

震荡下沿有支撑，市场无需过悲观

报告日期：2023-07-23

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

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《短期市场可以乐观些，配置仍重短轮动与长主线》2023-07-16
2. 策略周报《市场双向震荡，短轮动和长主线结合》2023-07-09
3. 策略月报《双向波动期，兼顾短轮动与长主线》2023-07-02
4. 策略周报《政策预期有顶有底，无需过忧风险》2023-06-25

主要观点：

● 市场观点：震荡下沿有支撑，市场无需过悲观

7月第3周市场有所调整，泛TMT相关板块全线下挫，市场轮动速度加快。展望后市，影响市场走势的核心仍是在于月底国内国外两个大会，其中国内中央政治局会议，我们认为在全年政策以稳为主，定力较强的总基调下，7月底会议出台较大规模刺激政策的可能性较低，但考虑到二季度经济运行修复低于预期，全年增长目标实现压力加大，因此政治局会议上基调尽管不会出现大转变但仍有望边际宽松，而当前市场对政策预期极低，因此但凡出现超预期宽松也将有利于提振市场风险偏好。对于国外美联储议息会议，加息25bp已几无悬念，考虑到美国CPI大幅度超预期回落，即将到来的加息有可能将是本轮加息周期终点，后续市场对美联储加息压力和预期也将进一步缓和，整体利于提振外部风险偏好。国内流动性继续宽松无疑，经济基本面预期也取决于政治局会议定调。综合环境下，市场处于“上有顶、下有底”的震荡格局未变，而当前市场已经趋近于震荡区间下沿，随着月底两个大会的定调明朗，无需过度悲观。

市场热点1：如何看待即将召开的中央政治局会议和7月FOMC会议？今年政策总基调以稳为主，政策定力较强，政策处于上有顶、下有底的状态。同时考虑到二季度经济修复低于预期，因此7月政治局会议有望定调将边际上有所积极，但仍不会出台较大规模的刺激政策。对市场影响而言，当前市场政策预期较低，因此但凡政治局会议定调出现宽松，就有可能形成风险偏好提振。7月底美联储加息25BP已经基本无悬念，市场更加关注9月及年内是否再度加息。我们认为，7月大概率是本轮加息周期的终点，也整体有利于外部风险偏好进一步缓释。

市场热点2：如何看待6月经济数据？6月宏观经济数据整体偏弱，局部出现结构性积极信号。上半年GDP增速为5.5%，但考虑到下半年经济形势面临的压力仍大，完成全年5%左右的增长目标压力也有所增加，因此需要政策适度加码发力，这也是我们认为7月末中央政治局会议定调有望边际上有所积极的重要原因。

● 行业配置：短期沿景气改善把握轮动机会，中长期科技与复苏主线不改

行业配置上，当前需在不同时间维度上，兼顾短期轮动机会与中长期投资主线：

(1)短期市场快速轮动的格局预计还将延续，而沿景气布局胜率相对较高，因此从这个角度可关注有色金属（贵金属）、基础化工、农产品和地产下游品种等。

(2)中长期主线维度，继续把握科技、复苏与中特估三条主线不变。具体地：

①短期波动弱勢为泛TMT相关板块的投资提供良好的布局契机。建议加大对电子、通信的配置力度。此外关注业绩、事件催化剂以及估值调整幅度，传媒和计算机目前大方向上预计估值还需消化。

②预期边际改善叠加政策放松，业绩超预期提振下信心恢复的食品饮料和医药生物等消费品机会。

③ “中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央国企；建筑装饰央国企。下半年仍有重要催化剂有望出现，经过 5 月以来的持续调整和消化，当前中特估主题方向已经处于良好的布局时机了。

● 风险提示

美国经济衰退来临超预期；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 震荡下沿有支撑，市场无需过悲观.....	4
1.1 市场热点 1：如何看待即将召开的中央政治局会议和 7 月 FOMC 会议？.....	4
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月经济数据？.....	6
2 行业配置：短期沿景气改善把握轮动机会，中长期科技与复苏主线不变.....	8
2.1 短期快速轮动，沿景气布局胜率较高.....	9
2.2 中长期坚定全年科技与复苏主线不变.....	10

