

2023年01月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 再错位，弱复苏，修复市

## —2023年宏观经济与资本市场十大预测 投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

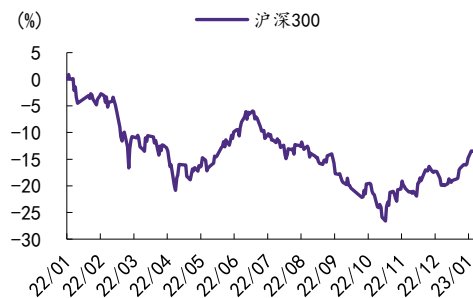
分析师：周灏 S1050522090001

✉ zhouhao@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《2023年出口展望：本轮出口拐点在何处？》2022-12-14
- 2、《四箭齐发确认W型右侧底》2022-11-11
- 3、《出口何时见底？》2022-11-09

### 经济：东升西落，此上彼下

中美经济货币双背离是2022年资产定价的主要逻辑；2023年转为东升西落，中国弱复苏，美欧浅衰退，中国资产（A股、人民币汇率）配置价值凸显。

### 通胀：温和可控，走势背离

由于经济弱复苏、需求慢修复，国内通胀温和可控，CPI和PPI走势背离。CPI前高后低，全年增速在2%左右。PPI前低后高，中枢在0值附近。

### 政策：扩大内需，配合发力

在经济磨底和外需低迷的背景下，扩内需必要性和紧迫性提升，新一轮扩内需已经开启。除了财政货币齐发力、消费投资共协调外，关注与供给侧改革相结合的增量部分。

### 经济周期与资产轮动：股好于债，大宗分化

国内经济周期从再衰退转向弱复苏，A股表现好于中债。震荡向上的A股修复行情值得期待，中债性价比大幅下降，大宗商品内外分化。

### A股：三轮驱动，否极泰来

风险偏好修复、估值中枢上移和盈利触底回升三轮驱动，A股否极泰来。强预期与弱现实博弈，风险偏好修复、估值上移与业绩回升交替，A股震荡上行，主线先价值后成长。

### 资金：增量回补，长线主导

资金关键词为回补，万亿增量资金可期，北上和险资是主力。长线配置资金主导、短期交易资金助力的增量结构下，A股行情值得期待，行业主线也会更加明晰。

### 行业主线：疫后修复，产业安全

防疫优化后，疫后修复正当时，关注需求回升的医药、困境反转的地产后周期和供需双优的餐饮、免税、美容护理。另外二十大开局，产业安全地位再提升，关注高端装备（工业母机、工业机器人、信创、半导体设备与材料、国防信息化）、新能源新技术、粮食安全等。

### 主题：数字经济，国企改革

“数据二十条”顶层设计出台，数字经济迎来政策催化，高速发展可期，关注TMT和受益于数字要素价值化的国资云、数据交易与数据安全；

新一轮国企改革蓄势待发，中国特色估值体系重塑箭在弦上，优选具备拔估值潜力、逻辑重估的国企，特别是契合当前产业发展大方向且能从中打造增长极、构筑新优势的头部国企。

### ■ 债市：牛熊切换，震荡走弱

经济逐渐企稳回升、流动性从宽货币到宽信用，利空债市，牛熊切换一触即发。但考虑到通胀仍处于低位，经济复苏力度偏弱，债市也不至于快速单边下行，大概率呈震荡走弱态势。

### ■ 大宗商品：内强外弱，驱动各异

海外需求偏弱，国内需求修复，大宗商品内强外弱，内外分化延续，难有全面牛市。具体品类价格走势和定价驱动息息相关，相对看好黄金（海外衰退）和铜（国内复苏）。

### ■ 风险提示

政策不及预期；疫情超预期反弹；地缘政治风险

## 正文目录

1、 经济：东升西落，此上彼下.....	4
2、 通胀：温和可控，走势背离.....	5
3、 政策：扩大内需，配合发力.....	5
4、 经济周期与资产轮动：股好于债，大宗分化.....	6
5、 A股：三轮驱动，否极泰来.....	6
6、 资金：增量回补，长线主导.....	7
7、 行业主线：疫后修复，产业安全.....	7
8、 主题：数字经济，国企改革.....	8
9、 债市：牛熊切换，震荡走弱.....	8
10、 大宗商品：内强外弱，驱动各异.....	9
11、 风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1：2022 年十大预测回顾.....	4
------------------------	---

