



Research and
Development Center

经济弱复苏对风格解释力有多大？

——策略周观点

2023年7月16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 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
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

经济弱复苏对风格解释力有多大?

2023年7月16日

核心结论: 部分投资者对今年风格的解释是, 因为经济弱复苏, 所以和经济相关的板块都比较弱, 而和经济相关性弱的 TMT、中特估等主题则比较活跃。但是根据我们回顾历史的发现, 最近 10 年, 几乎大部分强势的赛道, 均会被投资者解读为“受益于经济增速放缓”。可通过对比历史表现, 能够看到, 经济下降初期 (GDP 增速放缓, PPI 还在上行期), 消费周期和成长均能有所表现, 稳定类和金融类最差。经济下降中前期 (GDP 增速放缓, PPI 同步下行, 且没有宽松政策), 金融类和稳定类板块最强, 消费也能有一定表现。而这一轮经济增速放缓期中, 稳定类、周期类比历史同期表现得更强, 说明行业逻辑层面 Alpha 最强, 消费的 Alpha 最弱, 金融和成长整体表现符合预期。综合考虑 Beta 和 Alpha, 我们认为如果年底到明年经济有一次回升的话, 在回升初期, 最强的可能是周期 (较强的 Alpha 和反转之后的 Beta), 其他风格均略有瑕疵, 金融类 Alpha 和 Beta 强度均为中等, 消费 Beta 强, Alpha 弱, 成长 Alpha 中等偏弱, Beta 中等偏强, 当然其中的 AI 相关行业 Alpha 较强, 稳定类板块 Alpha 较强, 但如果经济回升, Beta 可能会偏弱。

- (1) 经济增速放缓的影响有多大? 我们以区间超额收益、月度超额收益、胜率三种统计方法, 统计经济下降周期中各个阶段不同风格的超额收益, 从正文中的图 1-4 能够看到, 经济下降初期 (GDP 增速放缓, PPI 还在上行期), 消费周期和成长均能有所表现, 稳定类和金融类最差。经济下降中前期 (GDP 增速放缓, PPI 同步下行, 且没有宽松政策), 金融类和稳定类板块最强, 消费也能有一定表现。经济下降中后期 (GDP 增速放缓、PPI 下行, 但有政策), 金融类和稳定类板块最强, 消费周期最弱。经济下降末期 (GDP 增速放缓、PPI 还在下降, 但部分领先指标开始企稳), 稳定类板块最弱, 成长最强, 消费金融周期逐渐出现机会。
- (2) 这一次的不同: 消费更弱, 成长正常, 稳定和周期类更强。所以金融类和稳定类板块在经济下降期强是符合历史规律的经济 Beta, 特别是经济下降中期。但是从金融类和稳定类板块走强的力度来看, 这一次经济下降期, 稳定类板块超额收益幅度超过了 2008 年、2011-2012 年, 仅次于 2014-2015 年, 这反映出了中特估逻辑的强 Alpha。金融类板块略偏强, 幅度略小于历史同期, 但偏差不大。
- (3) 如果未来进入经济上行期。综合考虑 Beta 和 Alpha, 我们认为如果年底到明年经济有一次回升的话, 在回升初期, 最强的可能是周期 (较强的 Alpha 和反转之后的 Beta), 其他风格均略有瑕疵, 金融类 Alpha 和 Beta 强度均为中等, 消费 Beta 强, Alpha 弱, 成长 Alpha 中等偏弱, Beta 中等偏强, 当然其中的 AI 相关行业 Alpha 较强, 稳定类板块 Alpha 较强, 但如果经济回升, Beta 可能会偏弱。
- 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：经济弱复苏对风格解释力度有多大？	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：经济顶到价格顶，消费周期成长胜率高（单位：%）	4
图 2：价格顶到政策底，金融与稳定板块占优（单位：%）	4
图 3：经济中后期，只有金融类和稳定类板块能跑赢（单位：%）	5
图 4：经济增速放缓末期，稳定类板块机会减弱（单位：%）	5
图 5：这一次稳定行业的更强（单位：倍，%）	5
图 6：这一次上游周期韧性很强（单位：倍，%）	5
图 7：这一次成长股不够强（单位：倍，%）	6
图 8：这一次消费股很弱（单位：倍，%）	6
图 9：这一次经济增速放缓期上游周期韧性很强（单位：倍，%）	6
图 10：经济见底后的半年，周期板块胜率达到 75%	7
图 11：经济回升的全区间，消费板块胜率最佳	7
图 12：大势研判（单位：点数）	7
图 13：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 16：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 17：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 18：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 19：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 20：沪股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 21：融资余额（单位：亿元）	10
图 22：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 23：基金仓位估算（单位：%）	11
图 24：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 25：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 26：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 27：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：经济弱复苏对风格解释力度有多大？

