：房地产链条大涨后持续性如何？市场对放宽三道红线考核、降低核心城市首付比例以及一揽子地产政策出台提振的预期在升温，推动地产链大涨。然而到报告发出时，期待的相关政策都未被证实。此外从地产当前的局势判断，市场期待可能过于乐观。后续有可能出现两种演绎：一是假如期待落空，地产链条可能面临重新调整；二是政策如果落地，只要不是特别超预期、足以改变基本面的政策，地产链仍属于政策催化下的短期行情，在已经大涨后，则可能面临链条分化和上涨空间受限。

市场热点 2：近期 TMT 尤其是计算机和传媒是反转还是反抽？计算机和传媒行情近期迎来反抽但并非是反转。对 TMT 行情的持续性而言，估值能否继续提升是关键，但当前计算机、传媒的估值百分位已经触及历史可比的天花板位置，向上空间非常受限。而通信估值尚处低位，仍有充足的空间，当前或是更好的配置方向。此外电子估值百分位距离天花板也尚有较大空间，且与 TMT 不同的是，电子除了估值能贡献行情上涨外，业绩同样能作为驱动，因此考虑到市场预期下半年电子景气周期有望迎来上行，当前亦是中长期配置电子的好时机。

● 风险提示

疫情发展与预期存在偏差；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

正文目录

1 市场观点：内部政策期待尚需证实，震荡格局未破.....	3
1.1 市场热点 1：总量宏观政策后续怎么看？.....	3
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月 FOMC 会议？.....	4
2 行业配置：继续把握 TMT 的电子通信、布局中特估、消费或有反弹机会.....	4
2.1 市场热点 1：房地产链条大涨，后续持续性如何？.....	7
2.2 市场热点 2：近期 TMT 尤其是计算机和传媒是反转还是反抽？.....	8

图表目录

图表 1 NVIDIA 财报透露积极信号.....	5
图表 2 全球消费电子周期有望迎来回正.....	5
图表 3 2015 年至今中国“一带一路”项目平稳发展.....	6
图表 4 主要建筑央企承接了大多数“一带一路”基建项目，海外项目.....	6
图表 5 茅酒价格近期回升.....	7
图表 6 餐饮修复持续.....	7
图表 7 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降.....	9

1 市场观点：内部政策期待尚需证实，震荡格局未破

5月最后一周市场对于当前经济增长和政策预期已经处于极低位置，市场未再延续下跌，整体维持震荡。投资机会上以轮动性和政策预期驱动性特征明显，TMT尤其是计算机、传媒，中特估建筑装饰，地产链均有所表现。展望后市，一方面国内进入政策博弈期，政策预期和政策证实证伪都将加大市场波动，因此政策落地与否极为关键，但政策究竟如何作为尚需观察；另一方面美联储6月有望“跳过”加息，加息风险缓释利多全球风险资产，减轻资本外逃压力利于北上资金流入。因此整体判断，市场仍以震荡为主。配置上建议关注三条主线：一是泛TMT行业中挖掘结构性机会，资本开支增加和相关政策出台带来现实验证的电子和通信；二是“中特估”迎良好的布局机会，在情绪化交易退去后迎来较好布局机会的中字头建筑建材等；三是预期已至冰点，可能存在预期差的消费风格中的食品饮料和医药生物。

1.1 市场热点 1：总量宏观政策后续怎么看？

我们的观点：随着4月宏观经济数据走弱，市场对于稳增长政策预期明显升温。但我们认为，今年政策基调整体上仍是在中央经济工作会议框架内以稳为主，框架外的政策预期不宜过高，也需更有耐心等待具体政策出台和落地。

PMI在荣枯线之下继续下探，经济复苏斜率尚未迎来拐点，仍需等待总量政策发力。5月制造业PMI为48.8%，较上月回落0.4个百分点，在荣枯线之下继续下探。对于新冠感染人数有所反弹以高频经济数据走弱，进一步加剧了市场担忧，导致市场主体信心继续走弱。生产、新订单均继续收缩，需求偏弱是当前掣肘复苏的重要因素。5月生产、新订单和出口订单指数分别为49.6%、48.8%和47.6%，表明生产和内外需均有所收缩。尤其是新订单指数进一步下探至48.3%低位。5月份，服务业PMI为53.8%，跌出55%以上的较高景气区间。其中，新订单指数大幅下降6.9个百分点至49.5%，显示服务业修复势头放缓。