2022 年确实是大超预期的一年。由于接踵而至的黑天鹅和灰犀牛，全球资产大幅波动，定价严重偏离正常轨道，也给金融投资预测带来了前所未有的挑战，特别是强势美元周期再次让全球见识到“美元是我们的货币，但却是你们的麻烦”。

回顾我们在 2022 年初的《不一味悲观，不盲目乐观，一起探寻客观——2022 年宏观经济与资本市场十大预测》，也是正误参半，特别是低估了国内疫情反复对经济的冲击、未能预见俄乌冲突对大宗商品定价的扰动。但其他关于通胀、政策、经济周期、债市、A 股、地产和汇率的判断方向基本正确，有一定的参考意义。当然其中确实不排除一些运气的成分，但核心还是周期的力量。

图表 1：2022 年十大预测回顾

	判断	正误		判断	正误
宏观经济	经济前低后稳，全年增速在 5%-5.5% 区间。虽有出口趋缓、地产下行、消费低迷等压力，但也不能低估稳增长力度和成效。	错误	债市	债市还有鱼尾行情，应把握衰退式宽松带来的机会，但空间不及 2021 年，且上半年机会好于下半年。	正确
通胀	通胀风险趋于缓释，PPI 和 CPI 走势互换。PPI 开始回落，宽松制约渐退。猪油周期错位，CPI 上行风险相对可控。	正确	A 股	股市估值修复与业绩下行博弈，结构性机会犹存，关注稳增长、高质量发展和消费品提价反攻三大主线。	部分正确
货币政策	国内货币政策前松后稳，一季度降准降息可期，但窗口期在收窄。国外美联储货币正常化加速，中美货币政策背离风险仍需警惕。	正确	地产	地产政策微调而非转向，因城施策会进一步深化，量缩价稳，去金融化还在继续。	正确
财政政策	财政政策前置发力，资金较为充裕，新老基建并重，2022 基建大年可期，增速可达 6%-8%。	方向正确	汇率	美联储加息缩表背景下，美元有升值动力，而国内货币宽松、经济下行、贸易顺差收窄，人民币面临温和贬值压力，将回调至 6.6-6.9 区间。	方向正确
经济周期	经济周期逐渐从类滞胀转向衰退，结构性宽松可期。2022 年兼具 2018 年的风险和 2019 年的机会，资产表现更像 2019 年，股债仍有结构性机会，但会比 2019 年更惊险，警惕风险。	部分正确	大宗商品	国外定价的大宗商品高位运行，国内定价的品种回调才刚刚开始，但农产品是难得的例外，全球供应链受损与国内产能骤减助推农产品价格上涨。	错误

资料来源：华鑫证券研究

2023 年将是回归正轨的一年，A 股震荡修复，A 股好于中债。随着海外激进加息进入尾声、国内疫情防控政策优化，黑天鹅和灰犀牛相继消退，全球经济波动和资产定价逻辑逐步回归正轨，不确定性大幅降低，周期和趋势研判更为必要，下面我们将为大家梳理下 2023 年的十大投资预测。

## 1、经济：东升西落，此上彼下

2023 年海内外宏观经济与 2022 年截然不同，资产定价逻辑也有明显的差异。2022 年中美经济周期背离，美国经济韧性超预期，国内经济复苏一再推迟，错位的经济为强势美元提供了基本面支撑，再加上俄乌冲突后的避险情绪升温，风险资产受到压制，A 股自然难以独善其身。

