

## 策略研究

## 国内与海外市场有哪些共同的“日历效应”？

——海外策略双周专题（2021年第4期）

## 要点

**专题：国内与海外市场有哪些共同的“日历效应”？**

从2000年—2020年的历史数据来看，港股、A股和美股的月度表现呈现明显的规律性。其中4月、7月、11月三地市场均呈现较高涨幅，5月、6月、8月、9月均出现较小涨幅或较大跌幅，表现不尽如人意。

三地市场日历效应的表现较为明显的月份恰逢政策公布、经济数据公布和季末基金经理调仓。A股受到两会召开的影响，在2月和4月表现较为强势。美股市场上，美国国会预算报告通常在2月提出，预算决议案则在4月提出，重要财政预算的颁布时点使得美股在3-4月表现强势。香港政府10月发布香港施政报告，提振港股表现。

经济数据公布时点方面，中美均于每年1月发布年度GDP数据，于1、4、7和10月发布季度GDP数据。在这些时间段内，A股、美股和港股表现较佳。另外机构投资者在季度末一般需要提交财务报告公布持仓情况，一般基金经理为了迎合投资者，会进行一系列调仓，引起市场波动，使得三地市场在3月、6月、9月、12月表现较为平淡。

5月港股通常较为弱势，但今年有望获得盈利和流动性的支撑。“日历效应”只是市场投资者心理反应的一个统计现象，并不代表必然规律。而对于证券市场的分析，仍需要参考基本面和流动性。2021年与2009年环境相似，盈利均会在低基数效应下出现强劲增长，有望支撑对盈利较为敏感的港股市场的5月走势。同时从美联储的货币政策来看，当美联储处于扩表阶段且联邦基金目标利率维持不变或持续下降时，充裕的流动性对港股的估值有所支撑。因此今年5月港股的表现或不如往年那样悲观。

**市场观点与机会推荐：**

**看好全年港股市场表现。**四月以来港股市场随着国内PMI回升，PPI加速上行，企业融资数据维持强劲，经济数据逐步印证国内上半年经济向好的趋势，港股4月也重回涨势。我们继续看好全年港股市场表现，并认为其年度维度上表现或优于A股市场。**经济与企业盈利修复是支撑港股向好的基础，同时资金面上南下资金和海外资金有望维持净流入。**

在配置方向上，我们重点关注以下三条主线：

(1) **自下而上关注稀缺成长个股。**成长类标的（科技互联网、消费类公司）短期估值过高前期有所调整，但只要基本面扎实，调整后将会再出现长期的布局机会。

(2) **低估值板块。**在盈利修复的大背景之下，顺周期行业与疫情修复行业可能将会有更好的机会，例如石油石化、博彩、航空。另外也可关注受益于宏观经济向好和货币政策边际趋紧的金融板块。

(3) **美国基建和地产产业链相关机会。**美国大规模财政刺激计划下，出口和基建产业链有望持续受益，可关注家电、机械和轻工行业的投资机会。

**风险分析：**通胀超预期回升；海外市场波动加大。

## 作者

**分析师：张宇生**  
(执业证书编号：S0930521030001)  
021-52523806  
zhangys@ebscn.com

**分析师：巩健**  
(执业证书编号：S0930521040002)  
021-52523858  
gongj@ebscn.com

**联系人：刘芳**  
021-52523677  
liuf@ebscn.com

**联系人：吴云杰**  
010-57378028  
wuyunjie@ebscn.com

# 目 录

<b>1、“日历效应”对三地市场的影响.....</b>	<b>3</b>
1.1、A股、港股和美股均具有“日历效应” .....	3
1.2、三地共同的“日历效应”多处于政策经济数据披露期和季末时间点 .....	3
1.2.1、政策公布时点或许提振市场表现.....	3
1.2.2、三地市场在经济数据的密集披露期（4月、7月和10月）表现较佳.....	4
1.2.3、在季末调仓时点三地市场表现平平.....	4
1.3、港股5月日历效应会重现吗？ .....	5
1.4、港股市场观点与关注机会 .....	6
<b>2、市场表现与核心数据 .....</b>	<b>8</b>
2.1、市场表现回顾 .....	8
2.2、资金与流动性概览.....	10
2.3、板块盈利与估值.....	11
2.4、美国中概股回归最新进展 .....	13
<b>3、未来一周须知.....</b>	<b>13</b>
<b>4、风险提示.....</b>	<b>14</b>

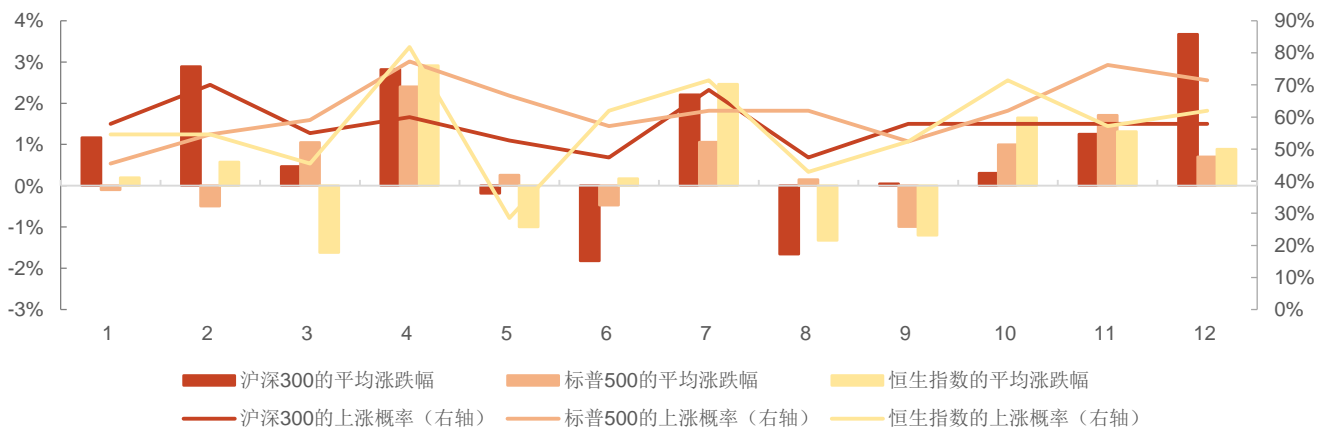
# 1、“日历效应”对三地市场的影响

## 1.1、A股、港股和美股均具有“日历效应”

从2000年—2020年的历史数据来看，港股、A股和美股的月度表现呈现明显的规律性。其中4月、7月、10月三地市场均呈现较大涨幅，而在5月、6月、8月、9月均出现较小涨幅或较大跌幅，表现不尽如人意。单独来看，港股在每年10月份上涨概率较高，而3月呈现明显下跌。A股在每年的1-2月呈现明显上涨，美股在3月表现尚可。