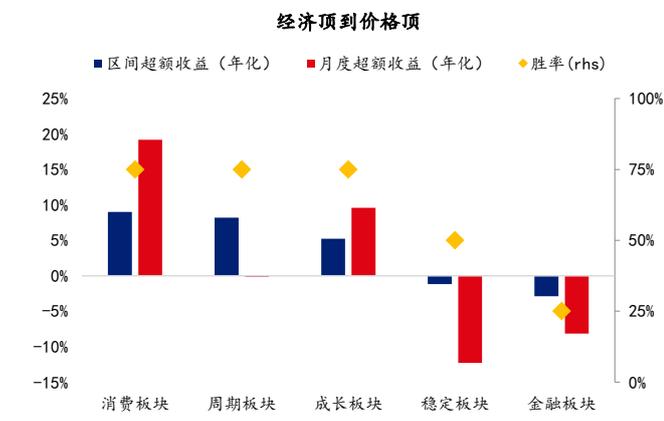
部分投资者对今年风格的解释是，因为经济弱复苏，所以和经济相关的板块都比较弱，而和经济相关性弱的TMT、中特估等主题则比较活跃。但是根据我们回顾历史的发现，最近10年，几乎大部分强势的赛道，均会被投资者解读为“受益于经济增速放缓”。可通过对比历史表现，能够看到，经济下降初期（GDP增速放缓，PPI还在上行期），消费周期和成长均能有所表现，稳定类和金融类最差。经济下降中前期（GDP增速放缓，PPI同步下行，且没有宽松政策），金融类和稳定类板块最强，消费也能有一定表现。而这一轮经济增速放缓期中，稳定类、周期类比历史同期表现得更强，说明行业逻辑层面Alpha最强，消费的Alpha最弱，金融和成长整体表现符合预期。综合考虑Beta和Alpha，我们认为如果年底到明年经济有一次回升的话，在回升初期，最强的可能是周期（较强的Alpha和反转之后的Beta），其他风格均略有瑕疵，金融类Alpha和Beta强度均为中等，消费Beta强，Alpha弱，成长Alpha中等偏弱，Beta中等偏强，当然其中的AI相关行业Alpha较强，稳定类板块Alpha较强，但如果经济回升，Beta可能会偏弱。指数层面，我们下半年的观点是，经济已经达到下降末期，Q2经济增速放缓、2-6月汇率贬值、3-5月商品调整、4月一季报和7月中报、房地产再次走弱等利空大概率已经消化完成。未来1-2个季度，股市大概率会进入新的上涨趋势，这一次上涨速度不会很快，但时间可能不短。

（1）经济增速放缓的影响有多大？部分投资者对今年风格的解释是，因为经济弱复苏，所以和经济相关的板块都比较弱，而和经济相关性弱的TMT、中特估等主题则比较活跃。但是根据我们回顾历史的发现，最近10年，几乎大部分强势的赛道，均会被投资者解读为“受益于经济增速放缓”。2022年因为经济弱复苏，风险偏好下降，所以建筑房地产等受益于逆周期政策的行业较强；2021年因为经济开始弱，半导体和新能源等高端制造代表中国经济新的增长动力，所以强势；2019年因为经济弱复苏，不依赖总量增长，更依赖消费升级的消费，反而受益于宏观下降后的流动性充裕；2016-2017年，涨幅较大的价值类龙头都和经济相关，但投资者买入的主要的上涨逻辑往往不是经济，而是供给侧改革、行业集中度提升、消费升级；2013-2015年的TMT，受益于经济下降下的流动性宽松和政策上鼓励大众创业、经济转型。经济下降正在成为证明行业机会活跃的“万能钥匙”，即使和经济相关度较高的上游周期，2016-2017和2020-2021年的超额收益，市场的主流解释也是供给侧改革、产能周期、能源危机。

我们认为，上面的很多解释都是对的，因为产业的Alpha比经济的Beta对行业的影响更大。但从投资的角度，很多投资者可能混淆了年初以来行情里面Alpha和Beta的因素。我们可以首先看一下从统计的角度经济周期对各行业的影响，再对比这一次经济增速放缓期各行业的表现来反思这一次各类板块的Alpha到底有多强。

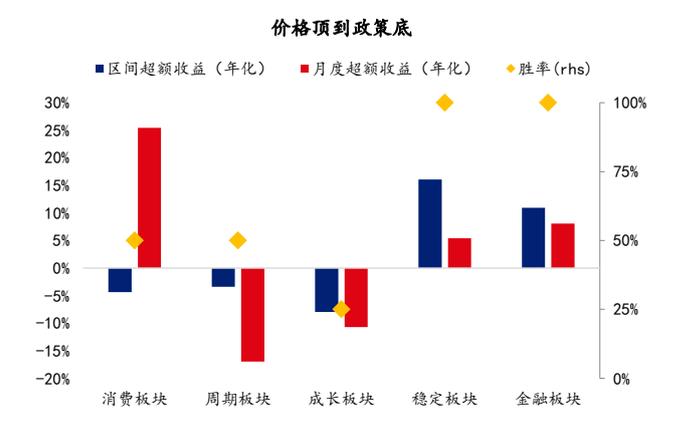
我们以区间超额收益、月度超额收益、胜率三种统计方法，统计经济下降周期中各个阶段不同风格的超额收益，从图1-4能够看到，经济下降初期（GDP增速放缓，PPI还在上行期），消费周期和成长均能有所表现，稳定类和金融类最差。经济下降中前期（GDP增速放缓，PPI同步下行，且没有宽松政策），金融类和稳定类板块最强，消费也能有一定表现。