**2023 年东升西落，中国弱复苏，美欧浅衰退，中国资产配置价值凸显。**一方面，国内经济的两大压制因素逐步缓释，“东升”序幕已经拉开：防疫政策优化给经济复苏创造了条件，随着生产生活的常态化回归，春节消费大超预期，经济复苏指日可待；与此同时，地产供需两端同步发力，房贷利率不断调降，为房地产市场托底，已有地产指标降幅逐步收窄，年内触底企稳可期。2023 年稳增长重回首位，弱复苏重启在即，预计目标在 5%或以上。另一方面，海外衰退风险正在逼近，“西落”担忧越发显著：海外通胀边际缓和，激进加息后遗症开始显现，结果是经济动能正在衰减，先行指标 PMI 连续多月处于荣枯线之下，欧美衰退越来越近，一二季度是重要观察窗口。

2023 年资产定价逻辑转为东升西落，中国经济触底回升，重启弱复苏，美欧经济动能衰退，浅衰退已在路上，此上彼下，对应中国资产（A 股、人民币汇率）的支撑在积聚，吸引力和配置价值逐步凸显。

## 2、通胀：温和可控，走势背离

由于经济弱复苏、需求慢修复，国内通胀温和可控，CPI 和 PPI 走势背离，对货币宽松的掣肘有限。

**CPI 前高后低，全年增速在 2%左右。**2023 年 CPI 重点关注食品项（猪价）和能源项（油价）：由于本轮猪周期从 2022 年 3 月开始，温和上行，淡季不淡，旺季不旺，但考虑到本轮猪周期产能去化并不彻底，对应猪价上行压力相对可控。鉴于海外经济衰退对原油需求的压制，叠加俄乌冲突常态化，对原油供给扰动趋弱，原油供需大概率延续紧平衡状态，原油价格上行空间有限。预计 2023 年 CPI 前高后低，温和运行，和 2022 年水平相当。上半年重点关注食品项，特别是春节效应叠加货运等因素影响，CPI 可能会有阶段性破 3%，但持续性时间不长，猪价上行动能不足。下半年重点关注油价，鉴于内外经济周期背离，原油供需紧平衡，油价震荡运行。届时 CPI 会再度回落，大部分时间 CPI 增速在 2%以下。

**PPI 前低后高，中枢在 0 值附近。**2023 年上半年由于海外经济增速放缓，国内经济还在磨底过程中，对应大宗商品价格没有太多的上行压力，PPI 在高基数下延续探底，继续负增长。下半年海外加息接近尾声，国内经济弱复苏开启，对应国内外共同定价的铜和国内主导定价的螺纹钢有一定的上行动能，国外主导定价的原油价格延续震荡，预计 PPI 企稳小幅回升，向 0 值回归。总体来看，2023 年 PPI 中枢低于 2022 年，特别是上半年 PPI 大概率延续负增长，对应的业绩下行压力仍值得警惕，此时大盘价值风格的业绩稳定优势更为突出。

## 3、政策：扩大内需，配合发力

疫后修复首年，2023 年政策定调较为积极，松货币、宽财政、扩内需、重改革政策组合拳值得期待。12 月政治局会议和中央经济工作会议已为 2023 年的政策指明了方向，延续“稳中求进”的工作总基调，兼顾短期稳增长、中期供给侧结构性改革、长期高质量发展。

货币政策“灵活适度”变为“精准有力”，大方向还是相对宽松，总量降准降息还有空间，但会更加注重结构，更多的发力点或将落在结构性货币工具上。预计支农支小等长

期性工具和科技创新、交通物流和设备更新改造等阶段性工具投入力度会加大，对于地产、基建和制造业信贷支持也会加码。

财政政策从“提升效能”变为“加力提效”，和 2019 年的提法一样，接近 2020 年的“更加积极有为”，积极财政值得期待，力度会更大，特别是赤字规模和专项债会加码，预计赤字率会上调到 3%左右，专项债发行前置量增，结存限额仍有 1 万亿左右的盘活空间，准财政将继续发力稳增长，通过中央财政加杠杆带动总需求回升和市场信心修复。