三地在特定时间段具有相似的“日历效应”。对于单一市场的日历效应，或许源自单一市场的偶然因素，但如果是多市场共有的日历效应，或许背后有值得思考的原因。本文重点关注的是公共日历效应，而不是每个市场独立的日历效应。后文通过将平均涨跌幅和上涨概率相结合，来判断日历效应下各个股市的强弱分布，具体划分情况详见表一。

图1：2000年以来A股、美股和港股的月度平均涨跌幅和上涨概率表现



资料来源：Wind，备注：数据区间为2000年到2021年3月，横坐标轴代表月份

表1：2000-2021年4月A股、美股和港股月度综合表现一览

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
沪深300	强势	强势	一般	强势	弱势	下跌	强势	下跌	一般	一般	强势	强势
标普500	下跌	下跌	强势	强势	一般	弱势	强势	一般	弱势	强势	强势	一般
恒生指数	一般	一般	下跌	强势	下跌	一般	强势	下跌	弱势	强势	强势	一般

资料来源：Wind。分类标准：1) 强势：平均涨幅大于等于1%，且上涨概率大于等于50%；2) 一般：平均涨幅高于0，同时涨幅大于等于1%和上涨概率大于等于50%仅满足一个。3) 弱势：上涨概率大于等于50%和涨幅大于等于0的条件仅满足一个。3) 下跌：平均涨幅小于0%，且上涨概率小于50%。

## 1.2、三地共同的“日历效应”多处于政策经济数据披露期和季末时间点

### 1.2.1、政策公布时点或许提振市场表现

对于三地市场而言，政策公布时点通常会对市场有提振作用。两会通常在3月5日召开，期间将会发布政府政协工作报告、宏观政策信号以及新一年财政预算方案。而这一系列后续宏观政策利好与红利将于4月集中得到体现。因此A股与港股4月也较为强势。另外年底的中央经济工作会议也起到相同的作用，使得A股在11-12月期间走势向好。类似地，10月的香港施政报告或许对于港股也有相应的影响。

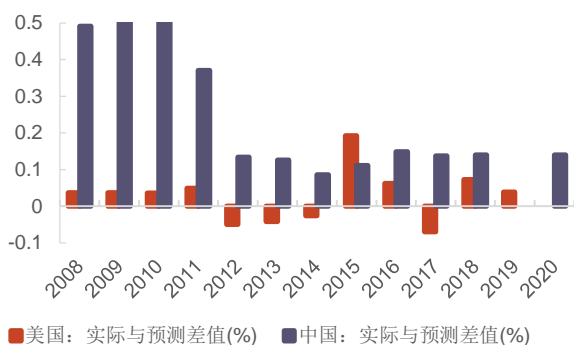
美股市场上，重要财政预算的颁布时点使得美股在 3-4 月表现强势。美国国会预算报告通常在 2 月提出，预算决议案则在 4 月提出。在预算报告提出的后一个月——3 月及预算决议案提出的 4 月，标普 500 指数的表现均较为强势，理由也与中国的两会相仿：针对下一个财年的财政预算往往会提升市场的信心。

### 1.2.2、三地市场在经济数据的密集披露期（4 月、7 月和 10 月）表现较佳

A 股在 1 月、4 月、7 月和 10 月的经济数据密集披露期表现得较为强势。我国政府于每年 1 月 20 号发布年度 GDP 数据，于 1、4、7 和 10 月 15 日发布季度 GDP 数据。根据 wind 一致性预期数据，市场对中国的年度与季度预期相对于政府公布的最终实际值普遍更为保守。在过去 10 年中，剔除因为疫情初期引起的极端值，超过 80% 的季度预测值低于实际值，平均低于实际值 0.21%。而基本所有的年度 GDP 预测值均低于年度 GDP 实际值，平均低于实际值 0.42%。因此 A 股在上述三个月份良好的表现或受益于相关经济数据的披露。港股也有类似的表现。

美股同样在 4 月、7 月和 10 月的经济数据密集披露期表现较佳。美国政府在每年 1 月月末公布年度 GDP 数据，于 1、4、7 和 10 月月末发布季度 GDP 初值。除了 1 月份，在 4 月、7 月和 10 月，美股均表现得较为强势。不过美国 GDP 并没有 A 股那样显著的系统性低估。