图1：经济顶到价格顶，消费周期成长胜率高（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：价格顶到政策底，金融与稳定板块占优（单位：%）

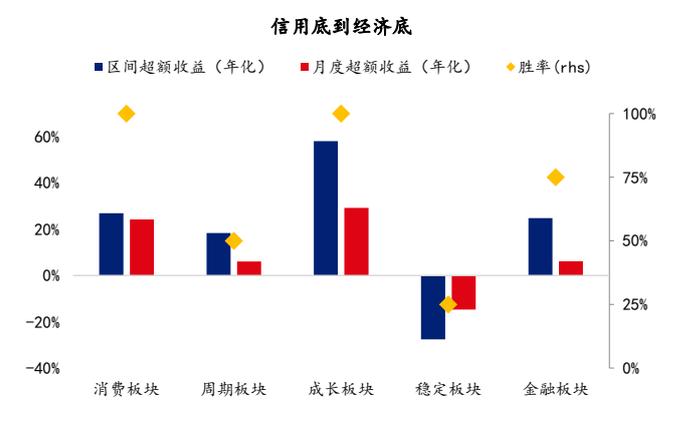
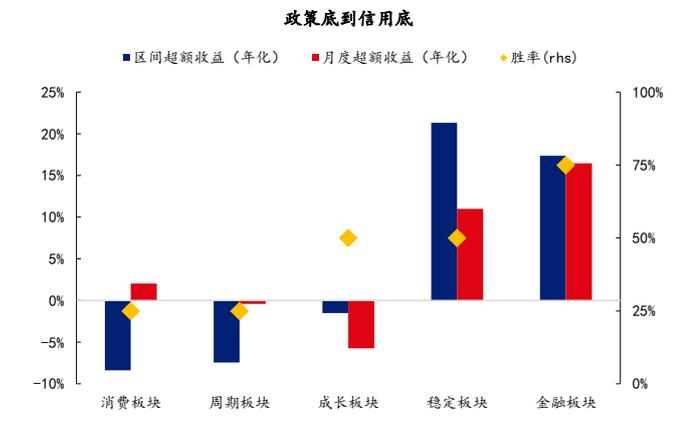


资料来源：万得，信达证券研发中心

经济下降中后期（GDP 增速放缓、PPI 下行，但有政策），金融类和稳定类板块最强，消费周期最弱。经济下降末期（GDP 增速放缓、PPI 还在下降，但部分领先指标开始企稳），稳定类板块最弱，成长最强，消费金融周期逐渐出现机会。

图 3：经济中后期，只有金融类和稳定类板块能跑赢（单位：%）

图 4：经济增速放缓末期，稳定类板块机会减弱（单位：%）



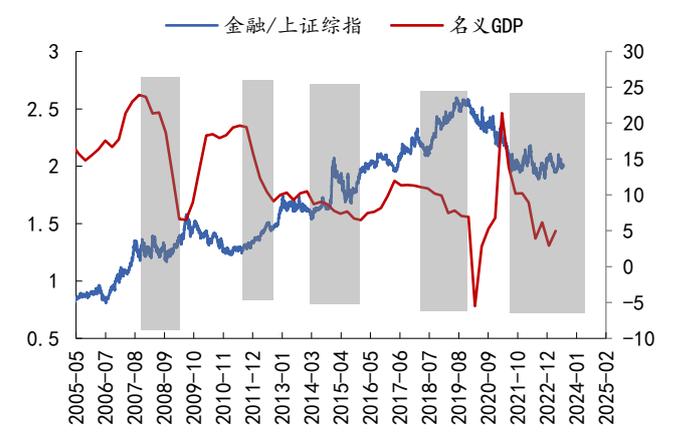
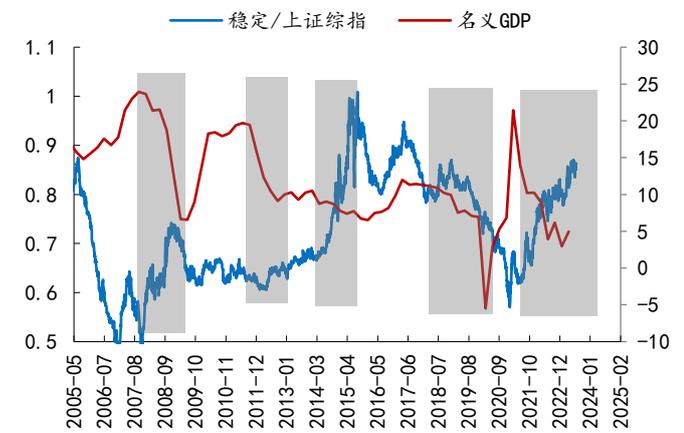
资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 这一次的不同：消费更弱，成长正常，稳定和周期类更强。所以金融类和稳定类板块在经济下降期强是符合历史规律的经济 Beta，特别是经济下降中期。但是从金融类和稳定类板块走强的力度来看，这一次经济下降期，稳定类板块超额收益幅度超过了 2008 年、2011-2012 年，仅次于 2014-2015 年，这反映出了中特估逻辑的强 Alpha。金融类板块略偏强，幅度略小于历史同期，但偏差并不大。