**值得关注的是扩内需战略**，在经济磨底和外需低迷的背景下，扩内需必要性和紧迫性提升，新一轮扩内需已经开启。扩内需当然也离不开积极宏观政策的护航，除了积极的总量政策（财政货币齐发力）、促消费扩投资（消费投资共协调）外，更重要的是“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，落实二十大的战略部署，关注与供给侧改革相结合的增量部分，比如加快国产替代满足需求、推动市场化改革激活需求，鼓励技术变革创造需求。抓住三中全会这一关键节点加快改革进程，聚焦产业安全和科技创新，提升经济发展的内生动力。**把握新一轮扩内需的 A 股机会**，除了疫后修复主线，还需重点关注国产替代（半导体材料与设备、工业母机、信创）、市场化改革（受益于数据要素市场化的国资云、数据交易、数据安全）、高新技术（新能源、新材料、创新药）。

## 4、经济周期与资产轮动：股好于债，大宗分化

**2023 年中美经济资产周期继续错位：美欧衰退，美债好于美股；中国复苏，A 股好于中债。**具体来看，美国通胀拐点已现，激进加息接近尾声，美债压制逐渐缓和，性价比开始显现。而美股调整尚未结束，除了货币紧缩的杀估值外，衰退周期的杀业绩风险仍需警惕，最早会在下半年见底。

而国内的资产配置顺序与此相反，A 股好于中债，特别是美联储加息节奏放缓、俄乌冲突边际缓和、国内防疫政策优化、地产政策力度加大四箭齐发，A 股 W 型反转已于去年 11 月确认。不管是从股债比价还是 A 股当前的估值水位来看，都处于高性价比区域，砸坑后的 A 股修复行情值得期待。中债则是挑战大于机会，性价比大幅下降，特别是宽信用和弱复苏的组合下，债市调整压力不容小视。

大宗商品内外分化，外看衰退，避险情绪升温，利好黄金；内看复苏，利好铜钢。海外浅衰退，国内弱复苏，与国内需求相关大宗商品会有阶段性回升，难有趋势性机会，过热和滞胀期的大宗商品投资机会更值得把握。

## 5、A 股：三轮驱动，否极泰来

从大势看，拆解 DDM 三因子，**风险偏好修复、估值中枢上移和盈利触底回升三轮驱动，A 股否极泰来。**当前 A 股底部区域特征较为明确：ERP 凸显高性价比，估值高安全垫，风险偏好持续修复；各类资金常态化回补，助力 A 股估值中枢上移；盈利触底回升，归母净利润增速约为 6%，特别是二季度后业绩驱动逐步显现；2023 年 A 股具备 2019 年外部扰动减弱、内部流动性合理充裕、稳增长发力、盈利回升等多重助力，估值在货币中性偏松的驱动下

会有修复，业绩在触底回升的过程中也有反弹的动力，偏好修复、估值上移与业绩上行交易作用，A股投资机会值得把握。

从节奏看，强预期与弱现实博弈，三大驱动交替主导，A股震荡向上。大致推演如下：一季度强预期与弱现实博弈，风险偏好主导，走势一波三折，重点关注政策支持领域。二季度后，货币政策从宽货币转向宽信用，宽货币力度趋于缓和，海外扰动项减弱，国内基本面修复，A股行情逐步从估值修复转为盈利驱动，特别是二季度A股业绩明显回升后，上行动能更值得期待。但四季度仍需关注内外基本面变化，可能会再起波澜。

从风格看，先价值后成长，快轮动之下的均衡配置体验更佳。经济大方向上是沿着复苏的路径演绎，利好与宏观经济周期相关的价值风格，特别是在一季度的政策发力期，价值会率先迎来估值修复。但随着经济底部得到夯实，复苏态势进一步明确，叠加海外加息终止，成长压制缓释，高景气的成长风格优势逐步显现，受到资金的青睐，进而出现风格切换。

## 6、资金：增量回补，长线主导

2023年股市资金面的关键词为回补，万亿增量资金可期，长线资金布局窗口打开。在各类增量资金中，北上和险资是主力。北上资金在内外压力同步缓和的背景下，强势流入值得期待；杠杆资金交易成本下行，超卖过后或将更加积极参与β行情；公募基金在养老金入市和赚钱效应改善的助力下有望突破“新发寒冬”；私募层面，优秀的管理人将借A股之势实现管理规模的扩张，更加积极地参与资金博弈；此外，保险资金的存量部分有较大的仓位空缺，仓位回归所带来的大量增量资金或给A股增添动能。

在长线配置资金主导、交易资金助力的增量结构下，A股行情值得期待，行业主线也会更加明晰。从资金性质来看，长线资金的配置动能较强，2023年的市场行情将与2022年明显不同，首先得益于长线资金的增量充足，A股指数级别行情值得期待，特别是在二季度过后，外部加息扰动停止，内外资形成合力之时，估值修复和盈利驱动有望共振；从行业主线来看，由于长线配置资金的持续流入，市场主线较2022年会更具有持续性。但在交易型资金如杠杆资金和私募资金的助力下，主线行业内的细分方向轮动也会更加明显。

## 7、行业主线：疫后修复，产业安全

2023年A股行业投资机会主要是围绕两条主线展开：

一是防疫优化，疫后复苏的价值回归，关注需求回升的医药、困境反转的地产后周期和供需双优的餐饮、免税、美容护理。参考海内外疫情政策放松经验，短期会有确诊病例数量激增，新冠需求骤增，医疗资源扩容；之后疫情高峰逐级下降，非新冠医药需求逐步释放，特别是创新药、医药器械等医药领域政策边际缓和，有盈利回升预期。地产仍是2023年经济的决定性因素，随着供需两端政策继续发力，疫情影响进一步削弱，地产周期进入“销售底-投资底”的良性循环，保交楼助力下的竣工大年可期，利好地产后周期的消费建材、工程机械、家电家具等。三年疫情重塑消费产业格局，供给端“剩者为王”的细分行业或在需求回暖后有更大的修复弹性，结合经营、扩张和出清三维立体观察，餐饮、免税和美容护理的行业格局更优，呈现出龙头逆势扩张淘汰弱者，在需求修复期或有更佳

的盈利弹性。

二是**战略提升，产业驱动的成长崛起，聚焦高端装备、新能源、粮食安全**。二十大报告中首增安全章节，强调应加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源与重要产业链供应链安全，强链补链战略意义明显提升，特别是产业链供应链中的锻长板、补短板（卡脖子）环节，主要对应一些服务于强链补链，国产替代必要性强的领域。关注**高端装备**（制造强国与保障产业链供应链安全的政策交叉点，或迎来投资/库存/景气三重催化。建议配置当前国产化率偏低、国内市场空间有望实现高增且景气边际向好的工业母机、工业机器人、信创、半导体设备与材料、国防信息化）、**新能源新技术**（硅料价格回落，产业链下游组件及电站端经济性提升带动需求释放，配套储能消纳意愿加强，叠加海外可再生能源规划进入落地期，光伏与储能增长确定性仍强，同时把握**复合铜箔、钠离子电池**等新技术变革带来的0到1创新性配置机会）、**粮食安全**（当前我国大豆/棉花等品种进口依赖度仍相对偏高，农业芯片守护粮食安全，振兴种业必要性提升）等。

## 8、主题：数字经济，国企改革

2023年A股市场回暖，主题投资机会较为活跃，以下两条主线中的预期差机会仍值得关注：

一是**数据要素顶层设计落地，数据要素市场化红利可期；数字经济迎来政策催化和技术驱动，TMT产业链利好不断**。数据二十条的发布，从数据产权、交易流通、收益分配、安全治理与生态保障等多个维度系统阐述了实现数据要素价值的政策路径，数据要素顶层设计愈发完善，**服务于数字要素价值化的国资云**（央企数字化转型）、**数据交易**（数据资源盘活，场内交易是大势所趋）与**数据安全**（指导意见出台，中长期增长空间打开，特别是敏感数据交易流通的加密、脱敏、标记等数据安全关键环节）**迎来配置良机**。数字经济是网络强国与数字中国的重要抓手，内外战略地位显著提升，二十大以来数字经济迎来密集政策催化，2023年地方两会也将数字经济作为发展重点，政策催化可期。叠加投入加码技术驱动，TMT产业链有望迎来困境反转，景气回升可期。

二是**三中全会改革节点，新一轮国企改革蓄势待发，中国特色估值体系重塑箭在弦上**。历次三中全会均将改革视为重中之重，恰逢国企改革三年收官，新一轮国企改革值得关注，国有企业估值重塑正当时。当前国有企业在营收增速、归母净利增速、净利率、ROE等基本指标上均要整体优于民营企业，而在估值端相较民企又存在显著的折价，结合易主席提出的探索建立具有中国特色的估值体系，2023年将是国企估值重塑的一年。**寻找国企属性、行业景气与公司治理三重线索共同指向的标的**。结合国内前几轮国企改革与海外国家政府参与国有企业治理的经验，国企自身的业绩改善是扭转资本市场预期的最为关键因素，提示投资者在2023年关注兼具政策利好催化与业绩预期支撑的**数字经济链、卡脖子产业链**（电子、信创、军工等）、**地产链等“国企改革+”**的方向，并在这些方向中去优选**并购重组、战略整合、员工激励、股东分红**等公司治理机制完善的国企标的。

## 9、债市：牛熊切换，震荡走弱

经济逐渐企稳回升，流动性从宽货币到宽信用，债市承压，牛熊切换一触即发，配置性价比显著下降，远不及A股。从股债比价来看，连续两年债牛，已收获超过70BP的利差，



处在相对高位。结合当前的基本面来看，宽信用发力，经济触底回升在即，债市支撑明显减弱，走弱是大势所趋，其实从去年四季度债市已有明显的调整，但这仅仅是开始。

债市运行大方向已定，节奏还需结合经济基本面、通胀、流动性等因素综合判断。考虑到当前通胀仍处于低位，经济复苏力度偏弱，货币宽松仍有空间，债市也不至于快速单边下行，甚至在降准降息时还会有阶段性回升，大方向呈震荡走弱态势。

## 10、大宗商品：内强外弱，驱动各异

2023 年海外需求偏弱，国内需求修复，大宗商品内强外弱，内外分化延续，难有全面牛市，整体配置性价比不高。

具体品类价格走势和定价驱动息息相关：外看衰退，避险情绪升温，利好黄金；内看复苏，利好铜钢。关注需求回升驱动，国内外共同定价且库存处在较低水平的铜、国内主导定价的螺纹钢投资机会。而国外主导定价的原油，供需延续紧平衡，预计布油在 90 美元附近震荡，较为平稳，较 2022 年振幅明显收窄。

另外关注与资源安全相关的大宗商品战略储备带来的投资机会。俄乌冲突爆发后，战略性资源价格大幅波动，引发全球关注。G20 峰会上，中国明确提出，“粮食、能源安全是全球发展领域最紧迫的挑战”，“构建大宗商品合作伙伴关系，建设开放、稳定、可持续的大宗商品市场”，海关总署也在年初确认“扩大能源资源类大宗商品战略储备”，关注对外依存度较高的战略性资源，特别是对外依存度超过 90% 的品类，如铬矿（98%）、锰矿（96%）、镍矿（96%）、钴矿（95%）、镍矿（90%）、铁矿石（82%）。

## 11、风险提示

政策不及预期；疫情超预期反弹；地缘政治风险

## ■ 宏观策略组介绍

**谭倩:** 11年研究经验，研究所所长，首席分析师。

**杨芹芹:** 经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**朱珠:** 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

**周灏:** 金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

**李刘魁:** 金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

**张帆:** 金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

**孙航:** 金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%

3

回避

< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。