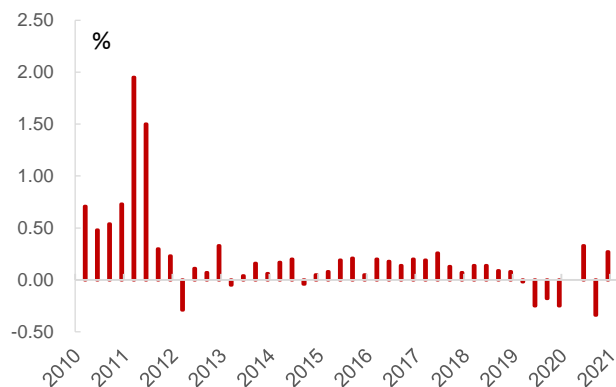
图 2：中国和美国年度 GDP 同比增速实际值基本均高于年度预测值



资料来源：wind, Bloomberg

注：中国 GDP 预测值来源于 Wind，一致性预期，美国 GDP 预测值来源于 Bloomberg 一致性预期，数据统计区间为 2008 年到 2020 年

图 3：中国季度的实际 GDP 同比增速与市场预测值的差距



资料来源：Wind,

注：由于疫情导致的 2020 年一季度预测值与实际值数据偏差过大，故剔除 2020 年 1 季度数据，数据统计区间为 2010 年到 2021 年一季度

### 1.2.3、在季末调仓时点三地市场表现平平

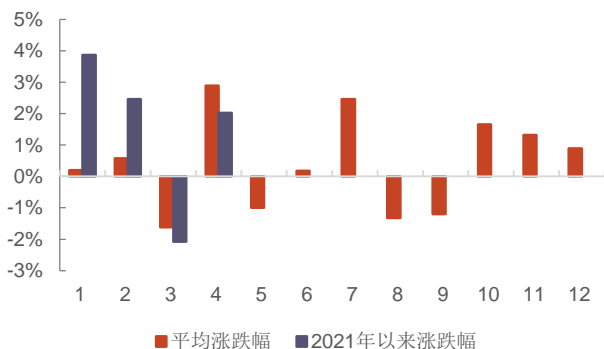
在每季末基金经理的调仓时点，三地市场均表现平平。机构投资者在季度末一般需要提交财务报告公布持仓情况，一般基金经理为了迎合投资者，给投资者留下好印象，会调整投资组合，选择短期买入热门股，卖出短期表现不佳的股票，从而对市场造成一定程度的干扰并引起行情波动，这也被称作“季末橱窗装饰效应”。因此在每季季末（3 月、6 月、9 月和 12 月）三地市场表现均较为平淡。

年底税务卖压效应也导致美股在 12 月表现不佳。在年底，美国的基金经理为了降低资本利得税纳税总额，会选择卖掉账面亏损资产品种，从而实现最大税后收益。而美股市场以机构投资者为主，大量基金同时在年底进行抛售的操作，进而会引起年末美股市场相应波动，这也就是常说的年底税务卖压效应。

### 1.3、港股 5 月日历效应会重现吗？

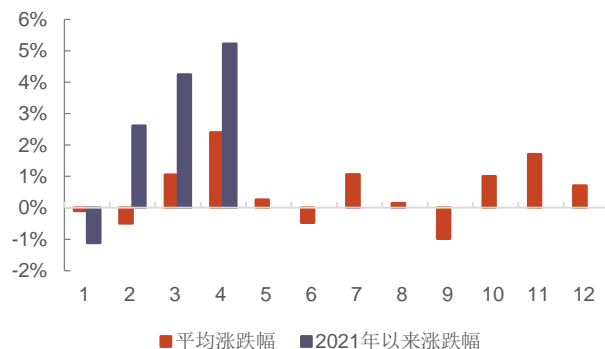
历史数据统计显示 5 月港股不容乐观。5 月港股“日历效应”尤为明显，整体上涨概率仅为 28%，平均涨幅为-1%。另外从今年以来的月度数据来看，除了 A 股因为流动性边际收紧的原因在 2 月、3 月和 4 月（截至目前）持续下跌，港股和美股表现基本与历史统计规律相一致，说明日历效应今年对港股和美股仍有一定的借鉴意义。由此来看，港股在 5 月大概率涨少跌多。

图 4：港股 2000 年以来的平均涨跌幅和 2021 年的月度涨跌幅



资料来源：Wind，注：横坐标为月份数，数据截至 2021/4/24

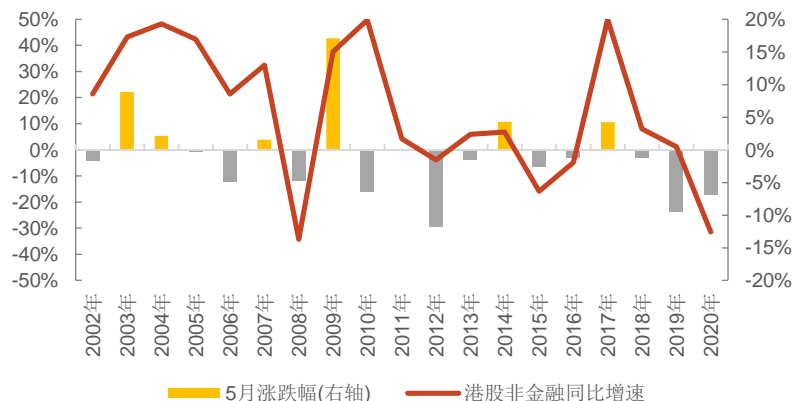
图 5：美股 2000 年以来的平均涨跌幅和 2021 年的月度涨跌幅



资料来源：Wind，注：横坐标为月份数，数据截至 2021/4/24

盈利增速上行有望使得港股 5 月表现受到一定支撑。作为一个对盈利较为敏感的市场，港股市场的运行很大程度还是取决于盈利面。从近 20 年恒生指数涨跌幅来看，尽管 5 月港股大概率下跌，但在 2003、2004、2007、2009、2014、2017 年 5 月恒生指数仍录得上涨。我们认为其中一个潜在原因是当时港股盈利增速保持强劲。在上述年份，港股非金融年度净利润增速基本均处于上行阶段。其中 2009 年全年的港股非金融归母净利润同比增速高达 37.62%，当年 5 月港股也录得 17% 的涨幅，是历年 5 月的最高涨幅。而 2021 年与 2009 年环境相似，盈利均会在低基数效应下出现强劲上涨，有望支撑恒生指数的 5 月走势。