图表目录

图表 1 地产链条消费依然不容乐观.....	7
图表 2 受基数影响，可选消费品增速有所回落.....	7
图表 3 投资端增速延续放缓态势.....	7
图表 4 竣工端走弱，房地产投资全面回落.....	7
图表 5 工业增加值与制造业 PMI 改善趋势相同.....	8
图表 6 建筑类商品产量增速有所改善.....	8
图表 7 玉米、小表现货价上涨.....	9
图表 8 贵金属上涨.....	9
图表 9 电子、通信估值及百分位情况.....	10
图表 10 半导体周期底部，产业周期反弹在即.....	10
图表 11 消费者信心持续修复.....	11
图表 12 茅台价格上涨.....	11
图表 13 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善.....	12
图表 14 国企投资收益持续上升.....	12

1 震荡下沿有支撑，市场无需过悲观

7月第3周市场有所调整，泛TMT相关板块全线下挫，市场轮动速度加快。展望后市，影响市场走势的核心仍是在于月底国内国外两个大会，其中国内中央政治局会议，我们认为在全年政策以稳为主，定力较强的总基调下，7月底会议出台较大规模刺激政策的可能性较低，但考虑到二季度经济运行修复低于预期，全年增长目标实现压力加大，因此政治局会议上基调尽管不会出现大转变但仍有望边际宽松，而当前市场对政策预期极低，因此但凡出现超预期宽松也将有利于提振市场风险偏好。对于国外美联储议息会议，加息25bp已几无悬念，考虑到美国CPI大幅度超预期回落，即将到来的加息有可能将是本轮加息周期终点，后续市场对美联储加息压力和预期也将进一步缓和，整体利于提振外部风险偏好。国内流动性继续宽松无疑，经济基本面预期也取决于政治局会议定调。综合环境下，市场处于“上有顶、下有底”的震荡格局未变，而当前市场已经趋近于震荡区间下沿，随着月底两个大会的定调明朗，无需过度悲观。

市场热点1：如何看待即将召开的中央政治局会议和7月FOMC会议？今年政策总基调以稳为主，政策定力较强，政策处于上有顶、下有底的状态。同时考虑到二季度经济修复低于预期，因此7月政治局会议有望定调将边际上有所积极，但仍不会出台较大规模的刺激政策。对市场影响而言，当前市场政策预期较低，因此但凡政治局会议定调出现宽松，就有可能形成风险偏好提振。7月底美联储加息25BP已经基本无悬念，市场更加关注9月及年内是否再度加息。我们认为，7月大概率是本轮加息周期的终点，也整体有利于外部风险偏好进一步缓释。

市场热点2：如何看待6月经济数据？6月宏观经济数据整体偏弱，局部出现结构性积极信号。上半年GDP增速为5.5%，但考虑到下半年经济形势面临的压力仍大，完成全年5%左右的增长目标压力也有所增加，因此需要政策适度加码发力，这也是我们认为7月末中央政治局会议定调有望边际上有所积极的重要原因。

1.1 市场热点1：如何看待即将召开的中央政治局会议和7月FOMC会议？

我们的观点：今年政策总基调以稳为主，政策定力较强，政策处于上有顶、下有底的状态。同时考虑到二季度经济修复低于预期，因此7月政治局会议有望定调将边际上有所积极，但仍不会出台较大规模的刺激政策。对市场影响而言，当前市场政策预期较低，因此但凡政治局会议定调出现宽松，就有可能形成风险偏好提振。7月底美联储加息25BP已经基本无悬念，市场更加关注9月及年内是否再度加息。

我们认为，7月大概率是本轮加息周期的终点，也整体有利于外部风险偏好进一步缓释。

中央政治局会议总定调预计以稳为主，出台较大规模刺激政策的可能性较低。二季度宏观经济复苏弱于市场预期，市场对于政策发力期待有所强化。对此，我们维持此前观点，今年政策总基调以休养生息为主，中央政治局会议上有可能对政策定调边际上有所积极，但整体上政策仍然处于上有顶、下有底的状态，不宜对潜在增量政策及其力度过度乐观。①在梳理房地产政策空间后（见2023-6-27专题报告《当下地产调控，还有哪些放松空间？》），我们发现，能够大幅释放积极信号的地产调控举措，如取消“认房又认贷”、一线城市核心区放松限购、降低二套房贷利率等措施当前推出的难度较大，中央层面直接调整概率不大，可能政策会优先考虑二线城市放松限购等举措，释放的地产托底信号有限。②今年年内政策基调以稳为主，不会出台大规模刺激，推动经济内生修复提速，预计下半年政策主要发力：结构性利率下降、开发性政策性金融工具发力基建、鼓励有财力的地方发放消费券等。7月21日，发改委印发《关于促进电子产品消费的若干措施》和《关于促进汽车消费的若干措施》，政策也以营造积极环境为主。③2023年7月6日，国务院总理李强在经济形势专家座谈会上提出，要注重把握转型的“窗口期”，中央层面时隔2年再提“窗口期”，或预示中央层面将在改革政策上持续发力，“聚焦现代化产业体系建设、全国统一大市场建设、区域协调发展等，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫”。对市场的影响而言，考虑到，当前政策预期仍然较低，一旦出现新的增量政策就有可能超市场预期，风险偏好也有望随之改善。