今年政策基调整体上在中央经济工作会议的框架内以稳为主，需耐心等待具体政策的出台和落地。尤其是近期地产数据大幅走弱、销售明显放缓，市场对于稳地产政策呼声较高。但我们认为，对于总量政策不宜报过高期待，政策发力重点仍在产业政策（新能源汽车、充电桩、光刻机、工业母机、数字经济等）和深化改革，主要是去年底中央经济工作会议确定的政策仍会继续实施。这些既定政策主要包括：触发增量政策仍有可能性，但需要满足一定的条件，尤其是宏观经济数据连续两个月走弱，才有可能触发总量刺激政策。市场预期较高，但存在落空可能。据6月2日下午彭博社透露，中国在商讨出台进一步扶持房地产市场的措施，正考虑降低一

些较大城市部分区域的购房首付比例，降低二手房交易中介费，按照国务院的指引进一步放松限购政策，但相关计划尚未得到政府的确认。6月2日国常会部署促进新能源汽车产业发展，但并非是市场预期的地产政策。截至6月3日晚间，国务院常务会议以及住建部、发改委等均尚未就此表态，地产刺激政策预期存在落空可能，后续仍需要耐心等待具体政策线索。

1.2 市场热点 2：如何看待 6 月 FOMC 会议？

我们的观点：美国两党就债务上限问题基本达成一致，5月非农数据超市场预期，美国短期经济衰退风险再大幅削弱。同时由于近期美联储官员表态偏鸽派，6月加息预期有所回落。美国经济韧性叠加美联储政策路径有望转宽松，整体上有利于外部风险偏好提振。

美国债务上限问题风险阶段性解除，6月有望“跳过”加息。

①美国国会众议院5月末投票赞成关于联邦政府债务上限和预算的重要法案，将联邦政府债务上限暂停在31.4万亿美元，并将债务上限生效日期推迟至2025年年初，这使得债务上限问题引发政府停摆、美债违约风险阶段性解除。该法案已由参议院审议通过，提交美国总统拜登签署。

②美联储理事杰弗逊周三表示，6月跳过一次加息将使委员会有时间研判数据，但不排除未来还会收紧政策。考虑到杰弗逊最近被提名为美联储副主席，其表态被认为可以代表美联储主席鲍威尔的想法。该表态也意味着5月非农数据在美联储决策框架中的重要性和参考性明显下降，尽管5月非农数据仍然好于预期，但预计不会成为6月份加息25BP的理由。

③5月新增非农就业人口达到33.9万，远超过市场预期19万，前值从25.3万上调至29.4万；失业率虽小幅反弹至3.7%，然而仍然处于历史低位。但由于此前美联储理事杰弗逊的发言，并未提升6月加息概率，交易员基于杰弗逊发言转向押注6月不加息、7月加息25BP。综合来看，美国经济韧性叠加美联储6月加息预期缓解，整体上利好外部风险偏好。

2 行业配置：继续把握 TMT 的电子通信、布局中特估、消费或有反弹机会

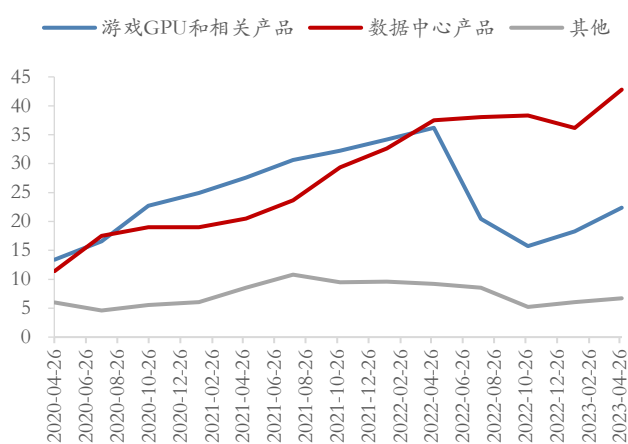
继续 TMT 的结构性机会和布局“中特估”。消费悲观预期已至冰点，或可出现反弹契机。近周市场出现“V”型行情，前期调整较多的泛 TMT 相关板块尤其是计算机