图 6：恒生指数 5 月表现与港股非金融年度同比增速

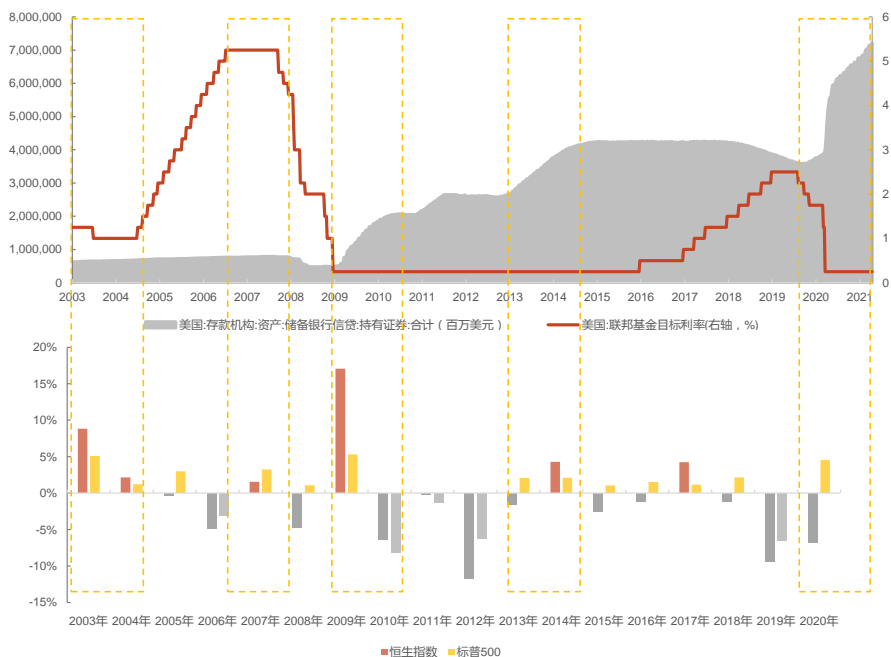


资料来源：Wind，注：数据区间为 2002 年到 2020 年

同时，海外宽裕的流动性也利好港股的 5 月走势。从美联储的货币政策来看，当美联储处于扩表阶段且联邦基金目标利率维持不变或持续降息时，充裕的流动性对港股的估值有所支撑。除了 2017 年，在港股 5 月上涨的 2003、2004、2007、2009、2014 年，美联储均处于持续扩表阶段，并且保持联邦基金目标利率不变或降低。流动性充裕使得美股走强，进而有望带动海外资金占比较高的港股市场

逆转日历效应。近日圣路易斯联储行长明确表示，成功让 75% 的美国人接种新冠疫苗是美联储考虑缩减购债计划的必要条件，而目前美国只有近 40% 的民众完成疫苗接种，预计至少在今年夏季之前美联储仍会维持一定的购债速度，这也会对今年 5 月港股走势产生积极影响。

图 7：美国的货币政策与港股和美股的 5 月月度涨跌幅



资料来源：Wind，注：美联储扩表和联邦基金目标利率的数据截止至 2021 年 4 月 24 日，下图仅指恒生指数和标普 500 的 5 月涨跌幅

在盈利面和流动性的支撑下，今年 5 月港股表现或好于往年。从历史来看，港股在 5 月具有明显的“日历效应”，往往表现不佳。但是今年，盈利在低基数效应下将录得高增长，以及美联储短时间内不会过快收紧流动性，这些因素均会对今年 5 月的港股产生一定的支撑，因此今年 5 月港股的表现或好于往年。

## 1.4、港股市场观点与关注机会

**看好全年港股市场表现。**四月以来港股市场随着国内 PMI 回升，PPI 加速上行，企业融资数据维持强劲，经济数据逐步印证国内上半年经济向好的趋势，港股 4 月也重回涨势。我们继续看好全年港股市场表现，并认为其年度维度上表现或优于 A 股市场。因为经济与企业盈利修复是支撑港股向好的基础，同时资金面上南下资金和海外资金也有望继续净流入港股市场。

在配置方向上，我们重点关注以下三条主线：

(1) **自下而上关注稀缺成长个股。**成长类标的（科技互联网、消费类公司和医药类公司）、新经济龙头公司的竞争优势，不会因为市场短期的波动有任何变化，因前期过高估值近期已有所调整，随着年报的陆续公布将逐渐印证其扎实的基本面及稳固的核心竞争力，调整后将会再出现长期的布局机会。

(2) **疫情受损严重的低估值板块。**受到疫情反弹的影响，欧洲多国重启封锁措施。但往后看，随着疫苗接种继续推进，发达国家疫情逐步缓解，出行限制逐步放开是大概率事件。前期盈利受损较为严重的行业如博彩、航空、石油石化的需求有望继续恢复。另外也可关注受益于宏观经济向好及货币政策边际趋紧的金融板块。

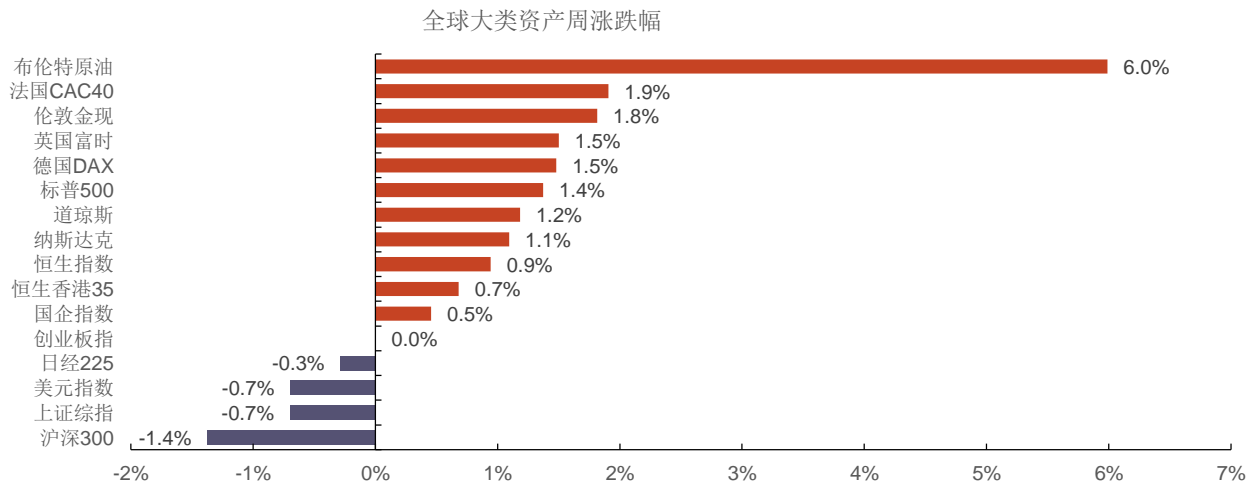


**(3) 出口产业链相关机会。**美国 1.9 万亿美元经济救助计划正式落地同时大规模的基建计划在持续推进，而目前发展中国家疫苗接种进度明显慢于发达国家，未来中国出口产业链有望继续受益。建议投资者关注与美国基建计划密切相关的机械和制造行业的投资机会。