7月底美联储大概率加息25BP，且有望成为本轮加息的终点。从当前数据看，6月暂停加息后美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，在核心PCE同比尚未跌破4%的大背景下，7月加息25BP概率几乎仍是板上钉钉。事后来看，美联储政策路径最终落地为“6月加息推迟至7月”，延长了本轮加息的时间。但随着CPI回落和就业市场数据小幅放缓，7月后再度加息尚未得到足够的支持性证据，我们倾向于认为7月就是本轮加息的终点，有利于外部风险偏好缓释。后续仍需关注7月FOMC会议后美联储官员表态。

本周中共中央、国务院印发了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，7月24日发改委还将专门召开新闻发布会专题介绍促进民间投资情况，有利于改善民营经济信心、利好经济复苏。但市场信心仍然处于较低位置，对《关于促进民营经济发展壮大的意见》之后出台更多具体落地政策有较大期待，预计具体政策落地后才有望对市场信心提供更有力的支撑。

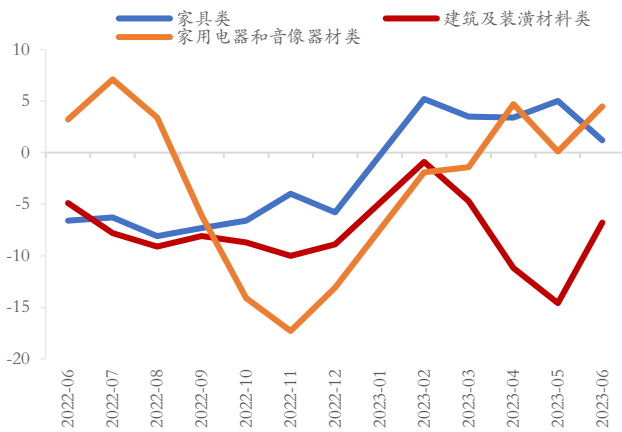
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月经济数据？

我们的观点：6 月宏观经济数据整体偏弱，局部出现结构性积极信号。上半年 GDP 增速为 5.5%，但考虑到下半年经济形势面临的压力仍大，完成全年 5% 左右的增长目标压力也有所增加，因此需要政策适度加码发力，这也是我们认为 7 月末中央政治局会议定调有望边际上有所积极的重要原因。

完成全年 5% 的压力有所增加，需要政策适度加码发力。二季度 GDP 同比增速 6.3%，与我们在中期策略报告中判断低于 7% 一致；环比（季调）为 0.8%，低于一季度 2.2%。考虑到上半年基数较低，上半年 GDP 增速为 5.5% 影响下，完成全年 5% 的压力有所增加，迫切需要政策进行适度发力。后续重点关注 7 月末中央政治局会议定调。