图 5：这一次稳定行业的更强（单位：倍，%）

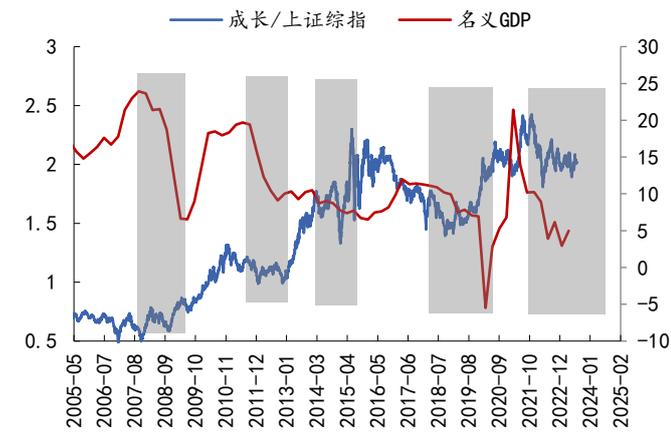
图 6：这一次上游周期韧性很强（单位：倍，%）



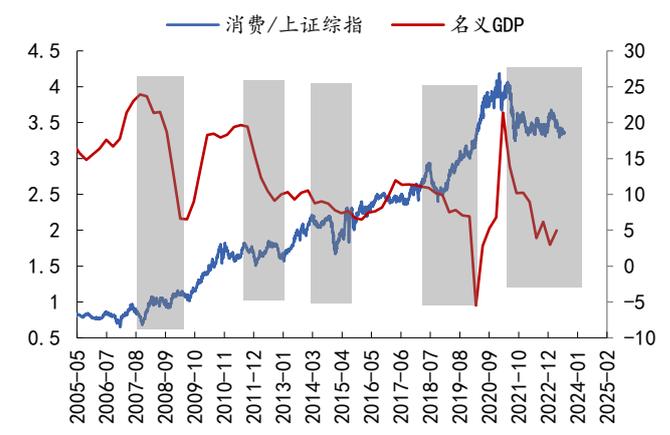
资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

历史上，成长和消费在经济下降最初期和最末期大多会有比较活跃的表现，我们认为，因为这两段时间经济的 Beta 虽然在下降，但市场大多不是熊市，成长和消费自下而上的产业逻辑往往可以对抗经济的 Beta，但是在经济下降的中期，由于股市大多是熊市，消费成长大多会跑输上证综指。如果在整个经济下降期一直持有消费成长，则超额收益不会太大。2021 年以来的这一轮周期，成长股表现比较符合这一历史规律。但消费比历史走势更弱，甚至走出了历史上经济增速放缓期最弱的表现，这背后可能是消费降级等 Alpha 逻辑导致的。

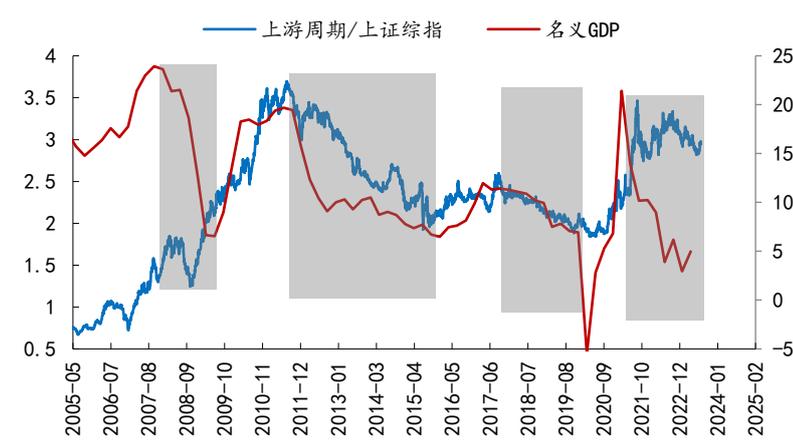
图 7：这一次成长股不够强（单位：倍，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：这一次消费股很弱（单位：倍，%）


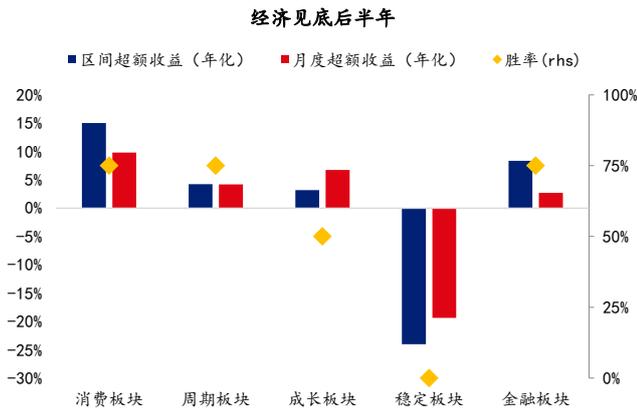
资料来源：万得，信达证券研发中心

同时这一次经济增速放缓期，上游周期与历次同期相比表现较强。历史上经济增速放缓期周期股大多会明显跑输市场，特别是 2018-2019、2011-2015。但 2021 年以来的经济增速放缓期，周期股只是略跑输上证综指，幅度并不是很大。这说明周期股由于产能格局等，这一次的 Alpha 逻辑很强。