## 2、市场表现与核心数据

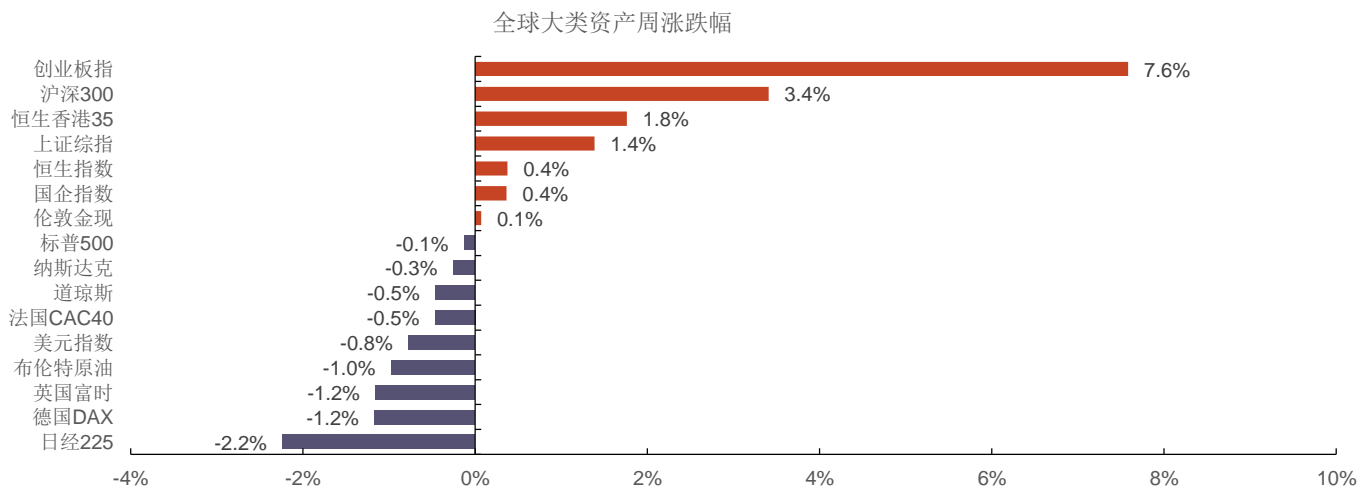
### 2.1、市场表现回顾

图 8：上上周（4.12-4.16）全球主要权益市场多半收涨，港股回暖，但 A 股大幅下跌，美元下跌。



资料来源：Wind，光大证券研究所

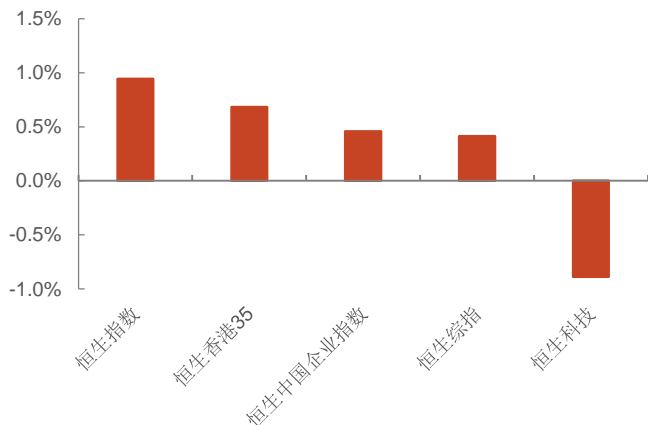
图 9：上周（4.19-4.23）全球主要权益市场近半收涨，创业板指及沪深 300 领涨，日经 225 及德国 DAX 下跌。



资料来源：Wind，光大证券研究所

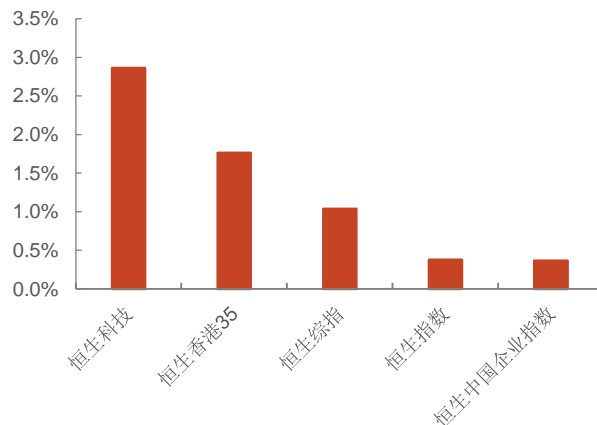


图 10: 上上周 (4.12-4.16) 恒生指数收涨, 科技板块下跌



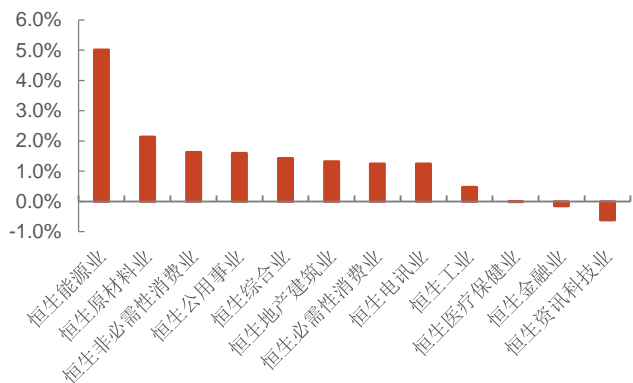
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计区间为 4.12-4.16

图 11: 上周 (4.19-4.23) 各指数普遍上涨, 恒生科技领涨



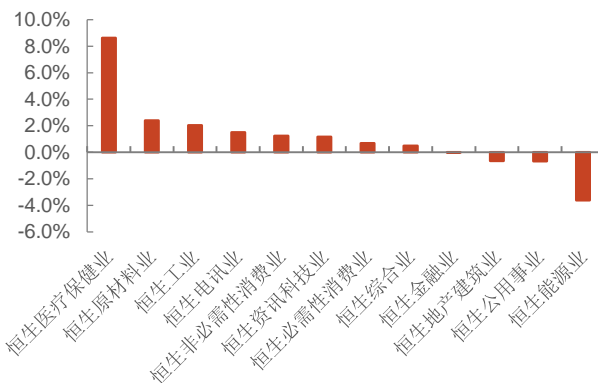
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计区间为 4.19-4.23

图 12: 上上周 (4.12-4.16) 各个行业普涨, 能源业、原材料业、非必需消费业和公用事业领涨



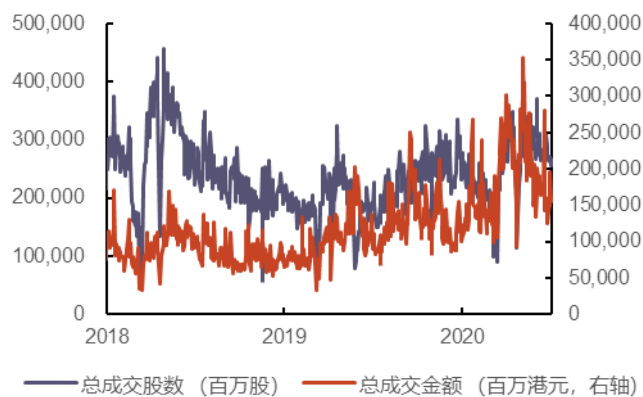
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计区间为 4.12-4.16