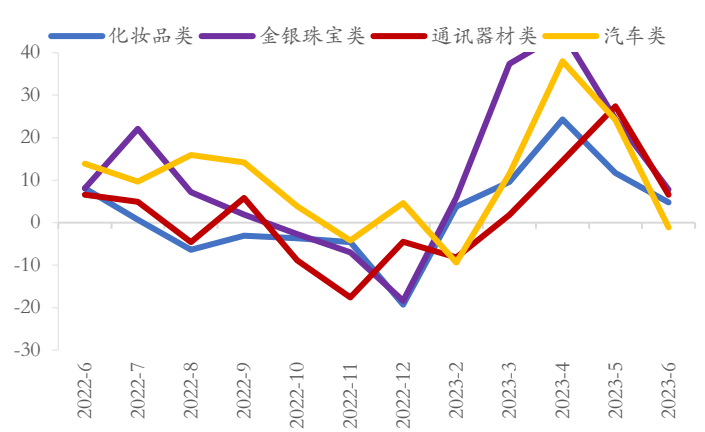
高基数拉低社零增速，内需修复环比仍偏弱。6 月社会消费品零售总额约 4 万亿元，同比上涨 3.1%，两年复合增速为 3.1%，较 5 月的 2.5% 有所回升。但环比季调后仅 0.2%，依旧维持在 0.4% 以下，显示消费复苏斜率依然偏慢。我们在专题报告《报复性消费何时来？——基于 9 国消费复苏的经验借鉴》中指出，防疫完全放开后，居民部门消费意愿修复大致需要 2-3 个季度，目前来看居民部门还处于消费稳步复苏的通道中，预计下半年有望有所向好。从各类商品消费情况看：**① 可选消费品延续改善。**必选消费品中，食品类（5.4%）、饮料类（3.6%）、烟酒类（9.6%）增速均有所回升；可选消费品由于去年防疫取得阶段性成果释放消费推高基数，同比增速回落，如汽车类（-1.1%）、石油及制品类（-2.2%）、办公用品类（-9.9%）。**② 地产下游消费增速依然不容乐观。**家具类同比增长 1.2%，低于 5 月的 5.0%；家电类受今年年初商品房成交放量以及近期高温影响有所回升，同比增速 4.5%，高于 5 月的 0.1%；建材类延续负增长，同比下降 6.8%。随着 7 月地产销售高频数据依旧偏弱，预计未来地产下游消费仍不乐观。**③ 服务类消费持续改善，增速有所回落。**6 月份，全国服务业生产指数同比增长 6.8%，比上月放缓 4.9 个百分点。出行链受端午节假期出行需求延续回升，餐饮类仍起到结构型支撑。分行业看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业生产指数分别增长 20.0%、15.4%、9.3%。**我们认为，三季度社零同比增速较二季度略有回落。**虽然三季度社零基数有所调整，但随着下半年经济逐步修复，失业率进一步回落，居民消费信心及能力恢复，社零同比增速维持在 7% 左右。

图表1 地产链条消费依然不容乐观



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

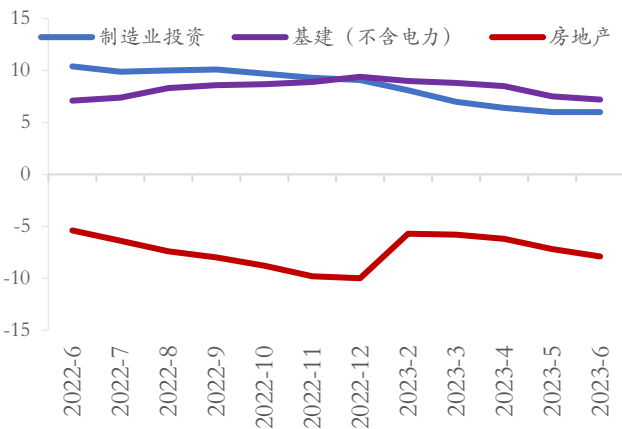
图表2 受基数影响, 可选消费品增速有所回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

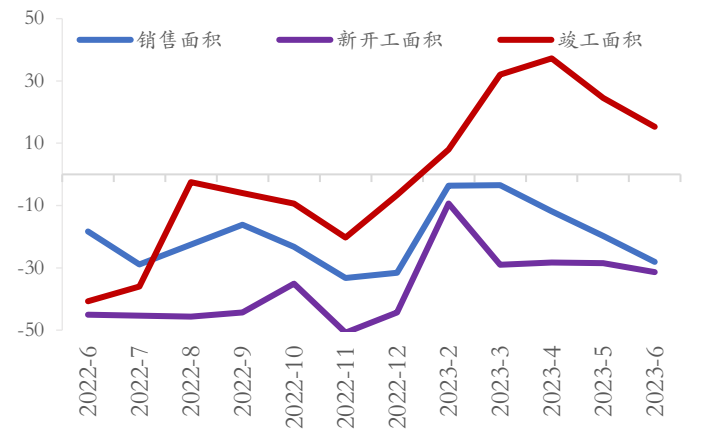
投资端增速延续放缓, 地产拖累更加明显。6月固定资产投资累计同比3.8%, 较上月回落0.2个百分点, 但高于市场一致预期的3.3%。其中, 制造业投资增速为6.0%, 与上月持平; 基建投资同比增长7.2%, 依旧发挥稳增长“压舱石”的作用; 房地产投资降幅扩大至7.9%。我们认为, 政策尚未在投资端明显发力, 地产下行压力持续扩大, 制造业投资受限于出口和去库压力, 预计固定资产投资增速三季度延续回落态势。