和传媒行业出现了大幅上涨，中特估概念下的建筑装饰也同样涨幅居前。此外在较强的政策预期下，房地产链条也出现了单日大涨。TMT、中特估和房地产链、能源金属以及电力设备等短期具备配置性价比的行业之间，跷跷板效应突出。大势格局上，市场震荡态势不改，当前点位接近震荡下沿，无需担忧大跌风险。配置上，轮动效应预计仍将持续一段时间。建议立足三条主线进行配置：一是继续把握泛 TMT 下的结构性机会，主要是通信和电子；二是中特估较长期的主题性机会较为确定，更多以波段式节奏展开，经过前段时间的下跌后，中特估可以进行布局，主要关注中字头建筑建材等；三是消费疲弱预期已至冰点，或存在预期差，因此消费风格也可以布局，主要关注食品饮料和医药生物。

主线一：①全球龙头业绩叠加地方政策落地积极验证，泛 TMT 中深耕通信及电子结构性机会。

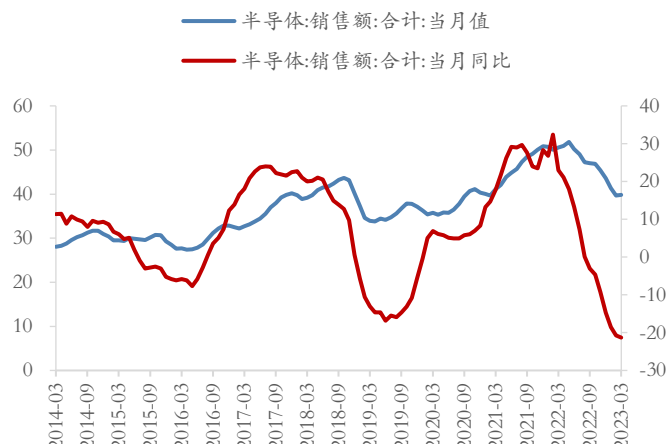
泛 TMT 行业迎来现实验证，寻找电子和通信的结构性机会。对于泛 TMT 行情而言，能否从调整中走出“第二舞”的全面上涨行情主要取决于以下四点预期能否得到验证：①AI 大模型商用带来的算力需求带来服务器厂商的资本开支增长；②“数字中国”建设后续细分行业规划出台，为未来“算+网”相关企业的业绩给予一定锚定；③全球消费电子周期触底开始回升；④国内软件厂商大模型赋能业务提高客单价模式能够在盈利增收上得到验证。对于前三点已经出现了来自全球龙头 NVIDIA 业绩和工信部出台实施意见各地快速推进落地的积极验证，因此泛 TMT 行业中可以在“算+网”的硬件端寻找结构性机会，关注电子和通信的配置机会。

图表 1 NVIDIA 财报透露积极信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元

图表 2 全球消费电子周期有望迎来回正



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%

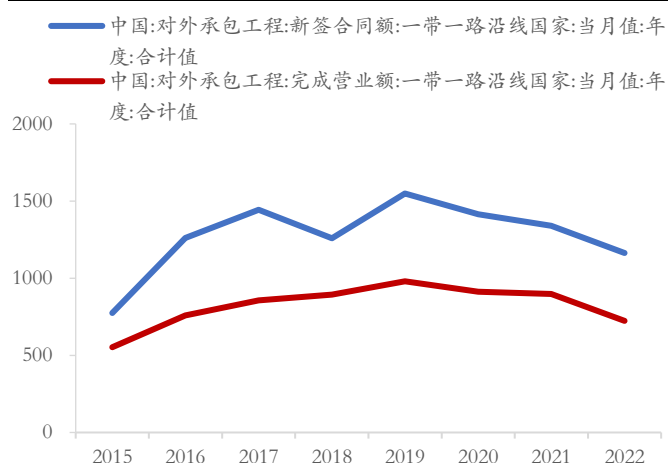
工信部牵头印发电信基建实施意见，北上深三地快速响应，带动通信、电子结构性深耕配置机会。继工信部等十四部门联合印发了《关于进一步深化电信基础设施共建共享促进“双千兆”网络高质量发展的实施意见》部署推进新一轮电信基础设施共建共享工作后，北上深三地均快速出台相应部署细化文件。上海率先推出加

大民间投资“20条”新政策中强调要充分发挥人工智能创新发展专项等引导作用，支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设。其次，5月30日北京中关村论坛表示《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025）》即将出台。而5月31日深圳市发布《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023-2024年）》，要求聚焦通用大模型、智能网联汽车等领域，实施人工智能科技重大专项扶持计划，重点支持打造基于国内外芯片和算法的开源通用大模型。刺激AI+产业变革的政策细则不断落地，推动大模型不断演进，对数字基础设施提出稳定、高效、安全的新要求，AI算力需求景气向上，持续推动通信、电子中尤其是算力基础设施相关的全产业链投资机会。

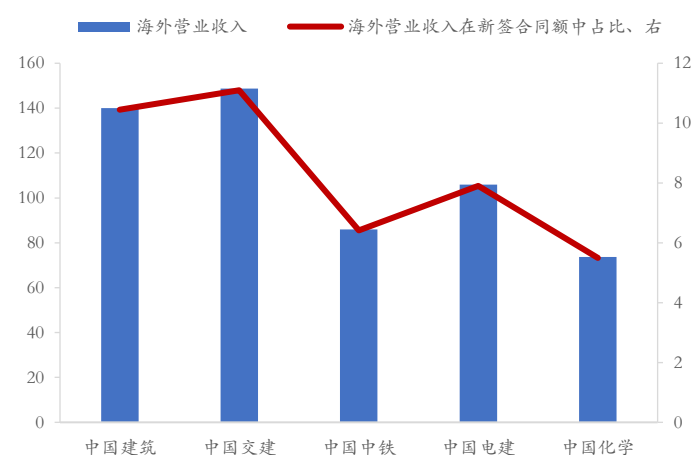
主线二：②“中特估”长期主题投资，中字头建筑建材等受益。

“中特估”行情将可能成为今年最大、最重要、最频繁的主题性投资机会，“一带一路”建设将迎新契机，关注建筑、建材相关央企国企标的。我国“一带一路”项目承包、完成额在2019年达峰，新签合同额达到1548.9亿美元，完成营业额达到979.8亿美元，后续受疫情影响开始回落，2022年合同承包额回落至1162.6亿美元，完成额回落至723.6亿美元。但随着疫情管控放开，项目承包额、完成额有望重回升势。首届“中国-中亚峰会”已在西安圆满落幕，并且将在年中择期举行第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，“一带一路”建设有望随着重要国际政治会议召开而加速。因此建议关注“一带一路”基建出海相关的中字头建筑建材。此外，5月底俄罗斯铁路公司总裁奥列格·别洛泽罗夫表示，目前俄铁正计划建设俄罗斯国内首条高铁。首条线路选定为了莫斯科-圣彼得堡，总长约650公里，计划将在2027年建成通车，而部分国内公司或将在此次建设中竞标，为“中特估”行情演绎增加支撑。

图表3 2015年至今中国“一带一路”项目平稳发展



图表4 主要建筑央企承接了大多数“一带一路”基建项目，海外项目



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。引用自华安策略报告《“中特估”东风吹动，新一轮国企改革扬帆在即，把握三大投资方向》

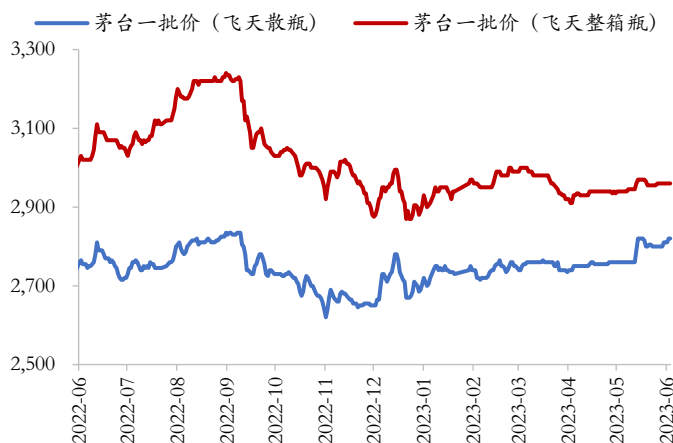
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。引用自华安策略报告《“中特估”东风吹动，新一轮国企改革扬帆在即，把握三大投资方向》

主线三：③消费疲弱预期或已至冰点，存在预期差，或迎来反弹

预期或已至情绪性冰点，消费风格可能存在预期差。4月下旬以来市场对未来经济复苏的预期持续下修，消费风格回撤调整。中长期来看，尽管居民消费意愿的恢复尚需过程，但年内恢复大方向确定，而在6月2日大涨后更可验证此前市场对消费风格过于悲观，消费风格陷入“盼涨”情绪，一旦有所刺激将带动其反弹。

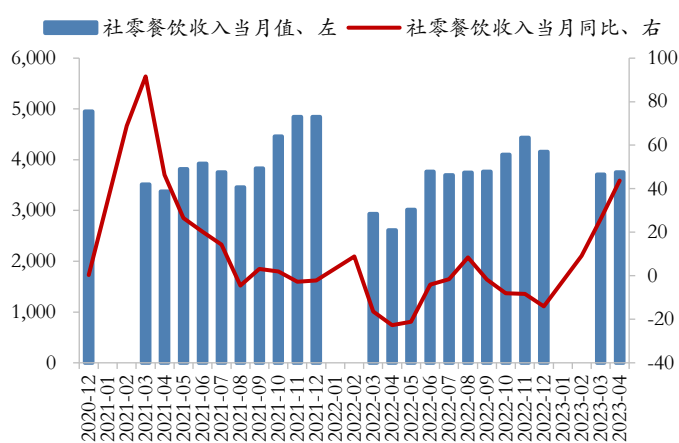
景气代表价格有所反弹，业绩确定性强，食品饮料有望迎来机会。2-4月市场担忧消费需求不足企业大幅降价，但就我们所跟踪价格数据而言，餐饮行业代表性的白酒除节假日常规促销外并未进行其余大幅的打折优惠力度。此外食品饮料行业一季报表现亮眼，以中位数统计食品饮料一季报营收同比增速为10.42%，净利同比增速为23.10%。在当前市场预期过度悲观情绪消散下，食品饮料有望迎来机会。

图表 5 茅台酒价格近期回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元

图表 6 餐饮修复持续



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

疫后医疗及美容需求仍在修复中，提升医药生物配置价值。疫情期间因医疗系统承压有大量医疗手术及医疗美容需求积压，在居民消费意愿和能力双双得到修复的情况下，这部分需求将在长期得以释放，由此提升医药生物行业整体的配置价值。此外近期北京市针对运动医学、神经介入、电生理三大类耗材进行带量采购，而与此前集采相比，本次中标降幅要求较为宽松，抑制压力减少。而医药生物整体经历调整后存在错杀空间，进入配置适宜阶段。

2.1 市场热点 1：房地产链条大涨，后续持续性如何？

我们的观点：市场对放宽三道红线考核、降低核心城市首付比例以及一揽子地产政策出台提振的预期在升温，推动地产链大涨。然而到报告发出时，期待的相关政策都未被证实。此外从地产当前的局势判断，市场预期可能过于乐观。后续有可能出现两种演绎：一是假如期待落空，地产链条可能面临重新调整；二是政策如果落地，只要不是特别超预期、足以改变基本面的政策，地产链仍属于政策催化下的短期行情，在已经大涨后，则可能面临链条分化和上涨空间受限。

消息下市场预期快速改善引发房地产及相关链条板块大幅上涨。市场对地产政策的预期升温，分别源自于：①放宽对房企的三道红线考核，延长过渡期并放松杠杆限制；②一、二线城市首付比例及二套认定或将放开；③进一步持续推动楼市复苏的一揽子政策等。

后续房地产相关链条预计演绎短期政策刺激模式，具体还需跟踪落地情况。我们在2022年2月8日发布的《地产股何时“高歌”：景气最核心、调控亦关键——房地产行业新模式探索、展望与投资系列报告（2）》中阐明，地产股行情可归结为三种模式：①景气显著改善叠加调控政策边际放松；②高景气叠加调控政策收紧；③政策边际放松但景气没有变化。目前在房地产基本面呈现量稳但价降的情况下，我们认为房地产及相关链条的短期大涨最乐观的情况是演绎模式。③然而市场所期待的政策，时至当前仍未被证实或确认，并且在这种模式下，历史行情显示房地产及相关板块的行情持续时间较短、幅度也有限。因此后续地产行情的持续性有两种可能：一是若近期政策能证实或部分证实上述市场预期，房地产及相关板块行情则有望证实演绎模式③，但近日已有大涨，继续往上空间有限；二是若政策不出或证伪，市场预期落空，则将给房地产链条带来调整压力。

2.2 市场热点 2：近期 TMT 尤其是计算机和传媒是反转还是反抽？

我们的观点：经过前段时间的大幅调整后，在英伟达业绩超预期的催化下，计算机和传媒行情近期迎来了反抽，但并非是反转。对 TMT 行情的持续性而言，估值能否继续提升是关键，但当前计算机、传媒的估值百分位已经触及历史可比的天花板位置，向上空间非常受限。而通信估值尚处低位，仍有充足的空间，当前或是更好的配置方向。此外电子估值百分位距离天花板也尚有较大空间，且与 TMT 不同的是，电子除了估值能贡献行情上涨外，业绩同样能作为驱动，因此考虑到市场预期下半年电子景气周期有望迎来上行，当前亦是中长期配置电子的好时机。

分别经过了4月中旬和5月初的计算机和传媒板块较大幅度的调整后，在海外英伟达业绩超预期的催化带动下，近周 TMT 板块尤其是计算机和传媒行业出现了上涨。

我们认为近周的计算机、传媒行业上涨，更多属于反抽性质的，而非反转，并且再反抽的上行空间很有限。我们借用 TMT 板块行情上涨的估值框架来分析，在2023/04/08日发布的报告《TMT 拔估值行情的天花板在哪里？》中有两点明确的结论：一是 TMT 的历史行情都跟随估值而动，时间拐点高度一致，即估值提升、TMT 行业涨；估值下行、TMT 行情跌。业绩几乎很难有贡献。二是成长科技行业拔估值行情所能达到的估值和百分位“天花板”，是随时间推进而整体不断下移的。因此 TMT 行情的持续性，“估值”最关键。

当前计算机、传媒行业的估值百分位已经接近历史可比的天花板位置，往上空间有限。截至 6/2 日，计算机估值 71.1X，历史估值分位数 86.4%；而传媒估值 49.4X，历史估值百分位 65.6%。均已经触及历史可比的天花板位置，考虑到天花板趋势性下降，因此计算机、传媒行业的估值提升幅度非常受限，因此近周上涨定性为反抽，并且反抽可能临近结束。

而通信、电子当前值得继续配置。通信估值历史百分位偏低，离历史可比天花板位置尚有充分的空间；电子的历史估值百分位中等，离历史可比天花板同样有较大的空间，再者电子和 TMT 非常不同的地方在于，TMT 仅为估值驱动行情上涨、业绩难以提供上涨动力，但电子不仅估值同时业绩均能提供上涨动能，因此哪怕电子估值百分位到达历史可比天花板，只要业绩强支撑下估值下行，行情仍能上涨。只不过当前电子的业绩仍在底部，但市场预期下半年盈利周期起舞可期。

图表 7 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降

电力设备-新能源 估值“天花板”			电子-消费电子 估值“天花板”			TMT-计算机 估值“天花板”			TMT-通信 估值“天花板”			TMT-传媒 估值“天花板”		
时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位
2015 年 6 月中	100X	100%	2015 年 6 月中	113.8X	99.4%	2015 年 6 月初	159.7X	100%	2015 年 6 月中	95.1X	100%	2015 年 6 月初	141.8X	100%
2015 年 12 月底	59.3X	93.2%	2015 年 12 月底	79.8X	86.4%	2015 年 12 月底	104.7X	95.3%	2015 年 12 月底	64.8X	95.7%	2015 年 12 月下	76.1X	89.7%
2016 年 7 月底	49X	84.4%	2016 年 10 月下	76X	85.1%	2018 年 3 月下	62.5X	75.6%	2017 年 11 月中	66.1X	96.8%	2020 年 7 月中	62X	85.8%
2021 年 12 月底	58.9X	96.5%	2020 年 7 月中	64.7X	74.6%	2020 年 7 月中	91.5X	94.1%	2019 年 3 月中	50.6X	71.8%	当前 最高	49.4X 52.5X	65.6% 71.4%
2022 年 8 月中	46.5X	79.4%	当前 最高	44X	43.9%	2022 年 1 月中	55.2X	53.6%	2020 年 7 月中	52.8X	78.5%	传媒最高：2023/05/04 通信最高：2023/04/20		
						当前 最高	71.1X	86.4%	2022 年 1 月中	40.3X	47.6%			
									当前 最高	31.8X 33.9X	10.4% 15.6%			

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。加粗标红为截至 2023/6/2 日指数估值和百分位

风险提示：

疫情发展与预期存在偏差；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。