图 13: 上周 (4.19-4.23) 医疗保健业、原材料业、工业领涨, 能源业领跌



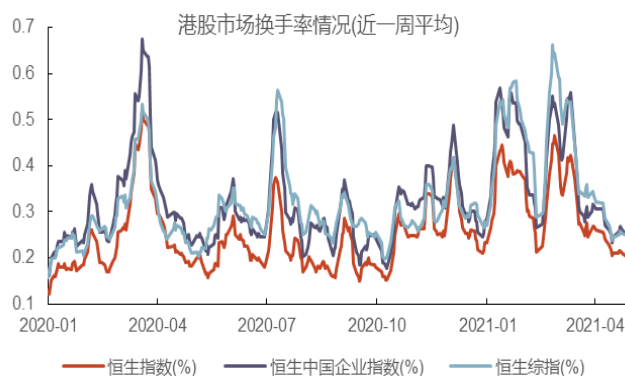
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 统计区间为 4.19-4.23

图 14: 近两周港股成交量和成交额维持平稳



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

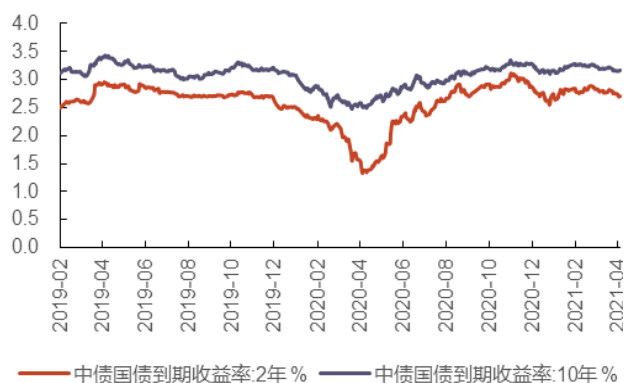
图 15: 近两周港股换手率下降, 交易热情萎缩



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

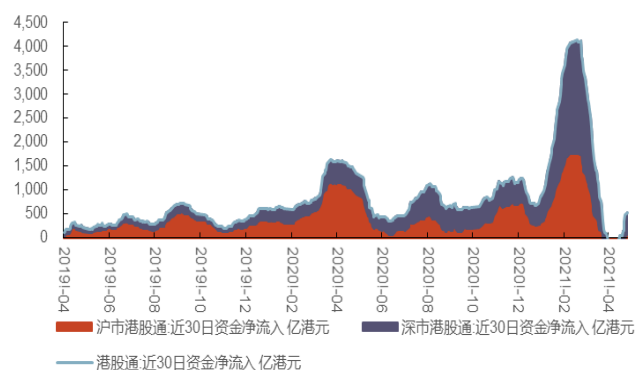
## 2.2、资金与流动性概览

图 16: 国内收益率 (%) 近期维持高位



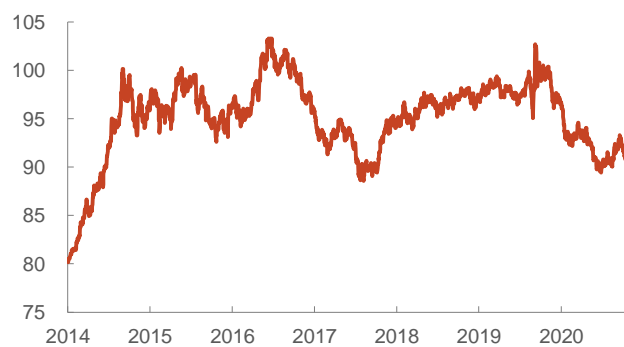
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 17: 本周港股通资金净流入增加



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 18: 美元指数下行到 90.83



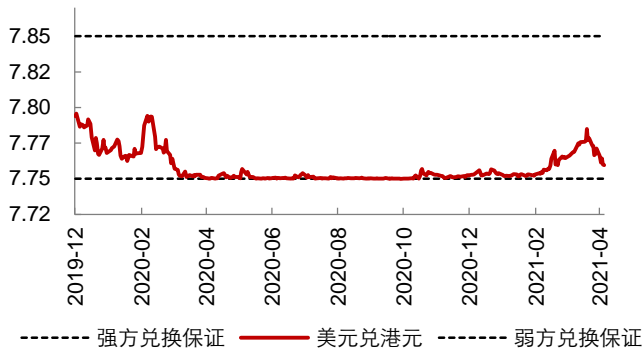
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 19: 人民币汇率维持在 6.5 左右的高位



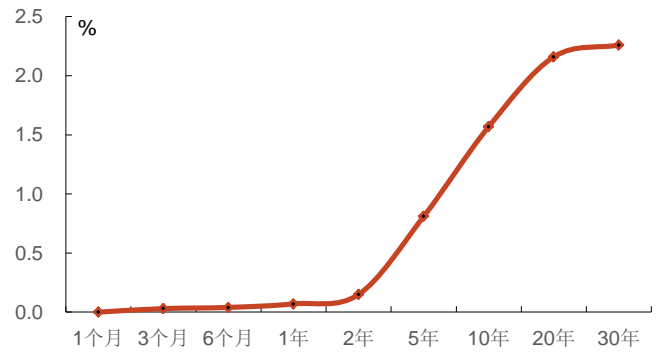
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 20: 近两周美元兑港币汇率有所上行



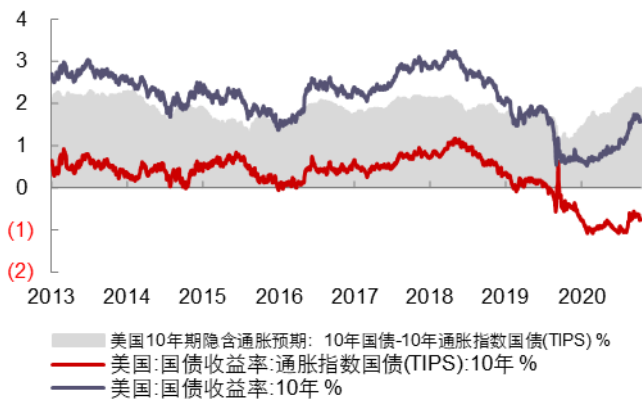
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 21: 美国国债收益率曲线暗示市场加息预期未改变