图表3 投资端增速延续放缓态势



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 上图为累计同比。

图表4 竣工端走弱, 房地产投资全面回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

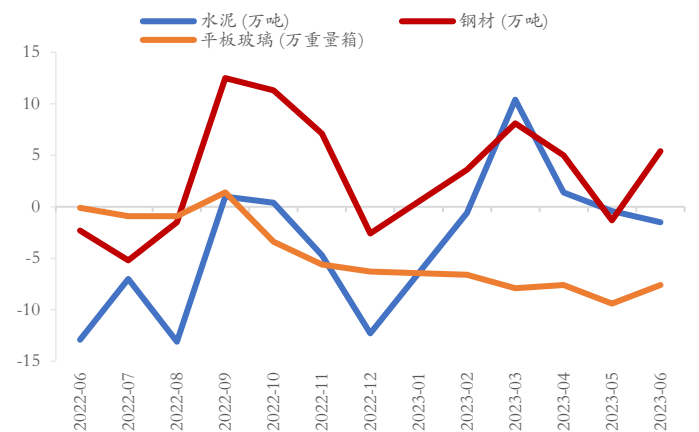
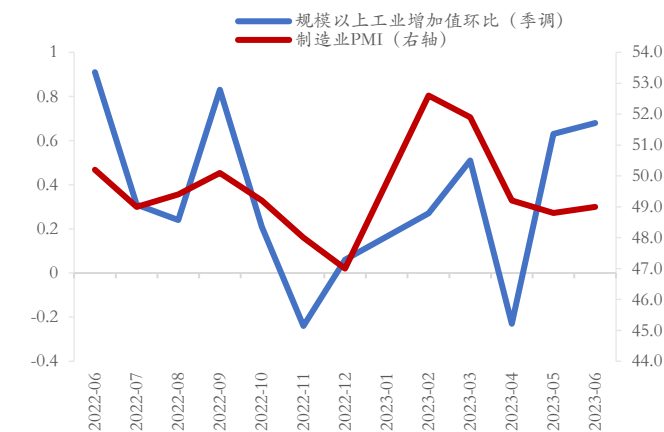
房地产开发投资增速降幅小幅收窄, 竣工端结构型支撑减弱。6月房地产投资同比下降9.4%, 降幅较上月缩小0.3个百分点。各分项数据与5月基本相同, 整体维持弱势: 其中, 商品房销售额、销售面积同比分别下降25.0%和28.1%; 新开工面积同比下降31.4%, 降幅较上月扩大2.9个百分点, 企业信心和开工意愿依旧薄弱; 竣工面积同比增长15.2%, 低于上月的24.5%, 对房地产开发投资的结构型支撑减弱。

我们认为，若无大规模刺激政策的出台，叠加不同区域房地产市场分化严重、居民和企业信心不足问题依然严峻，下半年房地产投资增速企稳难度依旧较大。但随着近期房地产高频数据走弱，以及恒大年报披露大规模亏损，预计地产出台托底政策的可能性有所提升。

工业增加值增速回升，生产端稳步修复。6月，全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增幅较5月扩大0.9个百分点，季调环比0.7%，与PMI改善趋势相同。从三大门类来看，采矿业同比增长0.7%；制造业增同比增速回升至8.7%，上游和中游制造明显改善；电气水生产供应业增速由于生产恢复叠加高温因素影响增幅扩大至11.6%。**主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速维持低位。**6月水泥产量同比下降1.5%，粗钢产量同比仅0.4%，平板玻璃产量下降7.6%。**②汽车产量增速小幅回升。**6月汽车产量同比0.8%，但剔除基数影响后，两年复合增速为13.1%，明显高于5月的5.7%。**③生产恢复加快叠加夏用电高峰，发电量同比增长2.8%。**

图表5 工业增加值与制造业PMI改善趋势相同

图表6 建筑类商品产量增速有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2 行业配置：短期沿景气改善把握轮动机会，中长期科技与复苏主线不变

短期市场快速轮动，沿景气布局胜率较高，预计有色金属（贵金属）、基础化工、农产品等品种或迎来轮动机会，中长期坚定把握科技与复苏的主线以及“中特估”全年主题投资机会。行业配置上，当前需在不同时间维度上，兼顾短期轮动机会与中长期投资主线：（1）短期市场快速轮动的格局预计还将延续，而沿景气布局胜率相对较高，因此从这个角度可关注有色金属（贵金属）、基础化工、农产品和地产下游品种等。（2）中长期主线维度，继续把握科技、复苏与中特估三条主线不变。具体地，①短期波动弱势为泛TMT相关板块的投资提供良好的布局契机。建议加大对电子、通信的配置力度。此外关注业绩、事件催化剂以及估值调整幅度，传媒和计算