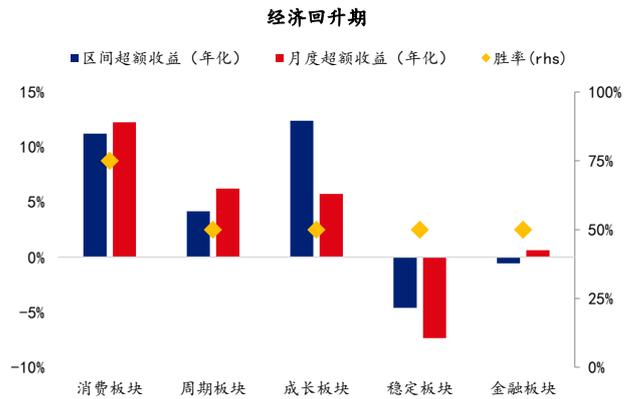
图 9：这一次经济增速放缓期上游周期韧性较强（单位：倍，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 如果未来进入经济上行期。总结前面两部分的分析，能够看到，这一轮经济增速放缓期中，稳定类、周期类的 Alpha 最强，消费的 Alpha 最弱，金融和成长整体表现符合预期。随着经济增速放缓到了末期，部分投资者开始预期年底到明年可能会出现的库存周期回升。我们认为，从 Beta 的角度，对比图 10 与图 4 的变化，经济回升初期，消费周期会加强，稳定类板块会走弱，成长会由最强变成次强。

图 10：经济见底后的半年，周期板块胜率 75%


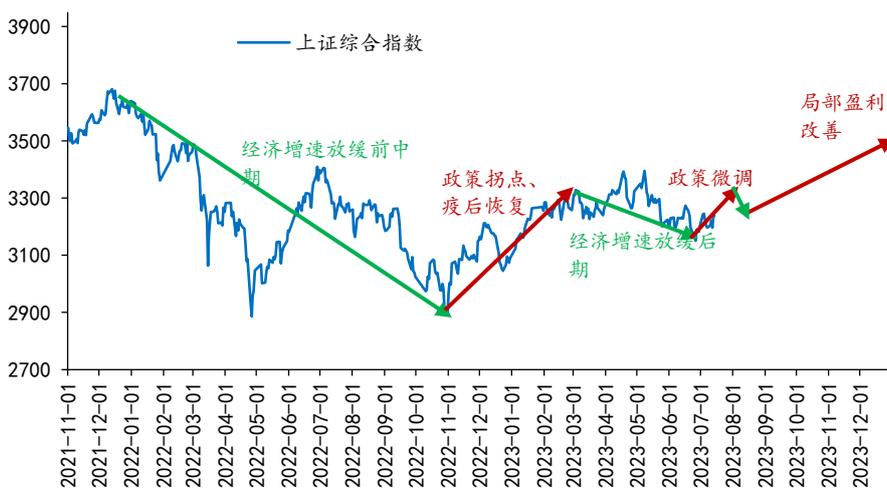
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：经济回升的全区间，消费板块胜率最佳


资料来源：万得，信达证券研发中心

综合考虑 Beta 和 Alpha，我们认为如果年底到明年经济有一次回升的话，在回升初期，最强的可能是周期（较强的 Alpha 和反转之后的 Beta），其他风格均略有瑕疵，金融类 Alpha 和 Beta 强度均为中等，消费 Beta 强，Alpha 弱，成长 Alpha 中等偏弱，Beta 中等偏强，当然其中的 AI 相关行业 Alpha 较强，稳定类板块 Alpha 较强，但如果经济回升，Beta 可能会偏弱。

(4) 策略观点：估值、盈利周期将推动 A 股进入新的上涨趋势。 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，其性质可以类比历史上牛市初期的战术性调整（2013 年 2-6 月、2016 年 4-5 月、2019 年 4-7 月）。Q2 经济增速放缓、2-6 月汇率贬值、3-5 月商品调整、4 月一季报和 7 月中报、房地产再次走弱，这些利空虽然并没有完全扭转，但从调整时间、幅度和市场情绪来看，我们认为，调整大概率已经充分，未来 1-2 个季度，很难再出现投资者超预期的利空了，股市大概率已经进入新的上涨趋势，这一次上涨速度不会很快，但时间可能不短。我们认为，上涨的最大动力是估值，历史上判断 A 股底部最有效的指标大多是估值，而不是宏观指标，因为股市大多是经济的领先指标。第二大动力是 30 多个一级行业盈利下降的时间大多已经进入 1.5-2 年的时间范围，从周期的角度来看，下半年大概率会陆续有很多行业进入景气度上行周期。

图 12：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：配置风格或可偏向进攻，先布局超跌消费链、地产链，Q3 重点关注周期，中特估主题内部关注金融和周期类。（1）消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可

能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。(2) 中特估&TMT：这些板块前期的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和 TMT 依然会有机会，不过由于中报临近，或不宜追涨，相对低位的中特估可以持续关注。如果经济持续弱，中特估中建筑公用事业会偏强，而如果经济逐渐企稳，中特估中金融和周期会更强。(3) Q3 建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023 年 Q4-2024 年，宏观需求存在回升的可能。我们认为，考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。

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	纺织服装、家电、房地产、电力设备
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。Q1 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 告一段落并有所调整，Q3 后期，随着库存周期下降进入尾声，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）疫情和稳增长政策大概率继续往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。
	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。7 月季报附近，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。

资料来源：信达证券研发中心

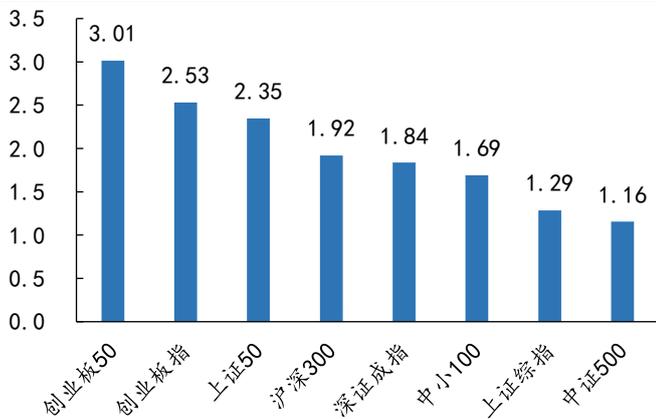
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均上涨，创业板 50 (3.01%) 涨幅最大，中证 500 (1.16%) 涨幅最小，申万一级行业本周涨跌不一，其中电子 (3.36%)、食品饮料 (3.02%)、化工 (2.87%)、传媒 (2.82%)、石油石化 (2.75%) 领涨，房地产 (-1.75%)、煤炭 (-1.36%)、轻工制造 (-1.03%) 领跌。概念股中，区块链 (18.38%)、固态电池 (14.69%)、氢能源 (14.31%) 领涨，川普概念股 (-8.97%) 领跌。

上周全球股市重要指数多数上涨，其中恒生指数 (5.71%)、法国 CAC40 (3.69%)、德国 DAX (3.22%) 领涨，巴西圣保罗指数 (-1.00%) 领跌。上周商品市场多数上涨，其中，PTA (4.77%)、玻璃 (4.57%) 领涨，LME 铝 (-0.24%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (24.13%)、富时发达市场指数 (15.84%)、富时环球 (14.75%) 排名较高，而布伦特原油 (-7.31%) 排名靠后。

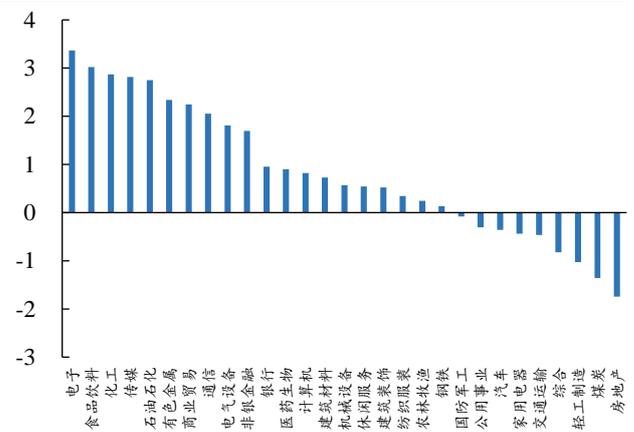
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入 (陆股通) 共计 198.44 亿元 (前值净流出 91.60 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 310 亿元，累计净回笼 180 亿元。截至 2023 年 7 月 15 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所下降，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 13: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



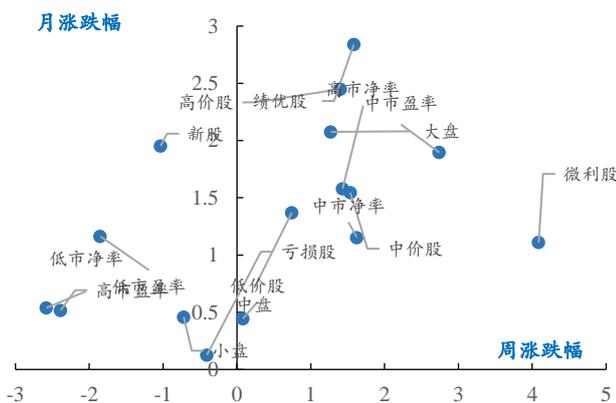
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



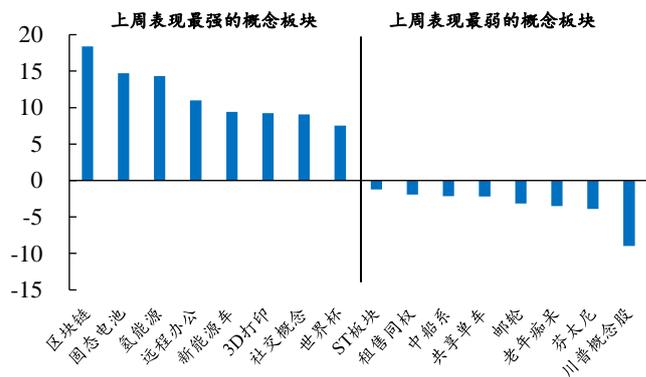
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

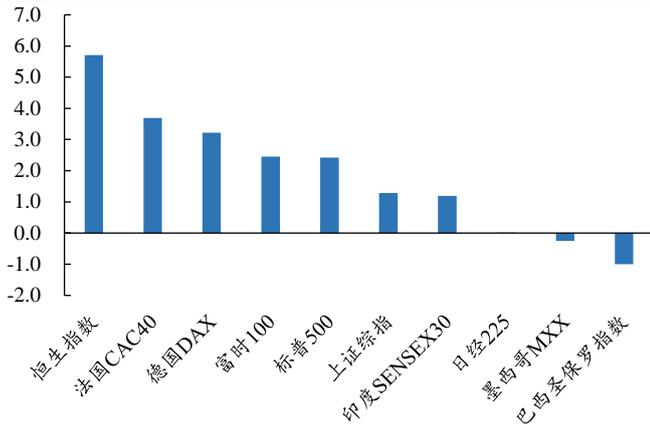


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

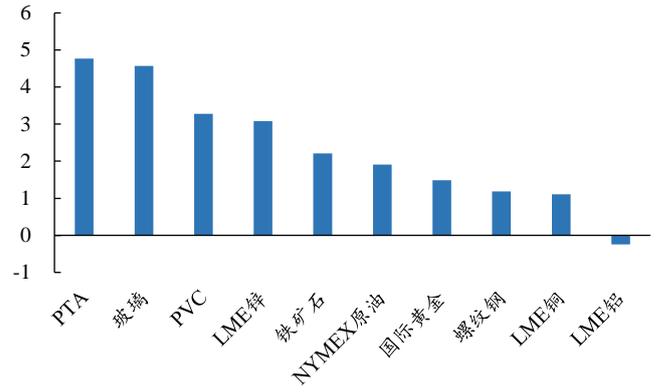
图 16: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



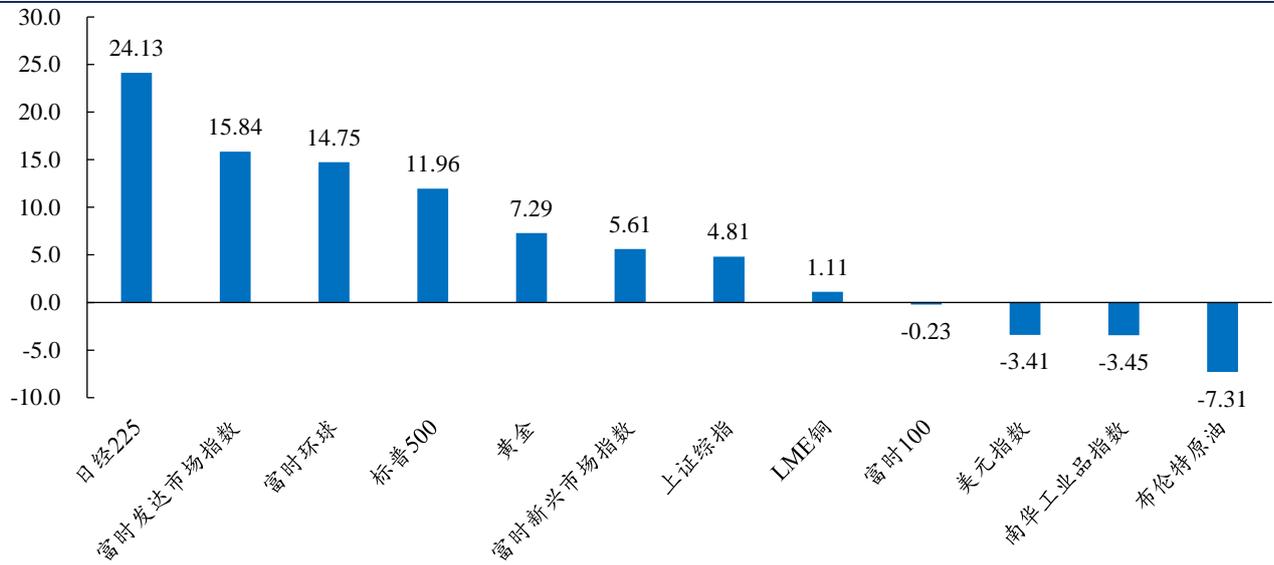
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

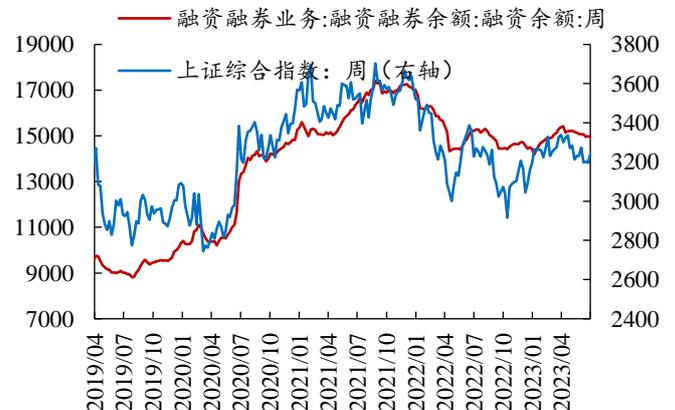
图 19: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

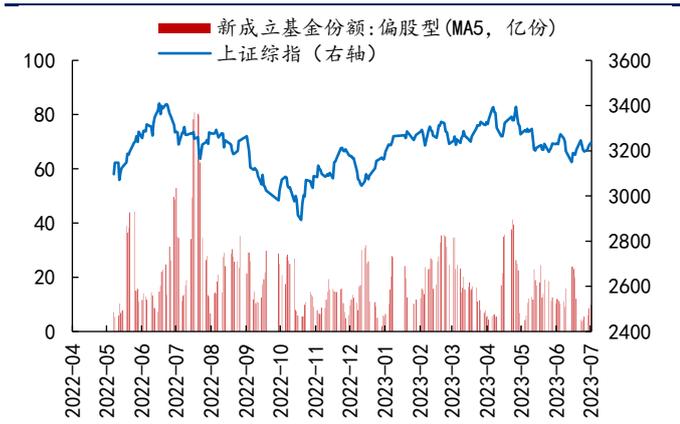
注: 数据截至 2023 年 7 月 14 日。

图 20: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

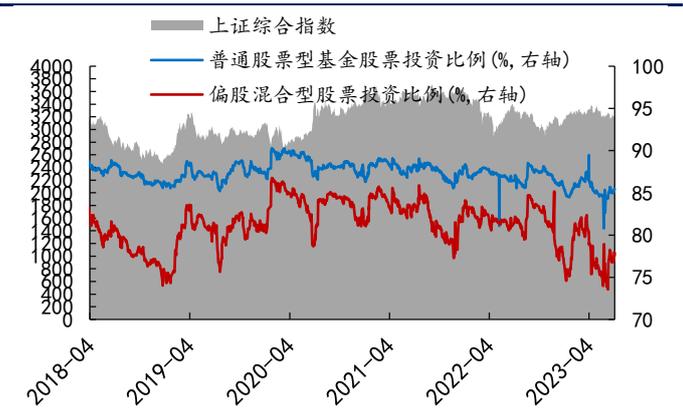

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 融资余额 (单位: 亿元)


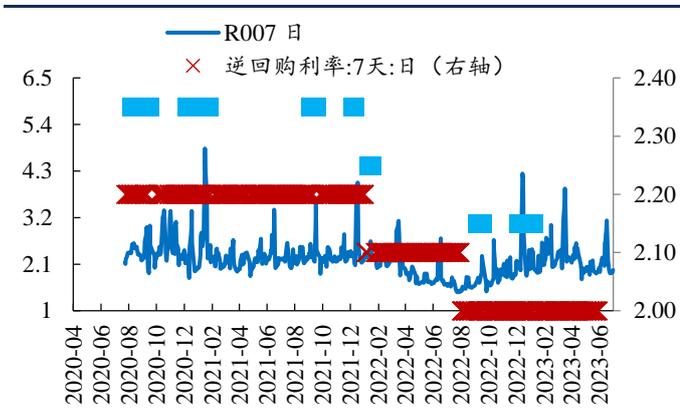
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


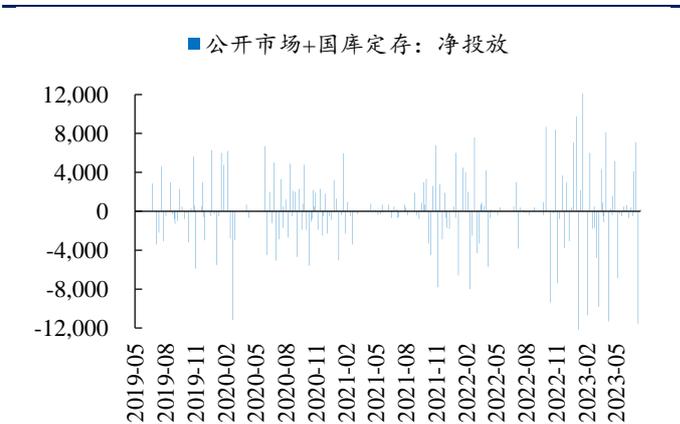
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 23: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


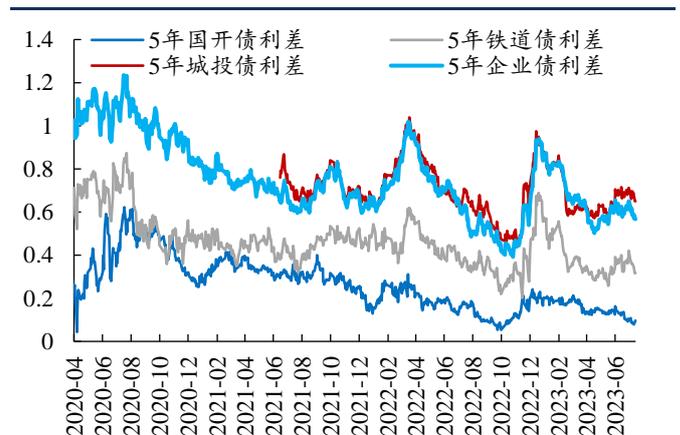
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 25: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 26: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 27: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFind, 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	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	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@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。