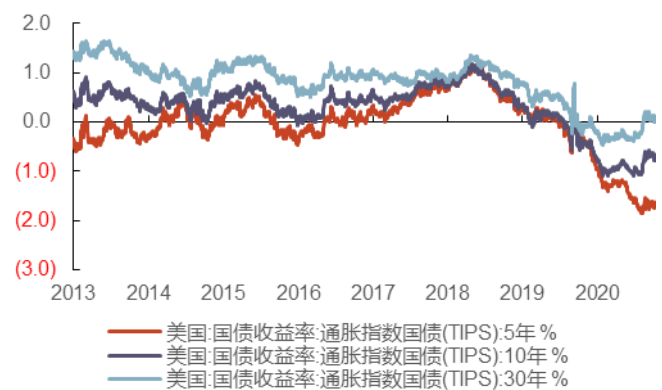
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 22: 近两周美国 10 年期名义收益率和通胀预期下行震荡, 实际收益率上涨趋势趋缓



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

图 23: 近两周各个期限的美国实际收益率震荡



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 4 月 23 日

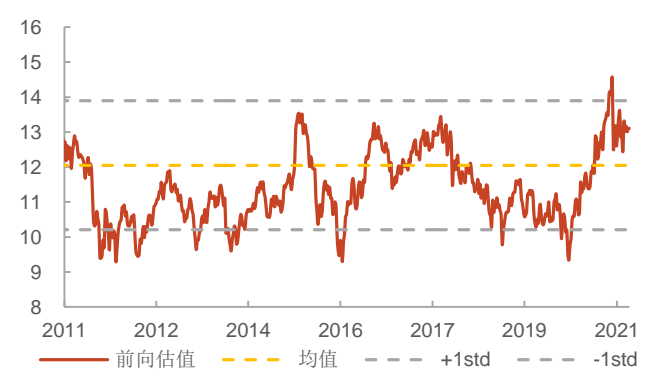
## 2.3、板块盈利与估值

图 24: 恒生指数最新 PETTM 估值为 14.51, 位于历史均值+标准差一倍以上



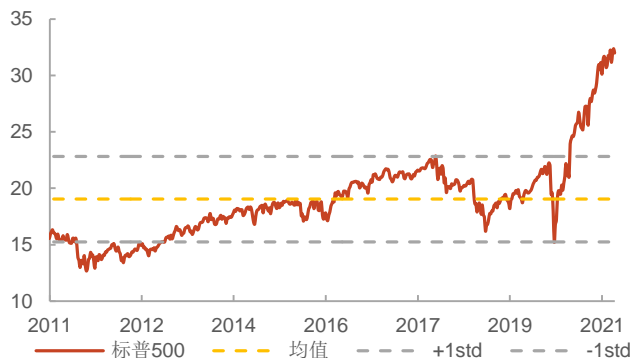
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2010/1/1-2021/4/23

图 25: 恒生指数最新的远期 PE 估值为 13.11, 已回调至位于历史均值附近



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据区间为 2010/1/1-2021/4/23, 备注: 远期 PE 估值是指当前股价/未来十二个月的每股盈利

图 26：标普 500 最新 PETTM 估值为 31.98，仍位于历史高位



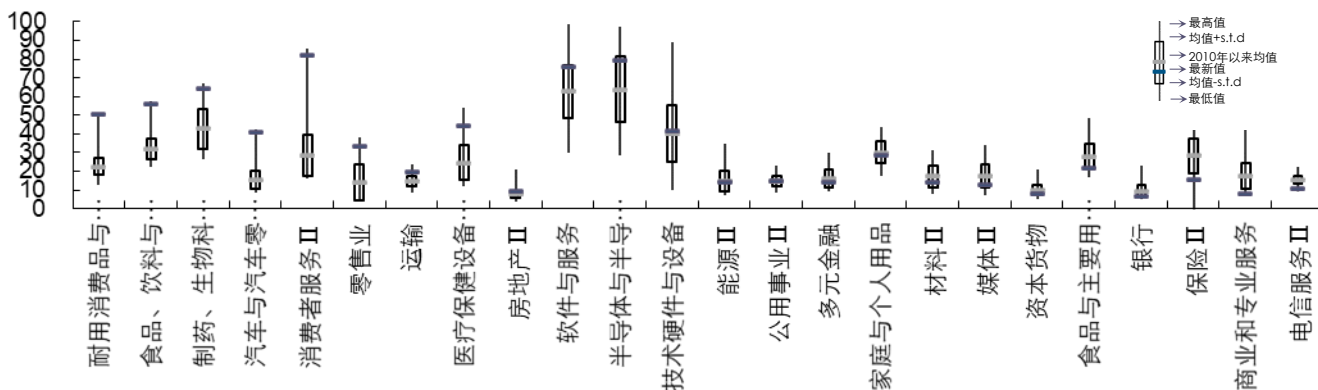
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2011/1/1-2021/4/23

图 27：标普 500 最新的远期 PE 估值为 22.66，位于历史均值+标准差一倍以上



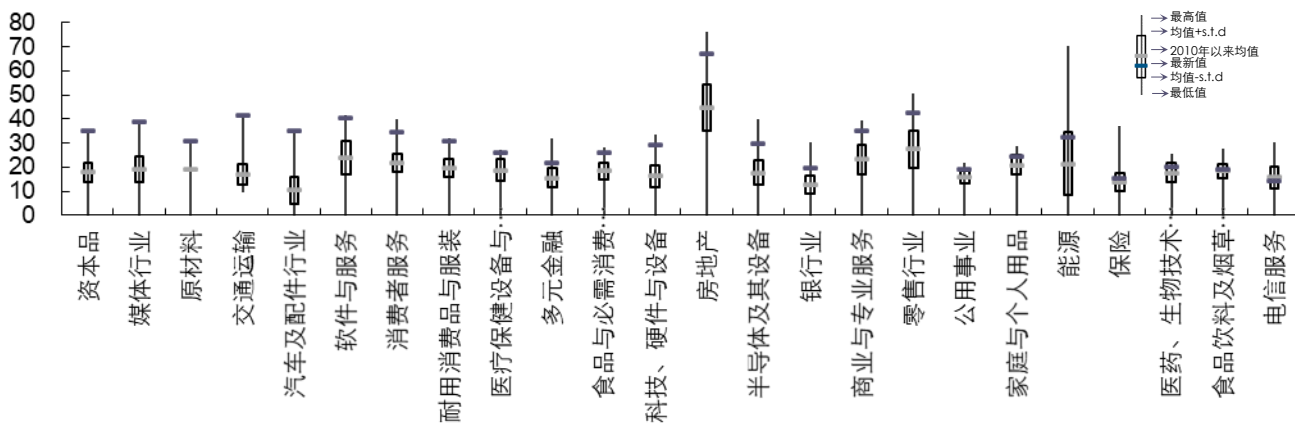
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/4/23，备注：远期 PE 估值是指当前股价/未来十二个月的每股盈利