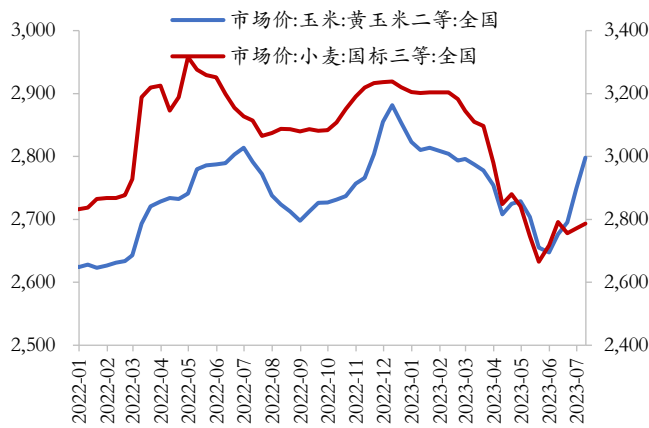
机目前大方向上预计估值还需消化；②预期边际改善叠加政策放松，业绩超预期提振下信心恢复的**食品饮料**和**医药生物**等消费品机会；③“中特估”主题投资继续布局，**重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央企；建筑装饰央企**。下半年仍有重要催化剂有望出现，经过5月以来的持续调整和消化，当前中特估已经处于良好的布局时机了。

2.1 短期快速轮动，沿景气布局胜率较高

①市场快速轮动持续，沿景气优选机会胜率较高，后续**有色金属（贵金属）、基础化工、农产品**等具备短期配置机会。

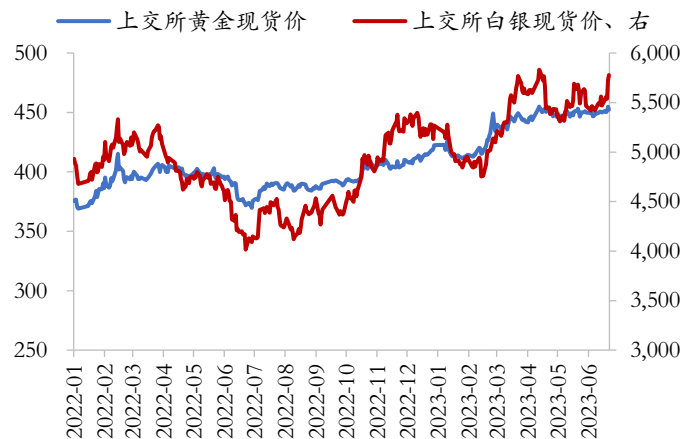
市场仍在快速轮动，沿景气指标挑选机会胜率较高。预计**有色、基础化工、农产品**等有望迎来轮动机会。①**有色金属**中**贵金属**价格转为上涨。尽管7月加息节奏已基本确定，但受美国CPI超预期下行影响，市场预期后续美联储加息节奏放缓，贵金属中金、银价格反弹趋势延续；②根据最新高频数据显示，基础化工中多数价格反弹，化工指数整体上涨、PTA、尿素价格回涨，而**乙烯、丙烯**价格同频上升；③受今年热夏影响，农作物产量预计将有所下降，尤其是对**小麦**产量压力较大，预计带动其价格上涨，或带动种植业农产品轮动机会。

图表 7 玉米、小麦现货价上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/吨

图表 8 贵金属上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/克，元/千克

②政策预期“来风”持续，**房地产**下游预计短期还将演绎。

市场对地产政策预期持续发酵，预计下游板块如**家用电器**为主还将发酵。近期市场对一线城市限贷政策议论频频，数据显示当前房地产开发投资与销售依然承压。在房地产基本面羸弱的情况下，市场期待有关房地产的政策将有所放松。然而在地产政策大基调维持“促进合理住房需求释放以及化解房地产金融风险成为主要任务”

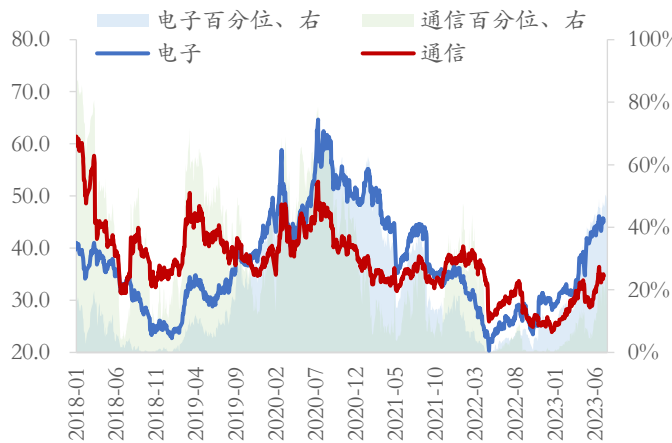
下，需求端的政策放松仍要弱于市场预期，7月重要会议落地之前，市场对地产政策的期待将会脉冲性演绎，将更多带动地产下游相关板块例如家用电器的轮动机会。

2.2 中长期坚定全年科技与复苏主线不变

主线一：短期波动不改中长线配置价值，泛 TMT 相关板块中加大对电子、通信的配置。

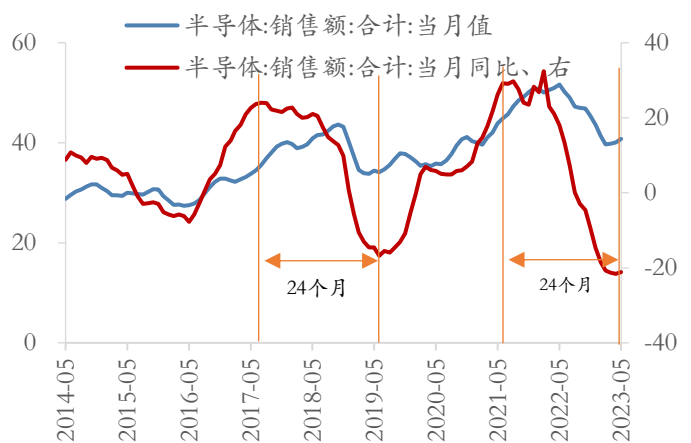
短期波动不改中长线配置价值，优选电子、通信。本周泛 TMT 板块中的电子、通信、传媒、计算机全线进入调整，微软 Microsoft 365 Copilot 定价超预期亦无法提振，证实当下资金对泛 TMT 相关板块的分歧较大。近期国内流动性进一步边际宽松可能性小，而海外流动性迎来好转。我们认为海外流动性预期改善对估值敏感的板块形成较强支撑并将持续一段时间。此外近期上市公司逐步披露业绩预告，国内多参数大模型不断推出，台积电法说会对全球半导体周期 2023Q3 见底的指引也为板块基本面提供较强的支撑，预计也将短期催化泛 TMT 相关板块反弹。叠加在经历一段时间调整后，电子、通信的配置价值凸显，**中长期角度继续加大对通信和电子的配置。**

图表 9 电子、通信估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 10 半导体周期底部，产业周期反弹在即



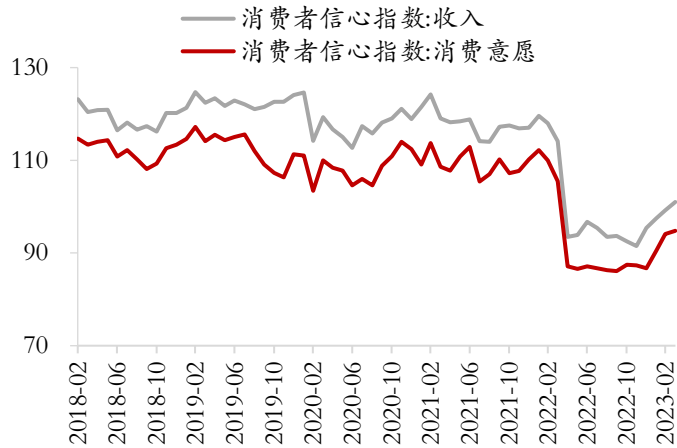
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、十亿美元。

主线二：悲观预期边际改善，业绩超预期提振下信心恢复的食品饮料和医药生物。

预期边际改善，政策放松，提振板块整体信心，中长期关注食品饮料和医药生物。随着暑期“出行热”，市场对消费风格相关行业的悲观预期边际有所改善。叠加近期食品饮料行业龙头企业披露上半年业绩数据，侧面证实经济复苏韧性较市场预期更强，提振消费板块整体信心。而预计随着上市公司逐步披露业绩，消费恢复逐步证

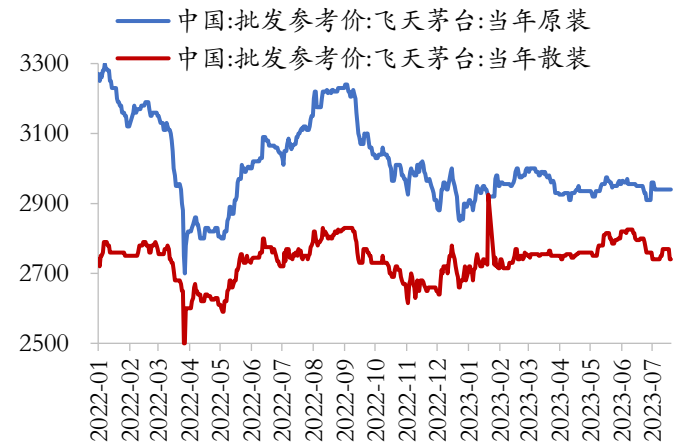
实，食品饮料板块将迎来更强支撑。医药生物方面，近期国家医保局公布《谈判药品续约规则》其中提到创新药续约时可申请重新谈判，谈判续约的降幅可不必高于简易续约规定的降幅，政策定调更为宽松，利好医药生物。此外在整体行业经历“洗牌”后企业幸存者优势凸显、具备中长期配置价值。建议立足中长期关注食品饮料及医药生物。

图表 11 消费者信心持续修复



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 12 茅台价格上涨



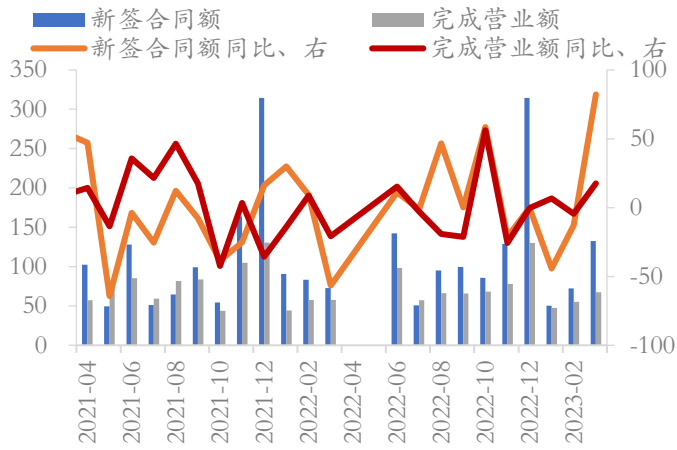
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/瓶

主线三：“中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央国企；建筑装饰央国企。

“中特估”行情年内仍有望不断演绎。今年一季度国资委发布新一轮国改行动方案，全面聚焦能源保供、粮食安全以及科技协同创新，央国企投资思路将不再局限于单一企业及企业自身生产经营情况，而以产业视角找寻投资机会。重点关注：①能源保供、粮食安全。能源保供稳价、粮食安全及种业振兴涉及经济发展、生活生产大局，两者均处于重要战略地位，党中央政策持续落地、细化，强调持续推动央国企做好能源资源、粮食安全托底；②科技创新。国资委强调对于未来改革主方向将紧盯央国企自主创新深化改革，把解决“卡脖子”技术、关键核心技术放在更加突出重要的位置，科技型央国企的吸引力正在持续提升。

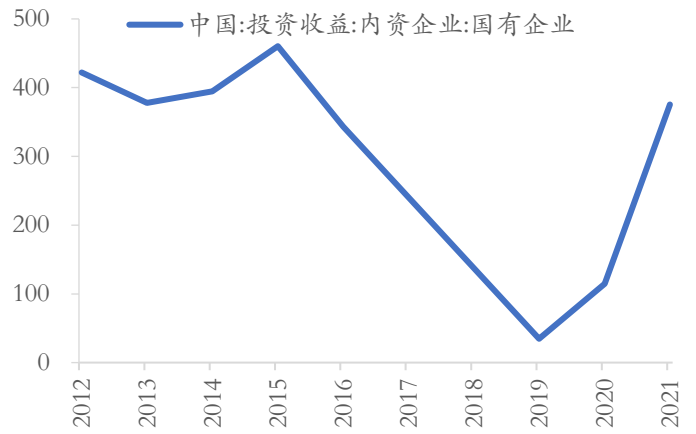
国企改革红利持续释放，国资委就提高央企控股上市公司质量持续展开部署。国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，提出中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。国资委着眼于提高央企控股上市公司质量并连续展开部署，国企改革持续深化下，央国企盈利能力有望持续改善。有望为“中特估”主题提供催化。

图表 13 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元、%。

图表 14 国企投资收益持续上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元。

风险提示:

美国经济衰退来临超预期; 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。