图 28：港股的运输、汽车、消费行与医疗业等 PE 估值位于历史高位，电信和保险业等估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/4/23，纵轴为 PE 估值 (x)

图 29：美股的交运、医疗、公用事业、传媒、房地产、汽车、消费、硬件、软件、银行、食品行业等 PE 估值位于历史高位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/4/23，纵轴为 PE 估值 (x)

## 2.4、美国中概股回归最新进展

表 2：符合回港二次上市的美中概股标的及最新进度一览

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 (亿港元)	Wind 四级行业名称	回归港股日期或进度
BABA.N	阿里巴巴	2014-09-19	48670.00	互联网零售	2019/11/26
PDD.O	拼多多	2018-07-26	13191.77	互联网零售	
JD.O	京东	2014-05-22	9295.49	互联网零售	2020/6/18
BIDU.O	百度	2005-08-05	5951.88	互联网软件与服务	2021/3/23
NTES.O	网易	2000-06-30	6018.81	互联网软件与服务	2020/6/11
NIO.N	蔚来	2018-09-12	4866.77	汽车制造	据报道正与瑞信和摩根士丹利合作, 准备在香港二次上市, 同时也考虑在 A 股上市。
TME.N	腾讯音乐	2018-12-12	2491.82	电影与娱乐	已传出计划回港二次上市
TAL.N	好未来	2010-10-20	2841.18	教育服务	
BILI.O	哔哩哔哩	2018-03-28	3273.27	互联网软件与服务	2021/3/19
VIPS.N	唯品会	2012-03-23	1672.26	互联网零售	已传出计划回港二次上市
EDU.N	新东方	2006-09-07	2199.34	教育服务	2020/11/9
XPEV.N	小鹏汽车(XPENG)	2020-08-27	1985.74	汽车制造	据报道正与美国银行和摩根大通就上市计划进行合作
ZTO.N	中通快递	2016-10-27	2090.36	航空货运与物流	2020/9/29
YUMC.N	百胜中国	2016-10-17	1922.90	餐馆	2020/9/10
TCOM.O	携程网	2003-12-09	1910.79	互联网零售	2021/4/19
IQ.O	爱奇艺	2018-03-29	948.86	互联网软件与服务	
HTHT.O	华住	2010-03-26	1450.39	酒店、度假村与豪华游轮	2020/9/22
GDS.O	万国数据	2016-11-02	1208.85	互联网软件与服务	2020/11/2
ZLAB.O	再鼎医药	2017-09-20	1133.75	医药	2020/9/28
ATHM.N	汽车之家	2013-12-11	914.35	互联网软件与服务	2021/3/15
WB.O	微博	2014-04-17	913.02	互联网软件与服务	据传最早今年回港二次上市
YY.O	欢聚	2012-11-21	614.83	互联网软件与服务	已传出计划回港二次上市
HUYA.N	虎牙直播	2018-05-11	338.62	互联网软件与服务	
DQ.N	大全新能源	2010-10-07	507.43	半导体设备	
VNET.O	世纪互联	2011-04-21	307.79	互联网软件与服务	
JOBS.O	前程无忧	2004-09-29	327.27	人力资源与就业服务	
IMAB.O	天境生物	2020-01-17	354.46	医药	
HCM.O	和黄中国医药科技	2016-03-17	307.08	医药	已申请在香港上市
BZUN.O	宝尊电商	2015-05-21	230.78	互联网软件与服务	2020/9/29
MOMO.O	陌陌	2014-12-11	242.51	互联网软件与服务	
SOGO.N	搜狗	2017-11-09	254.73	互联网软件与服务	
NIU.O	小牛电动	2018-10-19	223.22	机动车零配件与设备	
NOAH.N	诺亚财富	2010-11-10	202.67	资产管理与托管银行	
SINA.O	新浪	2000-04-13		互联网软件与服务	3月23日正式完成私有化, 已从美国资本市场退出。

资料来源：Wind，光大证券研究所根据 Bloomberg 新闻整理，数据截止 2021/4/23

备注：以市值大于 200 亿港元、美股上市已满两个会计年度为筛选条件，去除已在港股上市的和非创新企业，当前在美的中概股中约有 30 个符合条件（已上市港股的用灰色标示，在近两周回港进度发生变化的用黑色加粗表示）

## 3、未来一周须知

表 3：未来一周国内外重要经济数据或事件

区域	日期	指标	前值	预期
----	----	----	----	----

美国	2021-04-28	4月23日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	594.0	--
	2021-04-29	4月24日当周初次申请失业金人数:季调(人)	547,000.0	--
	2021-04-29	第一季度 GDP(初值):环比折年率(%)	4.3	--
	2021-04-29	一季度不变价: 环比折年率: 个人消费支出: 季调	2.3	--
	2021-04-30	3月个人消费支出:季调(十亿美元)	14,790.1	--
	2021-04-30	3月核心 PCE 物价指数:同比(%)	1.4	--
	2021-04-30	3月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	53,408.0	--
中国	2021-04-30	4月官方制造业 PMI	51.9	--
欧洲	2021-04-30	3月欧盟:失业率(%)	7.5	--
	2021-04-30	3月欧元区:失业率:季调(%)	8.3	--
	2021-04-30	第一季度欧元区:实际 GDP(初值):环比:季调(%)	-0.7	--
	2021-04-30	第一季度欧元区:实际 GDP(初值):同比:季调(%)	-4.9	--

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4、风险提示

- 1、通胀超预期回升;
- 2、海外市场波动加大。



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE